

# 銀行系証券子会社の 国内普通社債引受業務参入の影響

松尾 順介

## 要 旨

銀行系証券子会社の普通社債引受市場参入にともなって引受競争激化が引き起こされている。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条件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。

したがって、本稿では引受競争の激化による影響とその対応を、引受証券会社、発行会社および銀行の三面から考察する。まず、引受証券会社については、従来固定的とされたシ団構成が競争的になり、さらにターゲット・ディールの導入によって主幹事関係の流動化も予想され、大手・準大手・中堅証券はそれぞれに新たな経営対応を迫られているが、他方不設置債の導入は、銀行系証券子会社の進出に対する証券サイドの対抗策といえる。次に、発行会社については、引受競争激化によって新規銘柄が増加するとともに、より低コストの起債が求められ、社債発行の「新方式」の提案や不設置債の定着といった事態がみられるようになり、いわば引受競争激化の中で財務のリストラが進められていることがわかる。第三に、銀行については、不設置債の導入が引き金となって各種手数料の引き下げ要求が強まり、手数料の引き下げに応じざるを得ない状況となるとともに、現在の段階で即断はできないが、銀行系証券子会社の主幹事銘柄では、社債手取り金によって親銀行を含む金融機関借入金を圧縮する動きもみられ、親銀行と証券子会社の関係、さらにはメインバンク制そのものの将来を考える上で興味深い点を含んでいると思われる。

目次

- はじめに
- I. 銀行系証券子会社の参入と引受競争激化
- II. 引受証券会社への影響と対応

- III. 発行会社への影響と対応
- IV. 銀行への影響と対応
- おわりに

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、1993年7月の長信銀系および農林系3行の証券子会社設立、さらに1994年11月の都銀系6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5月の普通社債発行においても、28銘柄のうち11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条件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。

したがって、本稿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、③大手証券会社による社債管理会社を設置しない発行方式（いわゆる「不設置債」）やターゲット・ディールなどの提案があげられる。次に、発行会社への影響としては④新規発行銘柄の増加、⑤分割発行の増加、⑥社債募集の「新方式」の提案、⑦不設置債に代表されるようなコスト軽減が可能な発行

方式の広範な普及があげられる。そして、銀行への影響としては⑧各種手数料の引き下げがあげられるが、⑨最近銀行系証券子会社を主幹事とした発行会社では、親銀行を含む金融機関借入金を圧縮する動きもみられ注目される。

I. 銀行系証券子会社の参入と引受競争激化

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つき、1993年7月に長期信用銀行系および農林系3行、さらに1994年11月に都銀系6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。

この間の主幹事獲得実績をみると、興銀証券は1994年は日産自動車債、ゼクセル債、神戸製鋼所債の3銘柄であったが、1995年は電力債だけでも関西電力債、東北電力債、九州電力債の3銘柄を獲得し、10銘柄を獲得した。そして、1996年6月末現在で合計26銘柄の主幹事を獲得している。また、後発の都銀系証券子会社も1995年1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、1996年6月末現在、第一勧業証券24銘柄、富士証券17銘柄、さくら証券16銘柄、住友キャピタル証券13銘柄、東京三菱証券（旧三菱ダイヤモンド証券）13銘柄の主幹事を獲得している（表1参照）。

表2 95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	52 (21.5)	13,625 (27.0)
②山一	40 (16.5)	9,432 (18.7)
③日興	40 (16.5)	7,965 (15.8)
④大和	28 (11.6)	7,420 (14.7)
⑤興銀証	10 (4.1)	2,400 (4.8)
⑥第一勧業証	13 (5.4)	2,300 (4.6)
⑦富士証	10 (4.1)	1,500 (3.0)
⑧三菱ダイヤモンド証	10 (4.1)	1,200 (2.4)
⑨住友キャピタル証	10 (4.1)	960 (1.9)
⑩さくら証	8 (3.3)	760 (1.5)
合計	221 (91.2)	47,562 (94.4)
年間合計	242 (100.0)	50,462 (100.0)

(資料)「公社債月報」各号より作成。ただし、主幹事金額は発行額をすべて主幹事に割り当てた。

表3 96年上半年期国内普通社債主幹事実績

	主幹事件数 (%)	主幹事金額 (億円)	(%)
野村	26 (27.5)	8,820	(26.8)
日興	16 (18.6)	5,260	(16.0)
山一	24 (15.3)	4,930	(15.0)
大和	19 (18.4)	4,650	(14.1)
銀行系証券 子会社合計	64 (18.1)	8,000	(24.3)
うち興銀証券	13 (5.4)	2,000	(6.0)
第一勧業証券	11 (3.6)	1,720	(5.2)
さくら証券	8 (0.9)	1,330	(4.0)

(注) 主幹事金額は、発行額を主幹事に割り当てた。共同主幹事は発行額を等分した。

(出所)「日本経済新聞」、1996年7月11日。

そして、1995年度の国内普通社債の主幹事獲得ランキングをみると、表2に示されている通り、1～4位は従来の大手4社が占めているが、5～10位はすべて銀行の証券子会社によるものであり、件数ベースでは80銘柄（シェア33%）、金額ベースでは1兆1070億円（同22%）を占めた。さらに、1996年上半年期では銀行系証券子会社の主幹事獲得は件数ベースで64件（同41%）、金額ベースでは8000億円（24.3%）となっており（表3参照）、そのシェアの急拡大によって

