

海外資金調達の実務

大蔵省証券局資本市場課長

柏谷光司編

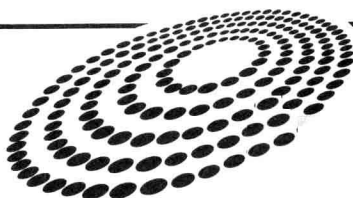


社団法人 金融財政事情研究会

海外資金調達の実務

大蔵省証券局資本市場課長

柏谷光司編



社団法人 金融財政事情研究会

編者略歴

柏谷光司（かしわや こうじ）

大蔵省証券局資本市場課長

昭和36年東大法学部卒，ハーバード大学法学修士

昭和36年大蔵省入省，泉大津税務署長，国際金融局，銀行局，大臣官房，大阪国税局直税部長を経て昭和57年現職。

海外資金調達の実務

定価 2,500円

昭和58年11月1日 第1刷発行

昭和59年5月22日 第3刷発行

検 印
省 略

編 者 柏 谷 光 司

発 行 者 戸 部 虎 夫

印 刷 株太 平 印 刷 社

〒 160 東京都新宿区南元町19

発 行 所 社団法人 金融財政事情研究会

企画制作 株式会社 金 融 財 政

販 売 所 株式会社 キ ン ザ イ

TEL 03 (358) 0011 (代) 振替東京 8-155845

落丁・乱丁はおとりかえします。

2033-00608-1409

は し が き

ケインズの「一般理論」が世に出た1936年には、大恐慌に対する景気刺激策はすでに実施済みであった。理論とか研究というのは、それが一番必要としている時機から遅れて公表されるものとみえる。

この数年、わが国企業の資金調達方法は大きな変貌を遂げている。わが国企業や証券会社、銀行は、今や地球狭しとばかり、スイス、西ドイツ、アメリカそしてユーロ市場、アジアドル市場と、機会さえあれば、世界のどこからでも資金調達をしようと動き回っている。

わが国企業が直接金融を通じて資金調達をしている額 4 兆円（昭和57年度）のうち、3分の1にあたる 1.4 兆円は外国から調達している。

量ばかりではない。外国から資金を集めるということは、資金調達方法についての彼我の相違を鮮明にさせ、それが国内の資本市場にも大きな影響を与えている。

いうまでもないことだが、金融は、本来、自由かつ簡便で、それにドライで効率的なものを好む。日本の企業が、海外からの資金調達の際に、スイスやユーロ市場の自由かつ、てっとりばやい資金調達方法を学ぶにつれ、改めて、わが国の資本市場のあり方につき疑問を抱くようになり、現実の資本市場をめぐる諸制度、それに携わる証券会社や銀行があまりにウエットで保守的なビヘイビアに物足りなさを感じる企業が出てくる。そこからわが国資本市場の見直しの気運が生じつつある。もとより金融制度や資本市場はその国の法律、慣行、風土に基づき作られてきたものであるから、外国の制度がそのまま通用するわけでないことはいうまでもない。しかしながら、欧米の制度とわが国の金融制度との間に葛藤が生まれ、これを現実問題として解決してゆく過程で、わが国独自の新しい制度が昇華されてくる。

具体的に例示しよう。わが国では金を借りるにはなんらかの担保が必要と

というのが常識である。この有担原則に対し、欧米諸国では、担保価値の高い財産をもっている企業ばかりでなく、そうした財産がなくても、収益力が高くかつ安定していれば、無担保で容易に資金調達できる。債券も担保付でなく無担保債が原則である。その代わりに、債務者の財産状態の変化に応じた債権保全策を講じるような財務制限条項、債券の元利償還の安全性を公表する格付け機関の存在が必要となる。もちろん、わが国の有担原則も額面どおり受けとったら動きがとれなくなるので、一方では一般担保や企業担保といった弾力的な緩和策をとっているし、他方では、大企業への貸付も無担保化し、銀行取引約款第4条にみられるように、有担主義が次第に変容してくる。また、アメリカの民間会社がわが国の円建外債市場で無担保普通社債を発行したのを契機に、わが国企業についても市場関係者の手によって、昭和54年に無担保転換社債が登場した。

話を元に戻そう。わが国企業が海外からの資金調達を急速に多様化、拡大しているこの時期において、驚くべきことにこれを十分解説した書物もなければ理論もみるべきものはない。

そこで、日頃この仕事に携わっているものが、手に入る資料、互いに議論しあってもっている意見をひとつ世間に公表するのも意義あることではないかと考えた。そう考えて社団法人金融財政事情研究会の出版事業部に話したところ、すぐに賛意を示してくれた。

