

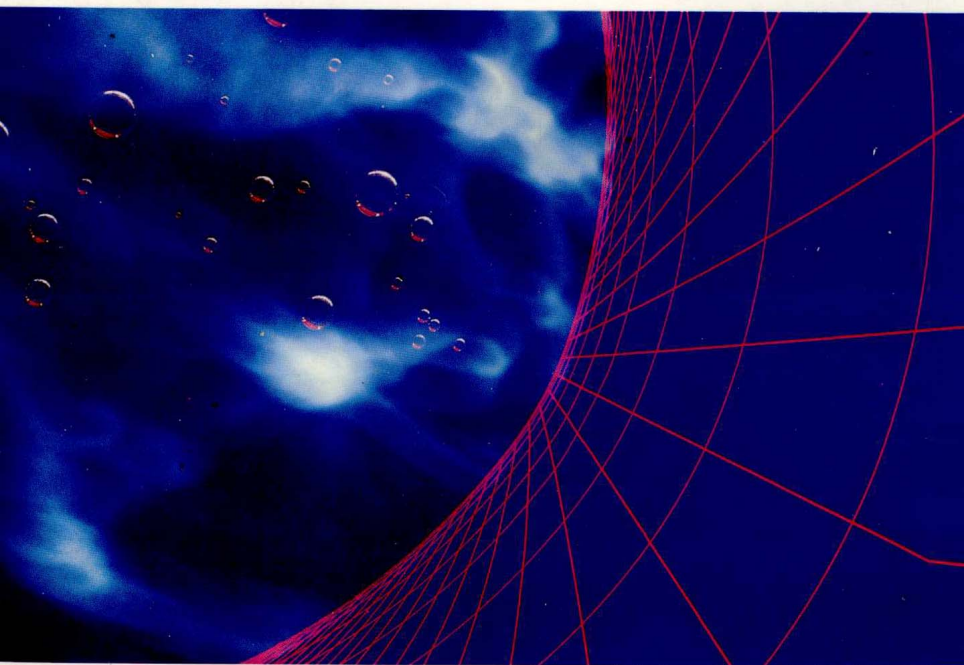


Yuhikaku Business

海外資金調達

進む企業金融の国際化

小林襄治・高橋文郎 著
三上哲治・三桝淳一



有斐閣ビジネス



Yuhikaku Business

海外資金調達

進む企業金融の国際化

小林襄治
高橋文郎 著
三上哲治
三桝淳一

執筆者紹介

こ	ばやし	じ	
小	林	襄	治
			日本証券経済研究所主任研究員
たか	はし	お	
高	橋	文	郎
			野村マネジメント・スクール研究員
み	かみ	てつ	
三	上	哲	治
			シティバンク為替資金部支配人
み	ます	じゆん	いち
三	樹	淳	一
			西ドイツ銀行国際金融部長



海外資金調達

小林襄治・高橋文郎 著
三上哲治・三樹淳一

1985年12月25日 第1刷発行

定価 1,400 円

発行者・江 草 忠 敬 発行所・株式会社 有 斐 閣 〒101東京都
千代田区神田神保町 2-17 電話 03-264-1311 印刷・明 石 印 刷
製本・稲 村 製 本 落丁・乱丁本はお取替えいたします
©1985, 小林襄治・高橋文郎・三上哲治・三樹淳一. Printed in Japan

ISBN 4-641-06830-5

はしがり

わが国主要企業は七〇年代後半から外部資金需要をかつてに比べて大きく低下させているが、資金調達に際しては借入金よりも株式や債券など証券の発行によることが多くなりつつある。他方、七〇年代後半から国際債券市場の拡大はめざましく、ユーロ債市場を中心にさまざまな新しい資金調達手段・方法が開発され、利用されるようになっていく。この中で、わが国企業による国際債券市場の利用、すなわちいわゆる外債の発行が最近急増している。たんに量的に増えているばかりでなく、調達先はスイス市場、ドイツ市場、ユーロ市場などと多様であり、調達手段に関しても普通債の他に転換社債、ワラント付社債、変動利付債なども利用され、加えて通貨スワップ、金利スワップなど新しいテクニクが使われ、非常に複雑になっている。起債が盛んな海外市場とは対照的に、国内起債市場は不振であり、制度や慣行の見直しや改革が進みつつある。同時に注意しておくべきことは、經常収支の大幅黒字を背景に、わが国投資家は活発に對外債券投資を展開していることである。現在わが国は世界最大の資本輸出（對外証券投資）国の地位にあり、日本企業が海外で発行する債券を、わが国投資家が取得することも少なくないのである。

