



Financial **R**esearch and **T**raining **C**enter

Discussion Paper Series

研究会報告書

アジア域内におけるリスクの
マネジメントと金融機能の提供について

DP 2009-10

2010年3月

金融庁金融研究研修センター
Financial Research and Training Center
Financial Services Agency
Government of Japan

本ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究研修センターの公式見解を示すものではありません。

アジア域内における リスクのマネジメントと金融機能の提供について¹

概 要

当研究会(2008年12月から7回開催)の問題意識は、一に日本の金融及び市場を通じて、アジア諸国の企業投資の活性化を図るため、投資者及び資金調達者における諸リスクをどのようにマネジメントしていくかにある。

また、投資には日本企業が進出する実物投資と日本の金融ファシリティを使った金融投資があるが、アジアと日本を対峙して考えるのではなく、アジア域内として、日本の考えるべき課題をとらえたものである。

その際の切り口を、

- アジア域内で、どのような資金需要があるのか。

現地日系企業と日本の金融機関との与信関係はどう考えられているか。

日本企業の現地法人が日本市場で資金調達することは有効か。

アジア諸国企業の日本市場への上場促進(日本市場をプライマリーとすることなどを含めて)は可能か。

- 証券取引所等の対応、上場コストへの対応
- IFRSの採用の影響や、日本の監査法人の機能
- 日本の金融機関の現地での活動能力(情報収集力や企業発掘)
- ファンドを通じた投資の拡大に何が必要か。(投資者の役割)

リスクとリターンを適切に反映した多様なファンドの組成は可能か。

などにおき、考察を試みたものである。

本稿は、各方面の方々にヒアリングをお願いし、各委員間で議論して、書きうるところを分担して併せたものである。その意味で、課題の提示に比して果実は小さいと思うが、それぞれが、日本経済の成長戦略を考える上での大きな課題と考えて取り組んだものであり、お許しを頂きたい。

キーワード：アジア域内における、日本の金融機能の提供

¹本稿の執筆は、研究会メンバーから出された意見を、研究会として掲げた課題について、適宜編集してまとめたものである。執筆当っては、特に、わが国中小企業の海外進出に関して、横浜市立大学国際総合科学部国際経営コースの諸先生から有益な御意見をいただいた。厚く御礼を申し上げたい。

なお、本稿は、各メンバーの個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。編集の責任は、研究会取りまとめ担当の、大西又裕(センター特別研究員、横浜市立大学特別契約教授)にある。

「国際化に伴うリスクのマネジメントに関する研究会」の開催状況

<メンバー>

- 大西 又裕 金融研究研修センター特別研究員
横浜市立大学特別契約教授
- 澤田 直宏 横浜市立大学准教授
- 多賀谷 充 青山学院大学大学院教授
- 藤野 次男 横浜市立大学国際総合科学部長
- 藤沼 亜起 株式会社東京証券取引所グループ取締役
中央大学ビジネススクール大学院戦略経営研究所特任教授
- 持永 勇一 公認会計士（新日本監査法人代表社員）
- 吉野 直行 慶應義塾大学教授 金融研究研修センター長

<開催状況>

第1回（2008年12月3日）及び第2回（2009年1月30日）
（議題） 検討課題の整理

第3回（2009年3月10日）
（議題） 外国会社の市場参入促進のための最近の法令上の対応（プロ向け市場の創設等）
（ゲストスピーカー） 池田 唯一 金融企画局市場課長（当時）（別添資料を参照）

第4回（5月15日）
（議題） アジアの証券市場の状況、アジアの企業の我が国証券市場への参入、アジアにおける日本証券市場の位置付け
（ゲストスピーカー） 野村証券金融経済研究所アジア調査部投資戦略調査課シニアストラテジスト 岩田 佳也 氏

第5回 (7月24日)

(議題) 日本企業のアジア諸国での活動と投資資金、現地法人の役割、
現地国企業との関係や日本市場を通じた投資資金の回収の可能性

(ゲストスピーカー) 丸紅 市場業務部アジア太平洋チーム長
森本 康宏 氏

第6回 (9月18日)

(議題) 中国における会計税務マネジメントと変貌する投資政策につ
いてヒアリング

(ゲストスピーカー) 新日本有限責任監査法人監査第一部
公認会計士 秋元 宏樹 氏

第7回 (10月14日)

(議題) 海外投資家の我が国公社債市場への投資促進策に向けて

目次

1	はじめに ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	1
1.1	国際経済・金融の展開・・・・・・・・・・・・・・・・	1
1.2	アジアでの展開と日本・・・・・・・・・・・・・・・・	1
1.3	アジア域内での日本と日本経済の成長について・・・・・・・・	3
1.4	日本市場への参入 (IN) と日本からアジアへの進出 (OUT) の2つの側面・・	4
1.5	研究会報告 (2以降各論) の構成・・・・・・・・・・・・・・・・	6
2	日本企業の海外進出の経緯について (OUTの面から) ・・・・・・・・	8
2.1	海外進出の理由・・・・・・・・・・・・・・・・	8
2.2	資金調達・・・・・・・・・・・・・・・・	9
3	日本の金融・証券市場とアジアとの関わり ・・・・・・・・	10
3.1	日本市場とアジアの問題意識・・・・・・・・	11
3.2	日本の金融・証券市場とアジア経済との関わり・・・・・・・・	11
4.	アジアにおける日本市場の位置づけ ・・・・・・・・	16
4.1	位置づけ・・・・・・・・・・・・・・・・	16
4.2	TOKYO AIM・・・・・・・・・・・・・・・・	16
5.	アジアに展開する日本の企業の資金調達 ・・・・・・・・	28
5.1	日系企業と日本市場・・・・・・・・	28
5.2.	日本の証券会社によるアジア企業の育成・発掘・・・・・・・・	28
6.	日本市場へのアクセスに関する制度的対応 ・・・・・・・・	35
6.1	投資者および投資先の多様化に係る開示制度の対応・・・・・・・・	35
6.2	外国企業の開示コストの軽減・・・・・・・・	38
7.	その他の検討課題 ・・・・・・・・	42
7.1	信頼性の確保のための対応・・・・・・・・	42
7.2	現地の監査人の対応状況・・・・・・・・	42
7.3	日本の監査法人による進出チャンス・・・・・・・・	43
8.	税制面での課題 ・・・・・・・・	45
8.1	はじめに・・・・・・・・	45
8.2	日本アジア間の税制の相互関連する諸般の問題について・・・・・・・・	45
8.3	日本企業の海外進出に伴う税務上の諸問題・・・・・・・・	47
8.4	税務リスク解消のためのメカニズム・・・・・・・・	53
	【参考資料】アジア各国の法人税制の概要 ・・・・・・・・	58
	(終わりに)・・・・・・・・	65

別添 1 中小企業の海外進出の決定因子に関する分析

～「アジア地域進出企業の課題関研究のためのアンケート調査」	
の結果と分析から～	66
別添 2 資料	75

1 はじめに

1.1 国際経済・金融の展開

近時の国際情勢の展開については、以下の2点で鳥瞰し、総括することができる。

1.1.1 実物経済面では、90年代の冷戦の終結による米ドル一勝ちの下で、ITバブルや住宅バブル生成に見られるような基軸通貨ドルの信用と、米国の消費需要に過剰に依存した国際市場を形成したうえで、旧共産国や新興国が低コスト（賃金）で供給者として参入する道を拓いた。また拡大する世界経済が ASEAN の一部諸国など、それ以前から技術移転の進んでいたところを一気に先進国に押し上げる効果も持ったこと。

1.1.2 他方で、金融の技術革新と ICT の進歩が、過剰な通貨供給に押される形で、マーケットのグローバル化や価格形成のボラティリティを高めることとなった。世界の経済軸が、金融ファンド中心の資本主義、すなわち、実物経済行動を「時価」に置き換え、あらゆるものをグローバルな市場で金融商品として取り引きできるスキーム（その前提に国際会計基準の普及や証券市場の国際的統合化がある）を駆使して回ってきたことがあげられる。

1.2 アジアでの展開と日本

1.2.1 この流れの中で、アジアの実物経済面では、日本の高度技術を使った、例えば、ASEAN で生産し、中国で組立加工する垂直の分業といった典型形から、韓国、台湾を始め発展段階の高いアジア諸国で、製造技術に優位性が見られ、分業もファブレス方式が導入されるなど、アジア域内の産業連関の構図は絶えず高度化し、相互依存も密接になってきている。この間、日本企業のアジアへの進出パターンが大きく変化し、日本企業の海外進出の目的が、コスト削減などから市場確保に一変し、課題が品質管理や人事マネジメントに移ってきている。この間、1997年のアジア危機により、日本からの直接投資が減少したが、その後、徐々に回復し、特に中国の占めるウエイトが大きくなってきた。

他方、資金調達面では、依然として、事業展開に必要な資金を親会社が調達しているものが多い。今後、アジア域内で事業を拡大するに当たっては、日本市場を使って、現地法人に資金調達をさせ、自立発展していくことが考えられなくてはなるまい。つまり、事業と金融がバラバラの現状から、海外進出企業がオペレーションをする中でどう日本の金融機能が絡んでいくのかが重要課題である。

発展するアジア経済は、これまで市場（需要）を米国等に求めてきた。また、これまでのアジアの貯蓄過剰は、そのほとんどが欧米への投資に向けられてきた。アジアからの証券投資は約 65%が欧米に向けられ、アジア域内には 4.9%に止まる。他方アジアへの証券投資の投資元は欧米が 80%を占めており、アジアのそれは 8.2%のみである。¹

今次金融恐慌に伴う経済の変動は、アジアが域内の内需を創設し、アジア域内の資金フローの循環を興し、経済構造の変革を域内で達成する必要性が出てきていることを強く示唆している。² 企業が先導する形で進み、あるいは諸外国が官民連携してFTAやEPA締結を急ぐ中で、わが国のアジア戦略がどうあるべきか、遅ればせながら国内での議論が高まってきた。³

1.2.2 「ASEAN プラス 3」 や更に広域で論じるか、政治と経済をどう分別して考えるか、域内統合という範疇に踏み込むのか、議論はまだ百家争鳴で、援助の延長でのビジネスセンスが強いものでその上抽象的である。始まったばかりということだろうが、日本からの水ビジネスへの立ち遅れなど、国家戦略の無さを象徴している。

日本は、冷戦下にあつて日本外交全体でも、国際政治・経済ともに日本の立ち位置には ASEAN の支持によるところが大きく影響してきた。冷戦終結後も ASEAN 加盟国が増加していても、そのスタンスに変わりようはない。その象徴が「日本 ASEAN 包括的経済連携協定」だろう。韓国や中国と日本の「ASEAN プラス 3」の 1つと言っても、レベル感が違って、日本側では ASEAN と高いアライアンスが維持されていると、いまだ思い込もうとしている。現実には日本のアジア戦略が曖昧で、むしろ、中国や韓国に遅れを取り始めたという懸念を持つべきである。

本研究会が上記難解な命題を解くことに優位性を持っているとは言えず、本稿では、論点の整理と、議論を深めうる点について論じるに止まっている。残された課題は、今後の経済の展開や国内外での議論とともに少しずつ明らかになっていくも

¹ 吉野直行・飯島高雄論文「バブルとアジアの資本移動変化」（不良債権と金融危機；池尾和人編・第 12 章（内閣府）2009）より引用

² 通商白書 2009 p 181 「内需を喚起するための各国政府の取り組み」参照

³ 日本はいまだに、消費地・輸出対象として、アジア地域を見ているが、アジアでは現実に経済交流を核として、アジアネットワーク（系）が成長している。このネットワークは、日本から見て垂直なものではなく、共同体を唱えるならなおさら、水平的に考えられるものであるべきだ。中国の現在の経済軍勢力を膨張させる姿勢は、この点を逸脱する可能性を持つ。東アジア経済圏を考えるにはこの点に留意すべきものであろう。

のだと考える。

1.3 アジア域内での日本と日本経済の成長について

1.3.1 日本は長い間世界第2位の経済大国として、一定の地位を保ってきたが、21世紀を見通すと、その人口減少趨勢や高齢化負担によって、GDP規模の大きさの時代を終え、アジア域内でその影響力は大きく後退を始めることとなり、今後、先端技術、社会経済システム、コンテンツなどを提供する新しい経済国家像を目指す他はないところに差しかかっている。

日本の経済成長路線を明確にイメージする有力な方法として、例えば

● 知的財産生産での優位

(コンテンツ、ICP(情報通信技術)のだけでは限界があり、環境問題や水資源確保などへのインフラ投資も含めて、科学技術の裾野を広げ、資源を集中する必要)

● 企業経営のノウハウ創造と販売(日本が得意のリスクマネジメント手法)

● これまで、欧米金融機関が得意としてきた金融商品を超える商品・サービスを創造することが、あげられる。⁴

これまでは市場を金融資本中心のものとイメージされがちであったところから、今後は、早晩、新興国も高齢化率急上昇に入り、合わせて所得格差問題が拡大することを考えると、「社会的厚生や責任に資源を分配するツール」として市場を使いこなすことなどが必要となってくる。金融市場での投資家から見ての情報の非対称性面だけではなく、商品・サービスへの満足感を増大することに、日本社会経済の成長戦略が存在するのではないかと考える。⁵

1.3.2 中国・インド更にはASEANの経済大国化、広域経済統合の潮流を踏まえて、日本は、アジア域内経済発展にどう参画していくか、どのように上記側面などで、先進的貢献ができるか。抽象的に聞こえるので企業経営的に言い換えれば、商品やソリューション面への付加価値の提供により利益があげられるかが、課題となって

⁴ 日本は1.1.2でのべた投資銀行業務やファンドなどの時価を軸に据える金融・会計の考え方には即応できなかった、端的には会計基準の国際化や税を含む制度面での対応などに後れをとったため、会計ビッグバン以降の10余年フォローに追われてきたのが実情である。2008年の金融恐慌を経て、金融制度全般に見直そうという動きが国際的に進められる中で、予断を許さないが、これまでの流れも一定程度修正ないし、進行がなだらかなものになるかも知れない。確実に言えることは、金融サービスもサステイナブルなものとして再考されるだろうし、その中で社会厚生的側面を加味する等社会を支えるという視点がこれまで以上に強調されてくるということかと考える。

⁵ 東アジアにおける日本のポジション(国土交通省国土計画局) p2 アジア各諸国の高齢化の推移と予測 参照

いる。こうして、アジアの社会経済の発展に参加する形で初めて、日本自身の経済成長が見えてくる。⁶

(こういう視点は、現政権のアジア重視政策の中にアジア経済への参画として既に十分入っていると思うが。)

また前麻生内閣の昨年4月の「アジアの経済倍増へ向けた成長構想」(2020年にアジアの経済規模を倍増する)をどのように考えるかという点も重要である。この構想はアジア総合開発計画構想に見られるように、日本がアジアのトップランナーとして、成長するアジアの富を日本に還流する等、やや自己撞着的である。しかしベースにある、アジアの広域インフラの整備(日本の経済協力が期待される)とアジア全体の内需拡大⁷への対応が、今後の日本経済にとって生命線になることは、もはや当たり前で選ぶと選ばざるとを問わず前提条件になってきている。

アジアでは、依然として軍事的意味を含めたカントリー・リスクを軽視してはいけない国・地域も多い。⁸

進出先のローカルルールの政治的変更などによって、事業プランが立ち行かなくなるなど、最初から事業所のモビリティの確保を考慮することが必要というようなりスクの下にある場合も多い。そのリスクの所在と管理ノウハウの取得が困難な場合が多く、ノウハウの陳腐化も早い。

国内に活路を見いだせない多くの企業がアジアを目指す時、とりわけ中小企業の場合は判断に当たっての壁が依然として高い。(2. 参照)

1.4 日本市場への参入(IN)と日本からアジアへの進出(OUT)の2つの側面

日本企業の海外進出(OUT面)の歴史は古いが、金融、とりわけ証券市場には直接接点がない。また日本の一部を除き、金融ファシリティが活用されているとは言えない。日本独特の商社金融(投資銀行的機能を持つ)にも限界があり、今後は、日本(東京)市場をアジアの核にする組立てが官民合同で構想されなければならない

⁶ 河合正弘(アジア開発銀行研究所長)は、(2009年12月17日 日経新聞経済教室)で日本の新興アジアへの補完的協力として、環境ビジネスを始めとする広域インフラ整備に向けて金融メカニズム整備や官民協力体制が必要と述べておられる。

⁷ 研究会の議論で、インドは内需主導であり、シンガポール・タイ・マレーシアは外需依存であるが、次第に内需にシフトする。また可能性を語る時、インドネシアの人口規模やベトナムであるとの指摘があった。

⁸ ASEAN、中国、インドと日本の経済軍事的バランス、更に東アジアの米国軍の存在に対する意義など、北朝鮮の拉致や核開発問題だけではなく、極東の平和国家の国民として、ミリタリーバランスへの知識、関心が高められる必要がある。

い。

アジアには金融証券市場があるものの、法制度やインフラがキチンと整備されているかの不安がある。企業のガバナンス、証券会社や監査法人の資質にも疑問符が付く。解決策の一つに、アジア企業に日本市場へ来てもらうか、日本から金融機能がノウハウ付きで出ていくかの選択がある。(中小企業金融についても、今後、国内向けのビジネス・モデルであり続けることは困難となってくる)

IN 面(海外からの日本への参入)について、日本市場は高コストで参入制限が厳しく、言語の問題が大きいとされる。これについては、日本市場の国際化を、アジア企業向け市場としての提供や、アジア市場と日本市場の提携と考えてはどうか。アジア各国企業にとり、アジア域内で、日本(東京)をプライマリー市場とするためには、香港(上海)、シンガポールに劣後しないだけの誘致条件を直ちに整える必要があるのだ。(現状はあくまでもサブの位置づけでしかない。欧米で発行状況が厳しく困った時に、日本市場もあると思われがち)

これまでの市場整備の流れでは、アメリカ型の頑丈なシステムを模範としていて、アジア企業には使い勝手が悪いと考えられる。

参入障壁を極力低くし、違法者は厳しく取り締まるが、投資家にはリスク量が見えるコンプライアンスの効いた市場を構築するという日本独自の市場(運営)モデルが求められており、縦割り行政の枠を超え、市場の在り方についてのコンセンサスが形成されなければならない。

日本市場では、新興市場が、個人投資家中心となり、ハイリスクをとり過ぎ、ライブドア事件以降の価格・取引の低迷に陥った。これまで市場の信頼を取り返す対策として、もっぱら、ディスクロージャー強化や内部統制制度の強化策が取られてきた。しかし、現実には、市場での調達コストが高くなり、市場の不活発、機能不全をもたらし、バブル崩壊後の総じて日本企業の成長力の低さとも相まって、魅力のない市場状況が続けている。

そもそも、投資家保護と市場の活性化は二律背反するところを持つ。リスクを目標きできる投資家がハイリスク市場でハイリターンを目指し、個人投資家は、ミドルリスクまでを対象と考えるのが本筋ではないか。今後はそのような市場参加の有り様を前提として、柔軟に投資家保護と市場の活性化のバランスを取るべきであろう。

この意味で、3と5で取り上げる TOKYO AIM が、その道を開く。プロ向けに限定し(日本のプロ投資家の厚みが問われることだが)、国内企業に IPO 促進を図るとともに、アジア企業の上場とアジアの投資家を意識した建てつけとなっている。

J-Nomad の機能の難しさや生保・年金などが積極的に参加するかなど見えない点がある。しかし、TOKYO AIM の考え方や運用ノウハウが、日本の既存の新興市場の活性化に一定のモデルを示すものとなることが期待される。

OUT面については、企業の進出の他に日本の金融ファシリティの使い勝手やアジアへの監査会計事務所の進出のハードルも高いままである。⁹

1.5 研究会報告（2以降各論）の構成

概要で述べたように、研究の主題と問題意識としては、IN の面を主としている。すなわち、アジア諸国の民間経済の発展のために、日本市場を利用して日本の資金を有効に活用することはできないか。

自由で公正な投資環境が保障される市場を持つ国は少なく、日本の投資家が、日本の市場を通してアジア諸国の経済成長の恩恵を受けることができるようにすることはできないか という点（OUT）に集約されている。

もとより、投資には日本企業が進出する実物投資と日本の金融ファシリティを使った金融投資があるわけだが、前者が実績を積み重ねているのに対して、後者は10ページで見るようにアジア地域のジャパンマネーの影が薄い。日本の銀行機能などが活用されることと、（側面的にはOUTとなる）日本の市場機能が活用されること（IN）は、車の両輪である。この視点に立って、下記3で述べている。

整理上の順番として、以下の通りの項立てとした。

まず、2で、企業の海外進出の経緯について（別添 藤野 次男、澤田 直宏 論文）、日本の中小企業のアジア進出についての考察を紹介する。

3 金融面に展開し、日本の金融市場とアジア経済との関わりとして（吉野 直行 担当）

- ・日本の資金は、何故欧米を迂回して投資されるのか
- ・日本の資金がアジア経済に直接投資されることの意味は

⁹ 持永論文では、後述のとおり【日本の監査法人の関与については、資本市場のインフラを高品質で維持・向上させる当事者の一人としての役割を担っているとの認識から、中国及びアジア新興国に対してのアドバンテージがあると考えられ、資本市場の信頼性・透明性を高める取り組みのノウハウをシステムとして提供することに大きな価値が見出せるのではないかと】との考え方を示している。

- ・アジアの中小企業金融や債券市場の整備
- ・アジアの為替制度と日本の円高

4 アジアにおける日本市場の位置づけ（藤沼 亜起 担当）

- ・日本の市場はアジア諸市場の中でどのような位置にあるか
- ・アジア企業による日本市場での資金調達の意味

5 日本の金融機関によるアジア企業の育成・発掘（持永 勇一 担当）

- ・日本の証券会社が、投資を望むアジア企業を発掘し、アジア企業へ投資する多様なファンドを組成することについて
- ・企業発掘能力
- ・投資ファンドの評価

6 多様化する投資者および投資先に対応する市場創設（多賀谷 充 担当）

- ・プロ向け市場の創設とその意義
- ・日本市場がアジア企業のプライマリー・マーケットとなり得るか
- ・外国企業のコスト負担の軽減のための対応、IFRSの採用の影響

7 信頼性の確保のための対応として、現地の監査人の対応状況（持永 勇一 担当）

8 日本からのアジア進出企業の税制、アジア諸国の現地税制、日アジア間で相互関連する移転価格税制についてなどの課題（OUT面中心）

を考察している。

（敬称略、全体の編集及び**1**と**8**については大西又裕が担当した）

2 日本企業の海外進出の経緯について（OUTの面から）

2.1 海外進出の理由

2.1.1 OUTの典型である、企業が海外進出する際には、経営上から、各国の基盤・諸状況、インフラの状況、地域の産業蓄積や現地情報の入手状況など戦略的に総合的な検討を行い、進出先国を決定することが必要である。リスクの可視化ができていのかどうかは、海外進出に相応のノウハウを蓄積した大企業では、問題が見づら

い。
横浜市立大学では、横浜の中小企業を中心に、研究戦略プロジェクト事業として「海外進出企業の国際税務マネジメントと税務教育研修プログラムの開発」¹⁰を実施している。本研究会でその「プログラムのプレ調査結果」を紹介したものが、別添の藤野、澤田委員による「中小企業の海外進出の決定因子に関する研究」である。更に今後の研究課題として、中小企業の海外進出の際の現状を明らかにするとともに、ボトルネックに対する問題解決策を提示することが期待される。

2.1.2 同論文によれば、中小企業における海外進出の理由としては、依然として「納品先の海外展開に伴うもの」が最も多く、「販路の拡大」、「生産コスト・労務費の圧縮」と続く。これらは大規模製造業が安い製造コストを求めて海外進出を行うのと同じことで、経営資源の豊富な大企業に見られた海外進出の要因が中小企業にも浸透し、積極的に国際戦略を導入していることが示唆されると指摘している。

2.1.3 営業拠点としての当該進出先の選定理由について、「近隣地域の市場規模の大きさ」、つまり「納品先の海外展開に伴って」進出したというだけではないこと、典型例を中国進出とする。その他、優遇税制や工業団地の整備等の政府の政策が必ずしも選定理由にはなり得ていないことも示唆している。

また、生産拠点として当該進出先の選定理由は「賃金の安さ」および「近隣地域の供給体制」があり、「近隣地域の供給体制」については、進出国における生産要素の調達コストが高くないといった関連産業の集積度が自社の進出理由として重要としている。

2.1.4 現地の状況に関する知識の入手が不可欠であるが、法律や税制などの「形

¹⁰ 横浜市立大学 国際総合科学部では藤野教授・学部長、澤田准教授とともに、廣木準一教授、三浦敬教授、中條祐介教授、張櫻馨准教授も参画されている。

式知」から、雇用環境などの極めてローカルな知識もある。本研究では海外進出前の準備段階として中小企業の事前調査の実態についてアンケートを行っている。

「租税制度の事前調査」の方法については、現地の会計事務所・法律事務所を通じて行ったものが多く、日本の会計事務所が利用されておらず、税制においても地域により制度が大幅に異なるため、必ずしも国内でメインにしている会計事務所にローカルな知識の蓄積がある訳ではないことが反映されているものと思われる。

また、一見、税制などのハード情報(形式知、公開情報)であったとしても運用面まで勘案するとソフト情報(暗黙知、ローカル情報、非公開情報)として対応が難しいことが指摘もされている。

