

わが国企業によるタイ資本市場活用の現状と今後の展望

関根 栄一、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. わが国企業の進出先としてアジアの存在感は大きく、世界全体に展開する現地法人の60%が集中している。タイで活動する現地法人の数は1,609社と、アジアにおいて2番目となっており、製造拠点や製品・サービスの提供先として重要な国である。
2. タイの現地法人では、一般的に設備資金は親会社から、運転資金は現地で調達しているが、現地通貨パーツの資金需要に対し、株式、社債や債権の証券化を用いて調達する動きも見られる。その背景には、1997年のアジア通貨危機以降、資本市場マスタープランの下で改革が進められてきたことがある。
3. 株式市場は、上場基準が先進国の取引所に近く、情報開示も英語で行うことが認められている。個人投資家による売買が中心といった課題はあるが、既に20社を超える日系現地法人が上場しており、タイ証券取引所は外国企業やその現地法人の上場誘致に今後一層力を入れる方針である。また、タイはシンガポール、マレーシアと、上場企業による証券発行時の情報開示ルールを共通化したため、上場のメリットと市場の活用可能性が拡大した。
4. 債券市場は、アジア通貨危機後に拡大しているが、特に近年の成長が著しい。2004年にタイ国内において非居住者によるパーツ債発行が財務省によって認められたことや、2006年からタイ債券市場協会が自主規制機関として業務を開始したことなど、規制緩和や制度的インフラ整備の進展も同国債券市場の発展を後押ししている。
5. 現地通貨パーツに関する為替・送金規制は引続き存在するが、タイでは資本市場の改革や外国企業・投資家への開放が進められており、証券取引委員会により証券化市場の整備も進められている。日系現地法人としては、タイ国内でのM&A等に通じた業容拡大において、資金調達等で現地資本市場をいかに活用できるか、ということも現地事業の成否に影響するといえよう。

I わが国企業のタイへの進出状況

わが国企業は、製造拠点や製品・サービスの提供先を求めて海外展開を進めてきたが、その進出先としてアジアの存在感は非常に大きい（図表1）。現地法人数の分布を地域別

図表1 地域別・国別のわが国企業の現地法人数

地域別			国別		
	現地法人数	構成比(%)		現地法人数	構成比(%)
アジア	12,943	60.1%	中国(本土)	5,017	38.8%
北米	3,517	16.3%	タイ	1,609	12.4%
ヨーロッパ	3,438	16.0%	香港	1,124	8.7%
中南米	879	4.1%	シンガポール	994	7.7%
オセアニア	534	2.5%	台湾	896	6.9%
中近東	129	0.6%	マレーシア	753	5.8%
アフリカ	108	0.5%	韓国	701	5.4%
世界全体	21,548	100.0%	インドネシア	661	5.1%
			フィリピン	435	3.4%
			ベトナム	358	2.8%
			インド	302	2.3%
			その他	93	0.7%
			アジア全体	12,943	100.0%

- (注) 1. 2008年10月時点。
 2. わが国企業による出資比率の合計が10%未満の現地法人を除いた集計。撤退、被吸収合併、休眠が判明、あるいは存在が確実でない現地法人を含まない。
 (出所) 『【国別編】海外進出企業総覧2009年版』東洋経済新報社より野村資本市場研究所作成

に見ると、アジアが12,943社と世界全体の60%を占める。タイ政府は自動車など、指定した154業種(2008年末時点)について法人所得税の免除や投資の費用計上を認めていることもあって、タイの日系現地法人数はアジアにおいて中国に次ぐ2番目の1,609社となっており、わが国企業の重要な進出先となっている¹。進出企業の中心は製造業、特に自動車関連メーカーが多く、生産、調達、研究開発や研修の拠点を置く企業もある。また、非製造業ではノンバンクや小売業の金融子会社が進出し、現地の消費者向けにクレジットカードや消費者金融サービスを提供している。

II 改革が進められるタイの資本市場

タイでは、1990年よりアジアの金融センターとなることを目指して金融の自由化が進められ、金利の自由化や外国為替管理の緩和、オフショア金融市場の創設などが行われた²。また、自由化と並行して、1978年に制定された公開株式会社法が1992年に改正され、取締役の活動に関する情報公開が義務付けられるなど、コーポレート・ガバナンスの整備が進められた。規制緩和による資本流入の増加を背景に、1990年からアジア通貨危機直前の1996年にかけて、実質GDPが2.0兆バーツ(約5.6兆円、1バーツ=2.8円)から3.1兆バーツ(約8.7兆円)へと1.6倍に成長し、株式時価総額も6,135億バーツ(約1.7兆円)から2兆5,596億バーツ(約7.2兆円)へと4.2倍まで膨張した³。しかし1997年、為

¹ 日本貿易振興機構 (http://www.jetro.go.jp/world/asia/th/invest_03/) より。

² 日本証券経済研究所『図説アジアの証券市場』より。

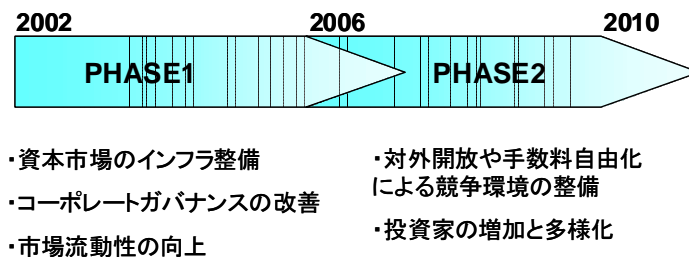
³ IMF、タイ証券取引所等の開示資料より。

替市場の不均衡をきっかけとするタイ発の通貨危機がアジア通貨危機に発展すると、同国政府は世界銀行と IMF の支援・管理の下、不良債権の処理や金融システムの安定のために金融機関の統廃合や、タイ中央銀行の監督体制の見直しといった改革を進めた⁴。

