

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。

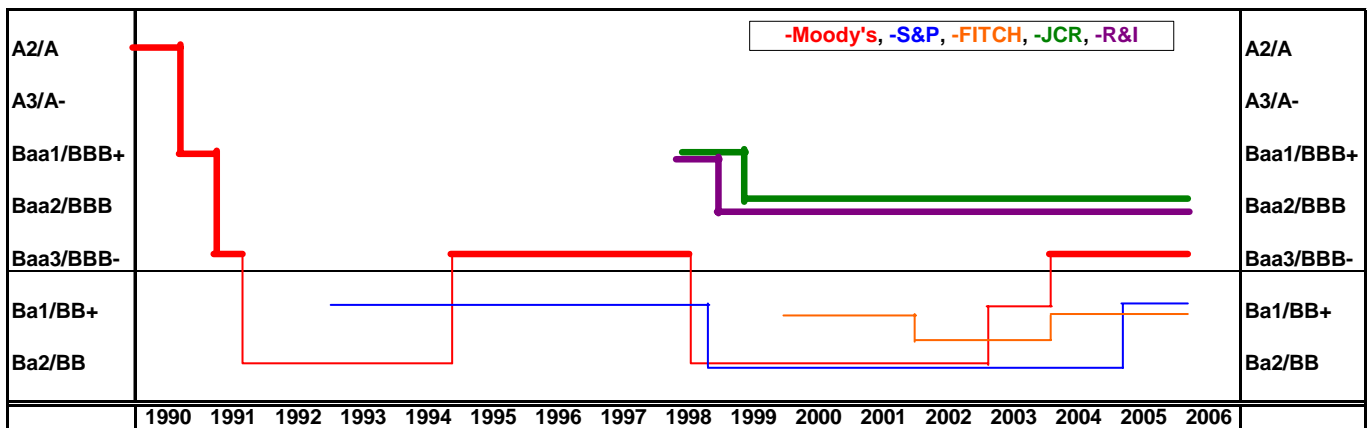
【表 9】外債発行一覧(除くサムライ債)

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

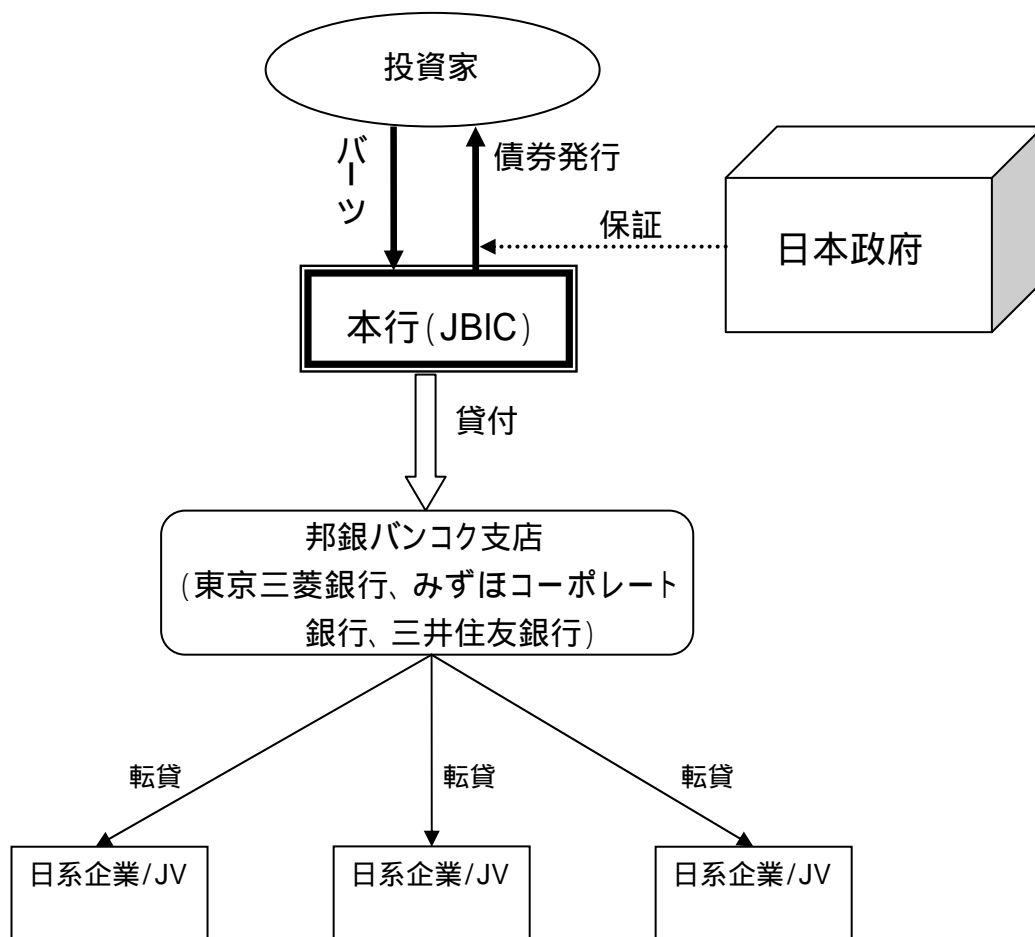
発行額 : 30億パーツ(約80億円)
市場 : タイ市場
期間 : 5年(2010年9月7日期限一括償還)
表面金利 : 4.78%
発行価格 : 100%
保証 : 日本国政府
上場 : タイ債券取引所
引受(幹事)団: シティコープ・セキュリティーズ、サイアム・コマーシャル・バンク(主幹事)、
キャピタル・ノムラ・セキュリティーズ、TISCO・セキュリティーズ(副幹事)

