

円建外債・東京外貨建外債

1. 定 義

円建外債とは、非居住者が我が国市場において発行する円建・円払いの債券をいい、一般の個人投資家も含めた不特定多数の投資家に対し募集が行われるものを円建公募債、特定少数の機関投資家に対し募集が行われるものを円建私募債と呼んでいる。

東京外貨建外債とは、非居住者が我が国市場において発行する外貨建・外貨払いの債券をいう。

なお、公募の円建外債はサムライ債と称し、東京外貨建外債はショークン債とも称されるが、これは英国市場で発行されるスターリング・ポンド建の外国債をブルドッグ・ポンド、米国市場で発行される米ドル建外国債をヤンキー・ポンドと呼ぶことになったものである。

ちなみに本邦以外の市場で発行される円建・円払いの債券はユーロ円債と呼ばれる。

2. 法制上の取り扱い

(1) 外為法関係

外為法上、円建外債・東京外貨建外債の発行については、資本取引の一つとして公募・私募にかかわらず、大蔵大臣への事前届出制（審査付き）がとられている。すなわち、非居住者による本邦における証券の発行または募集は、あらかじめ当該発行または募集の内容等を大蔵大臣に届け出ることを要することとなっており（外為法第 20 条第 6 号及び第 22 条第 1 項）、届出をなすべき者は円建外債等の発行者である非居住者とされている。

この届出に関しては、届出受理日から 20 日間の不作為期間（審査期間）が定められており、大蔵大臣は、当該取引が「我が国の金融市場又は資本市場に悪影響を及ぼすことになること」等所定の要件に該当すると認められる場合に限り、取引内容の変更または中止の勧告、命令をすることが出来ることとされている（同法第 23 条各項）。一方、取引の内容その他からみて、特に支障がないと認められる時は、当該不作為期間を短縮することが出来ることとされている（同法第 23 条第 1 項ただし書き）。

また、市場実勢に応じた機動的な発行を一層円滑化する観点から、平成 7 年 4 月より、有効期間 1 年間の包括届出制度が導入され、発行体が当該期間の期初に届出不要の指定を受ければ、当該期間にわたり事後報告のみで証券を発行することができるようになった。さらに平成 10 年 4 月 1 日から施行される改正外為法により、現行の事前届出制から事後報告制となり、より自由な起債が可能となる。

(2) 証券取引法関係

公募債の発行については、投資家保護の見地から発行者の財務内容等の開示が要求されている。円建公募債等の発行者（我が国が加盟している一定の国際機関を除く。）は、募集を行うに際し、大蔵大臣に対して有価証券届出書を提出し（証券取引法第 4 条第 1 項）、かつ発行目論見書を作成すること（同法第 13 条）が義務付けられており、発行目論見書については、投資家が入手出来るよう措置されている（同法第 15 条第 2 項）。

私募債の発行については、投資に伴うリスクを負担する能力を有すると認められる特定少数の投資家への取得申込みを勧誘するものであるため、ディスクロージャーの義務は免除されている。平成 5 年 4 月に証券取引法の改正が施行され、私募債に関する規定が整備された。

3. 円建外債の動向

(1) 円建公募債

円建外債は、昭和 45 年のアジア開発銀行債（公募債）から発行が開始され、その後、発行額の増減を繰り返した。

市場関係者によって円建公募債の市場運営ルールが定められた昭和 56 年以降の発行の動向をみると、56 年は 4,950 億円、57 年は 6,630 億円、58 年は 7,200 億円と毎年増加した。

円建公募債の発行ルールが緩和された 59 年には 9,150 億円と前年を大幅に上回り、60 年には引き続き債券相場が堅調であったこと等から 1 兆 1,150 億円と前年をさらに上回り初の 1 兆円台となり、史上最高を記録した。

しかし、61 年には、非居住者ユーロ円債市場の自由化が発行ガイドラインの緩和により一層進展したのに対し、円建公募債はディスクロージャー制度等のために非居住者ユーロ円債に比べて機動的な発行が困難である等の理由から、この年の円建外債の発行は 5,900 億円となり、前年に比べて大幅に減少した。

