

日米の社債発行急増と引受手数料引き下げ

松尾 順介

はじめに

国内金融機関の企業に対する「貸し渋り」の影響もあり、一段と国内普通社債発行が増加しているが、そのなかで引受手数料の引き下げも相次いでいる。とくに、優良発行体の起債については、従来の手数料をかなり大幅に引き下げるケースが目立ち始めている。この要因としては、これらの発行体は高格付けであること、引受リスクを小さくする起債方式を採用していること、さらに四月のユーロ円債の還流制限撤廃を控えて、すでに裁定が働いていることなどが指摘されているが、銀行系証券子会社の参入に伴う引受競争激化も背景にあると思われる。他方、米国でも起債市場は拡大しているが、その反面競争激化のために引受手数料収入が低下していることが伝えられている。後述するように、一九九六年と九七年を比較すると、債券の引受手数料は総額ベースにおいても、料率ベースでも低下している。したがって、本稿ではまず、日本における最近の引受手数料引き下げについて考察した上で、米国の社債市場の拡大を概観し、そこで生じている引受手数料の変化を考察する。

(11)

1 日本における引受手数料引き下げ

周知のように、国内普通社債の発行は増加しており、最近の月次ベースの起債は一九九七年一月三、九二〇億円、一二月九、三七〇億円、一九九八年一月九、一〇〇億円そして二月一兆三、七八〇億円となっており、高水準の起債が続いている。その中で、今年一月二〇日に募集したNTTをはじめとして引受手数料引き下げが活発化している。

まず、一月二〇日募集のNTT債は、主幹事第一勧業証券・ゴールドマン・サックス証券（共同主幹事）、一〇年債一〇〇〇億円であるが、従来四五銭（一〇〇円単位）の引受手数料が三八・五銭に引き下げられた。これは、起債コストをユーロ市場並みに引き下げるのがねらいとされており、これと同時に行われた償還手数料引き下げとを合わせると、同社の発行コストは応募者利回りプラス〇・〇七〇・〇八%から同〇・〇五%〜〇・〇六%へと低下したといわれる（ただし、ユーロ市場では同〇・〇四%とされている）⁽¹⁾。

このような引受手数料の引き下げが受け入れられた要因として、「引受リスクの極小化」が指摘されている。すなわち、第一にAAA格銘柄であり、低格付け銘柄に比べて販売難易度が低いという点である。第二に、需要予測をクーポン方式ではなく、国債の流通利回りに対するスプレッド方式で行っており、募集当日の相場変動の影響を排除できるため、相場変動によって募残が生じるリスクが回避できるといふ点である。第三に、引受シム編成や最終販売分担額の調整を主幹事に任せ、主幹事権限の強化が図られたという点である。つまり、引受手数料を引受リスクの対価とみるならば、引受リスクを小さくすることが引受手数料引き下げの根拠となったといわれている⁽²⁾。

(12)

このNTT債以降、引受手数料引き下げに追随する動きが強まっており、JR西日本、九州電力、JR東日本、トヨタ自動車などが従来の引受手数料より五銭から六・五銭（一〇〇円単位）引き下げられた水準で起債を行っている（表1参照）。そして、これらの銘柄はいずれもAAA格であり、このような手数料引き下げが受け入れられた背景として、第一に最近高格付け銘柄と低格付け銘柄間で投資家の選別が進み、販売難易度の差が明確に

表1 引受手数料引き下げ銘柄一覧

回号	発行体	格付け	年限	募集日	主幹事証券	引受手数料(銭)
37	日本電信電話	AAA	10	1/20	第一勧業、ゴールドマン・サックス	45→38.5
4	西日本旅客鉄道	AAA	12	1/21	住友キャピタル	45→40
5	西日本旅客鉄道	AAA	20	1/21	興銀	55→50
341	九州電力	AAA	10	1/23	興銀	45→38.5
8	東日本旅客鉄道	AAA	12	2/3	野村	45→40
9	東日本旅客鉄道	AAA	20	2/3	興銀	55→50
1	トヨタ自動車	AAA	20	2/4	野村、メリルリンチ	55→50
2	トヨタ自動車	AAA	10	2/4	野村、メリルリンチ	45→38.5

(出所) 『日経公社債情報』, 1998年2月9日, p.3.

表2 格付けで異なるユーロ市場の引受手数料

(100円に対する銭で表示)

格付け	2年	3年	4年	5年	7年	10年
AAA	12.5	18.75	22.5	25.0	30.0	32.5
AA	12.5	25.0		27.5	32.5	40.0
A				37.5	37.5	45.0

(出所) 表1に同じ, p.2.

