

グローバル・スタンダードと 戦後の社債市場

〈はじめに〉

グローバル・スタンダード（国際標準）という観点から、日本型経済システムについて議論されることが多くなってきた。その背後には日本型経済システムが機能不全を起しているという危機感があるものと思われるが、他方グローバル・スタンダードに関する議論の多くは、次の二つの点を暗に前提としているようにみえる。すなわち、(1) グローバル・スタンダードなるものが成立する、(2) アングロ・サクソン型システムがグローバル・スタンダードになる、というものである。そして、このグローバル・スタンダードという考え方は、現在の日本型システムの閉塞感とあいまって、強い説得力を獲得しつつある。すなわち、グローバル・スタンダードに適合した方向で日本型システムを改革しなければ、日本経済はその機能不全に陥ったシステムゆえに、メガ・コンペティションから脱落するという論調が力を得ている。もちろん、このような議論が説得力をもつ根拠は、無数にピック・アップすることができると思われる。とくに、金融の世界では、国際化が進展し、世界中の銀行・証券会社がしのぎを削るなか、バブル崩壊以降日本の業者の劣勢がさまざまな局面で伝えられており、このような論議を支持する根拠をあげれば枚挙にいとまがないであろう。しかし、これらの前提を無条件にすべての部面に当てはめてよいかどうかについては、慎重に論議を重ねていく必要があるだろう。

ところで、戦後の社債市場（以下、国内公募普通社債を指す）は、このグローバル・スタンダードという観点からすると、かなり特殊な市場であったと思われる。すなわち、戦後日本経済の急成長にも関わらず、社債市場ではほとんどデフォォルトが発生せず、またそのような場合でも、受託銀行による一括買い取りによる処理がなされてきた。したがって、社債投資家はほとんどデフォォルト・リスクを負担することがなかったのである。それが、今日デフォォルト・リスクを負担する方向に向かいつつあり、いわばグローバル・スタンダードに近づきつつあるといえる。そこで、本稿では、グローバル・スタンダードとの乖離から接近へという観点から、戦後の社債市場を概観する。

〈デフォォルト・リスクのない市場〉

グローバル・スタンダードという点から見ると、戦後の日本の社債（以下、特に断りのない限り国内公募普通社債を指す）市場の特殊な点の一つは、投資家から見てデフォォルト・リスクがほとんど存在しない市場であったことである。つまり、戦後の社債市場においてはそもそもデフォォルトという事態がきわめてまれであり、もし社債がデフォォルトに陥った際は社債受託会社（銀行）が一括買取によって処理したため、投資家が実損を被ることはほとんどなかった。ここには戦後の金融システムの中での社債市場の位置づけが端的に示されており、戦後の社債市場を論じる場合最も注目される側面であろう。したがって、本稿ではこのようにデフォォルト・リスクの存在しなかった社債市場を仮に「日本型」社債市場とよび、その形成から最近の変貌をたどり、今後の問題点を指摘したい。

まず、なぜ戦後の社債市場ではデフォォルト・リスクが存在しなかったのだろうか。その理由として、第一にデフォォルト自体がきわめてまれであったことが指摘できる。戦後のデフォォルト事例としては、国内公募普通社債では九例（約一二〇億円）を数えるにすぎない。戦後五〇年間に一二〇〇余りの銘柄が起債され、

調達金額は三八兆五〇〇億円余りであるから、デフォルト・レートは件数ベースで〇・〇七五%、金額ベースでは〇・〇三一%にすぎない。これは、たとえば戦前の一九一六年から一九三五年の二〇年間に発行された社債のうち九九件(五四社、二億三六〇〇万円)のデフォルトが発生し、その間のデフォルト・レートが金額ベースで二・五七%であったことと比べてみると、この期間に昭和恐慌があり、企業破綻が続出したことを考慮に入れても、極めて低い水準である。また、ムーディーズ社が格付けした全世界の社債のデフォルト・レート(一九七〇〜九五五年、件数ベース)は、一・一六%(インベストメント・グレード〇・〇五%、スベキュラティブ・グレード四・〇一%)であるから、やはり相当低いといえる。このようにデフォルト事例が少なく、そのレートも低かったのは、前述のインベストメント・グレードのデフォルト・レートと日本のデフォルト・レートが比較的近い数字を示しているように、日本では適債基準があり、起債市場に参加できるのはデフォルト・リスクの低い優良銘柄(電力、鉄鋼、機械、化学など)に限定されていたからである。また、後述するように、これらの優良銘柄は同時に戦後復興とそれに続く高度成長を担った基幹産業であったため、適債基準による銘柄選別は、相対的に乏しい資金を、高投資の必要な重厚長大型産業に重点的に配分する機能を担い、さらにこれらの産業も政策的に基幹産業ないし公益事業とされたがゆえに、行政による規制・保護を受け、価格競争のみならず新規参入も規制され、競争制限的な環境の中で経営が行われた。したがって、その意味ではデフォルトの可能性は政策的に排除されていたといえる。

