

社債受託制度の歴史的沿革と役割の変化

松 尾 順 介

要 旨

従来の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、80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。とくに、この役割は高度成長期において典型的に表れていたといえるが、社債受託制度自体は歴史的に形成されてきたものであり、それぞれの歴史的段階で異なる役割を果たしてきたといえる。したがって、本稿では社債受託制度の導入から高度成長期までの歴史的沿革をたどりながら、その役割を考察し、最後に社債受託制度が低成長期にはいつて徐々にその役割を終えたにもかかわらず、この制度が維持され、受託銀行の既得権益化したことを示唆する。

目 次

はじめに

I. 担保付社債信託法の制定と社債受託制度の導入

1. 担保付社債信託法制定の背景
2. 担保付社債信託法の制定
3. 担保付社債の登場と外資導入
4. 1911年の商法改正
5. 導入期の受託制度の役割

II. 「社債浄化運動」と社債受託制度の確立

1. 社債発行の拡大と社債デフォルトの多発
2. 銀行優位の引受機構の確立と社債浄化運動
3. 社債浄化運動と有担保原則

4. 社債浄化運動の動揺と証券会社の対応

5. 受託制度の確立とその役割

III. 戦時統制による社債受託制度の強化

1. 統制経済と臨時資金調整法
2. 起債統制と起債計画協議会
3. 統制下の起債市場
4. 商法改正と社債受託制度の強化
5. 戦時統制期における社債受託制度の役割

IV. 戦後復興期における社債受託制度の存続

1. 戦後混乱機の起債市場
2. 起債市場の再開

3. 日銀信用の膨張と金融機関の社債消化
 4. 証券取引法の公布と引受機構の変貌
 5. 受託制度の存続
 6. 戦後復興期における社債受託制度の役割
- V. 高度成長期における社債受託制度の役割

1. 高度成長期の社債市場
 2. 社債受託制度の法律的規定
 3. 経済的な役割
 4. 既得権益としての受託制度
- VI. 小括

はじめに

従来の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、80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。とくに、この役割は高度成長期において典型的に表れていたといえるが、社債受託制度自体は歴史的に形成されてきたものであり、それぞれの歴史的段階で異なる役割を果たしてきたといえる。したがって、本稿では社債受託制度の導入から高度成長期までの歴史的沿革をたどりながら、その役割を考察し、最後に社債受託制度が低成長期にはいって徐々にその役割を終えたにもかかわらず、この制度が維持され、受託銀行の既得権益化したことを示唆しておく。後の章で触れるように、この制度の既得権益化は、結果的に80年代国内企業の普通社債発行のユーロ市場シフトを促し、「国内普通社債市場の空洞化」といわれる事態を惹起する大きな要因となるのである。

I. 担保付社債信託法の制定と社債受託制度の導入

1. 担保付社債信託法制定の背景

社債受託制度を法的根拠は、担保付社債信託法と商法であるが、まずこの担保付社債信託法から見てみよう。

1905(明治38)年の担保付社債信託法制定の背景として、日清戦争後の外資導入の必要性の高まりが挙げられるが、それは同時に日本興業銀行設立の背景でもあり、この両者は同一の歴史的・金融的背景のもとに現われてきたといえることができる。日清戦争後の国内産業の興隆そして軍備拡張・大陸進出のため、わが国は資金不足の状態にあり、国内の資本蓄積だけでは不十分で、官民ともに外資導入の期待が強かったことが指摘されている¹⁾。そして、特に日清戦争後の景気過熱の反動として生じた1898(明治31)年恐慌の打開策として、「外資導入による公債償還」という民間案が出されたり²⁾、また鉄道会社を中心に外資導入を計画する動きもあったが、実現するまでには至らなかった³⁾。

そこで外資導入の機能を担う機関を設立するため、民間有力者の団体「日本興業銀行期成同盟会」は、1899(明治32)年「日本興業銀行法案」を第13回帝国議会に提出した。同法案の要点は、外資導入の「中央機関」を作り、それに国家信用、つまり政府保証を付するというもの

