

特集レポート

インドの地場格付機関 CARE Ratings との共同セミナーを開催

RM 事業部 部長兼国際営業担当部長 塩野 治彦 ・ 社長特別補佐(グローバル戦略・ACRAA 担当) 仲川 聡

株式会社日本格付研究所 (JCR) は、15 年 12 月に、インドを代表する地場格付機関 Credit Analysis & Research Ltd. (CARE Ratings) との間で、戦略的互惠関係を構築しパートナーとして協力するための業務協力協定に調印した^{※1}。これを受け両社は、16 年 3 月にインド・ムンバイにて、第 1 回共同セミナーを開催した。同セミナーでは、「日本とインドを代表する格付機関が協力し、両国の企業による互いの国での資金調達を、格付を通じ支援することで、日本とインドとの経済・金融面でのパートナーシップの強化を図っていききたい」との提携の趣旨説明が両社の代表からなされた。本稿では、今回 CARE Ratings と提携した背景や目的、CARE Ratings の概要を説明した上で、第 1 回共同セミナーの模様について、簡単にご紹介したい。

※1 <http://www.jcr.co.jp/reportqa/pdf/2015122910.pdf> 参照。

1 高成長を続けるインド経済

インドは、南アジアに位置する連邦制共和国で、13 億人弱の人口を有する。一人あたりの GDP は 1,600 ドル強にとどまるものの、経済規模は 2 兆ドルを超える。近年、中間層の台頭による個人消費の拡大などから、内需主導による自律的な経済成長を続けており、15 年度 (4 月～3 月) の実質 GDP 成長率は 7.6% に達した。かつては、消費者物価 (CPI) 上昇率が前年比 10% を上回り、経常収支赤字も GDP 比 5% 近い水準まで拡大していたものの、機動的な金融政策と油価下落の恩恵を受け、マクロ経済の安定性は足元で大きく改善している。

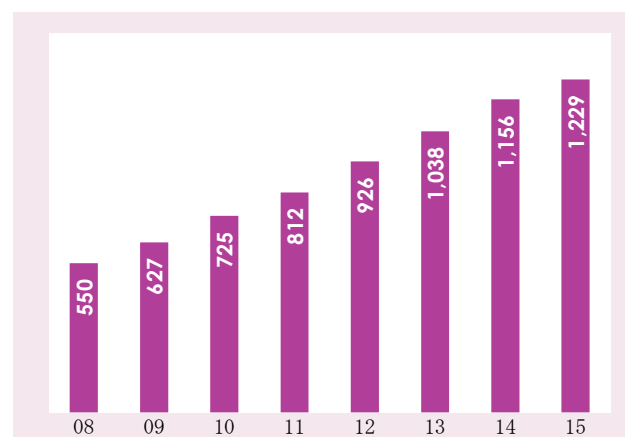
こうした中、14 年に成立したモディ政権は、インフラ整備、製造業の強化、金融・資本市場の透明性向上、対内直接投資 (FDI) の促進、事業環境の改善など、経済システムの近代化に取り組んでいる。インドは、13 億人弱もの人口を有する巨大国家であり、歴史的な経緯もあり既得権益層や官僚主義の色彩も色濃く残り、改革を推し進めることは容易では無い。しかしながら、現政権は、破産法の制定や、全国一律の物品サービス税 (GST) の導入、銀行システムの健全化といった難しい課題にも果敢に取り組んでいる。こうした改革が進捗する中で、経済生産性や社会的活動の品質の向上を通じ、長期にわたる高成長を遂げる可能性も十分あると見られる。

2 日本企業のインドへの関心・進出状況

巨大な人口を擁し高成長を続けるインドには、日本企業も高い関心を寄せている。株式会社国際協力銀行 (JBIC) が日本の製造業企業に対し毎年行っている「海外直接投資アンケート」によると、インドは、「中期的に有望な事業展開先」として 14～15 年度と 2 年連続で第 1 位となった^{※2}。有望な理由としては、「現地マーケットの今後の成長性」を掲げる意見が最も多かった。

