

平成 17 年度財務省委嘱調査

インド債券市場育成のための実務的な対応策

2006 年 3 月

慶應義塾大学

目次

第1章 インド債券市場の課題.....	1
1. アジアの金融市場概観.....	1
2. インドの金融市場・インフラ関連資金との関係.....	1
3. インド債券市場の課題.....	2
第2章 インド債券市場に対する日本の取り組み.....	8
1. インドの金融機関・企業によるこれまでの外債発行の歴史.....	8
2. 具体的なプロダクツの展望.....	11
3. プロポーザル　サムライ債発行.....	11
4. プロポーザル　国際機関が債券発行、転貸.....	12
5. プロポーザル　インドルピー建債券信用補完.....	15
6. プロポーザル　外貨建信用補完債.....	18
7. インド信用補完債発行の提案.....	21
8. 第2章のまとめ.....	22
第3章 インフラ基盤整備のためのファイナンスと債券市場活用.....	24
1. インドにおけるインフラ資金ニーズ.....	24
2. インドにおけるインフラ事業向け資金の供給.....	24
3. 具体的商品案.....	26
(1) India Infrastructure Finance Company(IIFC)による資金調達手段としての債券市場活用.....	27
(2) 既存プロジェクト証券化（ABS）による債券市場活用.....	31
(3) 既存プロジェクトファイナンス返済のためのコーポレートボンド発行による債券市場活用.....	33
第4章 日本の協力方法の検討.....	35
1. 民間銀行.....	35
2. 国際協力銀行並びに日本貿易保険による支払保証提供.....	35
3. 仲介業者としての証券会社.....	36
4. まとめ.....	36
APPENDIX.....	37

第1章 インド債券市場の課題

1. アジアの金融市場概観

一般にアジア諸国は間接金融依存度が高い。その背景には、安定的収益を確保していない中小企業が多く、これらの企業の資金需要には、その財務状況をモニタリングできる立場にある銀行が業況を確認しつつ対応することが好ましいことや直接金融市場が整っていなかったことなどが要因として挙げられる。

1997年には、タイバーツへの投機的売り圧力を契機にアジア通貨危機が発生した。その原因は、間接金融への依存度が高かったことと銀行貸出における二重のミスマッチ(期間のミスマッチと通貨のミスマッチ)が存在したことである。

の問題点は、アジアの企業は間接金融に過度に依存し、かつ地場銀行は資金調達を外資系金融機関に頼っていたため、外資系金融機関が資金を引き揚げることにより地場銀行の流動性が枯渇し、その結果として地場銀行の融資が大幅に収縮、企業の資金繰りが急速に悪化して、多くの企業が経営破綻に陥ったことである。

の問題点は、地場銀行が短期で資金調達をしている一方、貸出は長期であったため、短期資金の流出に対して地場銀行自体の資金繰りが圧迫されたことである(期間のミスマッチ)。また、資金調達は米ドル建である一方、貸出は自国通貨であったため、自国通貨売り、米ドル買いにより返済資金を準備することになり、自国通貨が暴落、債務額が急増することになったことである(通貨のミスマッチ)。

この反省から、間接金融の欠点を補強すると同時に、代替的資金調達手段として直接金融の重要性が認識され、債券市場活性化策としてアジア債券市場育成イニシアティブなどが発案された。最近では、国際機関による地場通貨建債券発行などの成果も現れ始めている。

その結果として、アジア諸国においては通貨危機以後、国債、民間債券の対GDP比率が上昇した。国債発行残高の増加は、特に通貨危機の影響で財務内容が悪化した地場金融機関の再建などのために財政資金が必要だったことに起因する部分が多い。大量の国債を安定的に消化するために債券の発行市場、流通市場の整備が進んだ。

民間債券市場においても、間接金融に過度に依存することに対する反省から、代替的資金調達手段として市場の活性化が進んできている。

また、中央銀行の立場からは、金融調節手段としての債券市場への関心も高まっている。

株式市場については、アジア通貨危機発生後の企業業績の悪化などを背景として、一旦は大きく落ち込んだが、その後のアジア諸国の経済状況の改善、企業業績の好転、成長性の高さに対する評価の高まりを契機として活況を呈してきている。

一方、中国におけるアジア通貨危機の影響は、厳格な資本規制を採っていたために軽微であった。その反面、他のアジア諸国に比べて中国の金融市場の整備は緩やかなペースで進行しているといえよう。

2. インドの金融市場・インフラ関連資金との関係

インドにおける金融市場の現状は、間接金融の依存度が約50%である。しかし、近年の傾向として預金に対する貸出の比率が急速に伸びてきているため、将来的には、貸出だけでは資金需要に対応できなくなる可能性が高い。このため、間接金融市場に加え、直接金融市場の整備が必要となる。直接金融市場では、

株式市場の規模が相当程度大きくなっているため、特に債券市場の環境を整備することで投資家を呼び込むことが重要となる。債券市場においては、民間債券市場の規模が極めて小さく、今後の拡大余地が大きいと考える。

また、インドの現政権は、持続的な経済発展のためにはインフラの整備が不可欠であり、そのための資金として今後 10 年間で 1,500 億米ドルを必要としている。しかし、政府は恒常的な財政赤字を抱えていることに加え、財政責任・予算管理法（財政赤字を GDP の一定率の範囲に抑えることを政府に義務づける法律）の存在から、政府の資金拠出には限界がある。

このため、インフラプロジェクト案件におけるインドの旺盛な長期の資金需要に対して、民間資金を安定的に供給する観点からも、債券市場を育成することが重要となる。

アジア通貨危機との関係においては、インドも中国と同様に厳格な資本規制を敷いていたために影響は軽微であったが、その反面債券市場の整備は進んでいない。

3. インド債券市場の課題

足元のインド債券市場、特に民間債券市場は規模が小さく、今後拡大の余地が大きいと考えられる。主な課題としては、以下のようなものがある。

(1) 銀行

A. 債券の時価評価

銀行は保有債券の時価評価することが義務づけられている一方、貸出債権の時価評価は必要ない。よって、評価損益を計上することを嫌う銀行は貸出での対応を優先する傾向にある。また、特に金利上昇局面（＝債券価格低下局面）においては、債券投資に消極的にならざるを得ない。

B. 銀行の流動性が高い

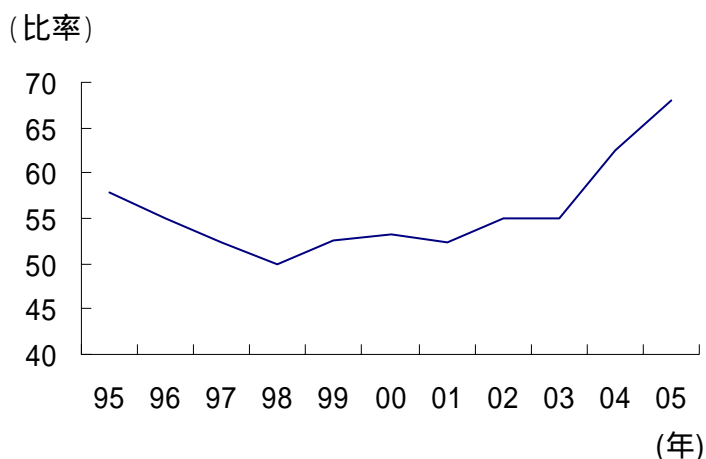
現在、銀行は資金調達に余裕があるために、流動性の乏しい貸出よりも流動性の高い債券で運用することを優先するインセンティブが働かない。但し、上述の通り、近年貸出残高が伸びてきており、将来的に銀行の資金調達が逼迫する場合には、銀行が流動性の高い債券を保有するインセンティブも働くであろう。

【表 1】

与信/預金比率 (CREDIT/DEPOSIT)

(単位%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
インド	57.9	55.1	52.3	49.9	52.5	53.3	52.3	54.9	55.1	62.5	68.1



C. 銀行の長期債券発行

現状、長期運用資金などのインフラプロジェクト以外の資金調達手段として、銀行の長期債券発行は認められていない。このため、発行体の層の厚さが十分でないという問題がある。

(2) 投資家

A. 投資家としての生命保険、ミューチュアルファンド

インドにおいては、生命保険、ミューチュアルファンドの運用に制限を設けている。この制限が、債券投資残高が伸びないひとつの理由である。生命保険、年金基金、個人などの投資制限を緩和することにより、長期資金運用ニーズを充足させることが債券市場活性化のためには必要となる。

B. 外国機関投資家 (FII) の投資上限

FII の民間債券投資には US\$ 500M の上限が設定されている。資本規制の問題もあろうが、他の代替できる手段により規制を行う (例えば届出や短期売却の禁止により、投機的取引を抑止する) ことで対応する一方、FII の投資上限は緩和することで債券市場を活性化することができると考える。

(3) 市場、その他

A. データ

現状、債券取引に関するデータの整備が不十分であり、投資家の投資判断基準となるよう即時に正確な情報を提供できるデータ整備が必要となろう。

B. 私募と公募の補完

公募債発行には費用、時間ともにかかる一方、私募債を頻繁に発行することに対する制限を設けていない。このため、公募債の発行残高が伸びない。

公募債発行残高を増加させるため以下のような手段が考えられる。

- ・公募債発行に必要な費用を軽減、発行までの時間を短縮する。
- ・私募債発行頻度を一定期間制限する。

C. ヘッジ手段整備

REPO や債券先物などの市場を解禁することにより、保有債券の価格変動リスクヘッジなどを行うことができるよう規制緩和が求められる。これにより、債券保有者は満期まで保有する以外のヘッジ対応も可能となり、流通市場での取引活性化に資するものとなる。

D. 決済問題

特に民間債券は相対での決済を要するために決済リスクが存在する。決済システムの整備により、証券の受渡しと資金決済を同時に履行する (Delivery Versus Payment) などのリスクのない決済システム整備が求められる。

E. アセットバック証券 (以下 ABS) を法律上の有価証券としていない

ABS は法律上の有価証券の定義に該当しないことから、取引所への上場が認められない等、様々な制約条件が課されている。ABS を法律上の有価証券とすることにより、制約条件が解除され、取引の活性化が期待できる。

F. 印紙税

州により印紙税が異なる。印紙税体系整備が望まれる。

【資料】

以下においては、与信、株式、国債、民間債残高の対 GDP 比較を、日本、中国、韓国、タイ、米国、インドについて行った。

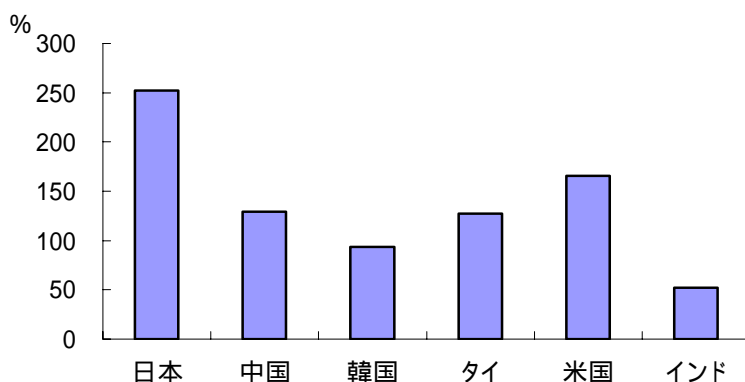
結果として、インドは、与信、株式、国債残高の対 GDP 比率が比較的高い一方、民間債の対 GDP 比率は極めて低いと言える。また、90 年代半ば以降、現在に至るまで民間債の同比率は増加する傾向にはない。

【表 2-1】与信残高/GDP (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	295.9	295.1	296.0	139.4	144.0	310.5	317.5	312.5	157.3	252.0
中国	90.9	98.0	106.3	120.2	130.6	132.7	140.6	166.4	177.9	129.3
韓国	69.9	74.5	86.1	78.1	96.6	104.0	110.4	116.9	105.6	93.6
タイ	136.5	98.8	140.4	164.9	141.9	121.7	112.0	116.0	113.0	127.2
米国	132.1	137.5	148.7	162.2	164.2	161.7	163.9	159.4	261.8	165.7
インド	48.5	49.8	49.7	45.1	49.6	53.4	54.7	58.5	57.3	51.8

(資料 World development indicator)

【表 2-2】与信残高/GDP (%) (1995 年から 2003 年平均)

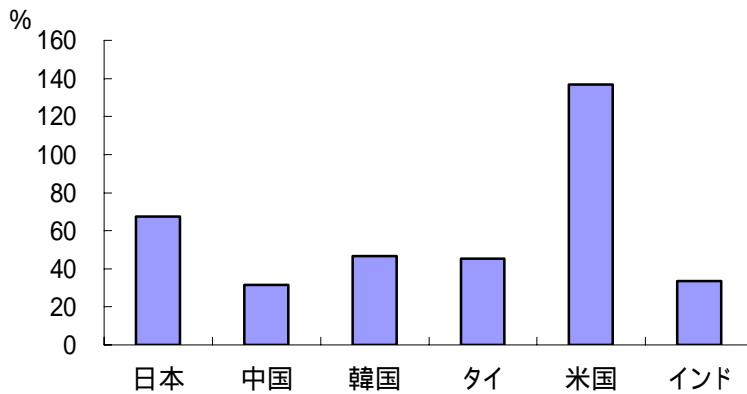


【表 3-1】株式時価総額/GDP (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	71.8	67.2	52.9	66.0	104.6	65.2	54.4	53.2	70.7	67.3
中国	6.0	14.0	22.9	24.1	33.4	53.8	45.2	36.6	48.1	31.6
韓国	39.9	28.6	NA	35.7	75.8	32.5	55.0	52.2	54.5	46.8
タイ	84.7	53.9	15.3	31.4	46.9	24.1	31.7	36.3	83.0	45.3
米国	98.6	115.6	144.4	163.4	181.8	153.5	137.2	106.4	130.3	136.8
インド	39.2	34.4	33.7	24.5	41.3	32.4	23.1	25.7	46.5	33.4

(資料 World development indicator)

【表 3-2】株式時価総額/GDP (%) (1995年から2003年平均)

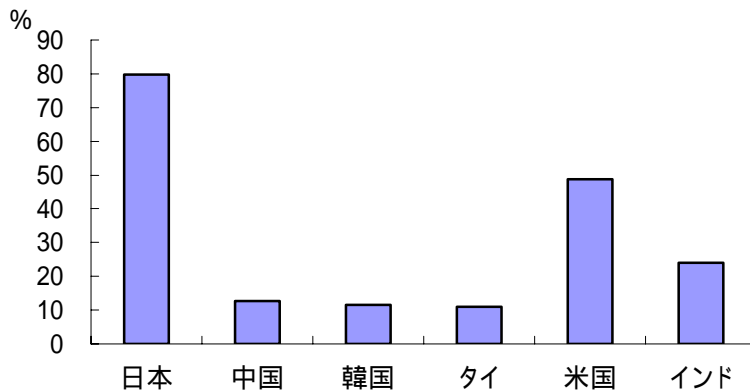


【表 4-1】国債発行残高/GDP (国内市場 各国比較) (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	46.7	51.0	53.0	71.8	81.9	76.2	87.2	114.2	135.6	79.7
中国	5.6	6.4	7.5	10.1	13.0	15.3	17.1	19.1	20.3	12.7
韓国	6.8	6.7	4.1	12.5	13.9	12.1	13.7	15.1	18.8	11.5
タイ	1.0	0.4	0.2	10.1	13.3	13.6	15.9	22.8	21.5	11.0
米国	58.0	56.6	53.6	50.7	47.5	41.8	41.5	43.3	45.6	48.7
インド	18.6	20.9	17.8	20.4	22.9	24.3	27.2	31.0	33.7	24.1

(資料 BIS 統計、World Bank)

【表 4 - 2】国債発行残高/GDP (国内市場 各国比較) (1995年から2003年平均)



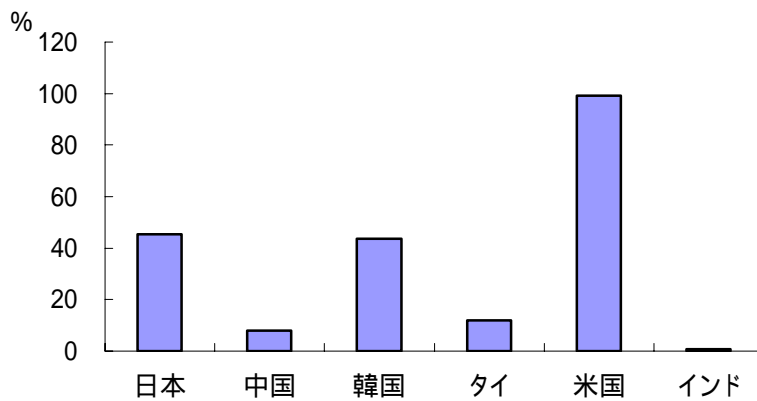
【表 5-1】

社債発行残高/GDP (国内市場 各国比較)(%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	平均
日本	36.8	43.9	43.2	51.3	52.3	43.9	44.4	46.0	46.2	45.3
中国	3.9	4.3	5.5	7.5	8.7	9.3	9.7	10.6	10.8	7.8
韓国	37.2	36.1	20.6	56.4	45.7	40.4	47.1	54.4	54.8	43.6
タイ	8.0	9.7	6.7	11.2	12.3	11.6	15.1	14.1	19.2	12.0
米国	83.6	86.8	89.3	97.0	102.1	103.9	107.2	109.7	113.1	99.2
インド	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6

