

サブプライムショック後の サムライ市場の動向と課題

財務総合政策研究所 国際交流室 研究員
安保 洋平

要旨：



- ◇サブプライムショック後の日本市場の安定性がサムライ市場注目のインセンティブに
- ◇サムライ市場の発行体の高格付化、欧豪発行体の増加、新興国発行体の減少
- ◇実務的課題は、会計基準、ソブリン基準、英語での開示、契約書フォーマット

はじめに

2008 年上半期サムライ市場はかつてない注目を浴びている。「サムライ・ブームの到来だ」「日本のサムライ・マーケットに外国の企業が列をなして待っている状態。人気のあるラーメン屋のようだ」（市場関係者）との声もあがっている。今年に入ってから、サムライ債の起債総額は 1 兆 3,063 億円（7 月 24 日現在）を超え、過去最高記録を更新した前年度同期を既に上回っている。起債件数についてもすでに 47 件（7 月 24 日現在）を超えている。個別銘柄で見ると、従来は非常に少なかったオーストラリアやカナダの金融機関のサムライ債発行が増加する一方で、7 月のシティ・バンクによる個人向けサムライ債発行等、新たな動きも見られている。いまサムライ市場に何が起きているのか。本稿では、サブプライム・ショック前後の国際金融市場の動きをみた上で、円の国際市場といえるサムライ市場の動向を考察する。そして、より円滑な国際資本移動のためには何が必要か、その課題についても実務的な視点から言及する。

本稿の構成は以下の通りである。まず 2007 年に生じたサブプライムショックが国際金融市場および世界の各市場に波及し、それに対応してサムライ債の市場が注目を浴びるようになった経緯とそのメカニズムについて説明する。次いで、サムライ債とは何かについて説明する。サムライ債の定義や分類、引受の構造や発行スケジュールについて概観し、ユーロ円債と比較を行う。そしてサブプライムショック前後のサムライ市場の動向について述べる。サブプライムショック以降、サムライ市場に起こった変化について市場関係者のインタビューを含めて解説する。最後に、サムライ債に関わる課題について、サムライ市場における注目すべき実務的課題を 4 点紹介し、今後の国際金融市場におけるサムライ債のプレゼンスについて言及する。

サブプライムショックと サムライ市場

いかにしてサブプライムショックが波及したか

ーサブプライムショックのメカニズム

米国のサブプライムローンの破綻に端を発す

る国際金融市場の混乱はもはや周知の大事となっていました。現在その全容についてさまざまな分析・考察がなされているが、ここではサブプライムショックの派生のメカニズムについて、米国発の金融信用不安がいかに日本市場に波及したのかを説明する。その際、第一に資本市場における市場流動性の低下、第二に企業の資金調達における資金流動性の低下が国際金融市場全体の流動性の低下をもたらし、それによって比較的波及の影響が軽微だった日本のサムライ市場が有利になっている現状を述べる。

米欧のサブプライムショックによる波及経路

一 資本市場における市場流動性の低下

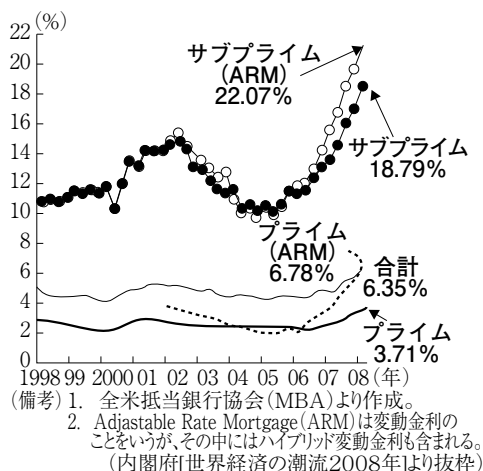
サブプライムショックによる資本市場の動きを観察すると、起点となったのは2007年半ばからはじまった米国におけるサブプライム住宅ローンの延滞増加と証券化商品の価格下落であった。2008年に入っても、米国の住宅市場は調整が続き、住宅価格の下落圧力は一層強ま

りをみせた。そうしたもとで、サブプライム住宅ローンを裏付け資産とした証券化商品、いわゆるサブプライム RMBS*1 は2008年に入ってから下落が続いた。BBB 格や A 格は当初価格の1/5以下となったほか、AAA 格であっても価格が1/2程度まで下落した。このほか RMBS の再証券化商品である債務担保证券 (CDO)*2 も裏付け資産の格下げにより、スプレッドの拡大傾向が続いた。

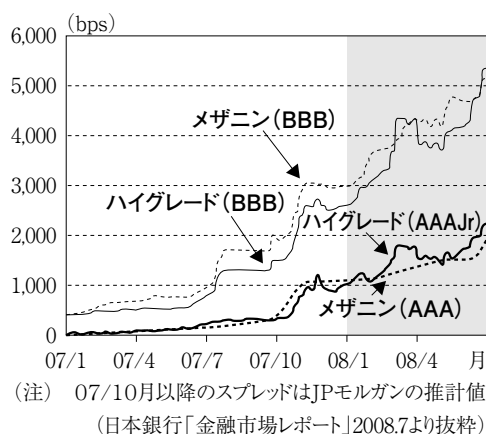
サブプライム RMBS とは別の証券化商品は、2007年後半の時点では裏付け資産が劣化していた訳ではなかったが、米国のサブプライム RMBS の影響を受けて、リスクを再評価したり、投資を慎重にする動きが強まった。2008年に入ると、米国の景気後退懸念と相まって、これらの裏付け資産の劣化も明確化していった。こうした動きが、証券化商品全般のスプレッドの拡大につながった。

証券化商品市場の混乱は、これまで相対的に安全性や流動性が高いと考えられてきた地方債や GSE 債にも波及した。これは地方債や証券化商品を保証する保険を提供することを主たる

