

社債募集の「新方式」と プロポーザル方式

〈はじめに〉

今年一月から社債発行の際の適債基準が撤廃され、また同時に無担保債の財務制限条項も自由化され、社債発行の規制緩和は最終局面に入ったといわれているが、企業の起債意欲も旺盛で一九九五年度の普通社債発行額は五兆七一九二億円、前年度に比べて二兆五〇〇〇億円程度の増加となった。

このような発行市場の拡大の背景には、前述のような各種の規制緩和の進展があるとともに、長期金利が低位固定する間に財務リストラを進めようとする発行体の財務戦略があることが指摘されているが、他方で銀行系証券会社が積極的に引受市場に参加し、業者間の引受競争が激化していることも見逃せない。そして、相当無理な発行条件での引受がなされ、新発債の売れ残り（募残）が相次ぎ、流通市場での値崩れが懸念されている。

ところで、昨年一二月、社債募集方法について主幹事選定に際して競争原理を導入するという改革案が、発行体側から大手証券会社に対して提示された。その後、発行体側と証券会社側ですり合わせがなされた後、今年四月から導入された。しかし、「新方式」初回の起債は債券相場の下落もあつたとはいえ、結果的にプライシング自体が発行体寄りとなったことで募残や値引き販売が続出したことが伝えられている。

したがって、「新方式」での起債は現在のところ二回しか行われておらず、判断を下すことはできないが、本稿ではまず今回の社債募集の「新方式」の内容とその導入過程を見た上で、次にかつて同じ目的で導入された「プロポーザル方式」にどのような問題があつたのかを検討し、最後に両者の比較を試みたい。

国内債における需要調査の
取り扱いなどの見直しについて
(96.4.9 東京電力株式会社)

1. 見直しの概要
- ・シ団各社の円滑な販売を促すため、原則として各社の販売希望額を販売分担額とする。
 - ・市場変動リスクを軽減するため、原則として、需要調査の当日に募集を開始する。
 - ・以上により、①シ団各社のより円滑な販売が可能となること②当社社債に対する新しい投資家層の開拓につながる③結果として、当社社債の発行条件が市場実勢に合致し、当社の信用度、流通性、格付けをより反映した発行条件の実現につながることを期待する。
 - ・本見直しは平成8年4月以降の起債を対象とする。
2. 見直しの具体的な内容
- (1) 需要調査
- ・募集開始日当日の午前中、シ団全社に需要調査(従来は需要予測)を依頼する。
 - ・需要調査は従来どおり、原則として0.05%刻みで実施する。
 - ・シ団各社は需要調査の結果に基づく販売希望額(当面、引受責任額の2倍を上限)を主幹事に報告する。
- (2) 条件決定
- ・従来同様、需要調査の結果、発行予定額まで投資家の需要が累積した水準で条件を設定する。
 - ・前日に主幹事から提示された条件で需要が不足する場合、募集を取り止めることがある。

(出所) 『日経公社債情報』1996年4月15日、7ページ。

同時に募集した東レの六年債と同じになり、東京電力の格付け(A A格)と東レのそれ(A A+格)との格差が利回りに反映されていないことに対する不満があったことも指摘されている。^(注3)

そして、この「新方式」は今年四月募集分から導入されることとなり、シ団メンバーも従来の二七社から二九社に増やされ、農中証券とメリルリンチ証券がそれぞれ引受責任シェアを〇・五%ずつ割り当てられ、またさらに証券のシェアが一%引き上げられる一方、主幹事シェアが二%引き下げられた。この「新方式」での社債発行の第一号(第四三三回東京電力債、発行総額一五〇億円、償還期間