(資料 BIS 統計、World Bank)

【表 5-2】社債発行残高/GDP (国内市場 各国比較)(1995年から2003年平均)



【表 6】

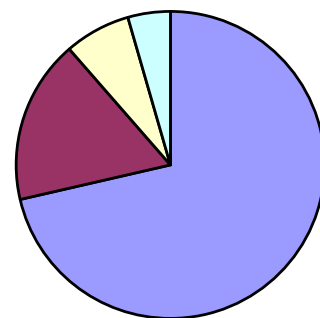
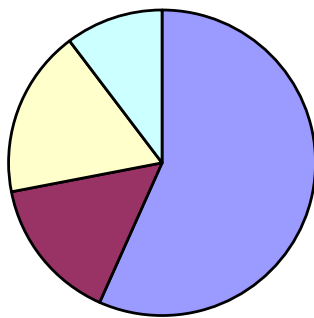
各国資金調達構成 (1995年から2003年平均)

日本

中国

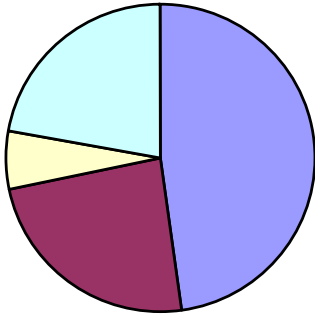
■与信残高 ■株式 □国債 □民間債

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



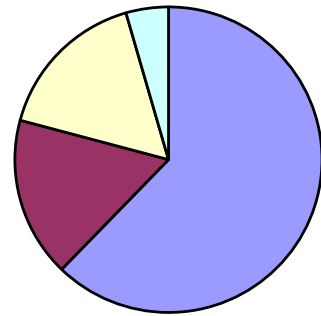
韓国

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



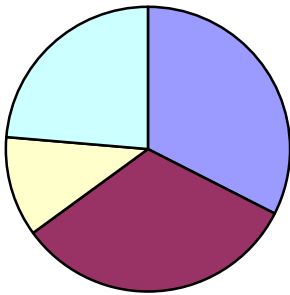
タイ

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



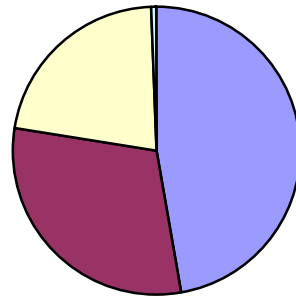
米国

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



インド

■与信残高 ■株式 □国債 □民間債



第2章 インド債券市場に対する日本の取り組み

第2章においては、インド債券市場に対する日本の取り組みについて検討したい。

最初に、これまでのインドの債券市場についてインド国内、国外両面から振り返る。

次に、日本がインドの債券市場活性化のために貢献できると考えられる4種類のプロポーザルについて、各々具体的事例紹介とその利点を中心に検討を試みたい。

1. インドの金融機関・企業によるこれまでの外債発行の歴史

(1) アジア通貨危機前

A. 外債（除くサムライ債）発行の歴史

アジアの通貨危機前におけるインドの債券発行は、政府系金融機関中心の起債が活発だった。期間は7年債を中心としており、その大宗は米ドル建による発行であった。

また、1997年にはReliance Industriesがヤンキー100年債の発行、ICICIが劣後債を発行するなど、発行形態も多様に亘った。

【表7】インド・アジア通貨危機前の外債明細（除くサムライ債）

Issuer	Issue type	Mkt type	type	Closing date	Mty date	Yrs to Mty	Currency	Cur Amt m	US\$ equiv nominal Amt m	Iss price	Final coupon	Spread at Lch (bp)
Industrial Development Bank of India - IDBI	FRN	E		07 Jul 1994	07 Jul 1999	5 years	US\$	100.000	100.000	99.7300	3-mth Libor+1.00%	
Essar Gujarat Ltd	FRN	E		15 Jul 1994	15 Jul 1999	5 years	US\$	200.000	200.000	100.0000	6-mth Libor+2.65%	
Essar Gujarat Ltd	FRN	E		08 Sep 1994	15 Jul 1999	4 yrs 10m	US\$	50.000	50.000	100.0000	6-mth Libor+2.65%	
Industrial Finance Corp of India Ltd - IFCI	FRN	E		15 Aug 1995	15 Aug 2002	7 years	US\$	100.000	100.000	99.6500	6-mth Libor+0.875%	
Industrial Development Bank of India - IDBI	FRN	E		20 Sep 1995	20 Sep 2002	7 years	US\$	250.000	250.000	99.5700	6-mth Libor+0.75%	
Reliance Industries Ltd	FX	E		27 Sep 1995	27 Sep 2005	10 years	US\$	150.000	150.000	99.8300	8.1250	190.00
SCICI Ltd	FRN	E		10 Oct 1995	10 Oct 2002	7 years	US\$	150.000	150.000	99.5700	6-mth Libor+0.80%	
SBI European Bank Ltd (London)	FRN	E		30 Nov 1995	30 Nov 1996	1 year	US\$	30.000	30.000	100.0000	6-mth Libor+0.20%	
Industrial Credit & Investment Corp of India	FX	E		07 Feb 1996	07 Feb 2003	7 years	US\$	150.000	150.000	99.4040	7.1250	170.00
Indian Railway Finance Corp	FRN	E		28 Mar 1996	28 Mar 2003	7 years	US\$	50.000	50.000	100.0000	6-mth Libor+1.15%	
Indian Railway Finance Corp	FRN	E		11 Apr 1996	28 Mar 2003	7 years	US\$	20.000	20.000	100.0000	6-mth Libor+1.15%	
Reliance Industries Ltd	FX	FP	YK	24 Jun 1996	24 Jun 2016	20 years	US\$	100.000	100.000	99.7910	10.3750	325.00
Reliance Industries Ltd	FX	FP	YK	24 Jun 1996	24 Jun 2026	30 years	US\$	100.000	100.000	99.9640	9.3750	
SCICI Ltd	FX	E		29 Jul 1996	30 Jul 2001	5 years	US\$	150.000	150.000	99.9440	8.0000	125.00
Reliance Industries Ltd	FX	E		06 Aug 1996	06 Aug 2046	50 years	US\$	100.000	100.000	99.2950	10.5000	350.00
Great Eastern Shipping Co Ltd (GE Shipping)	FRN	E		30 Oct 1996	30 Oct 2003	7 years	US\$	50.000	50.000	99.8500	6-mth Libor+1.35%	
Reliance Industries Ltd	FX	FP	YK	16 Jan 1997	15 Jan 2097	100 years	US\$	100.000	100.000	99.1290	10.2500	355.00
Reliance Industries Ltd	FX	FP	YK	16 Jan 1997	15 Jan 2027	30 years	US\$	214.000	214.000	100.0000	8.2500	175.00
Industrial Credit & Investment Corp of India Ltd	FRN	E	SU	26 Mar 1997	26 Mar 2007	10 years	US\$	100.000	100.000	100.0000	6-mth Libor+0.80%	
Industrial Development Bank of India - IDBI	FRN	E		24 Apr 1997	24 Apr 2004	7 years	US\$	150.000	150.000	99.4600	6-mth Libor+0.60%	
CESC Ltd	FRN	E		06 May 1997	06 May 2007	10 years	US\$	70.000	70.000	100.0000	6-mth Libor+1.50%	
Tata Engineering & Locomotive Co Ltd	FX	FP		16 Jul 1997	15 Jul 2007	10 years	US\$	200.000	200.000	99.5980	7.8750	168.00
Indian Railway Finance Corp	FRN	E		31 Jul 1997	31 Jul 2004	7 years	US\$	150.000	150.000	100.0000	6-mth Libor+0.75%	
Power Finance Corp Ltd	FX	E		31 Jul 1997	31 Jul 2009	12 years	US\$	100.000	100.000	99.9600	7.5000	135.00
Industrial Credit & Investment Corp of India	FX	FP		15 Aug 1997	15 Aug 2007	10 years	US\$	150.000	150.000	99.3740	7.5500	160.00
Tata Electric Companies Ltd	FX	E		19 Aug 1997	19 Aug 2007	10 years	US\$	150.000	150.000	99.6110	7.8750	160.00
Tata Electric Companies Ltd	FX	E		19 Aug 1997	19 Aug 2017	20 years	US\$	150.000	150.000	99.3540	8.5000	193.00

FX = Fixed rate, FRN=Floating Rate Note, D=Domestic Public Placement, DP=Domestic Private Placement, E=Euro Public Placement, EP=Euro Private Placement, F=Foreign Public Placement, FP=Foreign Private Placement, G=Global Public Placement, GP=Global Private Placement, YK=Yankee, SU=Subordinate

(出所) Bondware

B. サムライ債発行

1988年のONGC(インド石油ガス公社)による10年200億円の起債がインド初のサムライ債となり、その後、IDBI(インド産業開発銀行)が起債し、インド経済危機が発生した1991年までに2銘柄5案件が登場した。

当該2銘柄とも現在は既に民営化が進んでいるが、発行当時は政府100%保有であり、本邦投資家はソブリン銘柄として購入した。

その後、1991年のインド経済危機、1997年のアジア通貨危機と続く環境下、サムライ債発行は2006年2月のインド輸出入銀行による発行まで15年間途絶えることとなった。

【表8】インド・サムライ債全明細

起債時期	発行体名	回	発行額	期間	クーポン	主幹事	代表受託/FA
1988/08/24	ONGC(石油ガス公社)	1	200億円	10年	5.9%	(主):野村/(副):大和・日興・山一	東銀
1989/04/05	ONGC(石油ガス公社)	2	200億円	10年	5.5%	(主):野村/(副):山一・日興・大和	東銀
1989/10/13	IDBI(産業開発銀行)	1	200億円	10年	5.7%	(主):大和/(副):日興・野村・山一	興銀
1990/12/04	ONGC(石油ガス公社)	3	300億円	10年	8.5%	(主):日興/(副):野村・大和・山一	三和
1991/02/08	IDBI(産業開発銀行)	2	300億円	10年	8.2%	(主):野村/(副):大和・日興・山一	富士
2006/02/22	インド輸出入銀行	1	230億円	5年	1.75%	(主):みずほ/日興シティグループ	FA:みずほCB

(出所) Bondware

(2) アジア通貨危機後

インド格付推移と外国人投資家動向

インドのソブリン格付が一時 Moody's、STANDARD&POOR'S(以下 S&P)共に投資不適格であったこともあり、アジア通貨危機後の外債市場への復活には時間を要した。

Moody's が投資不適格とした1998年以降外債発行は途絶え、2004年1月のソブリン格付の投資適格への格上げに先行して Baa3 を付与された ICICI (NYSE 上場) により、外債発行が復活した(表9)。

つまり、1997年から2003年の間、インドの外債発行は中断されていたこととなる。表10の格付推移表にある通り、インドの外債発行は Moody's の格上げ、格下げに実質左右されていた。

債券発行期間としては、通貨危機前と異なり、投資家は3-5年の中期ゾーンを志向したために7年債は激減した。

この間、日本の格付機関は日本格付研究所(以下 JCR)、格付投資情報センター(以下 R&I)の2社とも投資適格を付与し続けた点は特筆すべき事項といえる。やはり、Moody's、S&P と異なる視点を有するアジアの格付機関が必要との議論も十分意義あるものと考えられる。

それ以後、インド経済の回復、格付の投資適格への復帰(Moody's:2004年1月)も相俟って、スプレッドは最近減少傾向を続けている。

インドの格付が投資適格へ復帰した後は、欧米投資家のみならず、シンガポール・香港の投資家も、インド銘柄の米ドル建債、ユーロ建債を活発に購入したが、伝統的に保守的な本邦投資家は2001年9月のアルゼンチン危機の影響もあり、S&P から依然投資適格級を有していないことを事由にインド銘柄を購入するものは極めて限定された。

2005年初頭から本邦では「インドブーム」が起こった。これはこれまでの中国一辺倒の投資姿勢から所謂 BRICs への分散投資志向に沿ったものだが、2005年におけるブームはあくまで個人投資家のインド株へのファンドを通じた投資であり、本邦機関投資家のインド銘柄への資金流入は極めて限定的であった。

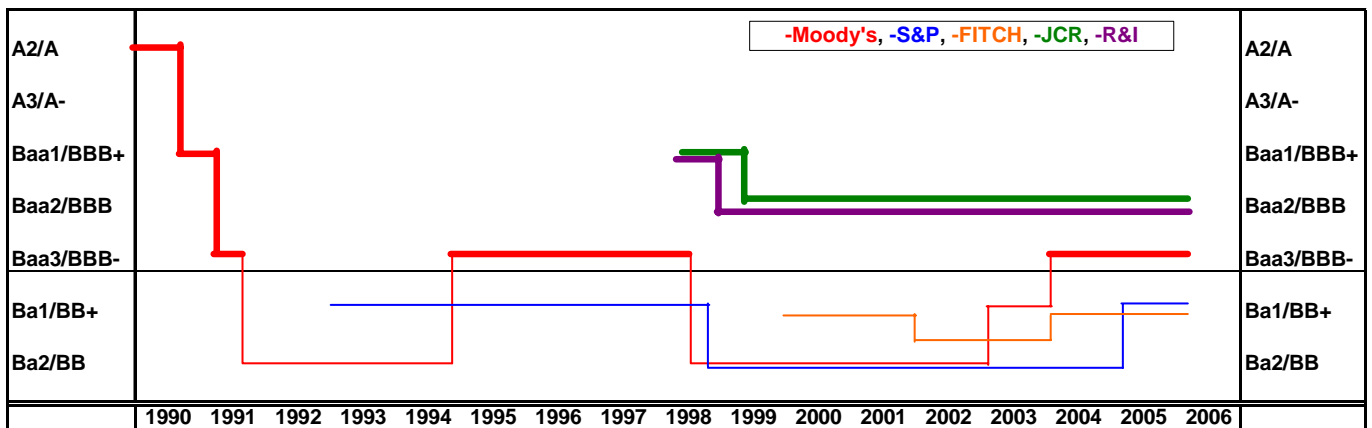
【表 9】外債発行一覧(除くサムライ債)

Issuer	Issue type	Mkt type	Program me type	Closing date	Mty date	Yrs to Mty	Currency	Cur Amt m	Iss price	Final coupon	Spread at Lch (bp)
ICICI Bank Ltd	FX	E		22 Oct 2003	22 Oct 2008	5 years	US\$	300.000	99.9430	4.7500	
Industrial Development Bank of India - IDBI	FX	E		03 Mar 2004	03 Mar 2009	5 years	US\$	300.000	99.6530	4.7500	185.00
National Thermal Power Corp Ltd - NTPC	FX	E		10 Mar 2004	10 Mar 2011	7 years	US\$	200.000	99.3700	5.5000	205.00
Export-Import Bank of India	FX	E		14 Jul 2004	14 Jul 2009	5 years	US\$	250.000	99.4470	5.3750	185.00
ICICI Bank Ltd	FX	E		18 Aug 2004	18 Aug 2009	5 years	US\$	300.000	99.4680	5.0000	168.00
State Bank of India	FX	E	EMTN	08 Dec 2004	08 Dec 2009	5 years	US\$	400.000	99.5740	4.7500	117.50
Industrial Development Bank of India - IDBI	FX	E		23 Dec 2004	23 Dec 2009	5 years	US\$	250.000	99.6950	5.1250	162.80
Indian Railway Finance Corp	FX	E		23 Mar 2005	23 Mar 2010	5 years	YEN	13,000.000	100.0000	1.4300	77.50
State Bank of India (London)	FX	E		05 Aug 2005	05 Aug 2010	5 years	EUR	100.000	100.0000	3.5000	
Bank of India (London)	FX	E	EMTN	04 Oct 2005	04 Oct 2010	5 years	US\$	250.000	99.7620	5.3750	130.80
ICICI Bank Ltd (Singapore)	FX	E		16 Nov 2005	16 Nov 2010	5 years	US\$	500.000	99.5720	5.7500	130.00
State Bank of India (London)	FRN	E	EMTN	23 Dec 2005	23 Dec 2010	5 years	US\$	100.000	100.0000	6-mth Libor+0.60%	