また雇用制度など極めてローカル性の高い知識の入手方法について「自前で行った」が多く、会計事務所や法律事務所、邦銀に依存することが困難であることが示唆される。これらローカルな知識の有無が海外市場への進出の際の参入障壁として機能する可能性を指摘し、海外進出の事前調査に当たって、邦銀を通じて行っている企業が少なく、邦銀自体のローカル性や現地での知識蓄積の問題点、中小企業は海外拠点が少ない地銀との取引が中心であり知識移転がそもそも期待できない可能性があることなどとしている。

2.2 資金調達

中小企業の場合、投資の規模から親会社からの出資あるいは親会社からの借入で必要な資金が調達できていると思われるが、仮説として、中小企業の海外直接投資はリスクが大きいとして邦銀からの資金調達が不調であった可能性も指摘し、この場合進出国での資金調達も困難である可能性が高いことから依然、資金調達面がボトルネックとなっていることが示唆されている。

3 日本の金融・証券市場とアジアとの関わり

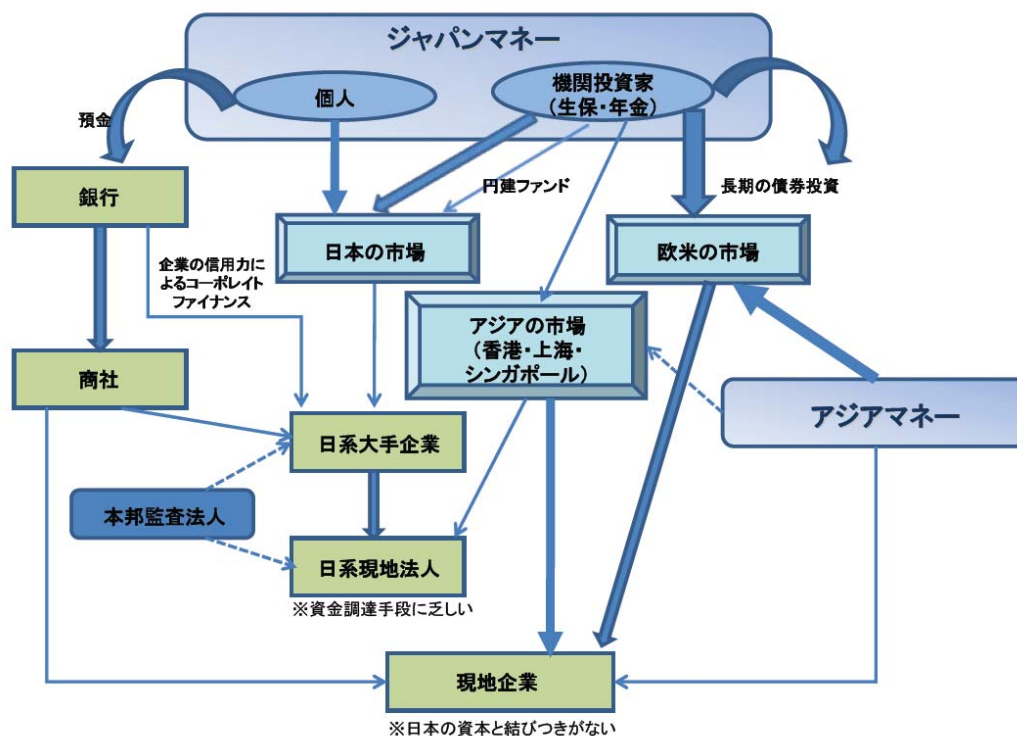


図1 アジア市場とジャパンマネー

はじめに

アジア諸国は、高い貯蓄率と経常収支の黒字により、それぞれの国の資金は潤沢にある。しかし、アジアの資金の大半は、アメリカ・ヨーロッパの国債に運用されている。日本の製造業によってアジアの域内では、生産ネットワークが構築されてきたが、金融面での結び付きは弱い。その一つの理由は、アジアからの輸出先の最終地点の多くが、これまでは、米国・ヨーロッパであり、貿易黒字によって流入してくる通貨は、ドル・ユーロなどの通貨であった。このため、ドルで入って来た資金は、ドル建てのアメリカ国債で運用され、あるいは、ユーロで入ってきた資金はヨーロッパの債券投資に向かっており、アジア域内で運用される比率は低い。しかし、サブプライムローン危機を契機に、アジアに対する欧米からの金融機関のプレゼンスは下がっており、日本の金融業にとっては、挽回のチャンスであると考えられる。官民の協調により早急にアジア戦略が模索されなければならない時期に来ている。

3.1 日本市場とアジアの問題意識

① アジア諸国の民間経済の発展のために、例えば、日本企業の現地事業への資金供給やアジアへの債券投資などについて、日本市場を利用して日本の資金を有効に活用することはできないか。

まず、日本にある 1440 兆円の資金の日本経済成長への使い方の戦略構想が明確でなければならない。現実には国債偏重で運用されている点や、公的年金の将来債務を考えるとネットで幾ばくも残っていないという見方もあるが、財政規律を求めるためにも、まず、日本の持つ資金の活用戦略が必要である。郵貯資金（郵政民営化見直し）や年金資金の国家戦略的位置づけが必要である。

② アジア域内で、自由で公正な投資環境が保障される証券市場（特に債券市場）を持つ国は少なく、日本の投資家が、日本の市場を通してアジア諸国の経済成長の恩恵を受けることができるようにすることはできないか。

3.2 日本の金融・証券市場とアジア経済との関わり

3.2.1 日本の資金は、何故欧米を迂回して投資されるのか

マクロ的な国際的資金の流れの中で、アジア企業（市場）への資金の流れはどのようなになっているのか。日本の資金が、欧米の金融機関を経由して投資されるのは何故か。欧米の金融機関が日本の資金で利益を得ているのか。

この点については、吉野直行・飯島高雄論文「日本の金融業とアジアの資本移動変化」（不良債権と金融危機；池尾和人編・第 12 章（内閣府）2009）で、欧米市場での(i)金融商品の種類の豊富さ（さまざまな海外投資家が選択したい金融商品が豊富）、(ii)日々の金融経済に関する情報が豊富であり、(iii)金融商品の流動性が高く、いつでも売りたい時には売れるし、購入したい時にはいつでも買える、(iv)税制などさまざまな制度が透明である、などが理由としてあげられている。

アジアは、各国ともに高い貯蓄率を誇っており、ラテンアメリカなどとは、大きな違いを見せている。しかし、アジア地域で集められた資金は、欧米の債券市場に、長期投資として流れている。米国国債の 54%は、海外の投資家によって保有されており、海外の 25%は中国、23%は日本が保有している。

また、海外からアジアへのポートフォリオ投資を見ると、欧米からアジアの株式市場への投資が、大きくなっている（吉野直行・飯島高雄(2009)参照）。株式市場への投資資金は、動きの速い資金となっており、金融危機が発生すると、短期間でア

アジアから引き上げられ、海外にシフトしてしまう資金である。

1997・98年のアジア通貨危機の際にも指摘された、(i)期間のミスマッチと(ii)通貨のミスマッチの二重のミスマッチを今でも抱えている。言い換えると、海外からの短期の資金を企業は長期の投資に回し、通貨もドル資金で調達したものを現地通貨で運用しており、為替のミスマッチが発生している。

アジアにある資金を、安定的に、アジア域内に投資することが一つの課題である。例えば、日本の年金資金の運用先として、日本国債ばかりでなく、アジアのインフラ事業のために向けるとか、個人から集めた投資信託の資金を、アジアの成長企業に運用するなど、日本の国内資金をもっと成長力のあるアジア地域で長期的に運用することは、日本の金融資産の運用効率を高めることにもつながり、可処分所得の増加と消費の拡大へと結びつけることが可能となる。

そのためには、上述の、金融商品の拡大、金融・経済情報のアジア域内での活発化、流動性の向上、税制など制度の透明性の確保が不可欠である。

3.2.2 アジアの中小企業金融の整備

さらに、日本がアジアにおいて、金融面で支援できる分野としては、中小企業金融の分野が存在する。アジア各国の中小企業の比率は高く、金融面での支援をどのように進めるかは、各国ともに、大きな課題となっている。日本は、中小企業金融においては、アジアの手本となる事例や経験が豊富である。アジアの中小企業の現状は、日本の戦後から高度成長期の動きと類似しており、当時の融資を経験した金融機関の現場の「目利き」ノウハウは、欧米の中小企業金融とは異なる要素を呈しており、技術供与（Technical Assistance）が行える分野である。当時の目利きの現場の担当者は、定年を迎えており、アジア現地での中小企業の現場で、目利きのノウハウを現地の融資担当者と一緒に磨いていける力を伝授していけると思われる。

さらに、最近では、困難と言われていた中小企業の財務データの収集により、統計的な分析により、中小企業の業績を判断するデータと手法も高度化してきている。CRD（Credit Risk Database）は、日本の信用保証協会を通じて、中小企業の何百万ものデータを収集しており、同様の中小企業データの収集に向けたアジアへの支援も徐々に開始されている。日本での経験が、アジアに伝えられる分野である。

こうした中小企業金融分野でのアジア諸国への支援を通じて、日本の中小企業向け金融をアジアで広めることができるし、アジアの中小企業データの分析によって、日本の金融機関がアジア現地の中小企業に、直接、融資できる可能性を広げることになる。

これまでの日本の金融機関は、日系企業への資金提供を行う役割が高かった。なかなか現地の企業への融資を行うことは困難であった。しかし、中小企業金融を手掛かりとして、融資ビジネスを拡大する下地を作ることができるのではないかと思われる。

3.2.3 アジアの債券市場の整備

また、金融市場の改善の面では、債券市場の改革が上げられる。日本では、大量の国債発行により、我が国の債券市場は、この数年で、各段に改善された。短期・中期の国債市場は、主に銀行を中心として投資家を対象に、中期・長期の国債は、保険会社などの投資家を対象に、さらに長期は年金基金などの運用先として、整備がなされてきた。債券市場の整備のためには、ベンチマークとなる市場が形成されることが大切で、日本の場合には、国債市場がベンチマークとしての役割を果たしている。これにスプレッドを上乗せして大手企業の社債発行を拡大させるための方策も進められている。アジア各国では、銀行貸出による資金調達が大半を占めており、債券市場からの長期の資金調達は、ほとんど存在しない。

債券市場の整備においては、日本の国債市場の整備の経験、さらには、足元で進められている日本の社債市場の整備の経験を取り入れることにより、大手企業への資金調達の道は、銀行借入ばかりでなく、社債市場を通じた長期の資金調達の道も開かれることになり、多様化が促される。

中小企業に対しては上述のように、金融機関を通じたデータ整備、目利き機能の拡充を図れるように、日本が支援を行い、大企業については、債券市場を通じた資金調達の方策を進めることによって、企業への資金の流れを多様化することが必要であり、日本の果たせる役割も大きいと思われる。

3.2.4 アジアの為替制度と日本の円高

アジア諸国では、1997年に通貨危機のよって、ドルとの連動性への反省が行われ、マレーシアでは、資本移動規制が敷かれ、シンガポールでは、バスケット通貨制度が継続されている。中国の通貨制度も、バスケット通貨制度であるとは言いながら、ドルのウエイトが“1”というバスケット通貨制度である。バスケット通貨制度とは、さまざまな外国通貨に、ウエイトを付けて、自国の為替を操作する方法である。シンガポールは、アジア諸国の中では、このバスケット通貨制度を採用している。

$$w_1 (\text{ドル}) + w_2 (\text{ユーロ}) + w_3 (\text{元}) + \dots = \alpha$$

ここで、 w_1 、 w_2 、 w_3 は、それぞれの通貨に対するウエイトを示している。このウ

エイトの最適値は、貿易ウエイトであるという説もあるが、Yoshino, Kaji and Suzuki(2004)論文(Basket Peg, Dollar Peg and Floating; A Comparative Perspective, Journal of Japanese and International Economy, 2004)では、海外との輸出入に加えて資金フローも含めると、ウエイトの最適値は、貿易ウエイトではなく、政策目的にも依存するし、経済構造にも依存して求められることが導出されている。

図は、中国のGDPの推移(右軸)と日本のGDPの推移(左軸)を比較したものである。10年前には日本のGDPの半分以下であった中国のGDPが、今や、日本を抜いてしまっている。その隣の中国が、ドルとの(ほぼ)固定相場制を敷いて、輸出依存の成長を続けている。これに対して、日本の為替レートは、サブプライムローンの影響を受けたドル安により、相対的な円高で一時推移するなど、大きな為替変動の影響を受けており、企業にとっては、悩みの種となっている。為替レートの動きを安定化させるためには、(i)ドル、(ii)ユーロ、(iii)元、(iv)ウォン、など、日本と貿易取引・金融取引の活発な通貨をバスケットとして含む、バスケット通貨制度を採用することも一つの方策であると考えられる。

ヨーロッパは長い歴史の中で、為替の安定化を目指し、ユーロを誕生させた。アジアにおいても、20年後、さらには数十年後を見据えて、バスケット通貨制度を採用し、それぞれの国の通貨バスケットのウエイトが、徐々に収斂していくことによって、共通通貨の実現可能性も高まることになる。

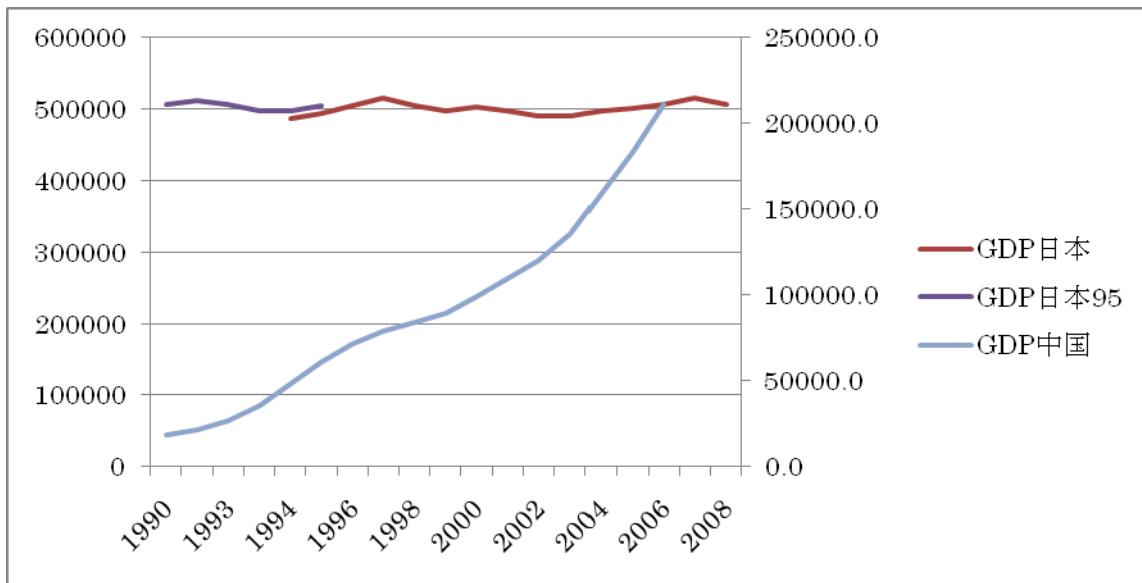
中国もバスケット通貨制度を採用しているが、ドルと元とのウエイトが「1」で、他の通貨のウエイトがゼロのバスケット通貨制である。

1.0 X (ドル) + 0X (ユーロ) + 0 X (円) + = β 中国のバスケット通貨制

日本よりもGDPが高くなった隣の国が、ドルとの(ほぼ)固定相場制を採用している時に、日本だけが為替の大幅な変動によって、企業活動に大きな変動を及ぼしてしまうのでは、生産活動にマイナスの影響となってしまう。

日本を含むアジア諸国は、為替制度をバスケット通貨制として、為替レートの大幅な変動を抑える政策を採用することが必要ではないかと考える。それぞれの通貨ウエイトは、Yoshino, Kaji and Suzuki(2004)に示されるように、政策目標・貿易・資本移動などの大きさによって決定されることが望ましい。そして、ヨーロッパがたどったと同じように、何十年後かもしれないが、アジアも共通通貨への道を探っていくことも一つの方針ではないかと考える。

表1 中国のGDPの動きと日本のGDPの推移



4. アジアにおける日本市場の位置づけ

4.1 位置づけ

- ・日本の証券市場はアジア諸市場の中でどのような位置にあるか。
- ・中国市場（上海、香港）、シンガポール市場の実態と将来の展望、その他ローカル市場の実態はどうか。日本の市場との比較優劣はどうか。
- ・アジア企業が日本の証券市場に上場することに、他国の市場よりメリットがあるか。
- ・他のアジア市場と比較して、例えば資金量、決済、安全性などメリットが考えられるが、他方、コストや規制などデメリットはどう捉えられているか。

要すれば、日本市場のアジアでの評価を尋ねるものである。

4.2 TOKYO AIM

アジア各国ではその経済成長に伴い、証券市場の制度整備が進められてきた。その中で、アジア各国の証券取引所においては外国企業の上場誘致を積極化しており、このことによりアジア諸国の企業は、資金調達を行う際に、上場するのに最適な市場を選択して上場することが可能となっている。このような環境の中、東京証券取引所（以下、「東証」という。）においては、外国企業が上場する場合に、開示資料の日本語訳や日本会計基準に調整した計算書類の作成が義務付けられており、このために上場料以外の追加的なコストが掛かるなどの理由から、近年複数の外国企業が東証から撤退しており、また新規上場会社数も伸び悩んでいる状況である。このような状況に対する問題意識などから、2008年12月には金融商品取引法が改正され、上場会社の英語での適時開示及び日本以外の会計基準による計算書類の作成を認めるいわゆるプロ向け市場の開設が可能となった。これを受けて、東証はロンドン証券取引所と共同で、2009年6月にプロ投資家向け市場である「TOKYO AIM」を創設し、アジアの企業が日本で資金調達を行いやすい環境が整えられることとなった。アジア企業による日本での資金調達が活発となることにより、アジア地域における日本市場のプレゼンス向上及びアジア地域全体の経済活性化に繋がることが期待される。

4.2.1 はじめに

昨今、アジア各国ではその経済成長に伴い、証券市場の制度整備が進められてきた。とりわけ、アジア各国の証券取引所は外国企業の上場誘致を積極化しており、このことによりアジアの企業はアジア域内における資金調達の場の選択肢が広がり、

複数の市場から最適な市場を選択することが可能となった。このような状況を踏まえて、以下においては、東証及びアジアの主要取引所における外国企業の上場誘致状況等の比較を行い、その後アジア企業が日本市場において資金調達する意義や今後のアジアにおける日本市場の展望などについて触れることとする。

4.2.2 アジア各国市場の概要

現在アジアの主要取引所の中で積極的に外国企業の上場誘致を行い、既に多くの外国企業を上場させることに成功している市場としては、シンガポール証券取引所と香港証券取引所が挙げられる。本章では主に、これらの取引所における外国企業の上場誘致の状況等について触れることとし、またその他のアジア諸国の市場についても一部触れることとする。

4.2.2.1 外国企業向け上場市場の整備状況

(1) 東京証券取引所

東証では、「アジアにおける地位確立」を目指し、これまでの外国株市場におけるコンセプトを、①欧米のブルーチップ企業、②重複上場会社、③個人投資家が対象という内容から転換し、①アジアの成長性豊かな企業、②単独上場、③機関投資家も対象というキーワードのもと、東京市場の国際化のための上場外国企業数の増加に向けた取り組みを行っている。また、2007年11月には、現物株の海外市場上場に対する規制が厳しい国の企業が上場する際の代替手段として、いわゆる日本型預託証券(JDR)の上場制度を整備し、アジア諸国の企業がより東証に上場しやすい環境を整えた。

また、東証では日本語での適時開示や原則として日本の会計基準での計算書類の作成が求められるが、2009年6月には東証とロンドン証券取引所が合弁で、英語開示や米国会計基準等による計算書類の作成を認め、参加者をいわゆるプロ投資家に限定した市場である TOKYO AIM を創設し、アジアをはじめとする外国企業がより日本市場で資金調達を行いやすい環境を整えた。

TOKYO AIM は、2008年12月に施行された改正金融商品取引法に盛り込まれたプロ向け市場制度に基づいて運営される取引所市場である。東証においては、売買注文を出すことのできる投資家に特段の制限はないが、プロ向け市場制度においては、その範囲が特定投資家及び非居住者に限られている。特定投資家とは、金商法において定められている投資家の範囲の一つであり、機関投資家や上場会社のほか、個人富裕層も含まれる。プロ向け市場制度においては、こうした範囲のプロ投資家のみ募集等を行う場合には、これまでの有価証券届出書の提出は必要なく、取引

所が定める様式、方法によって財務情報等を開示すれば足りる。また、TOKYO AIM に上場した会社は、有価証券報告書を提出する必要がなく、これも取引所が定める様式、方法に従って、財務情報等を開示すれば足りる。

TOKYO AIM では、こうした法的枠組みを活用し、柔軟かつ規律ある市場を発行体及び投資家に提供することを目指している。制度的には、開示言語を日本語または英語とし、会計基準についても、日本基準、国際会計基準、米国基準等を許容する。また、内部統制報告書及び四半期開示は任意である。上場基準については、取引所規則としての数値基準は置かず、TOKYO AIM 取引所が指定する指定アドバイザー（J-Nomad）が上場申請会社の上場適格性の調査・確認を行うこととしており、TOKYO AIM 取引所は他の市場において行われているような審査は行わない。上場後においても、適時開示などの上場会社としての義務履行のサポートを行うことが J-Nomad に求められる。このような J-Nomad を中心とした市場運営は、ロンドン証券取引所が運営する AIM(Alternative Investment Market)における Nomad 制度(Nominated Adviser) を大幅に取り入れたものである。

TOKYO AIM では、とりわけアジアの成長企業の誘致を目指しており、上場することにより、従来型の銀行からの融資ではなく資本市場からの資金調達によって事業を成長させること、また、日本の投資家だけでなく取引先・顧客及びその他関係者の間で知名度・評価を高めることによってさらなる事業の成長を実現させることなどが可能となると考えられる。

（２）シンガポール証券取引所

シンガポール証券取引所では、国内の市場規模が小さく、自国企業の上場による市場拡大には限界があったことから、税制その他の優遇措置を設け、国を挙げて外国企業の誘致に積極的に取り組んできた。また、アジアの成長企業がロンドン証券取引所の AIM への上場に動き始めたことを受け、2007年12月には、中小企業向け市場であった「SESDAQ」を「カタリスト」に改編し、ロンドンの AIM と同様の制度を採用することとした。また、国際預託証券（GDR）による上場も認められており、主に海外への原株での上場が制限されているインド企業により利用されている。

（３）香港証券取引所

香港証券取引所はメインボードと新興成長企業向け市場のグロース・エンタープライズ・マーケット(GEM)の2市場で構成されており、外国企業はいずれの市場にも上場可能である。純粋な外国企業の上場は10社程度であるが、現地法人を含めた外国企業は約120社上場しており、加えてH株やレッドチップと呼ばれる中国本

土系企業が多数上場している。

H 株とは、中国本土で設立・登記され、中国証券監督管理委員会（CSRC）の承認を得て香港市場に上場した会社を指す。また、レッドチップ企業とは中国本土以外で設立・登記された企業のうち、①最低でも 30%の株式が直接的もしくは間接的に中国本土の政府などによって保有され、当該中国本土の政府などが筆頭株主となっている企業、もしくは②20%以上 30%未満の株式が直接的もしくは間接的に中国本土の政府などにより保有され、取締役のなかに影響力のある中国系の人物が入っている会社を指す。ここ 10 年程で中国本土系企業のプレゼンスが大きく向上している。また、シンガポールや東証同様、2008 年 7 月には香港預託証券（HDR）の上場制度を導入した。

（４）その他の取引所

昨今、その他のアジア諸国の証券取引所も、外国企業を誘致しようという姿勢を強めつつある。韓国取引所では、個人投資家による売買が盛んであり流動性が高いことを背景に、外国企業の上場申請が相次いでいるとの報道が見られた。また、台湾証券取引所でも、中国及び香港で創業している台湾資本の外国籍企業や米国のシリコンバレーのハイテク関連企業が上場に関心を示しており、タイの企業も台湾預託証券（TDR）での上場を検討していると言われている。また、タイ証券取引所では 2009 年 12 月 1 日から外国企業の上場を認めることを発表している。更に、上海証券取引所では、外国企業向け市場として国際板の創設準備を進めており、これが実現すれば経済成長の著しい中国国内でのプレゼンス向上を図る外国企業が多数上場することが見込まれる。

4.2.2.2 上場外国会社数

下の表 2 は、2009 年 11 月末現在のアジアの主要市場における上場会社数を示している。東証には 15 社の外国企業が上場しており、そのうち 4 社がアジアに拠点を持つ企業であるが、全上場企業に占める外国企業の割合は 0.6%に過ぎず、国内企業中心の市場と言わざるを得ない状況である。

一方、シンガポール証券取引所の全上場企業数は 774 社であるが、そのうち外国企業が 315 社を占めており、外国企業数はロンドン、ニューヨークに次ぐ世界第 3 位となっている。シンガポール証券取引所に上場している外国企業の約半数は中国企業であり、その後も香港、台湾、東南アジア等のアジア諸国の企業がそのほとんどを占めている。

また、香港証券取引所においては、純粋な外国企業の上場は 10 社であるが、外

国企業の現地法人を含めると約 120 社が上場していることになる。そのうち約 50 社が台湾企業であり、日系企業も 4 社上場している。それ以外にも、中国本土系企業が多数上場しており H 株が約 100 社、レッドチップ企業が約 150 社上場している。