2001 年、IMF から受けていた融資を完済すると、タイでは資本市場の再建から中長期的な発展に向け、改革計画であるタイ資本市場マスタープラン（Thai Capital Market Master Plan）が策定され、2002 年から実行に移されている（図表 2）。2002 年から 2005 年までのフェーズ 1 では市場インフラの整備やコーポレートガバナンスの改善、市場流動性の向上といった基盤を固める作業が中心に行われた。

2006 年からのフェーズ 2 では規制緩和による競争環境の整備や投資家層の拡大といった、先進国に近い資本市場の環境整備に向けた改革が行われている（図表 3）。個人投資家の売買が中心の株式市場では引き続き機関投資家の機能強化が図られ、2007 年からは各資産運用会社が作成した議決権行使方針を運用会社協会（Association of Investment Management Companies）がとりまとめ、公表している。債券市場では、2004 年から認められた非居住者によるパーツ建て債券の発行とその拡大が進められている。タイ財務省によると、2007 年末時点で世界銀行やドイツ銀行など 10 行以上の国外金融機関が総額 500 億パーツ（1,400 億円）に上るパーツ建て債券の発行申請を行っているという⁵。また、デリバティブについては 2006 年にタイ先物取引所（Thai Futures Exchange）の取引開始に伴

図表 2 2段階から構成される資本市場マスタープラン



（出所）タイ証券取引所等の公表資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 資本市場マスタープラン（フェーズ 2）の主要 7 項目

1	株式市場：売買における機関投資家の比率向上、大企業による調達増加
2	債券市場：企業の社債発行と個人投資家の社債投資の増加、債券の小口化
3	投資商品：デリバティブや証券化商品の導入、証券化プロセスの支援
4	金融仲介：外資参入や手数料に係る規制の緩和による国内業者の競争力強化
5	上場企業：コーポレートガバナンス改善、支払税額を上場基準に導入
6	リテラシー：個人及び法人に対する投資家教育の強化
7	監督体制：証券取引委員会及びタイ証券取引所による情報開示の改善

（出所）タイ証券取引所等の公表資料より野村資本市場研究所作成

⁴ 1997 年 1 月から 2003 年末にかけて金融機関数が 176 から 83 に減少した。Bank of Thailand, “Thailand’s Financial Sector Master Plan Handbook”参照。

⁵ 各行発表資料及びマティション紙（http://www.thaiceotokyo.jp/japanese/index.php?option=com_content&task=view&id=172&Itemid=28）参照。

い SET50 指数先物が上場され、2007 年には SET 指数オプションが 2 番目の商品として上場されている。

以下では、タイの株式及び債券市場の概要、及び日系現地法人による活用現状とその可能性について見ていくこととする。

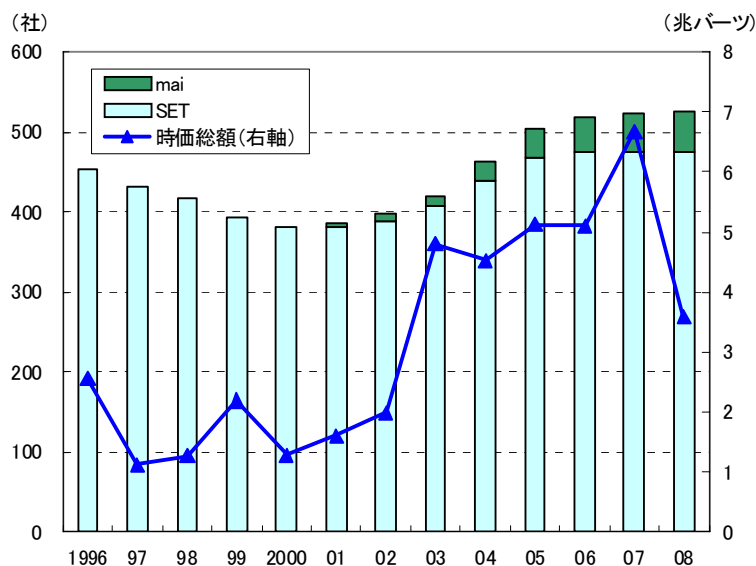
III 株式市場

1. 市場の概要

タイの株式市場は 1974 年に創設され、1975 年から取引が行われていた。先述したように 1990 年以降、金融自由化と制度的インフラ整備を通して証券市場の育成が図られる中、1991 年に名称が現在のタイ証券取引所 (The Stock Exchange of Thailand) となり、現在に至っている。当初は大企業向けの資金調達及び株式売買の場という位置付けであったが、1999 年に中小企業向け市場として mai (Market for Alternative Investment) が設立された。いずれの市場もタイ証券取引所により運営されているが、従来の市場を SET と呼び、中小企業向け市場は mai と、区別されている。

株式市場はアジア通貨危機による混乱から順調に回復してきた。SET と mai を合わせた時価総額は、1996 年から 1997 年にかけて 2.6 兆バーツ (約 7.3 兆円) から 1.1 兆バーツ (約 3.1 兆円) へと 58% 下落した後、2007 年の 6.6 兆バーツ (約 18.5 兆円) まで増加基調にあった (図表 4)。特に、輸出の前年比 18.6% の拡大を受けて GDP が 6.7% と急成長した 2003 年は、国内投資家の積極的な投資により、時価総額が売買代金とともに 2 倍以

