

社債引受競争激化の影響

（はじめに）

国内公募普通社債市場において引受競争が激化している。その最大の要因が、一九九三年七月の長信銀系および農林系三行の証券子会社設立、さらに一九九四年一月の都銀系六行の証券子会社設立による積極的な社債引受市場への参入にあることは明らかであり、直近五月の普通社債発行においても、二八銘柄のうち一一銘柄が銀行の証券子会社の主幹事によるものであった。

このような引受競争の激化は、かつて硬直的な発行条件決定がなされ、固定的な幹事・シ団関係が維持されていた引受市場を大きく様変わりさせ、引受業務や発行条件決定に市場メカニズムが機能する土台を提供するものであると評価できるが、他方で引受証券会社のあり方や起債の仕組みや手数料にさまざまな影響を及ぼしていることも事実である。

(1)

したがって、ここでは引受競争の激化による影響を次のように整理して考察する。まず、従来の証券会社への影響として①準大手証券の引受シェアの低下、②シ団の絞り込みによる中堅・中小証券の排除、があげられる。次に、起債のあり方への影響としては③分割発行の増加、④ファイアー・ウォール違反の疑いある引受の増加、⑤社債管理会社の不設置債の導入、⑥それにもなう手数料の引き下げ、などがあげられる。

（銀行系証券会社の進出）

周知のように、銀行・証券の業際問題は金融制度改革の主要課題として議論され、結果的に子会社方式による相互参入という形で決着が^{（注）}つき、一九九三年七月に長期信用銀行系および農林系三行、さらに一九九四年一月に都銀系六行の証券子会社が営業を開始し、社債引受およびディーリングを中心とした業務を行っている。とくに社債引受では、親銀行の取引先を中心に引受幹事、さらには主幹事を獲得し、そのシェアを伸ばしている。

この間の主幹事獲得として、興銀証券は一九九四年は日産自動車債、ゼクセル債、神戸製鋼所債の三銘柄であったが、一九九五年は六月だけでも関西電力債、東北電力債、九州電力債の三銘柄を獲得し、一〇銘柄を獲得した。また、後発の都銀系証券子会社も一九九五年一月に三菱ダイヤモンド証券がニコン債の主幹事を獲得したのを皮切りに、第一勧業証券が古河機械金属債、住友キャピタル証券が住友商事債のそれぞれ主幹事を獲得した（第1表参照）。

(2)

一九九五年の国内普通社債の主幹事獲得実績は、第2表に示されている通り、一〜四位は従来の大手四社が占めているが、五〜一〇位はすべて銀行の証券子会社によるものであった。一九九五年における銀行の証券子会社による主幹事獲得実績は、件数ベースでは八〇銘柄（シェア三三%）、金額ベースでは一兆一〇七〇億円（同二二%）を占めるにいたっている。

このような銀行の証券子会社による積極的な引受市場への参入は、引受競争を激化させ、さまざまな影響を生じさせているが、以下それについてみていこう。

シエアが二四・八八%であり、前年度から約一五%余りの上昇となったことから、まさにそのしわ寄せを受けた九%となり、引受総額は五兆七二五〇億円（前年度は三兆二六三〇億円）であった。銀行系の証券子会社の合計準大手一〇社の普通社債引受シエアは金額ベースで一九九四年度の一七・一二%から約四・二%低下し、一二・

〈準大手の引受シエア低下〉

まず、準大手証券では銀行系証券会社にシエアを奪われる形で引受シエアを低下させており、一九九五年度の

第2表 1995年度の国内普通社債主幹事獲得実績

	主幹事件数 (%)	主幹事金額 (億円) (%)
①野村	5.2 (21.5)	13,625 (27.0)
②山一	4.0 (16.5)	9,432 (18.7)
③日興	4.0 (16.5)	7,965 (15.8)
④大和	2.8 (11.6)	7,420 (14.7)
⑤興銀証	1.0 (4.1)	2,400 (4.8)
⑥第一勧業証	1.3 (5.4)	2,300 (4.6)
⑦富士証	1.0 (4.1)	1,500 (3.0)
⑧三菱*イベント*証	1.0 (4.1)	1,200 (2.4)
⑨住友*キャピタル*証	1.0 (4.1)	960 (1.9)
⑩さくら証	0.8 (3.3)	760 (1.5)
合計	22.1 (91.2)	47,562 (94.4)
年間合計	24.2 (100.0)	50,462 (100.0)