注目されるとともに、従来の引受証券会社にも脅威を与えるにいたっている。

しかし、銀行系証券子会社が主幹事を獲得した発行体は、表1にも示されているように親銀行の取引先であり、メインバンク関係に強く依存していることは明らかである。そして、このような銀行系証券子会社のシェア急拡大の背後で、親銀行と証券子会社間のファイアー・ウォール違反の疑いのある行為がしばしば指摘されている。

表1 銀行の証券子会社の普通社債の主幹事獲得実績 (1996年5月末現在)

主幹事	発行企業	発行企業の主取引先銀行	発行額 (億円)	期間 (年)	発行日	
興銀証券	日産自動車	興, 富, あ, 住, 安信	200	5	94・2・25	
	ゼクセル	興, 菱信, 一, あ, 三	100	8	4・20	
	神戸製鋼所	一, 三, さ, 興, 安信	200	5	9・29	
	関西電力	興, 住, 三	400	7	95・6・20	
	東北電力	興, 長, 一, 菱信	500	20	6・20	
	九州電力	興, 長, 住	300	20	6・29	
	オリックス	三, 興, 菱信, さ, 三信, 農, 住信	200	6	7・31	
	北海製缶	興, 北, 農, 三信, さ, 東三	100	7	8・8	
	伊豆急行	興, 東三, 長, 三信	100	5	9・8	
	日本郵船	東三, 興, 菱信, 長, 一	100	7	9・22	
	日本軽金属	一, 興, 三, 北, さ	100	7	11・7	
	新日本製鐵	興, 富, 東三, 住, 三	500	6	11・27	
	西部瓦斯	さ, 三信, 興	100	5	12・22	
	ニチイ	一, 富, 三, 農, 興, 長, 住信	100	7	96・1・30	
	日本航空	興, 東三, 一, 東海, 三, 長, さ, あ	200	6	1・31	
	日産自動車	興, 富, あ, 住, 安信	300	10	2・23	
	ゼクセル	興, 菱信, 一, あ, 三和	120	7	2・28	
	ザ・トーカイ	三信, 興, 東海, 東三	50	4	3・21	
	YKK	興, 富, さ, 三, 東三	100	5	3・27	
	カルソニック	あ, 興, 安信, 富	50	5	4・25	
	東洋シャッター	一, 住, 東海, 大, 興, 住信	50	4	5・8	
	住友産業	興, 東海, 農, さ	30	5	5・8	
	富士通	一, 興, さ, あ	300	6	5・15	
	九州電力	興, 長, 住	400	7	5・21	
	富士電機	一, 興, あ, 大, 安信	200	5	5・24	
	住友金属工業	住, 住信, 興, 長, 債, 東三	100	4	6・20	
	長銀証券	東京鉄鋼	長, さ, あ, 東三	50	4	94・7・27
		伊藤忠商事	一, 東三, 住, 興, 長, 住信	200	5	95・5・10
		川崎製鉄	一, 長, さ, 大	200	5	10・25
		イズミ	長, 債, 三, 住, 農, 住信, 興	50	4	96・3・28
	住友キャピタル証券	住友商事	住, 東三, 住信, 興, 東海	100	6	95・1・31
		ムーンバット	住, 東三, 興	50	3	1・31
		ロイヤルホテル	住, 長, 住信, 興, 債, 三	60	5	2・20
		三洋電機	住, あ	100	6	5・25
住友電気工業		住, 住信, 興, 東三, 菱信	100	5	8・1	
日本板硝子		住, 住信, 興, 長, 北	100	10	8・3	
NEC		住, 住信, 興, 長	100	10	9・14	
住友金属鉱山		住, 住信, 興, 長	100	6	9・20	
九大食品		住, 農, 住信, 大, 一	50	5	10・6	
鹿島建設		住, さ, あ, 三信, 住信	100	4	96・3・8	
ダイビル		住, 住信, 長, 興, 債	100	3	3・27	
住友金属工業		住, 住信, 興, 長, 債, 東三	100	4	6・20	
アサヒビール		住, 興, 一, さ, 住信, 農, 大, 東三	100	5	6・21	
第一勧業証券		古河機械金属	一, 興	100	6	95・1・25
		伊藤忠商事	一, 東三, 住, 興, 長, 住信	300	7	2・8
	川崎製鉄	一, 長, さ, 大	200	6	2・15	
	本州製紙	一, 長, 三信, 農, さ	200	6	3・14	
	安藤建設	一, 東海, さ	50	6	9・5	
	日商岩井	三, 一, 東三, 興, 大, さ	200	5	9・20	
	東京ドーム	一, 富, 三, 三信	200	7	9・25	
	ニチイ	一, 富, 三, 農, 興, 長, 住信	100	10	10・12	
	昭和シェル石油	一, 長, 住, 東三	150	6	10・17	
	川崎重工業	一, さ, 興, あ, 大	100	6	10・19	
	富士通	一, 興, さ, あ	300	7	11・20	
	伊藤忠商事	一, 東三, 住, 興, 長, 住信	300	6	12・5	
	ニチイ	一, 富, 三, 農, 興, 長, 住信	100	6	12・27	
	日本軽金属	一, 興, 三, 北, さ	100	6	96・1・10	
	ニチイ	一, 富, 三, 農, 興, 長, 住信	100	7	1・30	
	バルコ	一, さ, あ, 東三	100	4	2・9	
	ニチイ	一, 富, 三, 農, 興, 長, 住信	100	6	2・20	
	東洋シャッター	一, 住, 東海, 大, 興, 住信	70	5	3・7	
日商岩井	三, 一, 東三, 興, 大, さ	200	5	3・19		
ダイフク	一, 住, 大, 東海, 東三	100	5	4・25		
富士通	一, 興, さ, あ	600	5	5・15		
富士電機	一, 興, あ, 大, 安信	200	4	5・24		
東洋紡績	一, 東三, 住, 長, 興, 富, 三	50	4	6・13		
電気化学工業	一, 長, さ, 農, 三信	100	5	6・20		
東京三菱証券 (旧三菱ダイヤモンド証券)	ニコソ	東三, 一, あ	100	6	95・1・19	
	三菱マテリアル	東三, 菱信, 興	100	6	2・28	
	三菱製紙	東三, 菱信, 農	100	6	3・15	
	三菱電機工業	東三, 菱信, 長, さ, 一	100	6	6・21	
	三菱化学	東三, 菱信, 農, 興, 長	100	7	7・26	
	日本郵船	東三, 興, 菱信, 長, 一	100	7	9・22	
	伊勢丹	東三, 菱信, 三, 一	100	6	9・28	
	インテック	東三, 興	100	4	10・20	
	三菱石油	東三, 菱信, 住, 興	200	6	12・20	
	三菱マテリアル	東三, 菱信, 興	200	6	12・20	
	ニコソ	東三, 一, あ	100	6	96・2・7	
	三菱電機	東三, 菱信, 一, 三信, 農, 長	200	5	2・8	

