

アジアにおける日系企業の財務活動を巡る諸論点  
—— 「アジアにおける日系企業の財務活動に関する研究会」  
における議論のとりまとめ

[要旨]

1. 日本銀行国際局アジア金融協力センターでは、アジアで活動する日系企業が企業財務面で直面する課題等を抽出し、今後の解決の方向性を探るため、本年4月に「アジアにおける日系企業の財務活動に関する研究会」を組成し、議論を行ってきた。
2. 今回の研究会での議論は多岐にわたったが、まずアジアにおける資金調達面では、主たる資金調達源となっている銀行借入について、現地での資材調達や国内市場向け製品販売の拡大等を背景に運転資金として人民元、タイ・バーツを中心とする地場通貨の調達ニーズが増大している点などが指摘された。また、これに関連して今回の研究会では、中国における貸出金利規制や「外貨担保付借入」等が議論に上った。
3. 資金管理面では、アジアに所在するグループ企業全体を対象とするCMSの構築は現段階では制約が大きく、現実的ではないとの見方がコンセンサスとなった。こうした中で、幾つかの企業では、多数の現地法人を抱える中国、タイを対象に、当該国内での人民元、タイ・バーツにかかるCMSを構築する試みがなされており、一定の成果が上がっている旨報告された。また、アジアにおける金融統括拠点として税制面でのメリットに着目してシンガポールを活用する動きが見られるほか、中国での財務公司やタイでのトレジャリー・センターの設立を巡っても議論が行われた。
4. 97～98年の通貨金融危機以降、アジア通貨がそれまでの事実上の対ドル固定相場制から管理変動相場制へ移行していることや、日系企業から見ても内販ビジネスの拡大等を背景にアジア通貨にかかる為替ポジションを抱える傾向が高まっていることなどから、アジア通貨に絡んだ為替リスクをどのように管理するかが重要な課題になってきている。今回の研究会では、特に昨年7月に変動相場制に移行した人民元にかかる為替リスク管理について議論された。
5. 多くの日系企業では、内販ビジネスの拡大に伴い、売掛債権が発生する場合等を想定して、取引先地場企業の信用力を把握する必要性が高まっている。現状では、各社とも域内での信用情報の未整備等に鑑み、地場企業との取引には総

<sup>1</sup> アジア金融協力センターリサーチフェロー([akira.kodama@boj.or.jp](mailto:akira.kodama@boj.or.jp))。

じて慎重な姿勢で臨んでおり、企業会計や債権保全に関する法制の整備など、各種社会インフラの改善が必要との指摘が聞かれた。

6. この他、今回の研究会では、アジアでの事業における円資金の活用状況や最近アジアでのビジネスに積極的な姿勢を強めている邦銀の活動についても議論が行われた。日本銀行国際局アジア金融協力センターでは以上のような形で議論してきた事項については今後とも状況の的確な把握に努め、アジアの中央銀行間のネットワーク等を通じて改善の方向を探っていきたいと考えている。

## 1. はじめに

アジア諸国は、1997～98年の通貨・金融危機の試練を経て、再び経済的活力を取り戻し、種々の課題を抱えながらもダイナミックな発展の道を歩み続けている。また、こうしたダイナミズムの波動は、中国、NIEs、ASEANといった東アジアに止まらず、近年ではインドにも波及する勢いで進展しており、世界経済に占めるアジアの存在感は一段と高まりを見せている。

アジア諸国にこのようなダイナミックな経済発展をもたらした背景としては、既に指摘されてきたとおり、アジア諸国が日系企業を含む海外からの直接投資<sup>2</sup>を積極的に受入れ、これを原動力として「世界の工場」とも言われる生産拠点としての地位を確立してきたことが挙げられる。更にこれに加えて、近年では、アジア各国の所得水準が着実に向上してきた結果、各国におけるモータリゼーションの進展に象徴されるように、アジア諸国が内販市場としても大きく発展してきていることも無視できない。こうした状況を背景に、日本を含めたアジア域内での財・サービスのやり取りが近年大きく増大しており、域内の経済的相互依存関係の緊密化が着実に進展している<sup>3</sup>。

このような流れの中で、日系企業は従来からアジアの経済活動における主要なプレーヤーとして活動してきたが、アジアの経済的活力を活かし、自らの発展につなげていくことは日系企業にとってますます重要な経営課題になってきているように窺われる。また、日系企業が現実にアジア域内で関わりを持つ地域に関しても、最近ではいわゆる「チャイナ・プラスワン」としてのベトナム、更にはインドへと広がりを見せており<sup>4</sup>、日系企業とアジアとの関わりは一段と厚みと

---

<sup>2</sup> 因みに、アジア諸国(中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、インド)が受け入れた海外からの直接投資の中で、日本からの投資は1980～2003年の累計で1,034億ドルとトップに位置している(2位米国854億ドル、3位英国233億ドル)。(通商白書2006『持続する成長力に向けて』)。

