

アジア新興国における外資系企業の 現地通貨建てファイナンス タイとベトナムを中心に

鶴谷 学



荻本洋子



CONTENTS

- I 日系企業のアジア新興国における長期資金調達必要性
- II アジア金融危機後のアジア新興国における金融資本市場
- III タイにおける外資系企業の資金調達と起債の活用
- IV ベトナムにおける新しい起債ルールと外資系企業による活用の可能性
- V 日系企業の資金調達への示唆

要約

- 1 成長機会の確保のため、日系企業のアジア新興国への進出が続いている。事業の展開に伴って、現地での資金調達の必要性も増してくるが、アジア新興国では、外的な環境によって金融政策や市場環境が急変するリスクもあり、銀行調達と社債調達を組み合わせる調達構造のバランスに留意することが重要である。
- 2 そこで、アジア新興国のなかでも注目度の高いタイとベトナムの社債市場を見てみる。ひとくちにアジア新興国といっても、タイとベトナムでは、金融環境や制度整備の進展が異なり、日系企業にとっての資金調達環境はさまざまである。タイでは、規制の整備や機関投資家の成長など、すでに市場環境が整っていることから、効率的で安定的な資金調達のためには、投資家のニーズなど、市場の動向をよく見ておくことが重要である。
- 3 他方ベトナムでは、急速な市場経済化と経済成長が進むなか、マクロ的な資金需給面では資金の量的確保が重要であり、併せて急激に進む市場整備・規制動向を注視していく必要がある。

I 日系企業のアジア新興国における長期資金調達必要性

1 注目されるタイとベトナム

日本からの対外直接投資残高は、2006年末時点で約53兆5000億円である。うちアジア向けが約12兆8000億円と23.9%を占めている。アジアの国別では、中国向けの約3兆6000億円がトップで、タイの約1兆8000億円が続いている。国土の広大な中国を別格とすれば、タイへの投資、特に製造業による投資額1兆4000億円は、3番手以下の投資相手国を引き離している（図1）。

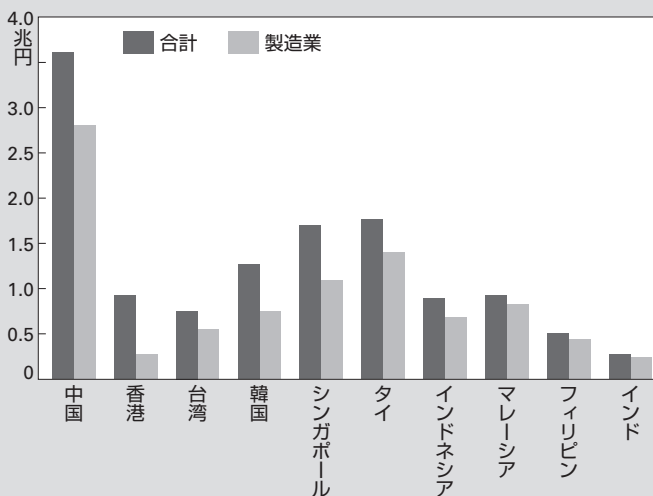
一方、近年、海外からの直接投資受入額は急速に増加しているのがベトナムである。ベトナムは、2007年1月にWTO（世界貿易機関）へ加盟、2010年にかけての5カ年計画においては、株式会社化を含む国有企業改革を含め、市場経済化、外国資本の誘致などをさらに加速させる。ベトナムの直接投資受入額は、2005年には約43億ドルと前年比92.1%増、日本からの投資額も4億3000万ドルと、前年比94.8%の増加となった（図2）。

日系企業はタイとベトナムを、今後も有力な拠点と位置づけている。日本貿易振興機構（JETRO）が定期的に実施している「在アジア日系製造業の経営実態——ASEAN・インド編（2006年度調査）」（以下、JETRO調査）によると、ASEAN（東南アジア諸国連合）とインドに進出している日系製造業が中長期的に最適な生産拠点として評価しているのは、タイ、ベトナム、中国の順である。このうち、進出先の国・地域を除いた場合、すなわち新たな進出先としては、ベトナムがトップ、次いで中国とタイがほぼ並んでいる。