図表 4 時価総額と上場企業数



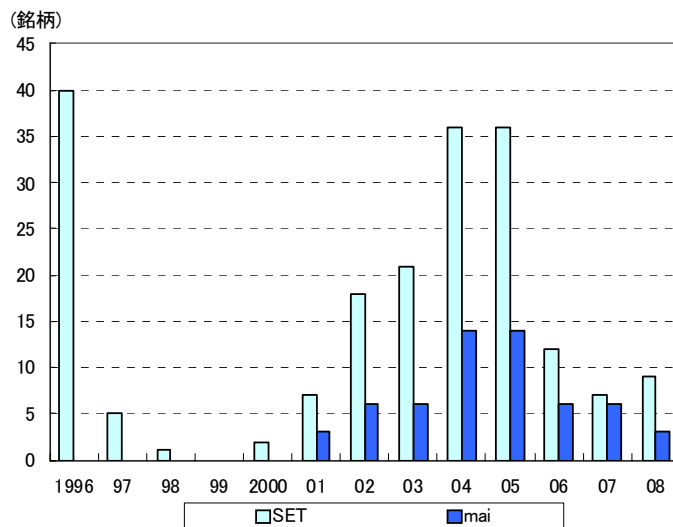
(出所) タイ証券取引所の開示資料等より野村資本市場研究所作成

上に増加した。ただし、2008 年末の時価総額は、米国発の今般の金融危機の影響を受けて 3.6 兆バーツ（約 10.1 兆円）まで減少している。

上場企業数は 1996 年の 454 社から 2000 年には 381 社まで減少しているが、これは IMF の下で経済再建の途上であり、新規上場が 1999 年にはゼロとなるなど上場案件が少なかったことが要因である（図表 5）。2001 年に mai の取引開始もあって上場企業数が増加基調となり、2008 年末時点では合計 525 社が上場している。SET または mai に毎年 10 社以上が上場していることから、より多くの企業に利用されつつあるといえる。

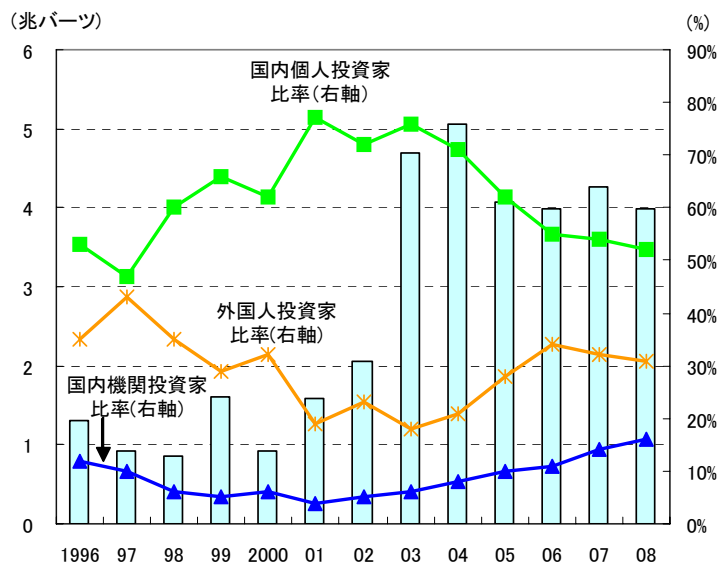
売買代金は、1996 年の 1.3 兆バーツ（約 3.6 兆円）から 1998 年の 8,552 億バーツ（約 2.4 兆円）へと 34% 減少した（図表 6）。しかし、2000 年以降は増加しており、2003 年の急増を経て 2008 年には 4.0 兆バーツ（約 11.2 兆円）に達し、上場企業数や時価総額の増

図表 5 新規上場企業数



(出所) タイ証券取引所の開示資料等より野村資本市場研究所作成

図表 6 売買代金と機関投資家・外国人投資家の比率



(出所) タイ証券取引所の開示資料等より野村資本市場研究所作成

加に伴って売買も活発になっている。売買における投資家の構成を見ると、アジア通貨危機前から個人投資家の比率が高く、1996年の売買代金に占める個人投資家の比率は53%となっており、2001年には77%まで高まっている。他方、同期間の外国人投資家の比率は35%から19%まで、国内機関投資家の比率も12%から4%まで低下している。その後、外国人投資家と国内機関投資家の比率は緩やかに上昇し、2008年にはそれぞれ31%、16%に達している。しかし、個人投資家の比率は52%と依然として高く、前述の資本市場マスタープランでも、投資家の多様化と市場の安定のため、機関投資家の比率向上が掲げられている⁶。

2. タイ証券取引所への上場

タイ証券取引所の株式上場基準は、取引所と証券取引委員会により定められており、その内容はシンガポールなど発展した株式市場と同様となっている（図表7）。そのため、世界の主な取引所に上場するグローバル企業であれば、容易に上場基準を満たすことができる。また、タイ証券取引所は市場の流動性向上に努めているため、わが国企業を始めグローバル企業の重複上場を歓迎しており、上場基準の適用について個別に緩和される可能性がある⁷。国内企業と見なされる現地法人の上場についても、資本市場マスタープランにもあるように機関投資家による売買や保有の拡大を図っているため、株主として投資信託が普通株式1%を保有するごとに、株主数の基準が100を上限に10ずつ緩和される⁸。

上場後の開示については、英語による四半期開示が認められている。また、会計基準及

図表7 上場基準の概要

収益性	
税引後利益	3年度以上事業を継続し、過去2～3年で合計5,000万バーツ以上。 直近年度で3,000万バーツ以上。上場年度黒字。
企業規模	
払込資本金	3億バーツ以上。
純資産	3億バーツ以上。
流動性	
浮動株比率	25%以上。ただし、普通株式の時価総額が30億バーツ以上の場合は、20%以上。
売出し	資本金5億バーツ未満で15%以上。 資本金5億バーツ以上で10%以上、あるいは7,500万バーツ以上の大きい方。
株主数	大株主を除き、1単元以上保有する株主数が1,000以上。 ただし、投資信託に保有される場合は一部緩和。
ガバナンス	
3人以上の取締役から構成される監査委員会の設置。 内部統制システムの構築。	
会計基準	タイ国会計基準(国際会計基準に基づいているため、ほぼ同じ内容)。
監査基準	タイ国監査基準(国際監査基準と一貫性のある内容)。
その他	上場が市場に好影響を与える企業については、上場基準を個別に緩和する。