表3 普通社債諸手数料

(発行額に対する割合: %, 平成9年8月現在)

発行当初費用	(1)引受手数料	(10~20年)		(7~8年)		(5~6年)		(3~4年)		
		0.45~0.55	0.40~0.45	0.40~0.50	0.35~0.45	うち幹事手数料0.03~0.05 引受責任料0.05				
(2)受託手数料等	・受託手数料	無担保		一般担保		担保付				
	・管理手数料(当初)	-		-		-				
	・信託報酬(当初)	-		-		…(0.20)				
	・当初登録手数料	0.07~0.10		0.07~0.10		0.07~0.10				
年当り期中費用	(1)信託手数料等	無担保		一般担保		担保付				
		・信託報酬(期中)	-		-		…(0.25)			
		・管理手数料(期中)	0.006~0.045		0.001~0.045		-			
(2)代理事務手数料	・利金取扱手数料			0.20~0.30						
	元金取扱手数料			0.10~0.20						
その他	(1)所有者登録手数料	額面金額100円につき0.07~0.10円								
	(2)移転登録手数料	1件につき800円								
	(3)抹消登録手数料	1件につき800円								
	(4)その他	登録税, 印紙税, 券面作成費, 有価証券届出書作成費, 目論見書作成費, 社債原簿作成費, 法定公告費, 等所要の費用。なお, 発行事務, 期中事務, 期中事務を代行会社に委託した場合は, 発行会社より代行会社に手数料が支払われる。								

(注) 1. 本表は平成8年9月~平成9年8月における実績(プレーンのみ。ABSは除く。)をもとに作成(ただし一部推定値を含む)。この間に発行実績がない場合等は掲載が不可能なため「…」を, また数値の把握ができなかった場合は「N・A」を表示。
2. 普通社債のうち, デュアル・カレンシー債の引受手数料は1.50%, リバース・デュアル・カレンシー債の引受手数料は1.00%

(出所) 『公社債年鑑』1997年版, p.223.

なっていることが挙げられる。すなわち、BBB格を中心とした低格付け銘柄が忌避され、ほとんど新規発行がなされないという事態が続いているが、その反面高格付け銘柄に需要がシフトし、これらの発行体の手数料引き下げにつながったものと考えられる。さらに第二に、引受手数料引き下げに応じた銘柄の多くが銀行系証券子会社であったことを考えると、これも最近の主幹事獲得競争の結果という側面が強いことが推測できる。そして、第三に従来から発行体サイドの要望であった、ユーロ市場との発行コスト格差の縮小という点も挙げられる(表2、3参照)。とくに、四月からの還流制限撤廃によってユーロ市場との市場間競争が強まることが予想され、すでに裁定が働きはじめていることも考えられる。

いずれにせよ、従来の年限別に一律に決定されていた引受手数料体系は、今後格付けを基準とした販売難易度の格差を反映した形に修正を余儀なくされるという見方がされており、販売難易度の高いBBB格では引き上げもあるといわれるが、実際は全体として引き下げられていく可能性が高いと思われる。

2 米国の社債市場の拡大

一九九七年の米国の総引受額(公募による株式・債券発行額)は一兆三、〇〇〇億ドルに達し、前年の九、六七億ドルを大幅に上回り、過去最高となった。なかでも、社債は投資適格債七、二六一億ドルで、前年の五、一八九億ドルを大きく上回り、高利回り債(公募および一四四Aの合計)も一、二五一億ドルで、前年の七二二億ドルを大きく上回っている。

まず、投資適格債については、三〇年物財務証券の金利の低下によって、発行体の調達コストも低下したため、起債環境が好転していること、M&Aの活発化によって企業の資金需要が高まったこと、さらに国内外の投

表4 米国における新規発行の引受手数料 (開示ベース)

幹 事	1997年			1996年	
	総額(百万ドル)	シェア(%)	件数	総額(百万ドル)	順位
Merrill Lynch	\$1,346.6	16.0%	1,815	\$1,357.2	1
Coldman, Sachs	1,180.0	14.0	1,094	1,205.3	2
Morgan Stanley Dean Witter	873.0	10.4	1,489	940.0	4
Salomon Smith Barney	798.6	9.5	1,203	1,059.8	3
Donaldson, Lufkin & Jenrette	498.1	5.9	329	652.4	5
Lehman Brothers	495.8	5.9	910	490.7	6
Credit Suisse First Boston	368.6	4.4	541	428.6	7
Bankers Trust	314.3	3.7	92	373.6	8
JP Morgan	309.1	3.7	840	250.7	10
Nations Bank	228.4	2.7	244	283.0	9
上位10社計	\$6,412.4	76.0%	8,557	7,041.40	—
合計	\$8,432.0	100.0%	12,461	9,263.60	—

(資料) Securities Data Co.
(出所) "Wall Street Journal", Jan.2, 1998.