EMTN=Euro MTN Program

(出所) Bondware

【表 10】インド格付推移表



(出所 各格付機関の資料を基にみずほ証券作成)

2. 具体的なプロダクツの展望

【表 11】

	Domestic Capital Market -Onshore-	International Capital Market -Offshore-
Indian Issuer	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Indian <u>Government</u> Bonds</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Indian <u>Bank</u> Bonds Proposal 3</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">Indian <u>Corporate</u> Bonds Proposal 3</div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Indian <u>Bank</u></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Indian <u>Corporate</u></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">[Samurai] Indian <u>Bank</u> Proposal 1 EXIM debut Samurai</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">[Euro-Yen] Indian <u>Corporate</u> Proposal 4 IRFC Euro-Yen (Mar.2005)</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">Indian <u>Bank</u></div>
Non-Indian Issuer	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;">Supranational (ADB)</div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;">Non-Indian Issuer Proposal 2</div>	/

(出所 みずほ証券作成)

上表は、左側にインド国内債券市場、右側にインド国外(オフショア)債券市場、上段にインド居住者の発行体(太宗の発行体はインド政府、次いでインドの金融機関や若干の企業)、下段にインド非居住者の発行体(アジア開発銀行(以下 ADB)等の国際機関)をプロットしたもので、黄色で網掛けしたマトリックスが、インド債券市場活性化のために、日本の政府や金融機関等が具体的に貢献可能な部分となると考える。

具体的には、

- (1) インドの発行体による外債、特にサムライ債の発行支援(上表中 Proposal 1)
 - (2) インド非居住者による地場通貨建債発行の促進(上表中 Proposal 2)
 - (3) インド居住者による地場通貨建債発行の促進(上表中 Proposal 3)
 - (4) インドの発行体による外債、特にユーロ円債の発行支援(上表中 Proposal 4)
- の4項目である。

以下、プロポーザルの項目毎に、インドや各国の起債実例とその意義について紹介したい。

3. プロポーザル サムライ債発行(インド輸出入銀行)

2006年2月のインド輸出入銀行のサムライ債発行は、インド債券市場活性化の好事例であろう。

なぜなら、サムライ債の発行は、アジア最大の機関投資家を有する日本市場において、債券を発行することになり、投資家層の拡大、資金調達手段の多様化につながるためである。

(1) 起債概要：インド輸出入銀行の初サムライ債

発行日	発行額	期間	クーポン	主幹事	備考
2006/2/22	230 億円	5 年	1.75% (JL+62bp)	みずほ証券/ 日興シティ	インドからは 15 年ぶりのサムライ債

財務代理人(FA)：みずほコーポレート銀行

格付：Moody's: Baa3 stable / S&P: BB+ stable / JCR: BBB stable (=インドソブリンと同格付)

払込日：2006 年 2 月 22 日 / 償還日：2011 年 2 月 22 日

(2) 意義

近年のインドブームといえども、インドからのサムライ債発行は 1991 年以來 15 年ぶりである。

また、本件が「BRICs」諸国からの『サムライ復活第 1 号債』ともなった。

結果として、総額の 70%以上を本邦投資家(年金・生保・銀行)宛に販売しており、当該債がこれまでの本邦個人投資家によるインド株投資に加えて、『本邦機関投資家による本格的なインドへの資金フロー捻出の契機となった』点で大きな意義があるだろう。

インドから他にもサムライ債発行に興味を示している先が複数ある模様であり、インド輸出入銀行のサムライ債起債の成功は今後のインド発行体の日本市場での資金調達において大きな自信につながっている。

4. プロポーザル 国際機関などが債券発行、転貸

昨今の「アジア債券市場育成イニシアティブ(Asian Bond Markets Initiative=以下 ABMI)」の盛り上がりを背景にアジア各国で国際機関による地場通貨建の起債が活発化している。このような国際機関による債券発行は、発行体の拡大、投資家層の拡大という観点から、各国債券市場を活性化させる。

また、調達した資金は転貸されることが多いが、借入人からみると地場通貨での借入となり為替リスクを負わないメリットがある。さらに、国際機関の信用力から、長期債券発行により長期性借入ニーズのある先への転貸や民間金融機関に 1 社貸出規制が存在する場合には、大型プロジェクトへの転貸などが期待される。

下表にある通り、インドでは 2004 年 2 月に ADB が国際機関初のインドルピー建債券発行を成功させている。

【表 12】国際機関によるアジア通貨建債券 (除く NTD/HKD)

Issuer	Gtr	Closing date	Mty date	Yrs to Mty	Currency	Cur Amt m	US\$ equiv nominal Amt m	Iss price	Final coupon
Asian Development Bank		01 Sep 1995	01 Sep 2002	7 years	WON	80,000.000	105.146	100.0000	12.1500
International Finance Corp - IFC		10 Apr 1997	10 Apr 2002	5 years	PSO	2,600.000	98.775	100.0000	10.2500
International Bank for Reconstruction & Development - World Bank		11 Apr 1997	11 Apr 2002	5 years	PSO	4,000.000	151.961	101.4140	10.2500
European Bank for Reconstruction & Development - EBRD		22 Mar 1997	22 Apr 1998	1 yr 1m	PSO	3,000.000	113.928	100.8500	9.0000
International Bank for Reconstruction & Development - World Bank		23 Apr 1997	23 Apr 2002	5 years	WON	23,500.000	26.316	100.0000	9.8000
European Bank for Reconstruction & Development - EBRD		02 May 1997	02 May 2002	5 years	WON	23,700.000	26.439	100.2500	10.0000
International Finance Corp - IFC		28 Oct 1998	29 Oct 2001	3 years	S\$	300.000	178.147	99.4460	4.5000
Nordic Investment Bank		31 Mar 1999	31 Mar 2004	5 years	S\$	150.000	87.108		4.1250
Nordic Investment Bank		30 Mar 1999	30 Mar 2004	5 years	S\$	150.000	87.108		4.7500
European Bank for Reconstruction & Development - EBRD		08 Apr 1999	08 Apr 2004	5 years	S\$	150.000	87.108	99.8000	4.1250
Nordic Investment Bank		29 Jul 1999	31 Mar 2004	4 yrs 8m	S\$	50.000	29.427	99.4710	4.1250
International Finance Corp - IFC		23 Sep 1999	23 Sep 2004	5 years	S\$	100.000	59.659	100.0000	4.2800
African Development Bank - AfDB		11 Jul 2001	11 Jul 2004	3 years	S\$	129.000	70.801	100.0000	2.6400
TelecomAsia Corp pcl	IFC	15 Oct 2002	03 Feb 2011	8 yrs 4m	BHT	6,750.000	155.476	100.0000	-
Asian Development Bank		27 Feb 2004	27 Feb 2014	10 years	RUP	5,000.000	110.619	100.0000	5.4000
Asian Development Bank		23 Jun 2004	25 Jun 2007	3 years	S\$	200.000	117.592	100.0000	1.8450
Asian Development Bank		10 Nov 2004	10 Nov 2009	5 years	M\$	400.000	105.263	100.1800	3.9400
International Finance Corp - IFC		13 Dec 2004	02 Dec 2007	3 years	M\$	500.000	131.579	100.0000	0.0000
International Bank for Reconstruction & Development - World Bank		12 May 2005	12 May 2010	5 years	M\$	760.000	200.000	100.0000	0.0000
Asian Development Bank		24 May 2005	24 May 2010	5 years	BHT	4,000.000	101.042	100.0000	3.8700
Central American Bank for Economic Integration - CABI		06 Jul 2005	06 Jul 2010	5 years	S\$	100.000	59.119	100.0000	2.6400
International Finance Corp - IFC		14 Oct 2005	14 Oct 2015	10 years	RMB	1,130.000	139.644	100.0000	3.4000
Asian Development Bank		14 Oct 2005	14 Oct 2015	10 years	RMB	1,000.000	123.579	100.0000	3.3400
Asian Development Bank		09 Nov 2005	10 Nov 2010	5 years	PSO	2,500.000	45.102	65.3100	0.0000

(出所) Bondware

以下、(1)でインドルピー建債券発行時のADBの案件概要説明など、(2)で国際協力銀行(以下JBIC)によるタイバーツ建債券発行時の案件概要説明、起債の意義に関するプレスリリースを紹介したい。これにより、上記記載のメリットがあり、今後も国際機関の起債を促進することで、インドの債券市場を更に活性化することができるであろう。

(1) プロポーザル -

ADBによるインドルピー建債の発行について

~国際機関初、インド非居住者初のインド・ルピー建債券の発行~

(出所: ADB / 2004年2月27日付)

2004年2月、ADBは国際機関初のインドルピー建債を発行した。本件は同時に非居住者第一号債でもある。期間は10年、発行額は50億インドルピー。発行価格は100%、クーポンは国債に17bp上乗せした5.4%。NSE上場。HSBCとICICI証券が主幹事を務め、インド銀行とインドユニオン銀行がシ団入りした。投資家は60%が地場銀行、21%が生保、19%がミューチュアルファンドの構成。

JBICのケース考察

2004年2月のADBのインドルピー建債に続き、国際金融公社(以下IFC)やJBIC等のインドルピー建起債が予想される。JBICの場合は、調達した資金を米ドル建変動ベースで転貸するか、地場通貨のまま転貸をするかの2通りありうるが、インド政府が現地通貨での転貸を推奨していることから、インドルピーをそのまま日系企業に転貸するシナリオが有力である。また資金用途には所謂Japan Interest(日

系企業への利益)が求められる。インド進出日系企業の期間5年程度までの中期借入は、潤沢な流動性を背景に邦銀、地場銀行から容易に調達可能だが、1社に対する銀行の貸出金額は資本金の15%を上限とするとの「1社貸出規制」の存在もあり、大型プロジェクトに向けた長期での借入はこのようなJBICの転貸が有益になる局面が予想される。

以下は、JBICによるタイパーツ建債券発行時の案件概要説明、起債の意義に関するプレスリリースである。

(2) プロポーザル -

タイ・パーツ建JBIC債券の発行について ～ABMIに基づく初のアジア通貨建て債券の発行～

(出所：JBIC / 2005年9月1日付、15日付)

A. 案件概要

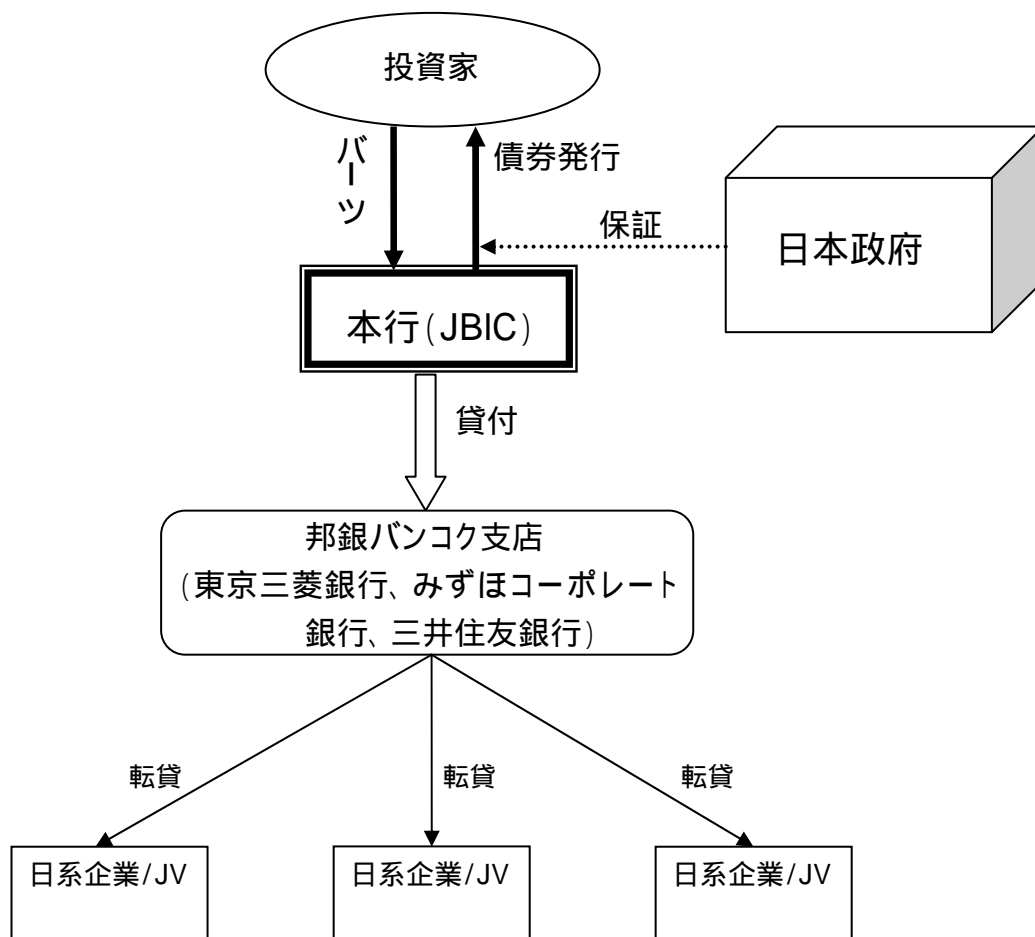
発行額 : 30億パーツ(約80億円)
市場 : タイ市場
期間 : 5年(2010年9月7日期限一括償還)
表面金利 : 4.78%
発行価格 : 100%
保証 : 日本国政府
上場 : タイ債券取引所
引受(幹事)団: シティコープ・セキュリティーズ、サイアム・コマーシャル・バンク(主幹事)、
キャピタル・ノムラ・セキュリティーズ、TISCO・セキュリティーズ(副幹事)

B. 意義

本パーツ建て債券の発行は、日本政府がASEAN+3(日中韓)の枠組の中で推進しているABMIを踏まえたものであり、本邦発行体として、同構想に沿った初のアジア通貨建ての債券の発行となります。

また、本債券の発行は、ABMIに沿ったアジア通貨建て債券の発行において、外国政府及び外国政府機関としては、第1号となります。

本債券の発行により調達したパーツ資金は、バンコクにおける日本の金融機関の支店を通じ、タイにおいて事業を行なっている日本企業に対し、設備投資及び長期運転資金をパーツ建てで供与するものです。ASEAN諸国の中でも製造業の集積が進み、生産拠点としての存在感を高めているタイにおいて、日本企業は、日=タイのFTA合意や日=ASEANの包括的経済連携協定の進捗も踏まえ、グローバルな事業展開のための戦略拠点として改めて投資を活発化しているところであり、為替リスクのない現地通貨での融資が可能となることにより、現地日系企業の幅広い資金ニーズに対応していけるものと期待されています。



5. プロポーザル インドルピー建債券信用補完

インドルピー建債券市場では、格付が必須という背景もあって私募債が多い。現行、地場銀行による保証行為に制限があるが、地場銀行による保証の制限が緩和されれば、インド地場銀行保証債市場の創造が可能であり、発行体も中小企業へ拡大することが見込まれる（インドルピー建債券発行一覧 APPENDIX 参照）。

一方、現地日系企業の起債に着目すると、JBIC の保証や日本貿易保険（以下 NEXI）の保険を付保する方法がある。

他のアジアの国においては、2004 年にタイで JBIC 保証債、NEXI 保険付債券が登場している。日系銘柄の稀少性もあり、タイ地場の投資家に販売された。

海外に進出している日系企業は、為替リスク回避の観点から現地通貨建てで資金調達したい意向が強い。一般に資金調達は銀行からの融資に依存しているが、債券市場で資金調達することができれば調達手段の多様化を図ることができる。また、アジアの通貨危機のような有事に対する備えとしても債券市場での資金調達は有効である。

しかしながら、信用力の高い外資系企業であっても現地債券市場における知名度は必ずしも高くないこともあり、上記 2 機関が保証、保険を付保することにより債券発行が可能となる場合も多い。これにより、現地国の債券市場の活性化にも資することになる。

以下、(1)で日系企業による JBIC 保証付きタイパーツ建債券発行時の案件概要説明、起債の意義 (2)

で NEXI の海外事業資金貸付保険付保によるタイヤパーツ建債券発行時の案件概要説明、起債の意義に関するプレスリリースを紹介する。

これにより、上記記載のメリットが期待され、今後、JBIC の保証付、NEXI の保険付債券発行を促進することが、特に日本の現地進出企業の資金調達の多様化と同時にインド債券市場の更なる活性化につながると考える。

(1) プロポーザル -

日系現地企業のパーツ建て債券への保証供与 ~ ABMI に基づく支援第 1 号 ~

(出所：JBIC / 2004 年 6 月 21 日付)