- 東京電力の販売・募集改革私案骨子
【主幹事選定及び需要予測における競争原理導入の方策について】
- ①主幹事選定
需要予測の前日に年限を1本に絞って条件を提示
・原則として、一番有利な条件を提示した会社を主幹事に選定
- ・発行額は主幹事が全額責任
・提示レートの根拠も明確に説明
・起債が失敗すればペナルティーを課す
- ②需要調査、プライシング
・前日の条件提示を中心レンジとして需要を調査
・主幹事が事前に提示した利回りを上限
- ③販売分担額の決定
・競争原理導入の目的でシ団各社の販売額は引受責任額とは完全に分離
・販売分担額は需要予測の結果を重視
・順次プロテクション(分担額の最低保証)をかける
- ④実施に当たっての条件整備
・相場変動リスクを避けるため午前中に需要を調査、午後募集
・販売完了通知書、販売報告書を提出
・主幹事による業者間市場でのマーケット・メイクの廃止
- 【目的】
- ①ギリギリのプライシングを目指す
②責任ある需要予測の実施
③競争原理(競争入札に近い制度)の導入

(出所) 『日経公社債情報』、1996年1月29日、4ページ。

募集した六年債の表面利率二・二五%が、ほぼこのような「新方式」を提示した東京電力側の背景としては、改正電力事業法の施行や電力料金の引き下げがあり、コスト削減が迫られていることがあげられると同時に、昨年一〇月に募集した六年債の表面利率二・二五%が、ほぼ

社債募集の「新方式」を提示したのは東京電力であり、私案という形で提示されたものであるが、その目的は、①ギリギリのプライシングをめざすこと、②責任のある需要調査を実施すること、③競争原理を導入すること、とされ、その具体的な内容は、①募集日の前日に証券会社に対して発行条件の提示を求め、最も低い利回りを提示した証券会社を主幹事に選定する、②選定後に投資家の需要調査を実施するが、事前に主幹事が提示した利回りを上限とする、③需要調査後に決定される実際の販売分担額は当初の引受責任額と一致しなくてもよいものとする(発行条件次第ではシ団各社が引受責任額を完売できずに値引き販売する可能性があるため、主幹事証券と

しては実際に販売可能な精度の高い需要調査を行なったうえで、販売分担額を決定する)、④例えば無理な発行条件を提示して主幹事を獲得したが、需要調査の結果が積み上らず起債に失敗した場合などでは、主幹事にペナルティーを課す、というものであった。^(注2)

一二年)は大和証券が主幹事を獲得し、四月一日午前シ団二九社に対して需要調査が行なわれ、その結果に基づいて発行条件などが決定され、同日中に募集が行なわれたが、結果的には発行条件が厳しすぎたために募集が
出で、販売は低調であったと伝えられている。このときの発行条件は、表面利率三・四五%であり、残存期間が
同年限の超長期国債(六回債)の流通利回りを〇・〇五%下回るものであった。そして、このファイナンスの経
過は次のように説明されている。^(注4)まず、①主幹事選定については、大和と山一が三・四五%、野村と日興が三・
五〇%を提示したとみられるが、販売見込み額が数百億円多かったことで、大和に決定したとされている。②募
集当日の需要調査については、主幹事が利率三・三五%から三・五〇%までの範囲で、〇・〇五%刻みで需要調
査するようシ団各社に要請したが、この三・三五%は直近の一〇年もの国債の流通利回りを〇・〇五%しか上回
らず、投資家サイドからの不満が強く、すでに需要調査の段階で市場実勢を無視しているという指摘がなされた。
しかし、主幹事サイドではシ団各社からの需要調査が一五〇〇億円を超えた、三・四五%(価格一〇〇円)で決
定した。そして、③主幹事の和和では一割の募残が生じ、シ団各社でも募残が生じたことについては募集当
日に債券相場が下落したことにも一因があるといわれるが、債券相場が急落したのは少なくとも東電債の募集が
なされた一時間半後であり、各社が精緻な需要調査を行っていたならば、この間の販売は支障がなかったともい
われている。また、④募残が生じたことについては、需要調査に基づいて引受シェアの見直しがなされるという
恐怖心が働いたために、引受シェア確保のための根拠のない需要を積み上げた証券会社が相当あったことが指摘
され、また値引き販売を打診する証券会社があらわれたという情報も流れた。