(出所) タイ証券取引所、証券取引委員会の開示資料より野村資本市場研究所作成

⁶ タイの株式市場に投資する外国人投資家には3通りの投資方法があり、①ブローカー等の名義を借りて投資する(Main Board)、②外国人投資家向けに区分された株式に自分の名義で投資する(Foreign Board)、③無議決権株式に投資する、の中から選択する。

⁷ 証券取引委員会、「Regulations of The Stock Exchange of Thailand」参照。

⁸ 注4参照資料。

び監査基準は原則としてタイの基準を用いることとなっている。しかし、アジア通貨危機後の再建において IMF の支援を受ける過程で、国際会計基準や国際監査基準と一貫性のある制度の導入を進めており、2001 年度までに国際会計基準の主要な内容をタイ国会計基準に取り込んでいる⁹。また、タイ、シンガポール、マレーシアの 3 カ国は 2009 年 6 月 12 日、上場企業が株式及び債券の発行時に義務付けられている情報開示のルールを共通化したと発表した。これにより、タイに上場する企業（外資系企業も含む）が他の 2 カ国で証券を発行する場合に、情報開示に要するコストが軽減されることとなる。同時に、他の 2 カ国に上場する企業が、タイ資本市場を活用して資金調達する機会も増えると予想され、市場の活性化が期待される。

タイ証券取引所に上場している日系の現地法人は 20 社を超えており、タイワコールのように 26 年前から上場している企業や、ユアサバッテリーのように中小企業向け市場の mai に上場している企業もある（図表 8）。さらに最近では、東洋エンジニアリングの関連会社で、プラント建設を手掛けるトーヨータイコーポレーションが、2009 年 6 月 16 日にタイ証券取引所に上場し、タイ初の上場プラント建設会社となっている¹⁰。製造業では上場により調達した資金を設備投資に費やす企業が多く、非製造業ではノンバンク等において消費者向け与信に用いる企業もある。上場に伴い株主が分散するため、一般に親会社の直接的な出資比率は低下するが、グループ会社による保有も含めると過半数の議決権を維持しているケースもある。例えばイオンタナシンサップでは筆頭株主イオンクレジットサービスによる出資は 35%であるが、イオンのタイ現地法人による保有等も含めると、63%の持株比率に達している。現地法人への影響力を維持したまま、現地通貨建てで資金調達を行った例といえる。

図表 8 タイ証券取引所に上場する日系現地法人の例

現地法人	業種	設立	上場	市場	調達金額 (億バーツ)	親会社	親会社の 出資比率
タイ東レ紡績	紡績	1964年	1981年	SET	0.6	東レ	26%
タイワコール	服飾	1970年	1983年	SET	1.2	ワコール	34%
タイスタンレーエレクトリック	自動車	1980年	1991年	SET	3.8	スタンレー電気	30%
ムラモトエレクトロン	電子部品	1988年	1992年	SET	2.2	村元工作所	63%
イオンタナシンサップ	金融	1992年	2001年	SET	2.5	イオンクレジットサービス	35%
ユアサバッテリー	自動車	1963年	2002年	mai	1.1	GSユアサ インターナショナル	41%
CPR ゴム	ゴム	1975年	2005年	mai	2.0	鬼怒川ゴム	49%
トーヨータイコーポレーション	プラント	1985年	2009年	SET	4.8	東洋エンジニアリング	26%

(注) 親会社の出資比率は、2008 年度の値。トーヨータイコーポレーションの出資比率は、IPO 時の値。

(出所) タイ証券取引所及び各社の開示資料等より野村資本市場研究所作成

⁹ UFJ 総合研究所『アジア各国における企業会計制度の現状と課題』（2002 年度財務省委託調査）参照。

¹⁰ タイ証券取引所ウェブサイト。

3. 上場のメリットと株式市場活用の可能性

タイ証券取引所に上場するメリットとしては、①税制優遇、②資金調達手段の多様化、③知名度・信用の向上が挙げられる。①に関しては、タイの法人税率は通常 30%であるが、例えば 2009 年末までに新規上場する企業については、3 会計年度にわたり、SET 上場の場合は 25%に、mai 上場の場合は 20%に軽減される。②については、わが国企業の現地法人の多くは銀行や親会社からの借入が資金調達の中心であるが、外国銀行には一つの企業グループに対して貸し付けることができる金額に上限があること（シングル・レンディング・リミット、後述）や、今般の金融危機により銀行や親会社の中には資金供与の余裕のないところが出てきていることを背景に、上場・増資を資金調達手段の一つとして考える現地法人もある。③の知名度・信用については、一般消費者向けに事業を行う企業では、上場による知名度・信用の向上で顧客が増加したり、人材採用において有利に働いたりすることが期待できる。

タイ証券取引所はこのような上場の利点を示し、株式市場の発展のためにグローバル企業やその現地法人の上場を促している。また、2009 年には新たに国際新規上場部（New Listing Department-International）が設けられ、誘致対象企業を①タイに事業基盤を持つ外国企業、②外国企業とタイの企業との合弁企業、③外国企業に保有されるタイの企業及び④重複上場を考えているグローバル企業に分類して活動を活発化させていく方針である¹¹。

タイに展開する日系現地法人からは、株式市場の活用の課題として、①現地法人の財務基盤が強固、あるいは信用力の高い親会社の保証を受けられる状況では、外国銀行や地場銀行など複数から借り入れることで、十分な金額を上場・株式発行よりも低いコストで調達できる、②増資による調達には親会社も一部応じないと持株比率が低下する、といった点が指摘されている。こうした理由から借入による調達を継続する現地法人もあると思われるが、タイの株式市場における機関投資家や外国人投資家の参加が増して市場が成熟化するのであれば、資金調達の場として活用を検討する意義があるといえよう。