62 年の発行額は 4,200 億円にとどまり、低迷した前年をさらに下回る発行状況となった。

この理由として、円建公募債は、ディスクロージャー制度のために機動的な発行が困難であること、市場が狭く流動性に欠けること、ドルへのスワップが困難であること、発行コストが割高であること、商品性がプレーンバニラ型のみで発行に限られていること等から、非居住者ユーロ円債に比べて不利な状況にあり、発行体にとって人気が無かったこと等が考えられる。

なお、62 年には、ユーロクリア及びセデルといったユーロ市場における振替決済機構を利用することにより、流通性の向上を図った「大名債」が発行されている。

63 年の発行額は 6,350 億円となり、再び増加の兆しをみせた。なお、62,63 年には金利の低下傾向を背景に、過去に比較的高クーポンで発行された円建公募債の繰上償還が目立ち、62 年には 6,202 億円と新規発行を上回る繰上償還が発生したほか、63 年も 6,098 億円の繰上償還が行われた。

また、63 年には証券取引法が改正され、一括登録制度の導入、開示期間の短縮（30 日→15 日）、一定の要件を満たす発行者の提出する有価証券届出書の記載内容の簡素化等のディスクロージャー制度の改善措置が実施された。

平成元年の発行は 41 件、9,255 億円となった。この年は、4 月に初の 4 年債（マニトバ州債、150 億円）が発行されたほか、東京市場の国際化を一層促進するとの観点から、円建公募債に係る期間（上限）制限等の商品性の制約や発行ロットについて見直しが行われ、これを撤廃することとし、7 月 1 日から実施された。更に、10 月にはこれまで認められていなかった 4 年未満債として、初の 3 年債（EEC 債、145 億円）が発行されたほか、11 月には、従属債務となる従属債（アフリカ開発債、200 億円）の第 1 号が発行される等、特色のある発行が相次いだ。

平成 2 年の発行は 28 件、5,500 億円と前年に比べて件数・金額とも大幅に減少した。この理由として、開発途上国の起債に対する国内投資家のクレジット・リスク判断が厳しくなってきたこと、選別意識が広がったこと、発行体においても、優良銘柄との格差が広がり、調達コスト面で起債しにくくなったこと、国際金融機関による起債が比較的調達コストの低いユーロ円債にシフトする傾向がみられたこと、7 月以降は豪ドル建リバースデュアル債にシフトしたこと等が考えられる。

また、4 月には 3 年債の第 2 号が米国学生金融公庫によって発行され、7 月にはアフリカ開発の従属債第 2 号が発行される一方、年末にかけて非上場の大名債が発行された。

なお、12月には新形態の商品としてステップダウン債を認めたものの実際には発行されなかった。

円建外債の発行体種類別発行実績

(単位 億円, %)

年	区分	開発途上国			国際金融機関			先進国等			合計		
		件数	発行額	シェア	件数	発行額	シェア	件数	発行額	シェア	件数	発行額	シェア
昭 62		9	995	20	7	2,000	40	9	1,980	40	25	4,975	100
63		23	2,642	33	8	3,700	46	10	1,630	21	41	7,972	100
平 元		14	2,275	23	10	3,650	36	27	4,065	41	51	9,990	100
2		6	1,650	29	4	1,350	23	21	2,750	48	31	5,750	100
3		11	3,275	65	2	700	14	7	1,060	21	20	5,035	100
4		21	6,511	55	5	2,540	22	9	2,700	23	35	11,751	100
5		34	10,449	63	2	700	4	17	5,435	33	53	16,584	100
6		39	8,913	79	0	0	0	14	2,391	21	53	11,304	100
7		23	4,905	50	0	0	0	21	4,860	50	44	9,765	100
8		47	9,735	74	0	0	0	10	3,477	26	57	13,212	100
昭 45 - 平 8													
累 計		401	71,020	41	129	36,810	21	354	65,022	38	884	172,852	100

