

研究ノート

日系中国進出企業の資金調達における金融「知」の考察

武田 和 宏*

This article discusses that “Localization of Funding” of Japanese-Affiliated Company in China includes not only funding in mainland onshore RMB market but also that in Hong Kong offshore market. Because Hong Kong Offshore Market is composing the Main Land RMB Market as a fraction.

The RMB financing in Japan and Hong Kong, and introduction of the two-generation housing loan to China is important. The number of companies issuing bonds not only in Japanese market but also in Hong Kong offshore RMB market is in a huge increasing tendency.

Because the restrictions on financing are severe in China, the Japanese company should examine its financing scheme in Hong Kong offshore market.

So that Japanese Company may take the advantage of the growth in China, affiliated company should manage the Financial “Knowledge” on Funding, to take not only onshore RMB market but also offshore market into account in this study.

キーワード：金融「知」、中国、日系企業、資金調達、オフショア人民元

1. はじめに

中国がWTOに加盟した2001年以降、中国に進出した日系企業の経営の現地化に関わる議論が一段と活発に行われるようになった。賃金の上昇圧力の影響を受けた国内販売市場の成長や外資優遇政策の見直しなどにより、中国が「世界の工場」から「世界の販売市場」へとその役割を転換したことが背景にある。

中国内販売市場の拡大は、製品の開発・製造。販売を進出先で一貫して行うような経営

* 早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士後期課程

の現地化を加速させたのである。中国に進出した企業の事業活動の現地化比率が格段に高まるにつれ、資金決済にまつわる地場通貨たる人民元の調達需要は必然的に膨張しているといえよう。しかしながら、在中日系企業の経営現地化のあり方を議論する際、「資金調達の現地化」の是非や状況を巡る議論は乏しい。経営現地化における経営資源としては、大別すると、ヒト・モノ・カネの3要素が考えられるが、カネに関する具体的な研究の蓄積はほとんどみられないのである。

野中幾次郎らは、日本的、かつ組織的知識創造の特徴をSECIモデルとして分析し、企業内に内在する知識の変換を「共同化」「表出化」「連結化」「内面化」の4つの局面のサイクルとして捉え、スパイラル状に企業内に知識が創造・蓄積されていくことを示した。また、日本経済の閉塞感もあり、日系企業のグローバリゼーションが一段と進展する今日、知識創造のサイクルが一企業内でとどまることなく、企業外のネットワークと連動し、サイクルを描くことの重要性が高まっているといえよう。

本研究では、「資金調達の現地化」とは何かということを改めて整理し、定義する。そして、成長著しい香港オフショア人民元マーケットを活用し、「資金調達の現地化」を進める業績好調な中国進出企業の事例把握を通じて、中国進出日系企業における資金調達に関する金融「知」を明確にする。

2. 海外進出企業の資金調達に係わる先行研究の検討

日系企業の中国における資金調達のあり方を検討するにあたり、海外進出企業の資金調達に関する先行研究を以下レビューする。

2-1. ハイマー＝宮崎の現地調達論

S.Hymer = 宮崎義一 (1976) は、企業の直接投資を対外在外事業活動の資金調達にかかわる問題と位置づけ、投資先現地と本国での資金調達、さらに銀行借入や債券、株式発行などの資金調達手段を比較検討し、どれが最もコストがかからないかというアプローチで資金調達のあるべき姿を議論している。

具体的には、対外事業活動を行う多国籍企業にける投資先現地国と本国の2国間で市場借入コストを比較し、為替レート変動リスクや資金移動における取引コストの問題点を指摘、本国からではなく、投資先の海外現地から資金調達を行った方が負債コストは低くなると主張している。但し、現地での資金借入額が拡大すればするほど、現地子会社の債務弁済の不確実性が問題となるため、一定の調達額を超えると現地での資金調達

コストが急激に上昇し、対外事業活動の本来の目的であった超過利潤の獲得が危うくなるとも示している。

本研究が示唆するものは、海外に進出している日系企業の資金調達は、負債という観点で考えれば、進出先における借入コストが、為替リスクなどの取引費用が最も低くなる、ということ。したがって、現地国での資金調達を行うべき、と読み解くことが出来るであろう。