<sup>3</sup> アジア域内の貿易比率(輸出ベース)は80年代前半には3割程度であったものが、最近では5割近くまで上昇している。

<sup>4</sup> 国際協力銀行(JBIC)による「2005年度海外直接投資アンケート結果」(わが国製造業

広がりを増してきている。

しかしながら、こうした活発な活動を背後で支える企業財務面の状況に目を向けると、アジアでのスムーズな活動を図る上でブレーキになりかねない点がおお少なからず残存しているように窺われる。アジア諸国自身、97～98年の通貨・金融危機の経験を踏まえて、金融資本市場の整備等、種々の努力を払っているが、アジアにおける有力なプレーヤーであり、各種金融インフラのユーザーでもある日系企業の視点に立って、金融面でアジアが抱える問題点を今一度洗い出すことは、日系企業のアジアでの更なる発展に止まらず、ひいてはアジア諸国の持続的成長への貢献という意味でも重要な意義を持っているように思われる。

日本銀行国際局アジア金融協力センターでは、上記のような問題意識を踏まえて、本年4月にアジアで活動する主要日系企業の財務担当者の方々から構成される研究会<sup>5</sup>を組織した。研究会では、アジアで活動する日系企業が企業財務の観点から直面している問題点等を抽出し、今後の解決の方向性について議論したが、以下では本研究会で指摘された主要論点について紹介していきたい。

「アジアにおける日系企業の財務活動に関する研究会」参加者名簿  
(50音順、敬称略)

幾島 剛彦	日産自動車株式会社財務部主管
薄ヶ谷 輝之	三井物産株式会社総合資金部マネージャー
遠藤 剛	三菱化学株式会社経理部グループマネージャー
仮屋崎 勉	JFE スチール株式会社経理部資金室主任部員
田中 利明	三ツ星ベルト株式会社財務部長
前田 洋	三菱電機株式会社財務部国際金融課長
児玉 朗(◎)	日本銀行国際局アジア金融協力センターリサーチフェロー

◎とりまとめ

企業の海外事業展開に関する調査報告)によれば、わが国製造業企業が今後の有望事業展開先として考える国としてベトナム、インドが上位に上がっている。

順位	中期的有望事業展開先 (今後3年程度)	長期的有望事業展開先 (今後10年程度)
1	中国	中国
2	インド	インド
3	タイ	ベトナム
4	ベトナム	ロシア

<sup>5</sup> 「アジアにおける日系企業の財務活動に関する研究会」として本年4～9月にわたり計10回開催した。

## 2. アジアにおける資金調達の実況と課題

アジア諸国の金融システムの特徴点として、資本市場、特に債券市場が未発達で、間接金融中心のマーケットである点が従来から指摘されてきた。この点に関連してアジア諸国では、いわゆる“期間と通貨のダブルミスマッチ”（海外から短期外貨資金を調達し、地場通貨に変換して国内での長期投資に充当）が通貨金融危機をもたらした大きな要因となったとの反省に立ち、自国通貨建て債券市場の育成を通じて貯蓄を国内での投資に誘導する道筋をつける努力が現在も続けられている<sup>6</sup>。しかしながら、中国や ASEAN 主要国における資金調達動向を見ると、大方の国で依然として銀行貸出が最も重要な資金調達手段となっており、間接金融優位の状況は現時点でもなお大きな変化はないように見受けられる(図表 1)。

(図表 1) 中国と ASEAN 4 における資金調達動向 (2004 年末)  
(対名目 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 2006『持続する成長力に向けて』

このような環境の下で、アジアに進出した日系企業が現地で発生する資金需要に対してどのように対処しているかについては、今回の研究会でも大きな論点になった。研究会での議論は多岐にわたったが、要点をとりあえず整理すると、以下の 5 点に集約できるように思われた (図表 2 参照)。

- ①事業の段階を問わず、銀行借入、親子ローンが主たる資金調達手段となっていること(ただし、業種や企業規模、個々の企業の戦略などにより、企業間の差異は少なくないこと)。
- ②銀行借入に関しては、現地に進出している邦銀への依存度が概して高いこと<sup>7</sup>(その場合、親会社保証を求められるケースも見受けられること)。

<sup>6</sup> こうした努力の一環としてアジア域内の財務省が中心となったアジア債券市場イニシアティブ(Asian Bond Markets Initiative: ABMI)や日本銀行を含む EMEAP(東アジア・オセアニア中央銀行役員会議< Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks >) によるアジアボンドファンドプロジェクト(Asia Bond Fund, ABF)が推進されている。

<sup>7</sup> 在アジア日系企業による銀行借入の借入先別内訳を定量的に捉えることは困難であるが、最も多く依存していると見られる現地邦銀からの借入に加え、一部企業では欧米系外銀や、特に地場通貨調達面ではアジアの地場銀行から借入を行っているケースも見られる。因みに、アンケート調査によればアジア地場銀行からの借入実績がある日系企業は中国で 21.5%、ASEAN で 28.8%となっている(財団法人産業研究所「東アジアの投資・資金調達とわが国企業の海外展開に関する調査研究」、平成 18 年 4 月)。

- ③一部の国(中国、タイ等)にある現法では、外部借入に直ちに頼るのではなく、CMS 機能を活用してグループ企業間で資金(人民元、タイ・バーツ)を融通しあう仕組みを構築しているが、現状ではなお試行的な色彩が根強いこと(アジアにおける CMS の活用状況については後記「3. アジアにおける資金管理」を参照)。
- ④注目されている地場通貨建て債券(社債)の発行については一部(商社、自動車販売金融など)で関心もたれているが、全体的には今後の検討課題といった色彩が強いこと<sup>8</sup>。また、株式を現地で公開・上場するケースも総じて少ないこと。
- ⑤今回の研究会では大きな論点にはならなかったが、事業立ち上げ後、収益を配当等で吸い上げるのではなく、内部留保の蓄積に回し、将来における再投資資金等に活用するケースもみられること<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> 今回の研究会参加企業ではアジアでの地場通貨建て社債の発行経験を有する先はなかったが、日系企業の間でも 2004 年以降、国際協力銀行(JBIC)による信用補完スキームを活用したタイ・バーツ債発行の事例などが見受けられる。

