

はじめに

前回のレポートでは、かつての社債受託制度の役割を法律的側面と経済的側面から検討した上で、その役割が低成長期に入って徐々に低下し、銀行の既得権益化したことを考察したが、今回はこの社債受託制度が九三年の商法改正によって改革されるに至る経緯を考察する。したがって、本稿では、まず金融自由化の進展によって社債制度改革の基盤が芽生え始めたにもかかわらず、有効な改革がなされなかったために、八〇年代に国内普通社債市場の空洞化といわれる事態が生じたことを考察し、金融制度改革が九二年に子会社相互参入という形で決着を見たことが契機となって、九三年の社債受託制度改革がなされたことを確認する。

(1)

1 金融自由化の進展

一九七三（昭和四八）年の石油危機を契機とした高度成長の終焉とともに、積極財政政策が採用され、一九七五（昭和五〇）年以降大量の国債が発行されるわけだが、このような国債大量発行は、国債の発行・流通市場を拡大させ、発行条件の弾力化をもたらし、すなわち、一九七八年六月に公募入札制が導入され、二年物・三年物の中期国債が公募入札方式によって発行されることとなった。そして、このような国債の起債条件弾力化は長期金利相互間の利回り格差を縮小させると同時に、国債の起債条件が頻繁に変更されることによって、国債応募

者利回りが金融債または事業債のそれを上回る事態を生じさせたため、従来の人為的規制金利体系そのものに大きな衝撃を与え、長期金利全体の自由化が推進されることになる。

他方で、国債大量発行は短期金融市場の拡大ないし自由化をも促進した。巨額の国債保有の重圧から、金融機関は国債の売却制限緩和を要求し、一九七七年三月に売却禁止の緩和がなされたが、これによって利付国債の売買高が大幅に拡大するとともに、①現先市場の拡大、②譲渡性預金（CD）の発行の開始、③コール市場、手形市場の自由化の進展、④中期国債ファンドの導入、など短期金融市場全体に波及的な影響をもたせた。

これらの金利自由化は、さらに銀行・証券分離規制、長短分離規制、信託分離規制などの業務分野規制をも実質的に緩和し、自由化の促進要因となった。第一に、現先取引の拡大は企業の銀行離れを促進したため、銀行・証券分離の垣根を証券側から崩すものとなり、第二に都銀のCDの導入（一九七九年五月）は、現先市場拡大に対する銀行側の対応であり、第三に中期国債ファンドの導入は、実質的には自由金利の要求払預金であり、銀行預金と競合するものであった。そして、第四にその対抗策として、銀行は期日指定定期預金、信託銀行は新型貸付信託（ビッグ）、また長期信用銀行は新金融債（ワイド）を創設した。さらに、第五として国債窓口販売が一九八三年四月、国債ディーリングが一九八四年六月から開始され、銀行・証券の垣根の一端が制度的にも撤廃されることとなった。

(2)

このように金融自由化は、国債大量発行という国内的要因によって推進されていくのであるが、一九八四年の日米円・ドル委員会以降はさらに対外的要因が強まり、すでに進行していた内外遮断の自由化をもいっそう促進することとなる。日米円・ドル委員会以降の金融自由化の進展をみると、為替先物取引の実需原則撤廃および円転換規制撤廃をはじめとして、一連のユーロ円市場の自由化が進展するとともに、いわゆる「アクション・プロ

グラム」にもとづいて、預金金利自由化も推進されている。

このような国債大量発行以降の一連の金融自由化の進展のなかで、社債市場の自由化も早い段階から注目され、一九七七年に証券取引審議会が報告書「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」を提出している。この報告書は、当時の国債大量発行という事態に対応する政策提言として発表されたものであるが、公社債市場の制度的状況が国際化などの客観情勢の変化に合致した動きを示していないとの基本認識が示され、問題点として①発行条件と流通利回りの乖離、②流通市場の拡大の阻害、③投資家保護制度の確立していないこと、が挙げられている。そして、具体的な改革案として、①起債会の廃止、②引受における四社寡占の是正、③債券種類の多様化、④無担保社債への対応、⑤格付け機関の導入、など大胆な内容を盛り込んだものとして注目された。

