

## 海外進出日本企業の現地資金調達能力と企業競争力 -- アジア債権市場育成イニシアティブ以降のタイの 債券市場の事例を中心に (研究領域 経営財務関連 とテクノロジーからの競争力創成領域)

著者	川崎 健太郎
雑誌名	経営力創成研究
巻	3
号	1
ページ	39-52
発行年	2007-03
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1060/00003307/">http://id.nii.ac.jp/1060/00003307/</a>

# 海外進出日本企業の現地資金調達能力と企業競争力

－アジア債権市場育成イニシアティブ以降のタイの債券市場の事例を中心に－

## Financing Ability of Japanese Oversea Subsidiary Companies and their Competitiveness

東洋大学経営力研究センター 研究員 川崎 健太郎

### 要旨

アジアは、いまや一大消費市場として変貌を遂げ、アジア内販市場の拡大は、製品の開発・製造・販売を進出先で一貫して行うような、日本の進出企業の「真の現地化」を加速させた。進出企業の営業活動の「現地化比率」が高まるにつれ、直接投資以外の、資金決済にまつわる企業の現地通貨への資金調達需要は必然的に膨張せざるを得ない。2002年の「アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)」以降、アジアにおける債券市場整備が本格化し、タイにおいては日系企業によるパーツ建債券発行が活発化した。一方で、海外進出日系企業の資金調達方法は、未だ海外進出邦銀や親子ローンを中心としており、本国の景気動向や親会社の業績に左右されかねない、資金フローの脆弱性を残している。

キーワード (Keywords) : 企業財務 (Corporate finance)、債券市場 (Bond market)、アジア危機 (Asian crisis)、資本取引規制 (Capital control)、タイ (Thailand)

### Abstract

After quick recover form Asian crisis, income levels in Asian countries slightly increased and it contributed to enrich a consumption market in Asia. Japanese business enterprises changed their strategies of oversea activities which their oversea subsidiary companies not only assemble and export their products to the other market, but also research, assemble, and sell their products in the local market. These changes promote their demand to the local currency. Some Japanese oversea subsidiary companies issued the baht denominated bond in Thailand from 2004 in the line with Asian Bond Market Initiative (ABMI), however, most of them still heavily rely on the lending from Japanese Banks and parent companies. It remains vulnerability in their oversea activities.

### 1. はじめに

1997年5月14日、外国為替市場における大規模なタイパーツ売りを切掛けに、タイ・インドネシア・韓国に次々発生した、いわゆる「アジア通貨危機」は、それまで考えられていた通貨危機の発生メカニズムとは全く異なる、新しいタイプの通貨危機 (21世紀型通貨危機) であったことが指摘されている。第三代モデルと称される、通貨危機発生の特徴は、為替相場の急激な下落による対外債務の膨張にとどまらず、国内

金融システムの崩壊を招きかねない、金融危機が併発していることである。この通貨危機そのものの原因は、東アジア地域特有の資金フロー構造にあったともいえる。

本来新興経済国や開発途上国において、安定した経済成長が実現されるためには、不足した国内貯蓄を補うための潤沢な長期資金が、海外から安定供給され、かつその国の「長期成長産業」に投資されることが重要である。したがって海外からの資本流入に対しては、考慮されるべきリスク：(1) 信用（クレジット）リスク、(2) 為替（カレンシー）リスク、(3) 市場（マーケット）リスク、(4) 決済リスクを、資金調達を行う企業及び金融機関と、資金運用を行う投資家との間での適切に負担し合うリスクシェアが重要である。アジア危機の原因としてしばしば論点とされるのが、1990年代急速な経済成長を遂げていたタイやインドネシア、韓国といった東アジア諸国において、事実上のドルペッグ制度の採用と、間接金融方式による資金貸借構造が挙げられる。すなわち、通貨危機を経験したこれらの国々の金融機関は、必要な資金を外貨建てで調達し、自国通貨建てで融資していたために生じる「通貨のミスマッチ」と、海外市場から短期資金で調達し、国内へは長期貸出を行っていた「満期のミスマッチ」の二つのミスマッチ（＝ダブルミスマッチ）が発生していた。未曾有の経済発展と固定為替相場に立脚したアジア諸国の資金フローは、金融機関や投資家の（1）および（2）に対するリスク・マネジメント意識を完全に麻痺させていたことが考えられる。将来に向け、通貨危機の回避を考慮するならば、このようなダブルミスマッチを根本的にどう解消すべきかが重要なテーマである。

アジア通貨危機以降の資本フローに関するもう一つの側面は、東アジア域内の貯蓄を、域内の経済発展のためには如何に有効に活用すべきなのか、という点である。アジア通貨危機後は東アジア各国通貨の対ドル為替相場が大幅に下落し、また好調な米国経済の消費・購買意欲に支えられ、東アジア諸国の経常収支は大幅な黒字となり、危機からの回復の原動力となった。しかし、危機後急速に積み上がったアジア諸国の経常黒字及び通貨当局が保有する外貨準備残高は、一旦、米国や欧州の金融市場へと流出した後、欧米系金融機関や投資ファンドによって還流されるという、歪な資金フロー実態が伺える。生産現場としてのアジアから財・サービスの一大消費市場へと変貌をみせた一方で、資本および短期金融市場については未発達のまま、アジア域内での効率的な資金循環が達成されていない。資金フローが、新興市場における間接金融システムを経由する限りは、ダブルミスマッチの根本解消を阻んでいるばかりでなく、各国が危機回避を目的とした資本取引規制の存在によって、現地進出企業の長期資金の調達に重大な障害となっている。