主幹事	発行企業	発行企業の主取引先銀行	発行額 (億円)	期間 (年)	発行日	
東京三菱証券	三菱地所	東三, 菱信	100	10	96・6・20	
	富士証券	九紅	2	5	95・4・27	
	さくら証券	大成建設	富, 東三, さ, 安信, 興, 長	200	5	95・4・27
		トビー工業	富, 安信, 大, 東三, 興, 債, 農	200	6	5・15
		日本鋼管	富, 興, 一, 東三, 安信	50	3	5・25
		キャノン	富, さ, 東三, 一, 興, 住	300	6	7・13
		日産自動車	富, 興, あ, 住, 安信	200	6	8・23
		サンデン	富, 興, 東三, あ	200	5	9・13
		住江織物	富, 一, 三, 安信, 住信, さ	50	5	9・26
		日本セメント	富, 安信, 長, 一, 農	50	5	12・7
		ヤマト運輸	富, 興, さ, 安信	100	6	12・7
		ニチイ	一, 富, 三, 農, 興, 長, 住信	150	5	12・12
		沖電気工業	富, さ, 安信, 長	100	10	96・2・20
		日本精工	富, 興, 東三, 安信	100	5	2・28
		東京建物	富, 長, 安信, 興, 債	100	10	3・14
		エス・バイ・エル	富, 大, さ, 三, 住	100	5	4・22
		東亜建設工業	富, 安信, 興, 一, 東三	200	5	4・25
		大成建設	富, 安信, 大, 東三, 興, 債, 農	60	7	5・24
		日本製鋼所	さ, 北, 三信, 住信	150	6	6・7
		東芝プラント建設	さ, 東海, あ, 東三	50	5	95・2・23
ブラザー工業		さ, 東三, 東海	60	5	4・20	
日揮		さ, 三, 富, 住, 一	60	6	7・20	
三井造船	さ, 一, 三信	50	4	7・31		
アイワ	さ, 一, 三信	200	5	9・5		
東レ	さ, 三, 東三, 三信, 債, 富, 興	50	5	9・28		
東亜合成	さ, 一, 長, 三信	100	4	11・20		
東セロ	さ, 東海, 興, 三信, 農	100	6	12・11		
西部瓦斯	さ, 長, 三信, 三	30	4	96・1・31		
日本石油	さ, 三信, 興	100	6	1・31		
東京電力	さ, 一, 富	200	6	2・28		
トステム	さ, 興, 長, 一, 東三, 富	500	6	2・28		
三井物産	さ, 東三, 一, 菱信	100	4	3・21		
三井物産	さ, 富, 東三, 三信, 興, 長, 住	200	6	5・24		
オリックス	さ, 富, 東三, 三信, 興, 長, 住	100	6	6・28		
日商岩井	三, 一, 東三, 興, 大, さ	200	7	95・3・8		
オリックス	三, 興, 菱信, さ, 三信, 農, 住信	100	5	3・30		
ニチメン	三, 東三, 菱信, 興, 農	100	5	5・10		
大林組	三, 興, さ, 東三, 菱信, 住	100	6	9・25		
阪急不動産	三, 三, さ, 住信, 住	50	7	11・9		
日新製鋼	三, 三, 長, 興	200	6	96・2・8		
日商岩井	三, 一, 東三, 興, 大, さ	100	7	2・26		
南海電気鉄道	三, 住信, 住	75	8	4・16		
日商岩井	三, 一, 東三, 興, 大, さ	100	3	6・14		
あさひ証券	ウシオ電機	あ, 東海, 東三, さ, 興	50	3	94・9・27	
	しまむら	あ, 三, さ	50	5	95・10・4	
	フジオセックス	あ, さ, 興	30	5	12・12	
	エーザイ	あ, 富, 一, さ, 東三	100	6	12・14	
	東光	一, あ, 三, さ, 富, 東海	100	4	12・20	
東海インターナショナル証券	カルソニック	あ, 興, 安信, 富	50	6	96・4・25	
	松坂屋	東海, 富, あ	50	4	94・9・29	
	トーメン	東海, さ, 東三, あ, 大	100	6	95・11・22	
三菱信託証券	ヤマナカ	東海, 一, 農, 長	30	4	96・6・13	
	ユニー	東海, 三, 農, 東三, 債, 長, 富	100	6	6・25	
	三菱マテリアル	東三, 菱信, 興	70	5	95・2・28	
三井信託証券	三菱マテリアル	東三, 菱信, 興	150	6	10・30	
	日本国土開発	三, 信, 東海, さ, 農, あ	100	5	95・9・14	
農中証	ザ・トーカイ	三, 信, 興, 東海, 東三	50	4	96・4・26	
	オリックス	三, 興, 菱信, さ, 三信, 農, 住信	100	5	95・10・31	
	オリックス	三, 興, 菱信, さ, 三信, 農, 住信	100	6	10・31	
住友信託	ニチイ	一, 富, 三, 農, 興, 長, 住信	100	10	96・1・30	
	すかいらく	富, 一, 農, 長	100	6	6・25	
	伊藤忠燃料	住信, あ, 住, 一	50	4	95・11・30	
安田信託	住友金属鉱山	住, 住信, 興, 長	80	6	96・1・18	
	南海電気鉄道	三, 住信, 住	75	6	4・16	
	住友電装	住信, 住, 興, 東三	40	5	6・5	
	住友金属工業	住, 住信, 興, 長, 債, 東三	100	5	6・20	
	東京建物	富, 長, 安信, 興, 債	50	4	96・5・23	
東亜建設工業	富, 安信, 興, 一, 東三	40	6	5・24		

