

**案件別事後評価：海外投融資事業 評価結果票 (2-16)**

外部評価者： 深澤 哲（株式会社 日本経済研究所）  
立脇 正義（株式会社 日本経済研究所）  
内山 由紀子（株式会社 日本経済研究所）

評価月：2010年6月

国名：	タイ		
案件名：	タイにおける中小企業再建・育成ファンド事業（残高あり出資案件）		
出資承諾日：	2001年3月	出資承諾額：	3,300百万円（25百万米ドル相当）
出資実行年：	2001年～2004年	出資実行額：	391百万円（3.2百万米ドル相当）
JICA 出資先：	現地中小企業再建・育成ファンド（出資構成：JICA、その他アジア開発銀行、KfW、外国民間企業による出資）		
ファンドマネジャー	ファンドマネジメント会社（出資先：ADB、外国企業A社）および投資アドバイザー（出資：経営陣、外国企業A社）		

事業目的：	タイにおいて、財務的に困難な状況などに直面するタイ中小・中堅企業に対して「出資」を通じた財務リストラ資金、スタートアップ資金、設備拡張資金の供給と、企業の持続的な成長を促進するための「アドバイザーサービス」の提供を行うことにより、タイ中小・中堅企業の育成・再建を図り、もって産業構造の高度化及び雇用情勢の改善、政策的意義の高い経済・社会開発に寄与する。
-------	--

項目	事業計画（2001年）	事業実績	評価結果
妥当性：	<p>(1) 開発政策との整合性</p> <p>1997年7月に始まったアジア通貨危機で影響を受けたアジア諸国の実体経済回復のために、金融システムの安定化・健全化とともに、民間企業のリストラが重大な課題であるという認識の下、タイ国はIMFプログラムを受け入れた。このプログラムは、金融システム改革、財政構造改革、民間企業の債務リストラの促進、社会的弱者対策、政府系企業の民営化・再建といった5項目から成り立っている。</p> <p>その後、1999年8月にタイ国政府によって、以下の民間企業支援のファンドが示された。</p> <p>①大企業の再建支援：IFC ファンド ②中小・中堅企業の再建支援：ADB/JICA ファンド ③零細企業支援：政府主導のファンド</p>	<p>(1) 開発政策との整合性</p> <p>中小企業振興は、第10次国家経済社会開発計画（2007-2011）における「5つの戦略」のうち「経済構造改革のための戦略」に位置づけられると考えられ、その後発足したスラユット暫定内閣における施政方針演説、現アピシット内閣による追加経済対策においても、中小企業振興が示されている。</p> <p>また、タイにおいては、中小企業振興マスタープラン（Office of Small and Medium Enterprises Promotion 策定）が策定・実施されており、中小企業支援は、タイ国政府にとっても重要な施策のひとつといえる。</p>	<p>左記の通り、計画当初・評価時ともに、中小企業政策・資金調達の円滑化は、タイ国での開発政策となっており、整合性は保たれている。</p>