2-2. 小西 宏美の域内調達論

小西（2006）は、アメリカ系多国籍企業のヨーロッパ子会社の資金調達状況を分析している。ヨーロッパ子会社の負債資金調達は、ハイマー＝宮崎の言うように、従来、投資先現地国に主として依存していた。しかし、90年代には現地国やアメリカ本国でもないその他第3国からの資金調達割合が増加しており、2000年以降は現地国調達と変わらないほどの規模に拡大している。これはユーロというヨーロッパの通貨統合が進む中で資本市場の統合も同時に進展し、同地域内における資金調達が各国単位からユーロ圏やイギリスを含めたEU単位へと拡大したことの表れであるとの考えを示している。よって、この傾向は米系多国籍企業ヨーロッパ子会社に限ったことでなく、EU域内で活動する企業全般に当てはめることが出来るのである。

ただここで問題になるのは、多国籍企業の子会社にとって現地国での資金調達がもっとも有利になるとしたハイマー＝宮崎説との関連である。90年代の新たな傾向は、ハイマー＝宮崎の指摘する現地国がEU域内へと拡大した結果であると小西は考える。こうした事態は多国籍企業子会社の資金調達が現地国か本国かの問題として捉えていたハイマー＝宮崎説では想定されていなかった。

さらに、このことは1つの興味深い問題を提起する。EU域内が完全資本市場（国境を越える資本移動費用がゼロになる）になったと仮定した場合、EU域内の多国籍企業、例えばイギリス系多国籍企業のドイツにおける資金調達はどうなるのか、という疑問である。ハイマー＝宮崎は資本市場が不完全だからこそ、現地での負債資金調達と親会社からの株式投資が選択されると結論した。

この前提が崩れたとき、すなわち多国籍企業がもっともコストの低い市場で必要な資金を自由に入手できる場合、海外進出日系企業子会社の負債に係わる資金調達は現地国で行うべきだ、と主張し続けることは出来るものなのであろうか。

2-3. 関根 栄一のオフショアマーケット活用論

関根（2012）は、中国本土のオンショアと香港におけるオフショアマーケットを明確に線引きして捉え、現在、自由度の高い香港における人民元オフショアマーケットからの資金調達と中国本土への持ち込みが注目されていると論じている。

2008年以降、世界的金融危機、欧州債務危機が続く中で、成長市場としての中国への外国企業による直接投資が増加している実態はあるものの、従来の対中直接投資は米ドルなどの外貨を持ち込み、人民元に交換しなければならないという通貨規制があったため、外国企業は為替リスクを負担せざるを得なかったという中国の特殊性を示している。

しかし、人民元建て対内直接投資は、2009年7月から解禁された人民元建て貿易決済とともに試験的に行われ、2011年10月に正式に解禁された。加えて、中国—香港間の人民元建てクロスボーダー貿易決済の増加により、2011年8月末には6,090億元¹⁾にまで急増した香港オフショアマーケットの人民元預金の運用手段として、中国本土の発行体や中国財政部に限られていた人民元建て債券の発行が、2011年7月から、日系企業を含む外国企業や外国金融機関にも解禁され、中国本土のオンショアマーケット対比自由度の高い香港オフショアマーケットで調達した人民元を需要に応じて、中国本土への持ち込みことが可能になった事実を示している。

これらの先行研究を踏まえ、「資金調達の現地化」を進めている業績好調な日系中国進出企業の事例をみて参りたい。

3. 業績好調な日系企業における資金調達の事例研究

本論文における事例研究の目的は、中国における日系企業が資金調達に係わる「金融知」をどのように創造し、マネジメントしているのかを明らかにすることである。

今回は、その事例として、業績好調かつ資金需要旺盛な日系企業2社と欧州系企業1社の合計3社に対し、昨年8月ならびに本年3月に各社中国現法の資金調達責任者に中国広州と香港においてインタビューを実施、中国における資金調達には香港オフショア人民元マーケットの活用が必須であるとの示唆を得た。以下、具体的な資金調達の手法をみていきたい。

3-1. A社の概要

A社は、日系自動車部品メーカーで、金型開発力に強みを持ち、ダッシュボードやリ

アパネルなどの車体骨格部品やトランスミッション部品などを国内大手自動車メーカー中心に販売、業容を拡大している。当社グループは、北米、南米、アジア、欧州に製造拠点ならびに販売現地法人を10拠点以上有し、海外売上は平成23年度当社グループ全体売上の約80%を占め、茲許、中国を中心としたアジアでの売上が急伸しているところ。中国においては、広州に製造・販売を一貫として手掛ける現地法人を保有、中国での販売のための生産拠点との位置づけで、グループ全体での業容および収益の拡大を担っている重要かつ戦略的な拠点である。広州現地法人の従業員数は約1,500人であるが、日本からの派遣職員は18名であり、営業および財務・経理系のマネジメントを除き、製造部門のみならず、現地採用の人材を数多く登用、人材の現地化を進めている。