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が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)

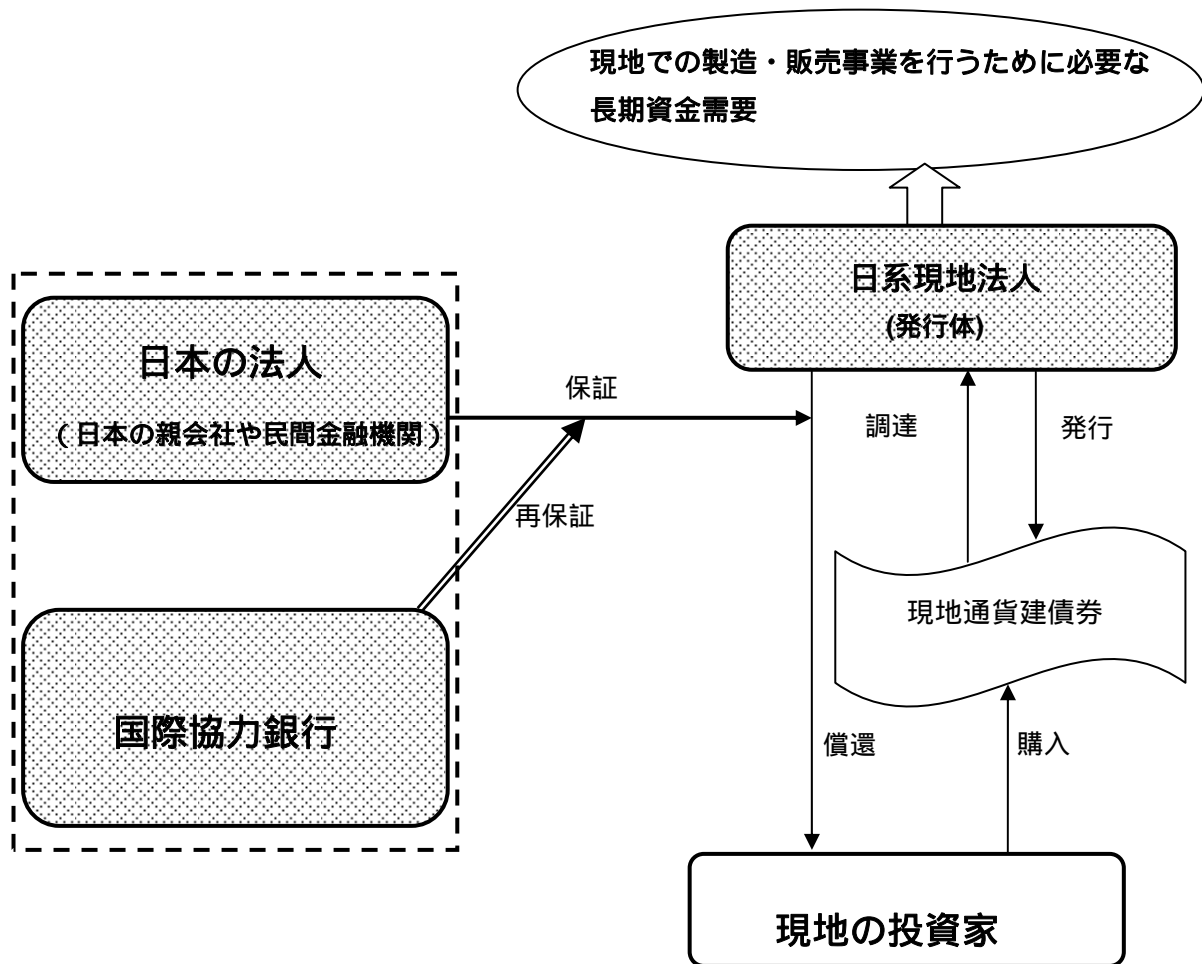
A. 案件概要

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)