21世紀に入り、経済のグローバル化の進展は、東アジア地域における生産プロセスの共有化を一層加速させ、近年 FTA 交渉に見られるような、アジア経済共同体を視野に入れた具体的な政策協調も行われるようになった。近年、日本企業の東アジア地域への進出は、安価な労働賃金をベースにした生産拠点としての捉え方から、高度な熟練技術と教育水準を背景に、開発拠点として進出形態が見られるようになった。また、日本企業のグローバル戦略も変化し、全ての取引が日本を経由する垂直的な貿易構造から、水平貿易・産業内貿易に変わり、東アジア地域の進出拠点の重要度はますます

高まっているといえる。一方で、進出拠点の旺盛な資金需要に対しては、資本取引規制を伴う非効率的な金融市場が障害となり、本国からの送金や現地邦銀による貸付に限界が生じるときには、企業競争力を容赦なく低下させる。今後同地域の経済発展と市場成熟においては、財・サービス市場の統合と併せ、資金フロー構造および金融市場の改革が早急に求められよう。

しかし、経済統合に向け、欧米のスタンダードにのみ立脚した経済システムをアジア地域に導入することも問題である。アジア危機以降、急速に進展している経済統合への動きは、ヨーロッパの経験とは大きく異なっている。実物面の統合と金融面での統合が同時進行で行われているアジア特有の経済発展や市場形態を鑑みると、従来の経済システムの問題点を克服しつつ、歴史・制度・政治を取り入れた将来の制度設計が必要である。

こうした問題の根本解決を目指した一施策が、ASEAN プラス3財務大臣プロセスで掲げられている「アジア債券市場育成イニシアティブ (Asia Bond Market Initiative)」に基づいた、アジア各国の債券市場整備である。本稿は、ABMI 以降のアジア地域における債券市場の動向を考察し、同地域における債券市場の現状と課題を議論する。特に、日本企業の海外進出先として最も多く新出しているタイのケースを中心に、日系企業の企業財務面における競争力維持に焦点を当てる。

## 2. 東アジア市場と日本企業：危機後の市場変化

アジア危機からの回復後、堅調な輸出に支えられた経済成長によって、アジア各国の所得水準は確実に上昇した。そもそも国民貯蓄が、南米などの新興国に比べれば格段に高い水準を維持していたアジア諸国ではあるが、それまでのアジア地域は欧米や日本から直接投資を積極的に受け入れ、安い労働賃金と高い教育水準と背景にした生産拠点としての位置づけでしかなかった。しかし、21世紀に入るとアジア市場は、いまや一大消費市場としての変貌を遂げている。

例えば、アジア各国のモータリゼーションの進展は象徴的で、1990年頃の ASEAN 全体の自動車保有台数が950万台程度であったのに対し、ASEAN 全体でも2000万台をすでに大きく突破している。アジアにおけるモータリゼーションの進展は、日本からの輸入ばかりでなく、アジアにおける生産台数そのものを大きく伸ばした。日本メーカーのアジアでの現地生産台数は396万台 (2005年末) であり、いわゆるアジアカーといわれるような新興市場向け販売車の生産が伸びている。<sup>1</sup>

特に日系企業のタイの自動車生産については、トヨタ自動車は新興市場向け多目的車のタイでの生産を2004年から開始し、いすゞ自動車は将来的にピックアップトラック開発の60%をアジアにおける主要生産拠点であるタイ・バンコクで行うことや、タイ国内での販売強化にともなう組織変更などを発表している。

アジア内販市場の拡大は、製品の開発・製造・販売を進出先で一貫して行うような、企業の「真の現地化」を加速させたといえる。アジアに進出した企業の営業活動の「現地化比率」が格段に高まるにつれ、直接投資以外の、資金決済にまつわる企業の現地通貨へ調達需要は必然的に膨張せざるを得ない。企業財務面 (資金調達・資金フロー

管理)における現地化、すなわち、いかに地場通貨を円滑に調達・管理するかが、今後の現地進出企業の課題であると言える。

しかし、進出先の各国の金融制度や金融インフラ未整備の問題から、企業の資金調達手段の充実度は、まだまだ立ち後れていると言わざるを得ない。表1はアジアにおける資金調達動向を示している。アジアにおける企業の資金調達はその殆どが銀行借入れによる間接金融に頼っており、資本市場を利用した資金調達、とりわけ債券市場による資金調達は極めて少ないことが解る。

表1：ASEAN と中国における資金調達方法（2004年末：対 GDP 比）

	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	中国
銀行貸出残高	23.4	104.2	29.8	76.2	111.5
株式時価総額	28.4	153.5	33.2	71.4	27.1
債券発行残高	1.7	38.4	0.1	13.7	0.6

出所：『通商白書・平成18年度』

さらに日系企業の資金調達について見られる特徴は、進出した日系企業の多くが、親会社とのローンや現地に進出している邦銀からの融資に頼って、資金調達を行っていることである。ASEAN 地域に進出している日系企業169社のうち、地場金融機関からの融資経験を持つ企業は30%程度にとどまり、63%程度の企業が地場銀行からの融資経験を持たないことが指摘されている（『通商白書・平成18年度』）。