しかし、このような提言にもかかわらず、その後の社債制度改革は、長期債の年限多様化やワラント債の導入以外、ほとんどみるべき改革はなされなかったといえる。その最大の要因は、これらの改革案の多くが社債受託制度と抵触することになるからである。すなわち、起債会の廃止はまさに社債受託制度の根幹を揺るがすことはいまでもなく、無担保債の拡大も、担保の受託会社を不要とするため実質的には受託手数料の引き下げとなり、また格付機関の導入も、単に起債会格付けに抵触するだけでなく、物的担保力以外の企業評価基準を導入することによって、有担保原則に変更を迫るものとなりえるからである。したがって、国内社債市場は次にみるように空洞化していく。

(3)

2 国内普通社債市場の空洞化とその対応

このように社債制度改革が進展をみない間に、国内普通社債市場は一般事業債の起債が海外、特にユーロ市場にシフトしていく傾向を顕著に示し、「国内普通社債市場の空洞化」といわれる事態が生じた。具体的には、一九八四年度から海外発行が国内発行を上回りはじめ、一九八七年度のみをわずかに例外として、一貫して国内発行を上回っている。特に、一九八四年に外国為替の「実需原則」が撤廃され、一般企業のスワップ取引が認められたことよって、極めて低コストでの資金調達が可能となり、一九八四年から八五年にかけて海外起債ラッシュが生じた。そして、それにともない一般企業の国内普通社債発行は、それまで一〜二%程度を推移していたものが、一〜二%程度の低水準となった。さらに、一九八六年度には低利スワップと日本株の先高期待から海外ワラント債の発行急増が生じるとともに、株価上昇を背景とした国内転換社債発行が急増し、一九八六年度の両者の合計比率は六三・〇%を占めたが、一般企業の国内普通社債発行は以前と同様の低水準であった。このような国内市場の空洞化の原因について、内外金利差の発生、スワップ取引の技術的向上、エクイティ関連の資金調達の増加など、国内普通社債よりも低コストの資金調達が可能になったことも指摘できるが、制度的な要因としては、前述したように社債制度改革の成果が乏しく、国内発行が相対的に高コストとなったことが指摘できる。とくに、社債受託関連の手数料は、海外発行の場合、不要ないし割安であったため、相対的に低コストの資金調達が可能であった。

(4)

このような事態をうけて、一九八六年二月、証券取引審議会は「社債発行市場の在り方について」と題する報告書を発表した。この報告書では、一九八四年五月の日米円・ドル委員会報告による為替管理の自由化以降の普通社債市場の低迷の要因として、①海外市場に比べて制度・慣行面での制約が多い、②発行条件の弾力化が不十分、③有担保原則、④月末一括起債および幹事持ち回りを指摘し、具体的な改善策として①有担保原則の見直し、②起債方式の改善（プロポーザル方式の導入、発行時期の弾力化）、③受託制度の明確化、④引受業務のあり

方の改善（幹事持ち回りの解消など）、⑤社債多様化の推進（償還期間・方法の多様化など）、⑥社債発行限度規制の見直し、など包括的な提言を行っていたため、以後の社債制度改革の指針となるものであった。

この報告書で示された改善策のうち、最も注目されるのは、プロポーザル方式であるが、この方式では、起債時期および発行条件を決定する際に、発行会社と証券会社が個別のかつ競争的に交渉を行う方式であり、具体的には①起債に先立って発行会社は証券各社から発行条件などに関する提案書（プロポーザル）の提出を求め、②発行会社はこのプロポーザルおよびその他の事情も勘案して主幹事を決定し、③主幹事は幹事団を代表し、あるいは単独で、発行会社と発行条件を協議、決定し、そのもとで引受シ団を招聘・編成するという方式であり、一九八七年五月発行のNTT債を第一号として、一九八八年四月には全銘柄に拡大された。