第二に、さらにデフォルトが生じた場合、受託会社(銀行)がこれを投資家から一括買取して社債整理を行うことが慣行とされ、投資家はほとんど実損を被ることがなかったことが指摘できる。ここでいう受託会社とは、商法上の「募集の受託会社」と担保付社債信託法上の「担保の受託会社」の双方を指し、前者の通常の業務

は、払込金の徴収および償還の公告・通知、後者は担保権の保存および信託証書の保存・備置であり、ともに社債がデフォルトに陥った際は、社債権者集会を招集し、その決議を実行することとされていた。そして、この受託会社となる資格を有するのは、銀行および信託銀行(とくに担保受託については免許制)とされ、通常メインバンクがこれを担当した。しかし、現実に社債のデフォルトが生じた場合には、法的な規定がないにもかかわらず、メインバンクである受託銀行が社債を額面価格ないし理論価格を算出した上、一括買取して処理した。したがって、実質的には社債権者集会は開催されず、形式的に受託銀行が受託銀行を招集して決議を可決するというものであったといわれている。

これは本来投資家が負担すべきデフォルト・リスクをメインバンクが肩代わりしたわけであるが、メインバンクがこのような行動をとった理由としては、そもそもメインバンクの機能として取引先企業が破綻に瀕した場合、追加的な救済融資を行うなどして、当初の自行の信用リスクを超えたりリスク負担を行うことが指摘されているが、その延長線上にデフォルト社債処理も位置づけられていたからである。つまり、戦後の間接金融優位の企業金融において、社債は融資の変形であり、限界的な資金供給手段であったといわれるが、後述するように、マクロ経済的には戦後長期間社債の発行においては、「起債会」が銘柄選定から発行条件にわたる事項を決定し、この「起債会」は、受託比率の高い日本興業銀行などによって実質的に主導されていた。また、個別企業もメインバンク関係を重視する以上、メインバンクの支持なしに起債することは困難であり、メインバンク側も社債が銀行融資と競合する以上、融資で対応しきれない場合に起債を支持する傾向が強かった。さらに、傾向的には低下するものの銀行による社債消化がかなりの比率を占めていた。したがって、起債は直接または間接的に銀行ないしメインバンクの影響を受け、市場全体も間接金融の枠組みの中に位置づけられ、銀行融資同様に社債

の信用リスクも銀行が負担し、逆にそれゆえに銀行側は市場に対する発言力を確保するとともに、高率の受託手数料という既得権益の根拠ともなっていたわけである。

しかし、一九九〇年代にはいって、商法の「募集の受託会社」は「社債管理会社」と改正され、また適債基準も撤廃されるなど、社債市場は大幅な制度改革を経験するにいたった。そして、今後はデیفォールト社債の受託銀行一括買取は行われたいのではないかといわれている。⁽⁴⁾ その経済的・政治的背景については、節を改めて説明するが、日本の社債市場においてもデیفォールト・リスクを考慮に入れた投資行動が求められるようになり、また投資家側もデیفォールト・リスクに反応した投資行動をとり始めている。その意味でグローバル・スタンダードに近づきつつあるといえるが、まだまだ残された問題点も多い。本稿の最後でその点についても指摘したい。

〈デیفォールト社債の買取はなぜ行われたか〉

デیفォールト社債の買取は、戦後に始まった慣行といわれ、一九五四年の高砂鉄工の事例に端を発すると思われるが、なぜ買取という処理がなされたのかに答えるためには戦後復興期の社債市場の実態をまずみておかななくてはならない。

