

## 社債受託制度の法的役割と経済的役割

松尾 順介

はじめに

国内普通社債市場は、今年度の年間発行額が一〇兆円と見込まれる市場へと拡大してきているが、このような市場拡大の制度的要因を探ると、一九九三年の商法改正による受託制度改革をまず指摘しなければならないと思われる。

従来国内普通社債市場は、「限界的資金配分市場」とされ、銀行融資の補完的な位置づけに置かれており、八〇年代に金融自由化が進展する中でも、ほとんど改革がなされず、極めて規制的な市場であったが、その規制の中心的な役割を果たしてきたのが社債受託制度であった。すなわち、この社債受託制度のもとで、社債発行は受託銀行によってマクロ的かつミクロ的に規制され、銀行融資の補完的役割を与えられていた。実際、高度成長期に社債受託銀行の代表である起債会が果たしていた資金配分的役割は、低成長期にはいつて徐々にその役割を終え、起債会も機能停止し、社債受託制度もその機能を終えていたのである。それにもかかわらず、この制度は維持され、結果的に八〇年代の国内企業の普通社債発行はユーロ市場に流出し、「国内普通社債市場の空洞化」といわれる事態を惹起するに至った。

このような社債受託制度に対して、社債法改正という幅広い観点から制度改革が論じられたが、受託銀行側の抵抗によって、八〇年代において社債受託制度は改革されず、社債発行限度枠規制のような既得権益に抵触しない領域での改革だけが行われた。つまり、九〇年の社債発行限度枠規制緩和とは、社債受託制度維持のための交換材料に過ぎなかったといえる（ただし、このようにして維持された社債受託業務から各々の銀行が得た収益はさほど大きくなく、社債発行の受託会社がメインバンクを表わすという象徴的な意味の方が大きかったものと思われる）。したがって、その三年後の九三年の商法改正で社債受託制度改革がなされた背景には、金融制度改革による証券業参入という受託銀行側の大きな変化があり、子会社とはいえ銀行が社債引受業務に直接参入する手がかりを得たことが指摘できる。つまり、引受業務という新規分野を獲得することによって、受託業務というメリツトの低下した既得権益を放棄する判断を下したといえる。その結果、社債受託制度は改革されるとともに銀行系証券子会社が相次いで参入するという社債発行市場にかつてない変化がもたらされ、今日の市場拡大につながっていくわけである。

したがって、①従来の社債受託制度はどのような役割を果たし、②それはいかにして改革され、③現在の制度はどのような役割を果たしているのか、という点が検討課題となるが、まず本稿では、かつての社債受託制度が果たしてきた役割を法的な役割と経済的役割に分けて考察する。

### 1 社債受託制度の法的役割

かつての社債受託制度を論じる場合、その法的な役割と経済的役割を分けて考察する必要があると思われる。というのは、法的に規定された役割とそれが経済的に果たしてきた役割には相違があり、そこに日本の社債受託制度の大きな特徴があったからである。

法的な観点からみると、いわゆる社債受託会社とされるのは、商法にもとづく「募集の受託会社」と担保附

社債信託法にもとづく「担保の受託会社」があり、これらがそれぞれに法律的な役割を有していた。

### (1) 募集の受託会社

まず、募集の受託会社の役割は、①社債発行条件および最小限度の会社内部状況を記載した社債申込証の作成、<sup>(2)</sup>  
②社債払込み金の徴収、といった募集の際の業務のほか、社債権者のために③社債の償還をうけるに必要な行為、  
④社債の償還を受けた際の公告および社債権者への通知、⑤社債権者集会の招集、⑥社債権者集会への出席および  
意見の陳述、⑦社債権者集会決議の執行、などを行うとされている。そして、この募集の受託会社には、銀行およ  
び信託会社しかならず、証券会社は除かれている。そして、ここでの募集の際の業務は、証券取引法で証券業者の  
固有の業務とされる「募集または売上の取扱」、すなわち不特定多数の投資家に対する均一条件での申し込みの勧  
誘とは異なり、証券業者の募集についての具体的な事務を取り扱うこと、例えば払込み金を起債会社に引き渡すこ  
とを指すものと解釈されている。<sup>(3)</sup>したがって、募集の受託会社の法律的な役割は、募集の際の事務的な手続きの  
取扱、社債償還の際の事務的な手続き、そして償還不能時の社債権者集会に関する手続きとなる。

(15)

### (2) 担保の受託会社

次に、担保の受託会社の役割は、①社債権者のための担保権の保存かつ実行（その際、公平かつ誠実に善良なる  
管理者の注意をもって信託事務を処理する義務を有する）、②発行会社と受託会社の間で取り交わされ、担保の内  
容などを記載した信託証書の保存、備置、公示、さらに③社債権者集会の招集、④社債権者集会への出席および意  
見の陳述、⑤社債権者集会の招集または議決手続きに契約違反があつた場合の無効宣告の請求、⑦社債権者集会議  
事録の備置、閲覧、⑧社債権者集会決議の執行、とされている。すなわち、通常は担保権および信託証書の保存  
といった事務的業務が中心であり、償還不能といった事態が生じた場合に社債権者集会を招集し、その処理に当  
たることになる。