3-2. A社中国現地法人の資金調達

設備、運転などの資金調達に関しても、日本の親会社からの独立性を保ち、独自に資金調達を行っているところ。業績好調にともなう工場増設などの新規設備計画に対しても、親会社はなかなか増資すら認めず、むしろ高配当を求められ、中国に余資を置いておきたくない模様。在広州の取引金融機関は、邦銀も含め、中国当局の金融機関に対する諸規制（預貸比率規制²⁾、窓口規制³⁾、一社規制・グループ融資規制⁴⁾、外貨貸出枠⁵⁾等）もあり、なかなか新規融資に応じてくれない。また、地場金融機関に関しては、借入予定日の前日になって、「今月は融資出来なくなった。来月まで待って欲しい」などとの申し出を複数回受けている。中国国内における資金調達に関しては、極めて不安定な調達環境であると認識しているとのこと。

そこで、邦銀主力行から、香港からのオフショアローンでの借入の提案を受け、邦銀香港支店からの資金調達を検討、借入を行っている模様。香港金融市場には、中国メインランドからクロスボーダー決済の急伸により、人民元が多く流れ込んでいる。その潤沢な人民元が、香港オフショア人民元マーケットを形成、市場原理に基づいた自由市場が形成されている。中国当局も「一物二価」を許容しており、中国国内では人民元建て借入に関しては規制金利であるが、香港のオフショアマーケットからの調達であると市場金利をベースに調達金利が定まるため、現時点（平成23年8月）では、金利が約3%以上安い（中国規制金利の約半分の金利）との恩恵もある。香港マーケットの市場金利動向を注視し、当社としては、今後も香港オフショアマーケットを活用した資金調達を検討する方針。

3-3. B社の概要

B社は、鋼材の製造・販売を手掛ける大手どころ。自動社部品や建設機械部品も手掛け、中国への進出はここ10年であるが、地場企業との取引も多く、中国現地法人の売上は好調。昨年は、中国国内の新たな地域にも進出し、大型工場を新設。生産能力を1.5倍に増加させた。また、原材料の調達から人材まで経営の現地化を推進しており、新設工場総勢300名のところ日本からの派遣職員は2名のみ。

3-4. B社の中国における資金調達

売上好調で、当社の資金需要は極めて旺盛。したがって、邦銀のみならず、地場中資系銀行からの資金調達も多い。しかしながら、昨年度は地場銀行のみならず、邦銀も含め、金融機関からの新規借入に関してはかなり限定的な対応が続いていた。したがって、当社の中国における今後のビジネス展開には、人民元の安定的な資金調達ルート確保が最大の課題であった。

今年に入り、B社本社が日本の取引銀行より、人民元建ての資金調達を実施。香港のオフショアマーケットから調達してきた人民元を母社が借入し、投注差⁶⁾の空き枠を利用し、親子ローンとして、B社中国現地法人宛て送金を実施。中国における増加運転資金を賄った模様。B社は、従来親子ローンを実施する際は、米ドル建てで実施。人民元建てクロスボーダー決済の規制の緩和により、人民元建てで資金送金ができることとなったのである。また、為替リスクヘッジの観点からも、人民元建てで資金を調達し、人民元建てで資金を調達することで財務メリットを享受することが出来た。

3-5. C社の概要

C社は、欧州系大手自動車メーカーの一角。1980年代初期に中国に進出し、中資系企業とも合弁会社を設立しており、中国全土に複数工場を所有する。また、販売拠点は沿海部のみならず、内陸部も含め1,500拠点以上確保し、中国の現地に密着した販売活動を行い、本年1-3月期も中国全体の自動車販売量が前年並みと伸び悩む中で、二桁増加の販売実績をあげている。中国は、当社のグローバルビジネスのまさに牽引役となっている。

3-6. C社の中国における資金調達

C社は、昨年度、関連金融会社が香港オフショア人民元マーケットで「点心債（デイトムサム・ボンド）」を起債、中国で必要な設備資金を実質「親子ローン」によって、中

国国内へ持ち込んだ模様。

「点心債」とは、香港料理の飲茶（やむちゃ）を意味する「点心（ディムサム）」を冠するオフショア人民元建て債券であり、2010年7月に人民元建て貿易決済の拡大を図る中国本土と香港間の合意により、外国企業にも香港オフショアマーケットでの「点心債」の発行が解禁され、昨年飛躍的に発行額が増加しており、日系企業にも発行事例が出始めている。昨年3月には、日系企業第1号としてオリックスが起債し、その後、リース会社を中心に発行が増えている。