表5 米国における引受手数料率 (証券種類別平均)

1997年 証券種類	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数料 料率(%)	1996年 証券種類	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数料 料率(%)
非投資適格	440.4	20.9	121	1.768	非投資適格	768.3	31.1	188	2.271
転換社債	194.6	9.2	45	2.315	転換社債	211.0	8.5	56	2.358
モーゲージ担保証券	2.1	0.1	3	0.261	モーゲージ担保証券	11.8	0.5	20	0.358
資産担保証券	346.5	16.4	472	0.293	資産担保証券	387.0	15.7	439	0.306
計	2,106.5	100.0	2,852	0.537	計	2,471.4	100.0	2,936	0.558

(資料) Securities Data Co.
(出所) "Investment Dealers' Digest", Jan.26, 1998, p.17

3 米国の引受手数料

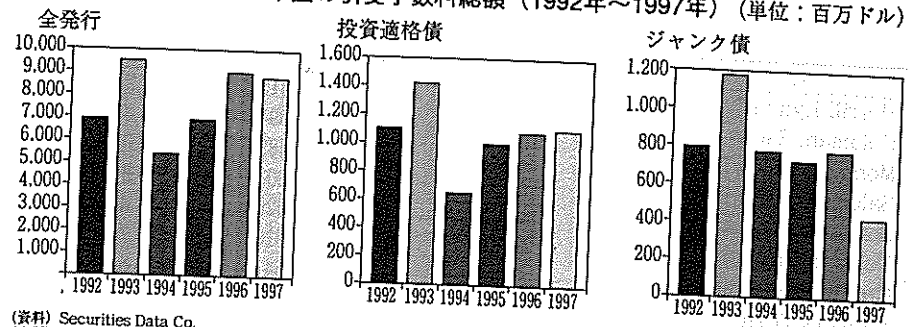
以上のように、米国の社債発行市場は活況を呈しているが、その反面引受手数料は低下していることが報じられている。Securities Data社の調査によると、一九九七年の開示ベースでの株式および債券引受手数料は八四億三〇〇万ドルと前年比一〇%減であり(表4参照)、その要因として競争激化と株式のIPOの急減が指摘されている。まず、IPOについては引受業務のうちでも収益性ももっとも高く、この手数料が一九九六年三〇億ドルから一九九七年二六億ドルへと四億ドル(一四%)低下している。また、競争激化については、海外および米国の商業銀行の引受業務参入が影響していることが指摘され、これらが同一の案件を追求するために手数料

資家からの社債需要があったことなどが指摘されている。(5) とくに、投資適格債の発行体としては、金融および製造業部門のほとんどで増加しているが、金融部門では商業銀行、投資銀行、各種信用機関、その他金融関連会社の起債は第1〜3四半期で二九三億ドルで前年同期比で七〇・五%増となっている。また、製造業部門では同じく第1〜3四半期四〇七億ドルで前年同期比二二・一%増であった。(6)

次に、高利回り債についても同様に、低金利、好景気およびヨーロッパの新規市場の拡大などが指摘され、とくに一九九七年については高利回り債発行の二〇%程度が非居住者の起債によるものといわれている。そして、高利回り債のパフォーマンスが他の資産を上回っているために投資家層も厚くなっており、年金基金、保険およびマネーマネージャーが資金を高利回り債にシフトさせている。(7)

とくに、製造業関連の起債は一九九七年第1〜3四半期二二〇億ドルであり、前年同期比七〇・五%増であった。また、発行体としては、メディア部門が同期一七八億ドルと目立っており、前年同期比八二・二%増であった。(8)

図1 米国の引受手数料総額 (1992年～1997年) (単位:百万ドル)



(資料) Securities Data Co.
(出所) "Investment Dealers" Digest, Jan. 26, 1998, p. 20.