<sup>9</sup> 例えば、財団法人・産業研究所が実施したアンケート調査では、事業立ち上げ後の収益に関し、「配当として日本に送金するよりも、税制優遇が享受できることなどから工場拡張などの再投資資金として内部留保する傾向」が指摘されている。

(参考)在アジア現地法人における収益の運用状況(アンケート調査結果)  
(回答社数全体に対する比率：%)

	日本本社へ送金	現地での再投資	現地法人に内部留保
中国	22.4	35.2	41.8
ASEAN	31.0	30.4	37.9

(注)アンケート回答者数は「無回答先」を除外し、中国 196 社(製造業 155 社、サービス業 41 社)、ASEAN161 社(製造業 126 社、サービス業 35 社)。

(出所)財団法人産業研究所、「東アジアの投資・資金調達環境と我が国企業の海外展開に関する調査研究」(平成 18 年 4 月)

(図表 2)アジア進出日系企業の事業段階(タイプ)別にみた資金調達の状況

	主たる事業内容	資金使途	主たる資金調達手段
進出時	現法設立、工場建設等	設備資金	・親会社出資 ・親子ローン ・銀行借入(主として邦銀)
進出後	生産・販売 —ただし輸出加工型企业(原材料輸入、製品輸出)、内販型企业(現地での原材料調達、現地での販売)など、事業形態により資金使途、調達手段(調達通貨を含む)の違いあり。	運転資金(輸出加工型企业の場合の輸出入代金決済に伴う資金需要を含む)	・銀行借入(主として邦銀) —内販型企业は現地通貨主体、輸出加工型企业は外貨調達主体 ・親子ローン(親子間取引がある場合にはサイト調整を含む) ・CMS を通じたグループ内資金の活用(一部の国のみ)
	設備増設	設備資金	・親子ローン ・銀行借入(主として邦銀) ・内部留保の活用
その他	自動車販売金融	オートローン原資	・銀行借入 ・地場通貨建て社債発行(検討段階)

(資料)本研究会での議論に基づき作成。

これらのうち、(1)研究会参加企業の全先から主要資金調達手段として指摘された銀行借入と、(2)アジア各国がその育成に力を入れている地場通貨建て債券(社債)の発行について、若干敷衍すれば以下のとおりである<sup>10</sup>。

### (1)アジアにおける銀行借入の現状と課題

今回の研究会参加企業では、中国に加え、タイに比較的大きな拠点を構える先が多かった。従って、研究会での議論も中国とタイに多くの時間が割かれることになったが、こうした傾向はアジアへの日系企業の進出状況を一定程度反映したものと見られることに鑑み、以下では、これら両国の状況を中心に議論の概要を整理していきたい(図表 3 参照)。

まず、現在の中国、タイでの日系企業による銀行借入面での特徴点としては、現地での設備投資や輸出入に絡んだドル、円等、外貨でのファイナンスニーズに加え、人民元、タイ・バーツといった地場通貨を円滑に調達することが重要な課題となってきた点が指摘された<sup>11</sup>。こうした状況の背後には、①現地調達比

<sup>10</sup> なお、銀行借入と並んで重要な資金調達手段になっていると見られる親子ローンについてはここでは特に触れないが、親子ローンの場合、①一般に中堅・中小企業で活用されるケースが多いとみられること、②メリットとして本部による迅速な意思決定に基づく資金調達が挙げられること、③その一方で、原則として融資を受けた海外子会社が支払う金利に対し、源泉税が賦課されるため、結果的に資金調達コストが割高になる可能性があること、などが指摘されている。

<sup>11</sup> 別途、邦銀国際部門関係者からも中国の拠点での貸出では4割以上が人民元建、タイ

率の上昇<sup>12</sup>に示されるように、各種資材の調達面で、日本等からの輸入ではなく、現地企業(現地に進出した日系部品メーカーも含む)から手当てする傾向が強まっていることや、②販売面でも日本を含む第三国への輸出だけではなく、国内市場向けウェイトが高まっていることなどが挙げられる。すなわち、地場通貨で資金決済が行われる傾向の高まりが、運転資金として人民元やパーツを調達するニーズの増大につながっているものと思われる。

こうした中、現在、日系企業が最も力を注いでいる地域の一つである中国では、①人民元の貸出金利が中国人民銀行により規制されており(図表 4)、借り手からみてともすればコストの割高感が拭えないこと、②親会社保証等を裏付けに現地子会社が中国の銀行(外銀支店を含む)から人民元を借入れる「外貨担保付借入」については、仮に債務不履行が発生し、親会社が保証を履行した場合、当該保証履行額を対外債務として外貨管理局に登録する「偶発債務管理」が課されていること(登記できる額<=親会社が最終的に回収できる額>は「総投資額-登録資本」の範囲内に限定されること)、などの問題点が指摘された。