戦後の経済的出発は、空襲による生産設備の壊滅的破壊と戦後インフレによる金融資産の価値の暴落、すなわち極めて低い資本蓄積を初期条件としているが、そのなかで社債市場も一九四九年に再開されている。したがって、その際の社債市場の位置づけは、経済復興にとって重要な産業に対して長期安定的資金を低利で供給するというものであり、日銀によって全面的に支援されたものであった。まず、社債投資のための資金供給手段として「ひ

もつきオペレーション」が実施された。これは、日銀が社債（または金融債）投資を条件に市中金融機関から国債または復興金融公庫債を買い上げるといふものであり、金融機関の社債消化を著しく増加させた。第二に、日銀適格担保事前審査制度が導入され、日銀が事前審査して適格とした社債については、日銀借入金の担保として国債担保なみに金利を優遇するというものであり、そのため金融機関は日銀適格とされた社債に優先的に投資し、直ちに日銀信用を供与された。すなわち、社債は低利の日銀信用を引き出すための手段でもあった。このように社債市場が全面的に日銀信用に裏付けられている以上、発行もまた日銀・大蔵省の強い指導を受けると同時に、消化の概ねを占める金融機関の発言力も強かった。そのため、社債の条件も引受証券会社⁽⁵⁾との交渉によってではなく、起債懇談会（大蔵省・日銀・証券取引委員会・銀行・証券会社・復興金融公庫・農中などの代表者で構成）で決定され、またそこで決定された発行条件は、基幹産業への低利・安定的資金供給という観点から人為的に低利回りなものであった（それゆえ、社債投資は前述のような日銀からの資金供給を受けることのできる銀行が八〇〜九〇%を占めたのである）。したがって、戦後復興期の社債市場は、引受証券会社と受託銀行をワンセットにした上で、大蔵省・日銀のほぼ全面的なコントロール下にあったといえる。

他方、デیفォールト社債を買取った銀行の側についてであるが、この時期の金融機関は企業の旺盛な資金需要を背景に、系列融資を強めていった。すなわち、戦前の財閥のような企業集団は、戦後のGHQの指令によって解体されるが、銀行と事業会社は旧財閥関係や戦時下の指定金融機関制度で形成された結びつきなどを手がかりに、融資関係を強めていった。つまり、事業会社側では特定金融機関との結びつきを強めることで希少な資金を優先的に配分されるというメリットが得られ、逆に金融機関の側も特定の事業会社との関係を強めることでモニタリング・コストの節約に寄与したと思われる。さらに、大量の資金動員を必要とする重厚長大型産業では、

銀行はローン・シンジケーションを組成する必要があり、単にモニタリング・コストのみならず、信用リスクをも特定金融機関に負担させることによって、多数の金融機関のシンジケーションへの参加を容易なものにしたと思われる。このような銀行と事業会社の金融的な条件のもとに、経済復興のために重化学工業化を推進するという政策的要請があいまって（さらにこの時期に進展した企業防衛的な意味での株式持ち合いが重なって）、今日のメインバンク制が定着していったわけである。その際、銀行によるメインバンク獲得の手段の一つとして使われたのが社債受託であった。銀行による社債受託の獲得は単に手数料以外に、それによって委託会社の社債による資金調達に介入できると同時に、メインバンクであることのメルクマールという意味をも持っていたのである。したがって、融資に対して信用リスクを負担していたメインバンクは、融資の変形ないしその延長線上に位置づけられた社債に対しても同様のリスク負担をおこなっており、その意味からデیفォルト社債の一括買取も行われたと考えられる。

〈「日本型」社債市場と八〇年代の市場空洞化〉

前節でみたように、デیفォルト・リスクを受託銀行が肩代わりするという「日本型」社債市場は戦後復興期に形成されたが、それは高度成長期に引き継がれていくことになる。すなわち、高度経済成長は一九五五年に開始され、年率一〇%を超える経済成長を達成するが、それを可能にしたのは、日銀信用に支えられた間接金融機構であり、直接金融は限界的な位置づけに過ぎなかった。そして、社債については公社債市場において相対的にその比率を縮小していったのみならず、企業金融における比率も小さなものとなっていった。