以上のような経緯から、五月に募集された第四三四回債(発行総額一五〇〇億円、償還期間一〇年)について、
以下のような手直しが行われた。まず、需要調査に基づいて引受シェアを短期的に見直すことはないという点が
説明され、次に需要調査については、レンジを主幹事証券会社が当初提示した表面利率を中心上下〇・〇五%
で設定し、前回の低い方にレンジを広げた方式が改められた。そして、一五日の募集は、応募者利回り三・五二
七%で条件決定され、これは同年限の国債(一八七回債)の流通利回りと比較して〇・〇九%高い水準であった
が、投資家サイドからは利回り格差が不十分であるとの指摘がなされ、販売の難航が予想されたが、条件決定後
に債券相場が急騰し、国債との利回り格差も〇・一二%まで拡大したため結果的には完売された。しかし、債券
相場の急騰という側面に後押しされた観は否めず、「新方式」の効果は確認できなかつたといわれている。^(注5)

〈プロポーザル方式〉

ところで、今回の新方式が提示された際、かつてのプロポーザル方式に近い内容をもつものであり、過度な主
幹事獲得競争を招く恐れがあるという懸念が伝えられた。^(注6)

このプロポーザル方式とは、一九八六年二月の証券取引審議会報告書「社債発行市場の在り方について」の
なかで提示されたものである。この報告書では、従来の起債の仕組みは、起債会方式であり、問題点として①い
わゆる月末一括起債方式のように、機動的な起債を行う上での障害がある点、②画一的な発行条件の決定のため
に、条件決定が硬直的となっており、発行会社間の信用力や市場実勢の差が十分に反映されない点、などが指摘
され、とくに後者については、当時発行条件が電力債の流通実勢を参考としながらも、国債・政府保証債・地方
債などのクーポンレートに乗せる形で決定されていたことが問題視された。そして、前者の指摘については、
その後一九八八年から発行登録制度が導入され、現在に至っている。他方、後者について導入されたのが「プロ
ポーザル方式」である。この方式の趣旨は、起債時期および発行条件を決定する際に、発行会社と証券会社が個

別のかつ競争的に交渉を行う方式であるとされ、具体的には①起債に先立って発行会社は証券各社から発行条件などに関する提案書（プロポーザル）の提出を求め、②発行会社はこのプロポーザルおよびその他の事情も勘案して主幹事を決定し、③主幹事は幹事団を代表し、あるいは単独で、発行会社と発行条件を協議、決定し、そのもとで引受シ団を招聘・編成するという方式であり、一九八七年五月発行のNTT債を第一号として、その後電力九社、営団地下鉄、NHK、KDDに拡大され、一九八八年四月には全銘柄に拡大された。

この方式は、従来固定的であった主幹事決定に競争原理を導入することで、発行条件を弾力化し、さらには発行市場を活性化するものとして発行会社から歓迎されたが、他方で引受証券会社サイドでは主幹事獲得競争が過熱化し、主幹事獲得のために販売可能な限界的な条件、さらには引受手数料の吐き出しを前提にした水準の条件を提示するようになり、値引き販売が横行した。そのため新発債は発行後に値崩れし、流通市場への悪影響が問題視されることとなった。そして、このような市場実勢を無視した条件設定に対して、まず投資家サイドからの批判がなされた。簡保・共済組合から電力などの条件設定に関して、市場実勢を無視した条件の社債購入を見合わせる旨の申し入れがなされ、発行会社は急遽条件の再提示を引受証券会社に求めるといった事態も生じた。^(注7)次に、東京電力などの発行会社からも引受手数料に対する引き下げ要請がなされた。これは、当時高率とされた受託手数料に対する引き下げ要請と軌を一にするものであり、調達コストの引き下げを意図するものであるが、実質的に値引き販売の原資となっている引受手数料を引き下げることによって、流通市場での値崩れを防ぐという意図もあつたといわれている。^(注8)さらに、大蔵省でも一九九一年四月大手証券四社と新日本・勸角証券に対し、公募事業債の引受価格を大幅に下回る価格での販売を自粛するよう口頭指導がなされた。この「事業債引受条件適正化指導」は、「証券会社の健全性の準則等に関する省令」（第八条三号）に則つてなされたものであると説明さ