であった。しかし、これに対し政府は政府保証の点で難色を示し、「動産銀行法案」を同議会に提出した。その後、これら法案の審議中に衆議院は解散となり流産となった。そして、次の第14回帝国議会において、政府は前回と同内容の「日本動産銀行法案」を提出し、まず貴族院は同法案を上程したが、委員会は「日本勸業銀行」を「日本興業銀行」に改め、先の政府保証の問題を別個の法律において定めるべく但書を付した。そのため、外資導入の際の政府保証の問題は先送りされた形となったが、1900（明治33）年「日本興業銀行法」が成立し、1902（明治35）年から営業を開始した⁴⁾。つまり、日本興業銀行の設立の目的は、第一に無統制の外資導入や外国の金融の勢力の介入を排除しつつ、外資導入を促進すること、第二に当時アメリカで発展していた信託業務を日本に輸入移植すること、にあったといわれている⁵⁾。

しかし、設立当初の日本興業銀行の業務は、（1）国債証券、地方債証券、社債券及株券ヲ質トスル貸付、（2）国債証券、地方債証券、社債券ノ応募又は引受、（3）預り金及保護預り、（4）地方債証券、社債券及株券ニ関スル信託ノ業務、とされ、「その設立目的ないし性格が必ずしも十分に明確にされたわけではなかった」といわれている⁶⁾。つまり、設立以降度々の法改正を経て、その目的業務が明確化していくといえる。

2. 担保付社債信託法の制定

この日本興業銀行法は、1905（明治38）年には早くも最初の法改正が行なわれ、（1）新たに「有価証券担保手形割引」および「財団担保貸付」を加える、（2）信託業務の範囲を拡張し一般信託業務とする、（3）外国における債

券の発行に関する第14条但書を削除する、などの点で改正をみた⁷⁾わけであるが、同じ第21回帝国議会では、工場抵当法、鉄道抵当法、鉱業抵当法と並び、担保付社債信託法も成立している。

担保付社債信託法がこの時期に制定された直接的動機は、日露戦争および戦後における外資導入促進であったと指摘されているが⁸⁾、同法が日本興業銀行法改正や各種抵当法と同時に制定されたことは注目すべき点であろう。つまり、これら諸法の改正や制定の目的は、外資導入のための法的整備という点で一致しているのである。これらの抵当法のうち例えば鉄道抵当法は、鉄道財産を統一体のまま抵当権の目的物とし、それによって外資導入を図るべく制定され、他方担保付社債信託法はそうにして設定された担保権を不特定多数の社債権者がいかにして実行するかという問題を、信託法理を導入して解決すべく制定されたとされている⁹⁾。

担保付社債信託法は、9章120条から成る詳細なものであり、「英米法と大陸法を巧みに融合したもの」¹⁰⁾といわれている。大陸法からは社債権者集会の制度を導入し、英米法からは信託法による担保の受託会社の制度を導入したわけである。つまり、担保付社債信託制度とは、社債に担保を付してその償還を確実にし、社債権者保護を図ろうとする際、社債発行会社が社債権者のために担保権を設定し、それを信託会社（受託者）に信託する制度である。したがって、本来この業務を営むのは信託会社であるはずであるが、当時のわが国に信託会社は存在していなかったため、その受託者を資本金100万円以上の大銀行に限定（同法第6、7条）し、かつ免許制（第5条）とした。そのため、この業務を営みうるのは日本興業銀行のほか民間有

力銀行に限られることとなった¹¹⁾ (第1表参照)。とくに日本興業銀行は、前述のようにその設立目的に信託業務の移入があり、さらに1905 (明治38) 年の同行法改正によって、「担保付社債ニ関スル一切ノ取扱ヲ為シ又ハ債務ノ保証ヲ為

スコト」(第39条3)と改正されたことから、担保付社債信託の発展にとって重要な役割を担うこととなったのである¹²⁾。

第1表 担保付社債の信託事業の免許取得状況 (1905年～1926年)

