

## 今年上半年期の普通社債発行の 変化について

〈はじめに〉

銀行系証券子会社の社債引受への参入以降、引受競争が激化し、引受市場にさまざまな変化が生じていることを前回のレポートでは考察した。すなわち、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、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、さらに銀行への影響として⑥各種手数料の引き下げ要求の強まり、などである。今回は、前回触れなかった点で、とくに今年になって現れてきた変化を中心に考察する。すなわち、第一に前回も触れた点であるが、シ団の絞り込みが今年も引き続き進行したこと、第二にターゲット・デイルといわれる引受が登場したこと、第三に新規銘柄が増加したこと、第四に銀行系証券子会社の獲得した主幹事案件で、親銀行を中心とした金融機関借入金への圧縮が進んでいること、である。

〈シ団絞り込みについて〉

まず、銀行系証券子会社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。今年上半年期においてシ団変更がなされた銘柄は六八である

表1 96年上半期のおもなシ団変更（主幹事を除く）

銘柄	回数	払込日	新規	シ団落ち	増減
トクヤマ	9	96・2・15	1	0	1
三菱電機	15	2・8	7	20	-13
三菱電機	16	2・8	5	19	-14
ニチイ	7	1・31	0	5	5
ニチイ	8	1・31	1	2	-1
ニチイ	9	1・31	3	3	0
ニチイ	10	1・31	0	6	-6
西部ガス	2	1・31	4	0	4
パルコ	2	2・9	2	3	-1
ニコソ	4	2・7	1	1	0
ゼクセル	9	2・28	0	2	-2
北海道電力	256	2・19	6	4	2
東京電力	432	2・28	8	4	-9
日本石油	13	2・28	10	23	-13
日本石油	14	2・28	4	4	0
住友金属工業	13	2・13	1	4	-3
ニチイ	11	2・20	0	9	-9
ニチイ	12	2・20	0	7	-7
新日本製鉄	20	2・21	2	0	2
日産自動車	19	2・23	0	10	-10
オリックス	13	2・29	3	2	1
NTT	36	3・5	6	5	1
東日本旅客鉄道	3	3・11	3	0	3
鹿島	9	3・8	21	13	8
鹿島	10	3・8	8	19	-11
三菱石油	3	3・14	4	1	3
タダノ	2	3・29	4	8	-4
南海電気鉄道	12	4・16	5	24	-19
南海電気鉄道	13	4・16	4	24	-20
沖電気工業	21	4・24	3	3	0
北海道電力	257	4・26	1	2	-1
オリンパス光学工業	6・7・8	4・18	2	2	0
東京電力	433	4・30	1	7	-6
東海旅客鉄道	2	4・25	5	4	1
日産自動車	20	5・10	5	0	5
日立レジット	6	5・15	0	1	-1
東洋シャッター	2	5・8	2	3	-1
四国電力	228	5・31	6	6	0
住友化学工業	3	5・17	0	5	-5
東京建物	3・4	5・23	1	3	-2
東京ガス	16	5・31	0	1	1
九州電力	333	5・21	4	3	1
中国電力	304	5・24	0	2	-2
富士通	7・8・9	5・15	0	6	-6
伊藤忠商事	13	6・13	1	5	-4
エス・バイ・エル	6	6・20	2	0	2
川崎製鉄	16	6・17	0	7	-7
ヤマナカ	2	6・13	3	0	3
住友金属工業	15・16・17	6・20	1	0	1
すかいらく	2・3	6・25	6	9	-3
東武鉄道	32・33・34	6・14	0	5	-5
三菱地所	20・21	6・20	5	20	-15
阪急不動産	5	6・20	3	0	3
アサヒビール	10・11	6・21	7	8	-1
ユニー	3	6・25	4	7	-3
オリックス	15	6・28	1	22	-21
合計			176	366	-190