このような背景もあり、在インド日本国大使館及びジェトロの調べによると、インド進出日系企業数は、順調に増加を続けており、15 年 10 月時点では

図表 1 インド進出日系企業数



(出所) 在インド日本国大使館

※2 https://www.jbic.go.jp/wp-content/uploads/press_ja/2015/12/45904/Japanese1.pdf

1,229 社に上った^{※3}。但し、経済産業省が毎年行っている「海外事業活動基本調査」によると、日本企業のインドでの現地法人数は、東アジアや東南アジア諸国に比べるとまだ少ない。その理由としては、インフラの未整備などから、日本企業は、東アジア・東南アジアで形成した製造・流通ネットワークにインドを組み入れていないことがあげられよう。現時点でインドに進出している企業は、巨大な人口というインド市場自体が主眼にあると見られる。もっとも、潜在的には、比較的インドの消費傾向に近く、質の良さというより価格面の重視が強い中東・アフリカという第三国市場に対する輸出拠点となる可能性も有すると見られる。そうした潜在性を開花させるためには、インフラを含めた事業環境の改善がカギと見られ、現政権の投資環境改善に向けた努力の持続も期待される。

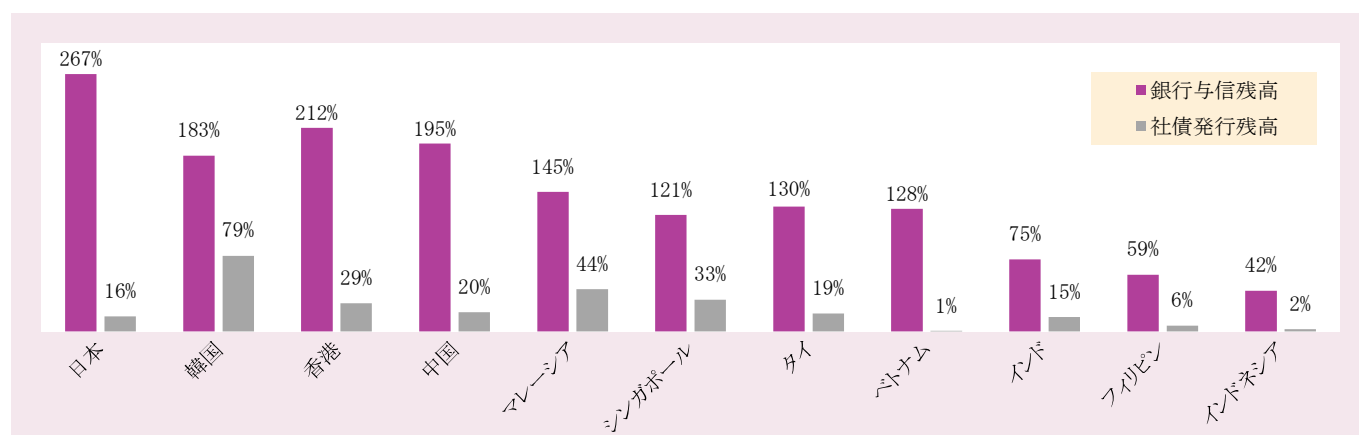
3 インドでの資金調達環境

インドに進出した日系企業は、資金調達でどのような課題を抱えているのだろうか。まず初めに、インドの金融部門の概観を示したい。16 年 3 月末時点でのインドにおける銀行の民間向与信残高^{※4}と社債発行残高^{※5}は、それぞれ 84 兆ルピー（約 143 兆円、GDP 比 62%）、20 兆ルピー（約 34 兆円、同 15%）にとどまる。これを東アジア諸国と比較すると、①銀行借入と社債発行との合計で見た債務性の外部資金調達の規模が相対的に小さい②東アジア諸国同様、銀行借入が社債残高を大きく上回る「銀行中心の金