原稿を執筆した者は、当時証券局資本市場課で机を並べて働いた、西田等（現証券局業務課）、福沢隆雄（現証券局検査課）、池田正幸（現証券局資本市場課）、玉川雅之（現オックスフォード留学）および当時企業財務課に席を置いた政田善治（現安芸税務署長）の諸氏である。弁解めくが、日頃の仕事に追われるかたわら休日は家で原稿執筆をしたこともあり、資料の収集や理論づけの面で不十分なところも多々あるのではないかと危惧している。また、本邦企業の海外市場からの資金調達コストが、国内市場のそれと比べて安いかな否かといった問題は、もう少し待って償還期が到来した段階で実証的な分析を行なわ

ない限り結論はでない。

しかしながら、一方において海外からの資金調達が急増している昨今では、いち早く実態や実務を公表するほうが役立つと思えた。他方において、わが国の資本市場のあり方を考える際に欧米制度を紹介することも意義あることと思った。そう思い、拙速を省みず刊行した次第である。

なお、本書の出版にあたり、金融財政出版事業部の西野弘幸氏にひとかたならぬご苦勞をおかけした。ここに執筆者全員心から感謝の意を表したい。

大蔵省証券局資本市場課長

柏谷光司

昭和58年10月

目 次

第1章 日本企業の海外資金調達の現状分析	1
第1節 概 況	2
1 第1次石油危機以前の外債・DR（預託証券）発行.....	3
2 最近の外債・DR発行の増大.....	4
第2節 昭和50年代の外債発行の特徴	6
(1) 発行企業の多様化.....	6
(2) スイス・フランによる起債の増大.....	9
(3) 転換社債の急増.....	10
第3節 外債発行増大の背景	12
1 企業の資金調達構造の変化.....	12
(1) 企業の資金需要の低下.....	14
(2) 資金調達の多様化.....	14
(3) 企業の銀行離れ.....	15
2 企業活動の国際化の進展.....	19
第4節 外債発行のメリット	20
1 外債発行のコスト.....	21
(1) 発行市場の優位性.....	21
(2) 発行手数料および諸経費.....	21
(3) 転換社債の優位性.....	23
(4) 銀行借入との比較.....	23
(5) 中長期インパクト・ローンとの比較.....	24
2 担保の要否.....	25

3 起債手続の簡便さ	25
第5節 発行形態別にみた海外ファイナンスの概要	27
1 転換社債（CB）	27
(1) 概要	27
(2) 株式への転換率	28
(3) 起債環境の動向判断	30
2 事業債（SB）	33
3 新株引受権（ワラント）付社債	36
4 有償増資（預託証券：DR）	37
(1) 概況	37
(2) EDRの優位性	38
第2章 日本企業の海外資金調達の実史	39
第1節 概説	40
1 外債	40
(1) 第一次石油危機以前	40
(2) 第一次石油危機後	40
2 DR（預託証券）	41
第2節 各論	43
1 昭和30年代	43
2 昭和40年代	44
3 昭和50年代	45
(1) 昭和50年度	45
(2) 昭和51年度	47
(3) 昭和52年度	50
(4) 昭和53年度	52
(5) 昭和54年度	54

(6) 昭和55年度	56
(7) 昭和56年度	60
(8) 昭和57年度	64
第3章 主要国際資本市場	67
第1節 国際資本市場	68
1 国際資本市場の形成と発展	68
(1) 初期の国際債券の形成	68
(2) 第2次大戦後	68
(3) ヤンキーボンド市場の形成	68
2 ユーロ債市場の形成と発展	69
(1) ユーロ・ドル市場の形成	69
(2) ユーロ・ドル市場発展の要因	70
3 第1次石油危機	70
(1) 1970年代前半と第一次石油危機	70
(2) 国際債券市場の回復	71
(3) ドル相場の低迷	72
4 高金利時代	73
(1) 1970年代後半と高金利	73
(2) 最近における起債状況	73
(3) 国際資本市場における借り手の状況	76
第2節 アメリカ外債市場（ヤンキー・ボンド市場）	77
(1) 外債発行の歴史	77
(2) 最近の外債発行状況	77
(3) わが国企業のアメリカにおける外債発行状況	78
(4) 外債市場の特徴	79
(5) 債券格付制度	80