れているが、業界の内外に波紋を呼ぶものであり、^(注9)結果的に発行会社の手数料引き下げ要求が強まった。^(注10)

この間、手数料に関しては漸次引き下げがなされ、例えば七年債の場合、一九八六年四月から一九九一年七月まで一・五〇円（額面一〇〇円当り）であつたのが、同年八月には一・三〇円、一月には一・一〇円、翌一九九二年五月には〇・五〇円へと引き下げられ、現在は〇・四〇円となっている。また、プロポーザル方式自体についても、マーケット・メイクの拡充という形で改革がなされた。すなわち、一九八八年四月に全銘柄に拡大される際、主幹事による市場実勢無視の条件設定を防ぐべく、主幹事は募集期間中および払込後最低一か月間市場実勢を反映したビットおよびアスク価格を日本相互証券（BB）^(注11)に提供すること、さらにシ団等からの売り引き合いをBBを仲介機関として行い守秘性を高めるといふ改革がなされた。しかし、実際には市場実勢無視といわれる条件設定を防ぐことはできず、前述のような大蔵省の「指導」、さらには発行会社サイドからの手数料引き下げ要求が出されるようになるのである。

しかし、プロポーザル方式の下では、市場実勢を無視した条件設定は改善されず、値引き販売や主幹事以外の各社が主幹事に対して売り向かう方式が横行し、結果的に一九九一年の均一価格販売方式の導入につながつていくのである。^(注12)

へ「新方式」とプロポーザル方式

では、このプロポーザル方式と最近の「新方式」を比較するとどのような共通点や相違点があるだろうか。

まず、主幹事選定に競争原理を導入する点は共通する。しかし、その際プロポーザル方式は競争のあり方が単に低位な発行条件の提示を競う形になり、結果的に手数料の吐き出しを競うことになった。つまり、募集期間中

および募集期間後のマーケット・メイクが主幹事に義務づけられ、シ団からの売り引き合いに応じることとされていたが、最初に提示される発行条件を根拠づけるものではなかった。それに対し、「新方式」では事前の需要調査に重点が置かれ、提示した発行条件を需要調査で根拠づけることが要請され、それができなかった場合には募集の取り止めも示唆(注12)されている。

次に、シ団の販売分担保額の割り当てについては、プロポーザル方式の場合には基本的に主幹事の裁量にゆだねられていた。すなわち、発行会社から主幹事申し渡し^{注13}がなされた後、主幹事はシ団各社に引受責任額(予定)を通知し、発行会社と条件交渉を行う。そして、条件決定の後、幹事団予定会社および引受シ団予定会社に条件を連絡し、それぞれの参加意向を得て、幹事団および引受シ団を組成する。このようにして組成された幹事団およびシ団は主幹事に販売希望額を提示し、主幹事は各引受証券会社に対し販売分担保額を通知するという手続きがとられた。それに対し、「新方式」では引受責任額と販売分担保額を区別し、シ団各社の需要調査をもとに販売分担保額が決められるため、割り当てに関して主幹事の関与する余地が小さくなり、主幹事の権限は小さくなっているといえる。

第三に、プロポーザル方式も「新方式」も競争結果を判定する仕組みをもたないという点で共通する。すなわち、プロポーザル方式では募残が生じ、値引き販売がどの程度なされたかによってのみ、事後的に市場実勢が確認できるに過ぎず、また「新方式」においても募集前の需要調査の段階で、もしシ団各社が根拠のない需要を積み上げて、それをモニターできず、事後的に募残が生じてから市場実勢との乖離が確認される。したがって、今後新方式では、主幹事によるモニタリングないしシ団各社との情報交換が課題となり、それにともなって主幹事の権限も課題となるものと思われる。