また、韓国、台湾、マレーシア、フィリピンにも外国企業が数社上場している。

表 2 アジアの証券取引所における上場企業数（2009 年 11 月末現在）

取引所名	上場会社数	内国企業	外国企業	外国企業の割合
東京証券取引所	2,338	2,323	15	0.6%
シンガポール証券取引所	774	459	315	40.7%
香港証券取引所	1,308	1,298	10 (※)	0.8%
韓国証券取引所	1,777	1,769	8	0.5%
台湾証券取引所	740	732	8	1.1%
マレーシア証券取引所	959	952	7	0.7%
フィリピン証券取引所	248	246	2	0.8%

※外国企業の現地法人、中国本土系企業（H 株、レッドチップ）を除く。

（出所）World Federation of Exchange(WFE)ホームページ

4.2.2.3 外国企業の上場費用等

下の表 3 は東証、TOKYO AIM、シンガポール証券取引所及び香港証券取引所にプライマリー上場する場合の新規上場料、年間上場料及び上場審査に掛かる期間を比較したものである。上場料については上場企業の時価総額等に応じて決定されるが、その最低金額と最高金額を示している。

各国市場のメインボードに 1 年間上場する場合の合計上場料を比較すると、東証が最低 1,272 万円、最高 1,932 万円、シンガポールが最低約 480 万円、最高約 1,910 万円、香港が最低約 335 万円、最高約 2,090 万円となっており、最高金額ではあまり差はないものの、最低金額では東証が割高となっているように見える。しかしながら、年間上場料の最低金額は、東証が 72 万円、シンガポールが約 160 万円、香港が約 165 万円と、東証は他の約半額となっており、長期間上場することを想定するとむしろ割安になる。

一方、各国の新興市場に 1 年間上場する場合の合計上場料を比較すると、東証マ

ザーズが最低 148 万円、最高 508 万円、TOKYO AIM が最低 348 万円、最高 708 万円、シンガポールのカタリストが最低約 285 万円、最高約 960 万円、香港の GEM が最低約 230 万円、最高約 460 万円となっており、それ程大きな差はない。

なお、東証市場では、外国企業においても日本語による適時開示及び原則として日本の会計基準での計算書類の作成が求められることから、翻訳や会計基準の調整に掛かる費用が敬遠されたことが上場企業数が伸び悩んでいる一因と考えられるが、英語開示及び日本会計基準以外での計算書類の作成を許容する TOKYO AIM の創設により、この問題はクリアされたものと考えられる。

また、上場審査に掛かる期間を比較してもメインボードは 3～4 ヶ月程度、新興市場は 2 ヶ月程度となっておりそれ程差はない。その中で TOKYO AIM は原則 10 営業日となっており、他の市場と比較して迅速に上場することが可能となっている。

表 3 プライマリー上場時の新規上場料等の比較表

			新規上場料	年間上場料	合計	上場審査期間
東京証券取引所	一部・二部	最低	1200 万円	72 万円	1272 万円	約 3～4 ヶ月
		最高	1500 万円	432 万円	1932 万円	
	マザーズ	最低	100 万円	48 万円	148 万円	約 2～3 ヶ月
		最高		408 万円	508 万円	
TOKYO AIM	-	最低	300 万円	48 万円	348 万円	原則 10 営業日
		最高		408 万円	708 万円	
シンガポール証券取引所	メインボード	最低	約 320 万円	約 160 万円	約 480 万円	約 3～4.5 ヶ月
		最高	約 1270 万円	約 640 万円	約 1910 万円	
	カタリスト	最低	約 190 万円	約 95 万円	約 285 万円	約 1.5 ヶ月
		最高	約 640 万円	約 320 万円	約 960 万円	
香港証券取引所	メインボード	最低	約 170 万円	約 165 万円	約 335 万円	約 4 ヶ月
		最高	約 740 万円	約 1350 万円	約 2090 万円	
	GEM	最低	約 115 万円	約 115 万円	約 230 万円	約 1.5 ヶ月
		最高	約 230 万円	約 230 万円	約 460 万円	

※上場審査料及び新株発行等に掛かる費用は含んでいない。

(出所) 各証券取引所のホームページを参照

4.2.2.4 上場外国企業のガバナンス状況

(1) 東京証券取引所

東証においては、2007年4月に中国企業第一号として上場したアジアメディアが、前CEOによる会社資金の私的流用が発覚し監査法人が財務諸表への意見表明を見送ったことを受け、2008年9月に上場廃止となっている。

(2) シンガポール証券取引所

シンガポール市場では、個人投資家を中心に中国企業銘柄の取引が活発に行われていたが、世界金融危機以降、いくつかの中国企業で会計上の問題が発生し、最近ではシンガポールの投資家も中国株の取引に慎重になり始めている。こうした動きを受け、シンガポール政府がシンガポール証券取引所に上場している中国企業の監督強化を中国政府に要請していることなどから、今後はシンガポール証券取引所が中国企業の上場を増加させることに慎重になることも予想される。

(3) 香港証券取引所

香港市場においても、中国本土系企業による不祥事が発生している。例えば、香港市場にすでに上場している中小型企業の買収により、中国政府の正式な承認手続きを経ないで香港に上場してきた中国本土系企業が複数あり、野放図な株式投資や不動産投資の失敗で経営不振に陥った企業が過去に散見され、また、経営トップ数名が会社の資金を私的流用し逮捕されるという事件なども発生している。

4.2.2.5 アジア主要市場と日本市場の比較

東京、香港、シンガポール市場を比較すると、外国企業のための上場市場の整備状況、上場に掛かる費用及び上場審査期間には特段大きな差は見られない。また、東証において日本語での開示や日本会計基準での計算書類の作成により追加的にコストが発生する点については、TOKYO AIMの創設により香港やシンガポール市場と遜色ない条件で外国企業が資金調達することが可能となったが、外国企業の現地法人や中国本土系企業の上場を含む上場外国会社数を比較すると、東京は香港やシンガポール市場に及ばない状況である。また、いずれの市場においても、上場中国企業による不祥事が発生しており、投資家保護の観点から外国企業のガバナンス強化が望まれる状況と言える。

4.2.3 アジア企業による日本市場での資金調達の意義

前述したとおり、日本市場は、TOKYO AIM の誕生により、外国企業が上場する環境として香港、シンガポール市場とそれ程遜色なくなったと考えられるものの、外国企業による上場は低迷したままである。以下ではアジアの企業が東京市場で上場する意義について、アジア企業における資金調達ニーズや日本の投資家のアジア諸国への証券投資ニーズ等に触れつつ概観することとする。

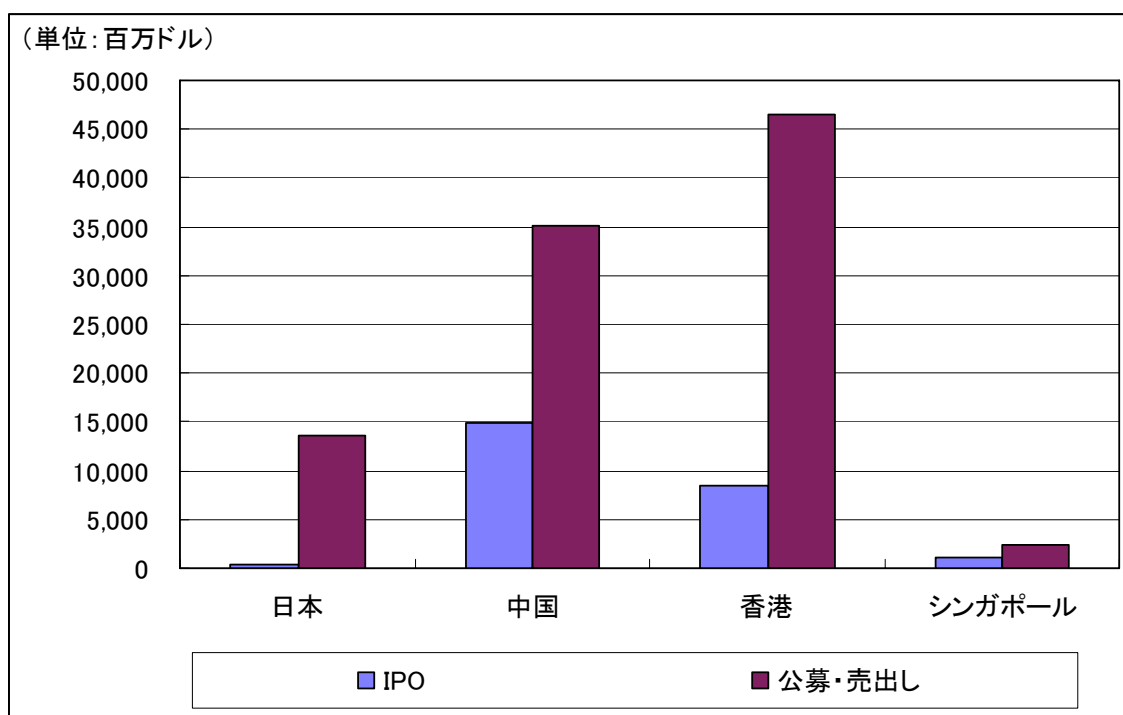
4.2.3.1 アジア主要市場における資金調達規模

下の表4は、2008年中の日本、中国、香港、シンガポール市場におけるIPO及び既上場会社による公募・売出しによる資金調達額を示したものである。日本は、東証、大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所における資金調達額の合計、中国は上海証券取引所及び深セン証券取引所における資金調達額の合計、香港及びシンガポールはそれぞれ香港証券取引所及びシンガポール証券取引所における資金調達額を表している。

これを見ると、中国市場におけるIPO額が約150億ドル、公募・売出し額が約350億ドル、また香港市場におけるIPO額は約85億ドル、公募・売出し額は約460億ドルと、東京、シンガポール市場における調達額を大きく上回っており、経済成長に伴い企業による資金調達ニーズが高まっていることが分かる。

なお、2009年1月から11月までの資金調達額は、中国市場のIPO額が約200億ドル、公募・売出し額が約370億ドル、香港市場のIPO額が約240億ドル、公募・売出し額が約445億ドルであり、2008年を上回る規模で推移している。

表4 アジア市場における資金調達額（2008年）

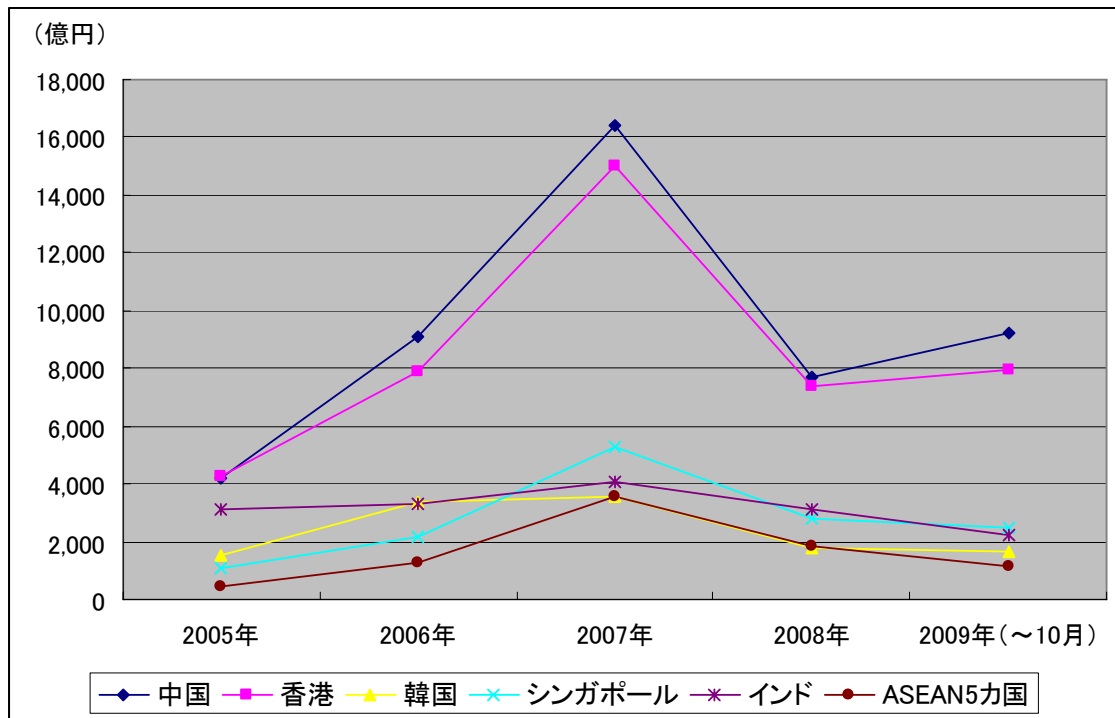


(出所) World Federation of Exchange(WFE)ホームページ

4.2.3.2 日本居住者によるアジア諸国への株式投資状況

下の表5は、2005年から2008年の日本居住者によるアジア諸国への株式投資動向を示したものである。2005年から2007年にかけて株式投資額は、中国への投資が約4,200億円から約16,400億円に、香港への投資が約4,200億円から約15,000億円にそれぞれ増加しており、日本の投資家のこれらの国への株式投資ニーズが大きく高まっていることが分かる。2008年中の株式投資額は、リーマン・ショックの影響等の一時的要因により減少したものと考えられ、2009年の10月までの株式投資額は、中国が約9,200億円、香港が約8,000億円と2008年比で増加に転じている。

表5 日本居住者によるアジア諸国への株式投資状況



※ASEAN5ヶ国はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムを指す。

(出所) 財務省ホームページ

4.2.3.3 日本の個人金融資産規模

下の表6は、2008年末現在における日本と欧米先進諸国の個人金融資産額を比較したものである。金融資産の総額では、日本は米国に次いで2番目の規模となっているが、金額的には半分以下となっている。しかしながら、国民一人あたりの金融資産規模では米国とほぼ遜色ない水準であり、また個人金融資産のうち現預金の割合は、米国が15.3%であるのに対して、日本は55.5%を占めており、現預金の資産額は792兆円と米国の567兆円を上回っている状況である。このことから、日本は、機動的に証券投資にまわすことが可能な現預金を世界の中でも最も豊富に保有している国のひとつであると言える。

表6 個人金融資産額の比較（2008年末現在）

（単位：兆円、%、ただし国民1人あたりは万円）

	日本		米 国		イギリス		ド イ ツ		フ ラ ンス	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
現預金	792	55.5	567	15.3	155	32.2	221	39.4	140	31.3
保険・年金	399	27.9	1,049	28.2	246	51.2	189	33.8	175	39.1
有価証券	92	6.4	732	21.0	22	4.6	103	18.3	46	10.3
株式	87	6.1	1,170	31.5	39	8.1	44	7.8	63	14.2
その他	58	4.1	147	3.9	18	3.7	5	0.9	23	5.1
金融資産	1,427	100.0	3,715	100.0	480	100.0	560	100.0	446	100.0
負債	376	26.3	1,287	34.6	205	42.8	195	34.7	157	35.1
正味金融資産	1,051	73.7	2,428	65.4	275	57.2	366	65.3	290	64.9
国民一人あたり	金額	順位	金額	順位	金額	順位	金額	順位	金額	順位
金融資産	1,117	②	1,241	①	793	③	680	⑤	728	④
負債	294	③	430	①	339	②	236	⑤	256	④
正味金融資産	823	①	811	②	454	④	444	⑤	472	③

（注）比率はグロスの金融資産残高に対する割合。

1 \$ = 90.28円、1 £ = 130.32円、1 EUR = 127.01円として計算。

（出所）日銀「資金循環統計」、FRB “Flow of Funds Accounts”、ONS “National Statistics”、Deutsche Bundesbank “Germany Financial Flows”、Banque de France “National Financial Accounts”

（出所）第一生命経済研究所ホームページ

4.2.3.4 アジア企業の日本での資金調達意義

2009年の中国のGDP成長率は8%超えを実現できる見込みであり、今後も経済成長が見込まれることから、これに伴う中国企業及びその周辺国の企業による資金調達ニーズが増加することが見込まれ、こうした企業が海外市場への上場により資金調達する機会が増えることが予想される。また、近年日本の個人投資家による中国、香港やASEAN諸国への証券投資が増加傾向にあり、日本の相場が経済の低迷に伴いレンジ相場となっていることから、今後海外の成長企業への証券投資ニーズは益々高まるものと考えられる。

このように、中国や香港をはじめとするアジア各国企業の資金調達ニーズと、日本の投資家の成長力の高いアジア諸国企業への証券投資のニーズが合致していることから、アジア各国の企業は東証若しくはTOKYO AIMに上場することにより、効率良く資金調達を行うことが可能であると考えられる。

4.2.4 日本市場のアジアにおける将来展望

これまで述べてきたとおり、日本は世界の中でもトップレベルの個人金融資産を有しており、中国や香港をはじめとする成長力の高いアジア諸国の企業が成長するために必要な資金ニーズを満たすための基礎的条件が十分に整っている。また、香港やシンガポール市場と比較して新規上場に掛かる費用や上場審査に掛かる期間も

差のない状況である。

それにもかかわらず、東証における外国企業の上場件数が伸び悩んでいる一因としては、日本語での開示や日本会計基準による計算書類の作成のために、他国の市場と比較して追加的に費用が発生することなどが挙げられてきた。しかしながら、英語開示や日本会計基準以外での計算書類の作成が認められる TOKYO AIM が誕生したことにより、他のアジア市場と比較して遜色なく外国企業が日本市場において資金調達することが可能となった。更に言うならば、今後開示言語や会計基準に関する規制が緩和されることにより、プロ投資家以外も自由に参加できる東証市場においても外国企業が上場しやすい環境が整備されることが望ましい。

今後は、成長性豊かな中国をはじめとするアジア諸国の企業が数多く TOKYO AIM に上場し、機関投資家等を通じて日本の個人資金がアジア企業に還流することにより、アジア企業の資金調達ニーズと国内投資家の成長企業への投資ニーズの双方が充足され、こうしたニーズの循環により日本の外国株市場の規模が拡大することが期待される。また、このことが、アジア地域における日本市場のプレゼンス向上及びアジア地域全体の経済活動の活性化に繋がり、もって世界におけるアジアの地位を向上させることにも繋がるものと考えられる。

一方で、上場外国企業数が増加した場合には、複数の国の会計制度及び会社法制への対応が求められることになることから、J-Nomad による発行会社への適時開示及びコーポレートガバナンスに関する指導や監視機能が発揮されることが期待される。

5. アジアに展開する日本の企業の資金調達

5.1 日系企業と日本市場

現地法人、合弁会社、日本企業の投資先の会社が日本市場で資金調達することは考えられないか。日本の親会社が資金をすべて面倒みる状態から、現地法人や日系法人自身が資金調達するメリットはないのか。例えば、現地法人を日本市場で公開や上場して、親会社が資金を回収するようなビジネス・モデルはないのか。後述するファンド組成の強みも日系の企業展開があって、これを取り入れることから強力なものになるだろう。

現実には、海外投資は大半が本社からの投資であり、現地法人からのものは、マイナー投資という。外銀の現地法人では融資規制があり、資本に対して一定割合しか貸せない。このため多くの営業現場では旧来の資金調達によっている。なお最近、規制緩和の動きもみられるが、リテールができないなどまだ十分な対応ができていないように聞いている。

5.2 日本の証券会社によるアジア企業の育成・発掘

日本の証券会社は、投資を望むアジア企業を発掘したり、アジア企業へ投資する多様なファンドを組成することはできないのか。日本の証券会社はアジア企業の育成や発掘をする能力はないのか。あるいはメリットはないのか。日本市場と周辺業務の強みの再確認とそれを延ばす活動が求められる。投資ファンドの評価が鋭くなされ、その淘汰が進まなければならない。

5.2.1 ファンド組成能力

中国及びアジア新興国は、日本と比較して高い経済成長率が期待されている。また今後は特に、平均所得と構成人員数がともに増加するために大幅な伸びが予測される消費財のボリュームゾーン市場として注目されている。また、これらの地域では、輸出を中心とした外需に依存する事業構造から、国内・域内の内需市場における事業を積極的に展開するように事業構造を修正しており、中には海外の資源関連企業や IT 関連企業からコンピュータ製造部門を買収して事業展開を行うなど、海外進出に乗り出すアジア企業も出てきている状況にある。中国及びアジア新興国の企業のビジネスは拡大しており、これらの新興国企業を対象としたファンドには、成長性が期待される点で他のエリアへの投資に対して相対的な優位性が存在すると考える。

すでに、中国及びアジア新興国の株式銘柄に投資を行う日本の投資ファンドは多数存在しているが、これらの国々の株式銘柄の成長性に期待して投資する投資家サイドの観点から考えても、今後とも中国やアジア諸国への注目は継続的に高まると予想される。また、多額の家計金融資産を有する日本は、これらの企業が必要とする資金の提供者としての有力候補の一人であろう。将来に向けての経済成長率期待、また、今後予想される日本円に対する現地通貨の切り上げ観測の点においても、この中国やアジア諸国を対象とする投資ファンドへの流れは当面変わらないトレンドにある。

中国の創業板市場の創設における市場参加者の熱狂に見られるように、中国の国内企業には業容拡大に伴う旺盛な資金需要がある。具体的には、中国国内における新規設備投資に加え、通信インフラ商談に関する海外製品市場進出に伴う資金需要など、リーマン・ショックによる景気変動の波はあったものの、事業件数及び金額規模ともに拡大している状況にある。このような資金需要は当面は継続すると考えられ、これらの企業の資金需要に応えるためにも、国外の機関投資家をはじめとするファンドに期待される役割の重要性は高まっていると考えられる。さらに、海外からの安定した資金調達、自国資本市場の育成、B株からA株への投資に誘導するなど段階的な市場開放の実現、制約の残る外貨取引や資本取引の段階的な規制緩和、さらには投機的資金に対する規制などの方向性を考慮すると、現地政府及び市場監督者側にとっても、むしろ間接的な投資手法は歓迎される手法であると考えられ、今後とも当面は量の拡大に向けた政策が採られるのではないかと予想する。

このようにいずれも成長期待による資金需要と供給との利害が一致する一方で、潜在的な意味合いを含む投資家においては、依然として開示情報の正確性・透明性、市場の成熟度及び規制の変更頻度などの点において、漠然とした不安を抱えているがために、直接的な株式投資よりは機関投資家やファンドを経由した間接的な投資手法の方が、例えば、創業板をはじめとした中国資本市場の活性化の呼び水としても期待されていると考える。このような投資環境を踏まえ、日本の証券会社が、この中国及びアジア新興国に所在する企業のファンドを組成し、莫大な個人金融資産を有する日本国内の投資家のみならず、海外諸国の投資家に販売することができれば、アジア新興国の経済成長に伴うキャピタル・ゲイン、受取配当及び手数料収入により、証券会社及び投資家等が広く恩恵を享受することが可能になると思われる。さらに、当該証券会社はアジアを起点として国際的な事業展開を行うことが可能になると期待され、このような事業展開がひいては日本の資本市場の国際化に資するものと思われる。

ただし、現状における投資ファンドによる具体的な投資内容は、中国やアジア諸国における大型銘柄や主要セクターに投資する、いわゆるインデックス型のファンド運用方針になっているものがほとんどであり、日本の証券会社及び投資家としては、大型銘柄等以外の銘柄を積極的に組み込むことは現実問題としては難しいようにも感じられる。

今後、機関投資家等による企業発掘能力を高めること、また、中国及びアジア新興国企業の資金需要と海外投資家等による資金供給が適切に合致することが重要になるが、同時にこれらは、金融制度や関連法規の未整備、不透明な経営状況と決算開示体制、会計監査や資本市場監督機構の実効性などに関して今後の整備が進むことが前提になるため、中国及びアジア新興国におけるこれらのインフラ整備が重要な意味合いを有する。

5.2.2 企業発掘能力

現在までの日本の資本市場への中国企業等の誘致状況を見ても、十分な調査・発掘・育成・審査能力を判断するのは早計である。企業発掘能力は、機関投資家等にとって最も価値のある能力であり、その重要性については議論の余地はない。しかし、刻一刻と経済環境が激しく変化するなかで適切に企業発掘能力を発揮するには、これまで以上に、アジア地域の拠点をシンガポール、韓国又は中国に移している外資系投資銀行・証券会社、並びに中国国内系の投資銀行・証券会社、さらにはベンチャー・キャピタルなどとの事業提携や協力が必要となってくる。

中国及びアジア新興国においては、上場企業であっても開示情報の正確性・透明性、企業統治の健全性、インサイダー取引及び法令順守などの点で、相対的に高いリスクを抱えているといわれており、残念ながらこれまで実際に何件もの不正取引等の事例が報道されたことから、未だ改善状況について投資家はリスクを感じている状況にある。このように上場企業においてもコンプライアンスについての向上を図っているような状況にあるため、上場予備軍に至ってはかなりの高いリスクを抱えていると予想され、投資に際して海外の機関投資家には、投資先企業の実態を見極めるに足るスキルと経験の両方が必要になる。このような状況にあるため、日本の金融機関が単独で中国及びアジア新興国における投資対象企業を発掘するには、進出拠点のさらなる現地化を進展させるだけでなく、現地における信頼できるパートナーや現地の政府や規制当局との良好な関係を構築することも必要になる。

欧米系、アジア系及び中華系をはじめとする金融機関・機関投資家は、成長性の高いアジア企業を発掘し、当該企業の株式上場の実現を果たすことによってキャピタル・ゲインを得ることを目的として新たな収益源の獲得に向けた事業展開を行っている。今後ともこれらのプレーヤーは同様の戦略を採り続けると考えられることから、当該金融機関・機関投資家による新規企業の発掘競争が一層激化すると予想される。