(注) 1. 開発途上国は、OECD の DAC 基準による。

2. 国際金融機関は、世銀、アジア開発銀行、米州開発銀行、アフリカ開発銀行、国際金融公社（以上我が国加盟の国際開発金融機関）、欧州投資銀行である。

3. デュアル債、リバースデュアル債は含まない。

平成3年の発行は、開発途上国銘柄等に対する国内投資家の選別意識の広がり、優良銘柄のユーロシフト傾向等に加え、金利の先行き不透明感もあって17件、4,800億円と前年よりさらに減少した。

なお、3年は、英グラクソによる円建転換社債、米州開発銀行による変動利付債、6月の適債基準緩和に伴う BBB 格銘柄であるハンガリー国立銀行債等の「初物」の発行が相次いだ。

平成4年の発行は、31件、1兆1,490億円と、前年の倍以上の発行額となった。この理由として、円の長期金利が低下傾向にあったこと、国際資本市場における欧州各国の起債活発化を反映したこと等が考えられる。

なお、7月の適債基準緩和でソブリン以外の公共発行体にも BBB 格が適用されることとなり、公共債として初の BBB 銘柄であるアンカラ市債が発行されたほか、開発途上国銘柄の発行が急増した。

平成5年の発行は、51件、1兆6,500億円で、円の金利がさらに低下傾向となったことにより、件数、金額とも過去最高となった。特にこの年は、外国政府や中央銀行の大型発行が目立ちトルコ共和国2,400億円、スウェーデン王国2,000億円、ギリシャ中央銀行2,000億円、ハンガリー国立銀行1,700億円、フィンランド共和国1,500億円の起債があった。

平成6年の発行は、外国政府等の発行によるユーロ債の還流制限廃止により、ユーロ市場へ外国政府等の大型発行がシフトしたため48件、1兆1,175億円と起債が減少した。また、平成6年1月より民間債についても適債基準は、BBB 以上に緩和された。

平成7年は4月より包括届出制度が導入されたが、低水準の円金利や円安傾向を背景に、高格付の発行体が個人投資家向けの二重通貨債（外貨建外債に区分）の起債に向かったため、円建外債の起債は44件、9,765億円とさらに減少した。

平成8年は、1月に適債基準が撤廃となり発行体の裾野が広がり、中南米（ブラジル、メキシコ、アルゼンチン）、アジア（トルコ）、東欧（ルーマニア）等の低格付の発行体による起債が増加し、49件、1兆3,112億円となった。

平成9年（10月まで）は75件、7,152億円（前年比：件数53%増、金額39%減）という状況となっている。8月にはイスラエル国による初めての起債があった。なお、件数が増加したのはリース債権等を担保とした小口の資産担保証券（ABS；アセット・バックド・セキュリティーズ）が多数発行されたことによる。

（2）円建私募債

円建私募債についてみると、昭和53年には国内長期金利の急速な低下等を背景に発行額はそれまでの最高の1,050億円を記録したが、54年には内外金利の上昇に伴う債券市況の悪化から発行は急減し、55年は発行が中断していた。

56年に入り、アメリカの金利が低下に転じたこと等から、金利先安感が台頭し、短期金利が順調に低下するとともに債券市況が急速に好転したことから発行が再開され、その後、61年まで概ね2,000億円弱の発行規模で推移した。

61年2月には、円建私募債のノーリターン・ルールの撤廃、発行ロットの拡大（100→300億円）等発行ガイドラインの緩和が図られた結果、61年上期には前年同期を大きく上回る発行が行われた。しかし、このような円建私募債の増加に対して、円建公募債の発行が低迷したため、6月末時点で円建私募債の発行残高は円建公募債の発行残高の3分の1に達した。このため、いわゆる「3分の1」ルールにより、円建私募債の発行は事実上停止することとなった。