料引き下げ圧力が強まっているといわれている⁽⁹⁾。

では、具体的にどの証券の引受手数料が低下しているのか証券種類毎の引受手数料を見てみよう(表5参照)。まず債券全体の引受手数料率については、一九九七年〇・五五八%から一九九七年〇・五三七%へと〇・〇二一%減となっており、わずかながら減少している。また、引受手数料総額でも二四億七、四〇万ドルから二億六五〇万ドルへと三億六四九〇万ドル(一四・八%)低下している。このうち手数料率が下がっているのは、非投資適格債〇・五〇三%減、転換社債〇・〇四三%減、モーゲージ担保証券〇・〇九七%減、資産担保証券〇・〇一三%減であるが、なかでも非投資適格債の低下(二・二七一%から一・七六八%)が著しい。しかし、逆に投資適格債のそれは、〇・四〇四%から〇・四六七%へと〇・〇六三%上昇している。そして、最近6年間の投資適格債と非投資適格債の手数料総額を見ると、投資適格債は一九九四年以降若干増加しているが、他方非投資適格債は一九九三年からはつきりと減少傾向にあることがわかる(図1参照)。

いプレミアムを引受業者に支払わなければならなかったが、一九九七年になると、これら発行体に対する引受競争が激化し、また投資家の需要も強かったため、引受スプレッドは縮小した。したがって、これらの発行体の起債において手数料が急激に下がり、従来は高い手数料を設定されていたアルゼンチンやブラジルの発行体に対する手数料も低下した。ただし、一九九七年一〇月のアジア危機以降、年末にかけて引受業者もより妥当な手数料を設定するようになり、米国の国内銘柄に対しても同様の改善が見られた。

第二に、短期の社債が増加したことも指摘されている。つまり、短期債はリスクがより小さいために一般的に手数料が小さくなっており、さらにこれらの証券にはリーゲ・テーブル目的で発行されているものも多いといわれている(表6参照)。

第三に、ジャンク債については前述のように相当手数料率が低下したが、これはBB格のようにジャンク債の中でも高い格付けを有している銘柄、そのために引受手数料の低いものが多く起債されたためであるとされている。しかし、債券市場全体の中で高利回り債市場は競争が激しく、一九九六年の引受ランキング上位一〇社のうち七社が九七年にはシェアを低下させ、逆にJ. P. モルガンやチェース・マンハッタンのような商業銀行がシェアを上昇させているように(表7参照)、市場の競争激化が手数料引き下げ圧力になっていることは否めない。

以上の点から、米国の社債引受市場では従来手数料の高かったハイ・リスクの債券の引受手数料が低下する傾向にあり、逆に投資適格債を中心とした低リスクの債券ではむしろ上昇、ないしは引受業者にとって妥当な水準を維持しているといえる。

表6 米国の投資適格債の内訳

1997年					1996年				
満期別	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数 利率(%)	満期別	粗スプレッド (百万ドル)	比率 (%)	件数	平均手数 利率(%)
1~3年未満	68.3	6.1	379	0.160	1~3年未満	64.6	5.9	472	0.096
3~5年未満	77.0	6.9	389	0.256	3~5年未満	58.0	5.3	339	0.221
5~12年未満	585.8	52.2	1,110	0.486	5~12年未満	638.7	58.4	1,133	0.474
12年以上	391.7	34.9	331	0.834	12年以上	332.0	30.4	289	0.791
ムーディーズ社の格付別					ムーディーズ社の格付別				
Aaa	31.4	2.8	31	0.468	Aaa	39.8	3.6	56	0.411
Aa1	4.8	0.4	11	0.302	Aa1	25.8	2.4	8	0.779
Aa2	22.0	2.0	29	0.606	Aa2	33.1	3.0	44	0.440
Aa3	76.8	6.8	138	0.406	Aa3	55.8	5.1	95	0.374
A1	136.8	12.2	179	0.553	A1	139.0	12.7	137	0.524
A2	137.5	12.2	235	0.566	A2	185.9	17.0	219	0.578
A3	131.4	11.7	245	0.555	A3	177.3	16.2	198	0.588
A	-	-	-	-	A	-	-	2	-
Baa	0.1	-	3	0.775	Baa	-	-	-	-
Baa1	198.7	17.7	188	0.623	Baa1	98.1	9.0	91	0.702
Baa2	117.1	10.4	144	0.706	Baa2	66.6	6.1	98	0.662
Baa3	90.8	8.1	123	0.652	Baa3	84.7	7.7	95	0.711

(注) モーゲージ担保証券、資産担保証券、転換社債およびジャンク債を除く。
(出所) "Investment Dealers' Digest", Jan.26, 1998, p.23