このうち、貸出金利の規制<sup>13</sup>に関しては、少しでも金利コストの軽減を図るため、後でも触れるとおりの銀行を介在させた「委託貸付」のスキームを使ってグループ企業間で資金を融通している事例が紹介された。また、後者の、親会社保証等による「外貨担保借入」については、昨年初に中国当局から、「親会社保証分に関しては事前に『偶発債務登記』を行い、『総投資額-登録資本』の枠内に収めなければならない」との通知が発表され、日系企業を含む外資企業関係者の間からは今後の人民元の調達に与える影響を懸念する声が高まった。もっとも、その後、上記のように「親会社による保証が実行された段階で、当該金額を対外債務として登記するが、親会社が最終的に弁済を受けられるのは『総投資額-登録資本』の枠内に限定する」との取扱いに落ち着いた<sup>14</sup>。このため今回の研究会では、「現実には大方の日系企業にとって、子会社に対し親会社保証を履行することは想定しがたいため、こうした規制が当初懸念していたような人民元資金の調達に大きな影響を及ぼす可能性は少なくなったのではないか」との見方が示

---

の拠点では8割程度がパーツ建貸出になっているとの指摘が聞かれた。

<sup>12</sup> アジアの日系製造業現地法人の現地調達比率は2000年度の41.6%から2003年度には53.7%と着実に高まっている(経済産業省「わが国企業の海外事業活動」)。

<sup>13</sup> この他、金利が規制されていることに伴う問題点としては、後でも触れるとおりの、内外金利差に基づく合理的な人民元先物レートを形成する上で障害になっている点も見逃せない。

<sup>14</sup> 昨年、こうした規制が導入された背景としては、一部外資系企業で、人民元の先高を見越して、親会社保証を乱発し、人民元を大量に借入れる動きがみられたことがあり、こうした動きを抑えることが今回の規制の主たる狙いではないかとの指摘も聞かれた。

された。

この他の論点としては、中国、タイとも、銀行借入の場合、借入期間は実質的には1年以内の短期が中心で、長期借入についてはアベイラビリティの面で制約が残されていること、更にはタイの場合、邦銀支店を含む銀行に対し、同一企業グループに対する与信限度額規制(自己資本の25%を上限として規制)が課されており、こうした規制により円滑な資金調達が阻害される恐れがあるとの指摘が聞かれた(因みに、タイに類似した与信限度額規制は、インドネシアやインドでも実施されているとの指摘があった)。

(図表3)アジア主要国における銀行借入にかかる主な問題点・課題

関係国	主な問題点・課題
中国	<p>(人民元建借入)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・金利規制あり(人民銀行が基準金利を設定)。</li> <li>・外貨担保付借入(親会社保証等による借入を含む)については、債務者(現地子会社)が債務返済不能に陥り、親会社等が保証を履行した場合、保証履行額を対外債務として外貨管理局に登録する必要あり。</li> <li>・外銀に対しては取扱可能な地域に制限あり(06年12月まで)</li> <li>・借入期間は実質的に短期中心(期間1年以内)で、長期借入にはアベイラビリティ面で制約がみられる。</li> </ul> <p>(外貨建借入)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・借入外貨を受け入れる専用口座(「国内外貨借入専用口座」)を開設する必要。</li> <li>・調達外貨の人民元転は不可。</li> <li>・資金使途規制あり(輸入のための対外支払など)</li> </ul>
タイ	<ul style="list-style-type: none"> <li>・パーツの借入は短期中心。長期のパーツ借入にはアベイラビリティの面で制約がみられる。</li> <li>・同一企業グループに対する与信限度規制あり(自己資本の25%が上限)</li> <li>・外貨借入については実需原則に基づき中央銀行への報告が必要。</li> <li>・外国人による土地取得が禁止されているため、外銀から土地担保で融資を受けることは不可能。</li> </ul>
その他 アジア 諸国	<p>(インドネシア)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・同一企業グループに対する与信限度規制あり(自己資本の25%が上限)</li> </ul> <p>(インド)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・同一企業グループに対する与信限度規制あり(自己資本の10%が上限)</li> </ul>

(資料)本研究会での議論に基づき作成。



(図表 4)中国における貸出金利

(単位：%)

期間	人民銀行基準金利			
	04/10/29 日～	06/4/28 日～	06/8/19 日～	下限金利
6ヶ月以内	5.22	5.40	5.58	5.03
6ヶ月～1年	5.58	5.85	6.12	5.51
1～3年	5.76	6.03	6.30	5.67
3～5年	5.85	6.12	6.48	5.84
5年以上	6.12	6.39	6.84	6.16

(注)日付は金利変更が行われた時点。下限金利は人民銀行基準金利×90%の水準に設定されている。

(出所)中国人民銀行

## (2)債券(社債)発行の現状と課題

次にアジア各国で現在育成に向けて力が注がれている地場通貨建て社債発行については、「インドネシア、タイ等での発行を検討したことがある」とする先は見られたが、いずれも「調達コストが高めになることなどを考慮して見送った」との声が聞かれ、研究会参加企業でアジアでの債券発行実績がある先はみられなかった。ただし、自動車の販売金融については、「既に販売金融会社を立ち上げていることもあり、今後自動車ローンの拡大に合わせて、現地通貨(この場合、タイ・バーツ)を安定的かつ低コストで調達する必要がある、銀行借入に加えて、社債の発行も検討課題になってこよう」との指摘が聞かれた。日系企業におけるこのような動きが今後のアジアにおける債券市場育成にどのような影響を与えるかについては引続き注目していく必要があると思われた。