(資料)『公社債月報』、各号より作成。

第3表 準大手証券10社の国内普通社債引受シエア (金額ベース、%)

	95年度	94年度
新日本	3.06	4.01
勸角	3.05	4.08
国際	2.02	2.73
和光	1.14	1.36
三洋	0.98	1.52
岡三	0.67	0.87
コスモ	0.66	0.79
東京	0.51	0.65
第一	0.41	0.55
山種	0.40	0.56
計	12.90	17.12
銀行子会社計	24.88	9.72

(資料)トムソン・デール・ウォッチ

(出所)『日経金融新聞』、1996年4月9日。

第1表 銀行の証券子会社の普通社債の主幹事獲得実績 (1994年2月～1995年9月)

主幹事	発行企業	発行額 (億円)	期間 (年)	発行日
興銀証券	日産自動車	200	5	94.2.25
	ゼクセル	100	8	4.20
	神戸製鋼所	200	5	9.29
	関西電力	400	7	95.6.20
	東北電力	500	20	6.20
	九州電力	300	20	6.28
	オリックス	200	6	7.31
	北海製街	100	7	8.8
	伊豆急行	100	5	9.8
	日本郵船	100	7	9.22
長銀証券	東京製鋼	50	4	94.7.27
	伊藤忠商事	200	5	95.5.10
	住友商事	100	6	95.1.31
	ムーンバット	50	3	1.31
	ロイヤルホテル	60	5	2.20
	三洋電機	100	6	5.25
	平和堂	100	5	6.30
	住友電気工業	100	5	8.1
	日本板硝子	100	10	8.3
	NEC	100	10	9.14
第一勧業証券	住友金属鉱山	100	6	9.20
	古河機械金属	100	6	95.1.25
	伊藤忠商事	300	7	2.8
	川崎製鉄	200	6	2.15
	本州製紙	200	6	3.14
	安藤建設	50	6	9.5
	日商岩井	200	5	9.20
	東京ドーム	200	7	9.25
	ニゴン	100	6	95.1.19
	三菱マテリアル	100	6	2.28
三菱*イベント*証券	三菱製紙	100	6	3.15
	三菱電線工業	100	6	6.21
	日本郵船	100	6	9.22
	丸紅	200	5	95.4.27
	大成建設	200	6	5.15
	トビー工業	50	3	5.25
	日本鋼管	300	6	7.13
	キャノン	200	6	8.23
	日産自動車	200	5	9.13
	サンデン	50	5	9.26
さくら証券	日本製鋼所	150	6	95.2.23
	東芝プラント建設	50	5	4.20
	日揮	50	4	7.31
	三井造船	200	5	9.5
	日商岩井	200	7	95.3.8
	オリックス	100	5	3.31
	ニチメン	100	5	5.10
	大林組	100	6	9.25
	ウシオ電機	50	3	94.9.27
	東海インクナショナル証券	50	4	94.9.29
三和証券	三菱マテリアル	70	5	95.2.28
	三井信託	100	5	95.9.14
	日本国土開発	100	5	95.9.14

(資料)『公社債月報』、各号より作成。

第4表 95年度のおもなシ団変更(主幹事を除く)

銘柄(回数)	新規	シ団落ち	増減	銘柄(回数)	新規	シ団落ち	増減
近畿日本鉄道(16)	9	18	▲9	オリックス(8)	18	0	18
住友化学工業(2)	1	1	0	トクヤマ(8)	6	13	▲7
丸紅(2)	8	8	0	関西電力(392)	7	24	▲17
九州電力(329)	2	14	▲12	三洋電機(3)	8	1	7
中部電力(405)	1	2	▲1	三洋電機(4)	2	5	▲3
東急不動産(8)	1	6	▲5	ジャスコ(6)	2	1	1
伊藤忠商事(9)	2	6	▲4	北陸電力(245)	2	5	▲3
大成建設(4)	10	9	1	住友金属工業(11)	8	21	▲13
ニチメン(2)	8	7	1	東武鉄道(29)	3	9	▲6
北海道電力(254)	1	11	▲10	三井造船(2)	5	4	1
東京瓦斯(15)	3	0	3	日本国土開発(2)	3	2	1
東北電力(374)	1	16	▲15	日揮(2)	5	17	▲12
トビー工業(6)	5	20	▲15	三菱商事(2)	3	5	▲2
中国電力(298)	0	12	▲12	住友電工(3)	7	29	▲22
伊藤忠商事(10)	8	0	8	日本板硝子(2)	5	5	0