しかし、一般的に新興国企業については高いリターンが見込まれると同時に、想定されるリスクも高いだけに、低リターン、かつ、比較的 low リスクによる事業展開に慣れている日本の金融機関・機関投資家は、これまで以上に高いリスクに直面しながら、これらの有望企業を株式上場にまで導いていく必要がある。しかし、日本国内における新興市場の状況や新興企業の育成状況から判断する限りにおいては、未だ高収益、かつ、大規模な新規ビジネス形態や新規市場の創出までには至っておらず、国内においても新規公開企業の育成に関する取り組みは未だ十分な成果が得られていない状況にある。このため、実際問題として投資に際してのリスク管理が、最も難しいように感じられる。しかし、政府からデフレーション入りが発表されるような我が国の経済状態と、中国及びアジア新興国の経済状況は大きく異なっており、リスクとリターンとの関係を戦略的に高と高に設定を変えることが可能である。この方針に基づき、日本におけるこれまでの投資事業のノウハウと中国等の経済実態に即したリスク管理とを総合的に組み合わせて実施することによる投資拡大の戦略的価値は大きいのではないかと期待している。

なお、中国の有力なベンチャー企業や大企業は、タックスヘイブン経由で米国や香港などの海外市場に上場する傾向が強いため、これらの上場予備軍に対して日本の証券会社が適時・適切なサービスを提供することが出来れば、合理的な水準の手数料を得ること自体はそれほど難しいことではないと考える。しかし、これらの上場予備軍を日本の資本市場に誘致するとなると、我が国の資本市場のブランド・ステータス、または中国企業等が彼らの事業展開において必要としている通貨が必ずしも円ではないこと等の彼らのニーズをくみ取って解決策を提示することが、成功の追加的なキーになる。

表 7 中国の株式市場

	分 類		投資家	取引通貨
上海市場	主 板	A 株	国内投資家 指定海外機関投資家(QFII) (注 1)	人民元建
		B 株	国内投資家 海外投資家	米ドル建
	外国企業板 (国際板。整備予定)		N/A	N/A
深圳市場	主 板	A 株	国内投資家 指定海外機関投資家	人民元建
		B 株	国内投資家 海外投資家	香港ドル建
	中小企業板		主板に参加できる投資家	人民元建
	創業板 (新興企業板)		主板 A 株証券口座を有する投資家	人民元建
香港市場	主板	H 株(注 2)	特に制限はない。	香港ドル建
		レッドチップ(注 3)		
		その他		
	GEM(Growth Enterprise Market)	H 株(注 2)		
		レッドチップ(注 3)		
		その他		

(注 1) Qualified Foreign Institutional Investors

中国証券監督管理委員会 (CSRC) による緩和策が継続して採られている。金融危機の影響を受けて、2009 年に QFII 一機関あたりの投資枠が 8 億ドルから 10 億ドルに引き上げられ、また、一部の中長期ファンドに対するロックアップ期間が 1 年から 3 カ月に短縮されている。

(注 2) 中国国内企業の香港上場を含む。

(注 3) 中国系企業の国外法人の香港上場の俗称。

5.2.3 投資ファンドの評価

中国及びアジア新興国は、資本市場に関連する規則等を整備している段階にあり、現時点では資本取引や外貨取引における数多くの制約が存在しているという意味で不完全な市場である。また、これらの国々では例えば、企業を評価するアナリスト

は基本的に香港を中心に活躍しており、中国国内向けに活躍するアナリストの数は依然として不足している状況である。同様に評価機関についても質及び量ともに未だ十分には育成出来ていない状況にあり、一部の海外進出企業については、資金調達に際し海外の大手格付会社による格付を取得しているのが実態である。このように未だ未整備な状況を改善するため、また、今後のさらなる資本市場の拡大を見据え、中国政府としても上場企業及び投資ファンドを十分に、かつ、客観的に評価できる体制の整備は喫緊の政策課題として取り上げられており、すでに精力的な取り組みが行われている。

次に、中国及びアジア新興国の国内市場においても継続的な開示制度が整備・運用されているが、これらの市場に上場する企業に関する開示情報の透明性・正確性は、複数の不正事例が明らかになったことを受け、未だ十分な水準には達していないといわれている。また、投資家サイドにおいても企業の実態に応じた合理的な投資行動を行っているというよりは、相場の上げ下げに応じた投機的な投資活動を取る傾向が強いといわれており、このため、個人投資家には信用取引が認められていない。このように未成熟な資本市場に関する問題が観察される状況下にあっては、適切に上場企業及び投資ファンドの評価を実施することにはかなりの困難を伴い、また、評価に際して大きな不確実性が存在していると考えられる。

企業の発掘からファンドの組成のプロセスにおいて、未公開企業の発掘から上場までの段階を「整備段階」とするならば、上場企業及び投資ファンドの評価は「運用段階」に相当する。資本市場の拡大に伴い、適時・適切な開示情報を提供すること及び企業評価等を実施することの可否は、投資ファンドの健全な成長と金額規模の拡大において極めて重要な要素である。未だこれらの資本市場インフラが十分ではない状況において、機関投資家等が投資ポートフォリオを如何に組成することによりこれらの不確実性をどの程度軽減できるか、ひいては投資のパフォーマンスを高められるかは、ひとえに機関投資家等が持つ投資先企業に対する評価能力にかかっているといえる。

なお、国内市場を観察すると根源的な問題として、投資ファンドを組成するプレーヤーの観点からは依然として独立系ファンドが少ないと言われ、また、投資ファンドの運用方針の観点からは、毎月配当型の投資ファンドが多く設定され、かつ、実際に購入されている状況に大きな変化はないというのが実態である。結果として、投資ファンドを通じて投資先企業を永続的に育成するという長期的な視点が日本の

資金の出し手に乏しいといわれているが、投資から貯蓄への流れのなかでも変革の芽でさえ感じられないままである。このような状況下においては、投資ファンド運用会社の親会社や投資家の短期的な視点が重視されるバイアスが強く作用し、適切に投資ファンドを評価する土壌は不十分なままではないかと懸念している。

今後、海外系の投資ファンドを日本国内で販売することや、独立系の投資ファンドが増加してくれば、旧来型の投資方針による投資ファンドと、グローバル・スタンダードの投資方針による投資ファンドが比較考量され、長期的には投資ファンドを適切に評価する土壌が形成されるのではないかと期待する。この場合でも、最終的には投資家の判断が重要になるが、いずれにしても日本の投資家のマインドが変化しない限りは、また税制面における大幅な優遇政策等のバックアップがない限りは、より一層の拡大は難しいのではないかと考えられ、継続的・積極的な取り組みに加え啓発も必要になっている。¹¹

11 参考文献

秋元宏樹（2009）『中国の会計税務詳解』税務経理協会

秋元宏樹（2007）『中国の会計基準と IFRS との差異比較』旬刊財務経理

http://kjs.mof.gov.cn/kjs/zhengwuxinxi/zhengcefabu/200911/t20091116_233217.html

（国内事務所の H 株上場企業の監査（財政部））

通知によれば、CEPA、会計基準の同等性評価の共同声明、監査基準の同等性評価の共同声明をへて、国内の会計事務所に香港 H 株上場企業の監査の試験運用を開始することを決定。

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/200911/t20091116_168411.htm

会計、監査、教育研修、監督制度など香港と国内の交流が進んできており、香港 H 株上場企業の監査を通じて香港と国内の Win・Win の関係を構築していくとの考えが表明されている。

国内の会計事務所が香港 H 株上場企業の監査を担当することで、二重監査のコスト（A 株と H 株の重複上場企業）の削減を図ることができ、香港上場を容易にすることが可能となる。

現在、香港市場主板（メインボード）と創業板（GEM）に上場している中国企業は 153 社だが、そのほとんどが外資系四大事務所によって監査されている。

<http://www.ck100.com/cpa/200901/44351.html>

試験制度改革について説明している。第一段階（専門段階）（専門知識、基本技能と職業道徳）と第二段階（総合段階）（実務能力）の二段階制を採用している。試験科目は、第一段階では企業戦略とリスク管理が加わり全六科目であり、第二段階は総合の一科目である。

6. 日本市場へのアクセスに関する制度的対応

6.1 投資者および投資先の多様化に係る開示制度の対応

近時、証券市場は企業活動と投資資金の国境を越えた自由な行き来が拡大したことにより、必然的にグローバル化してきた。そこでは、投資資金の提供者も資金調達者もますます多様化している。国際化した投資者からは投資情報の比較可能性の向上が求められ、また、国際的に展開する企業では投資情報の開示や経営管理において効率化が求められる。この点、機関投資家のグローバル化と資本市場の国際統合が進んでおり、市場におけるルールの標準化による利便性と効率化の要望から、世界標準としての国際会計基準に対する需要が生じているとの指摘がある¹²。市場のニーズを踏まえながら、開示義務の多様化を進める一方、投資家および企業の双方の利便性が向上するよう、会計基準や開示内容については一層の国際的標準化を進めることも検討する必要がある。

6.1.1 投資者の属性による開示義務の免除

証券取引法における企業情報の開示制度では、平成4年までは投資者及び投資先に関する選別を行わないことが基本となっていた。すなわち、個人投資家と機関投資家を区別せず、投資情報として同一の企業情報を提供する制度となっていた。また、有価証券の発行者に対しても、発行する有価証券の種類に応じて開示内容が若干異なる部分はあるが、証券取引法の規制対象となる有価証券の募集または売出しに関して一律に企業情報の開示義務を課していた。

証券投資のグローバル化、機関投資家による資金運用の増大、投資専門家が運用するファンドなどを通じた投資の拡大などを踏まえ、平成4年に証券取引法が改正され、投資家をその属性により区分し、それぞれの属性に応じた開示制度が導入された。すなわち、金融機関、証券会社、保険会社、証券投資信託委託会社などの適格機関投資家のみに対する有価証券の募集においては、有価証券の発行者に開示義務を課さない制度（プロ私募等）が導入された¹³。プロ私募の趣旨については、「適格機関投資家は「有価証券に対する投資について専門的知識および経験を有しており、自己の能力において必要な情報を収集・分析して投資判断を下すことができると考えられるから、募集としての詳細な開示による保護を必ずしも必要としない」

¹² 山本昌弘『会計制度の経済学』日本評論社、2006年 pp. 84-86

¹³ プロ私募のほか、募集における取得勧誘の対象数から適格機関投資家（制度導入当初は250名まで、現在は全員）を除く制度もある。

14と説明されており、投資者保護に欠けない範囲で、機動的かつコスト負担の少ない資金調達を可能とすることを目的とした。しかし、この制度では、プロ私募により適格機関投資家が取得した有価証券を適格機関投資家以外の者に転売することで、開示義務を免れることにならないよう、募集有価証券に転売制限を課すことが求められている。このため、既に広く流通している上場会社の株券などは転売制限の実効性が担保できないとしてプロ私募の要件を満たさないとされている¹⁵。このため、プロ私募は属性基準により有価証券の発行時に開示義務が免除されるものは債券が中心となり、流通性も適格機関投資家間に限定されることになる。巨額の資金を運用する適格機関投資家はポートフォリオに基づく分散投資を行うことが一般的であり、株券に関しても流通性を確保しつつ機動性のある投資行動が可能となる開示制度は課題として残ることとなった。

6.1.2 証券市場の多様化と開示制度の柔軟化

株式市場の活性化に関しては、社歴が浅くても成長力が期待される新興企業の証券市場への参入を促進するため、業績や株主数などの上場要件を緩和した市場として、東証マザーズや大証ヘラクレスなどの新興企業向け市場が開設され、証券市場の多様化が図られてきた。しかし、金融商品取引法に基づく発行開示及び継続開示義務は従来の上場会社と同様であるため、より柔軟な株式公開と有価証券の募集および上場維持のための手間やコストの軽減が求められた。

国際的には、ロンドン市場においては、1995年に正式な証券市場よりも柔軟な仕組みであるAIM (Alternative Investment market) といわれる取引市場が開設され、多くの外国会社が上場している¹⁶。我が国においても、平成20年の金融商品取引法の改正により同様の取引市場の創設が可能となり、TOKYO AIM取引所が開設された(4.2.2.1参照)。

改正法では、従来の適格機関投資家に上場会社等を加えて「特定投資家」¹⁷という投資者の属性を定め、特定投資家のみが参加できる発行市場および流通市場となるプロ向け市場の枠組みが定められた。プロ向け市場においては、有価証券の発行や売出しにかかる特定投資家のみを相手とする勧誘を私募または私売出しと規定し、発行開示義務を免除することとしている。また、流通市場は証券取引所が開設する

¹⁴ 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『証券取引法入門』商事法務、2003年 p115

¹⁵ 神崎克郎、志谷匡史、川口恭弘『証券取引法』青林書院、2006年 p71参照。

¹⁶ 池田唯一、三井秀範、増田直弘、井藤英樹、新発田龍史、大来志郎、斉藤将彦『逐条解説 2008年金融商品取引法』pp.37-38 図2-1参照。

¹⁷ 適格機関投資家に加え、上場会社、資本金5億円以上の株式会社、その他一定の投資経験を有する法人及び個人で申し出た者。

もとされているが、取引対象とする株式の要件や発行会社に関する情報開示等の内容については、原則として証券取引所の規則に委ねられている。

6.1.3 期待される効果と課題

プロ向け市場に期待される効果としては、金融審議会の報告書では、海外企業や国内新興企業にとってコストを抑えた資金調達の円滑化、プロの投資家にとって新たな収益機会を得ること、さらに一般投資家もプロの投資家を資産運用の利益を享受できることが挙げられている¹⁸。このような効果の延長として、従来のように、すでに本国で上場している欧米企業を日本市場に上場するという方向ではなく、例えばアジア諸国などの企業の発展のために日本から資金を供給し、その成果を享受するという発想で、新興国の外国企業の日本市場への上場に向けた取り組みが必要となると考えられる。

また、プロ向け市場では特定投資家以外の一般投資家は自ら取引に参加するとはできないが、証券投資信託（ファンド）などに投資することによって、間接的にプロ向け市場に上場している企業にも投資することは可能である。特定投資家の範囲は適格機関投資家よりも拡大し流通市場が確保されれば、アジア諸国の企業への投資も組み込んだ多様なファンドの組成が一層促進されることが期待される。ただし、ファンドの投資対象となるためには、ある程度の取引量が確保されるだけの株式を発行している企業の上場が必要となる。

いずれにせよ、日本の開示規制や市場規制は、制度面では国際的にも遜色のない水準に整備されている。今後は、その運用面で関係者の一層の工夫や発想の転換が求められると考えられる。その際、アジア諸国の企業から上場可能な企業を選別していくにはさらなる経験や時間も必要となろう。この点、例えば、日本企業は、海外における事業展開に必要な資金を親会社が調達しているものが多い。在外子会社が完全子会社のままであれば、親会社が総合的な資金調達とその配分を行うことが効率的な面もあろう。しかし、単なる生産会社や販売会社という位置づけから、よりダイナミックに事業展開を進めていくためには、アジア諸国で子会社や関連会社などの現地法人を設立し事業投資を行っている企業や当事国の企業と合弁事業を行っている企業などが、日本の証券市場を利用して、それぞれの現地の法人が資金調達することや上場することにより、親会社が投下資本を回収するとともに、各企業をそれぞれの国の企業としてある程度自立させていくといったビジネス・モデルが考えられないだろうか。内外の資金が日本市場を通して配分され得るよう、関係者

¹⁸ 金融審議会「金融審議会金融分科会第一部会報告～我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて～」(平成19年12月18日) I.2プロに限定した取引の活発化を参照。

の創造性が求められる。

6.2 外国企業の開示コストの軽減

外国会社が日本市場において公開する際のコスト負担の軽減のための対応として、英文開示の拡大が図られてきているが、直接的な上場コストの軽減には限界がある。

今後、IFRSの利用やXBRLの普及などにより、会計基準や開示方法が標準化され、企業あるいは企業集団全体でのそもそもの企業情報開示コストの低減が図られるようにすることが必要である。その上で、理想でいえば、外国会社は全て英語での開示を前提として日本市場に参加することができる体制が整備されることが必要となろう。

6.2.1 英文開示の導入

東京証券取引所では、1980年代から外国会社の上場を促進し、一時は百数十社が上場していたが、バブル崩壊後には上場外国会社は減少し続けている。その要因は多様であるが、本邦における開示が日本語をもって行わなければならないことによるコスト負担が一因であると指摘され、これに対処するために、平成17年12月から英文による開示が許容された。英文開示制度は、外国会社が有価証券報告書に類似した書類を外国で開示している場合に、当該英文の開示書類を金融庁長官が公益又は投資者保護に欠けることがないものとして認めるときは、当該英文の開示書類を日本語による補足資料とともに外国会社報告書として開示することができる制度である。外国会社報告書により開示を行う場合は、これが日本語による有価証券報告書の提出に代わる開示書類となる。

なお、英文開示の対象となる有価証券の発行者は、当初、外国株価指数連動型投資信託（外国ETF）のみとしていたが、平成20年6月から外国会社、外国政府、外国ファンドについても利用者の拡張が図られている。

6.2.2 IFRSの採用の影響

外国会社が日本の開示書類において開示する財務書類の作成基準については、従来から本国基準又は第三国基準を基本としている。すなわち、本国又は第三国で既に上場あるいは証券発行が行われ財務書類が開示されていることを前提として、公益及び投資者保護に欠けることがないと認める場合には、当該財務書類を日本で開示することを認めるという考え方である。

2005年からEU域内の上場会社の連結財務諸表においてIFRSが採用されたことから、我が国においても、外国企業がIFRSに基づいて作成した財務書類の日本におけ

る開示について検討され¹⁹、EU諸国の会社が日本で財務書類を開示する場合には、本国基準としてIFRSに基づいて作成された財務書類のままの開示が認められることは明らかにされた。

その後、平成21年6月に、日本企業がIFRSを採用することを許容するとともに、今後のIFRS導入に関するロードマップが提示され²⁰、既に、平成22年3月連結決算から数社がIFRSを採用する状況にある。国内の金融商品取引法適用会社にIFRSを許容する場合も、さらにはこれを強制するときは当然に、外国会社に対しても、日本市場をプライマリー・マーケットとして資金調達を行う外国会社も含め、IFRSを許容するか強制することとなろう。もとよりIFRS自体の良否の問題は別途の課題として日本が対応していかなければならないが、国際的に共通性のある会計基準を許容することにより、外国企業—特にIFRSを自国の会計基準とする新興国の企業—が日本市場へアクセスする際の利便性が高まることになる。

6.2.3 XBRLの普及の影響

国際的に標準化されたXBRLという会計情報伝達のための言語の利用が拡大している。米国においては、2009年以降、逐次XBRLによる財務諸表の提出を進めているが、日本では、金融商品取引法による開示においては、いち早く、平成20年4月以降に開始する事業年度からは四半期財務諸表の提出が開始され、平成21年3月決算から有価証券報告書ベースでXBRLによる財務諸表が提出されている。

さらに、XBRLは現在の財務報告における機能をより発展させている。現在は、各社独自の経理システムを前提として、公表用の財務報告を作成する際にXBRL化しているが、将来的には、会社内の取引管理システムから公表用の財務報告まで一体的に標準化された翻訳可能な報告言語体系が開発されることも想定される。そのようになれば、有価証券の発行と投資家の双方にとってXBRLの利便性は著しく高まることとなる。すなわち、まだ理想の段階ではあろうが、各国それぞれの言語で作成されたものであっても、それがXBRL化されていれば、コストをかけずに他国の市場やそれぞれの投資者が必要とする言語に転換して開示することが可能となることもあり得よう。この点については、「内部管理用に企業情報の効率的な利用を促進するXBRL GLもある。XBRLの本領が発揮されるのは、むしろこちらの面であるともいわれており、今後の進展が期待されています」²¹と指摘されており、英文

¹⁹ 企業会計審議会企画調整部会「国際会計基準に関する我が国の制度上の対応（論点整理）」（平成16年6月24日）参照。

²⁰ 企業会計審議会企画調整部会「我が国における国際会計基準の取扱いに関する意見書（中間報告）」（平成21年6月30日）

²¹ 橋本尚、山田善隆『IFRS会計学基本テキスト』2009年、中央経済社 pp.11-12

開示か和文開示かという問題が技術的に解消され得る可能性も秘めている。IFRSの採用と相俟って、日本企業が連結ベースでXBRLに基づく会計情報システムの構築を進めていくことは、企業の経営管理や情報開示上のソフト面において、市場における優位性を高めることになると考えられる。

6.2.4 期待される効果と課題

日本の証券市場の国際化においては、ニューヨーク証券取引所やロンドン証券取引所に上場する外国企業に東京証券取引所への上場を促す形で進められてきた。その際、当初は株式の募集等による資金調達を伴う企業もあったが、多くは単に上場するに留まったため、一応はセカンダリー・マーケットの機能を提供するものではあるが、外国会社の本国市場の補完的市場となり、外国会社のプライマリー・マーケットとはならなかったと考えられる。証券市場のグローバル化のもとでは、やはり、プライマリー・マーケットの機能を強化しなければ、日本の証券市場における外国会社の上場数は減少していくと考えられる。

英文開示制度の拡大が図られたことで一定のコスト削減効果があるとしても、この制度では、外国会社がその本国等で日本の有価証券報告書並みの英文開示を行っていることが前提となる。すなわち、外国会社にとって我が国の証券市場がセカンダリー・マーケットであることを前提とした仕組みであり、日本市場で初めて資金調達を行う外国会社の発行開示にまで踏み込んだ対処が必要となる。この点は、前述のプロ向け市場の中で、TOKYO AIM取引所では日・米・IFRSのいずれの会計基準に基づく財務書類を容認しており²²、今後、外国会社—特に、今後も経済発展が見込まれるアジア諸国の企業—にとって、我が国市場におけるプライマリーとしての資金調達の実効性を高めるものとなり得る。

さらにIFRSやXBRLによる開示の国際的標準化が進み、ITの発達で情報の国際的な共有が容易になれば、企業も投資家もどの国の市場を利用するかを選択の幅が広がる。日本の証券市場が従来のように外国会社のセカンダリー・マーケットに留まっていたら発展しない。日本の証券市場を外国会社にとってもプライマリー・マーケットとできるか否かが、我が国の証券市場と投資資金の活用にとって本質的に重要な課題となろう。

日本は、国際的にみれば、早期にIFRSやXBRLを国内市場に受け入れている国であり、日本の証券市場をアジアのプライマリー・マーケットの拠点とするために、積極的にIFRSやXBRLといったツールを利用していくべきと考える。特に、日本

²² 株式会社TOKYO AIM取引所 有価証券上場規程第8条第5項

市場を国際的なプライマリー・マーケットとしていくためには、開示制度の国際化のみならず、例えば、IFRS を適用する際の実務上の対応に関して、企業会計基準委員会 (ASBJ) が日本のみならずアジアの拠点とするような努力も必要となる。また、公認会計士もアジア諸国にも種々の形態で展開していく必要があると考えられる。

7. その他の検討課題

7.1 信頼性の確保のための対応

現地の監査法人による監査で十分か。(日本の監査法人の関与や助言は可能か)
日本の監査法人の進出チャンスであると考えられるか。

7.2 現地の監査人の対応状況

現状、中国企業の米国資本市場への株式上場及び香港資本市場への株式上場に際しては、多くのケースで国際会計事務所 (Big4 といわれ、アーンスト&ヤング (Ernst & Young)、KPMG (KPMG)、デロイト トウシュ トーマツ (Deloitte Touche Tohmatsu)、プライスウォーターハウスクーパース (PricewaterhouseCoopers) の 4 会計事務所 (50 音順) を指す。) が監査に関与している。国際会計事務所が関与して、中国及びアジア新興国企業が米国資本市場又は香港資本市場に上場するという限りにおいては、日本の監査法人が関与することはあまり期待できない。

しかし、日本の資本市場に上場する場合であっても、中国及びアジア新興国の企業の監査は、日本の監査法人が提携する国際会計事務所に監査を依頼することが多いのではないかと推測される。これら国際会計事務所のネットワーク・ファームとしてサービスを提供する日本の監査法人は、中国及びアジア新興国企業の日本の資本市場への上場準備手続において積極的に関与できると期待されるものの、国際財務報告基準及び国際監査基準の適用などにより、関与できる範囲はある程度限定的にならざるを得ないのではないかと危惧される。

また、中国企業が日本の資本市場に上場する際に、日本の監査法人が後述する中国国内の大手会計事務所との提携関係を構築していれば、より積極的にこれらの企業の監査に関与することは可能になるのではないかと考えるが、日本の大手及び準大手監査法人は、すでに国際会計事務所との包括的な提携関係にあるため、その提携との調整も必要になってくると考える。

このような環境下において日本の監査法人に期待される業務分野は、中国国内の会計事務所が中国企業の監査を行う場合における関与である。現時点において、中国本土の上場企業約 1,550 社のうち、国際会計事務所が監査に関与している企業数は 100 社余りでしかない。この割合は、国際会計事務所が 2 / 3 超の上場企業の財務諸表監査に関与していると観察される香港、台湾、ベトナム及びシンポール、また、過半を占めると考えられるマレーシアにおける状況と全く様相が異なっている。

中国政府による中国企業の海外進出支援政策、及び中国国内の会計事務所の合従

連衡による巨大化政策が今後も継続されるのであれば、監査業務に関する一定水準に品質管理を維持することが命題となるため、今後一層、中国国内の会計事務所の監査品質及び国際的監査能力の向上に政府の施策が注力されることになると予想する。

すでに中国政府は、中国国内資本市場の育成及び中国国内企業の海外進出を後押しするために、中国国内の監査水準の向上に積極的に取り組んできている。例えばこの取り組みの一環として、中国国内の会計事務所の育成及び巨大化を政策として掲げており、既存の会計事務所との合併等を進展させることによって5年以内には10社程度の海外展開が可能な大規模国内の会計事務所を育成する方針が明確になっている。