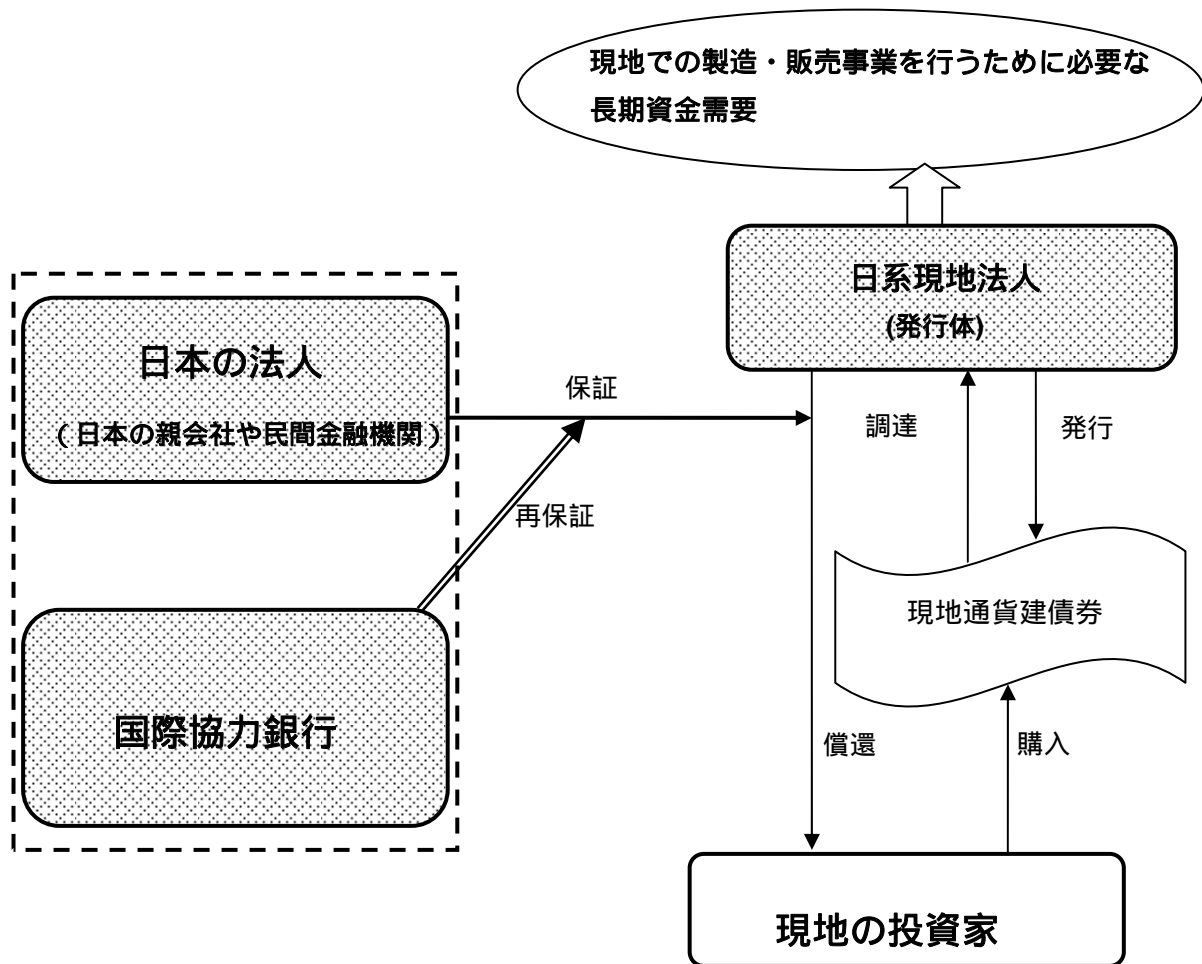
A. 案件概要

JBIC は、三菱商事といすゞ自動車のタイの合弁現地法人である Tri Petch Isuzu Sales Co., Ltd (「TIS」) が発行するパーツ建社債に対する保証契約に調印した。本保証は、TIS が発行する社債を親会社の三菱商事が保証し、JBIC が再保証を供与するものである。本社債発行により得られた資金は、現地でのいすゞブランドのピックアップ・トラックの製造・販売に必要な長期資金に充てられる。なお、本件は TIS としてタイの資本市場での初めての社債発行になる。

B. 意義

アジア各国に進出している日系現地企業は、為替リスク回避の観点から事業資金を現地通貨建てで調達する必要があるが、こうした国々では、債券市場が未発達であるため債券発行が困難な状況であり、資金調達手段が限られている。こうした中、比較的債券市場が発達しているタイにおいても、現状、信用力の高い日本企業でも現地債券市場における知名度は必ずしも高くないため、円滑な債券発行のためには日本の政府系金融機関の補完が求められている。JBIC は、こうした日本企業のニーズを踏まえ、保証機能を活用して日系企業の現地市場での円滑な債券発行を支援する。

2002 年 12 月に日本政府は ABMI を提唱したが、本件が現地日系企業発行の現地通貨建て社債に対する保証制度の適用第 1 号案件である。



次に、日系企業による NEXI の保険付きタイバーツ建債券発行時の案件概要と起債の意義を紹介する。

(2) プロポーザル -

日系企業の発行する現地通貨建債券に対する保険の引受について

～ ABMI に基づく支援第 1 号～

(出所：NEXI / 2004 年 4 月 8 日付)

A. 案件概要

保険種	: 海外事業資金貸付 (保証債務) 保険
保険契約者・被保険者	: みずほコーポレート銀行
保険価額	: 元本約 27 億円 + 利子
てん補率	: 非常危険 95%、信用危険 95%
保険責任期間	: 3 年
社債発行体	: ISUZU (Thailand) Co., Ltd.
ファイナンシャルアドバイザー	: TISCO Securities Co., Ltd.

B. 意義

現在、アジア進出日系企業の資金調達は、多くの場合、本邦親会社の保証による金融機関からのローンや、親会社からの送金に依存している。こうした中、アジア進出日系企業にとって、債券発行という手段が確立されれば資金調達手段の多様化が実現し、その結果、銀行資金の流動性が低下しても資金調達

することが可能となる。また、現地通貨での中長期資金調達を可能とすることにより、為替リスクを排除し、経営の安定に寄与する。

NEXI が、アジア進出日系企業の債券発行に対して付保を行うことにより、これら日系企業の資金調達を容易にするとともに域内投資も活性化され、ひいては現在検討が進められているアジア債券市場育成の一助となるものと考えている。

6. プロポーザル 外貨建信用補完債

インドの商業銀行は短期で資金調達している（2004年度における預金の満期は、1年以内が38%、1～3年が34%、3年～5年が20%、5年以上8%の構成）。このため資産負債管理（Asset Liability Management）上の問題から、長期資金ニーズに対応することが困難であり、長期資金ニーズには債券市場を利用することが自然である。

インド銘柄の外債は過去の Reliance による100年債もあるものの、一般的には5～7年にキャップがある。10年以上の長期債、或いは超長期債の組成には世銀、ADB、IFC等の国際機関やJBIC、NEXI等の信用補完を伴った「信用補完債」をサムライ、グローバル、ユーロなどの投資家層の大きい国際債券市場で発行することが有益であろう。

特に本邦には国内の低金利政策の長期化も相俟ってかような長期債へのニーズが強い。

信用補完を用いた起債実例としては、フィリピンにおいて下表のようなものがある。

【表13】フィリピンの信用補完債

	JBIC (Japan Bank for International Cooperation)	NEXI (Nippon Export and Investment Insurance)	ADB (Asian Development Bank)
Launch	June 2000	Dec. 2001	Dec. 2002
Issuer	Philippine National Oil Company -Energy Development Corporation (PNOC-EDC) フィリピン国営石油会社 エネルギー開発公社	Republic of the Philippines	PSALM (Power Sector Assets & Liabilities Management Corp.) フィリピン新・電力公社
Counter-Guarantor	Republic of the Philippines	-	Republic of the Philippines
Guarantor/Insurer	JBIC	NEXI Overseas United Loan Insurance	ADB
Type	Samurai Bond / Private Placement	Samurai Bond / Private Placement	Euro Yen Bond
Amount	JPY22bn	JPY50bn	JPY61.75bn (2-tranche) Tr. A) JPY24.75bn / Tr. B) JPY37bn
Tenor	10 year	10 year	Tr. A) 18 year / Tr. B) 20 year
Coupon	N.A	1.8845%	Tr. A) 3.2% at Re-offer Price 99.457 Tr. B) 3.55% at Re-offer Price 99.645
Arranger	Nomura / Mitsubishi-Tokyo	Mizuho (formerly Fuji)	Nomura
Cover Ratio	1) Principal: 100% 2) Interests: 100% for year 6-10 only	1) Political Risk: 97.5% of Principal & Interests 2) Commercial Risk: 90.0% of Principal & Interests	1) Principal: 100% 2) Interests: Tr. A) 100% for year 9-18 only Tr. B) 100% for year 11-20 only

以下、(1)でJBIC保証付円建債券発行時の案件概要説明、起債の意義 (2)でNEXIの海外事業資金貸付保険付保による円建債券発行時の案件概要説明、起債の意義に関するプレスリリースを紹介する。

今後、JBIC、ADB、IFC、の保証付債券発行、NEXIの保険付債券発行を促進することにより、インドの銀行、企業が日本を含む海外投資家に対して認知度を高めることで投資家層を更に拡大し、その後の起債を容

易にすることが期待される。

(1) プロポーザル -

フィリピン国営石油会社エネルギー開発公社発行の円建て私募債への保証の供与について ~ JBIC 初の公債保証供与 ~

(出所：JBIC / 2000 年 6 月 15 日付)

A 案件概要

保証対象債券の概要

発行体 : フィリピン国営石油公社エネルギー開発会社 (PNOC-EDC)
(発行体概要：下記参照)

保証人 : 比政府 (100%元利保証) および JBIC (部分保証：下記参照)

共同主幹旋人 : 野村證券 / 東京三菱銀行 / 東京三菱証券

発行地 : 東京

買受人 : 適格機関投資家

金額 : 220 億円

資金用途 : 発行体の地熱開発プロジェクトにおける地熱回収能力強化および環境対策等に必要な資金

期間 : 10 年

元金償還方法 : 一括償還

調印日 : 平成 12 年 6 月 15 日

払込日 : 平成 12 年 6 月 26 日 (予定)

本行保証の概要

保証対象 : 被保証債券の元本および利息の各不払分
(但し当初 5 年間の利息は保証対象外)

保証状発効日 : 平成 12 年 6 月 26 日 (予定)

発行体の概要

名称 : フィリピン国営石油公社エネルギー開発会社 (Philippine National Oil Company - Energy Development Corporation、略称 PNOC-EDC)

設立 : 1976 年 3 月

事業内容 : 地熱および他の非石油エネルギー開発

B.意義

本保証は、日本政府が新宮澤構想の第 2 ステージとして発表したアジアの民間資金活用構想に基づき供与されるもので、JBIC 発足時に機能として加えられた公債保証の適用第 1 号案件である。JBIC がかかる保証を供与することは、PNOC-EDC の国際金融・資本市場からの資金調達を支援するものであり、我が国からフィリピンへの長期民間資金の還流を促進し、東京市場をより一層活性化するものと期待されるものである。また、本プロジェクトは、国際機関および本行の支援の下、電力部門の構造改革を実施している同国に対して、国内エネルギー利用の多様化を支援する意義を有する。

次に、NEXI の海外事業資金貸付保険付保による円建債券発行時の案件概要説明、起債の意義に関するプレスリリースを紹介する。

(2) プロポーザル -

フィリピン共和国政府発行の円建て私募債に対する海外事業資金貸付保険の付保について
～ NEXI 初の債券発行に対して海外事業資金貸付保険を付保した案件～

(出所：NEXI / 2001 年 11 月 26 日付)

A. 案件概要

主幹事

富士銀行 (現・みずほコーポレート銀行) ジョイント・リード・アレンジャー兼コーディネーター)
野村証券 (ジョイント・リード・アレンジャー)
大和 SMBC 証券 (コ・リード・アレンジャー)

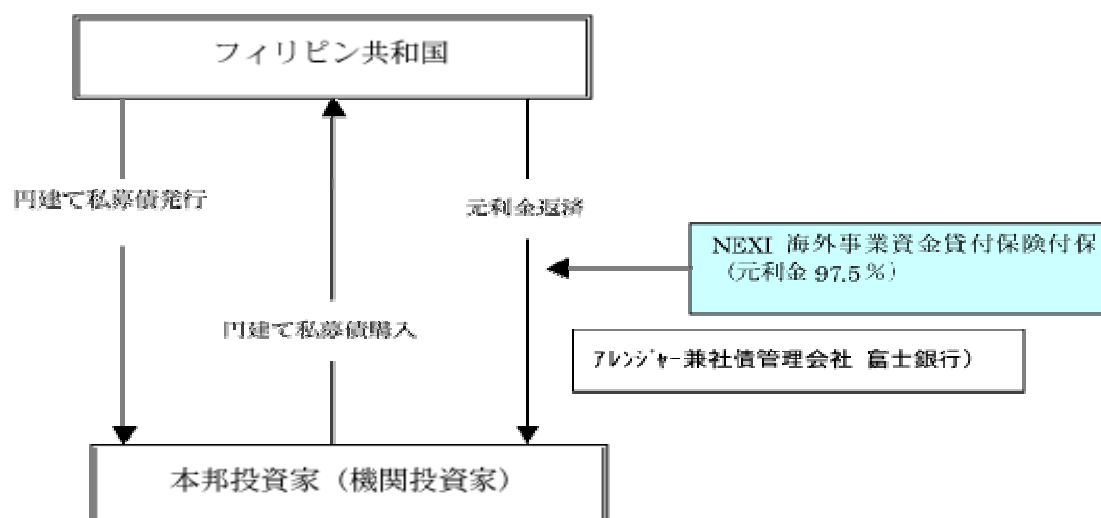
債券の発行条件

発行額 : 500 億円
期間 : 10 年
金利 : 固定 1.8845%
償還 : 期日一括償還
公募・私募の別 : 適格機関投資家限定私募債
発行通貨 : 円建て

保険内容

保険契約の内容 : 海外事業資金貸付保険 (貸付金債権等)
保険価格 : 元本 500 億円 + 利子
てん補範囲 : フィリピンの非常および信用リスク
付保率 : 非常 97.5%
: 信用 90.0%
保険責任期間 : 10 年

<スキーム図>



B. 意義

米国テロ事件以降新興市場国への投資が冷え込む中、NEXI がフィリピンの政治リスクとフィリピン政府の信用リスクをカバーすることで、本邦の民間資金を環流させることが可能となりました。また、フィリピンにとっては、現在のフィリピンのサムライ債の流通価格に比較して 3%程度の資金調達コスト削減が可能となっています。この資金によってフィリピン国内の産業基盤が整備され、日・比両国の貿易・投資が今後さらに促進することが期待されます。

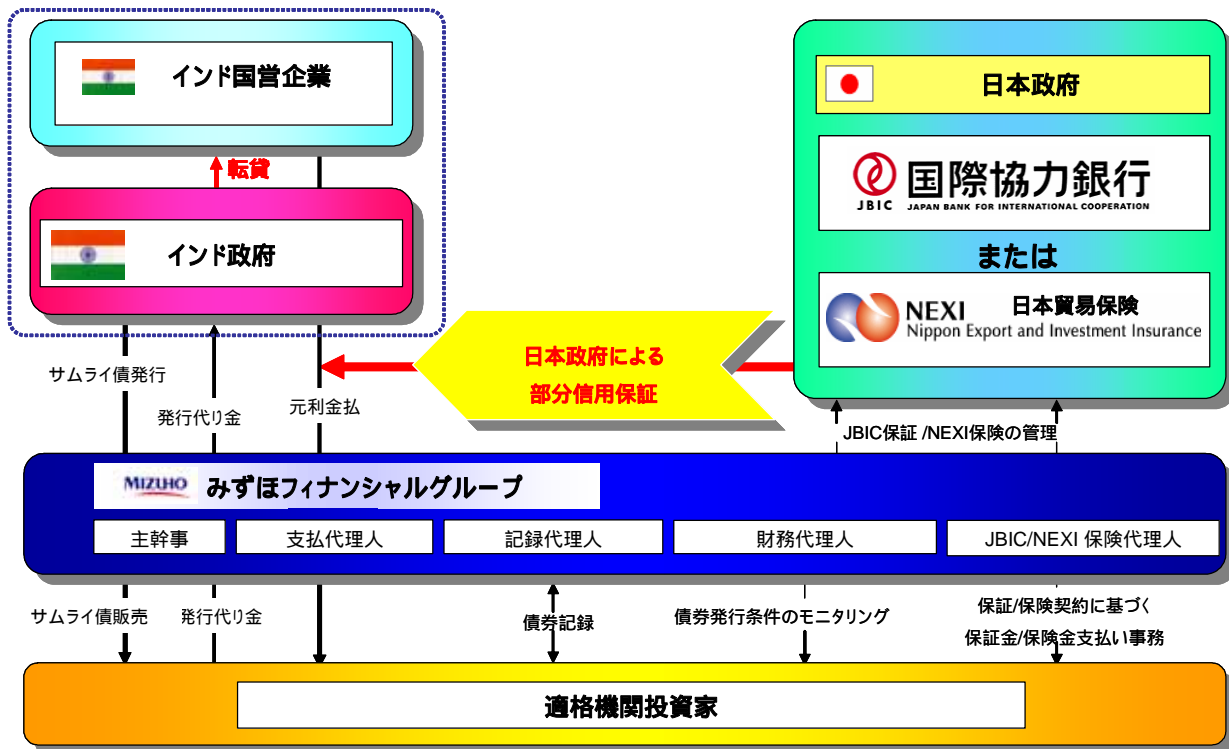
また、債券発行によって調達される資金は、フィリピン国内の道路等産業基盤の整備事業に充てられます。