(出所)『日経公社債情報』、1995年8月28日。

わけであるが、とくに新日本証券、勲業角丸証券では約1%のシェア低下となっている(第3表参照)。

このようなシェア低下に対する準大手の取組みとしては、外資系証券と共同で主幹事獲得を目指す動きがあり、国内リテール販売力をもつ準大手証券と引受実績をもつ外資系が相互補完するものとして注目される。現在、このような動きは、国際証券とメリルリンチによるコロニア共和国発行のユーロ円債、太平洋証券とメリルリンチによるメリルリンチ米国持ち株会社発行の豪ドル建普通社債などであるが、今後国内普通社債市場に拡大していくことも予想され、その際には従来のシ団、幹事団関係を越えた提携関係が築かれる可能性が出てくるものと思われる。

(5)

〈引受シ団の絞り込みによる中堅・中小証券の排除〉

次に、このような銀行系証券子会社の社債引受市場への積極的参入にともなって、従来のシ団の見直しおよび絞り込みが進み、準大手・中堅証券のシ団落ちが増加し

ていることが指摘される(第4表参照)。もともと、一九八八年に導入された発行登録制度や一九九二年に導入された均一価格販売方式および需要予測方式が定着するに当たって、条件決定から募集終了までが短時間で行われるようになり、それに対応できる販売力のない証券会社がシ団から排除される傾向にあるという側面はあるが、他方で銀行系証券会社の参入の余波を従来の準大手・中堅証券が被っているのも確かである。とくに、従来から銀行と系列関係にあった証券会社は証券子会社参入の影響が強いといわれる。つまり、発行会社は銀行グループごとにシェア配分を決定するため、同一銀行の証券子会社が参入することによってはじき出される傾向がある。したがって、このようなシ団絞り込みの傾向に対する中堅・中小証券会社の取り組みとしては、第一に個人向け普通社債のようなシ団数の多い案件への積極的参加、第二に転換社債のようなシ団数の増加傾向にある案件への新規参入(転換社債では株価審査などの必要から、届け出から上場まで一か月以上を要するため、顧客開拓に時間をかけることができる上、金融機関が六億円までしか購入できない配分ルール、一定数の消化件数を確保するルール、さらに銀行の証券子会社が参入しても流通市場では転売できないという制限などがあり、シ団数は増加傾向にあるといわれる)、第三にシ団落ちしても引受リスクのない販売団に加わることで、販売手数料(通常引受手数料は、三〜四年債の場合、三五〜四五銭で、うち幹事手数料五銭、引受責任料五銭、販売手数料二五〜三五銭となっている)を確保する、第四に店頭公開企業の幹事獲得に注力し、従来適債基準によって起債が制限されていた銘柄の社債発行に参入する、などの経営対応が挙げられるが、競争の激化は今後も続くものと予想される。^(注2)

(6)

〈分割発行の増加〉

一九九四年度と九五年度を比較すると、普通社債発行額は三兆二六五〇億円から五兆七一九二億円へと七五％程度増加しているが、件数ベースで見ると、一一五から二六八へと二三〇％以上の伸びを示している。つまり、一銘柄の平均ロットは、二八四億円から二二三億円へと小型化していることがわかる。

