

第18章 資金調達

1. インドでの資金調達

(1) 資金調達方法

インドでの資金調達方法を大別すると、①現地での銀行借入、②インド国外からの銀行や企業からの借入（対外商業借入、External Commercial Borrowing：ECB）、③社債発行、④株式発行の4種類となる。図表 18-1 は、4種類の資金調達方法について、資金提供者、調達通貨、為替リスクや金利コストの相対比較、資金使途の制約の有無を表したものである。特に②ECB ローンの場合は、資金使途、平均借入期間、借入可能業種などの制約がある点には留意が必要である。

図表 18-1 インドでの主な資金調達方法

	現地銀行借入	対外商業借入 (ECBローン)	社債	増資 (株式)
主な資金提供者	現地銀行	日本の親会社 インド国外の銀行	日本の親会社 インド国外の 投資家	日本の親会社 現地合弁会社 不特定多数の投資家
主な調達通貨	インド・ルピー	米ドル 日本円	インド・ルピー	インド・ルピー
為替リスク	小	大	小	小
金利コスト	高	低	高	低
資金使途の制約	特になし	設備資金 運転資金	特になし	特になし

(出所) 現地ヒアリングをもとに作成

(2) ヒアリングに基づく現状 (2022年8月)

進出日系企業（中堅規模）の資金調達の手段としては、親会社からの出資（増資など）や借入が多い。出資の大半が普通株による増資だが、一部には配当権なしの優先株もある。また、対外商業借入（ECB ローン）は払込資本金及び内部留保（外貨建てで受取った株式プレミアムを含む）（paid-up capital and free reserves including the share premium received in foreign currency）に応じて借入額の上限が決められているため（Debt Equity Ratio の上限は、2018年のECB規制の変更により4倍から7倍に緩和された）、ECB ローンで新たに資金調達することが難しい場合には、転換社債の発行を利用するケースもあるようである。

現地企業へのヒアリングによると、日系企業もその進出形態によって資金調達方法を使い分けしている。初期投資や設備資金については、ECB ローンを借入して邦銀やJBIC などから長期で調達しているケースが多い。一方、短期の運転資金については、現地銀行から借り入れるケースもあるようである。地場企業とJVを組んでいる場合は、JV企業の信用力が活かせるため、現地での銀行借入も有力な資金調達の選択肢となっている。

運転資金目的の場合は、例えば仕入から製品売上までの時間的なギャップを埋めるために 1~3 ヶ月程度の借入で回していく手元資金としての性格が強く、為替リスクはあるもののルピー建てで借りるケースが多い。為替ヘッジは可能だが、ルピーの信用力が低いために 1 年以上の市場の流動性が乏しく、1 年未満で行うことが多いようである。