このような現状を全体的にとらえるのは、動きの激しい世界のことだけに容易ではなく、手軽に利用できる参考書も少ない。また、海外の資本市場の制度・しくみについても意外と知られていない。

そこで、専門マニュアルではないが、海外資金調達と国際債券市場についての参考書の執筆に思いあった。

第1章では、日本企業の海外資金調達の状況が分析され、財務行動の変化をたどりつつ、企業が、なぜ、いかに、どこで調達しているのかが明らかにされる。

第2章では、ADRや各種社債など資金調達手段について説明し、さらに金利や通貨のスワップ技術や新種の債券等について詳しく説明する。

第3章では、国際資本市場や国際債券市場についての定義や構成について説明するとともに、その歴史的発展を概観し、現段階の規模・特徴を明らかにする。

第4章から第7章まではいわば各論であり、主要国際債券市場について解説する。第4章ヤンキーボンド市場、第5章ユーロ債市場、第6章ドイツマルク債市場、第7章スイス外債市場であり、それぞれの市場の特徴、発行方法、手続き、日本企業の発行状況などについて述べられる。

最後に第8章では、わが国企業による海外資金調達が国内社債市場にどのような影響を与えているのかについて試論が展開される。

本書の執筆にあたっては、全体の構成については執筆者全員が合意し、分担が決められたが、各章の叙述は執筆分担者の責任で書かれている。このため部分的に記述が重複しているところや論点の相違もあるが、お許しいただきたい。所属機関や仕事を異にする者が視角を完全に統一するのは困難なことにもよるが、各章の独立性を保つためでもある。

本書の出版にあたっては、有斐閣書籍編集部、石塚務氏に多大なお世話になった。ともかくも出版にこぎつけたのは氏の努力のおかげである。執筆者一同深甚の謝意を表したい。

一九八五年十一月

執筆者一同

●執筆者紹介

小林 襄 治（こばやし じょうじ）

1942年朝鮮に生まれる。

1967年京都大学経済学部卒業。1973年東京大学大学院経済学研究科
博士過程終了。

現在 日本証券経済研究所主任研究員。

高橋 文 郎（たかはし ふみお）

1955年東京に生まれる。

1977年東京大学教養学部卒業。

現在 野村マネジメント・スクール研究員。

三 上 哲 治（みかみ てつじ）

1949年東京に生まれる。

1974年東京経済大学卒業。1977年ボストン大学大学院修士過程終了。

1980年ブラウン大学大学院博士過程終了。

現在 シティバンク為替資金部支配人。

三 桝 淳 一（みます じゅんいち）

1947年広島に生まれる。

1971年早稲田大学第一政治経済学部卒業。

現在 西ドイツ銀行東京駐在員事務所副代表 兼 大阪事務所国際金
融部長。

目次

第1章 進展する海外資金調達

1	資金調達の多様化・効率化……………	2
	日本企業の財務行動の変化(2) 高度成長期の企業財務(2) 低成長への移行と企業財務の変化(4) 一九八〇年代の企業財務(7) 資金調達の多様化(9)	
2	海外資金調達の増大……………	12
	社債の約半分を海外で発行(12) 市場別にみた海外資金調達の動向(14) 業種別にみた海外資金調達の動向(17) アメリカ企業の海外資金調達との比較(19)	
3	外債発行のメリット……………	21
	企業が考える外債発行のメリット(21) 低い資金コスト(22) 発行手続きの簡便さ(25) 無担保での発行が可能(27)	
4	海外資金調達の目的……………	28
	海外資金調達をいかに活用するか(28) 国際的な知名度向上(29) 外債発行による為替リスクヘッジ(32) 事業拡大のための海外資金調達(34) 金利負担軽減と財務内容改善(35) 調達資金の運用(36) 調達資金は何に使われるべき	

か(38)

5 ユーロ円債の登場.....40

ユーロ円債の発行解禁(40) ユーロ円債解禁の影響(41)