項目	事業計画 (2001 年)	事業実績	評価結果
	<p>(2) 開発ニーズとの整合性            財務的に困難な状況に直面するタイ国の中小・中堅企業に資本供給を行うことで、その手元資金流動性を高めるとともに、資本構成を是正することで、資金調達能力を高め、育成・再建を図る必要があった。</p>	<p>(2) 開発ニーズとの整合性            金融機関が抱える不良債権は、99年1月に融資残高の約50%を占めるまでに至り、不良債権処理を迅速に行い、企業の成長をサポートする資金供給を行うことが喫緊の課題である。            本ファンドは、資本供給と経営アドバイスによる、企業再建が目的であり、手間と時間を要する取り組みであった。一方、CDRAC (Corporate Debt Restructuring Advisory Committee : タイ中央銀行が主体となり、タイ銀行協会等と共同で設立した金融機関と債務者側の債務再構築の交渉仲介機関)、TAMC(Thai Asset Management Company : 不良債権の買取りおよび債務再構築推進機関)は、債権者側と債務者側の合意で債務再編 (返済猶予・金利減免等) を、簡易・迅速に取り組んだ。こうした手軽さと、双方合意の際には金融機関側の債権区分が、不良債権から正常債権として分類されるというメリットから、CDRAC の利用に拍車がかかったと推察される。</p>	<p>本ファンドはタイ国政府のニーズには、則って設立されており、整合性に特段の問題はない。            一方で、企業のニーズという面からは、企業情報を第三者 (出資者) に開示し、経営にも関与される、手間と時間を要するファンドスキームよりも、企業と金融機関の双方の合意のみで了とする簡易・迅速な債務再編というニーズが強かったと料する。</p>
	<p>(3) 日本の政策との整合性            ・ ODA 中期政策 (1999 年 8 月)            ODA 中期政策では、「中小企業の育成等産業構造の強化」、「東アジア地域」の「裾野産業育成」等を重視して支援を行うこととされ、本ファンドの目的に合致。            ・ タイ国別援助計画 (2000 年 3 月)            「中小企業支援」が掲げられ、「労働雇用面におけるソーシャル・セーフティネットの観点」や「労働集約的産業及び裾野産業の育成・国際競争力強化の必要性」に答えるため「投資」をはじめとして資金面、人材面、制度面による支援を検討することとされている。            ・ 経済新生対策 (1999 年 11 月)            「国際開発金融機関と協力しつつ、国際協力銀行を通じたアジアの民間セクターへの投資による支援について検討を行う」と明記されている。            ・ 新宮澤構想第二ステージ (1999 年 5 月)            民間資金活用支援策としてアジアの民間企業を対象とするエクイティファンド等によるリストラ支援を打ち出した。</p>		<p>左記の通り「タイ国別援助計画 (2000 年 3 月)」における「中小企業支援」に記載のとおり、「投資」による資金面での支援を検討すると記載されており、当該ファンドも中小企業の資金面を中心として支援することを目的として設立されており、日本の政策に合致しているといえよう。</p>

項目	事業計画 (2001 年)	事業実績	評価結果
	<p>(4) 投融資スキームの妥当性 事業計画当時、本事業は以下の通り JICA の出融資条件を概ね満たしている。</p> <p>①事業出資者 1)日本側企業 2 社以上の出資：該当せず 2)日本側以外 1 社以上の出資：該当 3)中核企業の存在：該当</p> <p>②出資方法 1)日本側投資会社経由の間接方式：該当せず 2)JICA 出資比率は日本側投資会社の 50%以下：日本側投資会社経由ではないため、対象外 3)JICA 出資比率は現地会社出資総額の 25%以下：該当 4)JICA 出資額は 50 億円以下：該当</p> <p>③相手国政府の要請 1)相手国政府の要請または歓迎の意志表示：該当</p> <p>④事業内容 1)当該事業実施が相手国の産業開発に寄与し、その経済発展に貢献：該当 2)日本と相手国との関係緊密化にとって重要で、経済交流促進に貢献し、または国際協調による国際交流の促進に寄与：該当 3)出資対象外事業（国際紛争に関係、環境対策が不適切、日本の輸出振興が目的との国際的批判を受ける可能性があるもの）：該当せず</p> <p>⑤事業達成の見込み：該当</p> <p>要件①1)、②1) を満たしていないが、当該案件は、IMF プログラムにある民間企業の債務リストラの促進という項目にも合致しているとともに、新宮澤構想にもうたわれていること、また、ADB などの国際機関とも協調していることから、経済協力性がきわめて高く、出資要件は満たしている。</p> <p>また、以下の理由から、ファンド方式の出資が妥当と考えられる。 ・ ツーステップローンは、原則 JICA 資金のみの支援であるが、本ファンドを通じたエクイティファイナンスは、国際機関との協調の枠組みの下、民間資金の活用も図られることから、資金レバレッジ効果が得ら</p>	<p>(4) 投融資スキームの妥当性 評価時点において、本事業は JICA の出融資条件を概ね満たしている。</p> <p>実績においても、左記の要件①1)、②1) は満たしていないが、左記の計画時での前提に変更はなく、要件は満たしているといえよう。</p>	<p>左記の通り、本事業は、ファンドのみでしか対応できない事業であり、JICA が出資することの妥当性は認められる。</p>