このことは、自国の資本市場の育成と市場の段階的な開放を見据えて、中国国内の会計事務所が資本市場改革のアキレス腱にならないように、中国国内の会計事務所を強化することが急務であるとの問題意識を有していることを裏付けている。今後の趨勢は現段階では不透明であるが、中国国内の大手会計事務所について合従連衡は着実に進んできており、中国政府により採られている政策が意図されたように実現すれば、そう遠くない将来にはすでに中国に進出している国際会計事務所（Big4）に匹敵ないし準じる規模の会計事務所が形成される可能性があると考ええる。

なお、最近、香港上場企業の監査を中国国内事務所に開放する方針が打ち出されたが、これは香港資本市場における実務経験を積むことによって、中国国内の会計事務所の監査水準を国際的なレベルまで引き上げることを狙っていると考える。会計事務所及び公認会計士に対する継続的な教育体制や、例えば、受験科目数（監査、財務原価管理、経済法、会計、企業戦略とリスク管理、税法）の増加などによる公認会計士新試験制度の導入を通じて、中国国内の会計事務所の監査品質の向上に力が注がれており、今後は中国国内の会計事務所による急速なキャッチアップが進むことが予想される。

近い将来、中国国内企業が香港に上場する際には、中国国内の会計事務所が直接的に関与することが想定され、このことは中国国内の会計事務所の顧客サービスの観点及び収益基盤の拡大の観点からも中国政府からも戦略的に好まれると考える。

7.3 日本の監査法人による進出チャンス

会計基準の世界においては、米国会計基準と国際財務報告基準（IFRS）のコンバージェンス及びアドプションが急速に進んでおり、日本基準についてもIFRSへの

コンバージェンス作業が進められるなかで、金融庁によるロードマップが提示されている。しかし、中国及びアジア新興国においてはすでに一足飛びに自国基準にIFRSを採用し、又はIFRSに近似した新しい自国基準を導入するなどの対応を図ってきている。

IFRSコンバージェンスに関連するノウハウについては、すでにIFRSを適用している欧州各国及びアドプションを実施又は実施中である新興国が先行しているため、残念ながら現時点において日本の監査法人の経験やノウハウが優先的に取り上げられることはないと考えられる。しかし、世界でも有数な金額規模の資本市場を有し、また、欧州とは制度体系が大きく異なる日本におけるコンバージェンス等の作業の移行ノウハウは、他国が経験する以上に困難であるがゆえに、中国及びアジア新興国におけるコンバージェンス作業やIFRSのアドプションを実施する上で、中国及びアジア新興国が大きな関心を寄せる有効な実証になると期待している。具体的には、IFRS導入に伴う監査業務やアドバイザー・サービスの領域、会計システムや情報システムの領域、及び財務報告に係る内部統制の整備・運用に関する領域においては、日本の監査法人や日本企業の実務経験及びノウハウが蓄積されており、中国及びアジア新興国における事業展開に際し活用できる局面があると期待される。資本市場の拡大とともにその信頼性・透明性を維持・向上させることは、中長期的に中国及びアジア新興国においても絶対命題となるため、ルール等の単なる移植ではなく、制度運用ノウハウ全体をシステムとして提供することに大きな価値が見出せると考える。

日本に特有であり、かつ、最大の付加価値は安定性及び信頼性に基づくと考えられる。不安定な経済環境下において、各国政府及び各国に所在する企業の経営戦略は近年模索を続けてきている。特に日本経済が安定性と低成長が同意と解釈されるような不活発な状況に置かれているため、他国エリアの成長性を事業活動及び投資の果実として取り組むことが必要になっている。

また、社会の成熟とともに、ハードウェアからソフトウェアに経済的な重心が移動することは従来からいわれており、いち早く、少子高齢化が進んでいる我が国におけるこれらの分野に対する先進的な取り組みが期待される。しかし、その一歩手前の戦略として、「カイゼン」、品質管理活動、アメーバ経営などに代表される日本流の経営、さらにガバナンス方式、環境技術、及びCSR・社会的責任投資などへの日本における取り組みは、経営管理ノウハウとして我々が考える以上に中国及びアジア新興国にとって価値を有するとの見方もあり、日本企業による参入機会が期待される場所である。

8. 税制面での課題

8.1 はじめに

日本からの海外進出企業の税制、日本での証券投資税制、アジア諸国の現地税制についての日本とアジア各国間相互の移転価格税制などの課題がある。

税当局は、日本企業の進出国における課税関係の安定性についてきめ細かい実情調査と政府と相互協議できる関係を構築しなければならない。課税権や調査権には主権の高い壁があるが、日本の企業の権利を確保するスキーム作りが、アジア各相手国への知的支援事業と合わせて進められるべきである。

なお、証券投資税制について、国内社債市場の活性化が喫緊の課題となっている。個人・非居住者の参加が少なく、税制面での問題があげられてきた。

「公共債市場の投資促進について」の課題については平成 22 年度税制改正で、「非居住者等が受ける振替公社債利子等の非課税制度の充実及び民間国外債等の利子等に係る特例の恒久化等」が決定している。非課税手続きの簡素化などによって、発行流通面での促進が期待されている。

しかし、日本では格付けの高い企業の低イールドの社債が中心で、個人の関心を引かず、欧米とは参加者のマインドが違くとされる。個人ないし非居住者の関心を引くためには格付けの低い高イールド債の発行が容易になるような整備が必要と考えられる。

8.2 日本アジア間の税制の相互関連する諸般の問題について

「アジア市場を巡る税務上の諸問題について」は既述 2 でも大きな障壁であると述べたが、アジア進出に当たってのリスクとして、日本でのタックスヘイブン対策税制適用リスク、進出先国での恒久的施設（Permanent Establishment）の認定による課税リスク（PE 認定リスク）及び移転価格課税リスクなどを取り上げ、私見を別途述べてみた。

8.2.1 アジア市場との税務上の問題について

海外に事業展開を図る企業にとって、進出対象国の税務上の問題は、単なる税金の支払いに止まらず、企業経営戦略にとって見逃すことのできないほど重要性を増してきている。特に平成 21 年度税制改正において、「外国子会社配当益金不算入制度」が導入されたことから、海外に事業展開をしている日本企業の実効税率は、外国子会社における実効税率如何にかかるとなると降、進出対象国における税

務上の問題は進出先における従来の課税リスクのみならず日本の親会社の税負担という意味においても、企業経営全体にとっての重要性が高まっている。

日本では従来、国外で稼得した所得に対する二重課税の排除方式として、控除限度額を設定した外国税額控除方式を採用してきたことから、源泉地国において課された税額は、わが国における法人税額を限度として二重課税が解消されることとなり、わが国企業の最終税負担額は、源泉地国の税率がわが国法人税率を上回らない限り、わが国法人税額とイコールであった。

平成 21 年度税制改正においては、「間接税額控除制度」を廃止するとともに、外国に所在する子会社からの受取配当金については益金不算入とすることとしたことから、端的に言えば、海外子会社が支払う法人税額及び日本の企業が海外子会社から受ける配当にかかる源泉徴収税額が、日本の企業にとっての最終税額ということになった。

さらに平成 22 年度税制改正においては、タックスヘイブン対策税制の適用対象となる国・地域の一定の税負担水準、いわゆる「トリガー税率」を現行 25%から 20%へ引き下げることとし、税制面からも、日本企業の進出意欲が旺盛なアジアを中心とした成長市場への進出・事業展開を後押しすることが見込まれる。このような状況の下で、海外へ事業展開を図るわが国企業にとっては、進出対象国における法人税率及び優遇税制さらに、非居住者への各種支払いに対する租税条約上の源泉徴収といった税制上の問題は、これまで以上に重要となってきた。

8.2.2 税務執行

昨今は、欧米を中心とした OECD 加盟国のみならず、わが国企業の進出が著しいアジア諸国においても移転価格税制が整備され、海外進出リスクの観点からは、この面での各国の制度上・執行上の対応も踏まえておく必要がある。

税務執行ということでは、これらの国々における恣意的な、あるいは不統一な税法解釈や税務調査などをはじめとした税務執行上の問題がかねてより指摘されており、この面で各国税制の制約要因となっていることも見逃すことができない。

ことに「移転価格税制」や「PE」課税などの適用局面では、わが国を含めた取引相手国との間で二重課税が発生することとなるが、国によっては二重課税排除のための相互協議が事実上機能しないところもある。このような国にあっては二重課税問題解決が図られない、あるいは長期化するなどすることから、進出企業の負担は重いものとならざるを得ず、「税務上のカントリー・リスク」として認識せざるを得ない国も存在する。

一概にアジア諸国とはいえない。国・地域によって全く事情が異なるから、十把一絡げにして論じることは、議論の対象に挙げられた国々に不遜なこととなるし、そもそも不可能だ。本稿においては、アジア諸国のうち、日本企業の進出が著しい国、中国及びASEANの主要国、ベトナム、タイ、マレーシア、シンガポール、インドネシアを念頭に記述を進め、各項とも上記の問題意識に関連する事項のみに絞って特徴的な事項及び各国共通事項について述べる²³。したがって、本稿で「アジア諸国」と述べる場合は、上記各国を念頭に置いたものであることを予めお断りしておく。

8.3 日本企業の海外進出に伴う税務上の諸問題

8.3.1 日本企業の海外進出にあたっての論点と税務

企業の海外進出は、さまざまな進出目的がある。単純なものでは①現地での情報収集または本社との連絡業務等の補助的活動を行う（駐在員事務所）、②低賃金国において単純組立製造を行う（組立工場）、③進出相手国におけるマーケティングやセールスを行う、といったものだ（販売子会社・支店）。

企業の海外活動が更に進化すれば、海外に展開した各拠点における事業再編、すなわち①地域統括会社の設立、②製造子会社の委託製造会社化、③販売子会社のコミッションアや契約販売代理人への変更、④研究開発子会社の委託研究開発会社化、⑤シェアード・サービス会社の設立、⑥トレジャリー機能をグローバルや地域毎で統合しての金融子会社の設立といったものが挙がってくる²⁴。

これら機能やリスクに応じて、進出相手国における事業形態すなわち、駐在員事務所、現地支店、現地法人（現地子会社）あるいは第三国法人の現地子会社、パートナーシップ、LLCなどの事業形態の選択が行われている。

次に、海外進出に伴う資金調達方法の選択の問題がある。すなわち、①資本金として自己調達を行うのか、あるいは現物出資をするのか、それとも市場調達を行うのか、といった選択、②借入金にしても、銀行から借り入れるのか、社債を発行す

²³ わが国企業の進出が著しい国・地域として、韓国、香港、台湾、インドなども挙げられるが、香港及び台湾はわが国との租税条約網から外れている地域（国）であり、韓国はOECDに加盟するなどして税務執行上の問題も多くないことから、上記諸国とは事情を全く異にする。また、インドについては、税制及び税務執行上の問題なしとはしないものの、上記諸国とは社会的・経済的類似性を著しく異にし、投資環境は他とは全く異なることから、本稿の対象から外すこととする。

²⁴ 福島節子「機能とリスクの移転に伴う対価の請求」（国際税務Vol.27,No.12、27頁）

るのか、あるいは関連会社から借り入れるのかといった選択肢がある。③その他の資金調達方法としては、主に親子あるいは関連会社間取引を利用した、売掛買掛勘定の利用、サービス料やロイヤルティの徴収、移転価格、リース、キャプティブ・インシュアランスの利用等が考えられる²⁵。

さらにこれらの資金調達方法に関する資金調達市場環境や市況、為替等の要因を考慮に入れた資金調達地の選択の問題がある。これは必ずしも日本である必要はないし、進出相手国である必要もない。

国際的租税戦略の策定に当たっては、関係国における上記の論点に応じた税務上の取扱いについては税負担の如何が考慮されるべき問題となろう。

8.3.2 税務上の具体的な論点

税務上の具体的な論点としては、日本、進出相手国および資金調達国における①税率、②利子・配当等、資本金および借入金、リース取引等の税制上の取扱い、③優遇税制、④移転価格税制、⑤タックスヘイブン税制、⑥非居住者（法人）に対する課税上の取扱い（PE認定を含む）、⑦外国税額控除等、⑧源泉税率などが考えられる。

8.3.3 アジア諸国進出にあたっての企業の税務リスク

税務リスクは、上述の各論点における各選択肢の組み合わせにより個別的に発生するが、特に不確定要素が大きいものと認識されるポイントについて特に取り上げれば、以下のとおりとなる。

8.3.3.1 わが国における税務リスク

①タックスヘイブン対策税制適用リスク

日本においてタックスヘイブン対策税制が適用となる、いわゆる「トリガー税率」は従来 25%であり、トリガー税率以下の税負担水準の国・地域にある一定の子会社等の所得に相当する額については、わが国の親会社の国内所得と合算してわが国法人税が課せられる。他方、アジア諸国・地域において法人実効税率が 25%以下となるものは、中国、マレーシア、台湾、ベトナム、韓国、シンガポール、香港と、かなりな数に上る。このため、平成 22 年度税制改正では、ア)タックスヘイブン対策税制の対象となる海外子会社の基準法人税率を 20%以下とする、イ)企業実体を伴って

²⁵ 村上真呂「対米投資の国際税務戦略」20 頁（1996 年 東洋経済新報社）参照

いると認められる統括会社（事業持株会社・物流統括会社）の所得については、合算対象外とする、¹⁾資産運用的な所得として外国子会社が受けるポートフォリオ株式・債券の運用による所得、使用料等については、わが国親会社の所得に合算して課税する等の措置が行われていることから、この点でのリスクは相当減少するものと思われる。しかしながら、いわゆる来料加工取引に対する税務上の取扱いに見られるように、事実関係によって同税制の適用・適用除外が分かれることから、依然として注意を要する。

② 日本の税務当局による移転価格課税リスク

進出相手国の関連会社との、無形資産取引を伴わない単純な棚卸取引や役務提供であれば、比較対象取引の選定も比較的容易であり移転価格上の問題も検証しやすいことから、リスクは比較的小さいといえる。しかし製造業を中心とした多くの海外取引にあって無形資産取引を伴うものがほとんどであるといっても過言ではない。具体的には、低賃金国に単純な組立工場の会社を設立し、日本の親会社から部品を供給して、製品となるまでの組立工程のみを現地子会社に行わせるケースを例にとれば、外見的には部品供給に伴う棚卸取引や役務提供取引のみであったとしても、工業製品の部品は無形資産の固まりであり、役務提供の中身が技術支援等であれば、やはり無形資産を伴うこととなる。まして現地法人が無形資産を移転して製造を行うケース、あるいは現地法人が独自に無形資産を保有するに至ったケースなどでは、取引関係国双方に無形資産が存在することとなる。

さらに、そもそも日本の親会社と直接取引関係にない場合であっても無形資産取引に絡んで移転価格上のリスクが生ずるケースもある。例えば、日本の企業が製造拠点を低賃金国に移し、そこから周辺国に製品輸出・販売を行う、いわゆる「外—外」取引の場合である。このケースでは、取引は製造拠点所在国とその周辺国に発生し、日本の親会社との直接の取引関係はみられないものの、製造拠点における製造技術上の無形資産が日本で開発されたものであるとすれば、日本の親会社から製造拠点の現地法人に対して無形資産の使用許諾あるいは移転があったはずである。独立企業間であれば、無形資産の使用許諾等について無償で提供されることはありえず、日本の親会社に対して適正な対価が支払われるべきものと考えれば、ここに移転価格上のリスクが生ずることとなる。

無形資産とは、他にはない独自性・独創性がある故に「資産」たりうることを考えれば、無形資産の評価すなわち無形資産取引に当たっての適正対価について、他

に比較対象取引を求めることは極めて困難である。この点において納税者側と税務当局との間での見解の相違が生ずる余地（リスク）が大きくなる。

8.3.3.2 進出相手国における税務リスク

① PE 認定課税リスク

わが国企業が海外進出する場合には、進出相手国に現地法人を設立する（パターン 1）、支店等の恒久的施設（PE）を設置する（パターン 2）、恒久的施設を設置しない（パターン 3）、といったパターンが考えられ、それぞれの形態に応じて進出先での課税の取扱いは異なる。

問題は、パターン 3 のうち、駐在員事務所などの形態で相手国に進出する場合である。駐在員事務所は、物理的には「事務所」に該当するので一応恒久的施設に当たるが、「租税条約の原則」上、機能的に、企業のために情報収集をおこなうことのみを目的として一定の場所を保有すること、あるいは企業のために準備的又は補助的な性質の活動を行うことのみを目的として事業を行う一定の場所を保有すること、などは恒久的施設の概念から除外される²⁶。しかしながら、国によっては

- ア) 租税条約の締結関係のない国における国内法等の独自の規定による PE 認定課税を行う、
- イ) 租税条約関係にあっても、租税条約原則に従わない国内法等による PE 認定課税あるいは駐在員事務所課税を行う、
- ウ) 国内法制上租税条約原則に従うこととなっても、予算目標達成上の必要性、あるいは関係法令の規定降りがあいまいであったり、担当者によって解釈がまちまちであったりする結果として執行上広範な PE 認定課税が行われる、などのケースが見られる。

そもそもわが国と租税条約関係のない上記ア) のケースであれば、進出企業においても二重課税発生リスクは織込み済であろうが、上記イ)、ウ) のケースでは、司法上の救済システムや相互協議による二重課税解消システムが事実上機能していない国にあっては、不確定要素の高いリスクとなり問題は深刻である。

上記イ) については、例えば中国においては、わが国との間に租税条約関係は存在するものの、「中国の税法および関連通達により恒久的施設の機能の認定範囲が広く

²⁶ 本庄資著「国際租税法」53頁（平成14年7月 財団法人大蔵財務協会）

解釈されていることから、少なからぬ駐在員事務所が事業活動を行う恒久的施設として課税されているという現状がある」との指摘がある²⁷。

また、ウ)に該当する例は、発展途上国に比較的多いが、例えばインドネシアにおいては税務当局のポリシーとして公然と税務当局が達成すべき徴税目標額が定められており、その執行は「各所轄税務署単位での徴税額・ノルマ達成度に重きが置かれる傾向がある」との指摘があり²⁸、現場において無理な徴税に走る過程でこのような課税が行われる例がある。

② 進出相手国による移転価格課税リスク

ア)アジア諸国における移転価格税制の導入時期はまちまちであるものの、具体的な実施に関する規定やガイドラインは、各国とも 2000 年代になってから相次いで整備されてきた。したがって移転価格税制の執行という観点から見れば、多くの国で未だ導入期の段階にあるといえる。

移転価格税制自体不確定要素が大きく、その実施に当たっては、関連者や関連取引に関する複雑な機能分析や比較対象取引の選定など極めて専門的な知識経験を要する上に、巷間「移転価格は Science ではなくて Art である」とも言われるとおり、解が一つであることは稀である。したがって、その執行に当たっては関係法令解釈の取扱いの統一性確保や人材育成さらには司法救済機能も含めた納税者救済措置の充実といった、税務行政執行に必要最低限の基礎的条件の確立が求められるところ、これらの国々の中には、執行現場の調査官クラスの移転価格税制に関する知識・経験の乏しさはもとより、複雑な税制の執行のためのそもそもの基礎的条件に欠けるものも多く存在するのではないか。

こうした国々にあつては、たとえ法令上あるいはガイドライン上の整備がなされていても、すでに述べたような徴税目標達成のための無理な執行、調査官によって異なる法令解釈や取扱い、さらには明らかな法解釈誤りや誤処分に対する救済手段の機能不全といった事態に起因するリスクは、通常の税務に比して相対的に大きいものといわざるを得ない。

イ)税務執行の熟度の問題に加え、資本輸入国の立場として、例えば「委託製造業者には常に一定の利益を計上することを求め、損失の計上を認めない」²⁹、「関連会

²⁷ 鈴木康伸ほか「アジア各国の税制第 12 回 中国③ (恒久的施設課税と個人所得税)」(国際税務 Vol.25 No.9 55 頁)

²⁸ 税理士法人トーマツ編「アジア諸国の税法 (第 5 版)」692 頁 (2007 年 5 月 中央経済社)

²⁹ Jee Chang See, 中津利通「東南アジア諸国における移転価格税制の最新動向及び事前確認制度の利用状況」(租税研究 2009.12 号 155 頁) マレーシアに関する記述

社への役務提供には、最低 5% のマージンを徴収することを要求している。」³⁰ といった、個々の納税者のビジネスの持つ機能やリスクについて十分な分析検討をすることなく一律の執行ポリシーをとる国もあり、OECD 移転価格ガイドラインに準拠した執行ガイドラインを保持しつつも、その実施に当たっては国際基準から大きく外れる国も存在する。

ウ) こういった移転価格課税のリスクを回避するためには、税務当局に事前に適切な独立企業間価格算定手法の確認を求め、いわゆる「事前確認 (APA)」も考えられるが、これへの対応は国によって異なる。昨今は、アジア諸国にあっては概して APA に対応しており、国によっては積極的に APA の使用を促すポリシーを採る国も存在する³¹ものの、中には APA の運用手続が未整備である故に制度はあるものの事実上機能しなかったり³²、そもそも APA の仕組み自体が存在しないケース³³があったり、税務当局が APA を行う際に将来予測幅の中位値での申告を求めるケース³⁴、APA 申請が税務当局の要求する水準に達しない場合には、申請自体が受理されないケース³⁵、さらには APA の審査体制が整備されていないことにより年に 1 件ほどしか審査を了しないケース³⁶など、さまざまである。いずれにせよ、今後 APA はさまざまな国でより利用されていくことが予想されるが、このような問題の解決は喫緊の課題といわざるを得ない。

また「国外関連者」の定義についても、概ね OECD モデル条約に即した規定振りとなっているものの、例えば中国やインドネシアにおいては、国内法上、25% 以上の株式保有で、国外関連者とみなされることとなっている。こうした国々において実際に移転価格課税が行われた場合の二重課税の排除は、租税条約に基づいて権限ある当局間の相互協議の合意により行われることとなるが、国内法の 25% 基準を単純に適用して課税がなされた場合には、租税条約上の「支配関係」基準とは乖離があることから、相互協議において議論が難航するリスクが見込まれよう³⁷。

エ) さらなる問題は、こうした執行上、国内ポリシー上の不確実性リスクに加えて、

³⁰ 同上 159 頁 シンガポールに関する記述

³¹ シンガポールにおいては納税者に対して APA の積極的使用を促している。

³² インドネシアがこの状態にある。

³³ ベトナムが該当する。

³⁴ 中国が該当するといわれている。

³⁵ 同上

³⁶ タイが該当する。

³⁷ もっともこのようなケースの存在については両国とも顕在化していない。

租税条約上、対応的調整を公式にあるいは事実上行わない国がいくつか存在することである。そのタイプは、i) 租税条約上対応的調整規定が存在しないことを理由に対応的調整を拒むもの³⁸、ii) 租税条約上対応的調整は可能だが、国内法や国内ポリシーを優先させるもの³⁹、iii) 租税条約上対応的調整は可能だが、国内法上の手続が未整備であることから対応的調整が困難であるものに分かれる。いずれにせよ、これらの国にあっては二重課税が解消されないことから、進出企業の負担は必然的に重くなることとなる。

8.4 税務リスク解消のためのメカニズム

日本において発生する税務リスクについては、政府レベルでは、今後とも OECD における国際的課税ルールや共通理解に即しつつ課税要件や執行方針の明確化に取り組むとともに、特に移転価格税制においては、いわゆる事前確認を推進することにより、わが国企業の課税リスクの回避及び法的安定性の確保に努めていく必要がある。また、企業サイドにおいては、海外取引に際して移転価格関係のドキュメンテーションについて、十分な検討を行う必要があると思われる。

他方、進出相手国における税務リスクについては、いずれも相手があることであるから、日本独自で取り組むことのできることは限られているものの、以下の方策を採る必要がある。

8.4.1 制度的対応

① 租税条約網の整備

日本企業の海外進出に伴う税務リスクの解消に当たって最も根本的な制度的手当は、租税条約未締結国との条約締結により、二重課税解消の基礎的条件を構築することであろう。現在、アジア諸国におけるいわゆる新興国（地域）において、租税条約が未締結な国・地域として香港が挙げられるが、国際的な脱税及び租税回避防止のための税務行政共助条項も含めて、早急な整備が望まれる。

② 租税条約におけるいわゆる対応的調整規定の整備

租税条約が締結されている国（地域）であっても、対応的調整規定を有しないこ

³⁸ インドネシアが該当する。ただし近年方針を転換しつつあり、ウ)のカテゴリーに移行しつつあるようである。

³⁹ タイにおいては、国内法における3年の還付期限を厳格に適用することから、3年より前の年分についての対応的調整は行われぬ。これは仮にタイ当局の事情で相互協議が行われぬ、あるいは遅延した場合であっても同様である。また、中国においても、条約上の取扱いや相互協議上の合意よりも国内ポリシーを優先させる傾向が見られる。

とを理由に、二重課税解消のための対応的調整を拒む国が存在するのは上述のとおりである。他方、対応的調整規定が存在しなくても対応的調整に応じる国も存在するものの、いずれにせよ対応的調整規定のない租税条約について、これを整備することにより、両税務当局による二重課税解消のメカニズムを確実にする必要がある。アジア諸国における日本企業の進出が盛んな国（地域）における、前者の例として日尼（インドネシア）協定が、後者の例として日中条約が挙げられる。

③ 租税条約におけるいわゆる仲裁手続条項の整備

仮に対応的調整が可能な国であっても、相互協議での合意による解決が困難なケースも存在する。これは、

ア) 一般的に自国における関連情報は十分に入手可能である一方、国外関連者が所在する国・地域の関連情報は入手しにくいことから、双方の相互協議担当部局が有する情報に非対称性が生じることに由来するもの、