その理由として発行企業が起債の折に償還期間を変えて二、三本に分割して発行するという事例（例えば、六年債と七年債）が多数みられることが指摘されている。つまり、分割したうちのひとつの銘柄の主幹事をメインバンクの証券子会社に担当させ、もうひとつの銘柄を従来の証券会社に主幹事を担当させるといふものである。ちなみに、銀行の証券子会社が獲得した主幹事銘柄は、直近五月末までの時点で一三三銘柄にのぼるが、このうち同日払い込みで償還期間と主幹事を変えた起債とワンセットとなっている銘柄は六七銘柄（五〇％）であった。また、今年一月から五月末の期間では四八銘柄のうち二九銘柄（六〇％）であった。もちろん、このうちには企業の財務戦略上の必要性から年限の変更がなされた場合もありえるため、すべてがメインバンクとの関係維持のために分割発行を行ったと断定することはできないが、分割発行は一銘柄のロットを小さくさせるため、流通市場での売買を低下させる一因となることが懸念されている。流通市場活性化の必要性がいわれている中で、このような分割発行が今後ますます増加すれば、流通市場育成の上で障害となる可能性があると思われる。

〈ファイアー・ウォール違反の疑い〉

ファイアー・ウォール違反の疑いのある行為について、日本経済新聞社の行ったアンケート調査（発行登録制度利用企業一〇七社対象、回答六二社^{（注3）}）では、①頼んだわけではないのに、親銀行の行員と銀行の証券子会社に社員が起債に関して一緒に訪ねてきた、②銀行と相談していた起債等に関する情報がいつの間にか証券子会社に伝わっていた、③銀行の証券子会社の引受けた社債の一部を親銀行に販売していた、④起債に関してメインバンクから自分の証券子会社を幹事に加えるように強い要請があった、という四項目の質問に対し、それぞれ①一七社（二七％）、②一六社（二六％）、③〇社（〇％）、④一〇社（一六％）が「ある」と回答しており、ファイアー・ウォール違反の疑いのある行為が①②④のように証拠を残さない形でかなり行われていることがうかがえる。

そして、一九九五年七月には三和銀行が海外証券子会社の社債引受業務に関して大阪国税局から申告漏れを指摘されるといふ問題が生じ、大蔵省の事情聴取を受けた。これは三和銀行の英国証券現地法人が一九九三年三月までの三年間に引受けた証券のうち、三和銀行が発行条件の取り決めに深く関与した部分について、本来国内所得として計上すべきであるにもかかわらず、不当に海外に移転したとして、追徴課税されたものである。これについては証券取引法六五条違反の疑いが指摘されたが、大蔵省は税務当局の判断がそのまま行政判断につながらないと説明したと伝えられている。^{（注4）}この問題は、対象が海外現地法人であり、また期間も国内都銀の証券子会社開業以前であり、銀行系の国内証券子会社のファイアー・ウォール違反行為の証拠とすることはできないが、その後大手銀行各社は、証券子会社の引受不関与などのルールの徹底など業務の点検に乗り出したといわれている。^{（注5）}他方、日本証券業協会も三和銀行に対して厳重注意したが、ファイアー・ウォール違反問題については、物的証拠に乏しい場合が多く、証券界からの批判も決め手を欠いているという感否めない。