したがって、受託会社の役割を法律的にみると、その役割は基本的に事務的なものであり、リスク負担という  
点で、引受証券会社が残額引受であれ買取引受であれ、売れ残りに対する引受リスクを負担しているとは異な  
っている。<sup>(4)</sup>

(1) 諸外国で募集の受託会社について特別の権限を法定している例は全くないといわれる。これについては、鴻常夫「社  
債法」、有斐閣、一九五八年、二〇一ページ、参照。

(2) これについては、具体的には①社債の償還の請求、②償還金の受領、③償還請求の訴訟提起、破産の申し立て、さら  
に破産債権または更生債権の届け出、などと解釈されている。例えば、上柳克郎ほか編「新版注釈会社法（二〇）社  
債（一）」、有斐閣、一九八八年、一一六―一一七ページ（藤井俊雄執筆）、参照。

(3) 鴻常夫・前掲書、一一二ページ、参照。

(4) ただし、戦後に証券取引法が制定され、引受業務が証券業者に固有の業務とされるまでは、請負募集（引受募集）が  
広く行われ、その際には銀行や信託会社が受託会社となり、その受託会社が引受リスクを負担していたが、これは戦  
後の証券取引法制定によって行えなくなった。

### 2 経済的な役割

このような受託会社の法律的な役割に対して、経済的な役割はマクロ的な役割とミクロ的な役割とに分けるこ

(16)

とができるものと思われる。そして、これらの経済的役割は高度成長期に典型的に機能し、その後その役割は徐々に低下していったと考えられる。

### (1) マクロ的な役割

まず、受託会社は社債発行に対するマクロ的な規制としての役割を果たしていたと思われる。すなわち、社債発行市場全体に対する調整的役割であり、これは起債調整といわれ、受託会社を中心となった起債会が行っていた。そこで行われた起債調整とは、第一に起債会格付けといわれる基準<sup>(5)</sup>を作成し、公募適格銘柄を選別したことである。つまり、発行会社の強い資金需要を、あらかじめ日銀・大蔵省によって設定された枠の中に収める役割を果たしたことである。そこでは、各発行会社の起債額・起債回数はこの格付けをもとに決定されたために、例えば金融引き締め期にはA、B格には起債額の純増を認めるが、C、D格には認めないといった起債圧縮が行われた。そして、格付け基準は資本金および純資産額という量的基準をもとにしていたため、重厚長大型産業が起債において優先され、重点産業への優先的資金配分の役割を担っていたといえる。第二に、発行条件の決定を行ったことである。ただし、これは人為的低金利政策の一環として行われたものであり、国債を基準とし、政府保証債、地方債、利付金融債、事業債といった序列的金利体系がすでに存在する中で、起債会はこの体系にそって事業債の金利を確認するにすぎなかった。したがって、社債の金利は硬直的であり、事業債の発行条件の改定頻度は、例えば公定歩合の改定頻度よりも少なかった。このように、起債会の役割は一方で社債市場を通じて資金を基幹産業に重点的に配分する役割を果たすとともに、他方では人為的低金利政策の一環を担うという役割を果たしていたのである。

ところで、このようなマクロ的調整機能を担っていた起債会は、引受証券会社(証券大手四社)と社債受託会社(二〇数行の銀行)によって構成されていたが、ここでの主導権は「八行会」(興銀・三井・三菱・富士・住友・三和・第一・勲業)といわれる受託会社の代表であったと言われる。では、なぜ起債会では、本来的に引受リスクを負担し、発行会社に対してフィナンシャル・アドバイザー機能を果たすべき立場にある引受証券会社より受託会社のイニシヤティブが強く発揮されたのであろうか。その理由は、社債消化の中心が銀行消化であり、受託会社Ⅱ銀行は、社債市場における最大の投資家であったからである。たとえば、一九六〇年代の社債消化をみると、都長銀・地銀・信託の合計シェアはほぼ五〇%以上、場合によっては八〇%に達し、平均六三・四%となっており、銀行の比重が圧倒的に高いことがわかる。受託会社は社債市場の最大消化先であることを背景に起債会での強いイニシヤティブを行使し得たのである。このように銀行が社債の最大消化先であったことから、社債は融資の変形といわれたが、より正確に言うと、都長銀・地銀・信託といった多数の銀行を消化先に引き込んでいることから、協調融資の変形といえるべきであり、受託会社はその幹事行的な役割を果たしていたといえる。