なお、中国については一般企業による債券発行はまだ実現していないが、中国当局による債券市場育成策の一環として、昨年5月からスタートした「短期融資債」(期間1年以内で、中国の銀行を主たる引受先として発行される債券)が中国の大手企業により比較的活発に利用されている状況が紹介された。「短期融資債」の場合、調達金利が銀行借入に比べ低い<sup>15</sup>ことが特徴で、研究会では外資系企業での活用の可能性について関心が示された。

## 3. アジアにおける資金管理面の課題

### —— CMS の活用状況と在アジア金融子会社の現状

#### (1)アジアにおける CMS を通じた資金管理

アジアで活動する日系企業では、中国、タイを中心に多数の現地法人を抱え

<sup>15</sup> 昨年中国の企業が発行した「短期融資債」の発行金利は期間1年物で2.9%程度と、期間1年の銀行借入金利に比べ割安になっている。

る企業が多いが、グループ全体の資金面の状況を見ると、資金に余裕がある拠点と、資金が不足し、外部調達に依存せざるをえない拠点が並存する場合が少なくない。このため、グループ企業間での資金融通等を通じてグループ全体の外部負債の削減など、資金の効率的活用を図ることが大きな経営課題になってきている。こうした要請に応える仕組みがいわゆる **CMS**(キャッシュマネジメント・システム)であり、多くの企業では既に欧米諸国に所在する関係会社を対象に、ロンドンやニューヨーク等に設置された金融統括拠点を通じてそれぞれの域内における資金効率の改善を図り、さらに東京本社が全体を掌握するといった体制の構築を進めている(こうした仕組みがグローバル・キャッシュマネジメント・システムと呼ばれている)。

アジアの場合も、シンガポールに金融子会社を設置し、アジア域内のグループ企業を対象に資金管理の一元化を図ることを通じて、アジアでの資金の流れを上記のようなグローバル・キャッシュマネジメント・システムの枠組みに取り込む試みがなされている。しかしながら、現実にはアジアの場合、①地場通貨については多くの国で非居住者取引が規制されているため、クロスボーダーでの資金管理にはなじまないこと、②外貨についても国内での保有規制(地場通貨への転換義務など)やクロスボーダーでの資金移動にかかる規制が域内での資金の集中管理の足かせになっていること、③域内グループ企業間での支払利息に対する源泉税の賦課<sup>16</sup>が資金コストの上昇につながること、などから、「アジアの場合、欧米のように地域全体を対象とする **CMS** を構築するのは現段階では現実的ではない」、「結局、個別国毎に効率的な資金管理を図る工夫を講じるしかない」といった声がコンセンサスとなっているように見受けられた<sup>17</sup>。

こうした中、いくつかの企業で現在注力されているのが、関連会社が比較的集中している中国やタイについて、当該国内に所在する関係会社を対象とした人民元やタイ・バーツの **CMS** を構築し、少しでも資金の効率化を図ろうとする試みである。

例えば中国では、企業間での直接的な資金貸借は法律上禁止されているが、資金に余裕のある企業が銀行(邦銀支店など外銀も含む)に資金を預託し、こ

---

<sup>16</sup> ただし、シンガポールについては、シンガポール金融子会社が財務統括会社(**Finance and Treasury Centre**)の資格を取得している場合には、同社がグループ企業から吸収した資金に対する支払利息には原則としてシンガポールでの源泉税は免除される扱いになっている。

<sup>17</sup> 因みに、シンガポールに金融子会社を設置している企業からも、「金融子会社が核となってデイリーベースで資金移動を行っているのは、事実上、シンガポール国内のグループ企業に止まり、本当の意味での **CMS** は実現できていない」との指摘が聞かれた。

れを原資に資金を必要とする企業に融通する「委託貸付」のスキームを使ってグループ企業間で資金融通を行うことは認められており、これによりグループ全体でみた資金の効率的活用を図っているケースが紹介された。更に一部では中国での持株会社内に金融センターを設置し、グループ企業間での「相対型委託貸付」ではなく、金融センターがグループのすべての余裕資金を吸い上げ、資金が必要な企業に供給する「集団型委託貸付」のスキームに切り替えるなどの試みもなされており、今後の動向が注目された。

また、タイについても金融子会社を設置し、資金プーリング等、タイ・パーツのCMSを試行しているとの指摘があった。

## (2) 在アジア金融子会社の現状

このように CMS 機能という点ではアジアの場合、なお多くの課題を残しているが、既に触れたとおり、いくつかの企業ではシンガポールにアジアにおける金融統括拠点を設置し、試行段階ながらアジアにおける CMS のみならず、ユーロ MTN プログラム等を使った資金調達拠点としてもシンガポールを活用する動きがみられる。シンガポールがこうした金融子会社の設置場所として選好される背景としては、①香港と並ぶアジアにおける国際金融センターとしての地位、②政治的・社会的安定性、③英語に加え、中国語を解する人材の存在<sup>18</sup>、などが指摘されているが、一般事業会社にとってシンガポールに金融子会社を設置する魅力としては、シンガポール当局がこの種の金融子会社に付与している税制面のメリットが無視できないように思われた。