表7 米国の高利回り債引受ランキング

幹 事	1997年				1996年			
	総額(百万ドル)	順位	比率(%)	件数	総額(百万ドル)	順位	比率(%)	件数
Merrill Lynch & Co.	14,739.3	1	11.8	88	8,851.1	3	12.3	67
Donaldson, Lufkin & Jenrette	14,108.6	2	11.3	77	10,617.9	1	14.7	54
Morgan Stanley Dean Witter	13,504.4	3	10.8	76	5,713.7	5	7.9	37
Salomon Smith Barney	12,647.1	4	10.1	69	9,348.2	2	12.9	56
Chase Manhattan Corporation	9,038.2	5	7.2	62	3,429.6	9	4.8	25
Bear, Stearns	7,825.9	6	6.3	53	5,319.2	6	7.4	31
Goldman, Sachs & Co.	7,227.2	7	5.8	47	7,270.4	4	10.1	40
Bankers Trust	6,785.5	8	5.4	48	3,971.3	7	5.5	29
JP Morgan & Co. Inc.	6,613.3	9	5.3	42	2,935.7	10	4.1	21
Credit Suisse First Boston	5,757.8	10	4.6	63	3,456.7	8	4.8	27
Lehman Brothers	4,656.8	11	3.7	31	2,421.8	11	3.4	23
Jefferies & Co., Inc.	4,252.7	12	3.4	32	1,117.5	14	1.5	7
CIBC Wood Gundy Securities	3,241.3	13	2.6	22	1,313.9	13	1.8	9
Nations Bank	2,402.3	14	1.9	22	1,507.0	12	2.1	14
UBS	1,574.7	15	1.3	13	572.5	17	0.8	6
全発行額	125,053.7	-	100.0	827	72,192.2	-	100.0	503

(注) 公募および144A私募を含む。また、主幹事に発行額を割り振っている。
(出所) "Investment Dealers' Digest", Jan.12, 1998, p.48

まとめ

日米の社債発行市場の動向を比較すると、両者ともに起債が増加しているという点で共通しており、さらに引受業者の手数料率については、日本の場合は現時点で断定することは必ずしもできないが、引受競争の激化という背景の下に、引き下げ圧力が強まっているという点では同じ傾向を示しているといえる。しかし、日本の場合は、A A A格に代表される高格付け銘柄において手数料が引き下げられているのに対して、米国ではジャンク債を中心とした低格付け銘柄において手数料が引き下げられており、投資適格債では逆に手数料は上がる傾向すら示しており、この点で異なっている。その理由として、投資家層の厚みの差が指摘できる。つまり、米国ではともと投資家層が厚く、ジャンク債はもとより、ディストレストといわれる破綻企業の債券を購入する投資家層も存在する上に、この間の好景気と株価上昇の下で高利回り債の需要が高まり（とくにジャンク債の場合、株価との連動性が高く、株価上昇期に市場は拡大するといわれている）、それが引受手数料の引き下げ圧力となったが、日本では適債基準撤廃後もB B B格普通社債が発行されていないことにも表れているように、相対的に投資家層が薄い上に、最近の信用不安の下でいっそう投資家の高格付け銘柄選好が強まっており、それがA A A格の引受手数料引き下げ圧力につながっていると考えられる。したがって、日米の投資家層の差、ないしはそれによって生じる投資行動の差が、引受手数料引き下げのあり方に大きく影響しているものと思われる。

注

(1) 「日経公社債情報」、一九九八年二月九日、二ページ、参照。

(2) 「日経公社債情報」、一九九八年二月九日、二〜三ページ、参照。

- (3) 「日本経済新聞」一九九八年一月二日、参照。
- (4) "Investment Dealers' Digest", January 12, 1998, pp.24-48.
- (5) ibid.p.30.また、ロジメタ及びモロックスの投資家の米国社債投資が特に伸びしており、The Bond Market Association, "Research", November 一九九七年とよると、一九九七年上半期外人投資家の社債投資額は四一六億ドル前年同期比一四・九%増となっている。
- (6) The Bond Market Association, "Research Quarterly", November 1997, p.3.
- (7) "Investment Dealers' Digest", January 12, 1998, p.28.
- (8) The Bond Market Association, "Research Quarterly", November 1997, p.3.
- (9) "The Wall Street Journal", January 2, 1998. 44. 米国では発行に關する手数料がgross spread (粗スプレッド) とする、manager's fee (経手手数料)、dealer's or underwriter's discount(クーラーディスカウント)は、manタラントナー手数料)やそのselling concession(販売手数料)とに分かれる。本稿では、粗スプレッドを便宜上引取手数料と記す。
- (10) "Investment Dealers' Digest", January 26, 1998, pp.18-19.