「点心債」は、その名の通り「点心のようにおいしいから」と言われている。おいしさの理由は、その調達コストにある。発行体企業にとって点心債を起債する最大の利点は低コストであり、現状、中国本土で金融機関や市場から調達するよりも低いコストで資金調達を可能としている。

中国当局の規制の緩和は進んでいるものの、人民元建て資本送金は当局の許認可事項

表1 日本企業の「点心債」発行状況

発行年月	発行体	期間	発行金額	発行金利
2011年3月	オリックス	3年	4億円	2.00%
2011年4月	三菱UFJリース	2年	2億円	1.65%
2011年4月	東京センチュリーリース	3年	2億円	2.70%
2011年9月	三井住友ファイナンス&リース	2年	2億円	2.50%
2011年9月	三井住友ファイナンス&リース	3年	3億円	3.00%
2011年11月	オリックス	3年	5億円	4.00%
2012年2月	三井物産	5年	5億円	4.25%
2012年2月	三菱UFJリース	3年	3億円	3.60%
2012年3月	日立キャピタル	3年	5億円	3.75%

出所：公開情報により著者作成。

表2 中国本土と香港における金利差

人民元金利水準参考（2011.4.6現在）	中国本土	香港
中国人民銀行の貸出基準金利（1年）	6.31%	N/A
直近の3年物中国国債金利	3.22%	1.00%
直近の3年物・格付AAの企業債金利	4.88%	1.15%
標準的な3か月もの銀行間CD金利	4.20%	0.80%

出所：South China-Asia Business Report Vol.2, May 2011, みずほコーポレート銀行。

である点に注意が必要であるが、今後も、香港のオフショアマーケットの活用は当社資金繰りにとって一段とその重要性を増すと考えられる。

4. 事例研究の理論的考察

以上のように中国における企業の資金調達に関して、日系企業であるA社とB社、欧州企業であるC社の事例を紹介してきた。本節ではその発見事実を整理しながら、「資金調達の現地化」を改めて定義する。

4-1. 香港オフショア人民元マーケット活用の意義

「一物二価」の中国と香港における人民元調達マーケットの歪みを活用、調達コストメリットを得て、日系企業A社中国現地法人は邦銀香港支店から人民元建てオフショアローンの借入を行い、同B社は日本国内においてオフショア人民元建てローンを親会社名義で調達、親子ローンとして中国国内に持ち込んでいる。また、欧州系企業C社は、香港のオフショアマーケットで「点心債」を起債し、やはり中国国内に持ち込み、各社ともに資金調達ニーズを充足させている。

2011年10月以前は、親子ローンや資本金・増資目的の送金など人民元建てのクロスボーダーな資本取引に係わる中国当局の規制が問題で、香港のオフショア人民元マーケットを活用し、中国本土の規制に関係なく低コストな資金調達を行っても、中国本土への持ち込みに対して不安定要素が強かった。2011年10月に制定された人民元建て直接投資に係わる規制緩和の持つ意味は極めて大きいと考えられる。

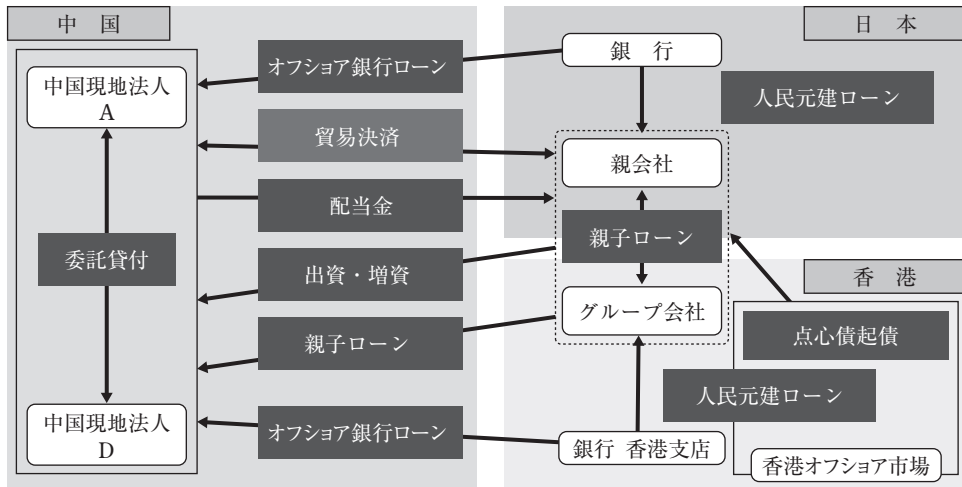
4-2. 「資金調達の現地化」とは

中国進出日系企業資金調達の現地化とは、日系中国進出企業が、単に地場銀行を中心とした中国国内からの資金の調達を意味するものではない、と考える。つまり、中国の地場通貨たる人民元をオン（中国本土）・オフ（香港オフショアマーケット）関係なく調達することに通じる。

