

初の国内公募外貨建社債発行の意義

佐藤 淳

■ 要 約 ■

1. 野村総合研究所は 2018 年 3 月、国内公募豪ドル建社債を発行した。これは、日本企業が初めて国内公募市場において外貨建で発行した社債である。
2. 日本社会が成熟化し、経済成長率が低位安定で推移する中、日本企業の事業活動のグローバル化が進んでいる。海外企業を対象にした大型 M&A の増加は、グローバルな競争を有利に進めようという企業の経営判断の現れであり、多くの中堅・中小企業にとっても海外活動の拡大は重要課題となっている。
3. そうした環境下、外貨建資産の増加にマッチした負債調達が多通貨化、簡便化の意義は大きい。今後、この枠組みを通じて、成長期待の高いタイやインドネシア等の現地法人向けのファイナンスが実施されることも考えられる。更に、アーリーステージ企業の資金調達手段として発展する可能性もある。
4. 投資家にとっても、国内公募外貨建社債は、外貨建運用の新たな選択肢となる。投資対象が国内企業であれば状況を把握しやすいため、発行体の信用力を効率的に判断しつつ、成長力の高い新興国の通貨での運用を行うことも可能となる。今後の展開が注目される。

I 国内で公募豪ドル建社債を発行した野村総合研究所

1. 案件の概要

野村総合研究所は 2018 年 3 月、国内公募豪ドル建社債を発行した。これは、日本企業が初めて国内公募市場において外貨建で発行した社債である。発行額は 5,000 万豪ドル、年限は 5 年、調達資金はオーストラリア子会社買収時に借り入れた資金の返済に充てるとしている。

本社債に応募した投資家は、豪ドルで払込を行い、利息を豪ドルで受け取り、償還に際して元金を豪ドルで受け取る。本社債は指定金融機関等¹以外の者への譲渡が禁止されており、募集についても指定金融機関等である者に限定されている。

¹ 租税特別措置法第 8 条第 1 項に規定する金融機関、同法第 8 条第 2 項に規定する金融商品取引業者等、所得税法第 176 条に規定する信託会社等。

本社債には社債権者の権利を保全する役割を担う社債管理者が設置されている。社債発行において社債管理者の設置は会社法上義務付けられているが、各社債の金額²が1億円以上の場合には設置義務の適用除外となっており、国内公募社債の多くは社債管理者を設置していない。本社債の各社債の金額は100万豪ドルで、発行時点で1億円を下回っていたため、社債管理者を設置している。

2. 案件の意義

本案件の意義は、国内企業が外貨建社債を簡易に発行する道を開いたこと、国内投資家に対して効率的な外貨建運用の選択肢を提供したことである。

これまで、日本企業にとって外貨建社債は資金調達の選択肢であり、主要通貨である米ドル及びユーロでの発行が中心となってきた。これらの外貨建社債は、ユーロ市場、米国市場等で起債され、当地の投資家を中心に販売される。日本企業によるこれまでの外貨建社債は、当該通貨の中心市場において発行されてきた。但し、海外市場での起債事務は発行企業にとって相応の負担を伴うものであり、費用対効果の観点から、調達規模の大きな案件が中心となってきた。その結果、外貨建社債を発行する企業は限定されてきた。

一方、近年、多くの日本企業は海外での事業活動を拡大しており、外貨建調達手段多様化のニーズは高まっている。外貨建社債発行の簡易化は、資本市場を活用する企業の裾野拡大に繋がり得る。

II 企業の外貨建資金調達の目的

1. 有利なコストでの調達

企業が外貨建調達をする主要な目的の1つは、有利なコストの実現である。

日本企業が外貨建社債発行によって調達した資金は、そのまま外貨として使われる場合と円に交換して使われる場合がある。前者において、有利なコストの実現とは、外貨建社債発行のコストが、円で調達した資金を外貨に交換（スワップ）するコストよりも低いケースである。後者においては、企業が円の調達をする際、外貨建社債の元利金の支払いを円にスワップしたコストが、円で直接調達したコストよりも有利になる場合である。

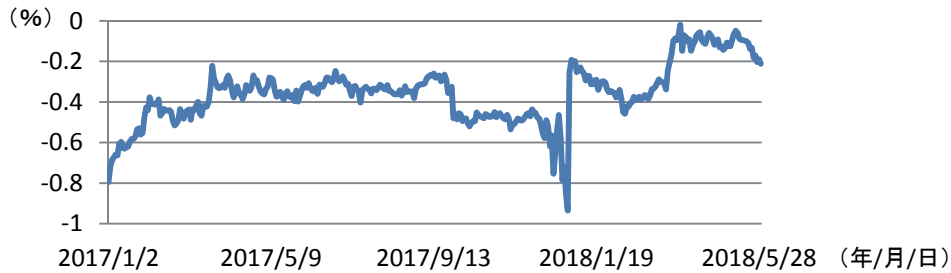
外貨建社債発行のコストは、社債のコスト³、通貨交換に係るコストによって構成される。