(資料) 『日経公社債情報』、各号より作成。

が、そのうち四四銘柄はシ団の絞り込みが行なわれ(表1参照)、これは同期間の発行件数二五三件のうちの約三〇%を占めており、前年四〜八月の期間の調査結果の約二三% (発行件数七九のうちシ団絞り込み件数一八)を上回るものであった。もつとも、一九八八年に導入された発行登録制度や一九九一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終わるようになり、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つている)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。

〈ターゲット・ディールの登場〉

次に、ターゲット・ディールといわれる引受が各引受証券会社によって採用されるようになったことがあげられる。これはユーロ市場で広く浸透している方式を国内に導入したものであるが、今年一月にメリルリンチ証券によって引き受けられた、伊藤忠コーラブル債がその第一号であるといわれている。ターゲット・ディールでは、引受証券会社が一社であること（ただし、共同主幹事や小規模なシ団編成を行なう場合もある）、投資家も単数であること（ただし、複数の投資家に販売する場合もある）、利率についてステップ・アップなどの設定が行なわれていることが多いこと、償還期間について投資家のキャッシュ・フローに合せた設定がなされていることが多いこと、などの点の特徴である。現在外資系証券会社、銀行系証券会社および大手証券会社によって取り組みがすすめられているが、なかでも銀行系証券会社はとりわけ積極的であるといわれる（表2参照）。このターゲット・ディールは、投資家と発行会社のニーズを引受証券会社がマッチングさせるという点で仕組み債と同じであるが、引受競争が激化するなかでディールそのものを単独の引受証券会社が囲い込む動きであるといえる。その意味では前述のシ団絞り込みが限界まで行なわれた形態ということもできる。

そして、主幹事獲得競争が激化する中で、各社はターゲット・ディールに積極的に取り組んでいくことを表明しているが、その際引受証券会社は発行会社から一〇〇億円の発行枠を確保した上で、信託銀行、生命保険、地方の金融機関などの機関投資家に販売しているといわれている。そして、そこでの問題点としては、引受主幹事獲得が先行し、手数料吐き出しや発行会社寄りの発行条件設定がしばしば行われていることが指摘されている。つまり、シ団編成が行われず、投資家も単数であるため、公募でありながらも、発行条件に対するシ団各社や投資家によるチェックがされにくく、結果的に発行条件決定が不透明で発行会社寄りになりやすいというわけであ

表2 主なターゲット・ディール銘柄（1996年7月末現在）

回号	銘柄	金額(億円)	表面利率(%)	発行価格	年限	払込日	主幹事証券
1	伊藤忠 コーラブル債	100	5年間 2.15 5年間 4.00	100	10	96.1.12	メリルリンチ
3	日商岩井	100	5年間 2.60 2年間 4.00	100	7	96.2.26	三和証
5	日商岩井	100	5年間 2.925 2年間 4.00	100	7	96.3.26	日興・農中 (共同)
14	住友金属	100	1.90	100	3年2ヶ月	96.4.30	大和・ゴールドマン (共同)
5	大成建設	100	3.15	99.95	7年9ヶ月	96.6.7	富士証
3	三井物産	100	3年6ヶ月 2.00 以降 L+ 0.25	100	6年6ヶ月	96.6.28	さくら証
21	新日鐵	100	2.05	99.98	3	96.6.7	ゴールドマン
6	日商岩井	100	1.90	100	3	96.6.14	三和証
5	丸紅	100	1.85	99.95	3	96.7.9	富士証
6	丸紅	100	2.10	100.394	3年2ヶ月	96.7.10	富士証
4	三井物産	100	3年6ヶ月 2.11 以降 L+ 0.25	100	7	96.7.10	ゴールドマン
5	三井物産	100	5年間 2.75 以降 4.25	100	7	96.7.18	東京三菱証
6	大成建設	100	3.05	100	7	96.7.31	山一
6	三井物産	100	3.00	99.93	7	96.7.31	富士証
18	住友金属	100	1.90	100	3	96.7.31	住友キャピタル
7	大成建設	100	2.70	100	5	96.7.31	日興
22	新日鐵 コーラブル債	100	3年2ヶ月 2.26 以降 3.0	100	4年2ヶ月	96.7.31	三和証