イ) 外生的な要因に基づく損失が生ずる場合やマクロ的な為替変動による企業収益への影響に対する考え方等、権限ある当局間での共通認識が得られない論点が争点となることに由来するもの、

ロ) 関連者取引に関する事実認定について両当局間において共通認識が得られないことに由来するもの、

エ) 課税担当部署や事前確認審査担当部署と相互協議担当部局との関係において前者がより強い影響力を後者に及ぼす場合や、移転価格税制執行に際しての詳細や事案内容の詳細をよく承知していないポリシー担当者が同時に権限ある当局として相互協議にあたる場合、あるいは外資系企業に対する二重課税排除のモチベーションをほとんど持たない相互協議担当部局である場合など、権限ある当局に帰すべき合意困難性に由来するもの、

などが要因として挙げられる⁴⁰。

特にアジア諸国にあつては、相互協議の経験自体比較的近年のものであり、複雑な移転価格税制の執行に関する経験を有する人材も少ないことから、上記エ)に由来するケースが多い。国税庁のいわゆるAPAレポートによれば、近年アジア諸国などの新興国との相互協議件数が増加傾向にあるが⁴¹、移転価格税制執行に当たって、共通の価値観とスタンダードを有するOECD加盟国との交渉に比して、これらの

⁴⁰ 本庄資編著「租税条約の理論と実務」517～521頁

⁴¹ 平成20事務年度の「相互協議を伴う事前確認の状況（APAレポート）」（平成21年10月、国税庁発表資料）

国々と相互協議で合意し二重課税を排除していくことの困難性はより大きいといえる。OECDにおいては、2007年にモデル租税条約を改定し、第25条（相互協議条項）に紛争解決のための仲裁手続が追加されているが、日本においても、上記のような相互協議合意の一層の困難化を見据えて、今後いわゆる新興国を中心に仲裁手続条項を租税条約に盛り込んでいくよう働きかけていく必要がある⁴²。

8.4.2 国際的税務協力による執行上の対応

① 国際課税ルールの確立及び共有化の必要性

アジア諸国においては、特にPE認定課税や移転価格税制の執行の局面において、リスクがあることは、上記「8.3.3.2 進出相手国における税務リスク」において述べたとおりである。もとより各国には各国の課税主権があり、各国の国内税法に基づいて課税が行われることは当然のことである。しかしその結果、国際的二重課税が生じた際に、これを解決するための租税条約の解釈や移転価格税制上のルールについて、双方の共通の理解がなければ、二重課税の排除は現実には困難であろう。この問題意識から、現在OECDにおいて租税条約のコメンタリーや移転価格ガイドラインの形で国際的に共通の理解を文書化するとともに、必要に応じて改定が行われており、先進国間では国際課税に関するルールの共通理解が定着しつつあるといえる。

しかしこうした取組みは、強制力を持つものでもなく、特にアジア諸国のほとんどはOECDのメンバー国ではないことから、国によっては、公式・非公式にコミットメントを保留している事実が存在する。特に新興国の一部においては、こうした先進国グループ主導のルール構築に反発を示す動きも見られ、議論が、もっぱら自国の税収確保の観点からのみなされ、論理性・客観性に欠けるとされるものも多いようである。今後ともOECDやIMF、世界銀行等における技術支援プログラム等を通じて、アジア諸国における税務行政基盤の確立や合理的な国際課税ルールや考え方の共通理解に粘り強く努めていく必要がある。

② 国際技術支援の現状と問題点

現在、さまざまなプログラムを通じて国際的な税務行政技術支援が行われている。

⁴² もっとも、いわゆる新興国においては、基本的には外資受入れの立場であり、自国の税収確保の観点からすれば、外資系企業の二重課税解消についてのモチベーションは、一般的に低いといえる。こうした状況において、租税条約に仲裁手続を導入していくことは、相手国との合意という観点からは、非常に困難といえる。

この分野における主たるプレーヤーは、国際機関としては、世界銀行、IMF、OECD
の他、国別では米国（USAID）、ドイツ、オーストラリア、日本が挙げられる。

これらのプレーヤーによる技術支援は、それぞれ長い歴史を持ちかつ一定の成果を
挙げているが課題が多いことも事実である。

特に OECD を除く国際機関による技術支援は、

ア) もっぱら貧困撲滅の観点から税収確保のための基盤整備のために行われており、
必ずしも国際課税ルール及びその理解の共有化に焦点を当ててこられなかった面
がある（目的の相違）⁴³、

イ) 支援内容のメニューは、VATの導入、自主申告制度の導入、源泉徴収制度の強化、
腐敗防止とほぼ定型化し、支援対象国の実情に応じたものに必ずしもなっていない
（定型化したメニュー）⁴⁴、

ウ) 支援内容・テーマが支援受入国側にニーズに応じたものになっていない（支援ニ
ーズと支援内容の不一致）、

エ) 支援受入国にあっては、支援サイドのアドバイスを、単に文書にして税務行政の
第一線に通達するだけというふうなことがあり、マネジメントに従事する職員が
自ら現場の実情や納税者のレベルに応じて考慮されたものになっていないことが
あることから、実効性を伴わないことが多い（支援受入国側の問題）

など課題が見られる。

国別の支援においては、プログラムによっては長期ステイによる細やかな技術支
援が行われており、支援受入国側の支援ニーズに応じて着実に成果を上げている面
もあるが、ア) 支援範囲が限定的であり、包括的な支援が行われにくい、イ) 特に短期
的支援においては、支援ニーズとの間に乖離があることがある、ウ) 支援受入国側
において支援を受けることが惰性化しており、支援受入にあたって十分な態勢がとら
れていない、などの問題が見られる。

⁴³ もちろんこのような取組みは、特にOECDのアウトリーチ活動などを中心に行われているが、
多分に一般的・定型的なものに留まっている。限られた資源や機会、きわめて専門的かつ詳細
な国際課税ルールについて、十分な支援を行うことは、ことの性質上困難な面があることは否め
ない。

⁴⁴ 望ましい制度は一般的・普遍的である面もあることは否めないが、問題はそれを円滑に導入
するための、手順であり、また現場の実情を踏まえた実務的な個々の執行策である。これは単に
通達やレポートを書くだけでは済まされず、現場の職員にどのように伝え、モチベーションを与
え、行動させ、そして結果を出させるか、という極めて実施上の問題にかかっている。この点が、
税務支援に携わる側、受入れる側双方に十分認識されておらず、単なる勧告文書やアドバイス、
あるいはそれらに基づいた空文化した通達等の濫造となって、国際的な税務行政支援の実効性を
失わせている。ポリシーメイキングに携わる学者や官僚がレポートや勧告文を書けばそれでよし
とするのは、特に国際的技術支援の分野にあっては、単なる自己満足に過ぎないといっても過言
ではなく、あらゆる国際機関や政府を通じた悪弊である。

③ 日本として今後採るべき方策

日本の取組みとしては、世銀や JICA との提携プログラムを通じた職員研修を各種実施や JICA 長期専門家の派遣（長期ステイ型支援）などのわが国独自の支援策を実施している他、OECD のアウトリーチ活動への参加などを通じて、特に日本企業の主要な進出対象国であるアジア諸国に重点を置いた支援を行ってきている点で一定の戦略性が保たれているものの、今後とも上記の問題点を認識して、国際的な税務行政支援をさらに発展させていく必要がある。特に、税務行政基盤を確立させるための支援方針として従来の国際機関における支援では十分な取組みが行われなかった点、すなわちア)目標額制度あるいは類似のプラクティスの排除、イ)税法や通達解釈の統一性の確保、ウ)納税者救済制度の実効性の確保などについて、地道な活動が求められる。

最後に、縷々述べてきた、税務リスクの軽減と域内の経済活動活性化のためにもアジア諸国の相互協議担当部局及び国際課税担当部局に的を絞った、国際課税ルール及び共通理解の普及に努めていくことを強調したい。

【参考資料】アジア各国の法人税制の概要

日本企業の進出が著しいアジア諸国のうち、中国、ベトナム、タイ、マレーシア、シンガポール、インドネシアの法人所得税制について、国際課税に関連する事項についてのみ簡記する。⁴⁵

1 中国における企業所得税の概要

中国の法規により中国国内で設立された、あるいは外国の法により設立された企業等で中国国内に生産経営、従業員、財務、財産等について実質的に管理・支配する機構を有する「居住者企業」、ならびに外国の法により設立した企業で、中国国内に管理・支配する機構は存在しないが恒久的施設を有する企業および中国国内に恒久的施設を有しないが中国に源泉のある所得を有する「非居住者企業」を納税義務者とする。

前者は全世界所得について、後者は中国国内源泉所得及び中国国内で発生した中国国内の機構（場所）と実質的に関連する所得に対して納税義務を負う。なお、日中租税協定第5条第5項においては、「コンサルタントの役務を提供する場合には、このような活動が単一の工事又は複数の関連工事について十二箇月の間に合計六箇月を超える期間行われる時に」恒久的施設を有するものとされており、中国側企業あるいは関連会社と6ヶ月を超える技術導入契約や技術援助契約を締結する場合には、PE認定課税がなされる可能性がある点に注意を要する⁴⁶。

基本税率は25%であるが、一定の条件を満たす小規模かつ低利益の企業には20%、国家が重点的に支援するハイテク企業には15%の優遇税率が適用される。また、恒久的施設のない外国企業（非居住者企業）が中国国内源泉所得を得る場合には、20%の源泉徴収が行われる。なお、日中間で支払われる配当、利子、使用料については日中租税条約により10%の軽減税率が適用される。

また、国債利息収入、居住者企業が直接他の居住者企業に投資することにより取得した居住者企業間の株式配当金等の投資収益ならびに中国国内の機構等を有する非居住者企業が居住者企業から取得した株式等配当金等については、免税収入として扱われる。

⁴⁵ なお本資料の記述は、中国については伏見俊行氏・楊華氏共著「中国 税の基礎知識」（2009年3月 税務研究会出版局）に、その他の諸国については税理士法人トーマツ編「アジア諸国の税法（第5版）」（2007年5月 中央経済社）に全面的に拠っていることとおことわりする。

⁴⁶ 日中租税協定第5条⑤

なお、国際的二重課税は外国税額控除方式により調整され、控除限度額を超える外国税額は5年以内の繰越控除が認められる。

2 ベトナムにおける法人税の概要

納税義務者は、国内企業および外国投資法により設立された外国投資企業ならびに事業協力契約の外国側当事者である。また、外国投資法により設立された企業以外の外国投資企業であってもPEによりベトナムで事業を行っているともみなされるケースは課税対象となる⁴⁷。前者にあつては全世界所得が、後者にあつてはPEに帰属する所得が課税対象となる。

標準法人税率は、国内企業および外国投資企業を問わず28%であるが、優先業種に属する法人については、条件によって20%、15%又は10%の優遇税率を適用される。ただし、これら優遇税率を適用される外国投資企業に関しては、適用期間は、それぞれ10年間、12年間、又は15年間と規定され、優遇税率適用期間経過後は標準税率が適用される。また特定案件の場合には、優遇措置として最初の利益が出た年から最長4年までの免税特典が認められる⁴⁸。

また、利子、使用料、リース料の非居住者への支払いには、国内法上それぞれ10%の源泉徴収が行われる⁴⁹（日越租税条約上においても利子、使用料について上限税率は10%となっている⁵⁰）。

国際的二重課税の調整は、ベトナムが締結している租税条約に基づき、外国税額控除が適用される。また、みなし外国税額控除については、日越租税条約に基づき、配当、使用料及び無形資産の譲渡対価に対する10%のみなし直接税額控除⁵¹、および25%以上を所有する子会社の事業所得に対するみなし間接税額控除⁵²が設けられている⁵³。

3 タイにおける法人所得税の概要

タイの法律によって設立された会社等（内国法人等）、ならびにタイ国外の法律に従って設立された法人のタイ支店およびタイ国内に代理人PEを有するもの（外

⁴⁷ 税理士法人トーマツ編「アジア諸国の税法（第5版）」（2007年5月 中央経済社）336～337頁

⁴⁸ 前掲書 341～342頁

⁴⁹ 前掲書 345頁。居住者に対する支払については、源泉徴収はない。

⁵⁰ 日越租税協定第11条②（利子）、同第12条②（使用料）、同第12条⑤

⁵¹ 日越租税協定第22条④

⁵² 日越租税協定第22条②(b)

⁵³ 前掲書 343～344頁。みなし税額控除は2010年12月31日をもって終了することとなっている。

国法人支店およびPE)が納税義務者となる。前者は全世界所得について、後者はタイ国内源泉所得のみが課税対象所得となる⁵⁴。

税率は30%であるが、外国法人のタイ支店が法人所得税納付後の利益を本店に送金する場合には、別途10%の支店利益送金税が課される⁵⁵。国際運輸業者に対しては、経費控除前の運賃等総額つまり売上げの3%を納付税額とする特例がある⁵⁶。また、非居住者に対する以下の支払いについては、それぞれ源泉徴収がなされる⁵⁷。

- ・ 役務提供対価、利息、使用料、テクニカルフィー等：15%
- ・ 配当：10%
- ・ 使用料：15%

なお、外国法人の駐在員事務所が、事業環境についての調査報告、一般情報の収集、タイ国内における製品についての品質管理等のサービスを第三者に提供している場合には、当該駐在員事務所がそれにより対価を得ているか否かにかかわらず課税対象とされ、課税対象所得は得べかりし収入の総額となる。また、駐在員事務所が顧客の勧誘、顧客と本店の仲介連絡、本店に代わっての契約の締結や見積書等の代理発行を行う場合には駐在員事務所の営業活動とみなされ、恒久的施設を有するものとされ、当該行為により会社が得たであろう所得に対して課税関係が生ずる⁵⁸。

課税所得の計算に当たっては、タイの法令に基づき設立された法人相互間で種々する配当所得等については、配当の受取法人がタイの公開会社である場合、あるいは配当の受取法人が配当支払法人の株式の25%以上を保有し、かつ相互に株式を保有していない場合にはその全額が益金不算入となる⁵⁹。また、非公開株式会社又は公開株式会社が一定の要件を満たす外国会社等から配当を受領した場合には、その受取配当金は免税とされる⁶⁰。

また、投資優遇措置として、投資委員会布告により①投資奨励地域（ゾーン）

⁵⁴ 前掲書 268 頁

⁵⁵ 前掲書 282 頁

⁵⁶ 前掲書 283 頁

⁵⁷ 前掲書 289 頁。日タイ租税条約第 10 条②においては、25%以上の議決権を持つ株主に対する配当の上限税率を 15%（産業的事業に従事する法人により支払われる配当）、20%（その他の法人）とされている。また、同第 12 条②において、使用料に対する上限税率を 15%としている。

⁵⁸ 前掲書 270 頁。なお、同書においては、「いずれの場合にも、結果として無申告、無記帳という状況が生ずる可能性が高く、その場合には歳入法第 71 条に規定されている総所得に対する課税（総収入または売上高の 5%を税額とする）の対象となる可能性があるので特に注意が必要である。」としている。

⁵⁹ 前掲書 275 頁。なお、これ以外の場合には、受取配当の 50%が益金不算入となる。

⁶⁰ 前掲書 275 頁。この場合の一定の要件とは、①配当受領法人が、配当支払法人の議決権株式の少なくとも 25%を配当受領日前最低 6 ヶ月間保有し、かつ、②当該配当金は、在外法人等において 15%以上の税率により課税された純利益から支払われていること、とされている。

に立地する事業、②農水産物加工業や技術開発に直接関与する事業などの特別重要業種、③産業立地の地方分散のための工場移転などに対して、法人所得税の免除あるいは軽減などの優遇措置が設けられている⁶¹。投資委員会の認可を受けた奨励対象企業からの配当金は、その源泉たる利益が免税対象利益であり、かつ免税期間中に支払われたもの限り、配当受領者がタイの居住者の場合にはその課税所得に含めないことができ、非居住者の場合には当該配当に係る源泉徴収税が免除される⁶²

なお、国際的⁶³二重課税は外国税額控除方式により調整されるが、日タイ租税条約第 21 条 4 項において、みなし外国税額控除が認められている。

4 マレーシアにおける法人税の概要

マレーシアあるいは外国の法律に基づいて設立された法人が納税義務者であり、管理支配基準により居住法人と非居住法人に区分されるが、後者はもとより前者においても原則として国内源泉所得のみが課税対象となっており、いわゆる属地主義が採られている⁶³。

標準税率は 2008 年以降 26% となっているが払込資本金が 250 万 RM 以下の中小企業については、課税所得 RM500,000 までについては軽減税率 20% が適用される⁶⁴。有価証券売却益（損）などのキャピタル・ゲイン（ロス）は税務上益金（損金）とならない⁶⁵。また、受取配当については益金算入し、受取配当額に対応する法人税額を「源泉控除」するインピュテーション方式により法人・個人の所得課税における二重課税の調整が図られている⁶⁶。

利子の非居住者への支払いには 15% の、ロイヤルティ・使用料の非居住者への支払いには 10% の源泉徴収が行われる。これらの支払いについては、日馬租税協定においてそれぞれ 10% の限度税率に設定されている⁶⁷。これらはいずれも確定税額すなわちマレーシアにおける最終課税となっている。

また、投資促進法等により、認定事業に係る法定所得の 70% の免税措置（5 年間）

⁶¹ 前掲書 312～321 頁

⁶² 前掲書 321 頁

⁶³ 前掲書 393 頁。ただし銀行、保険等の課税所得の計算には、全世界所得基準が適用される。非居住法人については、恒久的施設に帰属する所得についてのみ課税となる（日馬租税協定第 7 条①）。

⁶⁴ 前掲書 418 頁

⁶⁵ 前掲書 399 頁

⁶⁶ 前掲書 431 頁

⁶⁷ 前掲書 426 頁。居住者に対するこれら支払いの源泉徴収は行われない。また、支払配当に対する源泉徴収は行われない。この他非居住者に対して支払う請負契約対価（役務提供部分:10%）および非居住者に支払う役務提供対価に対する源泉徴収（10%）がある。

を享受できる「パイオニア・ステータス」や、所定の活動のために支出された適格資本的支出の60%について所得控除が認められる「投資控除」をはじめとした様々な優遇税制がある。

なお国際的二重課税は、国外所得のマレーシアへの送金を促進するため、近年外国税額控除方式に代えて国外所得免税方式により調整されている。このため、マレーシアでの外国税額控除制度は現在、マレーシアの税率を極度額とする租税条約に基づく外国税額控除およびマレーシアが租税条約を締結していない国における源泉所得について二重課税が発生している場合に認められる片務的外国税額控除の2つとなっている。なお、日馬租税条約上のみなし外国税額控除は、2006年12月31日以降効力を失っている。

5 シンガポールにおける法人税の概要

居住法人の判定は管理支配地基準で行われる。非居住法人は国内源泉所得のみ課税となるが、居住法人であっても国外源泉所得はシンガポールに送金されない限り課税されない。2003年6月1日以降にシンガポール国内で受け取られる国外法人からの配当収入、国外支店の営業取引からの所得および国外サービス収入については、源泉地国における表面税率が15%以上であり、かつ対象となる国外所得がその源泉地国で課税されていることを条件に、送金されても課税されないこととされている。また、国外源泉のロイヤルティ収入、利息収入が送金されても、5年以内に研究開発活動（20%以上がシンガポール国内で行われていること）に100%投入すること等の条件が満たし、承認を受けている企業では免税となる。なお、有価証券売却益（損）などのキャピタル・ゲイン（ロス）は税務上益金（損金）とならない⁶⁸。

税率は1990年代以降27%から段階的に低減しており、2008年以降は18%の税率が適用される。また、利子の非居住者への支払いには15%の、ロイヤルティ（使用料）の非居住者への支払いには10%の源泉徴収が行われるが、日星租税条約によりそれぞれ10%に軽減される⁶⁹。また、マネジメント・フィー等の非居住者への支払いには18%の源泉徴収が行われるが、日星租税条約ではシンガポールに恒久的施設がなく、また業務をシンガポール外で行っている場合には源泉徴収義務は発生しないこととされている⁷⁰。なお、配当金の国外送金に対する源泉徴収制度はない。受取配当については、従来インピュテーション方式が採用されていた

⁶⁸ 前掲書 504 頁

⁶⁹ 前掲書 537 頁

⁷⁰ 前掲書 537～538 頁

が、2004年以降受取配当免税方式が導入され、2008年1月1日以降は全面的にこの方式に移行している⁷¹。

国際的二重課税の調整については、マレーシアと同様国外所得免除方式により行われるが、外国税額控除については、租税条約に基づく外国税額控除、片務的外国税額控除に加え、特定の英連邦諸国に対する互惠的外国税額控除がある⁷²。

6 インドネシアにおける法人所得税の概要

インドネシアの法律によって設立された法人・事業体（内国法人）及び内国法人以外の法人・事業体（外国法人）でインドネシア国内に恒久的施設を有するものが納税義務者となる。前者については全世界所得が課税対象となる。また後者については、恒久的施設に直接帰属する所得の他、恒久的施設が行っているものと同種類の事業活動等を行うことにより得たインドネシア国内源泉所得も恒久的施設に帰属するものとして課税される“Force of Attraction”ルールを採用しているが⁷³、この点、日尼租税協定において当該恒久的施設に直接帰せられる所得に課税対象が限られている⁷⁴。

なお、日尼租税協定第5条第5項においては、「コンサルタントの役務・・・を提供する場合には、このような活動が単一の工事又は複数の関連工事について一課税年度において合計六箇月を超える期間行われる時に」恒久的施設を有するものとされており、インドネシア側企業あるいは関連会社と6ヶ月を超える技術導入契約や技術援助契約を締結する場合には、PE認定課税がなされる可能性がある点に留意を要する⁷⁵。

外国法人がインドネシア国内に恒久的施設を有しない場合には、インドネシア国内源泉所得があれば課税対象となり、20%の税率で源泉徴収されるが、租税条約に別途定めがある場合にはそれに従う⁷⁶。

税率は年間課税所得に応じて10%（50百万ルピア以下）、15%（50百万超～100百万ルピア以下）、30%（100百万超）の三段階となっている⁷⁷。なお、インドネシア所在の恒久的施設で稼得された所得については、税引き後利益に対し20%のPE利益課税が課せられる（ただし日尼租税協定により日本企業の恒久的施設の場合

⁷¹ 前掲書 542 頁

⁷² 前掲書 533 頁

⁷³ 前掲書 672～673 頁

⁷⁴ 日尼租税協定第7条①

⁷⁵ 日尼租税協定第5条⑤

⁷⁶ 前掲書 673 頁

⁷⁷ 前掲書 682 頁

には 10%に軽減されている) ⁷⁸

キャピタル・ゲイン（ロス）は課税標準に算入されるが、上場株式の譲渡所得については、居住者・非居住者の別にかかわらず、取引価額の 0.1%の源泉分離課税となっている。また、新規上場時には、株式が売却されたか否かにかかわらず、上場以前からの株主に対して、所有株式価値の 0.5%が源泉分離課税の対象となるが、これらの源泉税はいずれも日尼租税協定により免除される ⁷⁹。

居住者に対する以下の支払いは源泉課税の対象となる ⁸⁰。

- ・ 国内銀行からの預金利息等の居住者への支払い：20%（源泉分離課税）
- ・ 土地建物の賃借料：10%（源泉分離課税）
- ・ 配当 ⁸¹・支払利息・ロイヤルティ：15%
- ・ 土地建物以外の賃借料：3%（陸運車両）、6%（その他）
- ・ 役務提供対価：1.5～4.5%

また非居住者に対する以下の支払いは源泉徴収され、これがインドネシアでの最終課税となる ⁸²。

- ・ 配当・支払利息・ロイヤルティ・賃借料・技術支援料・その他役務提供対価：20%
- ・ PE の法人所得税引き後利益：20%（ただし利益をインドネシアに再投資する場合は免除）
- ・ 未上場のインドネシア法人株式譲渡所得：5%

ただし上記の源泉税率は、日尼租税協定によりそれぞれ 10%、10%、0%に減免されている。なお、国際的²重課税は外国税額控除方式により調整される。

⁷⁸ 前掲書 683 頁。日尼租税協定議定書第 5 条(a))

⁷⁹ 前掲書 687 頁。日・インドネシア租税協定第 13 条④

⁸⁰ 前掲書 686、688 頁

⁸¹ ただし株式の保有以外に実際に事業活動を行っている株主が、払込済資本の 25%以上を保有する会社から配当を受取りかつ配当が剰余金から支払われる場合には源泉税は免除される（前掲書 691 頁）。

⁸² 前掲書 687、695 頁

(終わりに)

1.5 で述べたように、投資には日本企業が進出する実物投資と日本の金融ファシリティを使った金融投資があるわけだが、前者は大企業には一定のノウハウの蓄積がある中で、今後、アジア展開を企図する中小企業の置かれている立場では、制度環境面での情報に乏しく、リスクの高いものとなっている。アジアへの進出に当たっての課題は 8 の移転価格税制などで見たように地域内の法制度・執行の安定性信頼性を増加させ、域内の経済活動が円滑化するよう日本としても主導的役割を求められることとなる。

これまで詳しく見てきたように、ジャパンマネーの影が、アジアで薄いままであることとは、日本の金融ファシリティ、なかんずく日本市場が活用されないことであって、これが、アジア市場全体の安定と活性化にとっても大きな損失である。

海外進出と日本の金融証券市場の活用、活性化はバラバラに考えられやすいが、アジア域内の内需拡大への参加や経済統合の展望を考えると、アジア地域のダイナミックな金融・投資・産業連関のネットワークとしてとらえられる必要があることを改めて教えてくれる。今後の日本の経済成長を考えると、日本がネットワークの一員として、その技術、知的資源などを活かして、アジアの内需拡大を通じてその持続的成長を支える。日本から見て垂直的なつまり、援助の延長線上のものではなく、流通や労働力の開放を通じて、その市場を開放することが緊要な課題と考えられる。金融証券市場のアジアへの資金供給機能の発揮も日本の抱えるメンテナンスなのだ。