長期リースの場合は、土地など現地の担保評価が困難なため、親会社の保証や借款契約を以って担保に替えることが多い。

2. 現地での銀行借入

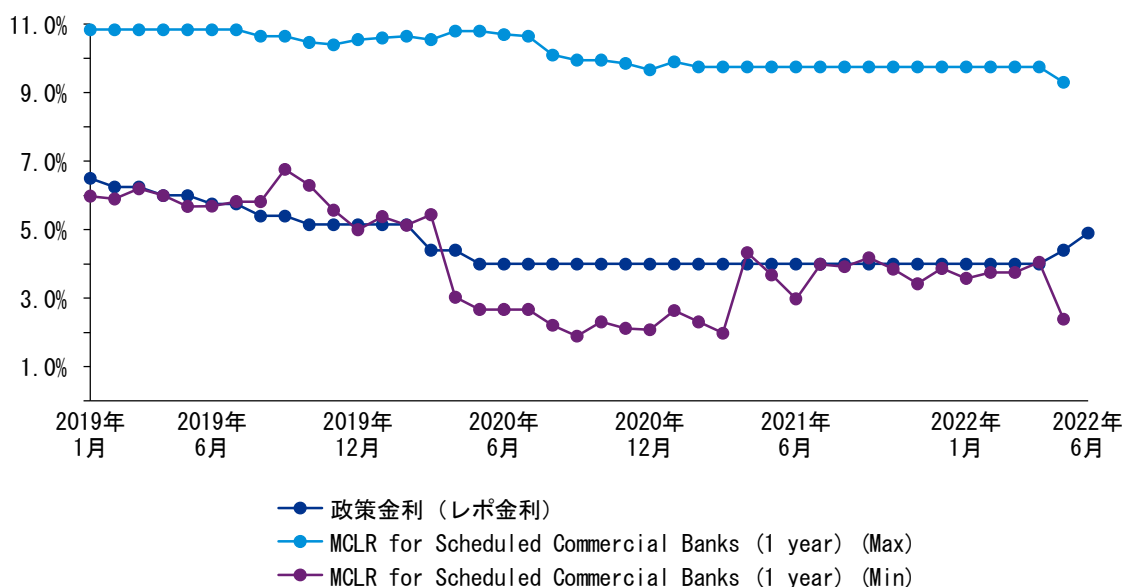
(1) 現地での借入のメリット・デメリット

現地での銀行借入のメリットに、インドの通貨ルピーを機動的に調達しやすいこと、支払利息を損金算入できること、売上の殆どがインド国内で発生する企業では、為替変動による収支計画の変動リスクを抑制できることが挙げられる。一方、日本からの借入と比較すると金利水準が高い点や日本の親会社保証を求められるケースが多い点がデメリットとなっている。

(2) 足下の金利水準

2016 年 4 月、インド準備銀行は、貸出基準金利の計算ガイドラインとして、MCLR (Marginal Cost of Funds based Lending Rate) を定めた。各行はガイドラインで定められた計算式に従い、短期 (翌日、1 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月、1 年) の貸出基準金利を設定している。当時の目的は、政策金利の引き下げにより市中金利を押し下げることにあつたが、銀行側が新規貸し出しのリスクプレミアムを引き上げて貸出金利の引下げを回避したため、意図したほどの効果は出なかったようである。図表 18-2 は政策金利 (レポ金利) と MCLR (1 年物、レンジ) の推移を示す。

図表 18-2 政策金利と貸出基準レートの推移



(出所) インド準備銀行より作成

図表 18-3 は、2022 年 6 月 28 日時点の各行ウェブサイトに掲載されている MCLR を示している。これによると、邦銀 2 行はいずれも地場大手銀行より金利水準が低いことが分かる。ただし、MCLR は時点によって変わる点に留意が必要。また、上に記載した通り、MCLR は必ずしも実際の貸出金利を示していない。現地での邦銀支店へのヒアリングを踏まえると、邦銀の実際の貸出金利が地場銀行より安いとは一概には言えないようである。

図表 18-3 邦銀と地場銀行の貸出基準レート

	邦銀		地場銀行	
	三井住友	三菱 UFJ	SBI	ICICI
実効日	6/1	6/1	6/15	6/27
翌日物	4.25	4.85	7.05	7.3
1 ヶ月	4.25	5.05	7.05	7.3
3 ヶ月	4.65	5.00	7.05	7.35
6 ヶ月	5.00	5.90	7.35	7.5
1 年	5.70	5.85	7.40	7.55
2 年	-	5.35	7.60	-
3 年	-	-	7.70	-

(出所) 各行ウェブサイトの 2022 年 6 月 28 日掲載中の資料より作成

インド準備銀行は、2020 年 3 月の緊急会合にて、新型コロナウイルスのパンデミックの深刻な悪影響がインド経済に及ぶ恐れがあるとして、1 年 1 ヶ月ぶりに利下げ (0.75 ポイント) に転じ、同年 5 月の緊急会合でも連続の利下げ (0.40 ポイント) を行った。ただし、その後は、インド政府は、コロナ禍の経済への悪影響を抑制すべく、経済対策を維持しつつ、金融政策についても緩和的なスタンスを維持する方針とされ、政策金利は、4.0%のまま 2022 年 4 月まで据え置きされた。