IV 社債市場と日系現地法人の発行状況

1. タイ債券市場の歴史と拡大

タイでの債券発行の歴史は、100 年前の王政時代にまで遡る。債券の発行体の第一号は、1903 年に欧州の投資家向けに発行されたポンド建て 40 年物のタイ王国政府債券である。社債の発行の起源については明らかではないが、少なくとも 1928 年には関連法令が制定されている。ただし、社債の発行体は、当初は公営企業（public company）に限定されていた。第二次大戦後も、タイの債券市場は、発行市場・流通市場ともに政府債が中心で、

¹¹ タイ証券取引所へのインタビューより。

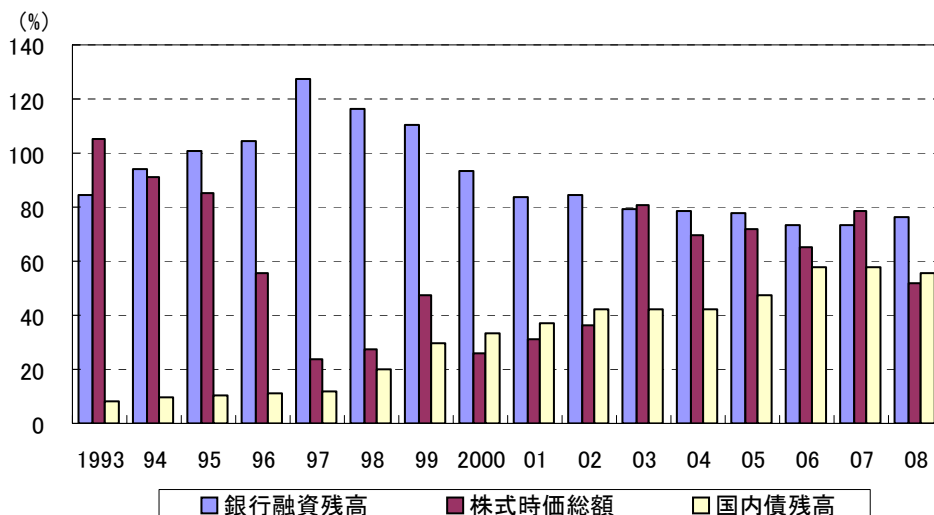
しかもタイ政府の財政は黒字が続いたため、1988年から1997年までの10年間、国債は全く発行されなかった。民間の発行体による社債もベンチマークとなる国債市場の発展が遅れていたため、タイ産業金融公社（Industrial Finance Corporation of Thailand、英文略称IFCT）という国営企業が発行体として市場の中心であった。

このタイの債券市場の歴史に区切りをつけ発展の契機となったのが、1997年に同国で発生したアジア通貨危機である。同国の金融機関への公的資金注入の原資の確保のため、1998年6月、10年振りに国債が発行された。社債市場については、アジア通貨危機発生前の1992年のSEC法の制定で関連法令が整備されていたが、1999年以降拡大していった。さらに、2002年12月よりASEAN+3（日中韓）の間の金融協力として進められることとなった「アジア債券市場育成イニシアティブ」（Asia Bond Market Initiative、英文略称ABMI）という国際的な支援の枠組みも、タイの債券市場の発展を後押しすることとなった。

ここで、タイの銀行融資残高、株式時価総額、国内債残高のGDPに対する割合を見てみると、銀行融資残高の割合はアジア通貨危機の発生した1997年末の127.57%をピークに、2006年末には73.28%にまで低下している（図表9）。2008年9月末時点では、76.15%にまで微増したが、アジア通貨危機発生後10年間で、同国の金融市場で間接金融の比重が大幅に低下したことが分かる。一方、株式時価総額、国内債については、やはりアジア通貨危機発生後、金融市場での比重を高めてきている様子が見て取れる。特に国内債は、1993年末の8.26%から2007年末には57.72%にまで高まっていた。ただし、2008年9月末時点では55.48%に低下している。

国内の債券市場の発展の背景には、自主規制機関として2005年9月に設立され翌2006年1月から業務を開始した「タイ債券市場協会」（The Thai Bond Market Association、英文略称ThaiBMA）が市場の制度的インフラの整備を進めていることもある。また、タイ政府内には、財務大臣、中銀総裁、証券取引委員会事務総長、タイ証券取引所会長、タイ

図表9 金融市場のGDP比



(注) 2008年は9月末時点。

(出所) タイ債券市場協会より野村資本市場研究所作成

債券市場協会会長や民間の代表から成る「国内債券市場発展委員会」(Domestic Bond Market Development Committee)も設立されており、国内債券市場の発展に向けた官民の意思疎通の機会もある。