第5表 社債管理会社不設置債

発行企業	発行額(億円)	年限	払込期日	主幹事	財務代理人
ソフトバンク	50	12	95.9.27	野村	野村信
新日本製鐵	500	6	11.2.7	興銀証	興銀(社債事務取扱者)
ヤマト運輸	150	5	12.1.2	富士証	富士
ソフトバンク	200	3	12.1.9	野村	野村信
ソフトバンク	250	5	12.1.9	野村	野村信
ソフトバンク	250	7	12.1.9	野村	野村信
日本航空*	500	5	96.1.31	野村	第一勧銀
日本航空*	200	6	96.1.31	興銀証	興銀(社債事務取扱者)
ニコン*	100	7	2.7	日興	三菱
ニコン*	100	6	2.7	三菱ダイヤ証	三菱
日新製鋼**	200	6	2.8	三和証	三和
日新製鋼**	200	5	2.8	山一	三和
三菱電機*	300	6	2.8	大和証	三菱
三菱電機*	200	5	2.8	三菱ダイヤ証	三菱
住友金属工業**	200	5	2.13	山一	住友友
アサヒビール**	200	5	2.14	野村	住友友
アサヒビール**	150	6	2.14	大和証	住友友
トクヤマ*	100	7	2.15	野村	三和
新日本製鐵*	500	7	2.21	野村	興銀(社債事務取扱者)
日商岩井**	100	7	2.26	三和証	三和
日本石油*	200	6	2.28	さくら証	第一勧銀
日本石油*	200	10	2.28	日興	富士
日立製作所*	2000	10	2.29	野村	興銀
オリックス*	200	5	2.29	大和証	三和
鹿島建設*	400	5	3.8	大和証	住友友
鹿島建設*	100	4	3.8	住友キャピタル	住友友
三菱石油*	200	5	3.14	山一	山一
日本精工*	100	4	3.14	山一	三富士
日本精工*	100	10	3.14	富士証	富士
日商岩井**	200	5	3.19	第一勧業証	第一勧銀
トステム*	200	5	3.21	野村	さくら
トステム*	100	4	3.21	さくら証	さくら
日商岩井**	100	7	3.26	日興	三和
YKK*	100	5	3.27	興銀証	興銀
トーハン*	70	5	4.22	野村	三和
住友金属**	100	3年2か月	4.30	大和	大和インター信
西洋フットシステム*	200	5	4.30	勸角証	第一勧銀
日産自動車**	200	5	5.10	日興	興銀
富士通*	600	5	5.15	第一勧業証	第一勧銀
富士通*	300	6	5.15	興銀証	あさひ
富士通*	300	7	5.15	日興	さくら
住友化学工業*	150	6	5.17	野村	住友友
横河電機*	100	5	5.21	野村	富士
富士電機**	200	5	5.24	興銀証	興銀
富士電機**	200	4	5.24	第一勧業証	第一勧銀
三井物産*	300	10	5.24	野村	富士
三井物産*	300	6	5.24	さくら証	さくら
東京瓦斯*	300	20	5.31	山一	第一勧銀

*社債間限定同順位特約付
 **特定社債間限定同順位特約付
 ***社債間限定同順位特約付・期限前償還条項付
 (資料)『公社債月報』、各号より作成。

〔社債管理会社不設置債の増加〕

前述のような銀行の証券子会社の社債引受への積極的進出に対する、証券側の対応として注目されるのが、社債管理銀行不設置債である。

一周知のように、一九九三年六月の商法改正によって従来の社債受託制度^(注6)についてさまざまな改正が加えられた。すなわち、①いわゆる「社債募集の受託会社」を条文から削除する、②社債管理会社を新設し、その設置を原則強制する、③社債管理会社の資格を銀行・信託・担保付社債信託法の免許を受けた会社に限定する、④社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定し、現在受託会社が行っている発行段階の業務に関する規定を条文から削除する、⑤社債管理会社の権限・義務・責任を明確化する、などであるが、社債管理会社の原則強制に関しては、券面額が一億円以上の場合不設置が認められている(商法二九七条)。

まず、不設置債の第一号となったのは、一九九五年九月一日払い込みのソニーのワラント債(発行額一〇億円)であるが、これは発行総額も小さく、募集も私募形式で行われたため、特殊なケースとされた。したがって、不設置債として注目されたのは、同九月二七日払い込みのソフトバンク債(主幹事野村證券、発行総額五〇〇億円、年限一二年)である。この起債では、元利払い事務を代行する財務代理人を設置したが、この場合財務代理人は社債権者保護の役割がないため、手数料も低く、ソフトバンク債では社債管理会社を設置した場合の手料が一二年間の期中事務代行手数料を含めて二億七二〇万円と推計されるのに対して、財務代理人手料は一三〇〇万円に過ぎないとされている^(注8)。ソフトバンク債の場合、財務代理人は野村信託銀行が担当したが、その役割には元利金支払い業務の他、社債券の交付、利払い時の源泉徴収なども含まれている。

いずれにせよ、不設置債の発行は、銀行側が強く反発したことから明らかなように、銀行側が維持しよう

第6表 元利払い手数料の推移(100円につき銭)