(図表 1) 米国の住宅ローン延滞率と住宅価格



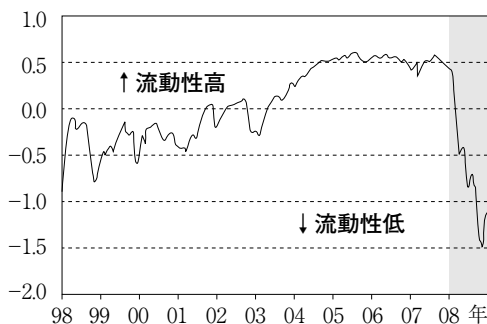
(図表 2) サブプライム RMBS 価格指数



*1 サブプライム RMBS (Sub-prime Residential Mortgage Backed Securities) とは、サブプライム住宅ローンを担保として発行される証券化された証券のこと。

*2 CDO (Collateralized Debt Obligation) とは社債や RMBS を含む貸出債権等から構成される資産を担保として発行される資産担保证券の一種で証券化商品である。

(図表 3) グローバルな市場流動性指標



(注) 平均値からの乖離を標準化して表示。

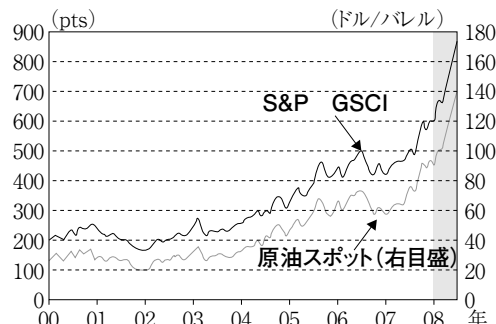
(日本銀行「金融市場レポート」2008.7より抜粋)

業務とするモノライン（金融保証専門会社）やGSEの財務悪化によるものである。2007年時点でAAA格を有していたモノライン社7社合計で米国の地方債約1.2兆ドル、証券化商品約0.6兆ドルを保証していたが、証券化商品の価格下落の影響を受けて、多くのモノラインは保証契約の評価損の計上を行わなければならなくなり、財務悪化につながった。2008年に入ってモノラインの格下げが相次ぎ、それによってモノラインの保証する地方債のスプレッドも拡大した。また、GSEが組成していたRMBSや債券も原資産の評価損を受け、GSEの財務悪化から、スプレッド拡大に拍車がかかった。

米国地方債やGSE債等相対的に安全性・流動性の高いと考えられてきた金融商品の価格が下落したことでこれらを担保とするレポ市場の機能が低下した。金融機関は資金繰りのためにGSE債の売却圧力を強めた一方で、証券会社（投資銀行）は、流動性の低下したこれらの金融商品を抱え込まなければならなくなった。このような混乱の連鎖反応が市場流動性の低下につながった。

一方で、サブプライムショックと時期を同じくして原油価格や穀物価格等コモディティの価格上昇からインフレ懸念が高まった。世界的なインフレ懸念の高まりは金融政策やマクロ環境への不確実性を高め、投資家のリスク資産の保有を全体的に削減しようとする動き、すなわち

(図表 4) コモディティ価格



(注) 原油スポットWTI

(日本銀行「金融市場レポート」2008.7より抜粋)