さらに、方式自体の比較ではないが、社債引受市場の構造がプロポーザル方式が実施された時期と現在とは大きく変化している。すなわち、プロポーザル方式が導入された時期は、引受市場は四社寡占であり、プロポーザル方式はそこでの競争促進策として提唱されたが、現在は銀行系証券および外資系証券の参入によって、主幹事獲得競争は著しく激化しており、すでに発行体寄りの条件設定が頻発し、募残や値引き販売の生じるケースが指摘されている。その意味では、プロポーザル方式が導入された時期と比べて市場は、格段に競争的になっていくといえる。初回の「新方式」の起債では、とくに当初シ団シェアの見直しという恐怖感もあって、低位な発行条件が設定されたわけだが、引受市場の競争激化という状況の中において、この「新方式」のように一層の競争原理がもち込まれば、発行会社寄りの条件が設定されやすい環境が生じることは明らかだろう。

ただし、プロポーザル方式が導入された時点から引受手数料は漸次引き下げられ、かつてのように手数料の吐き出しの余地は小さくなっている。したがって、このことは手数料の吐き出しによる主幹事獲得競争に対する制約要因となるものと思われる。また、発行会社寄りの条件設定は投資家サイドの不信感をまねき、結果的に流通利回りを上昇させ、発行会社の調達コストを高めることから、ミス・プライシングに対する制約要因も強まるものと思われる。その観点からすると、より市場実勢を正確に反映するプライシング方式が求められる環境も強まっていることも明らかである。この「新方式」はそのための模索のひとつとして今後が注目されるが、より改善が行われ、社債市場育成につながる方式となることを期待したい。

〔注〕

(一) 通常は「需要予測」と呼ばれているが、この「新方式」では、とくに綿密な需要予測が要請されるとして、発行会社サイドで「需要調査」という言い方が用いられている。したがって、ここでもこれを用いた。

(2) 「均一価格販売のほころび」、『日経公社債情報』、一九九六年一月二九日、四ページ、参照。また、新方式について、東京電力側の説明としては、「東電の社債発行改革—春英彦取締役役に聞く」、『日経公社債情報』、一九九六年四月一五日、参照。

(3) 「東電提示の社債発行改革」、『日経公社債情報』、一九九六年一月一五日、四四ページ、参照。

(4) 「東電債、新方式が裏目に」、『日経公社債情報』、一九九六年四月二二日、一〇〇―一〇一ページ、参照。

(5) 「東電債、相場上昇で完売」、『日経公社債情報』、一九九六年五月二〇日、一六ページ、参照。

(6) 『日経金融新聞』、一九九六年一月一七日、参照。

(7) 「プロポーザル方式」、『日経公社債情報』、一九八八年一月一八日、三ページ、参照。

(8) 『日本経済新聞』、一九九一年四月二二日、参照。

(9) この「指導」に対する証券界の反応は、『日経金融新聞』、一九九一年四月二二日、参照。この記事では、証券界はこの指導に対して不信任を募らせたことが指摘されているが、他方「社債販売価格の『適正化』は引き受け手数料引き下げにつながるか」、『金融財政事情』、一九九一年四月二二日、二六―二七ページ、は証券会社内部でも債券販売部門では今回の「指導」を評価していることなどを紹介している。

(10) 『日本経済新聞』、一九九一年五月七日、参照。

(11) 「大蔵省、プロポーザル銘柄のマーケットメイク見直しを決定」、『金融財政事情』、一九八八年四月二五日、九ページ、参照。

(12) 均一価格販売方式については、海藤真生「国際資本市場における普通社債の発行方式の現状と課題—均一販売方式を中心に—」、『公社債月報』、一九九三年四月、参照。

(13) 前掲、「東電の社債発行改革」、六ページ、参照。

(14) 八杉哲「プロポーザル方式によるNTT債の発行について」、『公社債月報』、一九八七年八月、三五―三六ページ、および江上實「社債発行市場改革のための具体的方策について」、『公社債月報』、一九八七年五月、二二―二四ページ、参照。

(松尾)