現地通貨建て資金需要が今後極めて高くなることを見込まれる中で、進出企業の現地金融市場へのアクセスが弱いことは、競争力の低下を招く。企業経営においては柔軟で迅速な意思決定と、それに見合った生産プロセスの調整及び資金フローのバックアップが欠かすことが出来ない。企業財務面、とりわけ資金調達に関して言えば、様々な期限と条件を併せ持つ資金を、潤沢且つ柔軟に調達することが求められる。すなわち、複数の資金調達チャンネルを何時でも利用可能な体制に整えておくことが重要である。現状の資金フロー体系は、邦銀に頼った間接金融方式、あるいは親子ローンが主体であって、資金調達から資金決済までを全て現地化するには至っていない。資金調達チャンネルが限られている上に、資金運用者、資金仲介者、資金調達者のいずれかの段階で、現地通貨以外の通貨による資金取引が必要となっている。したがって、マネーが国境を越える際には必ず為替取引を伴い、1) 実際に資金移動にまつわるオペレーションコストの他に、2) 為替変動リスクを軽減するような為替管理コスト、3) 進出相手国の金融市場が厳格な資本流出入に関する規制を伴う場合、制度運営上の不透明さから生じる市場リスクに対するリスクマネージメントコストがかかっている。こうした資金フローに関わるマネージメントコストの増大は、企業競争力に大きな影響を与えかねない。

### 3. アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）

#### 3.1. 「アジアボンド構想」の背景

アジア危機後に解明された危機に関する教訓の多くは、実行されないまま数年が経

過した。危機からの回復を果たした東アジア諸国の一部では、旧態依然のドルペッグ制度への回帰現象すら見られた。しかしながら、危機の原因となる経済の脆弱性を小さくするためには、新興市場の借り手企業や金融機関が調達通貨と運用通貨の種類を一致させない1) 通貨のミスマッチと、調達期限と償還期限を一致させない2) 満期のミスマッチを合わせた、「ダブルミスマッチ問題」の構造的な回避が重要である。

為替相場制度については、輸入の価格競争力の維持、巨額の短期資本流入の抑制の観点から、ある特定の通貨に過度に依存した固定為替相場制度（例えば明示的なドルペッグや、管理為替相場制度のもとでの事実上のドルペッグ制）の採用をやめさせることが重要である。さらに、金融システムについては、直接金融システムを通じた資金フローを充実させる必要がある。東アジア諸国はそれまで最も効率的な資金循環体系と思われた、銀行部門を中心とした金融システムに依存してきたことである。通貨危機と銀行危機が同時に発生する場合には、間接金融システムに偏りすぎた資金循環体系は、当該経済にきわめて甚大な影響を及ぼすことが明らかになった。すなわち、「二重危機」の発生は、アジアにおける通貨政策・金融システムの根本的な脆弱性を露呈させた。

こうした観点が、アジアにおける債券市場整備の理論的根拠のマクロ的側面である。ここで「アジアボンド」を定義するとすれば、アジアの機関（政府、企業、そして金融機関）、アジアの通貨建て、そしてアジアの格付け機関によって格付けされ、発行される債券が想定され、それらの債券がアジア各国市場、あるいは域内の金融センター（東京、シンガポール、香港）において販売、売買、精算、決済されることである。主に投資家はアジア地域（日本、シンガポール、香港等々）であるが、域内投資家に留まらず、域外からの投資はアジア市場の深化を促すであろう。アジアボンドを指す主たる要素は、起債者、発行通貨、流通市場の場所であり、たとえすべての要素が整わないとしても、たとえば3つの要素のうち2つがそろえば、アジアボンドと呼ぶことは可能である（Ito 2003）。

アジアボンド構想の中心となるもう一つの要素は、投資家が持つ「ホームバイアス」である。すなわち、投資家のポートフォリオには、とりわけ株式の場合、国内株式に対する強いバイアスがある。通貨（為替）リスクの回避、商品への親しみ（こだわり）、多国籍企業の存在など、ホームバイアスを説明する多くの理由が存在する。ホームバイアスが存在することは、国内株式について、投資家はその地域にある国々で発行される株式に対して魅力を感じるという「地域バイアス」も存在しうる。地域通貨同士はそのほかの通貨よりもより連動性を強め、地域の企業や通貨に対する親しみも高まる。これがアジアボンドにおける主要な投資家がアジアの投資家であると考えられる理由である。アジア域内の投資家の「地域バイアス」を想定するのであれば、アジアボンド構想の最終的なゴールとして、複数のアジア各国市場をまたがる、統合資本市場が視野に入る。各国市場の債券市場整備は、将来的な統合市場への筋道をつけることになるだろう。ダブルミスマッチ問題を解決するためには、アジアボンドは現地通貨建てで発行されることが重要である。現地通貨建て債券発行により、政府および企業は、ドルの流動性不足に陥る可能性から解放される。このようなフレームワーク作りこそ