第3節 ユーロ・ドル市場	81
(1) ユーロ・ドル市場の歴史	81
(2) 最近の発行状況	82
(3) 起債者の発行主体別・地域別内訳	83
(4) わが国企業のユーロ・ドル債発行状況	86
(5) ユーロ・ドル市場の特徴	86
第4節 ドイツ・マルク市場	88
(1) マルク外債とユーロ・マルク債の区分	88
(2) 国際マルク債の歴史	88
(3) 最近の発行状況	89
(4) わが国企業によるマルク債の発行状況	91
(5) 国際マルク債の特徴	91
第5節 スイス・フラン市場	94
(1) 外債市場の歴史	94
(2) 最近の外債発行状況	94
(3) 市場発展の要因	95
(4) わが国企業によるスイス・フラン外債発行状況	97
(5) 外債市場の特徴	98
第6節 その他の外債起債市場	101
(1) アジア・ドル債市場	101
(2) 中東市場	101
第4章 外債・DR発行の法的取扱い	103
1 商法上の取扱い	104
(1) 発行手続	104
(2) 社債発行限度	108
2 証券取引法上の取扱い	108

3 外国為替管理法上の取扱い	109
第5章 外債・DRの発行基準	111
第1節 総 説	112
第2節 普通社債	114
(1) 銀行保証付普通社債	114
(2) 銀行保証のない普通社債	115
第3節 新株引受権付社債	117
第4節 転換社債	121
第5節 時価発行増資	125
第6章 外債発行の実務	129
第1節 総 説	130
1 概 説	130
2 各種実務	131
(1) 発行条件	131
(2) 発行額	131
(3) 償還期限	134
(4) 利 子	134
(5) 公募債・私募債の区分	135
(6) 担保・保証	136
(7) 財務制限条項	137
(8) 外債の償還	139
(9) 外債発行費用	140
(10) 決済機関	141
第2節 発行作業（各市場共通事項）	143
1 準備段階	143

(1) 幹事引受会社 (Manager) の選定	144
(2) 発行関係者の選定	144
2 書類作成	147
(1) 法律に基づき提出する書類	147
(2) 発行に関する基本契約書類	154
3 募集・発行段階	158
(1) 取締役会決議	159
(2) 引受・販売団の編成等	159
(3) 条件交渉	162
(4) 調 印	163
(5) 販売額割当	163
(6) 安定操作	163
(7) 払込み	163
4 発行後の作業	164
(1) 取引所上場	164
(2) 墓石広告 (ツームストーン広告)	167
(3) 株式への転換	167
第3節 アメリカ外債 (ヤンキー・ボンド) 市場での発行手続	169
(1) 概略・発行日程	169
(2) 登録届出書 (Registration Statement) の作成および米国証券 取引委員会 (SEC) へのファイル	170
(3) ブルースカイ登録	175
(4) 格付けの取得	175
(5) 取引所上場	177
第4節 ユーロ・ドル市場での発行手続	180
(1) 概略・発行日程	180
(2) 発行の仕組み	181

(3) ユーロ・ドル市場での上場	181
第5節 ユーロ・マルク市場での発行手続	184
(1) 概略・発行日程	184
(2) 発行の仕組み	185
(3) ユーロ・マルク市場での上場	185
第6節 スイス・フラン市場での発行手続	188
(1) 概略・発行日程	188
(2) 発行の仕組み	190
(3) スイス・フラン市場での上場	194
第7章 新株引受権付社債の実務	195
第1節 概 説	196
第2節 海外市場別ワラント債要項比較	199
(1) ユーロ・ドル市場	199
(2) スイス・フラン市場	201
(3) ドイツ・マルク市場	202
第3節 ワラント・バリューについて	204
第4節 ワラント債発行手続とワラント行使手続および当事者	206
(1) ワラント債発行	206
(2) ワラント行使手続および当事者	206
第8章 DR（預託証券）の実務	209
1 概 説	210
2 DRの仕組み	211
3 DR発行の効果	212
4 DR発行の手続および日程	213
〈参考資料編〉	215
参考文献	255

●第1章●

日本企業の海外資金調達の現状分析

第1節 概 況

わが国企業の証券発行による資本市場からの資金調達は昭和50年代に入って大きく拡大しつつあるが、そのなかでも外債・DR発行による海外からの資金調達の増大はめざましく、昭和57年度には額面ベースで191件、1兆4369