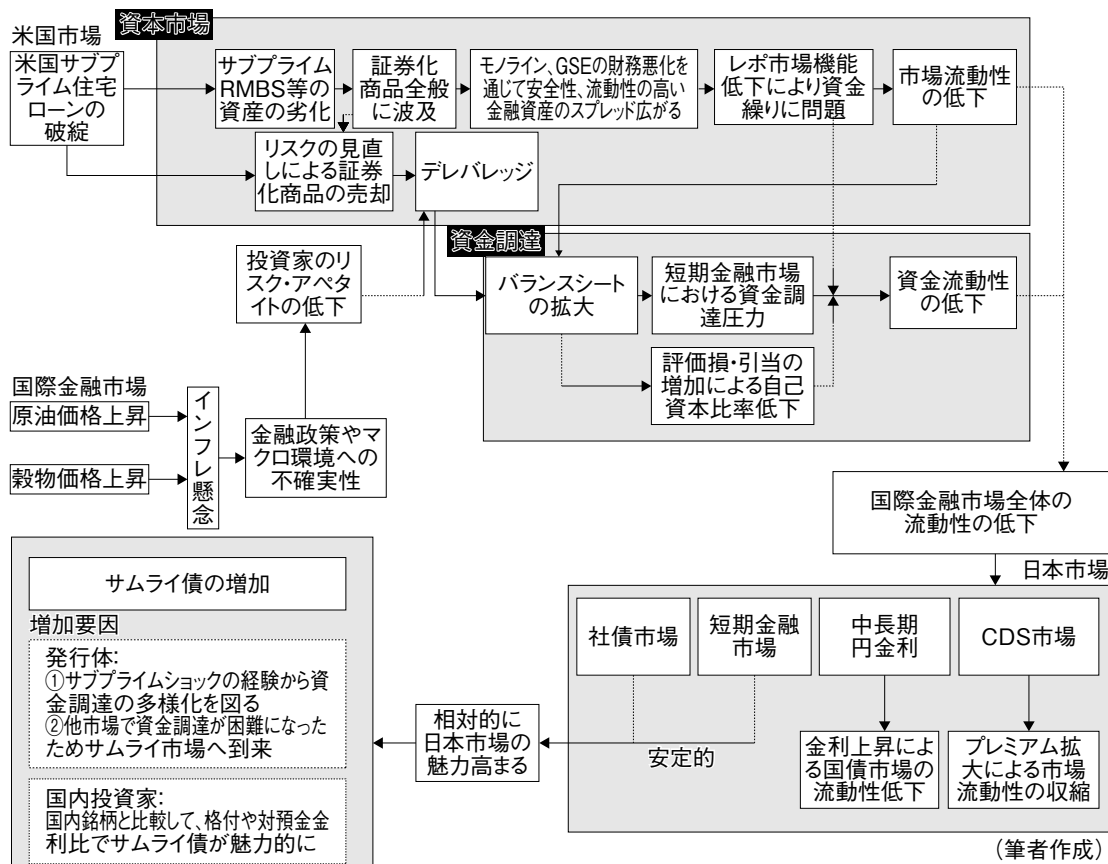
リスク・アペタイトの低下につながった。

前述の証券化商品をはじめとする金融資産のリスク再評価の動きに加えて、投資家のリスク・アペタイトの低下によって、金融資産市場での調整圧力が強まった。資産の売却圧力が強まる一方で、資金の出し手は金融経済環境の不確実性の高まりから、市場取引に慎重になった結果、金融市場の流動性は大幅に収縮した。具体的にはサブプライムRMBSの流通市場では流動性が枯渇し、現物債は値が付かない状況が続いた。そして資産価格下落に伴う値洗い（mark to market）は、投資家のデレバレッジ（急激なポジションの巻き戻し）を誘発し、資産の投げ売り（fire sale）に追い込まれることもあった。レバレッジをかけ、投資を拡大させたヘッジファンドは金融機関による追加担保の差し入れ要求（マージンコール）やレポ取引のライン打ち切りに対応するため、ポジションを巻き戻さざるをえず、このことが全般的な価格下落をもたらし、さらなるマージンコールにつながった。こうしたデレバレッジの圧力が、様々な証券化商品の市場流動性を一層収縮させることとなった。

一金融機関の資金調達における資金流動性の低下

市場流動性が低下したことによって、金融機関は2008年3月末にかけてバランスシートの

(図表 5) サブプライムショックによる国際金融市場と日本市場への影響 (フローチャート)



拡大を余儀なくされた。具体的には、サブプライムローンに加え、Alt-A やジャンボローンを裏付けとした RMBS の市場流動性が低下したことに伴い、同ローンを抱えこまざるを得なくなったほか、CDO の市場流動性の収縮に伴うレバレッジローン*3 の抱え込みや企業からのコミットメントラインの引き出し（貸出）も増加した。

金融機関は膨張したバランスシートをファイナンスするために、短期金融市場で資金の調達圧力を強めた。その結果、銀行間金利の上昇圧力が高まり、流動性リスクを意識した金融機関は短期資金に関する予備的需要を一層強めたことで、市場の逼迫度がさらに増すこととなった。

またリスク資産の増加は、資産の評価損・引当ての増加とともに、金融機関の自己資本比率を押し下げる方向に動いた。自己資本比率の低下圧力は、銀行間の資金取引を一層慎重化させただけでなく、銀行の信用仲介能力の低下や銀行による資産圧縮にもつながっていった。こうした資金取引の逼迫と前述のレポ市場の混乱によって、金融機関の資金繰りに関する不確実性が増加し、資金流動性低下につながった。これを受け、米欧の短期金融市場は急速に緊張感が高まり、2008 年 3 月には米国証券大手のベア・スターンズ（2008 年 3 月）の経営が行き詰まった。同年 9 月には、ファニーメイ、フレディマックといった GSE が政府の管理下に

*3 レバレッジローンとは、より高い投資収益率を得るため、投資主体が投資元本に上乗せするためにハイリスク・ハイリターンで調達するローンのことである。

置かれ（7日）、「ブラックサンデー」と呼ばれたリーマン・ブラザーズの破綻（破綻は15日）、メルリンチに対するバンク・オブ・アメリカの買収（15日）、AIGへの公的支援発表（16日）、ゴールドマン・サックス及びモルガン・スタンレーの銀行持株会社への移行（21日）等の金融危機が引き起こされた。こうした一連の動きが金融機関の資金調達における資金流動性の低下を引き起こし、前述の市場流動性の低下と相まって複合的に発生した。

このようなサブプライムショックの波及はヨーロッパ、オーストラリア、日本等を含めた国際金融市場に及んだ。2007年末より、当初サブプライムローンを保有していなかったと考えられていた金融機関の資産についても、証券化商品等を中心に評価損が発生し、四半期の情報開示においてそれが明るみになったため、国際金融市場での資金調達が容易に行えない状況に陥った。

日本市場、サムライ市場への影響

一日本市場の相対的安定性に目をつけた海外企業

国際金融市場の混乱の影響は日本にも波及した。影響が特に大きかったのは、海外投資家などのプレゼンスの高い中長期円金利市場とクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）^{*4}市場であった。国債市場を中心とする中長期円金利市場では、資金流動性の制約に直面したヘッジファンドが2008年3月中旬にかけてデレバレッジを強いられたことで、国債価格等に大きな変化が生じた。海外投資家のリスクテイク力が低下したほか、証券会社が意図せざる在庫の増加に直面したため、証券会社（投資銀行）のマーケットメイク力も低下した。こうした背景の下、国債市場の流動性は低下した。また、国内CDS市場でも、海外投資家によるリスク削減や裁定取引を背景に、プレミアムが2008年

3月半ばにかけて急拡大した。こうした市場の動きに反応し、ポジション調整が相応の規模で行われたことで、CDSの市場流動性が急速に収縮し、プレミアム拡大に拍車をかけた。

一方、日本の短期金融市場は総じて安定しており、翌日物金利の無担保コールレートは0.5%前後で安定的に推移した。社債市場の投資家は国内勢にほぼ限定されるため、海外投資家によるポートフォリオのリバランスやデレバレッジの影響を受けにくい。国内投資家の投資意欲が堅調に推移したことが、日本の社債市場の安定につながったと考えられる。

こうした日本市場の相対的安定性に対して、海外発行体は金融機関を中心に資金調達の多様化とユーロ市場等、いままで調達していた市場での調達の困難性を背景に、円市場での調達のインセンティブを強めた。日本の国内投資家も、格付けや預金金利で見てサムライ債や非居住者のユーロ円債が相対的に有利な運用手段であるとの認識を高めた。結果、2008年上半期におけるサムライ債の新規発行額は過去最高を記録した前年を上回るペースを見せた。