2022 年 5 月、消費者物価指数の上昇と世界的なインフレ圧力の強まりを受け、インド準備銀行は政策金利を 0.40 ポイント引き上げることを全会一致で決定した。2022 年 6 月には、世界経済のインフレと成長率の鈍化、ウクライナ情勢にかかる経済制裁、新型コロナウイルス関連のサプライチェーンの混乱などを背景に、景気拡大を支援しつつもインフレ率が目標内に収まるよう緩和策の縮小に焦点を置くとの方針とともに利上げが決定され、続く 2022 年 8 月にも利上げが決定された。3 会合連続での利上げにより、現在の政策金利は 5.40%となっている。

3. 海外からの借入

(1) 対外商業借入 (External Commercial Borrowing : ECB) の概要

ECB には、インド準備銀行の認可が不要な「自動認可ルート」と、同行の事前認可を必要とする「政府認可ルート」がある。規制に定められた要件を満たす範囲の商業借入であれば、「自動認可ルート」に則り、銀行による審査のみで借入できるが、資金使途、金利、借入限度額などが要件から逸脱する場合は、事前にインド準備銀行から承認を得なければならない。

ECB の枠組みは 2019 年 1 月に大幅に改正された。従前は「外貨建て中期」、「外貨建て長期」、「ルピー建て中長期」の 3 つのカテゴリーでガイドラインが構成されていたが、新規制では「外貨建て」と「ルピー建て」の 2 つに統合された。

また、借入対象業種が FDI を受け入れられる全ての業種に開放されたため、これまで制限を受けていた商社、販売会社、販売金融会社も ECB の活用が可能になった。さらに、最低平均借入期間は金額に拘らず 3 年に統一された（例外あり）。返済期間は厳密に計算されているようである。実際、小数点第 2 位で基準を満たしていなかったケースで、インド準備銀行から借入期間の延長を求められたケースもあるようである。資金の用途についてはネガティブ・リストが定められている（図表 18-4）。従来、運転資金や経費性資金、インドルピー建て現地借入の返済を目的とした ECB の利用は、「外国株主」からの借入に限定されていた。しかし、2019 年 7 月の規制緩和では、貸付人の対象が「ECB 規定を満たした貸付人（インドの銀行の外国支店、子会社を除く）」に拡大された。その他、主要な要件を以下に示す。

- 上限金利 : 外貨建ての場合は Libor 6 ヶ月若しくはその他の 6 ヶ月のインターバンクレート+450bps、ルピー建ての場合は同期間のインド国債金利+450bps
- 上限借入金額 : 外貨建て・ルピー建てともに USD750 百万相当
- ヘッジ義務 : インフラ関連企業である場合かつ平均借入期間 5 年未満の場合、70%のヘッジ義務

(2) ECB による資金調達のメリット・デメリット

ECB による資金調達のメリットには、①金利水準の低い通貨で借入することで支払利息を抑制できる、②原材料価格がドル建ての商品市況に連動し、販売価格もドル建てにリンクする場合、ドルの借入とすることで事業計画の安定化を図ることができる、③通貨ルピーが増価した場合には利息や元本の実質的な返済負担が減少する、などがある。

一方、デメリットとしては、①為替変動リスクを負うことになるため、想定以上のルピー安になった場合は為替差損が膨らんでしまう、②ECB で定められた金額を上回る借入を求める場合は、インド準備銀行の事前認可が必要となる、などが挙げられる。