逆に、引受証券会社は引受リスクを負担するといっても、銀行が多くを消化する以上、その引受リスクは小さく、また発行会社に対するフィナンシャル・アドバイザーとしての役割も、金利は硬直的であり、かつ起債額も格付けを基準として決定される以上、アドバイスの余地はほとんどなく、引受証券会社の引受手数料こそが「眠り口銭」と批判された<sup>(7)</sup>。そして、このような批判に対する証券会社側の対応が、公社債投信の育成や社債の個人消化促進策であり、これを通じて社債市場における証券会社のイニシヤティブを高めることが企図されたのである。したがって、一九七〇年代にはいって、社債の個人消化の比率が高まるとともに、社債市場の弾力化が進展し、金利決定の頻度が高まるとともに、発行会社の起債希望も完全に充足されるようになり、マクロ的な調整の

役割も低下するのである。

## (2) ミクロ的な役割

次に、社債発行に対するミクロ的な規制としての役割である。これは、受託会社が個別の発行会社の社債発行に深く関与したことを意味し、多くの場合引受主幹事証券会社よりもその関与度は強かったと思われる。それは、第一に発行会社が任命する受託会社は通常メインバンクであることによるものであり、融資、株式持ち合い、役員派遣といった関係を有するメインバンクの方が、前述のようにフィナンシャル・アドバイザー機能を喪失した引受幹事証券よりも発行会社に対して強い影響力を行使していたからである。そして、この影響力の行使によってときには個別企業の銀行ばなれを防ぎ、より間接金融偏重の負債構造を維持させることに結びついたと思われる。ただし、メインバンクが受託会社として社債発行に関与する際、法律的な手がかりとしたのが、募集の受託会社の作成する社債申込証である。ここには起債額や金利など発行条件が記載されることとなっており、この作成の際にメインバンクが関与する余地があるとされる。したがって法律的には募集の受託会社の設置は任意であるにもかかわらず、慣行として設置されてきたのである。これにかかわるものであるが、第二に有担保原則が維持されたことによつて、担保の受託会社は事実上強制設置であったことである。つまり、かりに発行会社が募集の受託会社を設置せずに社債発行を行うとしても、担保付である以上担保の受託会社は設置せざるを得ず、その際メインバンクを受託会社に任命することとなると思われる。したがって、銀行は無担保債の発行には強い抵抗を示し、そのため完全無担保普通社債が発行されたのは一九八五年であった。

## (3) 救済的役割

このように、ミクロ的には、メインバンクが受託会社となることで個別企業の社債発行に関与する一方、マクロ的には圧倒的な社債消化シェアを背景に受託銀行は起債会にイニシアティブをとってきたわけであるが、ここから受託銀行によるデフォルト債の一括買取処理という、いわば救済的役割が生じる。すなわち、社債受託会社は一方では、発行企業のメインバンクとして深くコミットしたと同時に、他方では協調融資の幹事的役割を果たしたといえる。ここでは、当然のことながら、融資においてメインバンクが果たしていた役割が社債市場においても貫かれる。つまり、融資の場合、メインバンクは相手先企業の破綻に際し、救済融資を行うなどして、他の協調融資の信用リスクを肩がわりするが、社債が協調融資の変形となることによつてその原則が社債にも貫かれたといえる。その際、受託銀行は肩代わりした信用リスクをできるだけ小さくする、すなわち回収率をできるだけ高めることを求めたわけであるが、そのためには会社を解散価値で処分する清算よりも会社更正を選択する必要があり、会社更正を速やかにおこなうためには、技術的には、社債権が個別分散しているよりも一手に取りまとめたほうが手続き上簡便であった。そこで、デフォルトの場合は、受託銀行一括買い取り後に会社更正法申請がなされたのである<sup>(8)</sup>。したがって戦後のメインバンク制の確立した後、このデフォルト債の買取処理方式が定着するのである。

## (5)

ここでの当初(一九五九年)の一般事業債の格付けは、A格・鉄鋼三社・東芝・日立など超一流企業債、B格・その他かなりの起債実績のある会社債、C格・これまであまり起債実績のない会社債および新顔銘柄などとされ、戦後復興

興期の一九四九年から一九五五年まで行われていた日銀の適格担保事前審査制度のもとで採用されていた格付けを踏

襲したものであったが、その後漸次整備され、一九六一年からは資本金・純資産額・起債残高によって、A格からD格までが決められるようになり、やがては配当率・純資産倍率などの質的基準も加えられた。そして、一九六三年には、A格：資本金六〇〇億円以上、純資産九〇〇億円以上、起債残高一五〇億円以上とされ、以下それぞれ、B格：三〇億円～四〇〇億円、四五億円～六〇〇億円、五～一〇〇億円（ただし、BからB<sub>g</sub>まで7つに細分される）、C格：二〇億円～三〇億円、三〇億円～四五億円、五億円以上、D格：二〇億円未満、三〇億円未満、五億円未満といった基準が定められた。さらに、一九六六年からは、資本金・純資産という量的基準のほか、配当率・純資産倍率・自己資本比率・使用総資本利益率などの質的基準が加えられ、また一九七二年には量的基準は純資産に一本化された。また、起債会という名称は、当初は「起債打ち合わせ会」といわれていたが、その後一九六八年から「起債会」と称されるようになった。