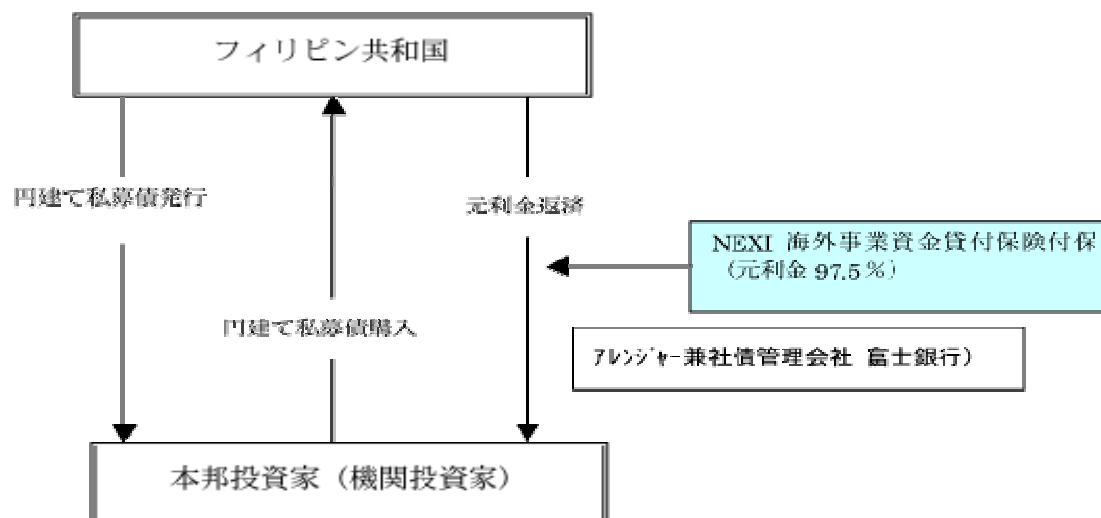
債券の発行条件

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。

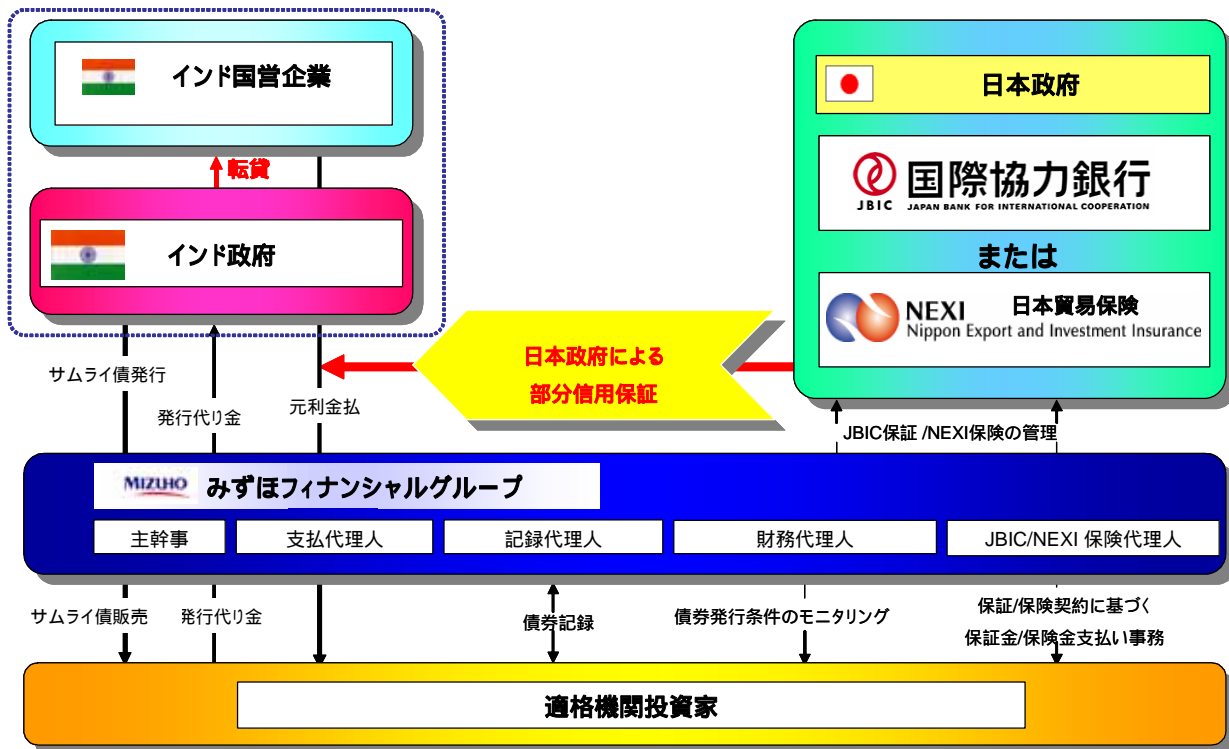
また、債券発行によって調達される資金は、フィリピン国内の道路等産業基盤の整備事業に充てられます。

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。