このような状況を打開するため、11月発行分から「3分の1」ルールにおける算定に際し、東京外貨建外債も加えるとの緩和措置がとられたが、債券市況の悪化からその後の発行は低調なものとなった。

62年の発行額は775億円と前年に比べ大幅に減少したが、その理由としては、転売制限により流動性が低いこと、主要発行体である開発途上国の銘柄について都銀等大手金融機関のエクスポージャー上の問題があること、累次にわたる斡旋人の範囲拡大により斡旋人を兼務しない純粋の投資家が減少したこと等が考えられる。

63年の発行は1,622億円と回復したが、その主な要因・特徴として、外国為替相場（円・ドル関係）が安定していたため円資金調達に好都合であったこと、金利の低下傾向を背景に発行環境が良好であったこと、東欧諸国のボロワーが出てきたことがあげられる。

平成元年は、従来、私募債を発行していたソブリンが公募債にシフトしたために円建私募債の発行額は735億円と再び減少した。なお、元年には、62年12月に資金還流措置の一環として認められた「民間資金買受けのみによる私募債の発行が困難な国については既存の私募債ルールを適用しない新スキーム」によるものとして、ウルグアイ東方共和国による私募債の発行（25億円）が行われた。

平成2年の円建私募債の発行は、250億円とさらに減少したが、その主な要因としては、優良銘柄との発行条件格差が広がり、調達コストの面で起債しにくくなったことが挙げられる。

平成3年の発行は3件、235億円と、優良銘柄との格差が広がり、調達コストの面で起債しにくくなったこと、国内投資家のクレジット・リスク判断が厳しくなってきたことを背景に、減少傾向が続いた。

平成4年の円建私募債の発行は、同年7月の適債基準緩和（A格→格付の取得、3年以内の実績→5年以内の実績）にもかかわらず、4件、261億円と低調であった。これは前年と同様の要因に加え、公募債の適債基準緩和によって開発途上国による発行が公募債にシフトしたことが考えられる。

その後平成5年は2件、84億円、平成6年は5件、129億円、平成7年は0件と低調な起債状況が続いた。

平成 8 年は 8 件、100 億円、平成 9 年（10 月まで）は 21 件、310 億円の発行と増加に転じたが、そのほとんどが債権の流動化を目的として、本邦企業が海外の SPC を利用し、資産担保証券（ABS）を発行しているものである。

円 建 外 債 の 発 行 状 況

（単位 億円）

年	区 分	公 募 債		私 募 債		合 計	
		件 数	発 行 額	件 数	発 行 額	件 数	発 行 額
昭 58		41	7,200	32	1,790	73	8,990
59		37	9,150	34	1,995	71	11,145
60		35	11,150	24	1,575	59	12,725
61		21	5,900	21	1,950	42	7,850
62		15	4,200	10	775	25	4,975
63		22	6,350	19	1,622	41	7,972
平 元		41	9,255	10	735	51	9,990
2		28	5,500	3	250	31	5,750
3		17	4,800	3	235	20	5,035
4		31	11,490	4	261	35	11,751
5		51	16,500	2	84	53	16,584
6		48	11,175	5	129	53	11,304
7		44	9,765	0	0	44	9,765
8		49	13,112	8	100	57	13,212
昭 45 年 - 平 8 累計		639	155,717	245	17,135	884	172,852

4．東京外貨建外債の動向

かつて、非居住者による本邦市場での外貨建債の取り扱いは、海外発行の一部国内募集の形式で発行されていたが、昭和 60 年 8 月に国内発行・全額国内募集（公募）の形式による「東京外貨建外債」として世銀債 3 億ドルが初めて発行された。なお、私募形式のものとしては、同年 6 月に欧州経済共同体 5,000 万 ECU が発行されている。

その後、現在までの発行動向を振り返ってみよう。

東京外貨建外債の発行が始まった 60 年には、合計 8 件、9 億 3,200 万ドルが発行され、翌 61 年にも引き続き 10 件、9 億 5,600 万ドルが発行された。