JETRO調査では、同時に、進出先である国・地域の戦略上の位置づけについても調べており（複数回答）、タイに関しては、「国内市場向け生産拠点」が61.3%とトップ、次いで「第三国への輸出生産拠点」が56.2%であるのに対し、ベトナムは、「第三国への輸出生産拠点」（67.3%）、「国内市場向け生産拠点」（38.9%）の順となっている。

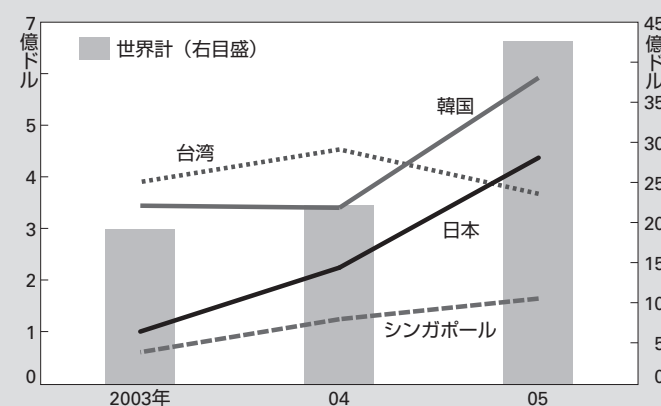
以上見てきたように、タイは進出先として歴史があり、国内市場も重視されている例の典型であるのに対し、ベトナムは生産拠点としての重要性が急速に増しているタイプであ

図1 日本からのアジア向け直接投資残高



出所 日本銀行「直接投資残高（地域別かつ業種別）」統計より作成

図2 ベトナムの直接投資受入額の推移



出所 ベトナム計画投資省、日本貿易振興機構（JETRO）の資料より作成

るといえよう。

2 現地通貨建て長期資金調達への取り組みが重要

日系企業がアジア新興国に進出する場合、当初の設備投資や運転資金は直接投資によって賄うにしても、事業の拡大に伴って、現地での資金調達を実施することが必要になる。特にタイのように、国内市場をより重視する段階となり、原材料の現地調達比率も高い場合は、為替リスク軽減の観点からも、現地通貨建ての資金調達の優位性が高まる。

しかし一般にアジア新興国においては、現地通貨建てファイナンスにはいくつかの留意点がある。

第1に、金融政策の目標として為替レートの安定を重視する 경우가多く、海外金融環境の変化などに対して、国内の金融情勢が大きく変動しやすい。具体的には、金利が急上昇したり、調達可能額が減ったりする恐れがある。

第2に、現地に邦銀が進出していたとしても、リテール預金業務が限定的であれば資金

調達力も限られ、日系企業の資金調達ニーズに十分応えられない場合もある。

このような問題に対しては、銀行融資だけではなく、社債など、資本市場から中長期の負債調達を実施することが考えられる。

取引銀行との関係にもよるが、社債での調達コストは、類似条件の銀行融資を下回る場合が多い。また、社債発行は、早めに取り組んでおけば、格付取得や現地金融資本市場での知名度向上を通じて、安定的な資金調達力を整備することにもなる。この点、アジア新興国では、1997年の金融危機への反省から、債券市場の育成に取り組んできている。

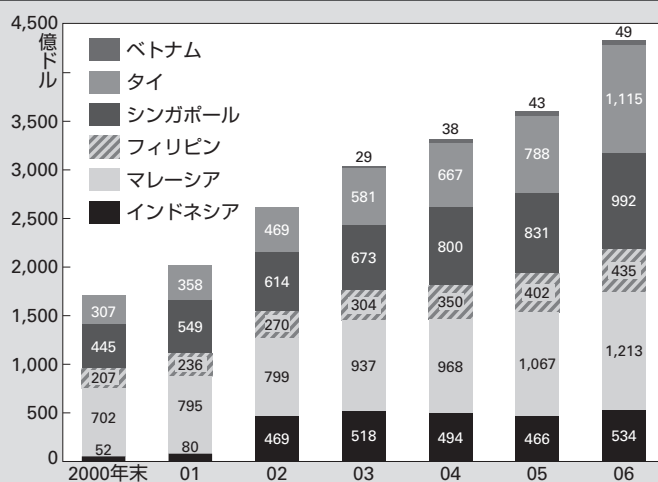
以下では、まずアジア新興国における債券市場育成に向けた共通の取り組みを概観する。その後、タイとベトナムの資金調達環境を、社債市場の整備を中心にみていくことで、現地に拠点を持つ日系企業の資金調達への示唆を考えてみることにする。