7. インド信用補完債発行の提案

上記のフィリピンのケースをベースに、インド政府による保証は必須となるが、JBIC、NEXI あるいは ADB の信用補完付き長期債発行を提案したい。ストラクチャーのイメージ図は、表 14、表 15 の通りであり、当該債への投資ニーズは本邦では根強く、インド側にとっても保証料支払を考慮しても有利な長期調達手段になる可能性があると思料される。

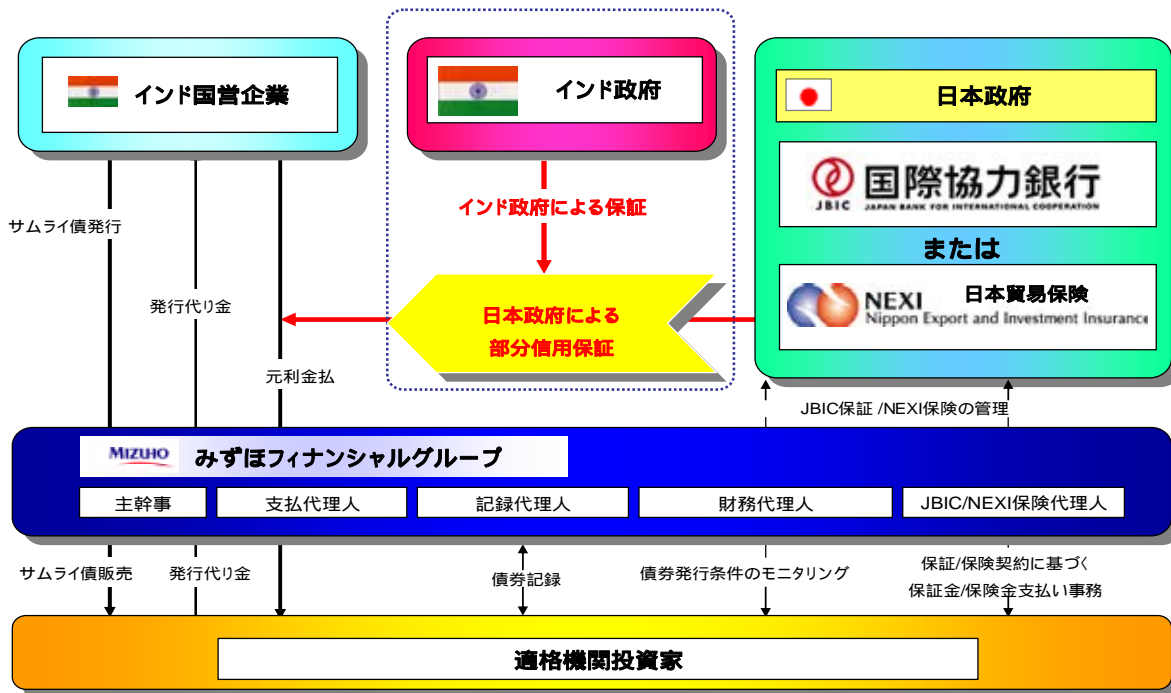
(1) 国自身が長期債の発行体となり、長期資金を必要する機関に転貸するケース

【表 14】



(2) 借入人が長期債券発行体となり、国が保証するケース

【表 15】



8. 第2章のまとめ

インドは1991年の経済改革導入以降、堅調な経済成長を遂げてきており、インド政府によると2005年度の実質GDP成長率は8.1%を記録する見込みである。今後も8%前後の成長率が予想されるなどBRICsの一角として注目されており、同国経済の持続的発展に向けて更なるインフラ、設備投資の需要が予想されている。

こうした状況の下、2005年4月に小泉総理がインドを訪問した際、マンモハン・シン首相との間で締結された「日印グローバル・パートナーシップ強化のための8項目の取組」において、日印間の経済・貿易及び協力を拡大・深化させるための諸措置を講じており、両国間の貿易のさらなる拡大及び多様化が期待されている。

一方、日本企業においてもインドビジネスを拡大する傾向が顕著になっており、国際協力銀行が2005年度に実施した「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」においても、インドは中長期的に有望な事業展開先国として中国に次いで2位となるなど注目されている。

かような背景をもとに、インドの債券市場活性化のためにもわが国はさまざまな貢献¹ができるものとする。今回は主に4つのプロダクツの提案を試みたが、最後に整理すると以下の通り。

¹ その他の貢献としては、現状困難だが、将来的には「インド債券投資信託の活用」があると考えられる。

現状、インド債券投資信託を日本の投資家に対して販売することは以下の理由から困難であろう。

- ・ 株式のようなキャピタルゲインを見込むことができないため、投資家層が少ない。
- ・ 流動性がないことから、流動性リスクが残る。
- ・ インドにおける民間債券市場が極めて小さく十分なポートフォリオを組むことが困難である。

- 1．インドの発行体による外債、特にサムライ債の発行支援(Proposal 1)
=更なるインド銘柄のサムライ債アレンジにより本邦機関投資家のインド投資を拡大
- 2．インド非居住者による地場通貨建債発行の促進(Proposal 2)
=国際機関によるインドルピー建債の発行
- 3．インド居住者による地場通貨建債発行の促進(Proposal 3)
=インド進出の日系企業によるインドルピー債の発行（JBIC 保証債、NEXI 保険付保債の発行）
- 4．インドの発行体による外債、特にユーロ円債の発行支援(Proposal 4)
=インド発行体に対する JBIC 等の保証付保債の発行（特に長期資金調達）

第3章 インフラ基盤整備のためのファイナンスと債券市場活用

1. インドにおけるインフラ資金ニーズ

前述の通り、インドの現政権は、今後の安定経済発展のためにインフラの整備が不可欠であり、そのための資金として今後 10 年間で 1,500 億米ドルを必要としている。しかし、政府は恒常的な財政赤字を抱えていることに加え、財政責任・予算管理法（財政赤字を GDP の一定率の範囲に抑えることを政府に義務づける法律）の存在から、政府の資金拠出には限界がある。

このため、インフラ案件におけるインドの旺盛な長期資金需要に対して、民間資金を安定的に供給する観点からも、債券市場を育成することが重要となる。下記のような事例が参考となる。

2. インドにおけるインフラ事業向け資金の供給

(1) Infrastructure Leasing & Financial Services

インフラ案件に資金を提供することを初めて正面に見据えて設立された金融機関として Infrastructure Leasing & Financial Services (以下 IL&FS) が 1987 年に Central Bank of India, Unit Trust of India, Housing Development Finance Corp. Ltd. の出資によって設立された。その後、IL&FS は 1993 年の IFC、オリックス(ORIX Corporation-Japan) 等による出資を経て現在インドの金融機関が 60%、外資が 40% を保有する金融機関となっている。IL&FS は設立後 20 年弱を経て、2005 年 3 月末時点での資本勘定は 73 億ルピー強、資産規模 610 億ルピーまで拡大しており収益面でも安定している。インフラプロジェクト向けに投資を行うに当っては IL&FS が設立した子会社並びにファンドを中核として機関投資家等の民間の資金を呼び込むケースが多かった。また投資案件の選定基準としては、中央または地方政府からの財政資金に依存することなく、民間の資金で推進できることを重視している。これまでに空港、港湾、地下鉄などの都市のインフラ案件に多く関与しているがその規模から、今後 10 年間でインドのインフラ整備に必要と予想される 1,500 億ドルともいわれる資金を提供する主要機関としては力不足の感は否めない。

(2) Infrastructure Development Finance Company Limited

IL&FS に続いて、1997 年にインド政府主導で、Infrastructure Development Finance Company Limited (以下 IDFC) が設立された。IDFC はインドの制度金融の中では開発金融機関に区分される。開発金融機関は産業の育成のために中長期資金の提供をすると同時に一部の企業には資本参加も行うなど経営面での指導も行うものとされ、必要資金は多くの場合、政府保証債の発行と中央銀行からの長期運転資金でまかなわれてきた。IDFC の設立には Chidambaram 現財務大臣も携わったと言われており、インド財務省が最大の株主として 20% 強を出資している他、インドの商業銀行、IFC、ADB、シンガポール投資庁 (Government of Singapore Investment Corporation)、Commonwealth Development Corporation が主要株主として名を連ねている。設立目的は IL&FS と共通するところが多く、既往の政府ならびに民間セクターが十分対応し切れていないインフラ事業に対する長期性資金並びに保証機能を有利な条件で提供することであった。

IDFC の資産の内 8 割強はインフラ案件向けの貸出で、小額ながらも 22 億ルピーのインフラ事業向けの出資もある。これらインフラ向け投融資はエネルギー（特に電力）案件 34%、通信事業案件 27%、交通事業案件 26% と言った構成である。これら 3 業種に加えて最近では商業用または工場用不動産にも重点を置いている。IDFC は設立当時から IL&FS との棲み分けが不明確で、両社がしばらく同一人物を会長に戴いていたこともあり、設立の意義そのものが問われた時期もあった。特に同社のインフラ事業に対するスタンスは一貫して慎重で、投融資の決定にかなり時間をかけるため機動性に欠けるとの批判が根強く、むしろ

るシンクタンクとしてアドヴァイザリー機能を提供することに強みを発揮してきた。その結果、不良債権がほとんどなく、2005年3月末時点の資本勘定は約189億ルピー、資産は843億ルピー、税引き後利益は30億ルピー（ROE：15.9%）と良好な財務体質を誇っている。こうした企業体としての健全性は評価される反面、インフラ開発のために積極的に資金を提供するという使命感、並びにビジネスマインドに欠けるとして「インフラファイナンスのパラモン」(Brahmins of Infrastructure)と揶揄されることがあるのも事実である。さらに資産規模からもIL&FSと同様、当社が今後インドで必要とされる膨大なインフラ資金の主たる出し手になることは期待しにくい。

こうしたインフラファイナンスについての考え方、IDFCの設立意義を巡る議論が行われる中、IDFCへのコントロールを強めようとする財務省サイドからはIDFCとIL&FSとの合併、IDFCをState Bank of Indiaといった政府の影響力が強い銀行の傘下に組み入れようとする動きがあるとの報道もなされている。

（3）India Infrastructure Finance Company Ltd.

IDFCの将来に関するさまざまな憶測が飛び交う中で、インド政府は2005年11月に新たにインフラファイナンスを提供する専門金融機関²としてIndia Infrastructure Finance Company Ltd. (以下IIFC)の設立を決定した。IIFCは2006年1月に設立され、政府から5人の役員の就任が発表されているが、CEOの人選は依然未定である。情報放送大臣(Information and Broadcasting Minister)の談話によるとIIFCは100%政府出資の予定で、当初の資本金は1億ルピーだが100億ルピーまで増資を行う一方、長期性(10年超)の資金調達をし、インフラ案件に融資をするとの事である。資金の調達先は世界銀行、ADBをはじめ、民間銀行からインド内外での調達を考えており、必要に応じて政府保証をつけるとの事である。2005年度について連邦政府は1,000億ルピー³の保証枠を設定している。またこれまでに伝わっているところでは、IDFC並びにIL&FSが民間企業色を強く持ち、投融資実施判断をする際の基準として、概ね当該プロジェクトの収支を基準に考えるのに対してIIFCは公的色彩をより強くもつとの事である。

これまでに発表されているIIFCによるインフラ案件への融資概要は以下のとおりである。

- A. 商業ベースで採算性のあるインフラ案件に限る（後述のViability Gap Fundingにより採算性が改善した案件も含む）。
- B. IIFCからの資金の供与額はプロジェクトコストの20%を上限とする。VGFにより政府からの補助金が提供される場合は補助金を控除した残額の20%とする⁴。
- C. IIFCはインフラプロジェクトに直接貸出を実施すること、商業銀行経由の転貸いずれも可能。
- D. IIFCは原則として独自にインフラプロジェクトの評価・審査をすることはなく、当該プロジェクトに対して融資をする銀行団の幹事行が実施したものを参照する。ただし幹事行が当該プロジェクトにかかわる全デットファイナンスの25%以上をコミットしている場合に限る。
- E. IIFCが資金提供を行うインフラプロジェクトとして下記を想定している。
 - (a) 道路、橋梁、鉄道、港湾、空港、内陸水路等の整備
 - (b) 電力
 - (c) 都市交通網、上下水道、廃棄物処理等の都市インフラの整備
 - (d) ガスパイプライン
 - (e) 経済特別区のインフラ整備

² IIFCはインフラプロジェクト向け融資を行うことを前提としており、出資は想定していない。

³ インド政府の担当官は政府からこの額で保証枠が今後10年は提供されることを想定している。これは10年間でUSD300億に相当し、インドにて今後10年間で必要とされているインフラ整備資金総額であるUSD1,500億の20%に当たり、IIFCがプロジェクトコストの20%を上限に資金供与するということと平仄が一致する。

(f) 国際会議場、観光関連インフラ整備

これまでのところ IIFC は本格的な稼働をしておらず、融資を認可した案件もない。しかしながら、同社が 100% 政府出資で政府保証による長期のインフラ資金調達をするために設立された政府系金融機関であることから、世界銀行、ADB、JBIC をはじめとして、一部邦銀も含めて国際金融界からは同社への資金提供に対して関心が高まっており、一部からは資金調達に関する提案書も出されているとの事である。また同社が初年度に想定している融資額が既往の IL&FS ならびに IDFC の資産額を上回っており、規模の面でもインドのインフラファイナンスに相応のインパクトを与えることが期待できることから、どのようなスタンスでインフラファイナンスを支援していくのか今後の展開が注目されることである。

(4) Viability Gap Funding

Viability Gap Funding (以下 VGF) はインド政府が同国の Public Private Partnership in Infrastructure (以下 PPP) を支援するために 2003 年ごろから提唱、2005 年 5 月に概要が発表されたインフラ案件支援策である。VGF はそれ自体では採算が悪いインフラ案件の収支を改善し、純粋に商業ベースで見ても存続可能にするためにプロジェクトコストの原則 20%⁵まで政府から補助金 (Grant) を提供するものである。政府は 2005 年度予算において 150 億ルピー、2006 年度予算において 50 億ルピーの補助金を確保した。インド財務省経済局が発表した VGF の概要は下記の通りである。

- A. 政府からの補助金は建設期間中に供与されるのが一般的だが、財務省経済局局长「Secretary (Economic Affairs)」、歳出局局長「Secretary (Expenditure)」、計画委員会次官 (Secretary Planning Commission)、その他当該プロジェクトの所管官庁の次官で構成される委員会 (Empowered Committee) の同意を得たものについては特例も認める。
- B. VGF は申請金額が 10 億ルピー未満、10 - 20 億ルピー、20 億ルピー以上のいずれかによって、それぞれ別の機関が認可を下す。
- C. VGF 発足当初 2 年間は基準を満たす申請に対しては申し込み順で補助金を提供する。それ以後は一定の優先順位を定めて補助金を提供する。
- D. VGF が想定するインフラプロジェクトとしては IIFC の場合とほとんど同一であるが、ガスパイプライン案件が除かれている。

VGF については補助金を提供する際の判定基準に曖昧さが残ること、供与される予定の額がインドのインフラ整備に必要とされる額から見ると極めて小額であると言った問題点も指摘されており、その実質的な効果について疑問も出されている。しかし、インドでインフラ事業を推進するに当たっては、土地の収用 (land acquisition)、環境保護団体からの妨害活動 (harassment by environmentalists)、公益の名もとの過剰な規制 (plethora of litigations in the name of public interest) 等の障害がある中で、政府からの補助金と言う形で目に見える支援を得た案件は政府から強いサポートを得た案件として推進力が高められるものと思われる。

3. 具体的商品案

インフラストラクチャーのための資金調達手段として債券市場を活用する方法としては、インドおよび他国の例を検討した結果、以下 3 商品があるのではないかと考えられる。