すなわち、シンガポールの場合、一般事業会社がシンガポールに財務統括会社を設置する場合、MAS(シンガポール通貨庁)から Finance and Treasury Centre(FTC)としてのライセンスを取得すれば、アジアにある他のグループ企業から預かった資金の支払金利に対して源泉税が一律免除される扱いになっている。クロスボーダーでの資金移動に関しては一般に源泉税が付きまとうため、資金コストの上昇を免れないが、研究会参加企業からは「シンガポールでは源泉税が一切不要というのはシンガポールに金融子会社を設立する大きなインセンティブになっている」との声が聞かれた。

シンガポール以外では、(1)中国での財務公司(ファイナンス・カンパニー)設立と(2)タイでのトレジャリー・センターの設立が議論になった。このうち、中国では、外資企業に対しても「企業集団財務公司管理弁法」に基づき、中国にあるグル

---

<sup>18</sup> 例えば中国大陸に所在するグループ企業とのやり取りでも、「東京本社よりも中国語を解するシンガポール金融子会社のスタッフに任せの方がコミュニケーションはスムーズ」との指摘が聞かれた。

ープ企業全体の財務活動を統括する「企業集団財務公司」<sup>19</sup>の設立が認められているが、研究会参加者の間からは、①中国当局(中国銀行業監督管理委員会)による検査を定期的に受ける義務を負うこと、②「資本金 1 億元以上、自己資本比率 10%以上を維持しなければならない」ほか、年間営業収入、税引前利益等、クリアすべき設立条件が厳しいことなどから、「現在要求される条件では中国にファイナンス・カンパニーを作るのは困難」との指摘が多かった。

また、タイについてはタイ当局が 2004 年 7 月にタイに外資系企業によるトレジャリー・センター設立を容認するとの方針を発表<sup>20</sup>しているが、日系企業の場合、ASEAN 諸国の中でもタイに事業が集中している先が多いこともあって、各社とも関心を示している<sup>21</sup>。しかしながら、①トレジャリー・センターによる資金調達には上限(資本金の 7 倍)が設けられていること、②トレジャリー・センターと取引を行うグループ企業についてはタイ当局から個別に認可を受ける必要があること、③シンガポールの FTC ライセンスとは異なり、税務上のメリットが存在しないこと、などの難点があり、今回研究会参加各社では、「検討したが、結局見送った」との指摘が目立った。因みに、タイ当局では「タイを ASEAN の金融センターに成長させる」との目標の下、トレジャリー・センターについても引続き設立条件の見直し等を検討する方針にあるとも伝えられており、こうした動きが、地域の金融センターとしてシンガポールが選好されている現在の状況にどのような影響を与えるかについても今後の興味深い論点のように思われた。

#### 4. 為替リスク管理を巡る論点

多くのアジア通貨は通貨金融危機以降、それまでの事実上の対ドル固定相場制から管理変動相場制へ移行した。また、最後までドルペッグ制を維持してきた人民元とマレーシア・リングgitについても昨年 7 月には相次いで「通貨バスケットを参照とする管理変動相場制」へ移行した。この結果、アジア通貨については企業財務の観点から見ても、通貨金融危機前のように「レート変動をさほど気にする必要がなかった状況」から、「為替リスク管理に注意を払い、局面に

---

<sup>19</sup> 企業集団財務公司を設立すれば、①グループ企業からの預金受入、②グループ企業に対する貸出、③債券発行による資金調達、④グループ企業間の委託貸付、⑤グループ企業の発行する社債の引受販売、⑥グループ企業の株式取得など、多岐にわたる業務の取扱が可能とされている。なお、2004 年 12 月末時点で企業集団財務公司是 74 社に上っている(みずほ総合研究所、「中国の金融制度と銀行取引 2006 年版」参照)。

<sup>20</sup> Bank of Thailand, The Establishment of Corporate Treasury Center in Thailand, 6 July 2004

<sup>21</sup> トレジャリー・センターで手がけられる業務としては、①代行決済、②ネットィング、③グループ企業のための資金調達や為替ヘッジなどが挙げられている。

応じヘッジ等の対応を講じる必要がある状況」に変化しつつあるように窺われる。また、アジアで事業を展開する日系企業サイドから見ても、内販ビジネスの増大に伴い売上代金が地場通貨で回収される一方、原材料等の仕入れ面で外貨での代金決済が発生するケースなどを中心に、アジア通貨の為替ポジションをどのように管理するかが重要な課題になってきているように見受けられる。因みに、在アジア日系製造業を対象とした JETRO によるアンケート調査でも「財政・金融・為替面での問題点」として「現地通貨の対ドル、対円為替レートの変動」を上げる企業の割合が目立っている（図表 5）。こうした状況を受けて、今回の研究会でもアジア通貨にかかる為替リスクにどのように対処するかは論点のひとつとなった。また、アジア通貨の中では、各社のアジアでの事業活動を反映して、特に人民元が議論の焦点となった。