II アジア金融危機後のアジア新興国における金融資本市場

1 進展する金融資本市場の改革・整備

1997年のアジア金融危機の反省を踏まえて、ASEAN諸国に、日本、韓国、中国を加えた「ASEAN+3」では、「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」を推進、2003年以降は日本の財務省がスポンサーとなって、ASEAN諸国の債券市場育成のための技術支援を継続的に実施するなど、活発な取り組みを展開している。その結果、主要国における国内通貨建て債券の残高は順調に伸びている（図3）。

図3 ASEAN主要国における国内通貨建て債券残高の推移



注) ASEAN: 東南アジア諸国連合
出所) アジア開発銀行 (ADB) "AsianBondsOnline" のホームページより作成

2 社債市場の発展で先行するタイ、マレーシアと、追隨するベトナム

特に、タイおよびマレーシアでは、タイ証券取引委員会（SEC）およびマレーシア証券委員会（SC）がそれぞれに債券市場発展計画を策定し、これに基づいて法規制や取引・決済システムを含むインフラ整備などを強力に推進してきた。これもあり、資本市場は投資家の信頼を回復したのみならず、活況を呈している。そうしたなか、両国での社債市場の成長も目覚ましい。

これに対して、フィリピンやインドネシアにおいては、民間資金需要よりも国家の資金需要が強く、国債の発行を通じた債券市場の育成が進展している。

マレーシアの場合、社債のなかでも、特にイスラム債の発行が盛んであり、近年では、発行される社債の半分以上がイスラム債であるといわれる^{注1}。タイは近年国債の発行を増やしつつあるが、債券市場に占める社債の割合が、依然として相対的に高い。

ベトナムにおいても、従来は国債が国内債券発行残高のほとんどを占めてきたが、2006年に施行された社債の私募（公募と私募については後述）規定により、社債の発行が容易となり、起債が急速に増えつつある（図4）。

Ⅲ タイにおける外資系企業の資金調達と起債の活用

1 社債市場の整備・規制緩和が進む

タイでの社債の起債に関する規制や手続きは、タイ証券取引法および2001年のSEC通達により定められている。適格発行体は、タイの法律により設立された国内企業のほか^{注2}、

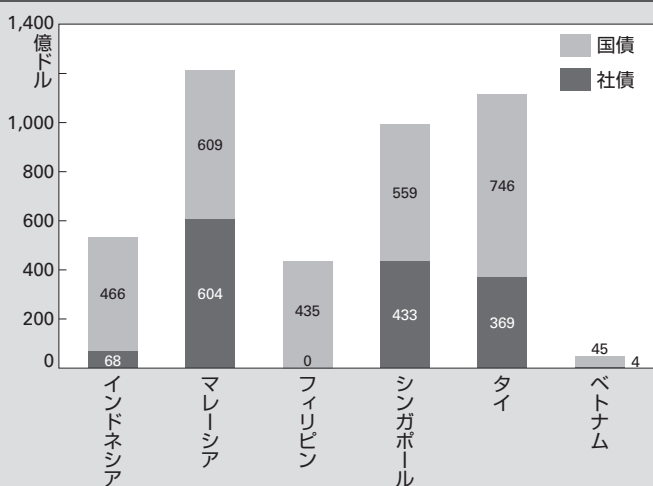
最近では外資系銀行の支店でも発行が可能となった。

債券の種類は、普通社債のほか、転換社債、証券化債券（クレジットカードや住宅モーゲージ等、ひとつの実績あり）、仕組債（債券インデックスやコモディティインデックス、金価格等）などである。社債発行ルールに関しては、社債管理人が担保の管理を行うことや、社債発行人が債権者集会を行うことなどが明記されている。

格付取得に関しては、私募債の場合を除いて、発行の都度、SECの認定信用格付機関から信用格付を取得しなければならない。認定格付機関は、フィッチ・レーティングス（タイ）、ならびにTRISレーティング（タイ）の2社であるが、2007年に、外資系企業の子会社が起債する場合などは、上記以外の国際格付機関^{注3}の格付も認められるようになった。