		50年 10月	52年 8月	53年 8月	55年 4月	55年 12月	56年 6月	66年 1月	73年 4月	73年 5月	78年 4月	85年 4月	87年 4月	89年 4月	91年 7月	94年 8月	95年 8月
国債	元金償還								10				9				
	利息支払							15		20		18					
政保債	元金償還			20												14	10
	利息支払			30												28	20
地方債	元金償還		100			70	40		20							14	10
	利息支払		130				120		30							28	20
事業債	元金償還	200			150	70	50				40		30	20	14	10	
	利息支払	300			250	170	130				60			30	28	20	

(出所)「日経公社債情報」、1995年9月4日。

としていた社債管理会社の強制設置を発行会社の任意事項とすることによって、従来の社債受託制度のもとで維持されてきた既得権益の枠組みを崩したもののいえる。したがって、以後発行コスト削減を求める企業の間で、不設置債の起債増加が進むとともに、元利払い手数料の引き下げも相次ぐことになる。

まず、その後の不設置債の起債は、一九九六年五月末現在で新日鉄、ヤマト運輸、日本航空、ニコン、日新製鋼、三菱電気、住友金属工業、アサヒビール、トクヤマ、日商岩井、日本石油など二七社によって行なわれており、一九九五年一月から九六年五月までの期間に発行された普通社債一七二銘柄のうち四七銘柄を占め、とくに直近五月発行の普通社債では二八銘柄のうち一一銘柄を占めるにいたっている(第5表参照)。ソフトバンク債が発行された後、一月に新日鉄債(五〇〇億円、期間六年、主幹事興銀証券)が不設置債として発行されたが、その際不設置債に強く反発していた日本興業銀行が自ら財務代理人となり、主幹事に興銀証券がなったことは、発行企業の不設置債導入の要望をもちや興銀とて押え切れないものであることを意味するとともに、銀行本体の既得権益を譲歩しても証券子会社の引受シェア拡大を援護する方向への経営戦略を印象づけるものであった。また、不設置債によって財務制限条項が多様であり、投資家サイドに混乱が生ずることを懸念する向きもある。^(注1)

〈手数料の引き下げ〉

不設置債が導入されたことによって、発行企業サイドから社債管理会社に対する手数料の引き下げ要求が強まり、各種手数料の引き下げが生じている。これについては、すでに一九九四年八月に元金取扱手数料が二〇銭(額面一〇〇円当たり、以下同じ)から一四銭に、利金取扱手数料が三〇銭から二八銭に引き下げられており、手数料引き下げの動きは強まっているが、さらに一九九五年八月の東京電力債(総額一五〇〇億円、期間一二年)

で利金取扱手数料が二八銭から二〇銭に引き下げられたのをきっかけに、同九月の日商岩井債(総額二〇〇億円、期間五年)では元金取扱手数料も一四銭から一〇銭へ引き下げられた。約一年間に、元金取扱手数料は半分、利金取扱手数料は三分の二に引き下げられ、政府保証債・地方債と同じ水準となった(第6表参照)。その結果東京電力債では四五〇〇万円のコスト削減が実現したといわれる。そして、ソフトバンク債を契機に社債管理手数料の引き下げも進み、前述の新日鉄債の一週間後に発行された富士通債では、社債管理会社の設置を巡って論議がなされた後、設置債となったが、管理手数料は一・五銭(額面一〇〇円当たり)となり、従来A A格で従来最も低かった一・七銭を下回る水準となった。また、社債登録機関(銀行)に支払う当初登録手数料についても、従来の七・一〇銭という水準で長年固定されていたものが、最近六銭程度で契約をみた例も出ていると伝えられている。^(注2)

このように不設置債が導入されたことによって、不設置債の場合よりもより、従来のように社債管理会社を設置する場合においても諸手数料の大幅な引き下げが実現したわけである。不設置債の導入は、従来国内普通社債発行の際、ユーロ市場などに比べて割高な発

行コストの主因とされていた受託手数料を、ここにきて著しく引き下げるものとなり、内外のコスト格差を大幅に縮小させるものとなったといえる。^(注13)