(注) 主取引先銀行の略称は以下のとおり。住:住友, 一:第一勧業, 東三:東京三菱, 富:富士, さ:さくら, 三:三和, あ:あさひ, 興:日本興業, 長:日本長期信用, 債:日本債券信用, 菱信:三菱信託, 三信:三井信託, 住信:住友信託, 安信:安田信託, 農:農林中央金庫。また, 地方銀行, 政府系金融機関などは省略した。発行企業の数字は回号を示す。また, \*2, \*3は1回債と同時起債している場合であり, 事実上の新規銘柄であることを表す。

(資料)「公社債月報」各号により作成。ただし, 主取引先銀行は「会社四季報」による。

このようなファイアー・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107社対象、回答62社）<sup>2)</sup>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の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き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4項目の質問に対し、それぞれ①17社 (27%)、②16社 (26%)、③0社 (0%)、④10社 (16%) 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、1995年7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う問題が生じ、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1993年3月までの3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65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<sup>3)</sup>。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、その後大手銀行各行は、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<sup>4)</sup>。他方、日本証券業協会も三和銀行に対して嚴重注意したが、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は否めない。

いずれにせよ、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。

## II. 引受証券会社への影響と対応

まず、準大手証券では銀行系証券会社にシェアを奪われる形で引受シェアを低下させており、1995年度の準大手10社の普通社債引受シェアは金額ベースで1994年度の17.12%から約4.2%低下し、12.9%となり、引受総額は5兆7150億円（前年度は3兆2630億円）であった。銀行系の証券子会社の合計シェアが24.88%であり、前年度から約15%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わけであるが、とくに新日本証券、勸業角丸証券では約1%のシェア低下となっている（表4参照）。

表4 準大手証券10社の国内普通社債引受シェア (単位: %)

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

(資料) トムソン・ディール・ウォッチ調べ。  
(出所) 『日経金融新聞』、1996年4月9日。

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。このような動きとしては、国際証券とメリルリンチによるコロンビ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外債中心であるが、現在も様々な提携関係が模索されているといわれ、今後は国内債にも波及していく可能性が指摘されている。したがって、今後もこのような動きは拡大していくことが予想され、その際には従来のシ団、幹事団関係が弛緩し、より流動的なものとなる可能性が出てくるものと思われる。

次に、このような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。今年上半期においてシ団変更がなされた銘柄は68であるが、そのうち44銘柄はシ団の絞り込みが行なわれ（表5参照）、これは同期間の発行件数153件のうちの約30%を占めており、前年4～8月の期間の調査結果<sup>5)</sup>の約23%（発行件数79のうちシ団絞り込み件数18）を上回るものであった。もっとも、1988年に導入された発行登録制度や1991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したがって、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1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6億円までしか購入できない配分ルールや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、3～4年債の場合、35～45銭で、うち幹事手数料5銭、引受責任料5銭、販売手数料25～35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<sup>6)</sup>。