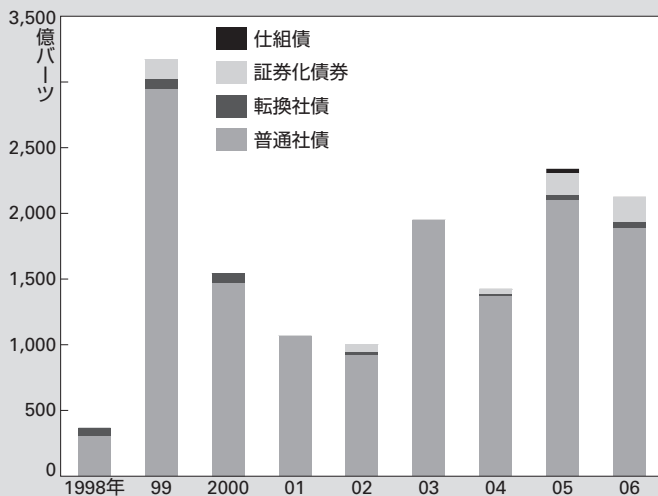
このことは、日系企業にとっても、普段付き合いのある格付機関からの格付取得で済む利便性や、国際格付機関の格付に基づいた、より低い金利での調達ができる可能性など、社債調達のメリットが増すものと考えられる。

図4 ASEAN主要国における国内通貨建て債券残高の内訳（2006年末）



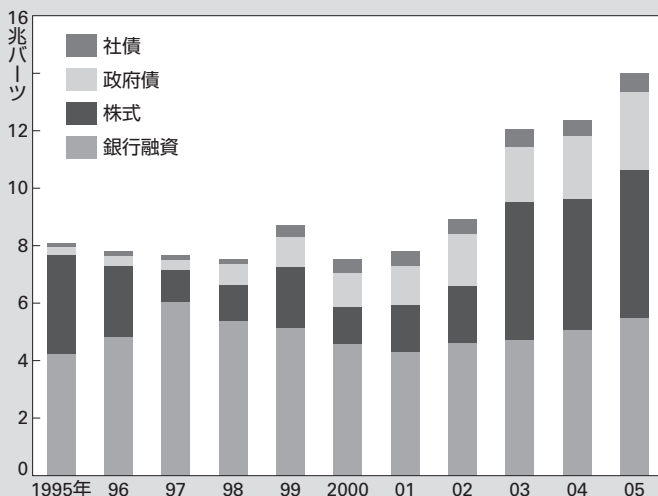
出所）ADB "AsianBondsOnline" のホームページより作成

図5 タイの社債発行額の推移



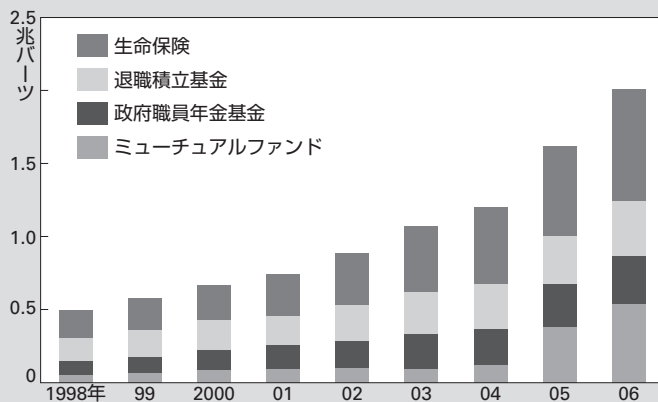
出所) タイ証券取引委員会 (SEC) の資料より作成

図6 タイにおける資金調達市場（残高ベース）の推移



出所) SECの資料より作成

図7 タイにおける機関投資家の運用資産規模の推移



出所) SECの資料より作成

このような社債発行市場の整備・規制緩和を受けて、起債額は増加傾向にあり、年間起債額は2005年、06年と2年続けて2000億バーツ（7969億円、1バーツ3.98円で換算）を超えた。内訳は、普通社債が大半を占めるが、過去2年、証券化債券も顕著に増加している（図5）。