第2章 海外資金調達の手段.....45

1 海外資金調達の方法.....46

2 DR(預託証券).....47

DR発行のしくみ(47) DR発行のメリットと留意点(49)

3 社債.....50

外債の種類(50) 外債発行の概要(52) 普通社債(57) 転換社債(58)

ワラント付社債(61)

4 新しい調達方法.....63

スワップ外債登場の背景(63) いろいろな手法(66) 金利スワップ債(66)

長期先物為替予約付社債(ヘッジ債)(67) 債務交換契約付社債(カレンシー・スワップ債)(69)

5 スワップ以外の調達方法.....70

プット・オプション付転換社債(70) プレミアム償還条項付転換社債(72) 債券購入権付ワラント社債(デット・ワラント債)(72) デット・アサンプション

第3章 国際資本市場の概観

1	国際資本市場	78
	インパクトローンと外債 (78)	
	国際金融・資本市場 (79)	
	ユーロクレジット (80)	
	ユーロ債・外債・国際債券 (81)	
2	伝統的な国際的資金調達——二十世紀前半までの国際資本市場	84
	第一次大戦前のイギリス資本輸出 (84)	
	第一次大戦後の資本輸出 (86)	
	資本輸出の停止した一九三〇年代 (87)	
3	ユーロ債市場の生成・発展	87
	資本輸出 (証券投資) の停滞 (87)	
	利子平衡税とユーロ債の生成 (88)	
	対外投資規制とアメリカ企業のユーロ債発行 (90)	
	ユーロマルク債と流通市場の整備 (91)	
4	国際資本市場の発展——第一次オイルショック以降	92
	混乱と動揺 (92)	
	ドイツマルク債市場・スイスフラン債市場の発展 (93)	
	ユーロクレジット市場の発展 (99)	
5	国際資本市場の現況——一九八〇年代	103
	発展途上国債務の累積——ユーロクレジットの縮小 (103)	
	変動利付債・NIF・新	

商品・新技術 (104) ユーロドル債市場の拡大 (105)

第4章 ヤンキーボンド市場

1	はじめに	112
	ヤンキーボンド市場発生の背景 (112)	
	プレトンウッズ体制に基づく固定相場制度 (113)	
	ヤンキーボンド市場の変遷 (114)	
	アメリカ外債市場の特徴 (117)	
2	発行手続き	118
	一九三三年証券法と一九三四年証券取引所法 (118)	
	公募の場合 (119)	
	私募の場合 (120)	
3	発行関係者および諸契約	130
	発行関係者 (130)	
	諸契約 (132)	
4	発行費用	133
	発行費用 (134)	
	発行期間中の費用 (135)	
	ADRの発行費用 (136)	
5	発行市場・流通市場	137
	発行市場 (137)	
	流通市場 (139)	
6	投資家の行動	141

7 日本の企業の起債状況

主な出来事(144) 日本企業の起債状況(147)

144

第5章 ユーロ債市場

151

1 市場の特徴

ユーロドル債が中心(152) 自由で規制のない市場(153) 国際的な市場(154)
多様な債券の種類(156) 借手(158) 投資家(161)

152

2 発行方法・発行手続き

主幹事・副幹事・引受業者・販売業者(163) 買取契約・引受契約(166) その他の
発行関係者(168) 起債プロセス(169) ポート・デイル(一括買取引受)(173)
発行手数料(174)

163

3 流通市場

上場(176) 店頭市場(177) 決済システム(180)

176

4 変動利付債

181

第6章 ドイツマルク債市場

185

1 はじめに

186

2	社債引受シ団編成と内容	188
	社債販売市場(188)	社債引受シ団編成と手数料(188)
3	発行者の意思決定	191
	ドイツ側主幹事銀行の指名(191)	サブ・コミティー(192)
	の指名(193)	引受会社グループの選定(195)
4	社債の発行者コスト	195
	社債発行の概要(195)	発行者コスト計算(199)
5	社債発行の必要書類	201
	必要書類の一覧表(201)	社債買取契約書、主支払代理人契約書(202)
	グ・サーキュラー(203)	オフアリン
6	社債の外国為替業務	205
	社債発行手取金の外国為替(205)	社債期中費用の外国為替と送金(207)
7	マルク市場の現状	208
	市場規模と日本側発行者の起債状況(208)	アフターマーケット(210)
	為替の推移(212)	円とマルク
8	マルク外債市場大幅自由化へ	215