(注) 表面利率でLは、Liborを意味する。

(資料) 『日経公社債情報』、1996年7月8日、3ページ、および聞き取り調査により作成。

る。したがって、このような発行方式の導入が、発行方式の多様化のひとつとして定着するのか、引受競争激化を利用した一時的な低コストの資金調達手段に過ぎないのか、今のところ判断できないが、引受競争激化の産物として登場してきたことは明らかであろう。

#### 〈新規銘柄の増加〉

第三に、発行会社への影響と対応として注目される点は、新規発行の増加に表れているように、新規の発行会社が普通社債の起債市場に参加してきたことである。すなわち、発行銘柄の回数をみると、一回債が一九九五年一七銘柄、一九九五年四五銘柄と増加し、今年上半期でもすでに二七銘柄を占め、すでに前年同期比七割増、社債発行額の約一五%に達している。また、一回債のみならず二、三回債を含めると、一九九四年二八銘柄であるのに対し、一九九五年一〇一銘柄、今年上半期でも五六銘柄にのぼっている。この背景としては、昨年からの発行登録制度利用基準の段階的引き下げや今年一月からの財務制限条項の撤廃といった制度的な改革がなされたこともあげられるが、銀行系証券子会社の積極的な新規銘柄開拓が行われたことも見逃せない。すなわち、新規銘柄のうち、銀行系証券子会社の引受によるものは、一九九五年〇銘柄であるのに対し、一九九六年は一五銘柄(三三%)を占め、今年上半期では一〇銘柄(三七%)に達している。二、三回債を含めると、一九九四年一銘柄(四%)であったのが、一九九五年四〇銘柄(四〇%)、今年上半期二九銘柄(五二%)に達している(表3参照)。ここから、銀行系証券子会社が新規銘柄を開拓し、積極的に主幹事を獲得していることがわかる。すなわち、銀行系証券子会社の開業以来の主幹事獲得銘柄に占める新規銘柄の比率は、興銀証券三八%(二六銘柄中一〇銘柄)、長銀証券五〇%(四銘柄中二銘柄)、住友キャピタル証券二三%(一二銘柄中三銘柄)、第一勧

表3 新規銘柄の増加

	1994年	1995年	1996年(1~6月)
1回債	17 (0)	45 (15)	27 (10)
2回債	5 (1)	35 (17)	18 (13)
3回債	6 (0)	21 (8)	11 (6)

(注) ( )内は、銀行系証券子会社による主幹事件数。  
(資料) 『公社債月報』、各号より作成。

業証券三三%(二四銘柄中八銘柄)、東京三菱証券(旧三菱ダイヤモン  
ド証券)三一%(二三銘柄中四銘柄)、富士証券二四%(一七銘柄中四  
銘柄)、さくら証券三八%(一六銘柄中六銘柄)、三和証券二二%(九  
銘柄中二銘柄)、あさひ証券五〇%(六銘柄中三銘柄)、住友信託証券四  
〇%(五銘柄中二銘柄)などであり、全体では一四七銘柄のうち四五  
銘柄で三一%を占めている。この点では、銀行系証券子会社の積極的  
な進出は、起債市場の裾野の拡大に貢献しているといえるが、その反  
面で前回のレポートでも指摘した分割発行のような弊害を引き起こし  
ていることも指摘されている。

#### 〈金融機関借入金の圧縮〉

第四に、銀行系証券子会社は親銀行の取引関係を通じて主幹事を獲得しているといえるが、発行会社の社債手取り金使途をみるとそのうち多くが金融機関からの借入金返済に使われていることがわかる。したがって、発行会社が社債によって調達した資金を、メインバンクを含む銀行からの借入金返済に充当し、取引関係が弱まる可能性も指摘できる。