高度成長期においては、人為的低金利政策が採用されたといわれるが、社債市場においてはそれはきわめて直接的なものであった。すなわち、発行条件の決定については、前述の「起債懇談会」は一九五六年に停止していたが、その下部機構であり、受託銀行グループと引受証券会社グループとの会合である「起債打合せ会」（一九六八年から「起債会」と名称変更）で毎月の公募起債銘柄の適格性と発行条件が確認され、その後募集が開始されるという仕組みになっていた。すなわち、この時期には大蔵省・日銀の直接のコントロールではなく、民間自主調整という形をとっていたものの、発行条件は規制金利体系の中で他の金融債や長期金利とのバランスを配慮して決定され、また起債銘柄の選定も、日銀が担保として認めるかどうかを判断しながら行われた。⁽⁶⁾ とくに、起債銘柄の選定は、多数の起債希望会社のなかから、当初は既往銘柄を中心になされたが、やがては独自に格付け基準（いわゆる「起債会格付け」）を作成して、これを基準に適債基準が決定されることとなった。この格付け基準は、資本金、純資産額、起債残高によってA格からD格まで決められ、⁽⁷⁾ 重厚長大型産業に優先的に資金配分するものとなつてると同時に、起債市場への参入制限として機能した。

このような規制的な社債市場のあり方は、高度成長の後半にみられるような金融緩和による起債条件の弾力化などの変化を経験するものの、高度成長期を通じてほとんど変わらず、高度成長期以降も継続したが、このような硬直的な市場も高度成長期の終焉期から徐々に内外の環境変化にさらされていくことになる。まず、国内的な変化としては、資本蓄積が進展し、金融機関・機関投資家・事業会社それぞれに余資運用手段が求められるようになるとともに、一九六五年から国債発行が開始され、国債中心に公社債市場が拡大したことであり、他方国際的な変化としては、一九七〇年円建外債が発行され、国内社債市場は海外の発行体の参入にさらされることとなったわけである。そして、グローバル・スタンダードという観点からすると、この円建外債市場の登場は規制的な国内市場と海外市場の軋轢という問題を生じさせた。とりわけ募集の受託については、海外の発行体にとって

はその業務ないし権限・義務について理解が得られず、手数料の根拠について疑問が呈せられたが、受託銀行側は消化面で起債に貢献する（初の円建外債であるアジア開銀債の銀行消化は八〇%、その後も都銀シェアは三〇%以上）ことによって実績づくりに努め、また政策当局も海外の発行会社といえども国内法にもとづいて起債することを支持したため、国内債とほぼ同様の仕組みで起債されることとなった（やや後であるが、有担保原則についても一九七九年シアーズ・ローバック社から無担保債発行希望が示され、無担保債の適債基準作成をせまられることとなった）。しかし、一九七七年発行を開始された非居住者ユーロ円債が、日米円・ドル委員会以降本格的に拡大するに伴って、円建外債市場は縮小し、そのため一括登録制の導入、開示期間の短縮、有価証券届出書の簡素化などさまざまな改革がなされていくが、それはとりもなおさず円建外債の起債方式をユーロ市場に近づけるものであった。

このように一九八〇年代、非居住者ユーロ円債の拡大によって、まず円建外債市場という限定された部分でグローバル・スタンダードの波にさらされることになるが、国内社債市場もこのころから同様の影響を受けることになる。すなわち、国内社債市場の「空洞化」といわれる事態である。一九七五年からの国債大量発行以降、公社債市場の自由化が課題とされるようになってきた（例えば、一九七七年の証券取引審議会報告「望ましい公社債市場の在り方について」）が、社債市場については見るべき改革も行われず、その一方で一九八四年には外国為替の実需原則が撤廃され、一般企業のスワップ取引も解禁されるなど、ユーロ市場での資金調達を可能とする金融規制緩和が大幅に進展することとなった。そこで顕著な国内市場空洞化、すなわちユーロ市場へのシフトが生じることとなった。特に、一九八〇年代後半はこの空洞化が顕著であるが、ただしこの時期はバブル経済が拡大した時期であり、低利スワップと日本株の先高期待のために海外ワラント債が急増し、また国内でも転換社債が急増しており、国内社債市場の制度的規制のみに空洞化の要因を帰することはできないが、国内の制度・慣行が発行コストを高めるとともに、発行市場への参入障壁となっていたことは明らかであり、その後各方面から社債制度改革論議が高まることとなる。