このように、米国発で発生したサブプライムショックがヨーロッパ、オーストラリア、日本等を含めた国際金融市場に波及し、流動性の低下が起こった。その中で、相対的に安定して推移していた日本市場に注目が集まり、サムライ債やユーロ円債の増加につながったとみられる。

サムライ債とは何か

サムライ債とは

一サムライ債とは日本における青目（外国企業等）の円建て債券である

さて、サブプライムショックによるサムライ市場への影響とその分析に入る前に、サムライ債とは何か、その概要について述べる。サムラ

^{*4} クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）とは、貸付債権に債務不履行が発生し、その信用リスクをヘッジしたい場合に利用するオプション取引。

イ債の定義、分類、発行体、引受の構造、発行スケジュールについて説明する。そして、サムライ債としばしば比較されるユーロ円債との相違についても言及する。

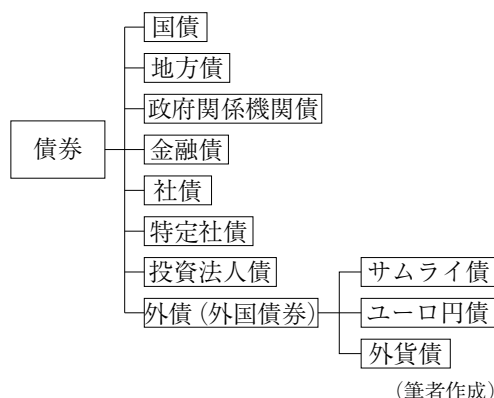
ーサムライ債とは

サムライ債とは、外国企業等が円建てで日本国内で発行した債券のことを指す。(図表6)の通り、分類上はサムライ債は外国債券(外債)の一種として捉えられる。外国債券には、主にサムライ債、ユーロ円債、外貨債がある。この違いは、サムライ債が「外国企業^{*5}」による「円建て」で「日本国内」で発行された債券であるのに対し、ユーロ円債は「日本企業、外国企業を問わず」、「円建て」で「海外」で発行された債券である。また外貨債は「日本企業、外国企業を問わず」、「外貨建て」で「海外」で発行された債券である。この他に過去には大名債(日本国加盟の国際機関が円建てで日本国内で発行)やショーゲン債(外国企業が外貨建てで日本国内で発行)等があったが現在は主流ではない。

ーサムライ債の発行体はさまざま

サムライ債を発行する外国企業(以下、発行体)は現在世界のさまざまな国の機関、企業である。2007年の発行体別の統計データで内訳をみると、米国が30%、ヨーロッパが17%、オーストラリアが7%、新興国を含めたその他が46%となっている(図表7を参照)。歴史的には、1970年の世界銀行によるサムライ債発行以降、国際機関や外国の政府機関の海外ファ

(図表6) 債券の種類



イナンスの一環としてサムライ債の発行が行われることが多かったが、ここ数年はインドやタイ、韓国等経済成長の著しい新興国の海外の資金調達的手段としても使われていた。発行体の分類にあたっては、日本の金融商品取引法(金商法)により二つの属性に分けられる。一つは、民間の事業会社および金融機関であり、通称「コーポレート(Corporate)」と呼ばれる。もう一つは、海外の政府、中央銀行、政府関連機関等であり、通称「ソブリン(Sovereign)」と呼ばれる。この区分によって情報開示等の取り扱いが金商法上で異なる。^{*6}

サムライ債発行手順のしくみ

ーサムライ債の引受の構造

サムライ債の発行手続^{*7*}は、多くのプレイヤーがこれに関わっている。(図表8)に示されている通り、発行体が債券を発行し投資家にそれを販売するのであるが、その仲介をしてマーケットを観察しながら、発行体と利率や発

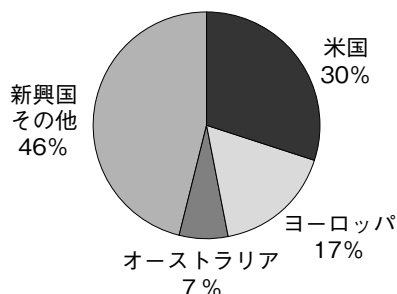
^{*5} 厳密には、ここでいう外国企業とは金商法上の非居住者のことを指し、日本企業は居住者のことを指す。

^{*6} コーポレートかソブリンかの区分の判断については日本の金融当局が行っている。この他に、金商法上の規定により当局の定める国際機関については情報開示上の免除がある。

^{*7} 以下では公募・私募のうち、公募のケースの説明を行う。

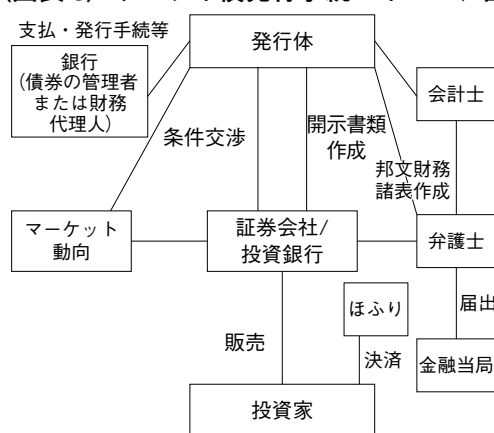
^{*8} 契約書類上は、発行体と証券会社(投資銀行)の間で当該サムライ債の引受の内容・条件等について定めた元引受契約(Subscription Agreement)、幹事会社間の取り決めを定めた幹事会社間契約(Agreement among Managers)、債券の管理者/財務代理人と支払・発行手続等について定めた管理委託契約(Agreement with Commissioned Company for Bondholders)/財務代理契約(Fiscal Agency Agreement)等がある。また、元引受契約等の添付書類として当該サムライ債の発行体と債権者との間の債券の契約の内容を定め、当該債券を購入するすべての投資家に対して同一の内容を有する債券(社債)の要項(Conditions of Bonds)が加えられている。

(図表 7) 2007 年のサムライ債発行体の地域別分類



(EDINETより筆者作成)

(図表 8) サムライ債発行手続のイメージ図



(筆者作成)