ここで公募普通社債発行と金融機関からの借入金の増減について考察する。表4に示されるように、今年一、二、三月の期間に公募普通社債発行を行った企業四四社は、総額一兆五二三〇億円の起債を行い、その間の金融機関からの借入金長短合計の減少は二〇五億円であった。この四四社のうち借入金を減少させたのは三〇社(六八%)

表4 普通社債発行と銀行借

会社名	社債		金融機関借入			長期借入金		
	年月日	発行額 (主幹事)	1995年9月末	1996年3月末	増減	1995年3月末	1996年3月末	増減
アサヒビール	96.2.14	200 (野村)						
	2.14	150 (大和)				n.a.	n.a.	n.a.
		350	1,830	1,830	±0			
伊藤忠商事	96.1.12	100 (メリルリンチ)	23,422	24,428	+1,006	13,778	15,797	+2,019
イズミ	96.3.28	50 (長銀)	229	387	+158	n.a.	n.a.	n.a.
オリックス	96.2.29	200 (大和)						
	3.29	200 (大和)				13,947	10,821	-3,126
		400	26,093	26,220	+127			
沖電気工業	96.2.28	100 (富士)	1,296	1,183	-113			
						572 (富士 40)	515 (〇 37)	-57 (-3)
鹿島建設	96.3.8	400 (大和)						
	3.8	100 (住友)				1,876 (住友 507)	1,749 (〇 351)	-127 (-156)
		500	5,322	4,288	-1,034			
合同酒精	96.3.8	50 (大和)	97	97	±0	n.a.	n.a.	n.a.
西部瓦斯	96.1.31	100 (さくら)	998	877	-121	546 (さくら 89)	436 (〇 62)	-110 (-7)
ザ・トーカイ	96.3.21	50 (興銀)	389	378	-11	125 (興銀 11)	127 (〇 10)	+2 (-1)
新日本製鐵	96.2.21	500 (野村)	8,150	7,694	-456	5,229	4,946	-283
住友金属鉱山	96.1.18	100 (山一)						
	1.18	80 (住友信)				375 (住友 18)	341 (〇 13)	-34 (-5)
		180	638	603	-35			
住友金属工業	96.2.13	200 (山一)	6,778	6,260	-518	3,930	2,930	-1,000
ゼクセル	96.2.28	120 (興銀)	299	293	-6	124 (興銀 43)	128 (〇 51)	+4 (+8)
ダイビル	96.3.27	100 (住友)	135	108	-27	72 (住友 18)	36 (〇 9)	-36 (-9)
タダノ	96.3.29	80 (勤角)	140	134	-6	22	29	+7
天満屋ストア	96.1.25	100 (野村)	383	282	-101	210	158	-52
東北電力	96.3.19	500 (日興)	11,835	11,942	+107	9,132	9,669	+537
東京電力	96.2.28	1,000 (日興)						
	2.28	500 (さくら)				43,012 (さくら 269)	42,902 (〇 225)	-110 (-44)
		1,500	50,377	51,275	+898			
東セロ	96.1.31	30 (さくら)	153	143	-10	33 (さくら 5)	30 (〇 1)	-3 (-4)
東邦瓦斯	96.2.9	150 (野村)	445	456	+11	262	260	-2
トクヤマ	96.2.15	100 (野村)	494	478	-16	223	248	+25
東芝	96.2.28	300 (野村)	3,113	2,603	-510	1,221	780	-441
トステム	96.3.21	200 (野村)						
	3.21	100 (さくら)				0	0	±0
		300	195	195	±0			
東洋シャッカー	96.3.7	70 (一勤)	63	40	-23	22 (一勤 0)	15 (〇 0)	-7 (-±0)
南海電気鉄道	96.2.28	250 (大和)	2,768	2,767	-1	1,900	1,900	±0

(注) 非公開会社は除いた。

(資料) 「公社債月報」、 「会社四季報」 および 「有価証券報告書」 によって作成。

入の増減 (1996年1~3月)