〈九〇年代の社債制度改革と市場拡大〉

このように八〇年代の社債市場は内外の批判にさらされ、そのために幾分の制度改革がなされた。まず、発行登録制度が導入（一九八八年五月）され、発行の機動性が高まったこと、第二に無担保債の適債基準および財務制限条項が緩和され、とくに適債基準は格付けに一本化されたため、無担保債の発行適格企業数が大幅に増加したこと、第三にプロポーザル方式が導入され、主幹事決定に競争原理が導入されるようになったこと、などである。この最後の点については、いたずらに主幹事獲得競争を煽り、かえって市場実勢から乖離した引受が横行したため廃止され、一九九一年から均一価格販売方式に改められたが、この時点で起債会は事実上廃止されたといわれている。しかし、一九八〇年代の社債制度改革は業界内の既得権益、とくに興長銀をはじめとする受託銀行の既得権益を維持する形でしかなされなかったため、業態間利害調整を必要とする改革はすべて先送りとされ、本格的な市場拡大は見られなかった。

ところが、一九九〇年代に入ると国内社債市場は量的に拡大し、八〇年代とは大きく異なる様相を呈しはじめた。この背景にはバブル崩壊によるエクイティ・ファイナンスの低迷、BIS規制による銀行の貸し渋り、国内金利の低下などの要因もあったが、社債制度改革が進展したことが大きな要因となっている。とりわけ、一九九三年の商法改正によって募集の受託業務は発行事務代行業務と発行後の管理業務に分けられ、前者については証

券会社も行えるものとなり、後者は銀行である社債管理会社が行うこととなった（これにともない社債の募集会社という名称はなくなった）。この社債管理業務は強制設置とされたが、社債の券面が一億円以上の場合は不設置が認められていたため、最近では不設置債の比率が設置債を上回るようになっていた。また、受託手数料については、発行会社からの批判の高まりや公正取引委員会による擬似カルテルとの指摘のため、この商法改正以前から漸次引き下げられていたが、この改正によりいっそう拍車がかかり、最近の不設置債では従来の受託銀行は財務代理人を務めるにすぎず、手数料も従来の一〇分の一以下となっている。これ以外にも、従来は銀行側の強い抵抗のため難航していた、社債発行限度規制撤廃や社債種類の多様化も実現した。つまり、受託銀行が固執してきた既得権益は、ここにきてほぼ全面的に放棄されたといえる。

このように商法改正をはじめとして、従来は銀行、とりわけ受託銀行の抵抗のために挫折してきた社債制度改革がこの間に急速に実現した背景には、それら銀行側が改革に積極姿勢に転じたことが指摘できる。金融制度改革の進展によって銀行・証券の子会社相互参入という方針が明確になるにつれ、銀行側は社債引受業務を中核とした戦略を構想し、そのために従来の既得権益を放棄しつつも社債制度改革を後押ししたわけである。その意味では社債制度改革は銀証の業態間利害調整の産物という側面をもち、また現在の市場拡大はそのような銀行の戦略のために引受競争が過熱していることにも一因があるといえる。そして、現在銀行系証券子会社の積極的な引受活動によって、社債市場の拡大が促進されている側面があるものの、その引受シェアの拡大のために従来の引受証券会社がシ団から排除されるなどの影響も出ていることは周知の通りである。

このような引受競争の激化がどのような形で終息するのか予断を許さないが、このような制度改革がなされ、市場の拡大を経験したことによって、デフォルト社債の一括買取処理については、今後はこの慣行は続けられないのではないかと思われる。その理由として、バブル崩壊以降の銀行側の体力低下や前述の村本建設債で不買取の前例がつけられたことなどが指摘されているが、一括買取処理がメインバンク関係を背景としてメインバンクの行動の一環として行われたことを考えると、今後のメインバンク制度の推移という面から見ていく必要があるだろう。ただし、銀行系証券子会社は参入以降急速に社債引受シェアを拡大しているが、その際発行企業は社債によって調達した資金をメインバンクを含む銀行借入金返済に充当する傾向が強まっており、もしこの傾向が今後強まるならば、メインバンク関係の弛緩につながり、救済融資などのメインバンクとしての行動はとれなくなり、デフォルト社債の買取も行われなくなるだろう。