行総額等の条件交渉を行ったり、弁護士および会計士と協議しながら開示書類の作成を進める^{*9}のが証券会社（投資銀行）である。証券会社（投資銀行）はアレンジャーとして、発行体から投資家までの間の橋渡しをすると同時に、当該債券がマーケットでどの程度の評価をうけるか、法的・会計的に適法に処理されているか等の諸条件を調整する役割を果たす。証券会社（投資銀行）は場合によっては幹事会社を増や

して引受幹事団を組成したり、販売のみを請け負う引受シンジケート団を組成することもある^{*10}。これらの他に、発行体は銀行等を債券の管理者／財務代理人として任命し、サムライ債の支払・発行手続等を委託している。尚、2006年1月よりサムライ債においても証券保管振替機構（ほふり）による決済等の電子化が可能となっている。

一サムライ債の発行スケジュール

サムライ債の発行に要する期間は通常2ヶ月程度といわれている。以下、例えばある企業が10月からサムライ債を発行したいと検討したいと想定した場合の発行スケジュールについて説明しよう（図表9参照）。サムライ債の発行スケジュールは大きく分けると四つのポイントがある。

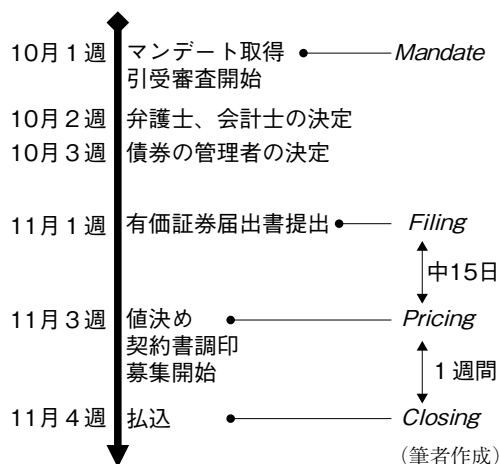
第一に、発行体がサムライ債を発行したい場合、発行体は証券会社（投資銀行）に対しマンドート（Mandate）を与えることから始まる。マンドートとは、発行体がサムライ債発行に関する手続きを進める権限を証券会社（投資銀行）等に委ねることを指す。証券会社（投資銀行）はマンドートが出ると、通常弁護士や会計士を任命するよう発行体に助言するとともに引受に関する審査を開始する^{*11}。第二に、有価証券届出書の金融当局への提出（Filing）である。発行体は代理人である弁護士を通じて、日本の金商法の規定に沿った企業情報および財務諸表等記載した有価証券届出書を金融当局に提出する^{*12}。現在のところ（2008年9月現在）、当該書類は邦文でのみの提出となっているため、ファイリングまでの期間に膨大な企業情報と財

^{*9} 正確には開示書類の作成主体は発行体であり、弁護士は発行体の本邦代理人となり金融当局への開示書類等の提出や証券会社との交渉を行う。

^{*10} 現在日本の金融機関の統合の影響等により、サムライ債の引受は2社もしくは3社による共同主幹事による連帯引受が多く、シ団が組成する場合は少ない。

^{*11} 引受に関する審査はデューデューリジェンス（Due Diligence）と呼ばれ、引受に関し、当該発行体に関する財務状態、カントリーリスク、企業の組織構造等多岐にわたる調査を行う。また、金融当局に提出する発行体の開示書類が投資家に提供する目論見書として使用されるため、投資家保護の観点等から発行開示についても審査を行う。

(図表 9) サムライ債発行スケジュール(例)



務諸表の翻訳作業が発生する。第三に、条件決定および契約書の調印(Pricing/Signing)である。金商法の規定上、有価証券届出書の届出の効力が発生する期間中は15日を要すると定められているため、実際に証券会社(投資銀行)が投資家に債券を販売できるのはこれ以降となる。通常はマーケットのリスクを最大限に減らすために、条件決定を行い、契約書の調印を行って、同日に届出の効力が発生したことを確認した上で募集を開始する^{*13}。第四に、払込(Closing)である。募集終了から払込までの期間は決済の手続き上、1週間程度かかるのが通常である。この他、払込終了後、償還期限が到来するまで発行体は金商法の規定に従い、有価証券報告書をはじめとする定期開示報告書を金融当局に提出しなければならない(継続開示の義務)。

以上の説明は、有価証券届出書方式に基づく

方法である。継続的に起債を行う発行体に対しては、1988年10月から発行登録制度と呼ばれる制度があり、これを使うことによってより機動的な発行が可能となっている。

サムライ債 vs ユーロ円債

—サムライ債は重い？

このような特徴を持つサムライ債だが、ユーロ円債と比較すると、いくつかの点で相違がある。まず、販売先であるが、サムライ債は、日本市場をターゲットとしているだけに、日本国内における幅広い投資家への販売が可能である。日本の投資家の特徴として長期保有・安定志向があると言われており、ポートフォリオの一環として日本市場に注目する発行体も多い。一部アジア等海外の投資家に販売されることもある。一方、ユーロ円債はユーロ市場の国際的な投資家をターゲットとしている。日本国内の投資家への販売も可能であるが、その場合「売出し」の手続きを踏まない限り投資家勧誘制限が設けられている。次に、発行金額であるが、公募債と比較した場合、サムライ債は1件(トランシェ)あたり100~500億円程度が多いのに対し、ユーロ円債は数百億円~1,000億円程度である。サムライ債については、現在は投資家の選好も多様化しており、1,000億を超える多額の起債の場合でも固定利率と変動利率のトランシェを分けて発行するような場合が多くなっている。準備期間に関しては、前述の通りサムライ債は通常2~3ヶ月要するのに対し、ユーロ円債は通常EMTNプログラム^{*14}を利用して発行するケースが多く、その場合極めて機動的な

^{*12} 金融当局に提出する届出書の記載項目の内容は金商法により細かく定められている。コーポレートの場合は企業開示府令7号様式に基いた開示が必要であり、ソブリンの場合は外債府令2号様式に基いた開示が必要である。