なお、この 61 年には、4 月に中国銀行債と米国連邦抵当金庫債より、発行額面が円建、償還がドル建のデュアル・カレンシー債が発行されている。また、同年 11 月には、円建私募債の発行ルールを準用することでハンガリー国立銀行による外貨建私募債が発行されたが、これに伴い円建私募債の「3 分の 1」ルールに外貨建債が含まれることとなった。

62 年も当初は、本邦市場へのアクセスを目的とした外国企業による発行希望が続いたことから、1～3 月で 6 件、5 億 7,600 万ドルと順調な発行が行われたものの、東京外貨建外債はユーロ市場に比べて機動的な発行が困難であること等から、発行体の人気がなくなり、4 月以降の発行は低迷し、結局 62 年全体では 8 件、8 億 4,800 万ドルと前年に比べ減少した。

なお、同年 11 月に発行された米国連邦抵当金庫（ファニーメイ）債は、本邦市場と米国市場との間の流通性の向上を図るために「Exchangeable Shogun Bond」となっている。

63 年は、10 月に全額損害保険会社買受けによる世銀債 1 億ドルの発行が行われたのみであった。

平成元年は 4、5 月に初めて全額生命保険会社買受けによる世銀債が 2 件（2 億ドル、私募）発行されたほか、8 月には初めての転換社債（P&O 債、1 億 7,500 万ドル）も発行された。さらに 11 月以降は豪ドル建による高クーポンのリバース・デュアル債（払込と償還は円建、利払は外貨建）の発行が相次いだことから、元年の発行は 8 件、17 億 2,100 万ドルと増加した。

平成 2 年は、年央から豪ドルの金利が高水準にあったことから、豪ドル建リバース・デュアル債の発行が続き、7 月には大名債でも初のリバース・デュアル債（世銀、300 億円）が発行され、9 月には第 2 号（国際金融公社、100 億円）も発行された。結局、この年に発行された東京外貨建外債は全てリバース・デュアル債となり、発行件数、金額とも過去を大幅に上回る 39 件、44 億 3,600 万ドルを記録し、史上最高となった。

平成 3 年は、当初前年に引き続きリバース・デュアル債が好調に発行されていたが、高金利通貨国の金利低下や証券不祥事をきっかけとした不透明な決算対策自粛の影響から、年後半、発行がストップしたため、17 件、14 億 3,200 万ドルと件数、金額ともに前年の半分に以下に落ち込んだ。

平成 4 年は 1 件も起債がなく、平成 5 年は、2 件、2 億 8,200 万ドルと極めて低調な起債であった。

平成 6 年になると、9 件、9 億 3,900 万ドルの起債で、東京外貨建外債はまた徐々に発行されるようになった。内容をみると、8 件がリバースデュアル債（払込、償還は円建て、クーポンは外貨建て）で 7 件がオーストラリアの州政府の資金調達機関であった。

平成 7 年は低水準の円金利や円安傾向を背景に、後半よりデュアルカレンシー債の発行が活発になったことから大幅に増加し、28 件、68 億 4,500 万ドルの発行となった。

平成 8 年は、106 件、243 億 7,200 万ドルと発行市場は一気に急拡大した。国内金利の低水準、株価・地価の低迷を背景として為替リスクを採っても、高いクーポンを嗜好する個人投資家の資金が大量に流入したもので、信用リスクの低い欧米の高格付の発行体による起債が相次いだ。

平成 9 年 10 月までの発行は 50 件、112 億 7,900 万ドルであり、前年同期（83 件、191 億 8,100 万ドル）を下回っている。

東京外貨建外債の発行状況

(百万ドル)

年	件 数	発 行 額
昭 62	8	848
63	1	100
平 元	8	1,721
2	39	4,436
3	17	1,432
4	0	0
5	2	282
6	9	939
7	28	6,845
8	106	24,372
昭 60 - 平 8 累計	236	42,862