(6) ただし、これら銀行も消化した社債を日銀担保にしていることで日銀信用を引き出しており、その意味では銀行の社債消化も大蔵省・日銀の金融政策に影響されざるを得ず、起債会は大蔵省・日銀のリモートコントロールを受けていたといえる。

(7) とくにこのような批判が強かったのは、一九五〇年代前半であり、引受手数料も一九五〇年一〇月では三円であったのが、一九五六年四月には一円六〇銭にまで段階的に引き下げられている。

(8) 会社更生法申請のための必要性から一括買取りがなされたような説明があるが、それは逆であるといえる。実際、会社更生法申請がなされなかった場合（一九六九年明治鉱業）でも、受託銀行は買取り処理をおこなっている。

### 3 既得権益としての受託制度

このように社債受託制度は社債市場に対して、マクロ的かつミクロ的な調整機能を果たしたわけであるが、この役割は一九七〇年代後半から徐々に低下していったと思われる。そして、その背景として、第一に一九七五年以降の国債大量発行によって金利自由化が進展したために、硬直的な金利体系が崩れ、人為的低金利政策の一環としての起債調整もその役割を終えたこと、第二に七〇年代には個人消化、続いて八〇年代には機関投資家消化が進展したことによって、起債の量的調整の必要性が低下したこと、第三に低成長期の経済のソフト化・サービス化によって、基幹産業が多様化し、重点的資金配分政策の役割が終わったこと、などが挙げられる。その結果、一九八〇年代には受託制度は単なる受託銀行の既得権益に過ぎなくなったといえる。

その際、既得権益とされるものは、第一に高率の手数料である。いわゆる受託手数料とされるものは、当初経費としての受託手数料、期中経費としての信託手数料、元金償還手数料および利金支払手数料からなっているが、これらの手数料は一九五六年六月から一九八五年四月に元金償還手数料が一〇銭（一〇〇円につき、以下同じ）引き下げられるまでいずれも一度も変更されておらず、それぞれ三〇銭（当初のみ）、二五銭（毎年）、五〇銭（償還時のみ）、一円三〇銭（毎年・対利金額）に固定されていた（他方引受手数料は、当初経費のみであり、一九七九年当時七年債で一円八〇銭であった）。ちなみに、発行会社が仮に七年債一〇〇億円（利率七％）を発行すると、受託銀行に支払う手数料は合計三億一八〇〇万円となり、年平均四五四三万円余りとなる。すなわち、発行者コストが〇・四五％以上も上乗せされたことになる。このため、やがて発行会社側からこの高率の手数料に対して批判が加えられることになるとともに、実際八〇年代半ばからは国内の受託制度が適用されないユーロ市場へと起債がシフトしたため、国内発行が低迷し、また受託会社側も一九八五年四月に利金支払い手数料を約五

○%引き下げるなどの措置をとるとともに無担保社債発行規制緩和で信託報酬手数料のディスカウントを行うなどしたことから、全体の受託手数料収入も減少したと推測される。したがって、高率の手数料という既得権益も徐々に低下していったと思われる。

そこで、第二に取引材料としての価値が浮上してくる。すなわち、八〇年代後半から金融制度改革論議が盛んになってくるが、そこでの中心的テーマの一つが専門金融機関のあり方をめぐるものであり、とくに地盤低下しつつある長信銀対策であった。しかし、この解決には業態間の垣根問題が横たわっており、大蔵省主導の裁量行政のもとで、業態間利害調整が図られたが、その決着は周知のように容易ではなかった。その際、従来業務において地盤低下が進行しつつある長信銀は、新規分野への参入のための交渉材料として受託制度改革を最大限利用し、そのためにこそ収益性の乏しくなった受託制度に最後まで固執したと思われる。したがって、受託制度改革が行われたのは、九三年商法改正であり、まさにこの時子会社による証券参入という形で金融制度改革が決着し、その参入の第一陣として長信銀が証券参入することになったのである。

(9) ただし、元金償還手数料と利金支払手数料のうち、証券会社の窓口取扱分については、証券会社の受取となるが、これについては相対的に小さなものにすぎない。

※本稿を作成するにあたり、篠秀一氏(元山一証券)および後藤猛氏(同)からご教示を頂きましたことを記して感謝いたします。