この方式は、従来固定的であった主幹事決定に競争原理を導入することで、発行条件を弾力化し、さらには発行市場を活性化するものとして発行会社から歓迎されたが、他方で引受証券会社サイドでは主幹事獲得競争が過熱化し、主幹事獲得のために販売可能な限界的な条件、さらには引受手数料の吐き出しを前提にした水準の条件の提示が続出し、値引き販売が横行した。そのため新発債は発行後に値崩れし、流通市場への悪影響が問題視されるに至った。このような市場実勢を無視した条件設定に対して、まず簡保・共済などの投資家サイドからの批判が高まるとともに、発行会社からも引受手数料に対する引き下げ要請が行われた。これは、当時高率とされた受託手数料に対する引き下げ要請と軌を一にしており、調達コストの引き下げを意図しているが、実質的に値引き販売の原資となっている引受手数料を引き下げることによって、流通市場での値崩れを防ぐという意図もあったといわれている。このような事態を受けて、大蔵省も一九九一年四月大手証券四社などに対し、公募事業債の引受価格を大幅に下回る価格での販売を自粛する旨の口頭指導「事業債引受条件適正化指導」を行ない、またプ

ロポーザル方式自体にも改善が加えられたが、プロポーザル方式の下では、市場実勢を無視した条件設定は改善されず、値引き販売や主幹事以外の各社が主幹事に対して売り向かう方法が横行し、結果的に一九九一年、値引き販売を行わないことを条件とした引受方式である、均一価格販売方式が導入されることになる。

このプロポーザル方式は、発行条件の市場実勢化という点では、明らかに問題があったが、これによって従来の起債会方式は廃止され、受託制度による起債のマクロ的調整に終止符が打たれたとされている。ただし、プロポーザル方式の導入の背景を考えると、証券会社側にとつては、引受競争激化という代償を払うことによって、起債会の影響力を排除し、起債市場でのイニシヤティブを回復するという狙いがあり、また受託銀行側にとつては、起債会方式を手放すという代償を払うことによって、社債受託制度の明確化という論点を回避する狙いがあったものと思われる。したがって、プロポーザル方式の導入は、引受証券会社と受託銀行双方の思惑の交差した妥協の産物であったが、起債市場における起債会の影響力の排除という点については、すでにこの時点で起債調整は終わり、起債会方式は実質的にマクロ的調整の役割を終えていたことを考えると、それは形式的なものに過ぎず、むしろプロポーザル方式の導入によって、社債受託制度の明確化という論点が回避されたという点において、大きな課題を残すものとなった。

3 社債発行限度規制と社債受託制度

このように、社債受託制度の明確化を正面から改革の課題として議論の俎上に載せることは回避されたわけだが、それは偶然の産物ではなく、受託銀行が意図的にこれを回避したことを示すのが、社債発行限度枠規制緩和をめぐる一連の動きである。

まず、社債発行限度枠規制とは、社債発行会社の社債発行に対して限度を設ける商法上の規制であり、一社の発行する社債の合計額の上限規定であった。そして、九〇年改正以前の商法では、この社債発行限度について、「資本及準備金ノ総額」または「純資産額」のいずれか少ない額を越えて発行することはできない、と定められていたため、かなり厳しい規制となっていた。そこで、旧来よりこの二重の制限については議論があったが、その後純資産額一本にすべきとする見解が有力となり、實際後述するように、九〇年の商法改正もこの方向で行われた。さらに付け加えると、そもそも社債発行限度を法的に規制する諸外国の例はそれ程多くなく、特に新しい立法例はないといわれるように、この規定自体が世界的に見て異例なものであり、そのため日本の商法が社債発行限度枠を規制する必要の有無自体を疑問視する見方も強まってきた。

実際、この規定は一般の株式会社については、七七年の「社債発行限度暫定措置法」によって担保付社債、転換社債および外債に限って、商法限度の二倍に拡大されており、さらに電力会社については、八五年の特例法によって商法限度の六倍に拡大されており、産業界の要請に突き動かされる形で、漸次緩和が進んでいたのである。そして、この規制見直しは、前述のように八六年の証券取引審議会報告の改善案にも盛り込まれていたが、他方で八七年から法務省の法制審議会商法部会・社債法小委員会でも論議され、ここでは単に社債発行限度規制だけでなく、「社債法全面見直し」という観点から論議された。というのは、社債法見直しという議論はかなり早い段階から法学者をはじめ各方面で論議されていたからである。⁽¹⁾そして、法務省は、この社債法小委員会での検討結果を踏まえ、八九年七月、社債法改正について、社債発行限度規制の撤廃や受託制度の見直しを含む改正案をとりまとめた。その改正案の内容は、①社債の発行限度枠を段階的に撤廃する、特に優良会社については当初から枠を撤廃する、②受託会社の法的権限は元利息を受領するのに必要な権限に限定する、という相当大胆なもので