中小企業の海外進出の決定因子に関する分析 ～「アジア地域進出企業の課題に関する研究のための アンケート調査」の結果と分析から～

横浜市立大学 国際総合科学部 教 授 藤野次雄*

横浜市立大学 国際総合科学部 准教授 澤田直宏

概 要

従来の国際経営論は大企業を中心として研究が蓄積されてきた。しかしながら、中小企業が海外進出するにあたり、どの国にどのような手段・形態にて進出することが企業経営の観点からもっとも相応しいのかについての理論研究は進展していないのが現状である。本研究では海外進出を行った中小企業にアンケートを行うことにより、まずは海外進出の際の意思決定面に着目した分析を行った。分析結果としては、自律的に海外進出を決定している中小企業も存在することが確認された。この際、海外進出の条件としては、販売機会のほか、経営資源に限りがあるため現地の関連・支援産業の存在を重視していることが判明した。また、進出国の事前調査においては、会計事務所や邦銀からの知識移転よりも自社独自の知識蓄積を重視していることが判明した。進出の際の資金調達においては、ほぼ自己資金にて賄っていることが判明した。これらのことから、国内の専門機関(会計事務所、法律事務所、邦銀、海外進出支援機関等)のあり方について再検討を行う必要があると考える。

キーワード：関連・支援産業，組織学習，資金調達

* 本稿は横浜市立大学の平成 20 年度研究戦略プロジェクト「海外進出企業の国際税務マネジメントと税務教育研修のプログラム開発」(研究代表者 廣木準一教授)の報告書を基に作成している。本論の執筆に当たっては横浜市立大学 国際総合科学部 廣木準一教授、三浦敬教授、中條祐介教授、張櫻馨准教授に有益な御意見をいただいた。

なお、本稿は、筆者両名の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

1. はじめに

横浜市立大学では同大学が取り組む研究プロジェクトの一環として、アジア地域に進出あるいは進出を検討している中小企業の経営課題に関する調査を行っている。本論は同調査において研究の方向性を明確にするために行われたパイロット調査における結果の一部をまとめたものである。本調査は、パイロット調査であることからサンプル数が限られていること等により、一定の制約がある。しかしながら、海外進出を目指す中小企業の行動実体を分析し、問題点を整理することは、今後の研究における方向性を提示するものとして意義があるものとする。

なお、本論は研究会の趣旨に合わせ、上記調査内容のなかでも特に中小企業の進出経緯および資金調達の問題に焦点を絞って検討を行う。本論の構成は以下のとおりである。第2章の第1節にてアンケート調査の概要を説明する。第2節にて海外進出に至った経緯、第3節では進出に先駆けた現地の事前調査、第4節では資金調達の問題について検討する。第3章では以上の議論を振り返りインプリケーションと今後の研究課題について整理を行う。

2. アンケート調査結果

2. 1 アンケート調査の概要

本調査は神奈川県内に本社をおく中小企業を対象として行われたアンケート調査を基にしている。アンケート対象は親会社となる企業本体およびその海外子会社となる。アンケート配布先は横浜市立大学・横浜銀行グループが主催している社会人向け講義「よこはま経営塾」への参加企業および横浜銀行の協力による紹介先、横浜市の外郭団体である(財)横浜企業経営支援財団であり、すべて神奈川県内。なお、アンケートの配布数および回収率については、本調査が個別に依頼を行い、同意を得た企業に対してアンケート調査票を送付したことから全数回収となっている。

アンケート調査票の配付から回収までの期間は、平成20年10月15日から平成21年2月上旬である。アンケートの調査票は郵送あるいはメールにより回収を行った。サンプル数はプレ調査であることから親会社8社、その海外子会社36社（親会社1社平均4.5海外子会社）と少数サンプルとなっている。海外子会社の所在地については、中国、香港、シンガポールの順となっており、それに台湾、マレーシア、タイが続いている（表1）。このような国別進出状況となっているのは、海外進出の経緯と深く関係しているものと推察される。

2. 2 海外進出の経緯

2. 2. 1 海外進出の理由

企業が海外展開を行う理由については諸説存在する(Dunning, 1993 他). しかしながら, 既存の国際経営論ではグローバル展開を行っている大企業にフォーカスしたものが多く, 必ずしも中小企業を扱ったものではなかった.

企業が海外進出を検討する際, 現地国への進出方法は輸出あるいは現地企業へのライセンスなどの様々な手段が考えられる(Ball & McCulloch, 1999; Hill, 2001). 中小企業においては, 経営資源の制約, 特に人的資源や財務的資源の制約があり, 海外進出においては大企業以上に困難な問題に直面する可能性が高い. しかしながら, 本研究ではこれらの手段を使わずにあえて海外直接投資を行うことにより現地子会社・現地事務所を設立した点に着目している. このような関心から, 本論では中小企業に焦点を絞り, 海外展開の理由について調査を行った.

中小企業における海外進出の理由としては, 本調査によると「納品先の海外展開に伴うもの」が 30 件中 12 件と最も多い(表 2 参照)⁸³. このように中小企業が海外進出を行う理由として, 大企業の海外進出に伴い取引先である中小企業が進出するケースは広く知られている.

しかしながら, 「販路の拡大」の 9 件, 「生産コスト(除: 労務費)の圧縮」の 4 件, 「労務費の圧縮」の 3 件と続いている. これら 3 つの回答は従来の大規模製造業が安い製造コストを求めて海外進出を行うのと同じである. つまり, 経営資源の豊富な大企業のみに見られた海外進出の要因が中小企業にも浸透し, 積極的に国際戦略を導入していることが示唆される.

しかしながら, 中小企業の海外進出理由については, 積極的にビジネスチャンスを見つけて海外進出したというよりも, 日本国内の市場飽和と不景気により収益機会を求めて海外に活路を見つけざるを得なくなったという可能性がある. 本調査ではこれらの詳細な理由について調査を行ってはいない. 今後のアンケートまたはヒアリング調査による再検証が必要となる.

以下では, 海外進出理由を「営業拠点」と「生産拠点」の 2 つに分けてさらに詳細な分析を行う.

・営業拠点としての当該進出先の選定理由

⁸³ なお, 同一企業・海外子会社による複数回答を含む.

質問票に回答した中小企業・海外子会社の41件中13件が営業拠点としての国・地域の選定理由として「主要納品先に近接」という理由を挙げている(表3)。これらの結果は表2の海外展開に至った経緯とほぼ同様であり、大企業の進出に伴い取引先企業が進出したことが伺える

しかしながら、同調査においてユニークな点は41件中9件が「近隣地域の市場規模の大きさ」を挙げている点である。つまり、納品先の海外展開に伴って進出したというだけではなく、積極的な国際戦略を意図している点を改めて確認できる。特に重要な点は、中国進出の理由において「近隣地域の市場規模の大きさ」が最も主要な理由の1つとなっている点である。このことから中国進出においては自律的な国際展開を意図している中小企業の存在を伺うことができる。なお、「近隣地域の市場規模の大きさ」および「主要納品先に近接」がそれぞれ41件中9件および13件であり、営業上の理由である両者が全解答件数の5割を上回る結果となっている。

その他の理由としては、「法人所得税率の低さ」が3件、「電力・水道等のインフラの良さ」が2件、「情報通信インフラの良さ」が1件となった。このように営業拠点の選定の場合、優遇税制や工業団地の整備等の政府の政策が必ずしも選定理由にはなり得ていないことが伺える。つまり、生産拠点として海外企業が集積した市場であったとしても、市場規模が小さい場合、生産拠点の魅力度が低下した時点で企業が移転していく可能性を示唆している。

・生産拠点として当該進出先の選定理由

アンケートの全体の集計では「賃金の安さ」および「近隣地域の供給体制」が26件中ともに6件である(表3)。「賃金の安さ」を回答理由とするものについては、アジアへの進出理由としてはほぼ自明であるといえる。

「近隣地域の供給体制」については、国・地域別に見た場合においても中国、インドネシア、マレーシア、台湾、タイ、ベトナムにおいてあげられている。つまり、生産拠点としては、単純に労働賃金の安さだけで決定されるのではなく、その他の要因についても注意が払われていることがわかる。この点については若干の説明を要する。つまり、税制面での優遇策や工業団地など政府主導の誘致策が実施されていたとしても、原材料・部品など生産要素の調達コストが高い立地条件ではビジネスにおいて不利になる。すなわち進出国における関連産業の集積度が自社の進出理由として重要な点が伺える。このような観点はPorter(1990)の「国の競争優位」における「関連・支援産業」の重要性を検証する結果となった。特に中小企業のような経営資源への制約が大きい企業の場合、自力でフルセットの生産体制を賄える可能性は低い。このため、現地に「関連・支援産業」が存在するかどうかが決定的に重

要な要因となっていることが伺える。

2. 3 現地の事前調査

現地適応においては、現地の状況に関する知識の入手が不可欠である。これらの知識には法律や税制などの形式知に近いものから、雇用環境などの極めて状況依存的でローカルな知識もある(Kogut & Zander, 1992)。まず、本調査では海外進出前の準備段階として中小企業の事前調査の実態についてアンケートを行った。

まずは税制などの形式知に近い知識の入手方法について分析を行う(表 4)。アンケート調査では、「租税制度の事前調査」の方法について、現地の会計事務所・法律事務所を通じて行ったものが 7 件と最も多かった。これらの会計事務所・法律事務所については、必ずしも日本の会計事務所が利用されている訳ではなかった。つまり、税制においても地域により制度が大幅に異なるため、必ずしも国内でメインにしている会計事務所にローカルな知識の蓄積がある訳ではないことが反映されているものと思われる。

また、「既に系列の別会社があった」と回答したものが 26 件中 6 件あり、本格進出の前に段階的な進出を行うことにより、ローカルな知識の吸収が行われていたことが分かる(McEvily & Zaheer, 1999)。ローカルで状況依存的な知識は吸収にコストがかかるとともに模倣も難しい(Granovetter, 1985; Uzzi, 1996)。このため、段階的な進出により知識の吸収能力自体を高める戦略を選択せざるを得なかったものと推測される(Cohen & Levinthal, 1990)。つまり、一見、税制などのハード情報(形式知、公開情報)であったとしても運用面まで勘案するとソフト情報(暗黙知、ローカル情報、非公開情報)として現地機関を利用したり、自らの吸収能力を高めることによるしかなく、対応が難しいことが分かる。ではこのことは海外進出を目指す企業が採用すべき戦略への示唆を与えるものである。

次に、雇用制度など極めてローカル性の高い知識の入手方法について分析を行う(表 5)。「雇用制度の事前調査」においては「自前で行った」が 7 件と最も多い。続いて「既に系列の別会社があった」も 6 件となっている。つまり、雇用制度の場合、そもそも形式知ではなく、また知識移転も困難であるため、会計事務所や法律事務所、邦銀に依存することが困難であることが示唆される。このため自力での知識蓄積を行わざるを得ない側面が鮮明である(Cohen & Levinthal, 1990)。

さらに言えば、これらローカルな知識の有無が海外市場への進出の際の参入障壁として機能する可能性がある。すなわち、上記にて海外進出先の「関連・支援産業」

の有無が参入の意思決定のポイントであることを指摘した。これら「関連・支援産業」との間の取引においても様々なローカル性の高い知識が要求される。しかしながら、これらの知識は蓄積に時間がかかるからである。

なお、海外進出に当たっての事前調査は、企業グループとしても、初めての進出とすることになれば、現地の会計事務所・法律事務所を通じて、ないしは日本の会計事務所を通じてせざるを得ない。しかしながら、邦銀を通じて行っている企業は少なかった。これらは①邦銀自体のローカル性や現地での知識蓄積に問題がある、または②中小企業は海外拠点が少ない地銀との取引が中心であり知識移転がそもそも期待できない可能性がある。

2. 3 資金調達

海外進出においてどのように資金を賄うのかは、財務的資源の制約が大きい中小企業において重要な問題である。アンケート結果によると、進出当初においては自己資金で資金の手当をしているケースが多い(表 6)。但し、中国、香港、台湾などにおいては、銀行からの調達も行っている。また、香港、ベトナムでは、自己資金より銀行借入の方が多額となっている。

これは海外直接投資の規模からして親会社からの出資あるいは親会社からの借入で現状では必要な資金が調達できているのではないかと思われる。なお、海外子会社の現地での資金調達の問題は、必ずしも各国の資本市場の未整備に起因させることはできない。例えばシンガポールは資本市場の整備において他国よりも有利であるにもかかわらず、借入が行われていないからである。

仮説としては、中小企業の海外直接投資はリスクが大きいとして邦銀からの資金調達が不調であった可能性も存在する。同様に進出国での資金調達も困難である可能性が高い。これらの結果は、中小企業の海外進出において、依然、資金調達面がボトルネックとなっている可能性が示唆される。

進出当初と比べると現状での資金手当（必要とされている資金の内容や金額によるところもあるが）は、自己資金化されているとおおむねいえよう（表 6）。中国や香港では、一部銀行からの資金調達となっているが、中国についてみると、一部銀行からの資金調達は減少しており、中国での経営状況と関係している面もあるのではないかと思われる。日本法人を親会社とするグループ企業であり、株式公開しているものは、極めて少ないし、今後の資金調達や信用性などの観点からもその必要性はあまりないのではないかと考えられる。

参考までに、進出後の資金調達状況について検討する（表 7）。進出後は進出当初

と比べると、自己資金にて運営されているとおおむねいえよう。この結果の解釈については、そもそも資金需要がないのではなく、外部からの資金調達が困難なため、自己資金の範囲で賄わざるをえない可能性も示唆される。なお、中国や香港では、一部銀行からの資金調達となっているが、中国についてみると、一部銀行からの資金調達は減少しており、中国での経営状況と関係している面もあるのではないかとと思われる。

3. まとめ

企業が海外進出するに当たっては、どこの国にどのような規模の形態で進出するのが当該企業にとって最も企業経営の上から相応しいのか、戦略的に総合的な検討を行い、進出先国を決定することが必要である。その際、検討しなければならない事項としては、各国の基盤・諸状況、インフラの状況のみならず、地域の産業蓄積や現地情報の入手状況についても検討しておくことが必要である。

横浜市立大学は、横浜の中小企業を含めた国内企業に対して、国際化の観点から地域貢献の期待に応えるべく研究戦略プロジェクト事業として「海外進出企業の国際税務マネジメントと税務教育研修プログラムの開発」を研究している。本論は同プログラムのプレ調査結果の一部をまとめたものである⁸⁴。今後の研究課題としては、本研究成果の蓄積により、中小企業の海外進出の際の現状を明らかにするとともに、ボトルネックに対する問題解決策を提示することが求められる。

⁸⁴ 詳しい調査内容については廣木(2009)をご参照頂きたい。

図表

表 1 国別進出数

進出先	件数	パーセント
中国	14	38.9
香港	6	16.7
シンガポール	4	11.1
台湾	3	8.3
マレーシア	3	8.3
タイ	3	8.3
インドネシア	2	5.6
ベトナム	1	2.8
合計	36	100.0

出典：廣木(2009)より引用。

表 2 海外進出に至った理由

国	内容	件数	パーセント
中国	販路の拡大	4	33.3
	納品先の海外展開に伴うもの	4	33.3
	労務費の圧縮	2	16.7
	生産コスト(除：労務費)の圧縮	2	16.7
	合計	12	100
香港	販路の拡大	2	40
	納品先の海外展開に伴うもの	2	40
	生産コスト(除：労務費)の圧縮	1	20
	合計	5	100
台湾	納品先の海外展開に伴うもの	1	50
	労務費の圧縮	1	50
	合計	2	100
インドネシア	販路の拡大	1	50
	納品先の海外展開に伴うもの	1	50
	合計	2	100
マレーシア	販路の拡大	2	50
	納品先の海外展開に伴うもの	1	25
	生産コスト(除：労務費)の圧縮	1	25
	合計	4	100
シンガポール	納品先の海外展開に伴うもの	2	50
	販路の拡大	1	25
	その他	1	25
	合計	4	100
タイ	納品先の海外展開に伴うもの	1	100
ベトナム	その他	1	100

表3 海外拠点としての選定理由

国	内容	件数	パーセント
中国	近隣地域の市場規模の大きさ	4	28.6
	主要納品先に近接	4	28.6
	治安の良さ	2	14.3
	労働力の質	1	7.1
	物流アクセスの良さ	1	7.1
	電力・水道等のインフラの良さ	1	7.1
	その他	1	7.1
	合計	14	100
香港	主要納品先に近接	3	30
	近隣地域の市場規模の大きさ	2	20
	法人所得税率の低さ	2	20
	政治的安定性	1	10
	物流アクセスの良さ	1	10
	情報通信インフラの良さ	1	10
	合計	10	100
	台湾	近隣地域の市場規模の大きさ	1
労働力の質		1	50
合計		2	100
インドネシア	主要納品先に近接	1	33.3
	物流アクセスの良さ	1	33.3
	電力・水道等のインフラの良さ	1	33.3
	合計	3	100
マレーシア	主要納品先に近接	2	66.7
	近隣地域の市場規模の大きさ	1	33.3
	合計	3	100
シンガポール	主要納品先に近接	2	50
	近隣地域の市場規模の大きさ	1	25
	物流アクセスの良さ	1	25
	合計	4	100
タイ	主要納品先に近接	1	100
ベトナム	政治的安定性	1	25
	治安の良さ	1	25
	賃金の安さ	1	25
	法人所得税率の低さ	1	25
	合計	4	100

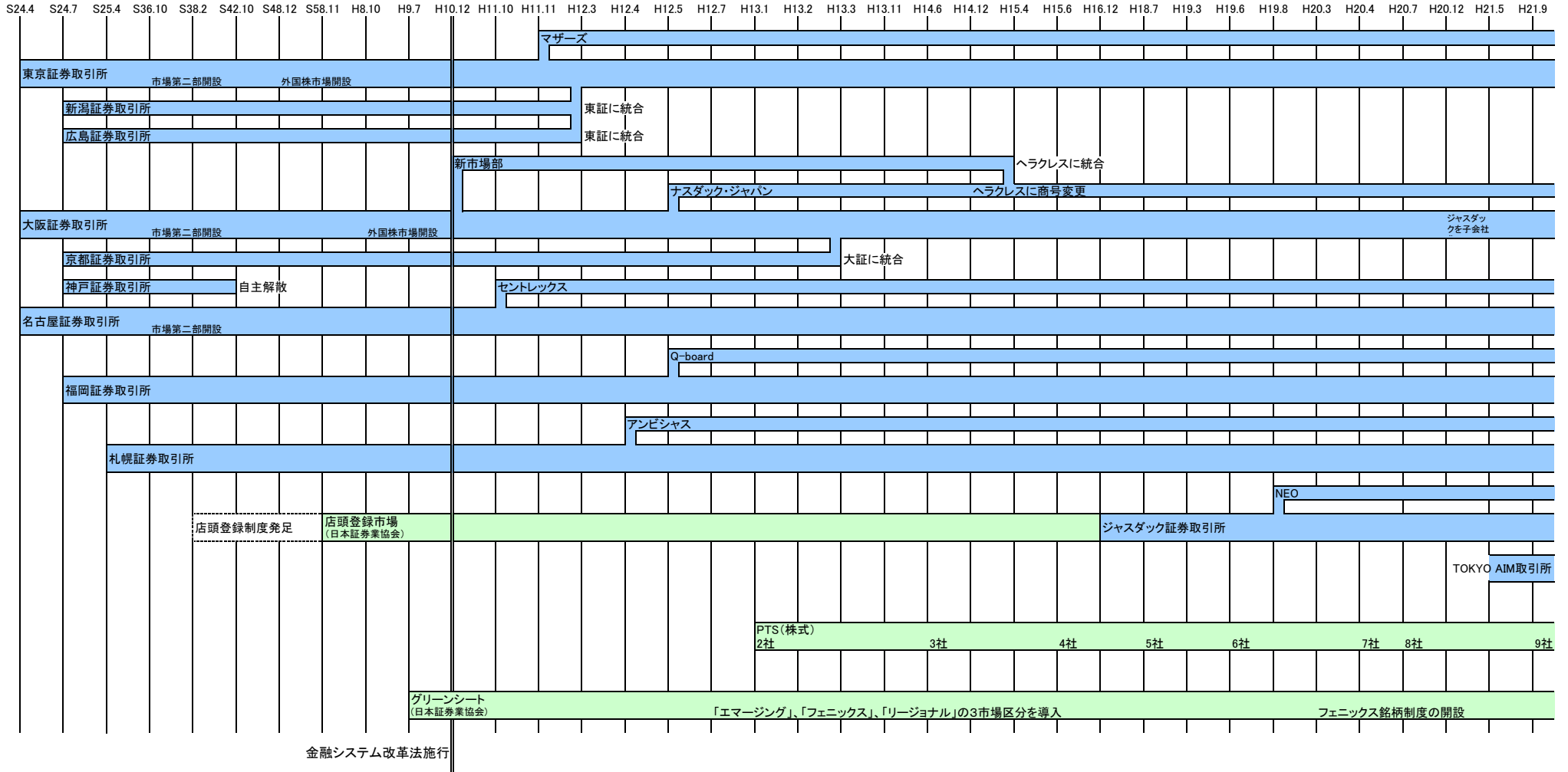
(注)中国のその他は、「上海市場に近く、工業団地のインフラが良く整備されている」という理由。