社債のコストの内訳は、社債の発行条件と間接費用である。社債の発行条件は、利率、発行価格、償還までの期間、及びそれらの要素によって算出される利回りによって示される。この利回りの妥当性を判断する目安が、基準となる金利との格差（スプレッド）であり、通常は社債と同じ通貨の国債利回りを基準の金利とする。同じ企業の社債であっても、

² 債券保有者が債券の償還時に受け取る金額。旧制度における額面に相当するもの。

³ 発行通貨ベースでの発行コスト。

図表 1 米ドル・円通貨スワップ（3ヶ月物）のベースス推移



(注) データは日次の仲値。円に比べて米ドルの需要が強い場合、ベーススはマイナスになる。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

これに対する評価は通貨・市場毎に異なり得るため、企業にとっては相対的に評価の高い通貨・市場で発行することが合理的である。間接費用は、引受手数料、契約・届出・開示に係るコスト等である。

通貨交換に係るコスト、つまり 2 通貨間の交換の条件は通貨スワップのベーススに示される。通貨スワップは、異なる通貨間の元本と変動金利を交換する取引である。例えば、米ドルの変動金利と円の変動金利の交換において、両通貨の需給に応じた上乗せ金利（ベースス）が生じる（図表 1）。ベーススの水準は市場の需給環境によって変化し、円と米ドルを交換するコストに反映される⁴。

外貨建社債の調達コストが有利か否かは、社債のコストと通貨交換に係るコストを合わせた上で判断される。

2. 為替リスクのヘッジ

為替リスクのヘッジは、企業の外貨建調達の主要目的に挙げられる。企業が外貨建資産を保有する場合、為替レートの変動によって円ベースでの価値が変化する。この為替リスクを管理するために、ある外貨建資産を保有する場合、その外貨の負債を持つことで、為替の変動による業績への影響を中立化することができる。外貨建負債を調達するためには、社債発行、銀行借入等の手段が存在する。

企業の海外展開に伴い、外貨建資産の保有が進んでおり、その内容は海外子会社の株式、生産設備を始め、様々である。こうした状況を受け、企業経営の安定性確保の観点から、外貨建資産に係る為替リスクをヘッジするニーズが高まっており、国内公募外貨建社債はこうしたニーズにマッチすることが見込まれる。

⁴ 米ドル調達のコスト（米ドル・円通貨スワップのベーススのマイナス幅）は年末に上昇する傾向にある。この傾向の背景として、米銀が年末にバランスシート拡大を避けて米ドル融資を絞ること、ヘッジ付きの米ドル債投資を行う日本の金融機関が 3 月の決算期末越えの資金確保を進めること、等がある。更に、2017 年末に関しては、米国債や米株への需要の強さ、外貨建融資を伸ばしている邦銀の米ドル調達需要の強さ等がベースス動きの大きさに影響していることも指摘されている。

3. 調達手段多様化

調達手段の多様化も、企業の外貨建調達の重要な目的である。

外貨建社債を発行することは、海外資本市場を活用して、海外投資家へアクセスする手段を確保することに繋がる。新たな市場、新たな投資家層という観点で、外貨建社債の発行は調達手段の多様化と認識されている。

Ⅲ 日本企業によるこれまでの外貨建社債発行

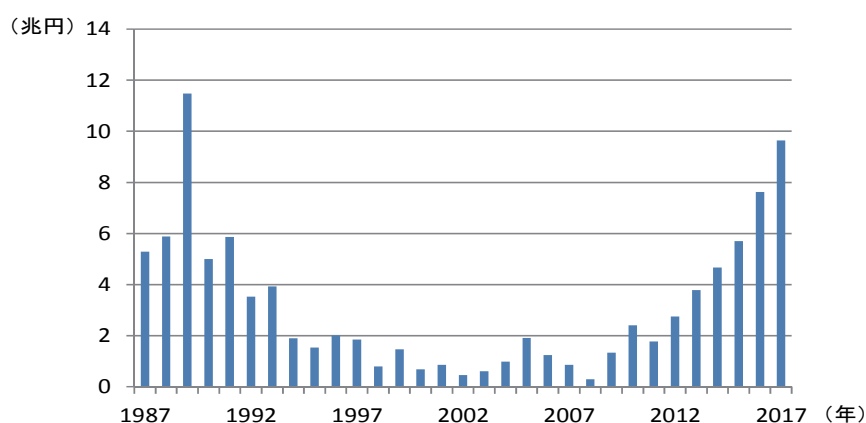
1. 従来傾向

従来、日本企業の外貨建社債は、ユーロ市場、米国市場等、主に調達する通貨の主要な市場において発行されてきた。

日本の居住者が海外市場にて発行した外貨建債の規模は拡大傾向にあり、特に 2011 年以降は一貫して増加を続けている（図表 2）⁵。日本企業の海外ビジネスの進展に伴う資金需要の拡大が外貨建社債発行金額の増加を促している。特に、海外における外貨建融資のための資金調達を行う銀行、海外投資家から劣後性資金を取り込む生命保険会社、海外企業を対象とする大型 M&A を行う事業会社が規模の拡大を牽引している。