⁴ インド財務省経済局担当官発言

⁵ プロジェクトの推進母体が政府または政府系機関である場合、当該推進母体はその判断で更にプロジェクトコストの 20% を追加で補助金として供与することができる。

- (1) IIFC による資金調達手段としての債券市場活用
 - (2) 既存プロジェクト証券化 (ABS) による債券市場活用
 - (3) 既存プロジェクトローン返済のためのコーポレートボンド発行による債券市場活用
- 以下、各々の商品を検討したい。

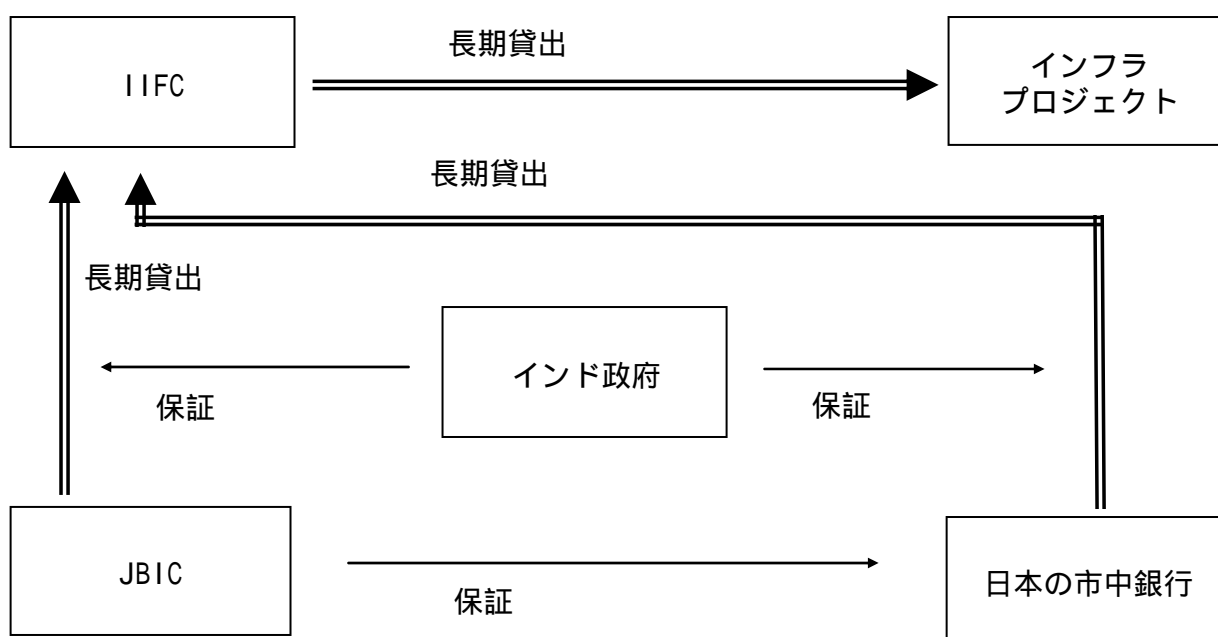
(1) IIFCによる資金調達手段としての債券市場活用(ローンと債券)

IIFC の債務に対しては政府保証が付保されることから、その信用力を最大限活用し可能な限り調達コストを抑えたファイナンスを行い、インフラプロジェクトに転貸するスキームが IIFC の設立の趣旨に沿うであろう。前述のように、IIFC による調達ルートは世界銀行、ADB を含めて様々なヴァリエーションが考えられるが、ここでは日本の金融機関が関与する可能性があるケースに絞って商品案を提示してみたい。

A. JBIC と市中銀行による協調融資

IIFC に対して JBIC 並びに市中銀行が長期資金の貸出を行い、IIFC がインフラプロジェクトに転貸するスキームである。インド政府が IIFC の調達額全額に対して JBIC 並びに市中銀行に保証を行い、市中銀行の貸出部分については更に JBIC が市中銀行に裏保証を行うものである。現在、日本の民間金融界におけるインドリスクに対する一般的見方は、5 年までのソブリンリスクは取れるものの、IIFC が調達を想定している 10 年を超えるインフラ整備目的の長期の貸出は JBIC と呼ばれた制度金融からの信用補完を必要としている。こうした事情を反映して本商品案では市中銀行貸出分は JBIC による保証を想定した。なお JBIC による保証が何らかの理由で難しい場合は、当商品案の変形として、市中銀行貸出分の満期を 5 7 年と短くし、これが完済されるまでは JBIC からの貸出の弁済はスタートしないとする事も可能である。尚、JBIC が IIFC に貸出を実施し、更に市中銀行に対して IIFC のために支払保証を行うに当たっては、当該インフラプロジェクトに日本政府・日系企業が何らかの形で関与していること (Japan Interest) が要件である。

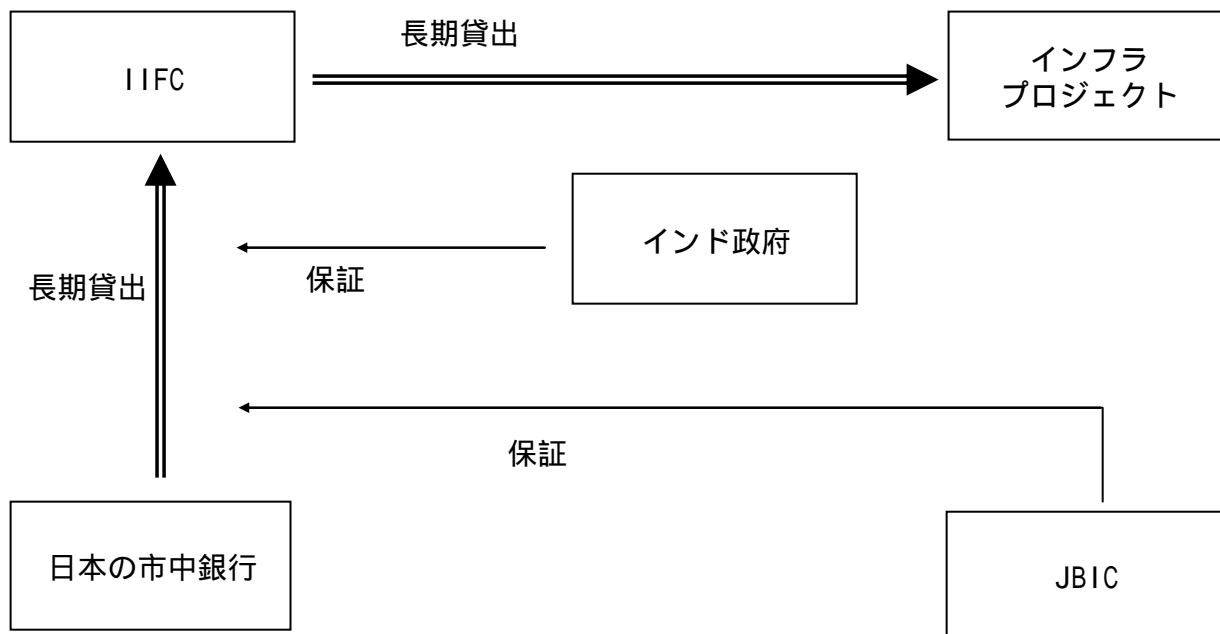
A JBICと市中銀行による協調融資



B. JBIC 並びにインド政府の連帯保証による市中銀行協調融資

本スキームは A. に類似しているが IIFC への貸出はインド政府からの保証付きで市中銀行の協調融資により行われ、JBIC の機能は市中銀行に裏保証（この場合は市中銀行の貸出額の 97.5% に止まる。）を提供するものである。尚、前述の A. と B. の区別は JBIC 側の案件への関与の度合いの差によって生じるものと言われている。

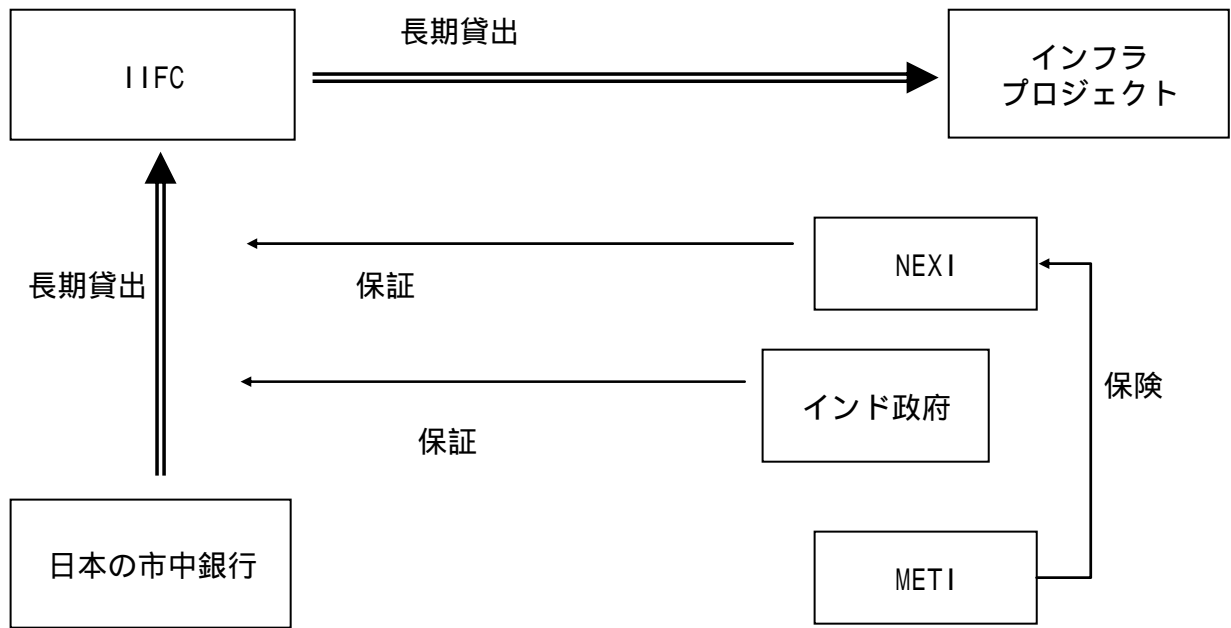
B JBIC並びにインド政府の連帯保証による市中銀行協調融資



C. NEXI による海外事業資金貸付保険（Overseas Untied Loan Insurance = 以下 OULI）付貸出

本件は市中銀行が IIFC に対してインド政府保証で長期貸出を行う点では前述の B と共通だが、JBIC の裏保証に替わって NEXI が OULI を提供することを想定したものである。OULI は借入人が債務不履行に陥った原因を非常危険（為替取引の制限または禁止、戦争・革命または内乱等）と信用危険（借入人の破産、3 ヶ月以上の債務履行遅滞）に分け、原則として前者については貸付金額の 100%、後者については 95% を限度として付保がなされる制度である。

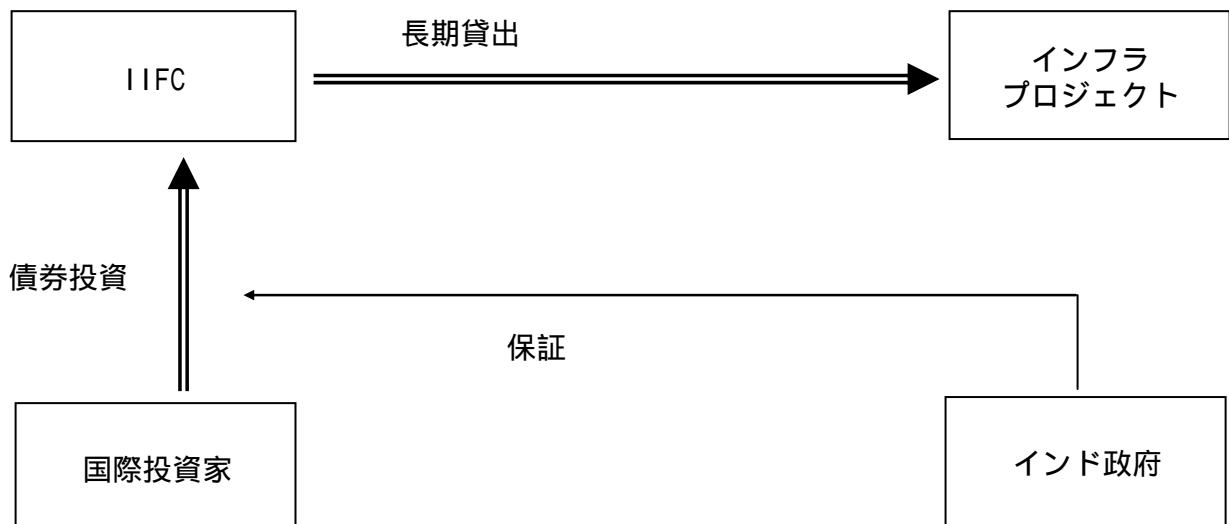
C NEXIによる海外事業資金貸付保険



D. 国際債券市場における IIFC によるインド政府保証債の発行

次に資本市場で資金調達を行うケースとして、ユーロ、グローバル債券市場等においてインド政府保証で IIFC が長期の資金調達を行うことが考えられる。IIFC に対してインド政府(長期ソブリン格付: Moody's Baa3、S&P BB+) の保証がつく事を前提にすると、経済成長著しく、世界的に注目を集めているインドからこれまでに政府または政府保証の債券の発行実績がないだけに、所謂、初物として注目を集める可能性が高く、10 年を超える資金調達も可能と思われる。プロジェクトの完成時期、収支見通しをある程度返済に反映させる形で、トランシェを分けてたとえば 5 年、7 年、10 年と言うように異なる償還期間の債券を発行することも可能である。

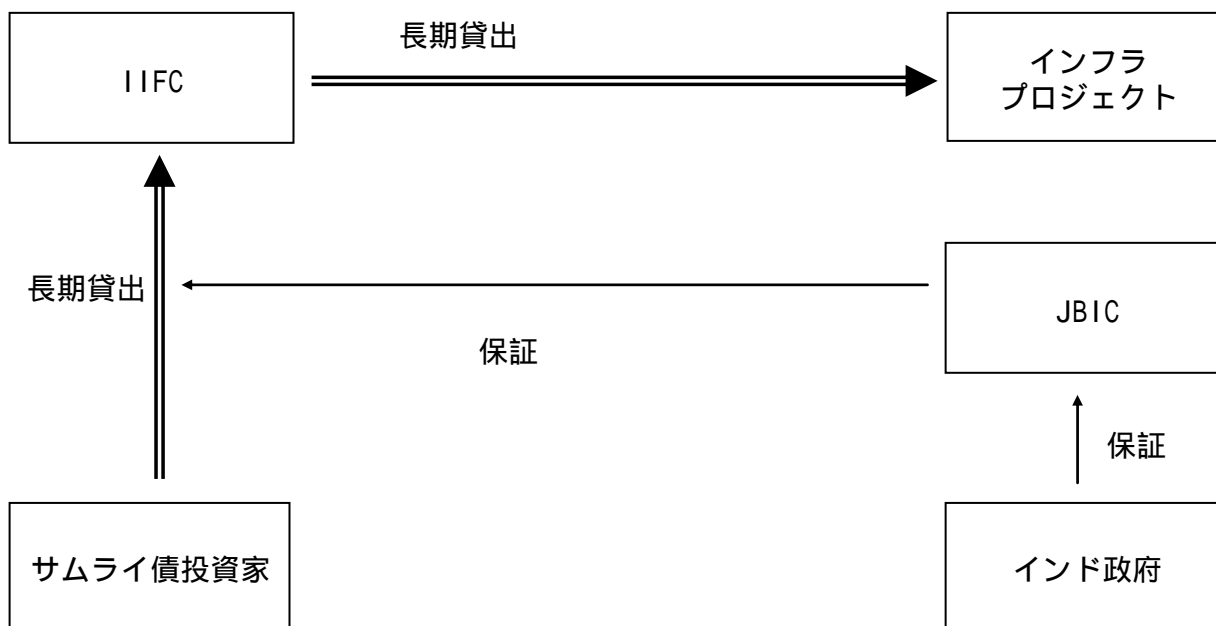
D 国際債券市場における IIFC によるインド政府保証債



E. 日本の資本市場における JBIC 保証のサムライ債発行

この数年の日本の資本市場における非居住者による円建て債券(サムライ債)の発行は 2002 年の発行件数 25 件、調達額 6,245 億円から順調な伸びを示しており、2005 年は 49 件、総額 17,890 億円に達している。日本国内の社債市場では発行体の信用格付と支払われるクレジットスプレッドの関係が歪になっており、必ずしも Risk-Return の関係が適切な水準になっていない。これに対して、非居住者発行のサムライ債の場合は、International Market における Fair Risk Fair Return の原則に基づき妥当なクレジットスプレッドが支払われている事が多く、これがサムライ債の発行増の一因とも言われている。また、円で調達した資金を発行体が米ドルにスワップする際のドル/円のベースが縮小しているために、スワップ後の米ドルベースでの調達コストが、発行体にとって魅力的に仕上がるマーケット環境にある。こうしたこととも相俟ってサムライ債市場は 90 年代後半の流れであったやや信用力に懸念が残る発行体中心の発行市場から、高格付の発行体も含めた信用力に広がりがある多くの発行体が参加する市場に成長しているのである。IIFC によるサムライ債による資金調達を想定した場合、日本の投資家のインドリスクに対する一般的受け止め方から、10 年を超える長期債の発行については、A. 並びに B. のケースと同様、JBIC の保証が必要となる。ただ、サムライ債による調達を 5 7 年までの中期の資金に限るのであれば、インド政府の保証だけでも起債は可能であろう。