第3回研究会（2009年3月10日）に
おける池田市場課長説明資料を更新

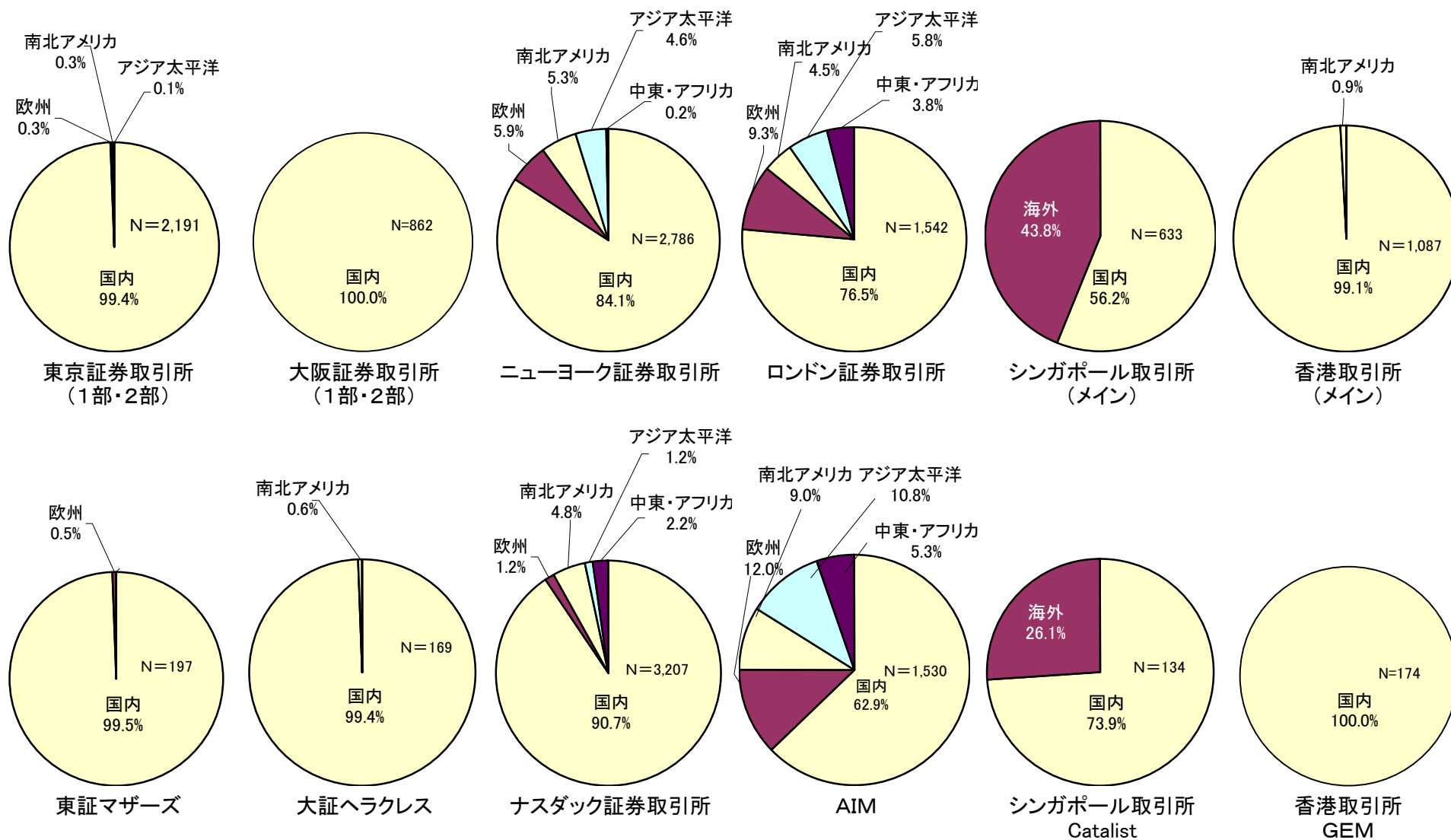
資 料

平成22年2月

我が国株式市場の変遷



各国主要市場 株式上場企業の国籍別構成比

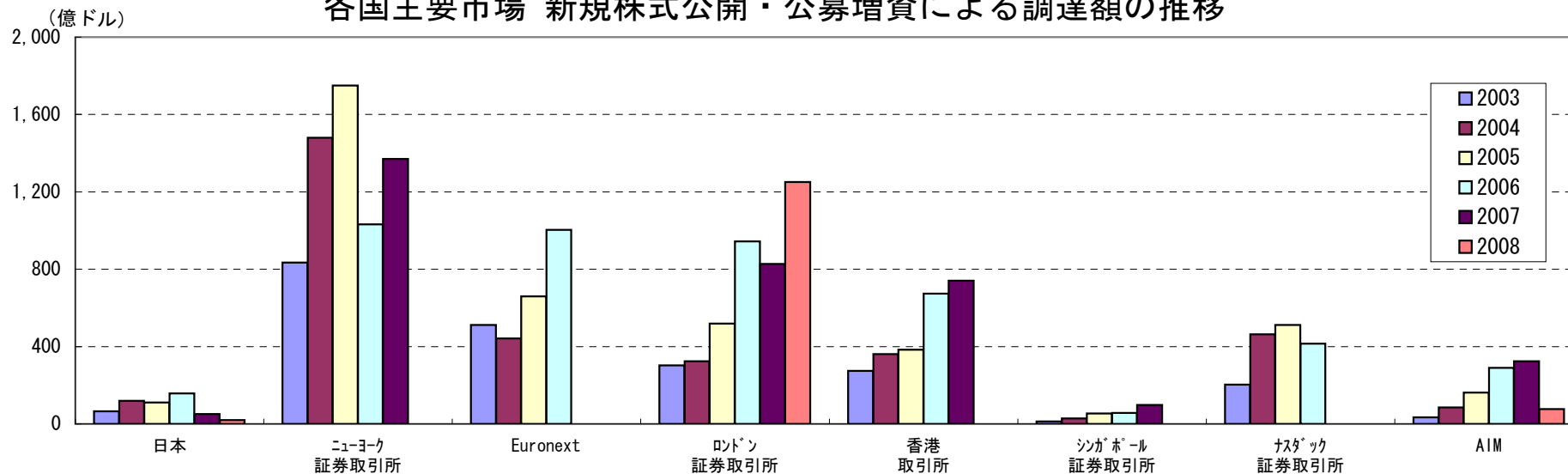


(出典) 各取引所公表資料

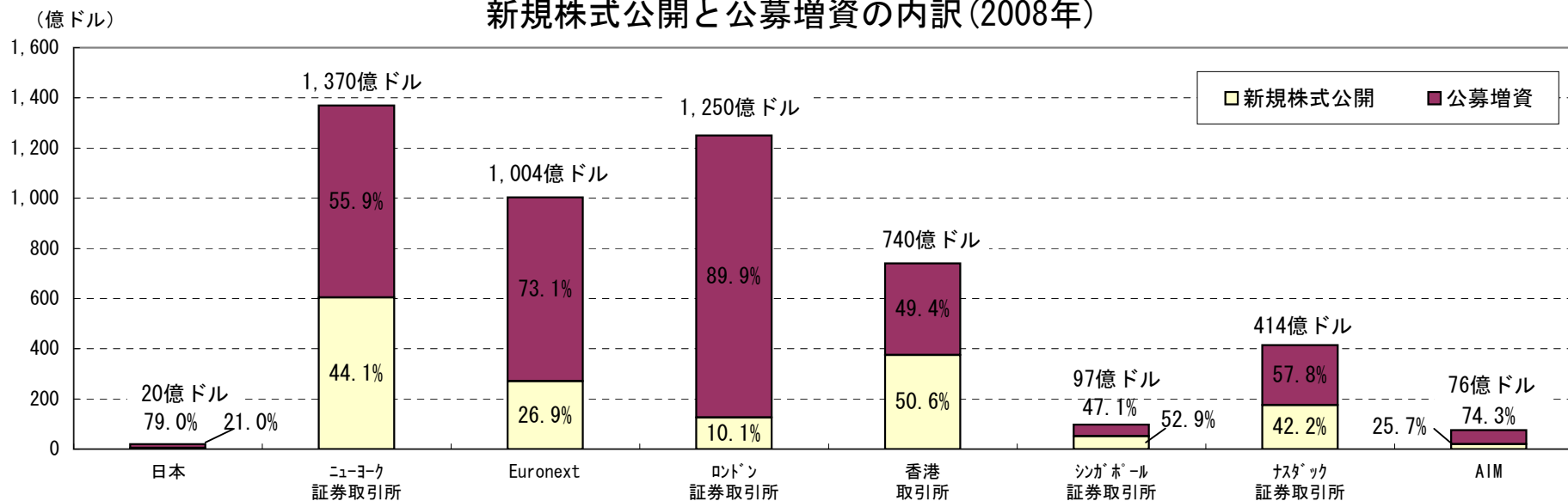
(注1) ニューヨーク証券取引所は09年6月1日時点、ナスダック証券取引所は07年6月末時点、ロンドン証券取引所及びAIMは09年1月末時点、その他の取引所は08年末時点の数値。

(注2) シンガポール取引所については、国籍別計数不明のため、国内と海外の区分。

各国主要市場 新規株式公開・公募増資による調達額の推移



新規株式公開と公募増資の内訳(2008年)



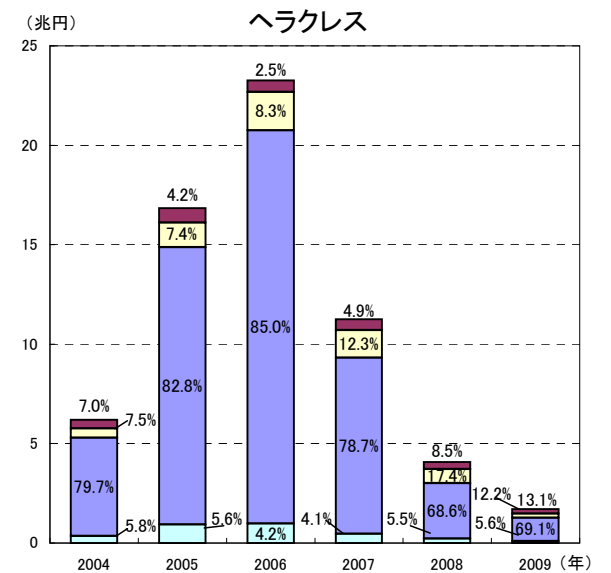
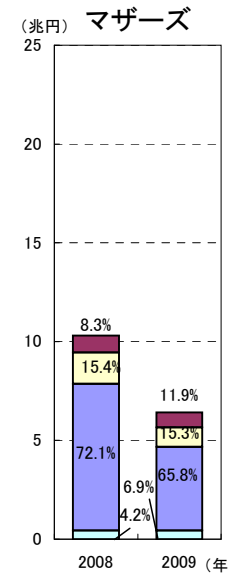
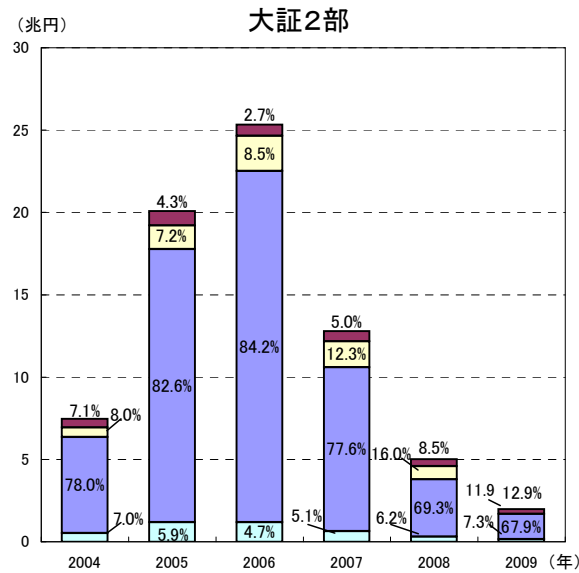
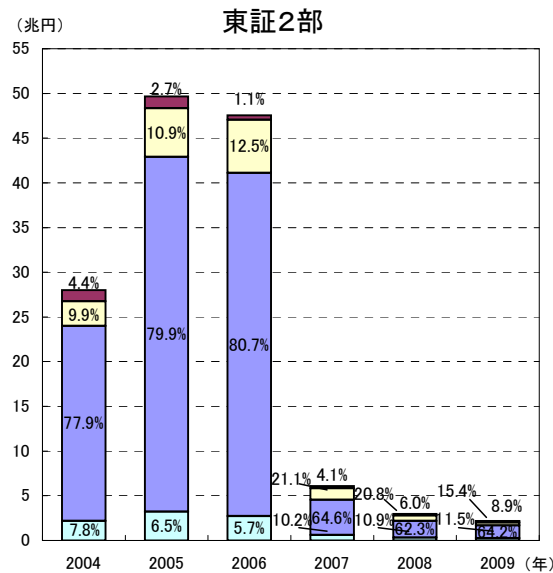
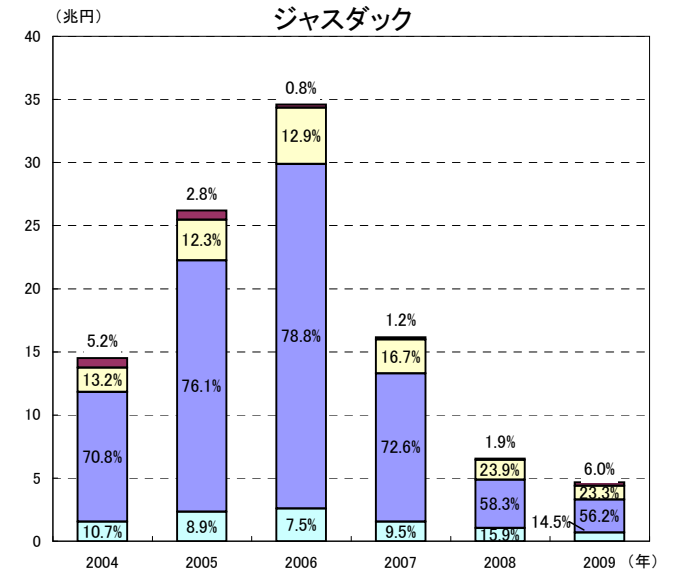
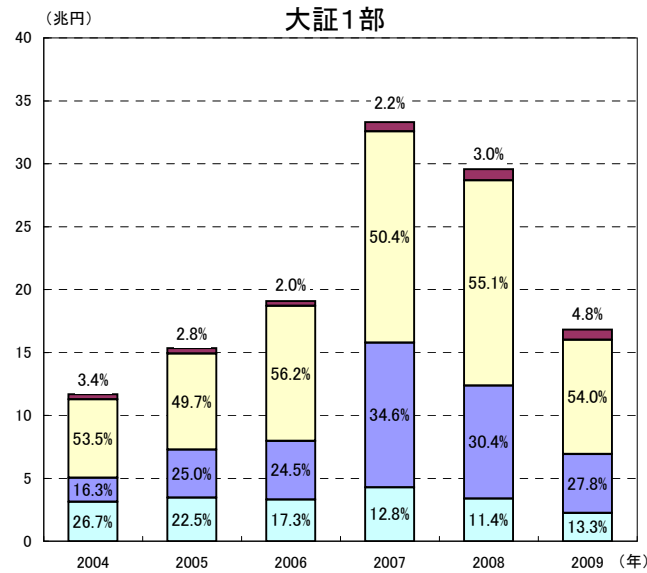
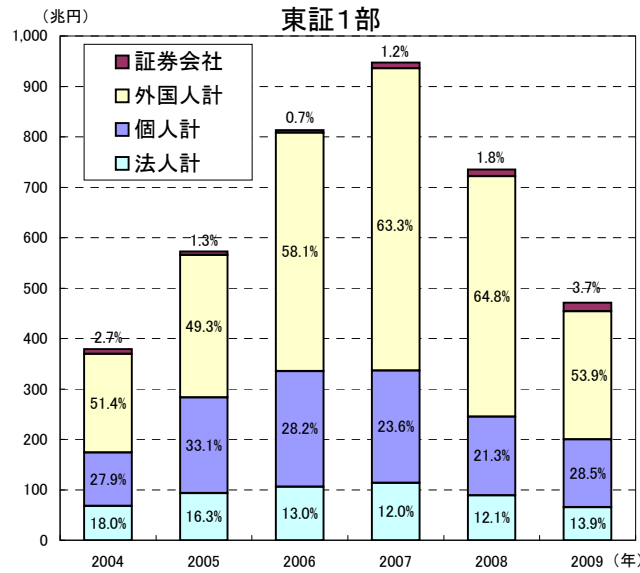
(出所) World Federation of Exchange、日本証券業協会及び各証券取引所公表資料

(注1) 新規上場した内国企業が新規公開株によって調達した額及び既上場の内国企業が公募増資によって調達した額。

(注2) 日本は6取引所の合計値。

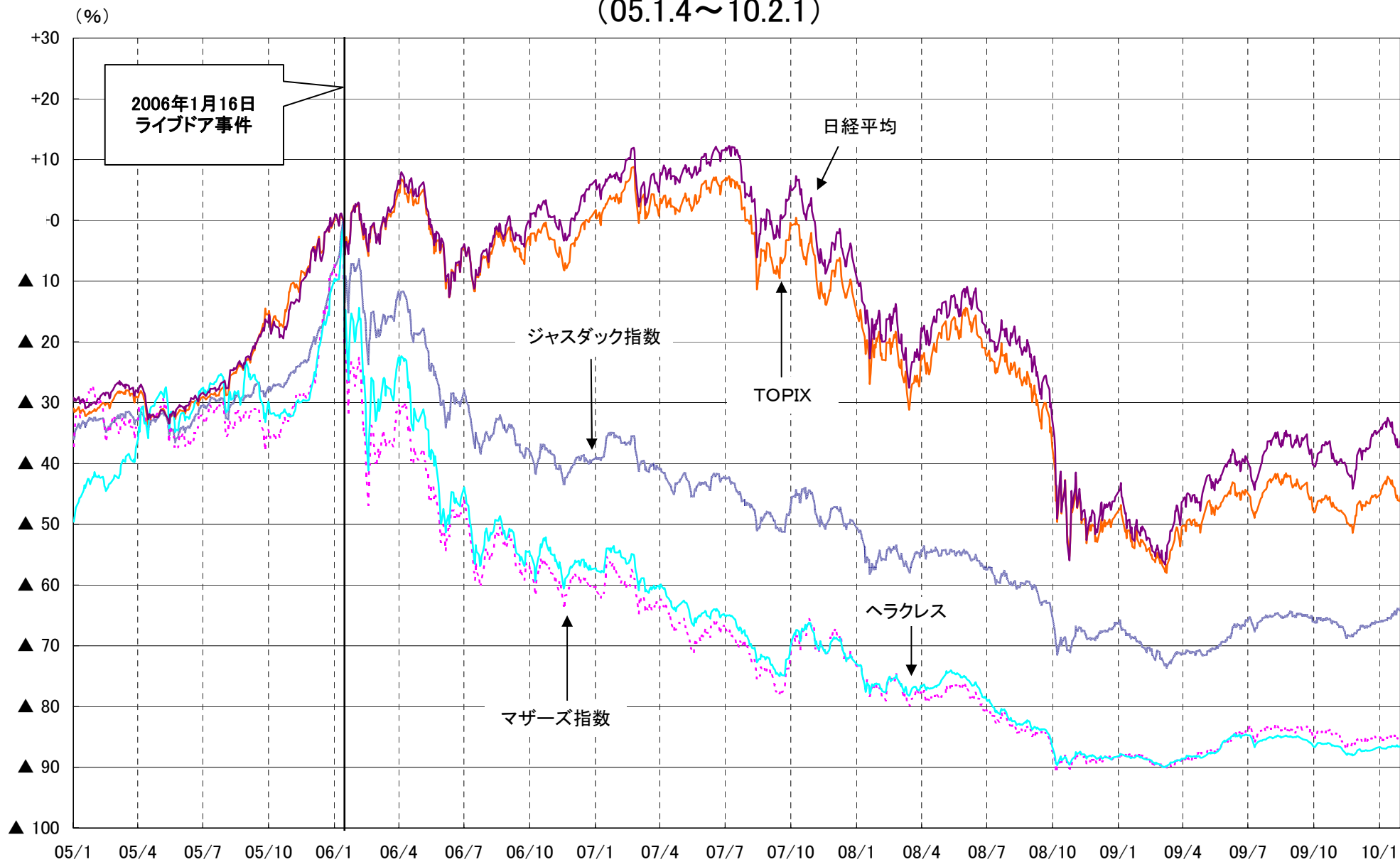
(注3) Euronext及びNASDAQは06年末時点、ニューヨーク証券取引所、香港証券取引所及びシンガポール証券取引所は07年末時点、その他の取引所は08年末時点の数値。

我が国主要市場の投資主体別売買状況（委託売買代金）

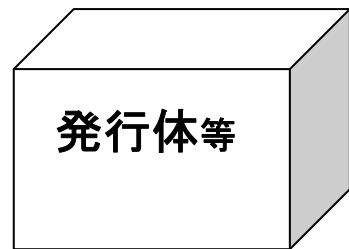


(出所) 各証券取引所公表資料より作成
 (注) 調査対象は、資本金30億円以上の取引参加者。

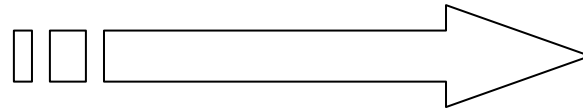
日経平均株価、TOPIX及び新興市場株価の推移 (05.1.4～10.2.1)



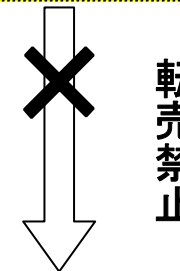
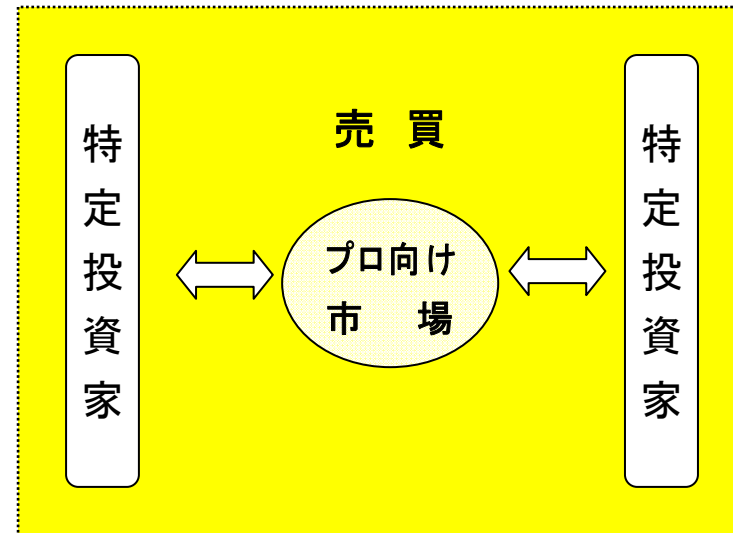
プロ向け市場の概要



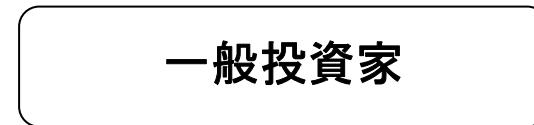
有価証券発行等*



* 特定投資家向けの新規発行の他、
特定投資家向けの既発行証券の売
付けも想定



転売禁止



一般投資家は特定投資家による運用
(投資信託等)を通じて参加

簡素な情報提供(又は公表)制度の新設

【発行時等】

有価証券・発行体の内容等に関する情報提供/公表

【プロ向け銘柄該当後】

発行体の内容等に関する年1回以上の情報提供/公表

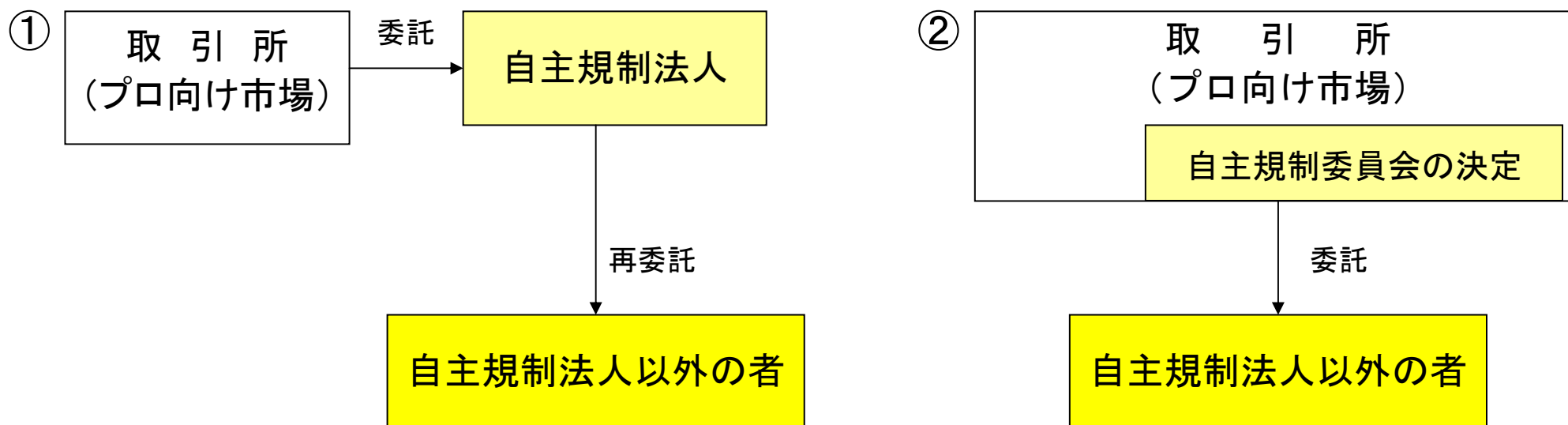
※ 現行の公衆縦覧型の開示規制は免除

⇒ 取引所ルールにより、様式・言語・会計基準等につ
いて柔軟に定めることが可能に。

提供された情報が虚偽である場合などを念頭に、

- ①民事上の損害賠償制度、②課徴金制度、③罰則 を整備

自主規制業務の一部を自主規制法人以外へ委託することを容認



※英AIMのNomadに相当するものを想定

※自主規制法人以外への委託は投資者保護の根幹にかかわる事項以外のものに限定。

(参考) ロンドン証券取引所AIM(Alternative Investment Market)における取引対象企業の審査

- ・ 本則市場と異なり、英国FSAによる上場審査・管理はない。取引所ではなく、取引所に承認された民間のアドバイザー((Nomad) (Nominated Adviser))が登録審査を行い、取引所への登録により、取引可能となる。
- ・ Nomadなしでは、取引所への登録・売買不可。Nomadが不在になると売買停止、不在が1ヶ月継続すると登録廃止。
- ・ Nomadの資格要件や業務内容は取引所規則で定められており、取引所の監督に服する。取引所は、Nomadに対する処分権限あり。
- ・ Nomadを務めているのは、証券会社、法律事務所、監査法人等(2007年8月末時点で90社弱)。

プロ向け市場

一般市場

開示規制等の
弾力化

プロ投資者(情報の非対称性が減少)

プロ向け
市場

海外企業

新興企業

[例]
<東証>

一部・二部

マザーズ

<大証>

一部・二部

ヘラクレス

ジャスダック

一般投資者(情報の非対称性)

法定開示等

TOKYO AIM(プロ向け市場)の概要

市場の概要 東証・ロンドン証券取引所(LSE)の共同出資により取引所を新設。名称は「TOKYO AIM」(トウキョウエイム)。
20年6月の金融商品取引法改正によるプロ向け市場の枠組みを活用した市場。
21年5月29日、市場開設の免許取得。6月1日より業務開始。

市場の特徴

● J-Nomad 制度の採用

AIM 市場の Nomad 制度を参考に、取引所が指定する J-Nomad(22年1月末時点で6社)が上場適格性の調査や上場会社に対する指導・助言を行う。
※上場判断自体は取引所が行う。

● 上場要件

株主数、時価総額、事業継続年数、利益の額等の数値基準を設けず、J-Nomad が行う上場適格性の調査を踏まえ上場判断。

(参考) 東証一部の主な上場数値基準(括弧内はマザーズ)

株主数:2,200人(300人)、時価総額:500億円(10億円)、事業実績:3年(1年)、利益の額:最近3年合計6億円等(なし)

会計基準は日本基準に限定せず、国際会計基準、米国基準その他これと同等の適切な会計基準の採用を容認。

※ 22年1月末時点で、上場実績はなし。

● 上場後の義務

年2回、監査証明等を付した決算情報を開示(四半期開示や内部統制報告書の作成義務はなし)。適時開示の実施。
開示言語として、英語又は日本語の選択制。

● 上場廃止

J-Nomad が担当を辞任した場合、新たな J-Nomad の確保ができなければ、上場廃止。

(参考)ロンドン証券取引所 AIM(Alternative Investment Market:代替投資市場)

- ・1995年にロンドン証券取引所が開設した機関投資家中心(約6割)の成長企業向け市場。
- ・AIMに登録するための数値基準はなく、取引所が指定する Nomad(Nominated Adviser:指定アドバイザー)が登録審査。
- ・Nomadを務めているのは、証券会社、監査法人等(22年1月末時点で64社)。
- ・簡素な開示規制(公募をしない限り、発行時の法定開示義務はなし。取引所規則による半期毎の継続開示)。
- ・22年1月末時点で、登録会社数は1,277社(うち外国会社は239社)。



金融庁金融研究研修センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁 15 階

Tel.03-3506-6000(内線 3293)

Fax.03-3506-6716

URL. <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>