第三に、銀行の証券子会社の積極的進出に対し、逆に大手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の導入である。周知のように、1993年6月の商法改正によって従来の社債受託制度<sup>7)</sup>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

表5 96年上半期のおもなシ団変更(主幹事を除く)

銘柄	回 号	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
バルコ	2	2・9	2	3	-1
ニコン	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	17	-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
日立クレジット	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	365	-190

(資料)「日経公社債情報」,各号より作成。

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、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<sup>9)</sup>、社債管理会社の原則強制に関しては、券面額が1億円以上の場合不設置が認められている(商法297条)。

そこで不設置債の第1号となったのは、1995年9月1日払い込みのソニーのワラント債(発行額10億円)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9月27日払い込みのソフトバンク債(主幹事野村証券、発行総額500億円、年限12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数料が12年間の期中事務代行手数料を含めて2億7720万円と推計されるのに対して、財務代理人手数料は1300万円に過ぎないとされている<sup>9)</sup>。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も明らかなように<sup>10)</sup>、銀行側が維持しよう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といえる。したがって、後述するように、以降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。

第四に、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1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1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1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、などの点が特徴であり、現在外資系証券会社、銀行系証券子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子会社は取り分け積極的であるといわれる(表6参照)。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って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100億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



表6 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。

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<sup>11)</sup>。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り、また主幹事関係の流動化やシ団の排除につながる可能性は否定できない。

### Ⅲ. 発行会社への影響と対応

まず、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、1回債が1995年17銘柄、1995年45銘柄と増加し、今年上半期でもすでに27銘柄を占め、すでに前年同期比7割増、社債発行額の約15%に達している。また、1回債のみならず2、3回債を含めると、1994年28銘柄であるのに対し、1995年101銘柄、今年上半期でも56銘柄にのぼっている<sup>12)</sup>。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1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(表1の各銘柄の回号参照)。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、1995年0銘柄であるのに対し、1996年は15銘柄(33%)を占め、今年上半期では10銘柄(37%)に達している。

表7 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事件数。

(資料)「公社債月報」、各号より作成。

2、3回債を含めると、1994年1銘柄(4%)であったのが、1995年40銘柄(40%)、今年上半期29銘柄(52%)に達している(表7参照)。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、表1にも示されるように、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38%(26銘柄中10銘柄)、長銀証券50%(4銘柄中2銘柄)、住友キャピタル証券23%(13銘柄中3銘柄)、第一勧業証券33%(24銘柄中8銘柄)、東京三菱証券(旧三菱ダイヤモンド証券)31%(13銘柄中4銘柄)、富士証券24%(17銘柄中4銘柄)、さくら証券38%(16銘柄中6銘柄)、三和証券22%(9銘柄中2銘柄)、あさひ証券50%(6銘柄中3銘柄)、住友信証券40%(5銘柄中2銘柄)などであり、全体では147銘柄のうち45銘柄で31%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、その反面で次に述べる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。

次に、注目される点は分割発行の増加である。すなわち、1994年度と95年度を比較すると、普通社債発行額は3兆2650億円から5兆7192億円へと75%程度増加しているが、件数ベースで見ると、115から268へと130%以上の伸びを示している。つまり、1銘柄の平均ロットは、284億円から213億円へと小型化していることがわかる。そして、その理由として指摘されているのが、分割発行すなわち発行企業が起債の折に償還期間を変えて2、3本に分割して発行するという事例(例えば、6年債と7年債)であり、最近それが増加している。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、もうひとつの銘柄の主幹事を従来の証券会社に担当させるというものである。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5月末までの時点で133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67銘柄(50%)であった。また、今年1月から5月末の期間では48銘柄のうち29銘柄(60%)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、すべての事例をもって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1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。

表8 社債管理会社不設置債一覧

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	500	12	95・9・27	野村	野村信
新日本製鐵	500	6	11・27	興銀証	興銀(社債事務取扱者)
ヤマト運輸	150	5	12・12	富士証	富士
ソフトバンク	200	3	12・19	野村	野村信
ソフトバンク	250	5	12・19	野村	野村信
ソフトバンク	250	7	12・19	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
アサヒビール**	200	5	2・14	野村	住友
アサヒビール**	150	6	2・14	大和証	住友
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
鹿島建設*	100	4	3・8	住友キャピタル	住友
三菱石油*	200	5	3・14	山一	三菱
日本精工*	100	4	3・14	山一	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ヶ月	4・30	大和	大和インター信
西洋フードシステムズ	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
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
住友電装*	40	5	6・5	住友信	住友
新日本製鐵*	100	3	6・7	ゴールドマン	興銀(社債事務取扱者)
大成建設*	100	7年9ヶ月	6・7	富士証	富士
伊藤忠*	500	6	6・13	日興	第一勧銀
東洋紡績*	50	6	6・13	大和	第一勧銀
東洋紡績*	50	5	6・13	野村	東京三菱
東洋紡績*	50	4	6・13	第一勧業証	第一勧銀
日商岩井*	100	3	6・14	三和証	三和
川崎製鐵**	200	6	6・17	大和証	第一勧銀
三菱地所	150	7	6・20	日興	東京三菱
三菱地所	100	10	6・20	東京三菱証	東京三菱
住友金属工業**	100	3	6・20	住友キャピタル	住友
住友金属工業**	100	4	6・20	興銀証	興銀
住友金属工業**	100	5	6・20	住友信証	住友信証
電気化学工業*	100	4	6・20	日興	第一勧銀
電気化学工業*	100	5	6・20	第一勧業証	第一勧銀
アサヒビール**	100	5	6・21	住友キャピタル	住友
アサヒビール**	150	6	6・21	野村	住友
すかいらーく*	100	5	6・25	野村	第一勧銀
すかいらーく*	100	6	6・25	農中証	第一勧銀
ユニー*	100	6	6・25	東海インター証	東海
三井物産***	100	6年6ヶ月	6・28	さくら証	さくら
オリックス*	100	4	6・28	さくら証	三和