E 日本市場におけるJBIC保証のサムライ債発行



[参考資料]

IL&FS ホームページ

IDFC ホームページ

インド政府ホームページ

財団法人国際金融情報センター(The Japan Center for International Finance)レポート

Financial Express 2005.11.7

Businessworld

(2) 既存プロジェクト証券化(ABS)による債券市場活用

インフラ建設投資には多額の資金調達が必要となり、その投資回収は長期間に亘るのが一般的である。政府投融資により建設されたインフラプロジェクト資金は、完工後も長期間回収できず、固定化を余儀なくされる。

完工後のインフラ設備が生み出す事業収益を証券化し、これを担保に民間資金を調達することができれば、当該インフラ建設に投入されていた政府投融資資金を回収し、新たなインフラ投資を実行することができる。

民間投資家が建設計画段階あるいは建設期間中のインフラプロジェクトへの投資を検討するにあたっては、完工リスクはいうまでもなく、完工後も、将来に亘り、社会基盤として公共性が維持されるか、資金調達主体の信用力に変化を及ぼす事象が発生する可能性の多寡などを慎重に判断しなければならない。また、社会インフラ事業は、公共の利益の観点から本質的にその収益性が低い傾向にある。

政府信用を供与しても、稼働前のインフラプロジェクトへの投資を目的とした民間からの資金調達は、調達コストの上昇・調達期間の短期化、さらに調達金額が限界的となる可能性がある。

これとの比較において、一定の稼働期間を経た社会インフラ事業であれば、民間投資家に対し、その事業性、収益性に関するデータの提供が可能となる。また、その事業継続性、それに伴う将来の収益性を判断することもある程度容易となろう。

具体的には、政府は新たに 100%出資の Special purpose company (以下、SPC) を設立し、この SPC が債券 (以下 SPC 債券) を発行、民間投資家へ販売する。この SPC 債券の発行代わり金をもって、政府は当該インフラプロジェクトに投下された政府資金を回収する。また、この SPC 債券の元利払い資金には、道路・橋・トンネルなど対象公共施設の利用者が支払う利用料が充当される。

政府は、政府が有する料金収受権を証券化した債券 (以下、政府債券) を発行し、SPC がこの政府債券を保有することで、SPC 債券を購入した民間投資家への元利払いが担保される。政府債券を SPC が購入する資金には SPC 債券発行代わり金が充当されるが、換言すれば、政府は SPC 債券を購入した民間投資家の資金を新たに調達したことになり、当該民間資金を別のインフラ投融資に活用することができる。

尚、スキームの組成にあたってはインフラ利用料の SPC 口座への入金管理体制、追加設備投資が必要となった場合の費用負担、また、利用料水準の変更が生じた場合などについての規定が必要となる。

このようなスキームを活用し、既存のインフラプロジェクトの証券化により民間資金が調達された事例のひとつに、香港政府が、九龍地区と香港島間の交通施設「Cross-Harbour Tunnel」など 6 件のインフラ事業を証券化し、これを担保として SPC(Hong Kong Link 2004 Limited)を通じた債券を発行、民間投資家へ販売した事例がある。以下、その事例を紹介する。

「Hong Kong Link 2004 Limited」スキームの概要

【Hong Kong Link 2004 Limited (Issuer)】

香港政府 100%出資により設立された Special purpose company (以下、SPC) で、この SPC が機関投資家、個人投資家向けに SPC 債券 (機関投資家向け:「Note」、個人投資家向け:「Retail Bond」) を発行する。この SPC 債券はインフラ事業にかかる収益 (「Net Toll Revenues」) の受領権を証券化した「Toll Revenue Bond」で担保されている。

【Toll Revenue Bond】

SPC は香港政府が発行した「Toll Revenue Bond」を香港政府より購入し保有することで、対象インフラ事業の「Net Toll Revenues」に等しい金額を受領する権利を有する。尚、当該インフラ事業にかかる将来の主要設備投資(CAPEX)資金は、香港政府が別途調達し、「Net Toll Revenues」の対象外となっている。

【Tolled Facilities】

香港政府が保有する6件の交通インフラ施設で、いずれも開業後相当期間の事業実績を有する。複数の基幹インフラ設備を対象にスキームを組成することで、オペレーションリスクの分散化が図られている。

(単位: Km、HK\$、台/日)

	開業年	距離	通行料	通行量
Aberdeed Tunnel	1982	1.9	5	57,000
Cross-Harbour Tunnel	1972	1.9	8~30	120,000
Lion Rock Tunnel	1967/1978	1.4	8	88,000
Shing Mun Tunnels	1990	2.6	5	53,000
Tseung Kwan O Tunnel	1990	0.9	3	65,000
Lantau Link(Bridge)	1997	4.1	20~80	41,000

【Notes and Retail Bonds】

SPC が発行する機関投資家及び個人投資家を販売ターゲットとした債券 (SPC 債券)。SPC は発行代わり金により、香港政府が発行した「Toll Revenue Bond」を購入し保有する。機関投資家、民間投資家への債券元利払資金には「Net Toll Revenues」が充当される。

Retail Tranche

発行総額: HK\$2,470M

(単位: 年、百万 HK\$、%)

Tranche	期 間	発行額	クーポン(スプレッド)	投資イールド
A	3	880	2.75(45bp)	3.180
B	5	800	3.60(60bp)	4.128
C	7	790	4.28(75bp)	4.803

Institutional Tranche

発行総額: HK\$3,530M

(単位: 年、百万 HK\$、%)

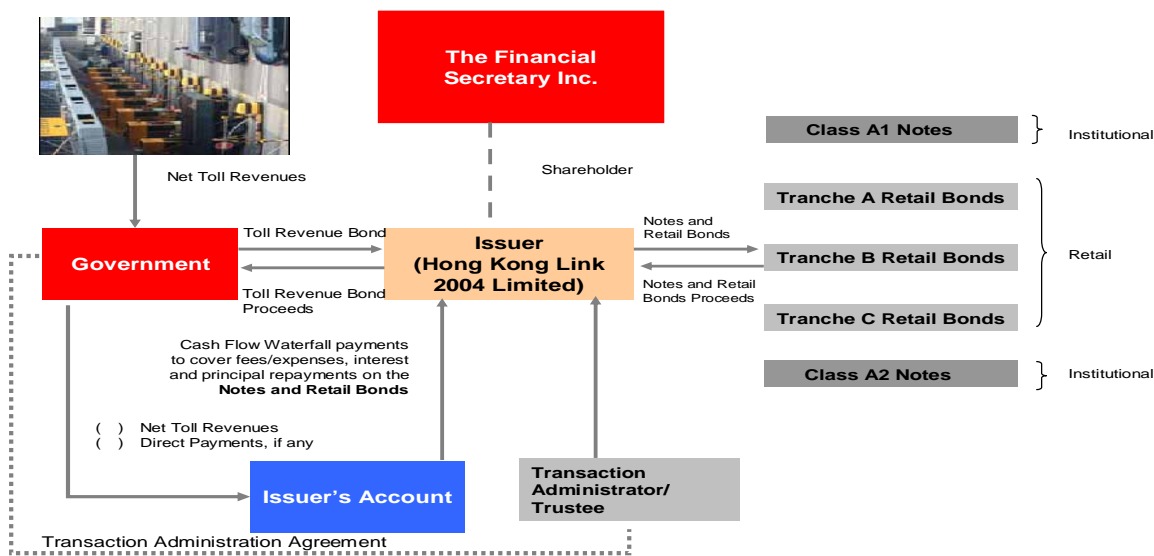
Tranche	期 間	発行額	クーポン(スプレッド)	投資イールド
A1	1	450	1.19(4bp)	NA
A2	12	3,080	3month Hibor + 36bp	NA

(注)クーポン(スプレッド)は推定。A2の償還はアモチ付。6年後にクーポンレートの見直しがなされる。同時に発行体(SPC)にコール権が発生し、6年目以降、最終償還期限前に期中償還できる。想定アベレージライフは3.4年とされている。

機関投資家、個人投資家からの購入応募総額はそれぞれの発行予定額を大きく上回り、販売状況は極めて好調であったといわれている。Institutional Tranche A1のプレースメントは中央銀行32%、市中銀行17%、年金ファンド・保険会社17%、同A2は市中銀行90%となった模様である。

尚、本スキームはアジアにおける初の交通施設の証券化案件であるとともに、香港で最大規模の証券化案件となった。

インドにおいても、上述のような良質の既存プロジェクトを証券化することで、他のプロジェクトへの資金の転貸を検討することができると思う。



[参考資料]

IFR1531号、同1532号

Hong Kong Link 2004 Limited Web(www.hklink2004.com.hk)

(3) 既存プロジェクトファイナンス返済のためのコーポレートボンド発行による債券市場活用

プロジェクトファイナンスとは、「特定のプロジェクトに対するファイナンスであって、そのファイナンスの利払いおよび返済の原資として当該プロジェクトから生み出されるキャッシュフローに限定し、またそのファイナンスの担保をもっぱら当該プロジェクトの資産に依拠して行う金融手法」とであると解される。

また、「プロジェクトファイナンスの機能としては、プロジェクトのみをスポンサーからSPCとして切り離すことにより、すべての権利関係をSPCと当事者間の個別の契約において規定することにより、関係当事者間のリスクの合理的な分配を行うことが可能となることを指摘できる」とされる。

このため、銀行などの債権者は「ノンリコースないしリミテッドリコース・ローンを行う高度のリスクを負う反面で、全資産担保などプロジェクト資産を把握することが必要とされることで、合理的なリスク配分がなされる」と説明される⁶。

完工前からのプロジェクトリスクを負う場合には、完工するか否かのリスク相当分だけ借入金利は高くなるが、完工後一定の稼働期間を経た社会インフラ事業の場合には、その事業性、収益性に関するデータの提供が可能となる。また、その事業継続性、それに伴う将来の収益性を判断することもある程度容易となることから、借換により当初借入時の高い借入金利を軽減化することができる場合もある。

一般に、プロジェクトローンの借換は、再度(当初より安い金利の)プロジェクトローンにより行われるが、

⁶ファイナンス法大全

タイにおいては、借換えのために、コーポレートボンドを発行するケースもある。

ただし、コーポレートボンドによる借換が可能なケースは、プロジェクトの生産物が電力で売買契約の相手方が電力会社などのソブリンリスクと見做すことができるよう契約がなされている特殊な場合に当てはまるものである。

また、コーポレートボンドの発行期間、返済方法は、プロジェクトの収支見込に応じ、トランシェを分けるなどの工夫ができよう。

インドにおけるプロジェクトファイナンスでも、タイの事例にあるような形で完工後順調なプロジェクトでソブリンリスクと見做すことができる案件があれば、コーポレートボンド発行により借換できる可能性がある。これにより、投資家層の拡大、インフラ資金の金利軽減をすると同時に債券市場活性化が可能となる。

第4章 日本の協力方法の検討

インドの社債市場を俯瞰するとまず発行残高が対 GDP 比で極端に低い、次にセカンダリーマーケットについては売買の都度印紙税が発生し、また決済システムが未整備であると言った問題も残っている。市場参加者の観点からは生保・ミューチュアルファンドが社債で運用をするに当たっては金額に制限が設けられているなど運用商品としても使い勝手がよくない。こうした債券市場の現状を前提とする限り今後予想される、インフラ投資のための資金を供給する機能を社債市場に期待することは難しい。

既往の間接金融中心の金融体系において、銀行は預金の受入と貸出と言う古典的手法に集中することで金融の仲介機能は回ってきた。しかしインドの経済成長、製造業の成長に伴って製造業からの資金需要が増大しており、銀行の与信/預金比率は1998年の49.9%を底に2005年には68.1%まで上昇しており、将来的に銀行貸出が逼迫してくる可能性がある。

インフラ投資のための長期性資金を国内の債券市場に求めることは自然なことであり、インドの金融の有識者の間でも生保、年金基金、個人の資金を社債市場に呼び込むことに向けた努力が始まっている。特に、決済制度の近代化、Default 時の債券保有者の権利保護の観点から Trustee のシステム、債権回収のためのシステム整備が課題として認識されている。

一方、日本がインフラ整備資金供給のために何ができるかと言う観点から民間銀行、JBIC・NEXI といった政府系金融機関、仲介業者としての証券会社について見ていきたい。

1. 民間銀行 IIFC向け長期貸出

日本の大手民間銀行並びに主要地方銀行は長かった不良債権処理をほぼ完了し、資産の積み上げが可能な環境になっている。特にこれまで縮小してきた海外向け資産については積極的に積み上げを行っている。インドについては経済成長が著しいものの、これまで邦銀が大きな融資案件に関与することが少なかったため、今後、邦銀からの融資が大きく伸びる可能性がある⁷。日印租税条約では日本から直接銀行が貸出を行った場合、利子に対して10%の源泉徴収が発生するが、今後予想される邦銀による IIFC 向け貸出を展望した場合、源泉税率を0%に引き下げることが不可欠と思われる。また、インドに支店を有する邦銀が在インドの支店から IIFC 向け貸出を行う場合は、現地での Single Exposure / Group Exposure Limit 規制に従うことになるが、IIFC の設立趣旨、インフラ案件では一件当たり資金需要が巨額となること等に鑑みて、少なくとも同社向けの貸出については前述の所謂大口貸出規制を緩和すると言った措置が望まれる。

2. JBIC並びにNEXIによる支払保証提供

JBIC 並びに NEXI といった政府系金融機関には民間銀行の補完機能を期待するとの観点から、民間銀行では取り難いインドの長期のリスクを緩和するために保証を供与することが望まれる。特に IIFC が長期の資金調達をするに当たり、両者が本邦民間銀行では取り難い長期のインドのソプリンリスクを負担し、IIFC に対する5-7年を超える貸出について保証を提供するのであれば、民間銀行はインドのインフラ事業向け貸出に対して積極的な取り組みが可能となろう。

同様な取り組みは IIFC が日本の資本市場で円建ての債券を発行する局面でも可能であろう。特に10年と言った長期の債券発行を考える場合は、日本の一般的な投資家行動を前提とする限り、JBIC、NEXI の信用補完の有無が発行の成否を大きく左右する要素となろう。

⁷ 2006年2月発行のインド輸銀のサムライ債は発行額の三分の一程度を日本国内の銀行が購入した模様。

3. 仲介業者としての証券会社

IIFC がインド政府の保証付きで資本市場において資金調達をする事を想定した場合、債券の引受・販売と言った仲介機能を果たす証券会社についても言及しておきたい。「具体的商品案」で提示しているように、ユーロ、グローバルと言った国際資本市場で債券発行を想定した場合、10年を超える満期であっても相応の発行条件であれば十分投資家の関心を集めることができる。これはこうした国際的な市場では格付によって指標化されたクレジットに対して、支払われるべきクレジットスプレッドの水準がかなり明確で、この基準に則った発行条件であれば、投資家からはある程度受け入れられる環境にある。

他方、日本においては多くの投資家にとって、債券が「投資適格」であるか否かの判断基準は必ずしも投資家が取るリスクに対して、妥当なリターンが確保されているかということではない。日本においては BBB の格付を取得しているか否かが大きな要素を占めており、インド政府保証で IIFC がサムライ債を発行する場合、投資家に広く受け入れられる期限は 7 年までと推測される。他方、日本の発行体は BBB 格を取得していれば国際市場ではまず達成不可能な低利の調達が可能であるが、BBB 格を失うと債券市場からの調達は困難となる。こうした日本の債券市場に見られる歪みは、近時発行が増加しているサムライ債の状況によってもある程度修正が進む事が予想される。

仲介業者としての証券会社に対しては、日本の投資家の間に、BBB 格未満の発行体による発行であっても信用力を反映したクレジットスプレッドが支払われるのであれば、当該債券の購入を検討する素地を醸成することが期待される。発行体と緊密な連繋を取りつつ、ロードショーといった機会を設け、投資家に対してきめ細かく会社概要を説明するといった努力が必要と思われる。