図表 18-4 対外商業借入（ECB）の概要

	外貨建て	ルピー建て
平均借入期間	<ul style="list-style-type: none"> ・3年以上 ・製造業者による5,000万ドル以下の借入の場合は1年以上 ・外国株主からの借入で、用途が運転資金、一般的な事業資金、ルピー建て借入の返済の場合は5年以上 	<ul style="list-style-type: none"> ・左記に同じ
借入の種類	<ul style="list-style-type: none"> ・借入（銀行借入を含む） ・変動・固定利付債、社債、普通社債等 ・3年超のトレードクレジット ・外貨建て転換社債（FCCB） ・外貨建て転換条項付社債（FCEB） ・ファイナンス・リース 	<ul style="list-style-type: none"> ・借入（銀行借入を含む） ・変動・固定利付債、社債、普通社債等 ・3年超のトレードクレジット ・ファイナンス・リース ・海外発行のルピー建て普通社債
借入資格者	<ul style="list-style-type: none"> ・FDIを受けることができる全ての企業 ・ポートトラスト ・特別経済地区（SEZ）入居企業 ・インド中小企業開発銀行（SIDBI） ・輸出入銀行（EXIM Bank） 	<ul style="list-style-type: none"> ・左記の企業 ・マイクロファイナンスに従事する非営利企業、協会・信託・信用組合、非政府組織
貸出資格	<p>金融活動作業部会（FATF）または証券監督者国際機構（IOSCO）の加盟国の居住者</p> <p>※国際的・地域的な金融機関、個人、インドの銀行の海外支店・子会社も可能</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・左記に同じ
上限金利	<ul style="list-style-type: none"> ・6ヵ月LIBOR + 450bps またはその他の6ヵ月物インターバンク金利レート + 450bps 	<ul style="list-style-type: none"> ・同期間のインド国債金利 + 450bps
資金用途	<p>次の用途に使用不可</p> <ul style="list-style-type: none"> ・不動産事業 ・資本市場への投資 ・株式市場への投資 ・前記を目的とする他企業への転貸 	<ul style="list-style-type: none"> ・左記に同じ
借入上限額	<ul style="list-style-type: none"> ・750百万米ドル相当 	<ul style="list-style-type: none"> ・左記に同じ
D/Eレシオ	<ul style="list-style-type: none"> ・海外直接投資者からのECB金額が5百万米ドル超の場合、資本金：ECB=1：7を上限 	<ul style="list-style-type: none"> ・左記に同じ

（出所）JETRO ウェブサイト、インド準備銀行より作成

4. 社債市場での資金調達

(1) 債券発行による資金調達のメリット・デメリット

社債の発行による資金調達には、①インド国外でルピー建ての社債を発行し、日本本社などが引き受ける方法と、②インドの証券取引所に上場する社債を海外投資家向けに発行する方法がある。これらの調達方法に関する管轄は、①がインド準備銀行（ECB 適用あり）で、②はインド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India : SEBI）である。なお、上場にあたっては、SEBI に登録済みの格付機関から外部格付を取得する必要があるが、格付基準の制限はない。また、①②ともに、償還までの期間は 3 年以上でなければならない。

社債発行による資金調達のメリットには、①ルピー建てで発行するので発行体（インドの子会社）は為替リスクを負わないこと、②支払利息の損金算入ができること、③親会社保証がなくても子会社の信用力次第で金利コストを抑えられること、④比較的長期の資金が調達できること、などが挙げられる。

他方、デメリットとしては、①格付取得や発行手続きに時間を要するため、銀行からの借入枠がある場合に比べると機動性に劣ること、②債券市場の環境次第では、借入金利よりも高い金利コスト（クーポン・レート）負担となることなどが挙げられる。

5. 株式上場での資金調達

(1) 株式上場によるメリット・デメリット

株式の上場には、証券取引所が求める上場審査基準を満たす必要がある。例えば上場後の払込済資本金や時価総額、過去 3 年間の利益水準、株式の分布など、各証券取引所はメインボード（主に大企業向け）、SME ボード（新興企業向け）などの株式市場ごとに、それぞれ基準を定めている。

株式上場による資金調達のメリットには、資金調達手段の多様化が挙げられる。また、当該企業が安定的に利益を上げており、流通市場（株式市場）で簿価以上の価格で評価されていれば、日本の親会社は保有株式の売却でキャピタルゲインを得る可能性もある。

他方、デメリットとしては、親会社の議決権比率が低下すること、上場証券取引所のルールに則り財務情報などの適時開示を求められることが管理コストの増加につながるなどが挙げられる。