〔図表1-1〕 資本市場における企業の資金調達の推移

区 分 年 度	株 式			事 業	
	国 内	海 外	計	国 内	海 外
昭40	1,429 (1)	—	1,429	3,914	—
41	1,938 (23)	—	1,938	4,159	—
42	2,528 (77)	—	2,528	5,498	36
43	3,241 (117)	21	3,262	4,952	396
44	5,296 (595)	176	5,472	4,951	202
45	6,613 (1,260)	18	6,631	6,083	—
46	5,410 (990)	—	5,410	8,535	98
47	12,982 (8,610)	16	12,998	6,553	—
48	7,314 (3,921)	19	7,333	8,540	54
49	6,125 (2,496)	—	6,125	9,867	1,022
50	9,024 (2,436)	211	9,235	15,042	2,930
51	8,234 (5,206)	906	9,140	11,664	2,135
52	7,095 (4,660)	587	7,682	12,408	1,465
53	10,329 (6,621)	134	10,463	13,133	1,271
54	6,605 (4,643)	148	6,753	12,981	1,786
55	11,601 (9,063)	1,077	12,678	9,935	1,680
56	17,932 (12,799)	2,874	20,806	12,690	491
57	10,154 (7,759)	626	10,780	10,475	6,812

(注) 1. () 内数字は時価発行増資分。

2. 事業債、転換社債等(新株引受権付社債を含む)の海外分については、私募債を含

3. 事業債の海外分には金融債・銀行債を含まない。

(資料) 公社債引受協会等の資料より作成。

億円と資本市場からの資金調達額3兆9643億円の36.2%を占め、外債・DRの発行はわが国企業の主要な資金調達手段の一つとなっている(図表1-1参照)。

1 第1次石油危機以前の外債・DR(預託証券)発行

わが国企業による外債の発行は昭和36年に始まったが、これが今日のように増大し、わが国企業の主要な資金調達手段として重要な地位を占めるよう

(単位 億円)

債 計	転 換 社 債 等			合 計		
	国 内	海 外	計	国 内	海 外	計
3,914	—	—	—	5,343	—	5,343
4,159	100	—	100	6,197	—	6,197
5,534	—	54	54	8,026	90	8,116
5,348	—	108	108	8,193	525	8,718
5,153	125	464	589	10,372	843	11,215
6,083	1,145	162	1,307	13,841	180	14,021
8,633	850	—	850	14,795	98	14,893
6,553	2,880	—	2,880	22,415	16	22,431
8,594	4,103	—	4,103	19,957	73	20,030
10,889	2,835	203	3,038	18,827	1,225	20,052
17,972	3,310	1,820	5,130	27,376	4,961	32,337
13,799	555	1,538	2,093	20,453	4,579	25,032
13,873	1,625	2,211	3,836	21,128	4,263	25,391
14,404	2,770	4,281	7,051	26,232	5,686	31,918
14,767	3,535	5,561	9,096	23,121	7,495	30,616
11,615	965	5,149	6,114	22,501	7,906	30,407
13,181	5,460	10,690	16,150	36,082	14,056	50,138
17,287	4,645	6,931	11,576	25,274	14,369	39,643

む。

4 第1章 日本企業の海外資金調達の実況分析

になったのは、第1次石油危機の発生した48年以降のことである。第1次石油危機以前は、外債・DRの発行は不況による資金需要の低迷や当局の外資流入規制等による中断の時期を経つつ、おおむね年間約10件以下、200億円程度が行われていた程度で、最も多かった44年度においても14件、843億円と、同年度の資本市場における資金調達額1兆1215億円の7.5%にすぎず、海外ファイナンスの占める割合はわずかであった。

当時、外債・DRの発行を行った企業を業種別にみると、普通社債においては鉄鋼、化学、電力、重機械、繊維等の基幹産業が中心であり、外債発行の動機は国内金融の逼迫、内外金利差等に求められるケースが多かった。これに対し転換社債・DRにおいては、輸出比率・海外債権比率の高い電気機械、精密機械、商社などを中心に外貨建債権のリスク・ヘッジ、企業の海外市場でのPR、低コストの資金調達を図っての起債が多かった。

しかし、いずれにしても、外債発行に関するノウ・ハウの蓄積も少なく日本経済の海外からの評価の定まっていなかった当時において、外債発行に踏み切れるのは国際的に知名度・信用度も高く、財務内容が優良な一部の大企業に事実上限られており、外債・DRの発行は企業の資金調達手段としては特殊かつ限界的なものにとどまっていたといえよう。

2 最近の外債・DR発行の増大

その後、外債・DRの発行は国際収支の大幅黒字対策の一策として、昭和46年5月からしばらく見合わされていたが、48年末に発生した石油危機によりわが国の国際収支の大幅赤字が予想されるに至って発行が再開されることとなった。ところが、この頃から変動相場制下における外貨債権の為替リスク増大に対するヘッジの必要性、国内金融市場の逼迫等を背景に、外債発行のニーズは急速に高まり、またオイルマネーを中心とする外人投資の急増もあって49年度24件、1225億円、50年度63件、4961億円と外債・DRの発行は