が、アジア債券構想の狙いであり、ミクロ的側面である。

### 3. 2. ABMI とは

アジア債券構想の初期段階は、通貨危機後に経済学者を中心に議論されてきた。アカデミックサイドで活発な議論を経たのち、タイの前タク・シン首相によるスピーチのなかで幾度か言及されようになった。アジア債券構想が具体案として現出したのは、2002年12月17日 ASEAN プラス3非公式会合において日本政府から提案された「アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)」である。以降、各国通貨スワップ協定を定めたチェンマイ・イニシアティブと併せ、ASEAN プラス3財務大臣会合の中で、地域金融協力の中心ともなっている。

ABMI はアジア地域内において多様な通貨・期間の債券を可能な限り大量に発行し、アジア地域内の債券市場に厚みを持たせること（発行主体の拡大・現地通貨建て債券の発行促進）、発行体および投資家の双方にとって流動性の高い市場を育成すること（保証・格付機関・決済システムといった環境整備）が掲げられている。これらの目的の実行に際して、具体的な検討項目を設け、6つのワーキンググループ：1) 債務担保証券の開発（議長国：タイ）、2) 信用保証および投資メカニズム（議長国：韓国、中国）、3) 外国為替取引と決済システム（議長国：マレーシア）、4) 国際開発金融機関・政府系金融機関・多国籍企業による現地通貨建て債券発行（議長国：中国）、5) 地域格付機関と情報発信（議長国：日本、シンガポール）、6) 技術支援（議長国：インドネシア）による研究が進められている。<sup>ii</sup>

日本政府の ABMI における取り組みは、ASEAN10域内での金融技術支援等をはじめ、経済産業省や国際協力銀行等を通じた、海外進出日系企業の現地通貨建て債券の発行支援がなされている。以下では、タイにおける発行支援の具体例をみる。

## 4. ABMI 以降のタイ債券市場における起債状況

### 4. 1. いすゞタイランド・トリペッチいすゞセールス（保証保険付債券）

いすゞ自動車はタイにおける商用車販売で1982年以降、連続シェア第1位、ピックアップトラックにおいても1996年以降連続シェア第1位を獲得し、2003年以降タイ事業者（開発・生産・販売）の統合強化が図られている。現在、輸出向けピックアップトラックの生産は日本から全てタイ工場に集約されており、タイ国内向け販売とあわせ、一大生産・販売拠点として機能している。<sup>iii</sup>

2004年3月いすゞ自動車は、好調なタイ国内向け販売が好調なこと、および日本国内の藤沢工場からタイへの生産移管にともなう事業強化等切掛けとして、タイにおけるピックアップトラックの商品開発及び生産能力増強のための設備投資資金の一部を調達する目的でタイ国内でのタイパーツ建て債券の発行を行った。

既にタイ国内において「いすゞ」ブランドの浸透力は十分であったものの、日本企業による現地通貨建て債券の発行には十分な実績が無く、また ABMI による現地通貨建て債券発行促進をうけ、日本の公的金融の信用保証を利用する形で債券発行に踏み切った。いすゞタイランドが発行するタイパーツ建て債券10億パーツ（27億円相当・

当時)は、みずほコーポレート銀行が債務保証を行った。みずほが行う債務保証については、経済産業省管轄の独立行政法人日本貿易保険が付与する海外事業貸付保険(保証債務)制度も用いられている。アドバイザーとして地場の大手証券会社 Tisco Securities (みずほ出資) が加わっている。これらのパーツ債は Tisco 投資信託などを通じてタイの機関投資家などに販売された(図1)。<sup>iv</sup>

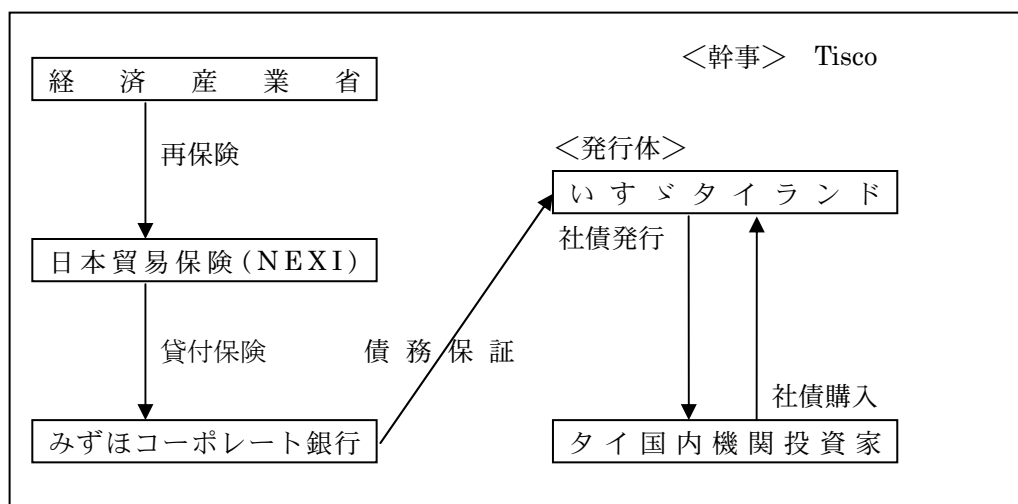


図1：いすゞタイランドの社債発行スキーム

続く2004年6月には、同社現地販売子会社であるトリペッチいすゞセールスによっても同様の信用保証の枠組みを活用した、35億パーツ(100億円・当時)の現地通貨建て債券の発行がなされた。この背景には、トヨタ自動車のタイへの本格進出がある。既にトヨタが2003年4月総投資額215億7700万パーツにのぼる1トン・ピックアップトラックの生産工場の拡張が決定され、迎え撃つ側のいすゞとしても、いすゞタイ事業体の生産体制の強化と併せ、販売力の強化が必須だったと思われる。このケースでも、信用保証を伴った債券発行がなされ、表保証は三菱商事、副保証は国際協力銀行(JBIC)がそれぞれ行っている。アドバイザー・引き受け等は地場銀行のバンコクバンク、サイアムコマーシャルバンク、Tisco が加わっている(図2)。<sup>v</sup>