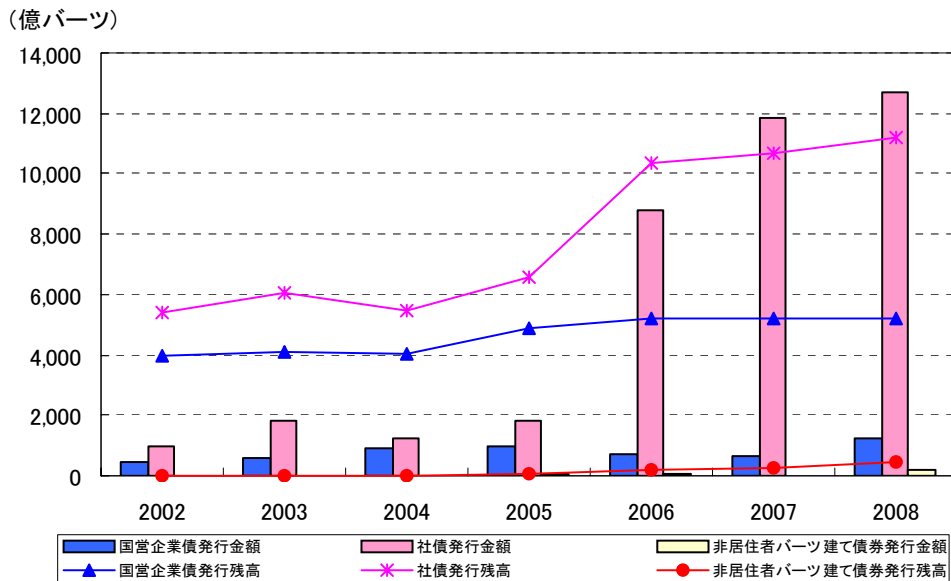
2. 社債市場と投資家

1) 拡大する社債市場

現在、タイの債券市場は、①政府債(国債、財務省証券(T-Bill)、国営企業債、中銀債(FIDF¹²、PLMO¹³を含む))、②社債(国内債、海外債)、③非居住者パーツ債に分類されている。また、社債のうち、国内債は中長期債(有担保債、無担保債、劣後債、転換社債)とCPに分類される。

ここで、社債市場を広義に捉え、国営企業債、(民間)社債、非居住者パーツ債の発行状況と発行残高をしてみる(図表10)。タイ電力公社(EGAT)などによる国営企業債は以前から発行されているが、近年、社債の発行が発行金額・残高ともに国営企業債を大きく上回っている様子が見て取れる。社債の発行金額は、2002年の982億パーツ(約2,750億円)から2008年には1兆2,722億パーツ(約3.6兆円)と7年間で約13倍に拡大している。発行残高は、2002年末の3,957億パーツ(約1.1兆円)から2008年末には1兆1,219億パーツ(約3.1兆円)と、6年間で2.8倍に増加

図表10 社債発行金額と残高



(出所) タイ債券市場協会より野村資本市場研究所作成

¹² FIDFは、Financial Institution Development Fundの略称。中央銀行の金融部門である金融機関開発基金で、金融機関の不良債権の買い取りや資本注入を行う。

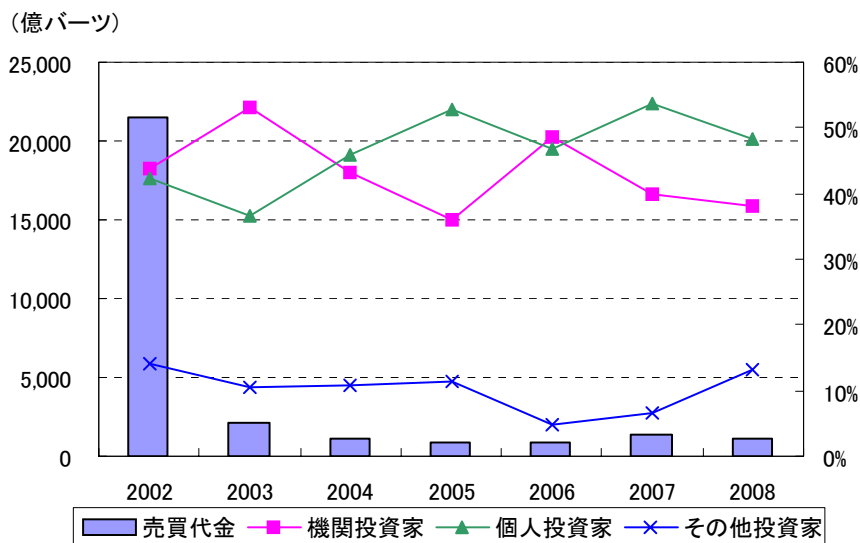
¹³ PLMOは、Property Loan Management Organizationの略称。不動産融資買取機構で、金融機関の不動産関連融資を買い取る。

している。2005年からは、ABMIの現地通貨建て債券市場の育成という目的の下、タイ財務省の関連法令の制定により、非居住者バーツ債（日本のサムライ債に相当）も導入されている。

2) 投資家構造

社債市場での売買動向を見てみると、2005年を底に、2007年以降は年間1,000億バーツ（約2,800億円）を超える売買が行われている（図表11）。社債市場の投資家は、機関投資家、個人投資家、その他投資家から構成される。投資家別の保有比率を見てみると、近年、機関投資家は2003年末の52.98%、個人投資家は2007年末の53.62%が最も高くなっている。2008年末時点を見ると、機関投資家が4割、個人投資家が5割、その他投資家が1割という保有比率になっている。2008年末時点の保有比率を更に詳細に見てみると、機関投資家のうち、銀行が4.98%、金融機関¹⁴が0.81%、保険会社が10.5%、投資信託が10.19%、貯蓄ファンドが11.78%となっている（図表12）。機関投資家のうち、貯蓄ファンドには、政府年金基金、プロビデント・ファンド、社会保障基金が含まれる¹⁵。個人投資家は、社団が4.83%、個人が43.57%となっている。その他投資家の内訳には政府部門や財団、組合、寺院が含まれている。

図表11 社債の売買代金と投資家

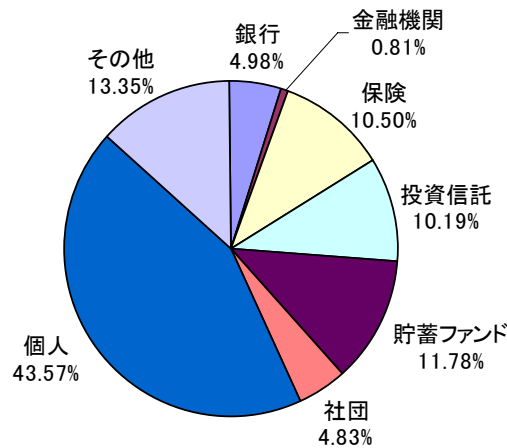


(出所) タイ債券市場協会より野村資本市場研究所作成

¹⁴ タイ輸銀 (EXIM)、政府住宅銀行 (GHB)、政府貯蓄銀行 (GSB) が含まれる。

¹⁵ タイの年金制度については野村亜紀子「タイの企業年金制度の現状と最近の動向」『資本市場クォーターリー』2008年秋号参照。

図表 12 社債の投資家別保有比率（2008 年末）



(出所) タイ債券市場協会より野村資本市場研究所作成

3. 日系現地法人の資金調達状況と債券市場の活用

1) 日系現地法人の現地資金調達動向

タイに進出している日系現地法人の資金調達は、設備資金は親会社からの出資や親会社からの借り入れ、運転資金は現地で調達するというパターンで、他のアジア諸国と同様である。