融システム」である③金融深度が浅い割には、社債市場は一定の規模を有す^{※6}—ということが分かる。加えて、インドの金融部門については、①総資産で見て全体の 7 割を国営銀行が占める②国営銀行は足元で 9~17%という高い水準の不良債権問題に直面している③中央銀行であるインド準備銀行（RBI）の規制・監督・管理は相当厳格に行われている—といった特徴が指摘できる。

なかでも、厳格な当局による金融システムの管理は、日系企業による資金調達にも直接的な影響を与えている。具体的には、インドでは、現地通貨（ルピー）建てでの借入については、「貸出金利下限規制」が存在し、10%を超える金利が課されている。また、外貨建てで海外から借りる際には、例え親会社からの借入であったとしても、厳格な対外商業借入（ECB）規制が敷かれている。こうした中、JCR の現地でのヒアリングによると、インドに進出した外資系企業は、短期の一般運転資金は現地通貨（ルピー）建借入で、長期の設備投資資金は親会社若しくは外銀（邦銀を含む）からの対外借入で賄うのが一般的な模様である。但し、最近では、比較的規模の大きな企業を中心に、銀行を通じた仲介コストや金利規制を回避すべく、コマーシャルペーパー（CP）や債券発行による資金調達を行うケースも出始めているとのことである。

図表 2 銀行借入・社債の残高（15 年末、GDP 比%）



(出所) ADB・EIU

※3 http://www.in.emb-japan.go.jp/Japanese/2015jco_list.pdf

※4 <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Bulletin/DOCs/08T905F5B676052484E81DC0572F60E2772.XLS> なお、図表上の「銀行与信残高」には政府部門向貸出も含まれるため、民間向のみの数値より大きくなる。

※5 http://www.sebi.gov.in/cms/sebi_data/statistics/corporate_bonds/outstandingcorpdata.html

※6 実際の発行体のリストはインド証券取引委員会（SEBI）のウェブサイトで確認できる：
http://www.sebi.gov.in/cms/sebi_data/statistics/corporate_bonds/publicissuedata.html

4 インドにおける地場格付の取得規制

インドで資金調達を行う際の課題の一つに「地場格付の取得規制」がある。インドでは、証券取引所に上場する債券を発行する際には、公募・私募とも、インド証券取引委員会（SEBI）の規制で、地場格付機関からの格付取得が義務づけられている。加えて、銀行借入に際しても、1億ルピー（約1.6億円）以上の借入を行う際には、インド中銀（RBI）の Basel II 規制上の銀行の自己資本比率計算のために、地場格付機関からの格付取得が義務づけられている。そして、この規制は、日系企業を含む外資系企業にも例外無く適用される。

こうした資金調達を行う際の適格格付機関だが、SEBI・RBIともに認定している格付機関のうち、社歴・格付数・カバレッジなどで見たインドの三大格付機関は、CARE Ratings、CRISIL、ICRAの三社と言えよう。なお、CRISILとICRAは株式の過半数を、米国の格付会社 S&P の親会社である McGraw Hill Financial Inc.と Moody's がそれぞれ保有している。したがって、独立系地場格付機関として存在感を示しているのが CARE Ratings である。

5 CARE Ratings の概要

CARE Ratings は、1993年にインドの金融機関が中心に設立した格付会社であり、オフィスは本社ムンバイの他、インド国内に10カ所の支店を有す。現在の主な株主は、Life Insurance Corporation of India（9.94%）、Canara Bank（9.90%）、IDBI Bank Ltd（6.21%）、State Bank of India（4.69%）など。格付対象は、銀行、ノンバンク、製造業、サービス業、公的企業、中小企業、マイクロファイナンス、証券化、ストラクチャードファイナンスなど、様々な産業・金融商品にわたっており、16年3月末時点での格付先社数は11,450社に上る。特に、大企業のカバレッジが高く、代表的な株式指数構成銘柄で見ると、Economic Times (ET) 500で54%、Business Standard (BS) 1000で46%、Financial Express (FE) 500で52%など、地場格付機関の中で最も高いシェアを有している。また、CARE Ratings は JCR と共に、01年に創設されたアジア格付機関連合（ACRAA）の当初からの設立メンバーであり、CARE Ratings の Managing Director & CEO の D.R. Dogra 氏は、ACRAA の理事も務めている。