日系企業が中国の成長を取り込むためには、①中国国内の決済通貨であり、かつ、クロスボーダー決済通貨としての重要性が一段と増加することが見込まれる人民元を、②香港オフショアマーケットや日本などの第三国を活用し、③グループキャッシュマネジメントの観点から安定的に調達することが必要であると言えよう。

先行研究におけるハイマー＝宮崎（1976）、小西（2006）、関根（2012）の議論はここ

図1 中国、香港、日本における人民元建てクロスボーダー決済と資金調達



出所：著者作成。

に終結する。今やハイマー＝宮崎のいうところの借入コストが最も安くなるのは、小西・のいう国境を超える資本移動費用が実質ゼロである、関根のいう自由度の高い香港オフショア人民元マーケットに他ならないのではないだろうか。

5. 本研究の実践的含意と今後の課題

本論文では、日系中国進出企業の資金調達の金融「知」を考察する観点から、資金調達に成功している企業の事例分析を試みた。その結果、明らかになったことは、中国での資金調達のポイントは香港のオフショア人民元マーケットの活用である。

そして、日系中国進出企業における「資金調達の現地化」とは、調達企業における規制や資金提供である金融機関に対する規制が厳しい①中国本土内での人民元調達のみを意味するものではなく、グレーターチャイナ域内である香港オフショアマーケットの人民元を活用した②日本国内での親会社による人民元調達や ③香港における点心債の起債、④香港企業による銀行香港支店からの人民元借入を原資とした⑤中国子会社宛て親子ローン、⑥日本や⑦香港の銀行から中国子会社宛てに直接取組むオフショアローンなども含むと示唆された。本研究の実践的含意は、先行研究で不足している日系企業に対する具体的な中国における資金調達手段の提示である。

中国に進出した企業の事業活動の現地化比率が格段に高まるにつれ、資金決済にまつわる地場通貨たる人民元の調達需要は必然的に膨張、人民元の調達手法を明確にすると

いうことは研究的意義が大きい。

無形資産としての「知」の共有と創造が企業の競争優位構築の源泉であり、中国進出企業に関する金融「知」を明確化し、更に、新たに創造することが出来たことには一定の有用性があると考えられる。

今後の研究課題としては、オフショア人民元マーケットは、シンガポールやロンドンにも広がり、香港の独壇場ではなくなりつつある。日系企業の海外財務戦略の高度化のために今後も継続的な研究が望まれる。

注

1) 香港の人民元預金残高

表3 香港オフショアマーケットにおける人民元預金残高推移

	2010年1月	2010年12月	2011年8月
香港総預金	52,806億元	57,231億元	61,252億元
うち人民元預金	639億元	3,149億元	6,090億元
(人民元預金比率)	1%	6%	10%

出所：HKMA。

2009年7月中国人民銀行の香港における人民元による貿易決済にかかる管理弁法・実施細則の公布・施行を受け、香港のオフショア人民元業務は企業取引として拡大。中国華南地区企業を中心として、香港企業とのクロスボーダー人民元建て決済が増加。結果、香港における人民元建て預金も急増し、コントロールされた中国本土内とは性格を異にする規制の緩やかな香港オフショアマーケットが創出されている。

2) 外資法人銀行に対する「預貸比率規制」

「外国銀行管理条例」の第40条、同実施細則の第82条では、商業銀行法の比率規制を適用し貸出残高を預金残高の75%までとの預貸率規制を課している。実際、邦銀も昨年12月末日から毎月月中平残ベースで管理されている。この商業銀行に対する預貸率規制については、中国側関係者からも見直しすべきとの意見も出ている（北京銀監会局長楼文龍09年1月）。すなわち、規制の根拠となっている「商業銀行法」（95年7月1日施行）にある預貸率規制は当時の中国の銀行の状況を反映したもので、10数年経過した現在では実態にそぐわない規定となっているとの意見もある。