項目	事業計画 (2001年)	事業実績	評価結果
	<p>れ、効率的な公的資金の活用を図ることができると想定される。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業資金調達に困難をきたしている中堅・中小企業にとっては、出資を通じた自己資本充実(財務健全化)によって、金融機関からの資金調達が容易になることが期待できる。</li> <li>・金融機関にとっては、資産内容改善を通して、新規の中小企業向け貸出余力が増えることから、ファンド方式が妥当である。</li> <li>・また、他のステークホルダーが全員「出資」という方式を採用していることから、「出資」以外の選択肢が無かった</li> </ul> <p>(注) 本項目では、1990年に作成された中小型出融資の基準を用いて評価している。本事業はファンド事業であるため上記基準は参考として扱われる。</p>		
効率性：	<p>(1) アウトプット</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・想定投資件数は13件から14件。</li> </ul> <p>計算根拠：1社への投資上限は15百万米ドル(ファンド総額100百万米ドルの15%が上限)であり、その半額程度を平均投資単価として想定すると、100百万米ドル/7.5百万米ドル=13.3件</p> <p>投資総額について、定量的な想定はない。</p> <p>(2) インプット</p> <p>①事業費</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンド規模：総額100百万米ドル(125百万米ドルまで拡大可能)。50百万米ドル集まった時点で運営開始(イニシャルクローズ)。</li> <li>・JICA出資承諾額：25百万米ドル。</li> </ul> <p>②期間</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・存続期間(投資実行期間は3年)</li> </ul> <p>イニシャルクローズ(2001年7月)から7年(株主総会の決議により合計2年間延長可)。</p>	<p>(1) アウトプット</p> <p>全2件(投資総額8.5百万ドル)</p> <p>(2) インプット</p> <p>①事業費</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ファンド規模：50百万米ドル</li> <li>・JICA出資額：391百万円(3百万米ドル相当)</li> </ul> <p>②期間</p> <p>当初予定通り2004年をもって投資案件選定は終了。現在清算手続き中。</p>	<p>以上より、本ファンドの実施は開発政策、開発ニーズ、日本の政策と十分に合致しており、投融資スキーム活用の意義も十分に認められるため、妥当性は高い。</p> <p>2004年7月の投資実行期限までに173事業について、出資を検討したものの、実際の出資件数は2件(投資総額8.5百万ドル)にとどまっており、目標には大幅に及ばなかった。</p> <p>想定される理由としては、簡易・迅速に処理したい企業とのニーズの乖離が大きいと史料される。また、通貨危機後ということもあり、審査条件に耐える中小企業が少なかったことも考えられる。</p> <p>①事業費</p> <p>当初想定内の支出に収まっている。</p> <p>②期間</p> <p>投資案件がすべて退出したことから、清算手続き中。</p>