人民元は昨年 7 月に「管理変動相場制」に移行したが、こうした中で中国当局では、8 月には対顧先物為替取引への外銀の参入を認めるなど、先物市場の育成策を段階的に進めており、研究会参加者の間からも、「従来、機動的なヘッジはなかなか困難であったが、昨年 8 月頃からは外銀を含む種々の銀行からレートのオファーを受ける機会が増え、為替先物市場の使い勝手は徐々によくなっている」との指摘が聞かれた<sup>22</sup>。もっとも、実需原則に基づく関連書類の提示が引続き義務付けられているほか、「中国の金利が規制されているため、銀行から提示される先物為替レートが本当に合理的なものかどうか分からない」といった指摘が目立った。なお、人民元の場合、一般にオフショアでの NDF 市場<sup>23</sup>を通じたヘッジも可能とされているが、研究会参加企業の間では NDF 市場を利用している先は見られなかった。その理由としては、「NDF 市場は投機性が強く、安定性に欠け、安心して使えるマーケットにはなっていない」、「オフショアでのヘッジになるため、中国のグループ企業でロスを出す一方、NDF 取引の当事者となる中国以外の企業で益を出す、いわば『連結ベースのヘッジ』となるのが難点」といった指摘が聞かれた。

もとより人民元に限らず、アジア通貨の場合、現段階では押しなべて先物市場が未成熟であることは否めず、合理的な先物レート形成の基礎となる自由な市場金利(イールドカーブ)の形成を図るためにも、債券市場の発展を促す努力等が

---

<sup>22</sup> 期間についても 1 年までは概ね対応可能になっているとの指摘があった。

<sup>23</sup> NDF(Non Deliverable Forward)は主として為替取引に関する強い規制が課されている通貨を対象に、為替リスクヘッジ手段として近年発達しており、①現地為替市場にアクセスする必要がなくオフショアで契約ができること、②現地通貨の物理的な受渡しや送金がなく、ドル等交換可能通貨による差金決済(約定相場と決済日の直物相場との差額を決済)が行われることなどが特徴点。人民元のほか、韓国ウォン、台湾元、フィリピン・ペソ、インド・ルピーなどが NDF 取引の主要対象通貨になっている。

必要との感が深かった。

(図表 5)在アジア日系企業(製造業)の財務・金融・為替面での課題  
(上位 5 位、カッコ内は回答数に占める比率)

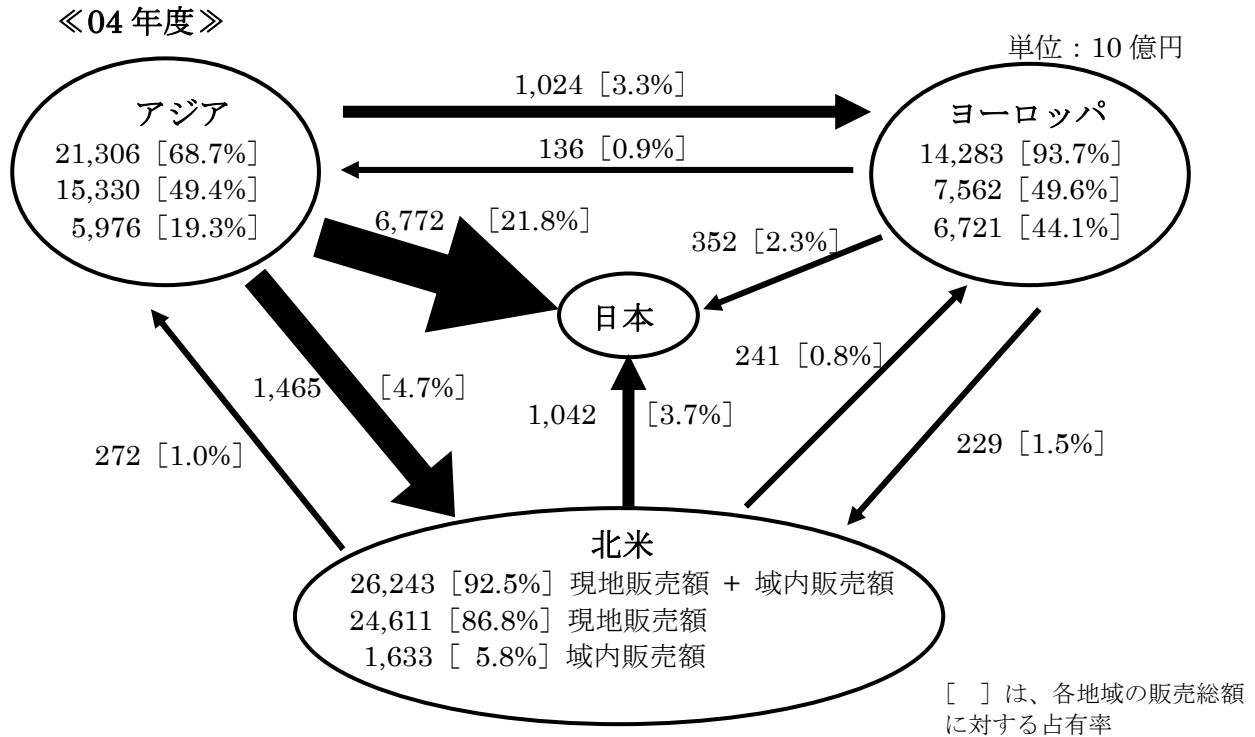
	第 1 位	第 2 位	第 3 位	第 4 位	第 5 位
中国	現地通貨の対円為替レートの変動	現地通貨の対ドル為替レートの変動、円の対ドル為替レートの変動		税務(法人税、移転価格税制などの負担)	資金調達・決済に関わる厳しい規制
回答比率(%)	40.1	33.9		32.8	25.2
ASEAN 計	現地通貨の対ドル為替レートの変動	現地通貨の対円為替レートの変動	税制(法人税、移転価格税制などの負担)	円の対ドル為替レートの変動	設備投資に必要なキャッシュフローの不足
回答比率(%)	39.0	33.7	32.1	28.9	24.5
うちタイ	現地通貨の対円為替レートの変動	現地通貨の対ドル為替レートの変動	金利の上昇	税務(法人税、移転価格税制などの負担)	円の対ドル為替レートの変動
回答比率(%)	37.0	33.9	31.8	30.2	19.8
インド	税務(法人税、移転価格税制などの負担)	現地通貨の対ドル為替レートの変動	金利の上昇	設備投資に必要なキャッシュフローの不足	現地通貨の対円為替レートの変動
回答比率(%)	53.4	32.8	24.1	22.4	19.0