^{*13} 現在のサムライ債はそのほとんどが機関投資家向けであるため、募集期間は1日となっている。

^{*14} MTNプログラム(Medium Term Note Program)とは、債券の発行体が予め発行条件の大枠、起債関係者との関係等を包括的に定めた目論見書(Prospectus)および諸契約を作成しておき、実際に債券を発行するときには、発行する債券の具体的な発行条件を記載したプライシング・サプPLEMENT(Pricing Supplement)という簡単な書類を作成することによって債券の機動的な発行を可能とする枠組みのこと。EMTNとはユーロMTN(Euro Medium Term Note)のことで、ユーロ市場で利用されるMTNプログラムのことを指す。

(図表 10) サムライ債とユーロ円債の比較

	サムライ債	ユーロ円債
定義	外国企業が日本国内で発行する円建て債券	ユーロ市場で発行される円建て債券
販売先	日本国内の投資家 (一部海外投資家)	ユーロ市場の国際的投資家 (日本での販売は投資勧誘制限)
発行金額	1件(トランシェ)あたり 100~500億円	数百億円~1,000億円
準備期間	2~3ヶ月 (初回償の場合)	EMTNプログラムを 利用した場合、 極めて機動的
ドキュメンテーション	日本法準拠 邦文契約書	英国法準拠 英文契約書

(筆者作成)

発行が可能となる。ドキュメンテーションに関しては、サムライ債は日本法準拠であるため邦文契約書、邦文開示書類等を作成しなければならないのに対し、ユーロ円債は英国法準拠であり、英文で開示書類を作成し英文契約書等を作成すれば良いため翻訳の作業の時間が必要とならない。

したがって、サムライ債は日本の投資家をターゲットをしている意味で特質をもつが、ユーロ円債と比べると機動性には富んでおらず、翻訳作業など日本法準拠ゆえのコストがかかっている。それゆえ、資金調達担当者からはしばしば、「サムライ債は重い」との声が聞かれる。

2008 年のサムライ市場

サブプライムショック後のサムライ市場動向

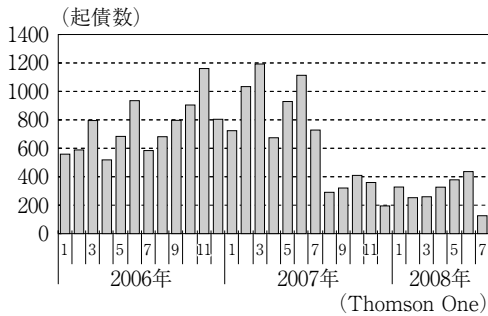
一何が変わったのか

以上、サブプライムショックによる国際金融市場の混乱、サムライ債の概要を解説した。ここからはこのような環境の下でサムライ市場にどんな変化がおこっているのかについてみる。具体的には、格付け、地域、発行体属性、年限

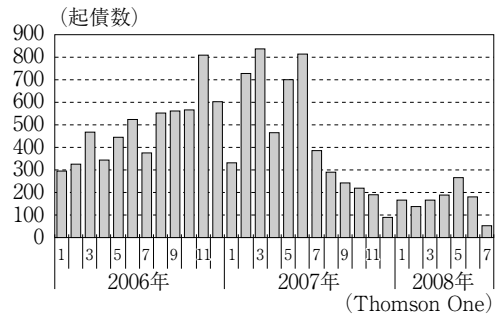
等の側面から考察する。

前述してきたように、サブプライムショックによる影響でサムライ債は注目を浴びている。起債総額は2006年は1兆円に届かない水準であったが、2007年は2兆5,000億円を超えており、2008年は早くも1兆3,063億円(2008年7月24日現在)と、前年を上回るペースで増加している。この増加の要因は二つあると考えられる。一つは、サブプライムショックによる発行体の資金調達に関する多様化志向である。相対的に安定していた日本市場における資金調達を海外発行体がポートフォリオの一つとして捉えだしたと考えられる。もう一つはその他の国際金融市場における資金調達の困難性であろう。(図表11、図表12)をみれば明らかな通り、ユーロ市場と米ドル市場における起債数はサブプライムショック以降激減している。(図表13)はサムライ債の国別での比較である。サブプライムショック以前に主流であった米国と新興国の発行体の起債が減少し、代わってカナダ、ヨーロッパ、オーストラリア等が増加している。また、(図表14)は発行体の格付けの推移を表している。2006年のサブプライム以前はA-~A+(S&P基準)の発行体が66.4%を占めていたのに対し、2008年7月時点ではわずか13.4%まで減少している。代わって増加したのはAA-~AA+の格付けをもつ発行体で、2006年27.0%から2008年(7月時点)で63.5%まで増加している。属性別で比較すると、金融機関及び事業会社の起債が増加し、ソブリン銘柄や国際機関は相対的に減少している(図表15)。年限(tenor)でみると、5年物が最も多いのは変化していないが、特に2008年に入って2~4年物が増加していることがわかる(図表16参照)。債券の種類については、2006年は固定クーポンが94.6%と主流であったのに対し、2008年(7月時点)では、変動クーポンが47.2%まで増加している。発行総額に関しては、2006年に1起債あたり500~800億円程度の起債が最も多かったのに対し、2008年