社債の発行残高は2005年末時点で6600億バーツ（2兆6268億円）に達しているが、5兆バーツ（19兆9000億円）を超える銀行融資や株式と比較すれば後れをとっており、今後の一層の増加が期待される（図6）。

2 進展する債券市場全体の整備

タイの債券市場は、規制や制度の整備に関しては相当進んできたといえるが、残る大きな課題は、債券流通市場の整備がまだ十分とはいえないことにある。この理由として、財政に関する法律によって国債発行額が制約され、国債のベンチマーク債の発行量が十分ではないことを挙げる市場参加者が多い。2007年5月、タイ財務省は、より柔軟な国債発行を可能とする法改正を行って、ベンチマーク債を強化する意向を表明した。

このほか、中央銀行であるタイ銀行（Bank of Thailand：BOT）は、プライマリーディーラー（国債市場特別参加者）経由での資金供給を強化するため、個別のレポ取引（現金担保付債券貸借取引）を2007年秋にも廃止する方針を明らかにしている。さらに、導入が後れている国債先物の整備も実現すれば、債券市場の一層の拡大が確実に進展するものと期待される。

外資系企業の資金調達という観点での残された課題は、民間の非居住者によるバーツ建

て起債が、タイ銀行の為替規制によって事実上行えない点であるが、この点に関してもタイ財務省、SEC、BOTが共同で検討を進める方向である。

3 機関投資家の成長

一方、投資家サイドを見ると、タイの資本市場の主な機関投資家としては、生命保険、退職積立基金、政府職員年金基金、ミューチュアルファンド（会社型で、かつオープンエンド型の投資信託）がある。近年、生命保険やミューチュアルファンドの成長を中心に、全体としても、運用資産規模が年率20%を超える増加傾向にあり、2006年には2兆バーツ（7兆9600億円）に達した（図7）。

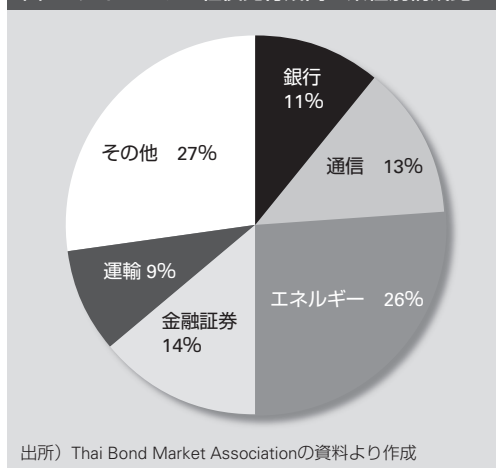
投資家のタイプによって、満期までの期間や金利（固定か、変動か）など、債券に対する運用ニーズは異なっており、こうした運用規模の拡大に伴って、債券への多様な投資ニーズが高まっている。

4 期待される発行体の多様化

現在発行されている社債は、高い格付（本節では国内格付を指す）や特定の業種や発行体にやや偏っている傾向がある。格付に関しては、ほぼBBBないしはA格以上の債券のみであり、残存する社債のうち、発行体ベースで75%、残高ベースで86%がA格以上となっている。これは、アジア金融危機以降1997年から2000年にかけて、毎年デフォルトが発生したことから、比較的信用度が低い社債の発行が低調となったことを反映している。機関投資家においては、社内の規定でA格以上といった制約を設けている例も少なくない^{注4}。

また、業種別に見ると、エネルギーや金融

図8 タイにおける社債発行残高の業種別構成比



証券、銀行、通信などの業種に偏っているほか、発行額上位10社で発行残高の6割以上を占めるなど、発行企業の裾野の広がりはまだ十分とはいえない（図8）。

こうした社債市場の現状に対して主要な機関投資家からは、格付AA、Aクラスの自動車関連や家電、素材、消費者信用などの発行体や、エネルギーやインフラなどの超長期の債券の発行に対するニーズが聞かれる。製造業やクレジットなどの日系企業子会社の起債に対する投資家のニーズ、期待は大きいものと思われる。