項目	事業計画 (2001年)	事業実績	評価結果
			以上より、本ファンドは全体の事業費及び事業期間ともにはほぼ計画通りであるが、投資件数が計画を大幅に下回ったため、効率性は低い。
有効性：	(1) 個別企業の投資実績 内部収益率は大幅プラスを達成するとともに、企業の再建・育成に貢献する。	(1) 個別企業の投資実績 個別企業の投資をみると、S社については、フランチャイザーである親会社との訴訟問題もあり、事業が不調であったことから、企業価値が投資時点に比べて大幅に減少することとなった。しかしながら、現時点でも当社は操業を続けている模様であり（ウェブサイトは存在している）、企業の継続的運営については一応貢献できたものと推察される。 M社については、企業価値を高めることに成功し、投資時点に比べ大幅な高値での退出を達成できた。また、その後2009年2月に日系企業が全額株式を取得し、完全子会社していることを日系企業のウェブサイトにて確認。現時点でも、順調に操業しているものと推察され、企業の再建等に貢献できたと判断できる。	(1) 個別企業の投資実績 わずか2社への投資実績であるが、2社とも倒産はしていないこと、内1社は日系企業の子会社として順調に操業していることが推察されることから、満足いく実績とは言いがたいが、一応企業の再建・育成には貢献したと判断できよう。
	(2) 事業の収益性 ①回収方法 1) ファンドによる投資案件からの資金回収 投資先企業の上場、同企業のパートナーへの株式売却などにより回収。回収資金の再投資は行わない方針。 2) 出資者のファンドからの資金回収 ファンド存続期間の7年間は、ファンドからの退出は原則禁止。ただし、出資者は、個別案件からの配当や投資先企業への出資金の処分による分配は受け取る。	(2) 事業の収益性 管理費等を勘案すると、ファンドは、債務超過かつ出資金を放棄しており、内部収益率は算定不能。ただし、投資だけをみると、一応黒字となっている。また、ファンドの回収率については、中程度となっており、若干の問題が見られる。	ファンドの運営自体については、投資先に見合うだけの固定費が賄えず、債務超過となっており、当初計画は未達となっている。しかし、企業への投資だけについてみると、黒字となっている。 回収率は中程度となっており、若干の問題点が見られる。本ファンドは清算手続きを開始しており、残存分は出資放棄をしていることから、基本的には更なる回収の見込み無し（清算後残余財産の分配可能性はあるが、僅少と史料）。
インパクト (有効性の評価を含む)	(1) インパクト (想定されたインパクト) ①中小企業の資本構成改善による、資金調達力向上。 ②上記に伴う、金融機関側の資金供給意欲の向上。 ③中小企業の経営改善に伴う雇用創出効果。	(1) インパクト (想定されたインパクト) わずか2社にしか投資できておらず、インパクトは極めて限定されている。	左記のとおり、インパクトは極めて限定されている。
	(2) その他正負のインパクト 確認できる資料からは、問題は特に想定されていない。	(2) その他正負のインパクト 確認できる資料からは、問題は特に報告されていない。	確認できる資料からは、問題は特に報告されていない。
持続性：	(1) 投資先企業 ①投資先モニタリングの実施状況	(1) 投資先企業 ①投資先モニタリングの実施状況	①投資先モニタリングの実施状況

項目	事業計画 (2001 年)	事業実績	評価結果
	<p>投資先企業（個別）に対して、取締役地位の確保、経営情報の月次入手、四半期情報の開示等を求めている。</p> <p>(2) 実施機関 ①運営の体制 ファンドマネージャーの機能は、ファンドマネジメント会社と投資アドバイザーの2社が担う。ファンドマネジメント会社（出資元：ADB、外国企業A社）が、ファンドとマネジメント契約を締結し、より独立性の高い投資アドバイザー（出資元：外国企業A社、経営陣）を使用・監督して個別案件発掘及び管理を行う。ファンドの取締役会は、ファンドの運営管理についての全般的権限をもつ。JICA、ADB 及び KfW は各々取締役を1名任命する権利を有しており、ファンドの業務につき開発効果が適切に発現されるよう監督する。JICA、ADB はファンド取締役会、株主総会を通じ、ファンド全体の運用実績をチェックし、パフォーマンスに応じ、ファンドマネージャーのインセンティブ付与、解雇等を行う。</p> <p>②技術面のチェック・支援体制 タイ政府の中小・中堅企業向け技術支援機関である中小企業開発院及び中小企業金融アドバイザーセンターの2機関、並びに USAID の支援を受けた NGO（経営アドバイザーセンター）と本ファンドとの間で、出資対象の再建・育成に不可欠な技術協力を受けるべく、協議を進めており、経営アドバイザーセンターのひとつとは、既に協定を結んでいる。</p> <p>③審査および収益面でのチェック体制 ファンドマネージャーの提言を受け、投資委員会が投</p>	<p>個別企業へのモニタリングも定期的に行われており、また、ファンドに対しては、JICA も取締役会・株主総会・投資委員会へ年2回参加している。</p> <p>(2) 実施機関 ①運営の体制 取締役会等の報告資料から判断するに、当初計画に沿った運営体制に則り実施されていると判断できる。</p> <p>②技術面のチェック・支援体制 ファンドマネージャーは以下の機関より情報収集・案件紹介を受けた。 ・タイ輸出入銀行：タイ国の輸出入情報を入手。 ・日系銀行：日タイ合弁企業の候補先リストの提供。 ・NGO：中小企業の経営アドバイザー業務や、産業調査等を実施。</p> <p>タイ政府が直接支援する中小企業は、当ファンドの対象企業よりも小規模なところであり、中小企業開発院等当初支援を受ける予定であった機関からの支援はほとんどなく、政府系金融機関であるタイ輸出入銀行等から数件の案件紹介を受けたにとどまる。本ファンド、ファンドマネジメント会社の運営に携わるオフィサーは3名（統括、案件組成・管理、アナリスト）であるが、案件組成・管理は実質1名のみ。</p> <p>③審査および収益面でのチェック体制 当初計画に沿って実施。</p>	<p>左記の通り、適切なモニタリングが行われてきた。</p> <p>①運営の体制 当初計画に沿って実施されており、特段問題はない。</p> <p>②技術面のチェック・支援体制 既存資料のみでは、どの程度アドバイザー機能が働いていたか不明である。 また、タイ輸出入銀行や日系銀行の紹介で案件紹介を受け、投資先選定候補も選出する予定であったが、紹介を受けた件数自体もそれほど多くなかったこともあり、紹介先企業への投資は実現できなかった。 一方、投資先の企業が米国のフランチャイザーと係争関係となったときには、ファンドマネージャーが問題解決に向けた協力をしており、投資先企業に対する支援は一応行っていたことは認められる。</p> <p>③審査および収益面でのチェック体制 当初計画に沿って実施されており、審査及び収益面で</p>