〈今後の課題…デフォルトにどう対応するか〉

以上考察してきたように、日本の社債市場を規制してきた制度が大幅に改革され、今後はデフォルト・リスクがないという日本の社債市場の特殊性も失われると考えられるが、そこでは当然デフォルトにどのように対応するのが問題となってくるだろう。

現在、相次ぐ大型企業倒産を背景としてすでに機関投資家サイドでは、デフォルトに対する不安感が広がっていると考えられる。まず、流通市場においては、機関投資家の慎重な投資行動からゼネコン関連のBBB格の社債が顕著に下落し、なかでも以前は長期金利の低下局面で高利回りゆえに格付けの低い銘柄を購入していた、信用金庫・農林系金融機関・共済組合などがこれら銘柄の購入を見合わせており、一部では内規によって購入しない方針としているといわれている。さらに、証券会社サイドでも、銘柄によっては売却先が見つかるまでは顧客からの買取に応じないともいわれ、売買が成立しないままに気配値だけが切り下がるといふ事態になっている

といわれている。他方、このような選別色の強まりは発行市場にも影響を及ぼしている。とくに、このような選別の対象となつている銘柄については、金利を上乗せしても、かえつて投資家の警戒感を強めるだけでむしろ販売面でマイナスに影響するといわれている。また、一九九六年から適債基準が撤廃され、社債市場の参入規制はなくなつたが、それにもかかわらず従来発行できなかったBBB格を下回る格付けの銘柄は依然として発行されていない。その理由としては、現在金利水準が低下しており、これらの銘柄の場合、銀行融資の方が低利で資金調達できることが指摘されているが、投資家が敬遠する可能性が強いことも指摘されている。つまり、投資家がリスク・リターンに関して明確な判断基準を持つておらず、単にリスクな銘柄はそれだけの理由で回避する傾向が強いことがうかがえる。そして、デフォルトが生じて、それを受託銀行が一括買取処理をせず、自らのリスク負担のもとに処理することとなつたとき、それに対する機関投資家側の対応が準備されておらず、またデフォルト後の処理過程は現在の制度の下では不透明であり、それが投資家サイドの不安感を一層強めていると考えられる。したがつて、今後は個別機関投資家の側では、デフォルト・リスクを考慮に入れた投資行動をとることが必要となつてくるが、他方制度問題としてはデフォルト後の透明性を確保することが重要になる。デフォルト後の処理過程が透明になると、個別事例における回収可能性ないし回収実績が明らかとなり、これらのデータが長期的に蓄積されることによつて、将来的には格付けごとの期待回収率の計量化も可能となつてくるものと思われる。

ところで、グローバル・スタンダードという点では、アメリカでも企業破綻後のデブスクロージャーが制度的になされていくわけではなく、デフォルト債に値付けをする業者などはそれぞれ固有のノウハウを蓄積し、それによつて売買を成立させているといわれる。また、デフォルト後の回収率などについても多くの研究が

ある。つまり、アメリカの場合、早くから参入の自由な社債市場が発展してきたために、このようなノウハウがある。つまり、アメリカの場合、早くから参入の自由な社債市場が発展してきたために、このようなノウハウが蓄積されたといえる。それに対して、日本ではこのようなノウハウは蓄積されておらず、会社更生法申請などが行われた場合、デフォルト後は裁判所の管轄であり、第三者は知る権利を原則的に与えられていない。したがつて、制度的にデブスクロージャーがなされなければ、会社更生の進捗動向や債券回収の可能性なども不透明であり、場合によつては回収結果さえも不明である。いわばデフォルト後はブラック・ボックスになる可能性が高い。そこで、将来的にデフォルト発生が予想される現時点で、会社破綻後のデブスクロージャーを制度化することが必要であると思われる。これは、一方では資本市場で資金調達を行った責任としてなされるべきであると考えられるからであり、他方では資本市場への参入促進が制度的に進められるならば、その反面で市場からの退出のルールも制度化するべきであると考えられるからである。確かに、デフォルトという事態は市場全体から見れば、局所的な問題であり、無視される程度の問題とされるかもしれない。しかし、歴史的には一部のデフォルトによつて発生した紛糾が、市場全体を萎縮させ、保守的な制度の導入の根拠を与える契機となつた。したがつて、市場の健全な発展のためには、市場退出の際のルールづくりが望まれ、またその部面ではグローバル・スタンダードも成立していない。したがつて、現在発展しつつあるアジア諸国のエマージング・マーケットに対しても、その部面ではスタンダードを提示しうる可能性はあると思われる。