運転資金の調達は、タイに進出している邦銀三行や欧米系銀行からの借り入れが中心であるが、外資系銀行に対してはシングル・レンディング・リミットという規制が課されており、一つの企業グループに対して融資できる金額に上限がある。上限金額は、銀行の自己資本に対する割合で決められるため、外資系銀行が融資金額を増やそうとすれば、増資をするほか無いが、グローバルな金融危機下にある昨今の状況では必ずしも容易ではない。また、同規制は、地場銀行には適用されないため、地場銀行が優遇されているとも言える。現地調査によれば、当該規制は 2008 年 8 月以降、適用が厳格になっているとのことで、ますます現地での外資系銀行の活動に制約が高まっている。

このため、運転資金の調達に当たっては、地場銀行から与信枠を取得したり借り入れたりするケースも増えてきているようである。地場には、バンコク・バンク、サイアム・コマーシャル・バンク、カシコーン・バンクという大手三行があり、そこでは日系現地法人向け窓口のジャパンデスクも設けられているようである。

日系現地法人でシンガポールに金融統括会社を持っている場合は、当該統括会社から借り入れる選択肢もあるが、タイ国外への借入金利の支払いに当たっては源泉徴収税が課されるため、現実にはこの選択肢を実行することは難しいようである。

2) 日系現地法人によるタイ債券市場の活用

タイに進出しているわが国企業の現地法人が、タイ国内で社債を発行するケースがある（図表 13）。これまでは、イオンクレジットサービス、本田技研工業、三菱自動車、三菱商事・いすゞ自動車、トヨタ自動車のタイ現地法人によるパーツ建て社債発行実績がある。また、非居住者パーツ債については、日本の政府系金融機関である国際協力銀行（JBIC）による発行実績もある¹⁶。これらの業種に共通しているのは、小売・販売金融に伴う資金需要を常に抱えているという点である。格付けについては、海外の格付け機関として FITCH、地場の格付け機関として TRIS から取得する二つのパターンがある。前者の FITCH は、2001 年に現地法人として設立され、外資として FITCH 側が 51%、タイ側（政府年金基金や地場金融機関）が 49%の持分を保有している。後者の TRIS は、1993 年に設立され、政府（財務省及び政府貯蓄銀行）が 18.5%を保有している。ADB（アジア開発銀行）も 5%の持分を保有している。

さらにタイでは、証券化商品を発行することも可能である。これまで、タイの国家住宅公社（National Housing Authority）、サイアムグループ、Scandinavian Leasing Plc.（リース会社）による資産担保証券の発行の実績がある。また、タイ財務省系の開発会社（Dhanarak Asset Development Co., Ltd）による事業の証券化が行われたこともある。日系現地法人では、イオンクレジットが割賦債権やクレジットカード債権を原資産とした証券化を行った事例がある（図表 14）。現地調査では、タイ国民の借入に対する抵抗感は薄く、有望な消費者金融市場とのことである。イオンクレジットも 1992 年に同国に拠点を開設し、イオン、カルフルなどの提携先企業でのカード会員募集を強化するとともに、ゴールドカードの発行などカード会員の組織化を図ったことから、カード会員数ではタイ国内トップクラスの 176 万人（2009 年 2 月 20 日時

図表 13 日系現地法人の社債発行実績

現地法人	発行時期	年限	金額 (百万パーツ)	格付け	格付け機関	親会社(日本)	未償還銘柄計 (07年末)
AEON Thana Sinsap Leasing Co., Ltd.	2005年6月	3	500	BBB+	FITCH	イオンクレジットサービス	3
Honda Leasing (Thailand) Co., Ltd.	2006年10月	1.5	1,000	AAA	TRIS	本田技研工業	4
Mitsubishi Motors (Thailand) Company Limited	2005年12月	3	5,000	AAA	FITCH	三菱自動車	2
Tri Petch Isuzu Sales Co., Ltd.	2008年6月	4	438	AAA	FITCH	三菱商事・いすゞ自動車	3
Toyota Leasing (Thailand) Co., Ltd.	2005年4月	3	3,000	AAA	TRIS	トヨタ自動車	11

（出所）タイ債券市場協会『Thai Bond Market 2008』より野村資本市場研究所作成

¹⁶ 他に公的発行体として、世界銀行、IFC（国際金融公社）、ADB（アジア開発銀行）、中米経済統合銀行、スウェーデン輸出入銀行、韓国輸出入銀行、KfW（ドイツ復興金融公庫）、民間発行体としてシティ、エミレート・バンク・インターナショナルなどによる発行実績がある。

図表 14 日系現地法人の証券化事例

発行日	原債権	原債権 (百万パーツ)	発行金額 (百万パーツ)	発行者
2004年2月17日	割賦債権	2,000	1,483	Eternal Special Purpose Vehicle Co. Ltd.
2005年2月16日	クレジットカード債権	2,957	2,000	Eternal Credit Card Special Purpose Vehicle Co. Ltd.
2006年2月6日	クレジットカード債権	2,783	2,280	Eternal 3 Special Purpose Vehicle Co. Ltd.
2007年6月25日	クレジットカード債権	3,038	2,205	Eternal 4 Special Purpose Vehicle Co. Ltd.