項目	事業計画 (2001年)	事業実績	評価結果
	<p>資ガイドラインに照らして案件の投資判断を行う。同委員会は外国企業A社及びファンドマネージャーのメンバーから構成されるが、JICA、ADB及びKfWは各々オブザーバーを指名する権利を有しており、開発目的にあった投資判断を行えるようにする。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・対象企業規模：固定資産2億バーツから40億バーツのタイ国内の中小・中堅企業。</li> </ul> <p>本邦企業・欧米企業のタイ子会社等も含まれる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資ガイドライン</li> </ul> <p>1) 金額的制限</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・1社への投資額はファンドコミット額の15%以下</li> <li>・1セクターへの投資額はファンドコミット額の30%以下</li> <li>・投資対象企業の登録資本の35%以下</li> </ul> <p>2) 業種制限：武器製造、ギャンブル等は投資禁止</p> <p>3) 環境配慮：タイ国環境関連法規、JICA、ADB、KfW及び世銀の環境ガイドラインに沿って投資。</p> <p>④実施機関の収益・財務 当初計画においては、収支見通し等は確認されていなかった。</p>	<p>④実施機関の収益・財務</p> <p>01/12期の創立期以降から05/12期の連続5期にわたって赤字を計上。06/12期、07/12期と2期にわたり、投資先のキャピタルゲインもあり、黒字転換しているものの、08/5月段階においても、累積損失を抱えている。赤字の要因は、①投資が停滞し、投資先からの配当・キャピタルゲインがほとんどなかったこと、②経費（マネジメントフィー・ファンド管理費等）が高んだことが挙げられる。</p> <p>【参考】日本側投資会社の財務情報（資産、負債、剰余金、当期損益等）はJICAホームページ上の決算公告において公開している。</p>	<p>のチェック体制については、特段問題はない。</p> <p>④実施機関の収益・財務</p> <p>2社しか投資できておらず、問題無しとはしないが、当該項目については、有効性・投資企業の実績項目にて記載済みであり、以下経費面について記載する。経費、特に、マネジメントフィー・ファンド管理費については、投資実行期間中は、資本金の18.75倍と固定化されており、また、ファンド管理費については、每期金額が固定化されていた。契約上及び経費の性質上、每期一定額発生することはやむをえない反面、投資を行い、収益を生み出すことがファンドの存続理由のひとつであることを勘案すれば、マネジメントフィー・ファンド管理費の削減に向けた努力を行い、収支均衡（累積損失の解消）に向けた取り組みは行うべきであったと判断する。</p> <p>以上より、ファンドの投資先企業のモニタリング実施状況、ファンドの運営体制、技術面のチェック体制、審査及び収益面でのチェック体制、ファンドの収支・財務状況、運営状況に軽微な問題があり、本ファンドによって発現した効果の持続性は中程度である。</p>