\*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。

第三に、募集方式そのものについて発行企業からの提示がなされたことも注目される点である。すなわち、社債募集の「新方式」といわれるものがそれであるが、この「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(表8参照)、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<sup>13)</sup>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げず起債に失敗した場合などでは、主幹事にペナルティを課す、というものであった<sup>16)</sup>。

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10月に募集した6年債の表面利率2.25%が、ほぼ同時に募集した東レの6年債と同じになり、東京電力の格付け（AAA格）と東レのそれ（AA+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<sup>15)</sup>。

そして、この「新方式」は今年4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27社から29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0.5%ずつ割り当てられ、またさくら証券のシェアが1%引き上げられる一方、主幹事シェアが2%引き下げられた。この「新方式」での社債発行の第1号（第433回東京電力債、発行総額1500億円、償還期間12年）は大和証券が主幹事を獲得し、4月16日午前シ団29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残が出て、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3.45%であり、残存期間が同年限の超長期国債（6回債）の流通利回りを0.05%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<sup>16)</sup>。まず、①主幹事選定については、大和と山一が3.45%、野村と日興が3.50%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3.35%から3.50%までの範囲で、0.05%刻みで需要調査するようシ団各社に要請したが、この3.35%は直近の10年もの国債の流通利回りを0.05%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1500億円を超えた、3.45%（価格100円）で決定した。そして、③主幹事の大和では1～2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1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。このような経緯から、5

月に募集された第434回債（発行総額1500億円、償還期間10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に上下0.05%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、15日の募集は、応募者利回り3.527%で条件決定され、これは同年限の国債（187回債）の流通利回りと比較して0.09%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0.12%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ったといわれている<sup>17)</sup>。

このような「新方式」が提言されたことは、引受競争激化の中でより有利な発行条件設定を求める会社側の対応とみることもでき、そのいみでは「新方式」とかつてのプロポーザル方式を重ね合わせる見方もあった<sup>18)</sup>。しかし、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、引受競争激化の中で、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。

第四に、前述の社債管理会社不設置債が、その後発行会社から強く支持され、社債発行の主流として定着したという点があげられる。すなわち、1996年5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39社によって行なわれており、1995年11月から96年6月までの期間に発行された普通社債207銘柄のうち70銘柄（34%）を占め、今年5月発行の普通社債では28銘柄のうち11銘柄（39%）、6月では35銘柄のうち23銘柄（66%）を占めるにいたっている（表8参照）。ソフトバンク債が発行された後、11月に新日鉄債（500億円、期間6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<sup>19)</sup>。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り<sup>20)</sup>、この点は今後の課題であろう<sup>21)</sup>。しかし、前述のように発行コストが大幅に削減されるという不設置債のメリットがある以上、今後もより一層拡大することは明らかと思われる。

#### IV. 銀行人の影響と対応

以上のように、銀行系証券子会社の普通社債引受への積極的な参入は、既存の証券会社に



様々な影響を与え、またそれへの対応を生じさせると同時に、発行会社もこの状況を受けて様々な対応を行なっている。そして、それらの影響や対応のなかには市場を拡大させ、活性化させる要素があると同時に、他方で市場の発展のための不安材料となりうるものも含まれている。結果的には、総じて普通社債市場の拡大と活性化を促進する起爆剂的な要素をもっていたといえるであろう。しかし、普通社債市場の拡大は、銀行系証券子会社の親銀行そのものにも影響を及ぼし、それへの対応を迫られている。最後にこの点についてみてみよう。

第一に、発行会社からの手数料の引き下げ要求が強まり、これに対応せざるを得なくなったことがあげられる。不設置債が導入されたことにより、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1994年8月に元金取扱手数料が20銭（額面100円当たり、以下同じ）から14銭に、利金取扱手数料が30銭から28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1995年8月の東京電力債（総額1500億

円、期間12年）で利金取扱手数料が28銭から20銭に引き下げられたのをきっかけに、同9月の日商岩井債（総額200億円、期間5年）では元金取扱手数料も14銭から10銭へ引き下げられた。約1年間に、元金取扱手数料は半分、利金取扱手数料は3分の2に引き下げられ、政府保証債・地方債と同じ水準となった（表9参照）。その結果、東京電力債では4500万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1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1.5銭（額面100円当たり）となり、従来AA格で最も低かった1.7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7～10銭という水準で長年固定されていたものが、最近6銭程度で契約をみた例も出ていと伝えられている<sup>20</sup>。