あった。さらに、その後も法務省は社債法小委員会を開いて検討を重ね、九〇年二月一四日、社債発行限度枠についての商法改正要綱案が固められた。それによれば、社債発行限度枠の基準は純資産額に一本化され、転換社債に加え、ワラント社債についても、基準の二倍までの発行が認められる、というものである。そして、この要綱案は四月一七日に衆議院に提出、可決されたが、その一方で、受託機能の見直しについては、なら進展を見ることがなく終わった。つまり、この背景には、「受託銀行の抵抗が強く前進できなかった」⁽²⁾ため、社債法全面改正は断念し、審議内容を社債発行限度枠の問題に限ることとしたという経緯があった。すなわち、当初受託銀行側は、前述の社債法等研究会のまとめた「社債法改正試案」(一九八六年六月)の中で、社債発行限度規制を撤廃した場合、過剰起債の抑制を担保面の制約とディスクロージャーの強化だけで確保し難いという理由で、撤廃を時期尚早とし、限度枠撤廃に強く反対していた。⁽³⁾それにもかかわらず、この商法改正で社債発行限度枠緩和が実現した背景には、日本興業銀行を中心とした受託銀行側が、発行限度枠緩和で譲歩するのと引き換えに社債受託制度の見直しに関する法改正を回避したことがうかがえる。いわば、社債発行限度枠緩和は、社債受託会社の役割の明確化を回避し、この既得権益を維持するための交換材料とされたといえる。

(1) 例えば、法学者の間では、商法・担保付社債信託法および証券取引法における社債に関する諸規定間で重複ないし矛盾があることが従来から指摘されており、その整備のための社債法改正が論議されていた(例えば、田瀬吉男「社債法の問題点」、『ジュリスト』、一八号、一九五二年、渡辺省吾「社債をめぐる法制上の諸問題」、『商事法務研究』、三九号、一九五六年、鴻常夫「社債法」、『有斐閣』、一九五八年、七五七―七六六ページ、などを参照)。また、法務省では、一九六一年に経済関係団体に対して社債法の改正に関する意見照会を行っており、これに対して関西経済連合会、全国銀行協

会、公社債引受協会、東京商工会議所から社債法の広範な改正を望む意見書が提出されている。さらに、このような動きをうけて受託銀行側は、一九七〇年法学者および法務省担当官を集めて「社債法等研究会」を設立しているが、これは日本興業銀行と関連の深い河上記念財団の援助によるものであった。

(2) 「日本経済新聞」、一九八九年二月一日。

(3) この試案では、受託会社のあり方については、「実務との関係が深く、また業法的色彩がも有するため、その改正は慎重に行う必要がある」として基本的な論議を避けている。

4 金融制度改革と銀行系証券子会社の参入

第一節でみたように、金融自由化の進展によって、銀行・証券間の業際問題が浮上してくるとともに、銀行業内部においても従来の専門金融機関制度の存在意味が問われるようになった。すなわち、長短分離原則、信託分離原則の見直しである。そして、一九八〇年代後半以降の金融制度改革論議では、これら既存の分離原則の見直しが絡み合つて展開されるとともに、新規業務や新金融商品をどの領域に組み込むかという作業が並行的に行われることになる。

さらに、これら分離原則については、制度上はそれが従来通り維持されつつも、実質的には形骸化している状況が金融自由化以前から随所に存在していた。とくに、長短分離原則については、長期金融に対する運用面での規制はなく、すでに都銀は一九七〇年代から長期貸出の比率を高め、逆に長期信用銀行は短期貸出の比率を高めていた。すなわち、高度成長期以後、大企業の長期設備投資が傾向的に減退する中で、金融資産蓄積を背景に貸出し余力を高めた都銀が長期貸出に進出したため、長信銀にとって長期貸出が独壇場ではなくなつていったのである。