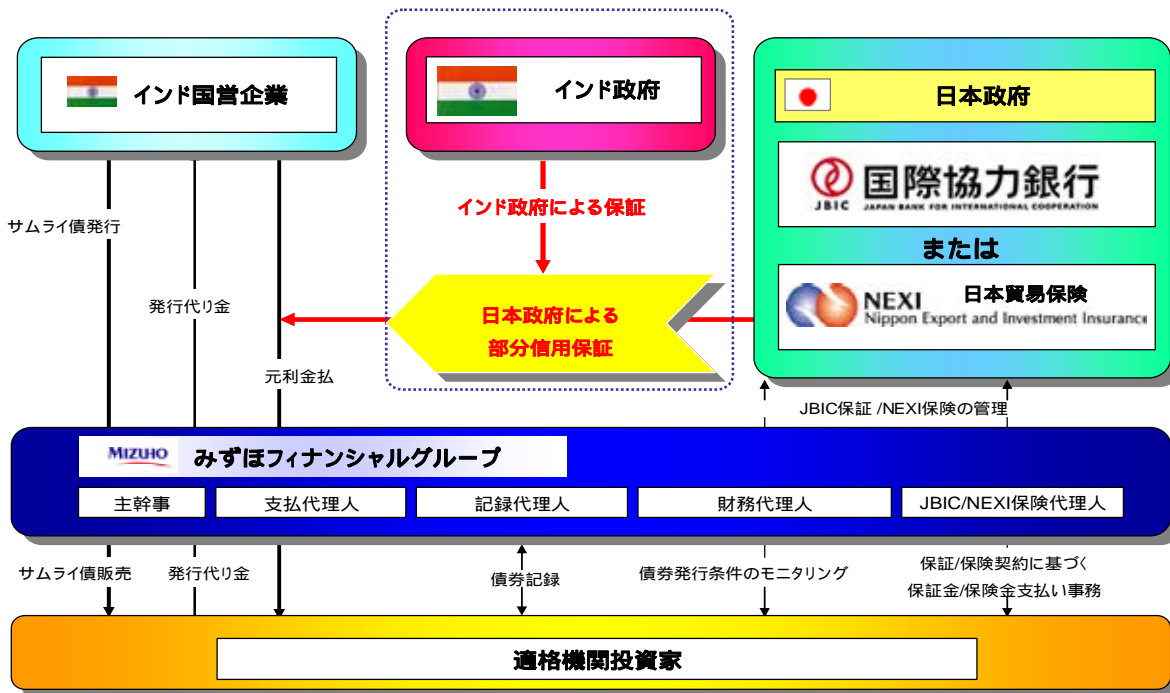
(1) 国自身が長期債の発行体となり、長期資金を必要する機関に転貸するケース

【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ができるものと考えられる。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）