(単位: 億円)

会社名	社債		金融機関借入			長期借入金		
	年月日	発行額 (主幹事)	1995年9月末	1996年3月末	増減	1995年3月末	1996年3月末	増減
ニチイ	96.1.30	100 (興銀)						
	1.30	100 (一勤)						
	1.30	200 (野村)				400 (興銀 10)	380 (〇 15)	-20 (+5)
	1.30	100 (農中)				(一勤 0)	(〇 0)	(±0)
	2.20	100 (一勤)				(農中 11)	(〇 10)	(-1)
	2.20	100 (富士)				(富士 0)	(〇 0)	(±0)
		700	1,145	809	-336			
日商岩井	96.2.26	100 (三和)						
	3.19	200 (一勤)				8,252 (三和 228)	7,341 (〇 265)	-911 (+37)
	3.26	100 (日興・農中)				(一勤 301)	(〇 310)	(+9)
		400	17,536	17,050	-486	(農中 281)	(〇 256)	(-25)
日本軽金属	96.1.10	100 (一勤)	1,211	900	-311	572 (一勤 53)	500 (〇 47)	-72 (-6)
日本航空	96.1.31	500 (野村)						
		200 (興銀)				4,397 (興銀 282)	4,308 (〇 247)	-89 (-35)
		700	4,330	4,308	-22			
ニコン	96.2.7	100 (日興)						
	2.7	100 (三菱)				81 (三菱 15)	63 (〇 0)	-18 (-15)
		200	419	274	-145			
日新製鋼	96.2.8	200 (三和)						
	2.8	200 (山一)				653 (三和 130)	609 (〇 90)	-44 (-40)
		400	1,330	1,029	-301			
日本電気硝子	96.2.21	300 (大和)	986	954	-32	349	249	-100
日産自動車	96.2.23	300 (興銀)	4,458	4,020	-438	2,554 (興銀 232)	2,233 (〇 245)	-321 (+13)
日本石油	96.2.28	200 (さくら)						
	2.28	200 (日興)				1,137 (さくら 51)	1,411 (〇 0)	+274 (-51)
		400	5,500	4,993	-507			
日本電信電話	96.3.5	1,000 (日興)	7,316	9,151	+1,835	7,055	8,391	+1,336
日本精工	96.3.14	100 (山一)						
	3.14	100 (富士)				476 (富士 30)	287 (〇 0)	-189 (-30)
		200	816	702	-114			
パルコ	96.2.9	100 (大和)						
	2.9	100 (一勤)				129 (一勤 20)	112 (〇 16)	-17 (-4)
		200	269	262	-7			
日立製作所	96.2.29	2,000 (野村)	2,213	2,209	-4	189	178	-11
東日本旅客鉄道	96.3.11	1,000 (山一)	12,737	13,493	+756	12,720	13,493	+773
富士電機	96.3.7	200 (日興)	714	644	-70	66	86	+20
北陸電力	96.3.21	300 (日興)	5,016	5,106	+90	4,355	4,269	-86
北海道電力	96.2.19	200 (山一)	5,033	5,027	-6	4,017	3,844	-173
北海製糖	96.3.12	150 (大和)	15	15	±0	1	1	±0
三菱石油	96.3.14	200 (山一)	967	1,139	+172	685	719	+34
三菱電機	96.2.8	300 (大和)						
	2.8	200 (三菱)				592 (三菱 28)	428 (〇 17)	-164 (-11)
		500	1,570	1,972	+402			
合計		15,630			-205			-2,572 (-375)