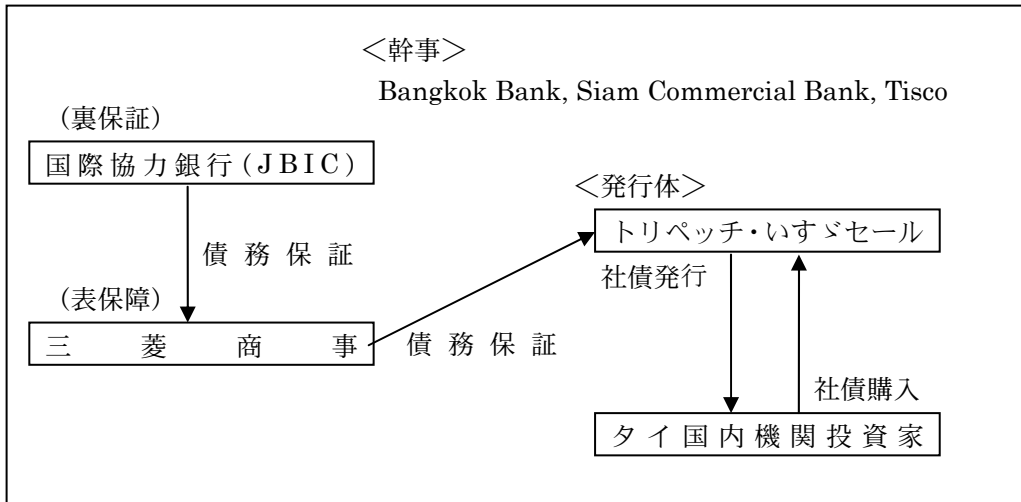


図2：いすゞセールスの社債発行スキーム

#### 4.2. トヨタ・ホンダ・三菱 (ストレートボンド)

ABMI フレームワークによって日系企業のタイパーツ建て債券発行が軌道に乗り出し、公的金融の信用保証を利用しない起債案件も登場し始めた。

トヨタリースタイ (TLT) は2005年から関係会社の保証を用いたパーツ債の発行を進めており、中長期的に300億パーツ程度の資金調達計画を明らかにしていた。2004年から2年間で既に130億パーツの起債実績があり、2006年12月にも40億パーツ (約1億1000万ドル相当) の債券発行が決定している。債務保証はオランダの Toyota Motor Finance が行った。

三菱自動車は現地子会社三菱自動車タイランド (MMTh) が2005年12月8日に東京三菱銀行による債務保証を伴った50億パーツの現地通貨建て債券を発行している。アレンジャーにサイアムコマーシャルバンク、バンコクバンクなどが参加し、償還期限3年のストレートボンドを発行した。調達資金はいすゞ同様、同社主力モデル「トリトン」(1トン・ピックアップトラック) の生産設備の拡張等の利用に使われる。

ホンダも2005年から同社連結子会社ホンダリースタイランド (HLTC) が20億パーツ規模の債券発行を継続的に行っている。<sup>vi</sup>

### 5. タイ金融市場における課題

#### 5.1. タイ資本市場の現状

アジア開発銀行が発表している Asia Bond Monitor 2006によれば、2004年以降、アジアにおける債券発行は順調な伸びを示している。特に各国通貨建て債券の発行はアジア新興市場全体において、2004年で前年比26.86%、2005年では21.51%、2006年上半期では、既に15.6%の伸びを見せている。図3は1997年以降のタイにおける債券発行残高を示している。発行済み債券の総額は2006年末には米ドル換算にて1000億ドルを

越える見込みである。アジア通貨危機後、危機回復のために発行された大量の国債は、本来ならばタイ国内債券市場における債券利回りのベンチマークとして、重要な役割を果たすことが期待される。一方で、債券市場全体としての魅力はまだまだ薄い。