第7章 スイス外債市場

1	スイス外債市場の特徴……………	218
---	-----------------	-----

国際債券市場に占めるスイス外債市場(218) 資本輸出としてのスイス(218)
外債市場としてのスイス債券市場——金利の低さが魅力(222)

2	銀行と投資機関……………	224
---	--------------	-----

各種の銀行(224) 大銀行と外国系銀行の躍進(227) 信託勘定(228) 機関投資家(229) 銀行の守秘義務(230)

3	発行方法……………	231
---	-----------	-----

幹事・引受シンジケート(231) 幹旋人・保証人(235) 公募と私募(235) 発行手数料等(236) 発行規制(237) 発行スケジュール(238) 未発達な流通市場(238)

第8章 海外資金調達の国内市場へのインパクト

海外起債の真の理由は(242) 国内市場の変革(244)

参考文献	249
------	-----

索引	巻末
----	----

第 1 章

進展する海外資金調達



1 資金調達が多様化・効率化

日本企業の財務行動の変化

近年の日本企業の海外資本市場での資金調達の増大は、企業の財務戦略の効率化と資金調達の多様化の一環としてとらえることができる。この節では、まず海外資金調達の背景をなす企業の財務行動の推移をみてみよう。

戦後の日本企業の企業財務の変化は表1・1のように、①一九七〇年代前半までの高度成長期、②一九七〇年代後半の低成長への移行期、③一九八〇年代の安定成長期、の三つにわけて考えてみることができる。そして、企業の財務体質の指標として自己資本比率をとってみると、図1・1にみるように高度成長期には一貫して低下し、低成長への移行とともに企業の財務体質がより重視されるようになり、自己資本比率は上昇しつつある。この間の事情は次のように説明されよう。

高度成長期の企業財務

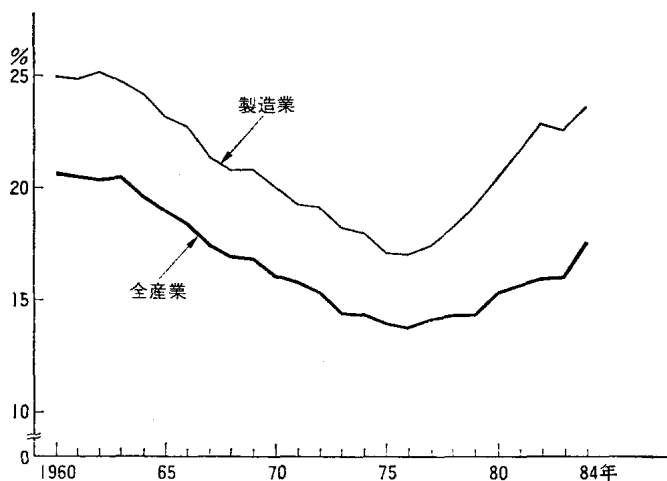
高度成長期にあつては、実質経済成長率は一〇%前後と高かったため、一般に設備投資や在庫投資などの資金需要が大きく、留保利益や減価償却など事業から生み出される内部資金のみで資金需要を満たすことはできなかった。このため、企業は成長をはかるために外部資金調達に依存する必要がある

第1章 進展する海外資金調達

表 1・1 日本企業の財務戦略の変化

	高度成長期 (1960年代～ 70年代前半)	低成長への移行期 (1970年代後半)	安定・低成長期 (1980年代)
経 済 成 長 率	高 度 成 長	マイナス成長から低成長へ	低成長が持続
企業の資金需要	重化学工業中心に大	資金需要低下	ハイテク分野中心に大(ただし産業間の跛行性あり)
事 業 リ ス ク	小	大	大
金 融 環 境	硬直的金利体系 資本市場は未発達	国債大量発行開始 時価発行増資本格化	金融・資本市場の 自由化・国際化
企業の資金調達	銀行借入中心	株主資本調達活発化 長期借入金返済	負債・エクイティの ファイナンス・ミックス
自己資本比率	低 下	上 昇	最適自己資本比率の維持

図 1・1 自己資本比率の推移



〔出所〕 大蔵省『法人企業統計年報』より作成。