6 JCR と CARE Ratings との提携

JCR は、15年12月に、CARE Ratings との業務協力協定に調印した。本提携は、情報・分析の質的・量的拡充による日印経済・金融パートナーシップの強化を目的とするものであり、具体的には、①日本企業のインドにおける資金調達支援②インド企業の日本における資金調達支援に向けた日本の投資家への情報提供の拡充一を目指すものである。

前者については、インドで地場格付を必要とする日本企業に対し CARE Ratings を紹介すると共に、CARE Ratings による日系企業への格付付与に際し、日本固有の事情も考慮されるよう JCR の格付の視点を説明するものである。CARE Ratings は、インドで唯一の独立系主要地場格付機関であるため、米系格付機関の付与する格付水準から独立した格付を付与することが出来る。JCR の説明により、より客観的な観点から、日本固有の事情も踏まえた上で、格付の付与が可能となると見られる。

加えて、共同セミナーやレポートなどの提供を通じて、「誰よりも現地を知る」地場格付機関ならではの、インドの経済状況や規制などの制度、金融情報、金融市場、産業動向などを、日本企業に提供することも計画している。次回東京で開催する共同セミナーでは、日本からでは実情が分かりにくい不良債権問題に揺れるインド銀行部門や、一部で民営化が進みつつあるインドの国営企業の実態と見通しについて、CARE Ratings の代表が説明する予定である。

また、後者については、地場格付機関 CARE Ratings を情報源の1つに有すことで、JCR のインドに関する情報提供の拡充を図ることを目指している。マイナス金利環境の下、足元では、日本の機関投資家・銀行の外債投資やクロスボーダー貸出が加速度的に進みつつある。JCR は、日本を代表する格付会社として、地場格付機関とのネットワークを活用することなどにより、提供する情報・分析の質的・量的向上を図り、日本の機関投資家・金融機関によるポートフォリオの多様化や東京市場の活性化に貢献したいと考えている。

7 第1回共同セミナーの様様

最後に、CARE Ratings と共にムンバイで開催した第1回共同セミナーの様子をごく簡単にご紹介したい。第1回共同セミナーは、インド・ムンバイのホテルの

会議室にて、インドの地場企業、機関投資家、アレンジャー、メディア関係者などを招き、行われた。セミナーでは、CARE Ratings の Managing Director & CEO を務める D.R. Dogra 氏より JCR と CARE との提携についての説明を行った後、両社の代表から参加者に対し、CARE Ratings 及び JCR のそれぞれの紹介に加え、日本の金融市場に関するプレゼンテーションが行われた。

また、日本とインドのパートナーシップの促進との観点から、日本のオリックスグループの出資先である Infrastructure Leasing & Financial Services Limited (IL&FS 社) の共同 CEO である Arun Saha 氏、ならびに、株式会社みずほ銀行ムンバイ支店の Chief Strategist & Head of Research である Tirthankar Patnaik 氏より、日本とインドのパートナーシップが如何に有益であり、また潜在性も大きいのかにかかるコメントを頂いた。その後、会場からは、日本の投資家のインドへの関心やリスク許容度、JCR と CARE との協力の具体的な内容など、インドらしいきわめて活発な質問が寄せられた。セミナーは、質疑応答及びその後のネットワーキングパーティを経て、大盛況で終了した。JCR は、提携の成果を最大化させるために、今後も定期的に、日本とインドとの双方で、CARE Ratings との共同セミナーを開催したいと考えている。



本ウェブサイトの情報は、当社が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、当社は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、当社は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。当社は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。当社の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より所定の手数料をいただいております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。