(出所)JETRO、「在アジア日系製造業の経営実態」(ASEAN・インド編、中国・香港・台湾・韓国編<2005 年度調査>)

## 5. 資金決済に関する問題点——売掛債権の回収管理

アジアで活動する日系企業では、業種にもよるが、最近ではアジアの内需に焦点を当てた内販型ビジネスに力を入れる傾向が一般に高まっている。因みに、経済産業省の調査によれば、在アジア日系製造業現法の総売上高(31 兆円、2004 年度)の内、アジア域内での販売高は 21 兆円と、全体の 7 割近くに達している(図表 6)。

(図表 6)在アジア日系製造業現法の販売状況



(注)在アジア日系製造業の販売総額は 31 兆円(前年比+19.7%)  
 (出所)経済産業省、「わが国企業の海外事業活動」、平成 17 年度

この結果、多くの日系企業では、アジアの地場企業との取引関係が広がっており、売掛債権が発生する場合等を想定して、取引先地場企業の信用力を把握する必要性が高まってきている。しかしながら、実際には企業の信用情報の未整備や財務諸表が存在する場合でも、これに対する信頼性が十分に確保されていないことなどから、「取引先の信用力を把握するのは極めて困難」というのがコンセンサスとなっているように窺われた。また、現実に 97~98 年の通貨金融危機の後、取引先企業の業況悪化から代金の回収が最長 1 年近くも滞ったとの指摘も聞かれた。

こうした中、各社では、例えば中国の場合、①キャッシュオンデリバリー、②前金受入、③銀行保証付手形での決済、など種々の対策を講じている。銀行保証付手形を受け入れる場合でも 4 大国有銀行の保証に限るなど、与信管理には相当に注意を払っており、現状では、こうした努力もあって今回研究会参加企業の間からは、大きな事故の発生はみられないとのことであった。もっとも、今後ともアジア内販市場でのビジネスの拡大が予想される中、こうした流れに積極的に絡んでいくためには、各企業レベルでは取引先信用情報の収集など、リスク管理に

万全を期す一方で、企業会計のあり方や開示方法、それらを監査する仕組みの構築、更には債権保全に関する法制整備など、アジア諸国自身の社会インフラの改善が必要との声が目立った。

## 6. むすびに代えて

今回の研究会で議論された主要論点は以上見てきたとおりであるが、議論全体を通じて感じられたもう一つのポイントは、アジア域内での各種経済取引において日系企業が有力なプレーヤーになっているにもかかわらず、円資金の活用が総じて限定的なものに止まっているという現実である。例えば、資金調達面ではシンガポール金融子会社等を活用してユーロ MTN プログラムを使った資金調達が行われているが、主として日本国内の投資家を対象に円建債券を発行した後、発行体である日系企業が必要とするのはドル資金である関係上、調達資金は通貨スワップによりドルに転換されるというのが通例になっている。また、貿易面では、アジアの関連会社が日本から部材等を輸入する場合や日本へ製品を輸出する場合には一部円建てになっているケースも見られるが、これらは部分的なものに止まっており、アジアの関連会社による輸出入の多くはドル建てになっているとのことであった。この他、中国の場合、事業の立ち上げ当初は部材を日本から円建で輸入していたが、事業が内販向けで、売上が人民元で回収されることもあり、中国に進出した日系部品メーカーや中国の地場メーカーからの部材調達に順次切り替わり、結果的に日本からの円建での部材輸出は減少してきているとの指摘が聞かれた。更に、鉄鋼、化学等では、国際的な商慣行上、製品価格がドルベースで決められているとの指摘があり、こうした状況も円の介在する余地を乏しくしているように窺われた。いわゆる「円の国際化」は議論されて久しいテーマであるが、日系企業の活動が一つの軸となってアジアと日本との経済関係がますます緊密化する中、「アジアにおける円の位置付け」をどのように考えたらよいかは今後とも留意すべき重要な論点のように思われた。

この他、今回研究会では、このところアジアでのビジネスに積極的な姿勢を強めている邦銀の活動についても有力欧米銀行等との比較も含めて話題となった。研究会参加企業ではいずれも資金調達や決済・送金などの面で、在アジアの邦銀拠点に依存するところが少なくなく、参加各社からは邦銀各行が欧米有力行等に伍してアジアビジネスを積極的に展開することに対する期待感が表明された。

日本銀行国際局アジア金融協力センターとしては、今回以上のような形で議論してきた事項については今後とも関係各方面との協議を通じて状況の的確な把握に努めると共に、アジアの中央銀行間のネットワーク等を通じて改善の方



向を探っていきたいと考えている。

以 上