3) 銀行に対する「窓口規制」

中国の政策当局は、窓口指導を金融政策の重要な手段として位置づけている。2009年中頃からは、景気拡大と不動産価格の上昇などを受け窓口指導を強化しており、その影響もあって貸出の増勢は鈍化した。中国では、窓口指導の対象にならない信用仲介ルートが余り大きくないことなどから窓口指導が相応に機能しているとみられる。

4) 一社規制・グループ融資規制

同一借主への貸出は、銀行自己資本の10%以下、同一グループ企業への貸出は15%以下であること。

5) 外貨貸出枠

各商業銀行別に前年度外貨貸出実績等を勘案、中国当局が、短期（1年以内）枠、中長期（1年超）枠の割り当てをそれぞれ実施。

6) 中国進出企業に対する資金調達に関する規制：「投注差」

中国進出日系企業の負債を中国国外の親会社から親子ローンで調達する場合や、親会社保証付現地借入も、保証履行時に対外債務扱いとなる。

①日系企業が借りることのできる外債は、中国当局が認可した「総投資額」と「登録資本金」の差額で

ある「投注差」を超えることは出来ない。

②「投注差」における1年以内の短期外債に関しては残高で管理するが、1年超の中長期外債に関しては積算残高で管理する。

図2 「投注差」のイメージ

「総投資額」	「投注差」(=外債枠)
	「登録資本金」

出所：著者作成。

参考文献

- Allen, Fand D. Gale (2000) Comparing Financial Systems, The MIT Press.
- Barkema H, Vermeulen Freek. (1998) International expansion through start-up or through acquisition : a learning perspective. *Academy of Management Journal*, 1, pp. 7-26.
- Bevan Alan A., Saul Estrin (2004) The determinants of foreign direct investment into European transition economies, *Journal of Comparative Economics*, Vol 32, 4, pp. 775-787.
- 洞口治夫 (1992) 『日本企業の海外直接投資—アジアへの進出と撤退』東京大学出版会。
- Dunning J. H (2000) The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity, *International Business Review*, 9, pp. 163-190.
- Geringer, J. M., Tallman, S., & Olsen, D. M (2000) Product and international diversification among Japanese multinational firms. *Strategic Management Journal*, 21, pp. 51-80.
- Hymer. Stephen Herbert (1976) *The International Operations of National Firms : A Study of Direct Foreign Investment*, Ph. D., M. I. T., Published from the MIT Press (宮崎義一編訳, 1979, 『多国籍企業』, 岩波書店)。
- Jorma Larimo (2003) Form of investment by Nordic firms in world markets, *Journal of Business Research* 56, pp. 791-803.
- 経済産業省 (各年版), 『我が国企業の海外事業活動—海外事業活動基本調査』, 国立調査局。
- 小西宏美 (2006) 「多国籍企業の資金調達と対外直接投資—アメリカ多国籍企業ヨーロッパ子会社の資金調達」, 『立命館国際地域研究』第24号, 101-116。
- 桑田良望 (2011) 『2011年版中国の金融制度と銀行取引—中国での金融機関利用の手引き—』, みずほ総合研究所。
- 宮崎義一 (1982), 「現代資本主義と多国籍企業」岩波書店。
- 21世紀中国総研 (2009), 『中国進出企業一覧上場会社編【2009-2010年版】』, 蒼蒼社。
- Nonaka, I and H. Takeuchi (1995) *The Knowledge Creating Company*, New York Oxford University Press. (野中幾次郎・竹内弘高, 梅本勝弘訳 (1996) 『知識創造企業』東洋経済新報社)。
- 野中幾次郎, 遠山亮子, 平田透 (2010) 『流れを経営する』東洋経済新報社。
- 野中幾次郎, 勝美明 (2010) 『イノベーションの知恵』日経BP社。
- 関根栄一 (2012) 「動き始めた中国人民元建て対内直接投資」, 『季刊中国資本市場研究』野村財団。
- S. Hymer (1976), *The International Operations of National Firms : A Study of Direct Foreign Investment*, The MIT Press.
- 植木英雄・植木真理子ほか (2011) 『知を創造する経営—日米主要企業の実態の解明—』, 文眞堂。
- John, Chan Sarah (2003) China-Asean Free Trade Agreement, *Asian Survey*, Vol. 43, 3, pp. 507-526.
- 財団法人産業研究所 (2006) 「東アジアの投資・資金調達環境と我が国企業の海外展開に関する調査研究」。