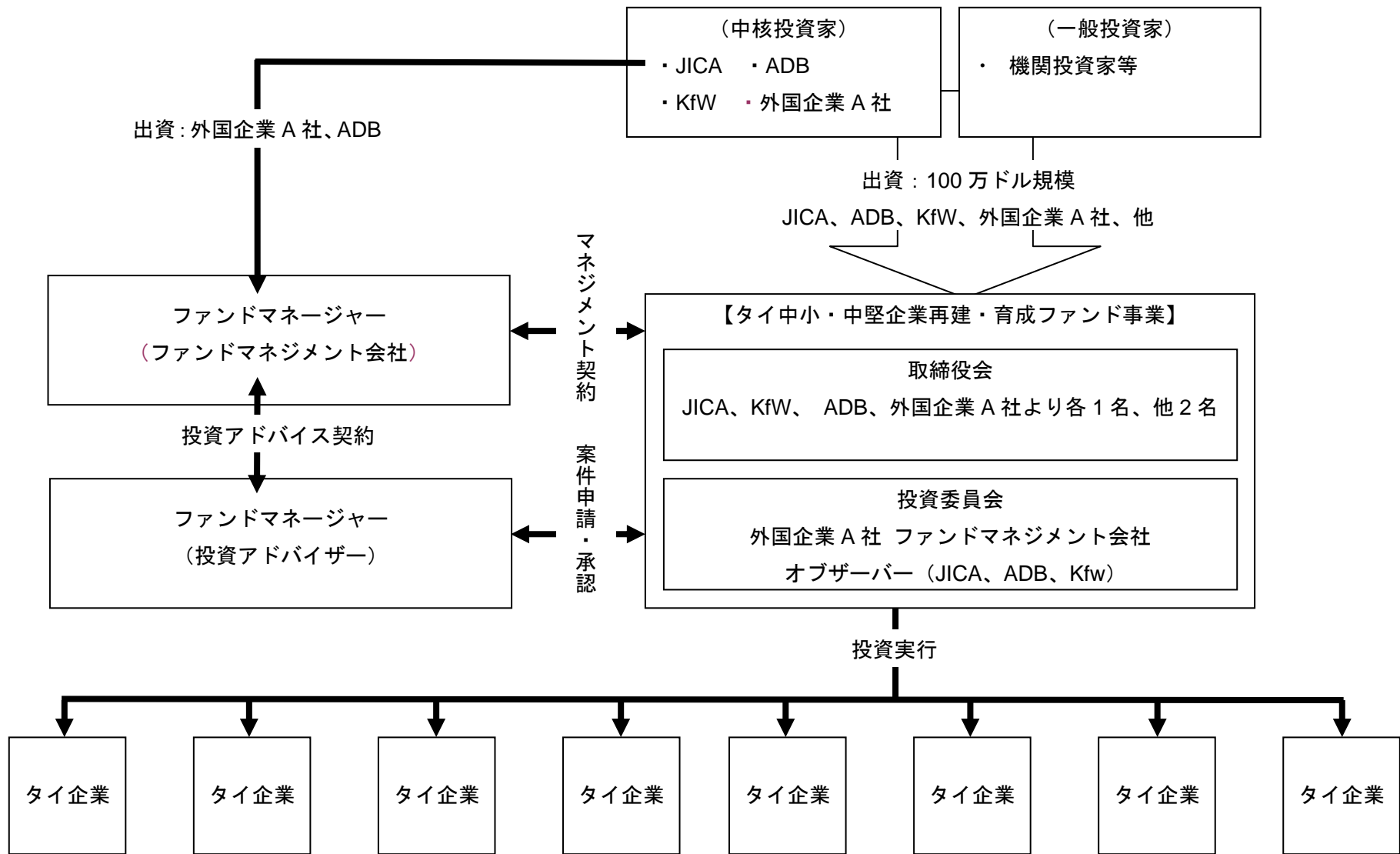
項目	事業計画 (2001年)	事業実績	評価結果				
JICAの収支：	JICAの収支については、明言されていない。	<table border="1"> <tr> <th colspan="2">2001年～2008年(08年は5ヶ月のみ)の事業損益</th> </tr> <tr> <td>事業損益</td> <td>▲3.3百万米ドル</td> </tr> </table> <p>→当該事業損益をJICAの出資承諾割合25%を勘案すると、▲3.3百万米ドル×1/4=▲0.8百万米ドル程度がJICAの損失とみることができる。</p> <p>【JICA出資分回収率：74% (②/①)】  ①出資金合計：391百万円 (3.2百万米ドル)  ②出資金の回収：290百万円 (2.4百万米ドル)</p>	2001年～2008年(08年は5ヶ月のみ)の事業損益		事業損益	▲3.3百万米ドル	<p>左記の通り、大幅な赤字となっており、清算手続きを開始していることから、今後収支向上の余地はなく、JICAの収支については、大幅な赤字となることが予想される。</p> <p>また、JICAの回収分については、以下のとおりとなっており、元本を毀損しており、既述のとおり清算手続きに入っていることから、元本の回収は期待できない。</p> <p>290百万円 (回収額) +1百万円 (残存元本評価分) - 391百万円 (出資額) = ▲100百万円 (2009年3月末時点)</p> <p>(注) 本事業は継続中の案件であるが、便宜上、2010年3月末時点の貸借対照表計上額で保有株式を売却したとの仮定をおいてJICA収支を算出している。</p>
2001年～2008年(08年は5ヶ月のみ)の事業損益							
事業損益	▲3.3百万米ドル						
アドイショナリティ：	<p>【項目別評価】</p> <p>①財務的リスク軽減策：該当  ②非財務的リスク軽減策：該当  ③開発効果の向上：該当  ④民間資金の動員：該当  ⑤環境社会配慮の担保：該当</p> <p>特記事項：  本ファンドは中小企業の「再建」に焦点を当てたハイリスク、かつ、タイ初の試みであるファンドであり、高い収益が期待できず、民間だけでは手がけられない案件であり、公的資金導入の妥当性があった。