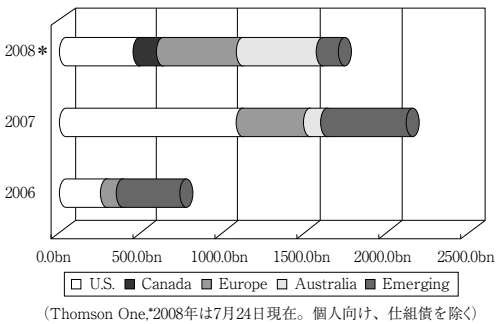
(図表 11) ユーロ市場における起債数の推移



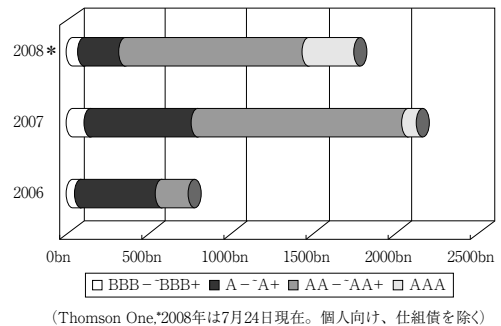
(図表 12) 国際ドル市場における起債数の推移



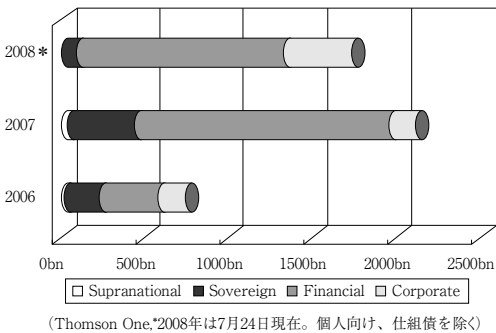
(図表 13) サムライ債発行体の地域別分布



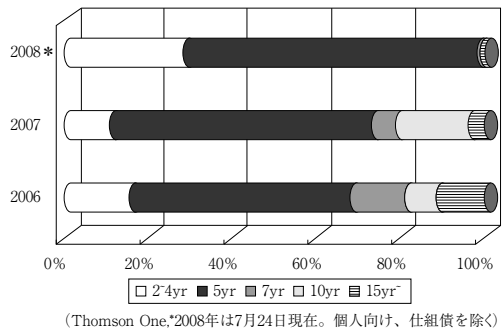
(図表 14) サムライ債発行体の格付別分布



(図表 15) サムライ債発行体の属性別分布



(図表 16) サムライ債発行体の年限別分布



に入って1,000億円を超える起債が多くなっている。これは格付の高い金融機関等による大型起債が増加したためだと考えられる。

このような動きの背景には、ユーロ市場や米ドル市場で調達していたヨーロッパやオーストラリアの高格付の発行体がサムライ市場にアクセスしてきており大型起債を増やしている一方で、その余波を受けて格付比から新興国の債券に対するニーズが下がってきているものと考え

られる。S&PやMoody's等国際的な格付機関の評価によれば、2006~2007年にかけて全般的に格上げのトレンドがあったため、結果新興国の発行体の債券も注目を浴びたが、2007~2008年に入ってサブプライムショックによる影響で状況は一変し全般的な格下げの風潮に転じた。そのような環境の中で、新興国に対する債券は売れない、というのが実情である。これについて、大和証券SMBCのキャピタルマー

ケット部兼デット・シンジケート部の川名剛氏は、「サムライ債を起債する発行体の格付はAA以上が増加している。地域では、アメリカ中心であったが、最近ヨーロッパ、オーストラリアが増加している。年限についてもばらけはじめてきた。これは以前より投資家の志向が多様化しているため」と指摘する。

サムライ市場の新たな動き

—個人向けサムライ債* 15

2008年に入って、シティグループ等個人向けサムライ債が発行された。従前までサムライ債といえば機関投資家を対象としてきたものが主流であったが、ここに至り個人向けにも対象が広がっている。これについて川名剛氏は、「個人向けサムライ債は今後増えるかもしれない。ただ、個人に販売する債券については発行体の財務内容等を精査した上で、銘柄選定をする必要がある。」とコメントしている。

—ユーロ円債シフト論

最近市場関係者の間でよく聞かれる傾向として、今後ユーロ円債がサムライ債に取って代わるのではないかという指摘がある。現在のところ、ユーロ円債を買える国内投資家は限られており、サムライ債には一定の需要が存在する。しかしながら、多くの発行体は複数の市場の動向をみながら資金調達を検討しており、EMTNを保有している場合が多い。発行体により機動的に、安く資金調達を行いたいと考えている観点からもし国内投資家の間でユーロ円債購入が主流になってくれば、一気にサムライ債の存在意義は薄れる可能性もある。ただし、そういった場合においても投資家保護の観点から、発行体の情報開示及び投資家への情報提供が十分かどうか等実務的には課題は存在する。

4つの実務的課題

会計基準、ソブリン基準、英文開示、契約書

—機動性やコストの重さをいかに解決するか

サムライ市場の今後に言及する上で常に指摘されるのは他市場と比べた機動性やコストの重さである。他の市場と比べてサムライ市場が魅力的でなければ、サムライ市場はマーケット・メカニズムによって淘汰されるであろう。以下では、サムライ債の機動性やコストに関して、常に話題となる実務的課題を4点紹介する。すなわち、会計基準の問題、ソブリン基準の問題、英文開示の問題、契約書フォーマットの問題である。

—会計基準の問題

第一に会計基準の問題である。サムライ債を起債する上で、金融当局に有価証券届出書を提出する必要があるが、その内容の一部に財務書類を記載するよう定められている。通常、日本の会計基準により作成された財務書類が提出されることになっている。ところが、海外発行体の場合、発行体の属する国の法制等により、かならずしも日本の会計基準と同じ形式、基準によって作成されているとは限らない。そこで、投資家の保護および発行体の便宜を勘案して、(1)発行体の本国（本拠とする州その他の地域を含む。）において開示している財務書類を金融庁長官が公益または投資家保護に欠けることがないものとして認める場合には、その本国における用語、様式および作成方法をもって行い（本国基準）、(2)本国基準が認められない場合でも、発行体が第三国において開示している財務書類を金融庁長官が公益または投資家保護に欠けるものがないものとして認める場合には、そ

* 15 個人向けサムライ債の販売は厳密に言えば新たな動きではなく、以前は個人利付債が個人向けに販売されていた。またデュアル債や逆デュアル債は1995年半ば～1998年半ばにかけて個人向けに大量発行されている。