ある。

金融制度改革論議の具体的な進展は、一九八五年一〇月金融制度調査会が専門金融機関制度の検討を開始したこと始まり、「専門金融機関制度のあり方について」と題する報告書が一九八七年一二月に公表された。ここでは長期信用銀行制度、信託銀行制度、外国為替専門銀行制度および相互銀行制度について見直しの可能性のみが示唆されているにとどまっているが、その後一九八九年五月に中間報告が発表され、ここでは業態間相互参入について、いわゆる「五つの方式」が提示され、このうち問題の少ないものとして、業態別子会社方式と特例法方式があげられている。さらに、一九九〇年六月には第二次中間報告が発表され、ここでは業態別子会社方式が最も望ましいとされた。最終的には、一九九一年六月金融制度調査会制度問題専門委員会は「新しい金融制度について」と題する報告書を提出し、また五月に証券取引審議会基本問題研究会も「証券取引に係る基本的制度のあり方について」と題する報告書を提出した。そして、いずれの報告書も銀行、証券、信託銀行がそれぞれ各業務へ、業態別子会社方式を主体とした方法で相互に乗り入れることを提言している。その結果、金融制度改革関連法案が議会で提出され、一九九二年六月成立、一九九三年四月施行され、証券子会社として興銀証券、長銀証券、農中証券が設立された。また、信託銀行子会社としては、証券大手四社と東京銀行のそれが設立された。

この金融制度改革論議の展開を具体的にみると、そこでの論議は国際性、利用者利便、金融秩序の維持を標榜していたが、その基本が専門金融機関、すなわち長信銀対策であることは明らかである。つまり、すでに長短分離原則は運用面では都銀の趨勢的な長期貸出の比率増加、調達面では各種新金融商品、さらに都銀の長期預金との競合のなかで事実上崩れ、その固有の存立意義を失いながらも、支店網の制約によって都銀と同一条件では競争できない状況におかれていた。そこで、裁量行政を維持しながら金融自由化を推進していた大蔵省は、各業態

内の既得権益の再配分という形で調整を行った。すなわち、まず長信銀側には証券子会社設立を認可し、逆に証券側には信託銀行子会社設立を認可することによって利害調整を図った。その際、証券子会社の業務範囲は、大手証券会社と競合関係になる債券引受業務などに限定され、中小証券会社の経営に直接影響する株式ブローカー業務などは認められず、さらにファイア・ウォールも設けられた。また、信託銀行子会社の業務範囲からは貸付信託、年金信託、合同運用指定金銭信託、特定金銭信託、特定金外信託などが除かれ、既存の信託銀行との妥協が図られた。これは利害調整を最小限にとどめるための措置であったといえる。

5 九三年商法改正と受託銀行

前述のように、金融制度改革が業態別子会社方式で決着し、一九九二年六月金融制度改革関連法が成立した。そして、日本興業銀行、日本長期信用銀行および農林中央金庫の証券子会社が参入第一陣となることが決定したわけだが、これは金融制度改革が長信銀対策であったことを端的にあらわしているが、他方で一九九三年六月商法改正が行われ、懸案となっていた受託会社のあり方が明確化された。この法改正によって、社債募集の受託会社は社債管理会社と改称され、その役割も発行事務代行業務と発行後の管理業務に分けられた。すなわち、社債管理会社は社債権者保護を確実にする役割に純化・再編され、かつて受託会社が行ってきた、社債申込証の作成、払込金の徴収などの発行事務代行業務は本来業務ではないとされ、また発行会社に対する助言的役割やデフォルト債の買取なども法律上予定しないものとされた。したがって、発行事務代行業務は、銀行・証券の相乗り分野であることが明確化され、競争促進による手数料引き下げが可能となると同時に、銀行が受託業務を通じて個別の発行会社の社債発行に関与するという従来の役割に終止符が打たれたわけである。かつて社債受託制度には、

マクロ的役割、ミクロ的役割、さらに救済的役割があったことを指摘したが、この改革によってそのすべての役割が終わり、新たに社債権者保護という役割に特化したものとなったといえる。その意味で、受託銀行はかつての既得権益を放棄したわけだが、その大きな要因は証券分野への新規参入であり、とくに社債引受業務への参入であった。したがって、法務省社債法小委員会の審議において受託会社のあり方を明確化する方向で検討が進められ始めたのが、一九九一年になってからといわれているが、これは金融制度改革が証券業務への子会社方式で参入という形で具体性を帯びてきたのとまさに軌を一にするものであった。受託銀行による既得権益の放棄は、新規業務分野の獲得をにらみながら行われたのである。

(4) 「法制審議会商法部会社債法小委員会における社債関連法改正の検討状況」、「商事法務」、一九九一年七月五日、参照。