4. まとめ

インドの債券市場、特に民間債券市場の規模は現在極めて小さいが、今後インフラ関連資金を含む長期資金を民間から調達するためには、債券市場の活性化が不可欠といえよう。

本レポートで紹介した通り、アジア各国においては国際機関や日本の政府系金融機関の協力を得て、自国の債券市場活性化を図ってきている。

インドにおいては、段階的に債券市場制度を整備し、民間金融機関も投融資できる案件の積極的組成を通じて投資家層の拡大に努めることが、今後の債券市場活性化のために最も重要であると考えられる。

まずは、本レポートで紹介した国際機関による、または国際機関の信用補完のある債券の発行等により、着実に発行体、投資家の啓蒙を行うことから開始すべきではないだろうか。適切な商品であれば、インド輸出入銀行のサムライ債発行の成功が示すように、日本の投資家の受け入れる素地は大きいと考える。

以上

APPENDIX

プロポーザル インド輸出入銀行のサムライ債（みずほ証券コメント）

*みずほ証券はサムライ債を通じて、本邦機関投資家の資金をインドに流せないか検討を重ね、2004年10月にはニューヨーク証券取引所上場のICICI銀行の「Non-Deal Roadshow」*を東京で主催した。一方で、ソブリン銘柄からインド投資を再開したいという投資家の意向もあり、インド輸出入銀行の「Non-Deal Roadshow」を2005年8月に開催した。

その後、リサーチレポートでインドについて言及するなどして本邦投資家の啓蒙活動に勤め、半年後、満を持した形で同行初のサムライ債の主幹事を勤めることとなる。

*特定の案件を想定せずに本邦で投資家向け説明会を開催すること

2月7日の投資家向け説明会にはインド大使館からトリパティ大使、タクール公使（経済・商務担当）にも列席賜り、インド経済の好調さを本邦の機関投資家に十分説明することができた。

7日の投資家説明会後の懇親会でゲストスピーチを賜った元財務省財務官の榊原英資慶応義塾大学教授は「インド株投信にはやや過熱感が感じられる中、インド輸銀のサムライ債を含めて日本の投資家がインドへのさまざまな投資機会を持つことは意義深い」と語った。

プロポーザル - (ADB コメント)

ADB Issues Indian Rupee Bonds

MANILA, PHILIPPINES (27 February 2004) - The Asian Development Bank (ADB) issued today its debut Indian rupee (INR) bonds in the domestic capital market of India. The issue has a principal amount of INR 5 billion and a bullet maturity of 10 years. The lead arrangers of the issue were HSBC and ICICI Securities, with Bank of India and Union Bank of India participating in the syndicate as co-arrangers.

Priced at par, ADB's rupee bonds carry a semiannual coupon of 5.4% per annum to yield 17 basis points over the 7.37% Indian G-Sec due April 2014. Before launching the issue, ADB and the lead arrangers conducted an extensive road show to present the deal to key institutional investors in Mumbai, New Delhi, and Kolkata.

Offered through a bookbuilding process, the issue generated strong demand with total bids amounting to over INR10 billion or double the issue amount. The issue achieved a broad distribution with up to 60% of the bonds placed with banks, 21% with insurance companies, and 19% with mutual funds. The bonds will be listed on the National Stock Exchange.

ADB's rupee bond issue represents many firsts in the Indian capital market: first issue by a foreign entity, first supranational issue, and first issue rated triple-A by Fitch, Moody's and Standard & Poors. Just as importantly, the issue also marks the first time that ADB has tapped the domestic bond market of a developing member country. ADB Vice President Liqun Jin said, "This pioneering transaction will enable ADB to accomplish a key developmental goal. ADB will be able to offer private sector borrowers in Indian rupee loans for projects in need of long-term local currency financing. These rupee loans provide the most effective protection against exchange rate risk, particularly as most ADB-financed projects generate revenues in local currency. In 2003, ADB's local currency lending in India totalled about INR 5 billion for 3 private sectors projects in priority sectors such as infrastructure, health care, and housing finance".

The bond issue underscores ADB's confidence in the Indian capital market. This, together with the new

standards created through this issue in respect of regulatory framework, documentation, disclosure, clearing and settlement, and pricing benchmark, will facilitate issuance by other foreign borrowers. In addition, the issue would help enhance liquidity in the domestic swap market, particularly as ADB plans to undertake interest rate swap transaction for asset and liability management purposes.

Thierry de Longuemar, ADB Treasurer, said "The issue is the first step in ADB's strategy to tap the domestic bond markets of its developing member countries. ADB will consider issuing other local currency bonds particularly in those developing member countries where the bond markets are sufficiently developed and suitable projects with local currency financing needs can be identified.

プロポーザル - (JBIC コメント)

- 1) 国際協力銀行は、8月30日、バンコクにおいて、日本政府保証によるパーツ建て固定利付債券の調印を行いました。
- 2) 本パーツ建て債券の発行は、日本政府が ASEAN+3(日中韓)の枠組の中で推進しているアジア債券市場育成イニシアティブ(Asian Bond Markets Initiative: ABMI)を踏まえたものであり本邦発行として、同構想に沿った初のアジア通貨建てでの債券の発行となります。タイ市場における非居住者の債券の発行について、タイ政府は、ABMIを踏まえ、昨年5月に外国政府及び外国政府系金融機関の債券の発行が個別認可により可能となるガイドラインを示しました。これを受け、当行は、タイ側と密接に協議を重ねてきた結果、本年7月にパーツ建て債券の発行につき認可を取得し、準備を進めてきましたが、市場環境を踏まえ、このタイミングでの債券の発行を行ったものです。なお、本債券の発行は、ABMIに沿ったアジア通貨建て債券の発行において、外国政府及び外国政府機関としては、第1号となります。
- 3) 本債券の発行により調達したパーツ資金は、バンコクにおける日本の金融機関(みずほコーポレート銀行、東京三菱銀行、三井住友銀行)の支店を通じ、タイにおいて事業を行なっている日本企業に対し、設備投資及び長期運転資金をパーツ建てで供与するものです。ASEAN諸国の中でも製造業の集積が進み、生産拠点としての存在感を高めているタイにおいて、日本企業は、日=タイのFTA合意や日=ASEANの包括的経済連携協定の進捗も踏まえ、グローバルな事業展開のための戦略拠点として改めて投資を活発化しているところであり、為替リスクのない現地通貨での融資が可能となることにより、現地日系企業の幅広い資金ニーズに対応していけると期待されています。
- 4) 当行は、アジア通貨建て債券の発行により ABMI の枠組みの中で ASEAN 諸国及び中・韓の債券市場育成を支援すること、さらには、調達した現地通貨の融資により、多様化している日本企業の資金ニーズに柔軟に対応することを重要な課題の一つと捉えており、今後もそうした資金ニーズや関係各国当局等との協議を踏まえ、アジア通貨建て債券発行及び現地通貨建て融資に対する取組みを積極的に進めていく方針です。

プロポーザル2 追加 (ADB コメント)

ADB Prices 1 Billion Yuan Panda Bonds in China

MANILA, PHILIPPINES (13 October 2005) - ADB today priced its debut renminbi-denominated bonds ("Panda") in the domestic capital market of the People's Republic of China (PRC). The issue has a principal amount of RMB 1 billion and a bullet maturity of 10 years.

"ADB would like to thank the PRC Government for its extensive support in making this market-opening transaction possible," ADB Treasurer Mikio Kashiwagi says. "ADB is particularly pleased to have been given the opportunity to be the first foreign issuer, together with International Finance Corporation, in PRC's bond market. We hope this pioneering transaction will contribute to the further development of PRC's bond market."

Priced at par, the Panda bonds carry an annual coupon of 3.34% per annum and have a maturity date

of 14 October 2015. Prior to pricing, ADB and the sole lead manager, Bank of China International (BOCI) Ltd, conducted roadshows in Beijing and Shanghai to present the deal to over 100 institutional investors.

Offered through a book-building process with a price guidance of 3.30% to 3.39%, the issue generated strong demand with total bids amounting to almost RMB3 billion or three times the issue amount.

The issue achieved a broad distribution with up to 39% of the bonds placed with domestic banks, 31% with foreign banks, 15% with insurance companies, and 15% with other investor types such as fund management companies, credit cooperatives, and social security funds. The bonds will be traded in the interbank market with clearing and settlement through The China Government Securities Depository Trust & Clearing Co., Ltd.

"We are pleased to be able to successfully price ADB's inaugural Panda bond issue," says Mr. Kashiwagi. "The strength of the order book allows ADB to price the issue at the tighter end of the price guidance. The tight pricing reflects investors' understanding of ADB's high quality credit and the diversification opportunity offered by this pioneering transaction."

ADB will use the proceeds of the Panda bonds to fund its development projects in PRC. The objective is to help reduce currency mismatches for borrowers that have no foreign exchange earnings. After India and the Philippines, PRC is the third country where ADB plans to undertake local currency financing.

The issuance represents another milestone in ADB's quest to develop the region's bond markets. Since early 2004, ADB has completed three other market-opening transactions in the region's local currency bond markets, including India, Malaysia, and Thailand.

With these landmark issues, ADB continues its role as a pioneer in regional bond markets, providing local and international investors with the highest quality debt securities supported with best practice issue standards and role model disclosure and documentation. ADB's other market-opening transactions in the region include a Samurai bond issue in Japan 1970, an Arirang bond issue in the Republic of Korea in 1995, and a New Taiwan Dollar issue in Taipei, China in 1995.

The issuance of Panda bonds will have important development impact on the PRC's bond market. One of the key benefits involves the promotion of more diversity in bond issuers, a key element in product innovation. As an issuer with AAA credit ratings, ADB, through its Panda bonds, will offer domestic investors in the PRC an excellent opportunity to add new debt securities of the highest quality to their bond portfolio. At 10 years, the bonds will also respond to the need of institutional investors such as pension funds and insurance companies for longer maturity assets to better match their long-dated liabilities.

"The Panda bonds will represent a step toward adopting best international standards particularly in documentation, disclosure, and deal management," Mr. Kashiwagi adds.

The Offering Circular for the Panda bonds follows ADB's standard information memorandum, which complies with the disclosure requirements of all the markets that ADB has issued bonds, including EU countries, Japan, and the United States. It provides domestic market participants with a model for high quality and transparent disclosure documents.

ADB issued the Panda bonds using a bookbuilding process and sole bookrunner to ensure a market clearing price as well as uniform pricing to all investors. The transaction documents will also facilitate future bond issuance by other foreign borrowers.

Another benefit is that the Panda bonds will have a strong signaling effect to the international community. ADB's Panda bonds will represent the readiness of PRC's bond market infrastructure for participation by international institutions, particularly with respect to the depth of investor base, capabilities of market intermediaries, transparency and liquidity of risk free benchmark yield curve, and efficiency of depository, clearing, and settlement system.

プロポーザル - (JBIC コメント)

1. 国際協力銀行は、三菱商事といすゞ自動車のタイの合弁現地法人である Tri Petch Isuzu Sales Co., Ltd (「TIS」、本社:バンコク)が発行するパーツ建社債に対する保証契約に調印した。本保証は、TISが発行する35億パーツ(約100億円)の社債を親会社である三菱商事が保証するものに対して、当行が再保証を供与するもの。本社債発行により得られた資金は、現地でのいすゞブランドのピックアップ・トラックの製造・販売に必要な長期資金に充てられる。なお、本件はTISとしてタイの資本市場での初めての社債発行になる。
2. アジア各国に進出している日系現地企業は、為替リスク回避の観点から事業資金を現地通貨建てで調達する必要があるところ、こうした国々の多くでは、債券市場が未発達であるためにこれまで債券発行が困難な状況であり、資金調達手段が限られている。こうした中、比較的債券市場が発達しているタイにおいても、現状、信用力の高い日本企業であっても現地債券市場における知名度は必ずしも高くないため、円滑な債券発行のためには日本の政府系金融機関である当行の補完が求められている。当行としては、こうした日本企業のニーズを踏まえ、当行の保証機能を活用して日系企業の現地市場での円滑な債券発行を支援するもの。
3. 2002年12月に日本政府はアジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)を提唱し、現在、ASEANと日・中・韓の政府当局間で協議が進められている。ABMIは、アジア通貨危機の再発防止策として、高い貯蓄率を有するアジア域内の資金を域内の投資に振り向けるために、アジア各国の債券市場の育成・活性化を図るための方策について議論が進められている。今般、当行は、ABMI推進の一環として、現地日系企業が発行する現地通貨建て社債に対する保証制度(別紙スキーム図)を新たに創設し、本件がその適用第1号案件となる。

プロポーザル - (NEXI コメント)

独立行政法人日本貿易保険は、アジア進出日系企業の発行する現地通貨建て社債に対し、いすゞ自動車タイ現地法人発行のパーツ建て社債について海外事業資金貸付(保証債務)保険を付保することを決定しました。

現在、アジア進出日系企業の資金調達は、多くの場合、本邦親会社の保証による金融機関からのローンや、親会社からの送金に依存している状況にあります。こうした中、アジア進出日系企業にとって、債券発行という手段が確立されれば資金調達手段の多様化が実現し、その結果、銀行資金の流動性が低下しても資金調達することが可能となります。また、現地通貨での中長期資金調達を可能とすることにより、為替リスクを排除し、経営の安定に寄与します。

独立行政法人日本貿易保険が、アジア進出日系企業の債券発行に対して付保を行うことにより、これら日系企業の資金調達を容易にするとともに域内投資も活性化され、ひいては現在検討が進められているアジア債券市場育成の一助となるものと考えています。

1. いすゞ自動車は、タイにおける1トン・ピックアップ・トラック市場で40%近くのシェアを有しており、2003年より1トン・ピックアップ・トラックの製造をタイに集約し、輸出拠点としても拡

充していく計画です。タイ法人である ISUZU (Thailand) Co., Ltd. は、現在タイで生産している 1 トン・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ためにタイ国内投資家を対象に 10 億バーツ（約 27 億円）の現地通貨建債券を発行します。

2. みずほコーポレート銀行が当該現地通貨建債券に対して保証を行うことに伴い、同行が負担する保証債務について、独立行政法人日本貿易保険はみずほコーポレート銀行を保険契約者・被保険者として海外事業資金貸付（保証債務）保険の引受を決定しました。

プロポーザル - (JBIC コメント)

1) 国際協力銀行は、フィリピン国営石油会社エネルギー開発公社 (Philippine National Oil Company - Energy Development Corporation、略称：PNOC-EDC) が同国の地熱開発プロジェクト等に必要な資金の調達のため発行した総額 220 億円、期間 10 年の円建て私募債を対象とする保証供与を決定し、関連諸契約につきフィリピン政府および PNOC-EDC との間で、東京にて調印した。本債券は、フィリピン政府が元本および全期間にかかる利息につき保証すると共に、本行が元本および後半 5 年間ににかかる利息につき保証する。

2) PNOC-EDC は地熱および他の非石油エネルギー資源開発事業を行っており、本債券により調達した資金は、PNOC-EDC がレイテ島、ミンダナオ島等で実施する地熱開発プロジェクトの地熱回収能力強化、環境対策等に充てられる予定。

3) 本保証は、昨年、我が国政府が新宮澤構想の第 2 ステージとして発表したアジアの民間資金活用構想に基づき供与されるもので、国際協力銀行発足時に機能として加えられた公債保証の適用第 1 号案件である。本行がかかる保証を供与することは、PNOC-EDC の国際金融・資本市場からの資金調達を支援するものであり、我が国からフィリピンへの長期民間資金の還流を促進し、東京市場をより一層活性化するものと期待されるものである。また、本プロジェクトは、国際機関および本行の支援の下、電力部門の構造改革を実施している同国に対して、国内エネルギー利用の多様化を支援する意義を有する。

プロポーザル - (NEXI コメント)

独立行政法人日本貿易保険は、期間 10 年、総額 500 億円のフィリピン共和国政府発行の円建て私募債に対して、元金及び利息の 97.5% を限度として、海外事業資金貸付保険を付保することを決定致しました。債券発行によって調達される資金は、フィリピン国内の道路等産業基盤の整備事業に充てられます。米国テロ事件以降新興市場国への投資が冷え込む中、日本貿易保険がフィリピンの政治リスクとフィリピン政府の信用リスクをカバーすることで、本邦の民間資金を環流させることが可能となりました。また、フィリピンにとっては、現在のフィリピンのサムライ債の流通価格に比較して 3% 程度の資金調達コスト削減が可能となっています。この資金によってフィリピン国内の産業基盤が整備され、日・比両国の貿易・投資が今後さらに促進することが期待されます。

本件は、1998 年 12 月のマレーシア政府向け、1999 年 4 月のタイ石油公社向けに続き、債券発行に対して海外事業資金貸付保険を付保する 3 件目の案件です。また、日本貿易保険としては初の案件です。