企業が外貨建社債調達を行う主な目的は、前述の通り、①有利なコストでの調達、②為替リスクのヘッジ、③調達手段の多様化である。特に、コストの有利性は、企業が資金調達手段を選択する上での前提条件となることが多く、多数の投資家を対象とする規模の大きな外貨建社債を発行できる企業の範囲を限定してきた。

図表 2 居住者の外貨建債発行金額推移



(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

⁵ 1990年代初頭までは、ユーロ市場で発行された新株予約権付社債が高い割合を占めていた。

2. 調達コストについて

社債の調達コストが有利か否かの判断は、調達金額の規模によって変化し得る。特に、外貨で大きな金額を調達する場合、当該通貨の投資家層が厚い主要市場で起債することが一般的である。

前述の通り、社債のコストは、社債の発行条件と間接費用によって構成されている。発行条件に関し、社債利回りと国債利回り等の基準金利とのスプレッドは、発行企業の信用力に対する投資家の評価、金融資本市場の動向等を反映した水準となる。発行企業の信用力評価が高いほど、また金融資本市場が安定しているほど、スプレッドは小さくなる傾向にある。

発行企業の信用力評価は、投資家毎に様々な尺度を用いて行うものである。格付会社が付与している格付は、多くの投資家にとって尺度とされ得るものであるが、これをどの程度重視するかは投資家によって異なる。海外投資家から見て、日本企業は海外企業であり、ビジネスをグローバルに展開しているか、過去において海外市場での資金調達実績があるか等は重要な要素ではあるが、いずれにしても、投資判断のための十分な情報が得られる日本企業の範囲は限定される。よって、日本企業に対し、国内投資家よりも海外投資家が高い評価を与えるケースは少ない。

また、間接費用に関し、これまでの外貨建社債の場合、契約、届出、開示等の社債発行手続きは現地の制度、慣行に従って行われ、言語については基本的に英語が使用されるが、これは、日本企業にとっては相応の負担となる。特に、小規模の調達の場合、調達金額に対する間接費用の割合は大きくなる。

加えて、社債発行と銀行借入の特徴を比較すると、社債発行は相対的に規模の大きな調達に適している。公募社債は不特定多数の投資家からの資金を集めるもので、信用力の高い企業であれば多数の資金の出し手からの調達が可能である。一方で、公募市場を使うため、社債発行には相応のコスト負担を伴う。これは、円建社債のみならず、外貨建社債においても同じ傾向がある。

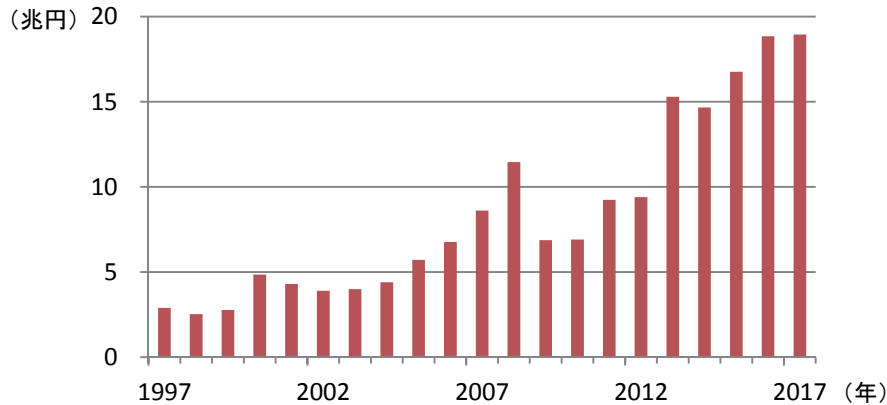
このように、日本企業によるこれまでの外貨建社債発行は、規模の大きい外貨資金のニーズを有する、海外市場での評価を得やすい企業が、調達する通貨の主要な市場において起債するという傾向がある。