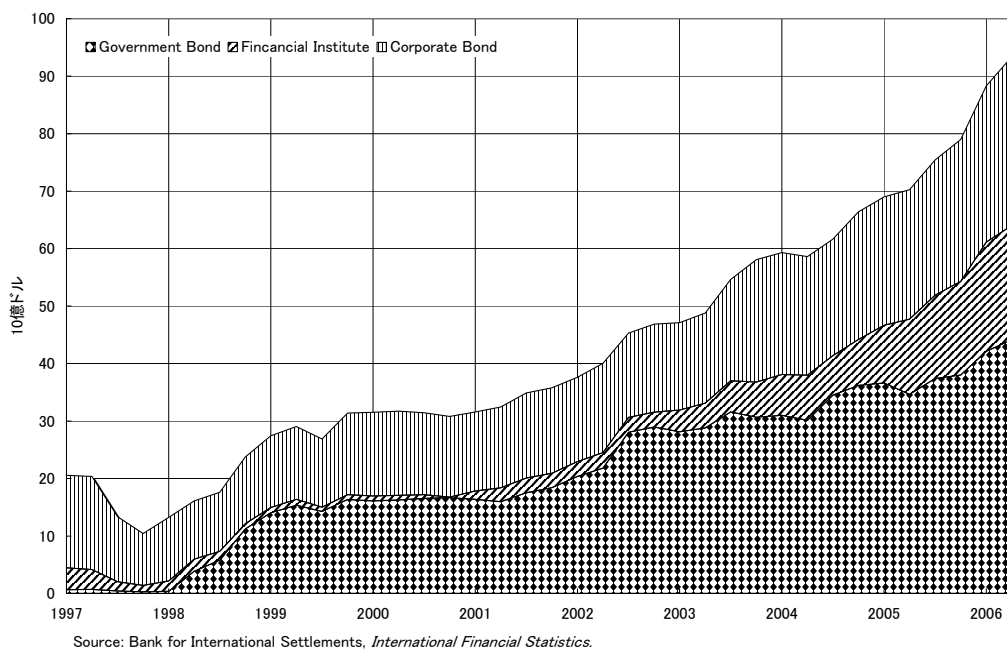


図3：タイにおける債券発行残高

債券市場の厚みが充実しない一つの背景は、タイ国内市場の構造、投資家の偏った投資行動がしばしば指摘される。他のアジア新興国の投資家と同様に、タイ国内投資家は、一般投資家よりも年金ファンドといった機関投資家が多く、資本市場（債券市場・証券市場）と短期金融市場間でまとまった資金シフトを行うため、資金の需給バランスの安定性に欠けている。さらに、アジアの多くの投資家に見られる投資行動の特徴は、主に“buy and hold”である。

市場に buy-to-hold タイプの投資家が多いことは、金融市場においては様々な弊害をもたらす。例えば、10年物国債が発行市場で売られても、流通市場で活発に取引される事が無ければ、社債発行市場において、償還期限5年以下で発行される社債の利回りに対する有用なベンチマークとしては機能しない。様々な残存期間の債券が流通市場で取引されないために、短期金融市場における金利指標としても、全く影響を及ぼさないことを意味している。これは様々な期間について需要を持つ借り入れ企業の資金調達幅を極めて狭くしている。

日本においても、長短金利の規制体系が壊れた一つの背景には、1970年代に始まる国債の大量発行と、現先市場・流通市場を用いた活発な債券売買があげられる。そもそも短期金融市場、とりわけインターバンク市場における資金取引が活発に行われて

はいないタイにおいては、流通市場における債券売買の需給は極めて低く、同様に、短期金融市場に影響を及ぼすほどの資本市場の厚みがない。本来、国内資本蓄積が進むにつれて、流通市場における債券売買の厚みが充実することが予想される一方で、機関投資家の多くは米国債などへの投資選好が強く、国内市場における資金貸借には今ひとつ弾みが見つからないのが現状である。また2006年12月5日には、非居住者のタイ国債の取得に関して、取得後3ヶ月間の売買禁止がなされている。

## 5.2. 為替管理・資本規制

危機後、マレーシアや中国のような為替管理政策は行われず、外国為替相場システムは、97年7月に米ドルを中心としたバスケット制から管理フロート制（実質的な変動相場制）へ移行したタイ中央銀行を中心に、通貨攻撃に対する危機意識は極めて高いが、危機以降急激に積み上がった外貨準備高によって、変動相場制を維持しつつも、為替相場の安定化や通貨攻撃には、十分対処可能との見方が一般的であった。従って、むしろ規制の中心は、内外との資本取引規制に焦点が当てられていた。

為替管理は為替予約の実需原則と、居住者に対する為銀主義外貨集中義務が課せられている。例えば法人の外貨預金の残高は1000万米ドル以内と定められ、タイ国内企業の輸出代金回収は輸出後直ちに行うことや回収後も受取後7日以内にパーツ転、あるいは外貨預金口座に入金し、入金日より3ヵ月以内に非居住者への支払いへの充当が規定されている。また資金貸借に関しては、通貨攻撃の潜在的な脅威から為替相場および金融市場を守るため、タイ中央銀行はタイ国内金融機関が非居住者に供与可能なパーツ建て信用に対して供与枠上限を課している。例えば、貿易取引や直接投資などの実需原則を伴わない融資案件に対しては、案件毎に5,000万パーツの上限が課されている。

しかし近年、好調なアジア経済と恒常的なドル安の流れをうけ、アジアへの資本流入が危機以降急激に加速し、パーツ高の傾向は顕著になってきている。2006年12月18日、タイ中央銀行は短期外資流入に関する規制策を発表し、事実上の資本取引規制が導入された。<sup>vii</sup>

資本移動に関する様々な規制は、企業におけるグローバルな CMS（Cash Management System）の枠組みでの資金管理の効率的な運用を妨げ、管理コストは極めて大きくなってしまふ。親会社や金融子会社等の非居住者による現地通貨による資金調達に厳しく規制されている現状では、クロスボーダーでの資金管理は事実上機能しない。従って個別通貨単位での CMS の必要があり、追加コストの発生は避けられないといえる。<sup>viii</sup>