の本国における用語、様式および作成方法をもって行い（第三国基準）、(3) 本国基準および第三国基準が認められない場合には、財務書類の用語、様式および作成方法は、金融庁長官の指示するところに従うこととされている（財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（財務諸表等規則）127条）。この規則は端的にいいかえると金融当局により認められた国および会計基準でなければ日本で開示することができないということを意味する。イメージとしては、会計基準の認められていない国（例えばロシアの発行体）が日本においてサムライ債を起債する場合、英国や米国等、当局において認められた国の会計基準でもって財務書類を作成しなければならない、ということである。投資家保護の観点から、日本の投資家が判断ができないような海外の会計基準が日本の情報開示において跋扈することは問題であるが、インドやロシア、南アフリカ等新興国の企業が続々と国際金融市場に進出している昨今、実情にあっているのではないかとの声もある。2011年に日本による国際会計基準（IFRS）の相互承認^{*16}がなされれば、国にかかわらず国際金融市場においてIFRSを採用して財務書類を作成している企業が多い中で、当該規則の扱いがどう解釈され得るのか、その位置づけは重要なものだと思われる。

一ソブリン基準の問題

第二に、ソブリン基準の問題である。前述の通り、サムライ債を起債する発行体が一定の条件を満たす場合、ソブリンと認定され、コーポレートとは異なる開示様式で届出を行うことができる。これはソブリンの開示様式はコーポ

レートの開示様式とは異なる要件で開示が行われることを意味する。例えばソブリンの場合、会計基準の問題は開示要件に入らない。ただし、ソブリンと認定される基準自体は金融当局の判断によるものであるため、判断に時間がかかる上、その判断の基準について不明瞭だと指摘する声もある。伊藤見富法律事務所／モリソン・フォースター外国法事務弁護士事務所の弁護士中村さおり氏は、「ソブリン基準の問題は20年以上に亘り明文規定化されておらず運用に委ねられているが、現在の国際市場の実情に必ずしもあっていないのではないか。最近は国や公的機関の子会社がサムライ債を発行する場合も多い。ソブリンと認定されればコストがずいぶん低減するのでこの基準の可否は大きい」と指摘する。

一英文開示の問題

第三に、英文開示の問題である。情報開示において、従前は日本法に準拠するため日本語による開示が求められてきたが、2008年6月に継続開示のみ英文開示が認められることとなった^{*17}。従来はサムライ債は機関投資家向けが主流を占めていたため、発行開示（有価証券届出書等提出に関する情報開示）および継続開示ともに英文で問題ないのではないかという市場関係者の声もあったが、今年に入って個人向けサムライ債の販売が始まっている状況を見ると、投資家保護の観点からも一概に英文開示積極導入論が推し進められない要素も発生してきている。

一契約書フォーマットの問題

第四に、契約書フォーマットの問題である。

^{*16} 日本経団連、日本公認会計士協会、金融庁等は現在2011年までに国際会計基準の導入検討に入っている（2008年9月4日日本経済新聞朝刊）。日本基準と国際会計基準の選択制にするか等詳細については今後決定される見込み。

^{*17} 金融庁は2008年5月30日、「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」（内閣府令第35号）を公布した。このうち、英文開示の対象拡大等については、外国会社、外国政府、外国ファンド等が発行する有価証券にも範囲を広げるとともに（従来は外国ETFのみ）、対象書類についても、四半期報告書（上場会社）、内部統制報告書等にまで拡大した。

以前より、起債の機動性促進のため債券の要項や関連契約書のマスターフォームを作るべきではないかという議論があった。例えば、マスターフォームのようなものを作れば、後は個別の起債時にその条件だけを記したペーパーに当事者がサインするだけで調印が完了するといったイメージである。これに関して、大和証券SMBC キャピタルマーケット部の小島伸氏は、「(統一的な) 債券の要項のマスターフォームを作ることについては難しいのではないかと。純資産 100 億円の企業と 1,000 億の企業に対して同じ扱いをするのは困難。また、サムライ MTN は普及しなかった。これはプレーンバニラ (固定利付債) と変動利付債が主流であり、MTN 化するほどのニーズにも乏しかったと思われる。」と言及する。

サムライ市場の今後

サムライ債の現在の傾向は短期的には継続

一サムライ市場はお客にとって魅力的な店であり続けられるか

サムライ市場の今後の動向については、短期的には現在の傾向が引き続き継続すると思われる。もっとも国際金融市場における流動性の低下がある程度回復すれば、現在サムライ市場にアクセスしている発行体が元の市場に戻る可能性は十分にある。一方で国際金融市場の混乱は未だ完全に収束したともいえず、9月のリーマン・ブラザーズ破綻により、同社発行のサムライ債 1,950 億円が債務不履行になる見通しとなった (過去最大級)。これに呼応して、ドイツ銀行やソシエテ・ジェネラル等一部の金融機関が発行を延期している。今後金融機関による追加の評価損や新たな金融危機が発生した場合、現在の傾向がさらに強まる可能性もある。弁護士の中村さおり氏は、「サムライ市場は新興国の発行体による国際資本市場における資金調達

の重要なツールであるという見地からも軽視すべきではない。MTN を使ったような機動的な発行はできないが、(海外企業には実際より日本市場は使いづらいというイメージがあるため) 日本の市場の利便性を国際的にアピールすべきだと考える。」とコメントしている。新興国も含め、アジアの地域的な連携を強める意味でも利便性を良くしなければ市場の規模も広がらない。サムライ市場に一度はお客が列をなしたが、リピーターが来るかどうか、それで人気店になるかどうかは、これからの動向にかかっている。

今回の執筆にあたり、伊藤見富法律事務所の中村さおり先生、大和証券エスエムビーシーの川名剛氏、小島伸氏、仲村瞬氏、伊藤遼子氏に協力して頂いた。末筆ながらここに記して感謝申し上げたい。

(本稿に使用されているデータの多くは 2008 年上半期までのものである。9 月以降のリーマン・ブラザーズ破綻等の動向については今後注視が必要である。尚、本稿はすべて筆者個人の責任において執筆しており、筆者の所属する組織の公式見解を示すものではない。)