このように不設置債が導入されたことにより、不設置債の場合はもとより、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

表9 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。

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<sup>20</sup>。

第二に、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10に示されるように、今年1～3月の期間に公募普通社債発行を行った企業44社は、総額1兆5130億円の起債を行い、その間の金融機関からの借入金の減少は205億円であった。この44社のうちで借入金を減少させたのは30社（68%）であるが、その起債総額は9080億円であり、一社平均303億円の資金調達を行っている。他方、借入金の減少額は5767億円であり、一社平均では192億円であった。つまり、これらの企業では、平均303億円の起債が行われた結果、192億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44社のうち、少なくとも1回以上銀行系証券子会社を主幹事に任命した企業は23社あるが、このうち借入金を減少させた企業は19社（83%）あり、銀行系子会社を主幹事に任命した企業のほとんどが借入金を減少させていることがわかる。この23社についてみると、社債発行による資金調達は総額7200億円であり、借入金の減少額は2589億円と

なり、一社平均で313億円の起債を行い、113億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3750億円であり、一社平均163億円であるからほぼそれに見合う113億円の借入金圧縮が行われたとみることができる。

さらに、銀行系証券子会社を主幹事にして社債発行を行った企業22社<sup>21</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18社（82%）、残高が変わらなかった企業が1社、増加させた企業が3社あり、増減を合計すると2049億円減となり、一社平均93億円減となる。前述のように、これら23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163億円であるから、この起債で調達した資金のうち57%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、27件<sup>22</sup>の起債のうち、18件で親銀行の長期借入金を圧縮しており、この18件についてみると、起債総額は2410億円で、圧縮額は447億円である。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134億円の資金調達が行われた反面、親銀行からの長期借入金平均25億円返済された。つまり、19%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、

表10 普通社債発行と銀行借入の増減 (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
アサヒビール	96・2・14 2・14	200 (野村) 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 3・29	200 (大和) 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 (〃 37)	-57 (-3)
鹿島建設	96・3・8 3・8	400 (大和) 100 (住友)				1,876 (住友 507)	1,749 (〃 351)	-127 (-156)
		500	5,322	4,288	-1,034			
合同酒造	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 69)	436 (〃 62)	-110 (-7)
ザ・トーカイ	96・3・21	50 (興銀)	389	378	-11	125 (興銀 11)	127 (〃 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 1・18	100 (山一) 80 (住友信)				375 (住友 18)	341 (〃 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 (〃 51)	+4 (+8)
ダイビル	96・3・27	100 (住友)	135	108	-27	72 (住友 18)	36 (〃 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 2・28	1,000 (日興) 500 (さくら)				43,012 (さくら 269)	42,902 (〃 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 (〃 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 3・21	200 (野村) 100 (さくら)				0	0	±0
		300	195	195	±0			
東洋シャッター	96・3・7	70 (一勧)	63	40	-23	22 (一勧 0)	15 (〃 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

ニチイ	96・1・30	100 (興銀)						400	380	-20
	1・30	100 (一勧)						(興銀 10)	(〃 15)	(+5)
	1・30	200 (野村)						(一勧 0)	(〃 0)	(±0)
	1・30	100 (農中)						(農中 11)	(〃 10)	(-1)
	2・20	100 (一勧)						(富士 0)	(〃 0)	(±0)
	2・20	100 (富士)								
		700	1,145	809	-336					
日商岩井	96・2・26	100 (三和)						8,252	7,341	-911
	3・19	200 (一勧)						(三和 228)	(〃 265)	(+37)
	3・26	100 (日興・農中)						(一勧 301)	(〃 310)	(+9)
		400	17,536	17,050	-486			(農中 281)	(〃 256)	(-25)
日本軽金属	96・1・10	100 (一勧)						572	500	-72
								(一勧 53)	(〃 47)	(-6)
日本航空	96・1・31	500 (野村)								
		200 (興銀)						4,397	4,308	-89
		700						(興銀 282)	(〃 247)	(-35)
ニコン	96・2・7	100 (日興)								
	2・7	100 (三菱)						81	63	-18
		200						(三菱 15)	(〃 0)	(-15)
		200	419	274	-145					
日新製鋼	96・2・8	200 (三和)								
	2・8	200 (山一)						653	609	-44
		400						(三和 130)	(〃 90)	(-40)
			1,330	1,029	-301					
日本電気硝子	96・2・21	300 (大和)						349	249	-100
日産自動車	96・2・23	300 (興銀)						2,554	2,233	-321
								(興銀 232)	(〃 245)	(+13)
日本石油	96・2・28	200 (さくら)								
	2・28	200 (日興)						1,137	1,411	+274
		400						(さくら 51)	(〃 0)	(-51)
			5,500	4,993	-507					
日本電信電話	96・3・5	1,000 (日興)						7,055	8,391	+1,336
日本精工	96・3・14	100 (山一)								
	3・14	100 (富士)						476	287	-189
		200						(富士 30)	(〃 0)	(-30)
			816	702	-114					
バルコ	96・2・9	100 (大和)								
	2・9	100 (一勧)						129	112	-17
		200						(一勧 20)	(〃 16)	(-4)
			269	262	-7					
日立製作所	96・2・29	2,000 (野村)						189	178	-11
東日本旅客鉄道	96・3・11	1,000 (山一)						12,720	13,493	+773
富士電機	96・3・7	200 (日興)						66	86	+20
北陸電力	96・3・21	300 (日興)						4,355	4,269	-86
北海道電力	96・2・19	200 (山一)						4,017	3,844	-173
北海製紙	96・3・12	150 (大和)						1	1	±0
三菱石油	96・3・14	200 (山一)						685	719	+34
三菱電機	96・2・8	300 (大和)								
	2・8	200 (三菱)						592	428	-164
		500						(三菱 28)	(〃 17)	(-11)
			1,570	1,972	+402					
合 計			15,630							-2,572 (-375)