であるが、その起債総額は九〇八〇億円であり、一社平均三〇三億円の資金調達を行っている。他方、借入金の減少額は五七六七億円であり、一社平均では一九二億円であった。つまり、これらの企業では、平均三〇三億円の起債が行われた結果、一九二億円の借入金返済がなされ、財務のリストラが進められたとみることができる。ここで興味深いことは、この四四社のうち、少なくとも一回以上銀行系証券子会社を主幹事に任命した企業は二三社あるが、このうち借入金を減少させた企業は一九社（八三％）あり、銀行系子会社を主幹事に任命した企業のひとつだけが借入金を減少させていることがわかる。この二三社についてみると、社債発行による資金調達は総額七二〇億円であり、借入金の減少額は二五八九億円となり、一社平均で三一三億円の起債を行い、一一三億円の借入金圧縮を行っている。とくに、銀行系証券子会社を主幹事にした社債発行での資金調達は三七五〇億円であり、一社平均一六三億円であるからほぼそれに見合う一一三億円の借入金圧縮が行われたとみられる。さらに、銀行系証券子会社を主幹事にして起債を行った企業二二社<sup>5</sup>が、その間に証券子会社の親銀行からの長期借入金を増減させたかどうかについてみると、長期借入金を圧縮した企業は一八社（八二％）、残高が変わらなかつた企業が二社、増加させた企業が三社あり、増減を合計すると二〇四九億円減となり、一社平均九三億円減となる。前述のように、これら二三社による銀行系証券子会社を主幹事にした起債での資金調達が一社平均一六三億円であるから、この起債で調達した資金のうち五七％が長期借入金の圧縮に使われたとみることができ

る。  
最後に、銀行系証券子会社を主幹事とした起債のうち、その親銀行からの長期借入金を圧縮しているケースをみると、二七件<sup>6</sup>の起債のうち、一八件で親銀行の長期借入金を圧縮しており、この一八件についてみると、起債総額は二四一〇億円で、圧縮額は四四七億円である。したがって、一件平均では銀行系証券子会社を主幹事として平均一三四億円の資金調達が行われた反面、親銀行からの長期借入金が平均二五億円返済された。つまり、一九％は親銀行からの長期借入金返済に使われたとみることができる。このデータだけでは即断できないが、銀行系証券子会社の主幹事銘柄では、社債手取り金を金融機関借入金返済に使われている傾向が強く、なかでもメインバンクとされる親銀行からの長期借入金の圧縮も行われており、いわば銀行系証券子会社の社債引受への積極的進出は、親銀行と取引先事業会社との融資関係を弱める方向へ作用するといえる。したがって、今のところそれには至っていないが、やがてこの傾向が強まれば親銀行と証券子会社は明らかな利害の対立を生じさせる可能性があるだろう。

#### 〈まとめ〉

以上、①シ団絞り込み、②ターゲット・ディール、③新規銘柄、④銀行系証券子会社の主幹事銘柄での借入金圧縮という四点を中心に、今年の普通社債発行の変化を考察したわけであるが、いずれの変化においても銀行系証券子会社の参入が大きな要因となっていることは明らかである。そして、①については従来固定的とされたシ団構成を競争的にし、準大手・中堅証券に新たな経営対応を迫るものとなっている。また②、③については、問題点多々含んでいるが、社債市場の多様化ないし裾野の拡大に貢献していると評価することもできる。しかし、④については即断することはできないが、今後親銀行と証券子会社間の関係がどうなるのか、ひいてはメインバンク制がどう変化するかについて興味深い点を含んでいると思われるので、さらに稿を改めて検討したい。

[注]

- (1) 「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、五ページ、参照。
- (2) 前掲、「進むシ団絞り込みの動き」、五～六ページ、参照。
- (3) 「公募市場での「私募社債」、「日経公社債情報」、一九九六年七月八日、三ページ、参照。
- (4) 新規銘柄の場合、後述するように分割発行がなされることが多く、二回債、三回債でも実質的に新規銘柄であるものが相当数ある。
- (5) ただし、決算期の関係で長期借入金残高が不明の一社を除いたため二社となった。
- (6) ただし、決算期の関係で長期借入金残高が不明の一社を除いたため二七件となった。

(松尾)