IV ベトナムにおける新しい起債ルールと外資系企業による活用の可能性

1 預金量不足の銀行と「玉不足」の資本市場

(1) マクロ的には資金逼迫が続く

ベトナムの金融資本市場は、近年、急速に成長しつつあるが、いまだ、経済規模に対して銀行セクターの規模はきわめて小さい。加

えて、堅調な経済成長に裏づけられた資金ニーズに対して、銀行預金の伸びが追いつかない状態にあり、国内資金は継続的に逼迫している（図9）。

前述のJETRO調査でも、特にベトナムについて、金融財務管理上の課題として、設備投資などに必要なキャッシュフローの不足を認識している日系企業の割合が高い（34.9%）。

（2）資本市場は、投資対象不足

他方、資本市場、すなわち株式市場および債券市場では、投資ニーズに対して有価証券発行、流通量が少ないという投資対象不足の状態が続いている。

これまで、ベトナムにおいて債券に投資する機関投資家層は、国営銀行を中心とした大手銀行および生命保険会社を中心であった。生命保険業界は、外資系生命保険会社の参入によって高成長を継続してきた。一方、投資信託業界は今後の成長が期待されている。現在は、上場投資信託2本のうち1本が債券投資を行っているにすぎないが、運用会社の新規設立が相次いでおり、報道によれば、すでに70社程度の設立認可申請が出されていると

いう。

加えて、欧米アジア諸国の金融機関は、ポストBRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国の新興経済国群）の注目市場の一つとしてベトナム市場に注力しており、金融機関に対して外資系の参入が制限されるなかで、提携先獲得などにしのぎを削っている。

たとえば、2007年から本格化している国営金融機関の株式会社化および株式公開に際して、戦略外国投資家となることを目指して欧米、アジアの金融機関による国際競争が繰り広げられているほか、外資系銀行がベトナム国内での拠点網を拡充しようとしている。こうした背景には、ベトナムの成長ポテンシャルに着目した海外投資家の存在も大きい。これまでも、ヘッジファンドに代表される、高いリスクを取れる投資家がベトナムの未公開株式を中心に投資してきたが、最近では投資対象を債券にまで広げている。

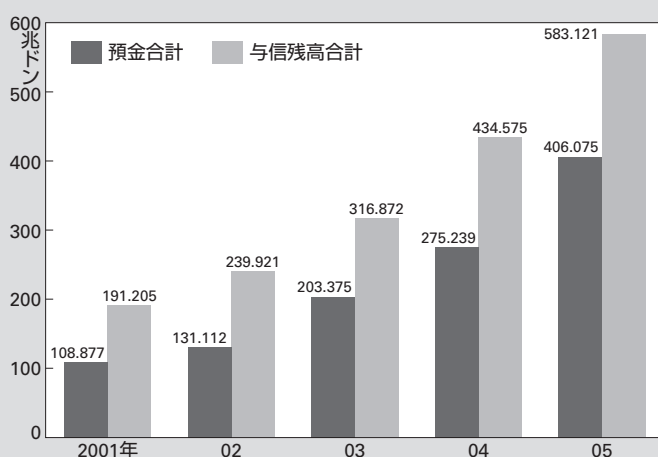
より身近なところでは、日本の旅行代理店が日本の個人投資家向けにツアーを組み、ベトナムでの現地証券口座開設の手引きをしている、という動きまである。

このように、国内外投資家の投資ニーズが高いわりには、ベトナムは、上場株式・国債とも、既存発行残高や取引高が少ない。社債などは、2006年からようやく発行手続きが統一かつ簡素化されて活発化したにすぎない。よって、優良企業が発行する社債には、数倍もの応募があったといわれる。「玉（投資対象）不足」状態となっているのである。

2 2006年以降可能となった 私募債発行

ベトナムにおける既存の債券発行残高は、

図9 ベトナムの国内預金と与信残高の推移（年末時点）



出所) アジア開発銀行 "Asian Development Outlook 2007" より作成

国債が件数、規模において社債を凌駕している（図10）。その理由の一つが、従来、民間企業^{注5}の私募債^{注6}発行規則が存在しなかったため、すべての社債が公募債としての情報開示などを求められていたことにある。結果的に、公募の複雑かつ厳格な手続きを嫌って、民間企業の公募起債は旧規則のもとでは行われなかった^{注7}。

しかし、2006年に私募債発行規則が制定されて以来、国営大企業を中心に社債の発行が相次いでおり、社債市場は急速に発展しつつある。2006年から07年初頭にかけては、ベトナム電力グループ（EVN）が合計6000億ドン（約44億円）に達する起債を行い、ベトナムで活躍する外国人投資家などがこぞって購入したといわれている。