</p>	<p>【項目別評価】</p> <p>①財務的リスク軽減策：該当  ②非財務的リスク軽減策：該当  ③開発効果の向上：該当せず  ④民間資金の動員：該当  ⑤環境社会配慮の担保：該当</p> <p>特記事項：  ファンド運営開始に必要な出資を実行。</p>	<p>出資債権の放棄を行っており、元本全額回収の見通しはたらず、また、わずか2社にしか投資していないが、項目別評価に概ね合致していること、本ファンドは中小企業の「再建」に焦点を当てたハイリスク、かつ、タイ初の試みであるファンドであったことから高い収益が期待できず、民間だけでは手がけられない案件であり、本事業の円滑な実施・運営にはJICAの投融資スキームなしには不可能であると考えられ、一定の評価はできよう。</p>				
JICAへの提言	特になし		以上より、JICAが支援することによるアドイショナリティは高い。				
JICAへの教訓	<p>・ニーズ把握及びF/Sの徹底</p> <p>本事業においては、アンケート調査により企業ニーズの把握に勤めていたが、実際には対象である企業及び金融機関とのニーズが合致していなかったこと、審査に耐える中小企業が少なかったことにより、投資が伸び悩んだと考えられる。そのため、今後については、金融機関、商工会議所等中小企業の支援にあたる機関、場合によっては個別企業へのヒアリングを通して、ある程度投資候補先企業を絞り込んだニーズ調査やF/Sを行い、投資の見通しを立てていくべきである。</p> <p>・政府関連機関との連携強化</p> <p>タイの政府系中小企業支援機関は、当ファンドの対象規模よりも小規模な企業を支援対象としていることから、政府機関/政府系金融機関より、顧客の紹介、企業への経営アドバイス等があまり受けられなかったことが問題であった。そのため、今後同様の案件では、協力機関の特色を十分に把握することは当然のこと、支援が得ら</p>						



項目	事業計画（2001年）	事業実績	評価結果
れないのであれば、政府系にこだわらずとも、同様の支援が行える民間金融機関等とも積極的に連携を模索していくことも視野に入れるべきである。			

その他（コラム等）	特になし
-----------	------

参考資料①：プロジェクトスキーム図（1） 全体像（計画当時）



参考資料②：プロジェクトスキーム図（2） 支援体制（計画当時）