〈まとめ〉

本稿では、引受競争激化の影響を従来の証券会社に対するものと起債のあり方に関するものとに分けて考察したが、例えば引受競争の激化によって発行企業寄りの条件決定がなされ、そのために売れ残りが多発していることも指摘されているが、これについては本稿では触れなかった。競争激化とミス・プライシングと募金の因果関係については、別稿を期したい。また、銀行の証券子会社が親銀行の取引関係（いわゆるメインバンク関係）を通じて主幹事を獲得し、引受シェアを伸ばしていることが指摘されているが、証券子会社の主幹事獲得の背後で、不設置際の急増に示されるように起債によって親銀行が得られる手数料収入が低下する事例も増え、さらには発行企業が社債によって調達した資金をメインバンクからの借入金返済に充当し、取引関係が弱まる可能性もあると考えられる。つまり、将来的には親銀行と証券子会社間の利益相反関係が強まり、メインバンク関係も低下していく可能性が考えられるわけだが、その際には証券子会社も親銀行の「威光」を背景にした幹事獲得競争はできず、単体での引受能力が問われるようになるものと思われるが、これについても別稿を期したい。

(13)

〔注〕

(1) 金融制度改革がこのような形で決着したことについては、拙稿「わが国金融制度改革の一視角」、『証券経済』、第一八六号、一九九三年十二月、参照。

(2) 「進むシ団絞り込みの動き」、『日経公社債情報』、一九九五年八月二十八日、五〇六ページ、参照。

(3) 「社債市場・企業アンケート」、『日経公社債情報』、一九九五年八月七日、五ページ、参照。

(4) 『日本経済新聞』、一九九五年七月二〇日、および「三和銀行の証取法違反疑惑」、『日経公社債情報』、一九九五年七月二四日、三六ページ、参照。

(5) 『日本経済新聞』、一九九五年七月二七日、参照。

(6) 従来の社債受託制度の沿革については、拙稿「日本における社債受託制度の導入と確立」、『証券経済』、第一七六号、一九九一年六月、「望ましい社債市場のあり方について」、『公社債月報』、第四二三号および第四二四号、一九九一年一月および二月、「日本の社債受託制度の特長とその形成」、『証券経済』、第一八七号、一九九四年三月、参照。

(7) 新商法の改正点については、水田徹「社債法改正に伴う実務上の対応」、『商事法務』、一九九三年九月十五日、一五〇〜二四四ページ、参照。一頁、および山本茂「社債法改正と受託業務」、『商事法務』、一九九三年九月十五日、二〇〇〜二四四ページ、参照。

(8) 丸木強「社債管理会社を不設置とした社債について」、『公社債月報』、一九九五年九月、二八〜三〇ページ、参照。

(9) ただし、銀行側の反対理由は、当時の財務制限条項（ただし、一九九六年一月から撤廃）は社債管理会社が存在しなければ機能しないというものであった。詳しくは、前掲、丸木、参照。

(10) ただし、日本興業銀行はA A格以上でなければ、不設置債を認めないという暗黙のルールを作っているといわれる。詳しくは、「近づく適債基準撤廃」、『日経公社債情報』、九五年一月二三日、二ページ、参照。

(11) 「拡がる管理会社不設置債」、『日経公社債情報』、一九九五年二月二一日、五二ページ、「多様化する財務上の特約」、『日経公社債情報』、一九九六年三月四日、七ページ、および「日経金融新聞」、一九九五年二月二二日、参照。他方、不設置債が導入されたことによって、いわゆる買取引受が行われるようになったことも注目される点であるが、これについてはここでは触れない。

(14)

(12) 『日経金融新聞』、一九九六年一月二四日、参照。

(13) ただし、ユーロ円債には還流制限があり、そのため国内企業が国内債を選択している面があり、今後還流制限の撤廃がなされれば、当初登録手数料などは国内債にしか存在しない手数料のために起債がユーロ円市場にシフトする可能性も指摘されている。そして、不設置債では引受証券会社によって買取引受が行われているが、この場合当初登録の名義人は証券会社となり、当初登録費用の引き下げの余地もあるのではないかと指摘もなされている。この点については、丸木強「根づく管理会社不設置債」、『日経金融新聞』、一九九六年六月二六日、参照。

(松尾)