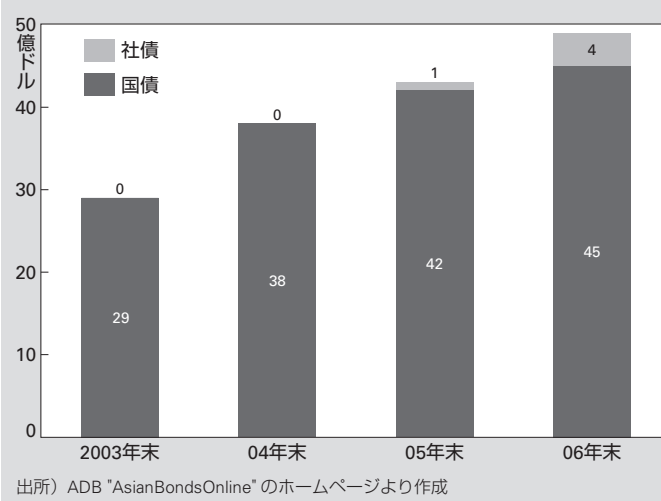
3 引受機関さえあれば可能な起債、私募債は事後登録制

ベトナムにおける社債発行の制度は、公募債発行と私募債発行の2つに大別できる。

2007年1月に施行された証券法は、公募債の発行について規定している。発行企業は、最低純資産が100億ドン（約7300万円）以上あること、累積損失がないことといった財務上の規定に加えて、監査済み財務諸表、および詳細な目論見書、社債発行決議に関する取締役会議事録などを加えた必要書類を、事前に国家証券委員会（SSC）に届け出る必要がある。

証券法施行に先がけて2006年に施行された首相令2006年52号が、国内企業による私募債の発行手続きを規定している。かつては、国営企業、国内民間企業、外資系企業がそれぞれ別々に規定されていたが、企業法の制定に

図10 ベトナムにおける債券残高の推移



より、国内民間企業と外資系企業との差別がかなり撤廃された。

首相令における起債の場合、企業としての要件は、起債前年度において黒字であることのみであり、監査済み財務諸表、債券発行計画書、取締役会議事録などからなる必要書類を投資家に対して開示すれば、起債が可能である。起債方法はいくつかあるが、これまでのところ、アンダーライター（引受機関）による引受方式が用いられているようである。民間企業が起債する場合には、監督当局であるベトナム財務省への届け出は、起債後15日以内の事後届け出でよく、投資家に開示することが求められているものと同じ書類を提出する。

社債の種類としては、普通社債のほか、転換社債、ワラント付き社債が可能であり、いずれの場合も、担保付きまたは担保なしを選択できる。また、元利金返済などのための支払い代理人を設置することも可能であるが、義務ではない。

4 起債のメリット

日系企業が今後、ベトナム市場において国内生産、流通基盤を確保し、事業を拡張していくとする際は、国内起債を行うことで、期間や為替のミスマッチを回避しつつ、資金調達コストを低減することが期待できる。

資金調達コストの実際を見ると、金融機関による長期貸出金利は、2005年の1年間で10.8%から13.8%^{注8}であったとされているのに対し、2006年に出された2年から5年までの社債の金利は10%未満であった^{注9}（この間の中央銀行ベース金利は8.25%で不変）。

加えて銀行では、中央銀行であり金融当局でもあるベトナム国家銀行（State Bank of Vietnam：SBV）により、長期貸出残高および1企業に対する貸出残高などに一定の規制が課されている。大手銀行を中心に、子会社の証券会社などを通して社債の引き受けを推進する動きが増えているのは、銀行側の事情にもよるところがあると考えられる。

5 発行者にとっての最大の課題は格付制度の不在

このように、ベトナム国内において民間企業が起債するための基礎的仕組みが首相令により整備された。しかし、社債市場の発展は、株式市場や国債市場の発展に比べるとまだ後れている。その理由には、公募債の発行実績がないことに加え、公募・私募を含めた社債を流通させるのに適した店頭取引が行いにくい^{注10}点が挙げられる。