## 5.3. 日系企業の資金調達の脆弱性

アジアにおいては債券市場整備が次第に進むようになり、タイにおいては2007年、政府系企業や優良大企業だけでなく、金融機関を中心とした社債発行が予定されており、資本市場の充実と、金融市場全体の裾野は広がる傾向となっている。

一方で日系企業の資金調達は、いまだ現地進出邦銀融資や親子ローンを中心とした

構造から脱却していない。AMBI が提唱された2004年当初は自動車生産や販売・リースを中心として、債券発行による資金調達に関心が集まったものの、特に2005年頃から日本の銀行の経営体力が回復し、積極的な資金融資を展開するようになり、また事業会社も日本経済の本格的な景気回復を受けて、財務体質が改善し積極的に親子ローンを活用して、再び海外事業展開を見せるようになった。

邦銀や親会社が日本の景気回復をうけて、現地企業の旺盛な資金需要を満たすだけの十分な資金供給を行えている現状においては大きな問題が無いものの、日本経済の景気動向によっては、資金フローが滞る可能性を残しているといえる。進出企業の活動の現地化がますます進む中で、資金調達力が現地の営業活動とは全く関係のない、本国の景気動向に大きく左右される状況は好ましいことではない。為替リスク・市場リスクを含め、未だ非居住者に対する資金取引に規制が設けられている現状で、現地法人の資金調達力の充実こそが今後の大きな課題である。

#### 5. 4. 開発金融公社の役割

いすゞタイヤ、トリペッチ・いすゞセールスの債券発行のケースでは、日本貿易保険（NEXI）や国際協力銀行（JBIC）が行った海外事業資金貸付保険や信用保証の役割が極めて大きかったことが指摘されている。すでに、いすゞ自動車はタイ国内の自動車市場において、名実共のトップブランドであり、ホンダやトヨタの起債案件を見ても、将来的な資金調達においては公的機関の保証保険を付帯せずとも、高い格付けと有利な利回りをもって債券発行が行えることは容易に予想される。外国資本の現地進出企業による債券発行がより進むようになり、国内投資家層の充実するようになると、格付けの高い企業は公的金融機関による信用保証の必要性は低下すると考えられる。しかし一方で、資本市場での資金調達に際し、高い格付けを獲得できるような大きな日系企業よりむしろ、それらの巨大企業の生産体系を支える裾野企業の資金需要を満たすことが今後重要な課題といえる。すなわち債券市場における日系企業の債券発行を促進させるためには、これら公的な開発金融公社の提供する信用保証の枠組みを、部品メーカーといった中小の日系進出企業に拡大していくことであろう。

本来中小企業向け金融は、これら政府系開発金融機関が、現地資本市場にて現地通貨建てで債券発行し、調達した資金を中小企業向けに融資する従来の方法が中心だが、個別企業の資本調達力の向上を目指すのであれば、個別企業の債券発行を支援することも、政府系開発金融機関の役割と言える。当面、進出先ではジャンク債として扱われるような場合でも、それらをバスケットして部分的な信用保証を付与することも、債券市場の厚みを増加させる効果的な手段となりうる。

#### 6. アジアバスケット通貨建て債券によるソリューション

新興市場における債券市場整備についての問題点の一つは、市場制度に関してアジア諸国は発展途上にあることである。新興市場における債券市場は、内外の投資家が広く招き入れられることによって市場が進化・拡大することにより便益を享受する様

になるかもしれないが、一方で、債券市場へ投資家を誘うためには透明性がより確保されていなければならない。

ABMI の目的を達成する上で、起債者と投資家に対して、2種類の全く異なる問題が存在する。起債においては、潜在的な起債者が現地通貨建て債券を発行する際のいかなる障害も取り除かれなければならない。投資家にとっては、アジアの発行体によって起債された現地通貨建て債券が、通貨の面でも、信用の面においても、非常にリスクの高いものであると感じられてしまう場合には改めなければならない。特に、発行体のクオリティにおける情報は投資家に正しく解釈されていないケースが多い。

アジアボンドを促進する一つの方法は異なる国にまたがる発行体と投資家との橋渡しを行う機関を創設することが Ito (2003) および山上 (2003) で提唱されている。すなわち、バスケット債券と決済システムの構築である。

例えば、発行体は現地通貨建て（例えば、タイバーツ建て）で債券を発行したいとする。同様にまた別の国の発行体が、その国の通貨建て（例えば、リングやシンガポールドル建て）の債券を発行したい。一方で投資家は元本や収益を自国通貨、たとえば円建てで受け取りたい。日本の投資家は、もし為替リスクがいくらか軽減されるのであれば、アジアボンドに魅力を感じることであろう。投資家にとって、円建て収益におけるボラティリティやリスクを軽減する方法として、異なる通貨建ての債券のバスケットを作ることが考えられる。通貨それぞれは特異なリスクを持ちうるが、それらがバスケットの中へ組み入れられれば、総合的なリスクは小さくなる。<sup>ix</sup>