IV 外貨建調達多様化の必要性

日本企業の事業活動のグローバル化に伴い、外貨建調達の多様化が必要となっている。

海外市場に活路を見出す日本企業数は規模の大小にかかわらず増加し、対外直接投資は拡大傾向を続けている（図表3）。

図表3 日本企業の対外直接投資金額推移



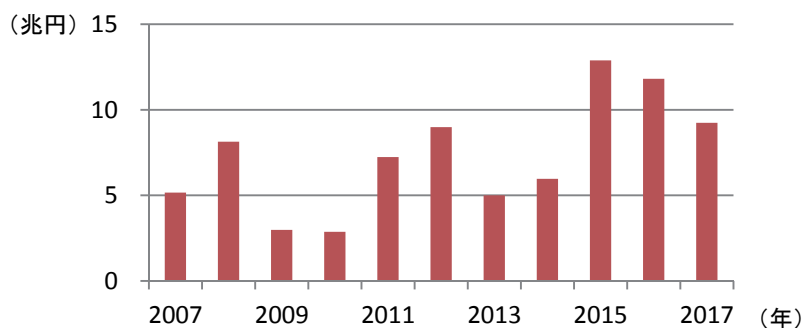
(出所) 財務省より野村資本市場研究所作成

日本社会が成熟化し、経済成長率が低位安定で推移する中、海外企業を対象にしたM&Aの増加は、グローバルな競争を有利に進めようという企業の経営判断の現れである(図表4)。国内市場規模拡大の鈍化、縮小を見据え、海外市場へのアクセスは多くの日本企業にとって重要課題となっている。

一方、前述の通り、外貨建社債を発行する企業は、調達コストの制約から限定されていた。国内公募外貨建社債は、国内市場において、国内投資家を対象に、国内の制度に基づいて発行手続きが行われるため、海外市場での発行と比較すると調達コストの制約を受けにくくなるケースが増加し得る。

また、通貨の種類についても、これまでの外貨建社債は、一定以上の金額でないとコスト上の優位性が出現しづらいという調達コストの制約のため、結果的に米ドル建のものが太宗を占めていた。国内公募外貨建社債は、調達コストの制約を受けにくくすることによって、通貨選択の面でも多様化をもたらし、今後、人民元やアセアンのローカル通貨建社債による調達が活発化する可能性もある。

図表4 日本企業による海外企業を対象とするM&A金額推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

一方で、米ドルやユーロ等の主要通貨建社債についても、例えば調達規模の小さい案件であればコスト面で海外市場よりも国内市場が選好されることも考えられる。

発行企業にとっては、国内外市場の投資家層、調達可能金額の違いや、発行コストの比較等を踏まえて調達手段を選択できるようになったことが大きい意義と言えよう。

V 投資家にとっての国内公募外貨建社債

国内公募外貨建社債は、投資家にとっても外貨建運用の新たな選択肢となる。

為替リスクと信用リスクを同時に管理するのは難しいと言われる。外貨建資産に投資して為替の利益を狙う場合や、国際分散投資の観点から特定の通貨建の資産を保有する場合等において、為替リスクの管理に注力して信用リスクを回避するためには当該通貨の国債に投資することが有効である。これは、流動性リスクを管理するためにも合理的な行動である。

一方、投資家にとって信用リスクが管理可能であれば、このリスクを負うことによって運用パフォーマンスを向上させることができる。海外企業の業績、資産状況を継続的にモニターするには相応のコストがかかるが、対象が国内企業であれば、国内投資家にとっては対応しやすい。

外貨建運用に関する投資家のニーズをマクロで捉えれば、ある程度は各通貨の規模やシェアに見合ったものになると推測される。但し、マイナーな通貨は、投資家から見た効率性、商品供給サイドの体制等の要素もあり、投資対象として選択されにくい面もあると考えられる。そうした中、国内公募外貨建社債は、日本企業の信用力に基づく金融商品で、中には日本国債並みの信用力を持つ発行企業もあり、投資家の通貨選択多様化につながるが見込まれる。

投資において、どのようなリスクを負い、どのようなリターンを狙うかは、投資資金の性格、規模、市場環境等、様々な要素を勘案する必要があるが、リスクとリターンの組み合わせに関する選択肢が増えることは、投資の利便性向上に寄与するものであり、国内公募外貨建社債は投資家に新たな選択肢を提供するものである。

VI むすびにかえて

日本経済を取り巻く環境は、企業活動のグローバル化を強く促している。企業が海外展開を進める上で、外貨建調達手段の多様化の必要性は増している。特に、為替リスクヘッジは企業経営の安定性の観点から欠くことのできない要素である。外貨建資産の増加にマッチした負債調達の多通貨化は、大きな注目を集めよう。

今後、この枠組みを通じて、成長期待の高いタイやインドネシア等の現地法人向けのファイナンスが実施されることも考えられる。更に、グローバル化を進めるアーリーステージの日本企業の資金調達手段として発展する可能性もある。日本企業が、国内外市場

の投資家層、調達可能金額の違い、発行関連コストの比較等を踏まえて調達手段を選択できるようになる意義は大きい。

投資家にとっても、国内公募外貨建社債は投資対象の新たな選択肢となる。今後の展開が注目される。