しかし、発行段階での最大の課題は国内格付制度が存在しないことであろう。現在、ベトナム国内社債においては、格付取得は義務づけられておらず、格付を取得するか否かは

企業独自の判断である。また、国内格付機関は設立されておらず、格付を取得する場合には、国際格付機関に依頼することになる。格付を取得した企業や社債については、社債発行計画書に、取得した格付の内容を記載することとされている。

こうしたことから、現実的には、これまでの起債実績は大手国営企業に限られている。というのも、国内格付制度が存在しないことから、投資家である銀行や生命保険会社のアナリストとしても、誰もが知っている「有名・優良企業」でないかぎり、意思決定者への説明がつかず、結果的に投資が実行できないからである。そこでベトナム財務省では、現在、国内格付制度の導入を検討しており、早ければ2007年内にも、ベトナム国内における格付機関設立根拠制度が立案されると期待されている。

なお、デフォルト実績が皆無のためか、投資家保護のための財務条項規定や社債管理人制度、債権者集会の仕組みなども未整備である。

V 日系企業の資金調達への示唆

以上見てきたように、ひとくちにアジア新興国といっても、タイとベトナムでは、金融環境や制度整備の進展が異なり、日系企業にとっての資金調達環境はさまざまである。

タイのように日系企業の活動の歴史も長く、また社債市場の整備が比較的進んでいる国では、コストと調達年限のバランスを勘案した銀行借入と社債を組み合わせることで、効率的な資金調達を行うことを基本としながらも、金融環境急変による不利益を緩和する

ような財務リスク管理の視点が重要である。その場合、社債市場の全般的な動向や投資家のタイプ別の投資ニーズの把握、格付会社との関係構築など、継続的な情報収集が重要と思われる。

他方、ベトナムの場合は、銀行、機関投資家などの資金提供側が、量的にも質的にもかなりのスピードで成長しているとはいえ、長期資金の量的な確保が容易とは必ずしもいえない。

こうした課題はベトナム財務省やSBVも十分認識しており、資本市場の規制も急ピッチで変化している。このような金融資本市場環境においては、現地の拠点における資金調達は、本業の事業機会の確保や収益性との比較で必要な資金量を確保していくということを第一に、文字どおり日進月歩の市場整備・規制動向には常に目を光らせておくことが重要であろう。

注

- 1 アジア開発銀行の "AsianBondsOnline" 「Asia Bond Monitor 2006 (ABM)」より。ここでいう社債には、マレーシアのペトロナスなどの国有企業が発行する債券や、チャガマス債と呼ばれる住宅公社が発行する債券も含まれる。
- 2 世界銀行などの国際金融機関や「ASEAN+3」の政府・関係機関などの発行は可能。
- 3 ここでの適格国際格付機関として、スタンダード&プアーズ、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、フィッチ・レーティングスのほか、日

本の格付投資情報センターが含まれる。

- 4 起債に際する格付に関しては、格付を取得した結果、格付が低いからという理由で起債が許可されないという規制は存在しない。銀行融資に偏っている企業の資金調達を、証券市場とのバランスがよりとれた構造にするには、BBB以下の発行事例を増やすことが今後の課題である。
- 5 国営企業については、起債手続きが別途、定められていた。
- 6 ベトナム証券法において公募とは、インターネットを含むマスメディアでの募集、プロの証券投資家を除く100人以上の投資家の募集、または不特定多数の投資家の募集を行うことを指す。これら、公募に該当しない債券の募集が私募に該当する。
- 7 民間企業の起債規則が施行される以前には、起債が行われた例もあったが、起債規則（首相令2003年144号）施行後、実際にその規則を利用して社債を公募した例は存在しない。
- 8 「ベトナム中央銀行年報（2005年）」より。都市部、長期貸出の場合。
- 9 ベトナム財務省の資料より。
- 10 ベトナムでは、すべての投資家が、1つの証券会社で1つの口座を開くことしか許されておらず、複数の証券会社を比較して店頭取引をすることが事実上不可能となっている。

著者

鶴谷 学（つるたにまなぶ）
金融コンサルティング部上級コンサルタント
専門はバンキング・ビジネス、金融・債券市場など

萩本洋子（おぎもとようこ）
金融コンサルティング部主任コンサルタント
専門はアジア資本市場、金融業参入戦略など