このように、市場インフラに属する部面では、日本の金融・資本市場において制度化すべき点は多々あり、その際必ずしもアングロ・サクソン型をスタンダード化するわけにはいかない部面も多いのではないかと考えられる。そのような部面において、市場の動向に迅速に対応して制度面での整備を進めるならば、日本が制度的な雛形を提示しうる可能性はあるだろう。

(1) 特に高度成長期の適債基準は、発行会社の資産額を基準として採用していたため、資産額の大きな重厚長大型産業はこの基準に適合しやく、さらに、すべての社債発行に担保設定を義務づける「有担保原則」は、戦前の昭和恐慌期に導入されたものでありながらも、戦後も維持され、担保力の大きなこれら産業の優先的な社債発行を可能にしたと考えられる。

(2) ただし、商法には「社債権者ノ為ニ社債償還ヲ受クルニ必要ナル一切ノ裁判上又ハ裁判外ノ行為」という規定があり、また担保付社債信託法では善管注意義務が課されているが、いずれもデフォルト債の買取処理を義務づけるものではない。

(3) ここでいう理論価格とは、発行価格に残存期間分の償還差益を加えたものである。

(4) 例えば、一九九五年一二月に会社更生法に基づく更生計画案が認可された村本建設の場合、私募債ではあるため公募債とはかなり性格は異なるものの、大和・第一勧業・さくら・長銀などの受託銀行はこれを買取らず、生保などの投資家は実損を被った。

(5) 一九四八年に施行された証券取引法によって、社債の引受は証券会社の免許業務とされ、戦前引受業務を行っていた銀行はこの業務から排除されたが、その反面受託業務については、募集の受託も担保の受託も証券会社が行うことは禁じられた。そこで、銀行は商法上の募集の受託会社となることによって社債発行に関与した（また有担保原則によって担保提供が求められたため、銀行は担保の受託会社をも兼務した）わけである。

(6) 日銀適格担保事前審査制度は一九五五年一二月に廃止されたが、その後も日銀は発行された社債を事後的に審査し、適格とされた銘柄を担保に市中銀行に資金供給していた。

(7) この格付け基準はたびたび改訂されたが、例えば、一九六三年五月の基準表はA格・資本金六〇〇億円以上、純資産額九〇〇億円以上、起債残高二五〇億円以上、B格・それぞれ三〇億円以上、四五億円以上、五億円以上で七区分、C格・それぞれ二〇億円以上、三〇億円以上、五億円以上、D格・それに満たないもの、とされていた。

(8) 一九七九年、日本初の民間格付け機関（日本公社債研究所）が日本経済新聞社の出資によって設立され、その後日米円・ドル委員会報告をうけて、一九八五年日本インベスターズサービス（受託銀行および証券会社系経済研究所等一一八社の出資）および日本格付研究所（金融機関・機関投資家等七四社の出資）が設立された。

(9) 一九九六年一～三月の期間に社債発行を行った四四社について、社債発行による資金調達と銀行借入金返済の関係を調査（起債額／銀行借入金返済額＝返済率）したところ、借入金返済を行ったのは三〇社（一社平均返済率六三・三％）で、さらに銀行系証券子会社を主幹事に任命して起債した企業は二三社であるが、このうち一九社が借入金を減少させており（返済率六九・三％）、また長期借入金に限定すると、減少させた企業が一八社（返済率五七％）であり、なかでも親銀行からの長期借入金を圧縮しているケースでは、返済率は一九％となっている。

(10) デフォルト処理に関して、現在の制度ではどのような問題があるかについては、拙稿「デフォルト社債処理の透明性について」、「証研レポート」、一九九七年三月、参照。

（松尾）