(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。

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。

### おわりに

以上、銀行系証券子会社の参入による普通社債引受市場への影響と対応について、引受証券会社、発行会社および銀行の三面から考察した。そして、まず引受証券会社については、従来固定的とされたシ団構成が競争的になり、さらにターゲット・ディールの導入によって主幹事関係の流動化も予想され、大手・準大手・中堅証券はそれぞれに新たな経営対応を迫られているが、他方不設置債の導入は、銀行系証券子会社の進出に対する証券サイドの対抗策といえる。次に、発行会社については、引受競争激化によって新規銘柄が増加するとともに、より低コストの起債が求められ、社債発行の「新方式」の提案や不設置債の定着といった事態がみられるようになり、いわば引受競争激化の中で財務のリストラが進められていることがわかる。第三に、銀行については、不設置債の導入が引き金となって各種手数料の引き下げ要求が強まり、手数料の引き下げに応じざるを得ない状況となるとともに、現在の段階で即断はできないが、銀行系証券子会社の主幹事銘柄では、社債手取り金によって親銀行を含む金融機関借入金を圧縮する動きもみられ、親銀行と証券子会社の関係、さらにはメインバンク制そのものの将来を考える上で興味深い点を含んでいると思われる。しかし、この最後の点については、いずれ稿を改めて考察したい。

[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186号、1993年12月、参照。
- 2) 「社債市場・企業アンケート」、『日経公社債情報』、1995年8月7日、5ページ、参照。
- 3) 「日本経済新聞」、1995年7月20日、および「三和銀行の証取法違反疑惑」、『日経公社債情報』、1995年7月24日、36ページ、参照。
- 4) 「日本経済新聞」、1995年7月27日、参照。
- 5) 「進むシ団絞り込みの動き」、『日経公社債情報』、1995年8月28日、5ページ、参照。
- 6) 前掲、「進むシ団絞り込みの動き」、5～6ページ、参照。
- 7) 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176号、1991年6月、「望ましい社債市場のあり方について」、『公社債月報』、第423号および第424号、1991年11月および12月、「日本の社債受託制度の特徴とその形成」、『証券経済』、第187号、1994年3月、参照。
- 8) 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』、1993年9月15日、15～19ページ、および山本茂「社債法改正と受託業務」、『商事法務』、1993年9月15日、20～24ページ、参照。
- 9) 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』、1995年9月、28～30ページ、参照。
- 10) ただし、銀行側の反対理由は、当時の財務制限条項（ただし、1996年1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。
- 11) 「公募市場での「私募社債」」、『日経公社債情報』、1996年7月8日、3ページ、参照。
- 12) 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、2回債、3回債でも実質的に新規銘柄であるものが相当数ある。
- 13) 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。
- 14) 「均一価格販売のほころび」、『日経公社債情報』、1996年1月29日、4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」、『日経公社債情報』、1996年4月15日、参照。

- 15) 「東電提示の社債発行改革」、『日経公社債情報』、1996年1月15日、44ページ、参照。
- 16) 「東電債、新方式が裏目に」、『日経公社債情報』、1996年4月22日、10～11ページ、参照。
- 17) 「東電債、相場上昇で完売」、『日経公社債情報』、1996年5月20日、16ページ、参照。
- 18) このプロポーザル方式と最近の「新方式」を比較すると次のような共通点や相違点があると考えられる。

第一に、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されている。

第二に、シ団の販売分担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をなされた後、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額を区別し、シ団各社の需要調査をもとに販売分担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

積み上げても、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。

他方、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で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るといえる。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。

この点については、拙稿「社債募集の「新方式」とプロポーザル方式」、『証研レポート』、1996年6月、参照。

- 19) ただし、日本興業銀行はAA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』、1995年11月13日、2ページ、参照。
- 20) 「拡がる管理会社不設置債」、『日経公社債情報』、1995年12月11日、52ページ、「多様化する財務上の特約」、『日経公社債情報』、1996年3月4日、7ページ、および「日経金融新聞」、1995年12月12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。

- 21) 今年6月の三菱地所債は、不設置債でありながら、初の財務上の特約のない社債となった。今年1月から、財務上の特約の設定義務は撤廃され、以降各社とも無担保債に付ける特約を簡素化する傾向にあるといわれる。そして、この三菱地所債は初めて担保提供制限そのものを設定せずに発行された。
- 22) 『日経金融新聞』, 1996年1月24日, 参照。
- 23) 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』, 1996年6月26日, 参照。

- 24) 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22社となった。
- 25) 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27件となった。

(当所大阪研究所主任研究員)