(出所) イオンタナシンサップの年次報告書より野村資本市場研究所作成

点) となっている¹⁷。タイの中間層の拡大に伴う当社の事業拡大が、証券化を通じた資金調達背景となっている模様である。

4. タイ債券市場活用の可能性

タイ債券市場協会によれば、外国企業による社債の発行は、ネスレやトヨタ自動車など大手企業を中心に、親会社による保証といった信用補完付きで発行するのが一般的とのことである。逆に、親会社の信用補完を得て AA 格以上の格付けを得ないと、発行コストの面で見合わないという事情もあるようである。最近の事例では、2008 年 8 月、イオンクレジットの子会社であるイオンタナシンサップが、親会社ではないが、みずほコーポレート銀行の保証と国際協力銀行の再保証という信用補完の下で、10 億パーツの社債を発行している。また、同協会によれば、足元（2009 年 3 月上旬）では、高格付け社債の市場が回復しており、通常の四半期であれば 200 億パーツの発行水準であるところ、2009 年第 1 四半期は 650 億パーツ（約 1,820 億円）にも達しているようである。

日系現地法人の場合、引続き親会社からの信用補完付きで発行していく選択肢はあると思われる。ただし、当面は自社拠点のリストラが経営の中心課題となろう。その上で、現在進行中の金融危機が収束するという前提にはなるが、タイ政府は自動車産業の育成に力を入れており、「アジアのデトロイト」を掲げ積極的に海外の完成車メーカーや部品メーカーを誘致しているため、将来的にはこれら企業の資金需要に応えられる形で今から金融市場を整備していくことも課題となろう。また、外資系企業がパーツ建ての国内 CM（キャッシュマネジメント）を容易に行えるようにすることも、足元の金融危機対応のみならず、将来のタイの金融市場の発展に向けた課題となろう。

証券化市場については、政府住宅銀行（GHB）が住宅ローンを担保とした証券化を行う計画を有していたが、2008 年 9 月のリーマン・ショック以降、ストップしている。そもそも、タイの証券取引委員会は、証券化市場の整備に向け、数年前から信託法の制定を進めており、既にパブリックコメントに付している。市況の回復と制度的基盤の整備が、今後のタイの証券化市場の発展の鍵となろう。タイの中間層の拡大により日系を含む外資

¹⁷ 同社ウェブサイトより。

系小売業の業容拡大も将来的には予想される中で、割賦販売やクレジットカード販売の比重も高まることも考えられ、更に証券化市場を活用していく余地もあるように思われる。

タイ債券市場協会としても、自国の債券市場の課題として、①投資家層が限定されている点、②民間発行体が少ない点、③政府債と社債の市場規模や構成の不均衡、④債券の期間構造の不均衡、⑤銘柄の多様化が必要な点、⑥債券ディーラーが少ない点などを認識しており¹⁸、自主規制機関として今後の債券市場の発展に向けた取り組みに対して意欲的な姿勢を示している。

また、先述したように、タイはシンガポール、マレーシアと、上場企業の証券発行時における情報開示ルールを共通化したため、上場する日系現地法人による債券市場の活用可能性は大きく広がった。例えば、イオンタナシンサップのようにタイ証券取引所に上場する日系現地法人はタイ債券市場や証券化市場に加え、今後は市場環境に応じてシンガポールやマレーシアの債券市場からも資金を低コストで調達できるようになる。シンガポールは国際金融センターとして、マレーシアは国際イスラム金融センターとして国際的地位も向上している。タイで事業展開する日系現地法人にとっても、両金融センターの活用も可能となったタイ証券取引所への上場のメリットは一層拡大したといえる。

V 結びにかえて

以上、タイの資本市場の現状と日系現地法人による同国株式市場・債券市場の活用事例を見てきた。タイでは、現地通貨パーツの国外持出が禁止され、また外貨送金も中央銀行への届出が必要など、規制も残っている。これは、1997年のアジア通貨危機の経験を踏まえた措置で致し方ない面もある。その一方で、タイでは、財務省、証券取引委員会、タイ証券取引所、タイ債券市場協会が、資本市場の発展の重要性を認識し、アジア通貨危機以降、資本市場の改革に取り組むとともに、タイ証券取引所への外国企業誘致・上場に向けた新たな促進策を進めるなど、資本市場の改革や外国企業・投資家への開放に向けた姿勢をアピールしている。また、2009年5月3日に開催されたASEAN+3（日中韓）財務大臣会議では、アジア債券市場育成イニシアティブの一つとして、アジア開発銀行内に信託基金を設立し、アジア域内の現地通貨建て債券への投資を通じて発行を支援することが承認されたことから、タイを始めアジアの債券市場の今後の拡大と発展が期待されている¹⁹。

わが国企業にとっては、現地企業との提携を含むM&A等によるタイ国内での業容の拡大とともに、現地資本市場をいかに上手く活用していくのかも、現地事業の成否を左右することになる。その中で気になるのが、最近の同国の政治情勢である。政局の混乱を受け、2009年4月には海外の格付け会社による同国のソブリン格付けの引き下げが行われ、

¹⁸ ThaiBMA “Thai Bond Market” 2007からの引用。

¹⁹ 財務省プレスリリース（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/as3_210503.pdf）参照。

それに従って一部タイ企業の格付けの引き下げも行われている²⁰。これからタイ国内で社債発行を計画している外資系企業にとっても、発行コストの上昇が懸念される情勢となっている。また、そもそも外国企業・投資家としても、タイの政治情勢によって今後同国の経済活動にどのような影響が出るかも注視している。同国の資本市場の発展にとって、10年前のアジア通貨危機に続く二回目の試練が訪れていると言えるのかもしれない。10年前の危機をむしろ奇禍として資本市場を発展させてきた同国の動向から引続き目が離せない。

²⁰ 2009年4月18日付日本経済新聞。