## 7. 結び

ABMI が提唱されて以来、アジアにおける債券市場整備は飛躍的にすすみ、アジア地域の社債発行は順調に伸びてきている。しかしながら、アジアの金融市場は為替政策においても資本取引においても、制度的に不透明な部分が多く、自由な金融市場と呼ぶにはほど遠い状況にある。とりわけアジアのような居住者と非居住者との資本取引に厳しい規制が課せられる状況において、現地進出企業の現地通貨による資金調達には極めて重要な要素と言わざるを得ない。

一方で、アジア経済の発展において主導的な役割を果たしてきた日系企業のアジアにおける資金調達は、未だ間接金融や親子ローンに依存しているケースが多く、企業財務面における競争力は低いと言わざるを得ない。為替リスクや市場リスクを本社や邦銀自体がカバーしている状況は、日本経済の景気動向や本社の業績に大きく依存するために、企業の真のグローバル戦略とは逆行しているといえる。東京市場を含め、日本企業の社債発行による資金調達は、親会社本体による欧米市場での起債案件をのぞき、起債実績は乏しい。

今後アジア経済共同体に向けた FTA 交渉や金融協力、為替協調政策などが一層本格化する中で、企業の現地通貨による資金調達需要はますます増加することが予想される。具体的な金融市場整備の進展とともに、日本企業の真のグローバル戦略の実践が必要である。

## 【参考文献】

ADB, *Asia Bond Monitor 2006*.

Ito, Takatoshi “Construction of Infrastructures for the Development of Regional Bond Market,”

Choong Young Ahn, Takatoshi Ito, masahiro Kawai, and Yung Chul Park eds., *Financial Development and Integration in East Asia*, Chapter 7, Korea Institute for International Economic Policy and Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan 2003.

小川英治・清水順子「アジア債券ファンドのリスク特性」、mimeo, 2004年5月

経済産業省『通商白書・平成18年度』

児玉朗「アジアにおける日系企業の財務活動を巡る緒論点」、日本銀行国際局アジア金融協力センター、2006年10月

山上秀文「アジア債券市場の育成・資産担保証券（ABS）発行体スキーム試案」2003年度日本金融学会秋季大会報告。2003年10月

- i 日本自動車工業会ホームページによる
- ii ASEAN+3プロセスで提唱された ABMI と並び、アジア地域の債券市場育成・振興策としては、EMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）によるアジア債券ファンド（Asia Bond Fund）がある。ABF は中央銀行が保有する外貨準備の一部をドル建てのアジア国債（ABF1）または現地通貨建て国債（ABF2）での運用を行う。二つの債券市場育成支援においては、ABMI が需要サイド、ABF は供給サイドに焦点が当てられ相互補完が計られている。
- iii 2002年から販売開始されている同社主力車種「D-Max」は2005年・年間販売台数が過去最高の16万台を超えている。
- iv NEXI はみずほコーポレート銀行の債務表保証の95%を副保証。さらに、NEXI は経済産業省による裏保証・再保険が付与されている。海外事業資金貸付保険（通称；アジア債券保険）による保証債務は貿易保険の新制度としてアジア債券市場育成の一助として創設された。2004年3月5日から申し込みが開始され、いすゞタイランドが適用第1号案件となった。アジア債券保険の主な特徴は、1) 従来の外貨引受通貨がドル及びユーロに限定された貿易保険をアジア通貨に拡大し、被保険者の為替リスクを回避したこと、2) 債券保険を民間事業法人の発行する債券に拡大、3) 投資家が日本国内の機関投資家から現地の機関投資家となること、4) 保証に対する保険として、被保険者と投資家が必ずしも同一ではないため、債券売買が可能となり、流動化が容易になるなどが挙げられている。
- v リペッチいすゞセールスは三菱商事が出資したいすゞ車の販売子会社（設立：1974年、資本金83億5000万バーツ）で、おもに商用車RVの輸入、販売を行う。
- vi これらのパーツ建て債券発行のうち、トヨタおよびホンダ案件は自動車メーカーの金融会社の色合いが強く、ABMI 以前にアセットバックセキュリティ（ABS）債券として起債されたイオンクレジットの案件と併せると、これら債権は自動車のような実物資産や、クレジットカード債務といった、比較的小口で、リスクの小さな案件であるともいえる。大規模な設備投資資金の調達といった大口案件については実績に乏しい。
- vii 実需（但し、財・サービス取引の実需取引は対象外）・ヘッジに関わらず、2006年12月19日（火）以降に約定する THB の売為替について、現地金融機関によって THB 為替取引の為替実行日に

対価となる外貨の30%相当額が準備金として徴収される。準備金は1年間の据え置く必要があり、タイ中央銀行に無利息で預金される。据え置き期間満了後準備金の還付請求が可能であるが、1年未満での還付請求に際して当初の無利子預金の3分の2のみが還付される、事実上の資本流出規制が課せられた。規制発表によって SET 指数は前日比約16%下落、タイ証券市場は大混乱となった。翌19日には急遽株式投資目的のパーツ買為替については規制対象外とする緩和策が発表された。

- viii 児玉（2006）によれば、比較的関連会社の進出が集中しているタイについて、タイ国内での CMS を行う試みなどが近年なされていると報告されている。またタイにおけるトレジャリーセンターの活用についても論点としてあげられているが、税法上のメリットが存在しないことや、制度上の問題などが指摘されている。
- ix 様々なバスケット債券（アジア債券ファンド）のリスク特性については小川・清水（2004）で検証されている。