年	年末現在総数	新信託会社名	摘要
1905 (明治38) 年	2	5月 日本興業銀行 (特別法), 7月 安田銀行	
1906 (39)	2	—	
1907 (40)	2	—	
1908 (41)	3	10月 第百銀行	
1909 (42)	4	5月 北浜銀行	
1910 (43)	4	—	
1911 (44)	5	8月 三井銀行	
1912 (45)	6	3月 三十四銀行	
(大正1)			
1913 (大正2) 年	7	4月 加島銀行	
1914 (3)	10	2月 川崎銀行, 3月 台湾銀行 (特別法), 8月 丁酉銀行	
1915 (4)	10	—	
1916 (5)	12	5月 北海道拓殖銀行 (特別法), 浪速銀行	
1917 (6)	15	3月 百三十銀行, 9月 近江銀行, 10月 藤田銀行	
1918 (7)	21	3月 十八銀行, 朝鮮銀行 (特別法), 4月 第一銀行, 6月 大阪野村銀行, 8月 山口銀行, 朝鮮殖産銀行 (特別法)	
1919 (8)	21	4月 神田銀行	北浜銀行は摂陽銀行と改称, 十八銀行は信託会社を中止
1920 (9)	21	3月 日本信託銀行, 十五銀行	丁酉, 浪速両銀行は十五銀行と合併
1921 (10)	21	—	
1922 (11)	21	—	
1923 (12)	21	5月 住友銀行	百三十銀行は安田銀行と合併
1924 (13)	27	3月 芸備銀行, 4月 三井, 東京, 国際, 関西各信託, 6月 済生信託, 7月 織田信託	十五銀行は信託会社を取消
1925 (14)	29	5月 共済信託, 8月 住友信託	
1926 (15)	30	11月 大正, 加島両信託	共済信託会社は安田信託会社と改称, 東京信託は信託会社を中止

資料：日本興業銀行『本邦社債略史』

出所：大蔵省証券局「わが国公社債市場小史」,『調査時報』, No 3, 1973年, 32ページ。

ただし、西暦を加えた。

3. 担保付社債の登場と外資導入

このようにしてわが国に担保付社債が導入されたのであるが、日本興業銀行の受託率はきわめて高かった（第2表参照）。しかし、社債に占める担保付社債の比率はむしろ低かったといえる（同表参照）。そして、このように担保付

社債の発達が進まなかった理由として、「投資家が無担保社債即優良社債、担保付社債即不信用社債の観念を抱いた為」¹³⁾であるといわれている。

他方、懸案の外資導入については、わが国最初の外貨社債として1906（明治39）年1月北海道炭礦鉄道が100万ポンドの英貨建担保付社債

第2表 担保付社債発行高および受託比率

（単位：千円，％）

年	事業債発行額	うち担保付（比率）	受託比率		
			興銀	安田	その他
1906（明治39）年	33,136	21,726（65.6）	54.1	9.2	ローディベンチャー（36.7）
1907（40）	50,492	5,000（9.9）	100.0	—	—
1908（41）	42,985	750（1.7）	46.7	53.3	—
1909（42）	10,563	4,775（45.2）	89.5	—	北浜（10.5）
1910（43）	37,125	18,775（50.6）	84.0	16.0	—
1911（44）	73,323	8,050（11.0）	—	83.9	北浜（16.1）
1912（45）	15,650	4,825（30.8）	60.6	39.4	—
（大正1）					
1913（大正2）年	38,504	9,150（23.8）	98.4	—	三十四（1.6）
1914（3）	6,961	100（1.4）	100.0	—	—
1915（4）	48,988	17,740（36.2）	18.6	9.0	台湾（29.0）三井（25.3） 三十四（16.9）加島（1.1）
1916（5）	47,860	20,080（42.0）	34.8	30.6	三十四（32.9）北拓（1.7）
1917（6）	57,606	1,109（1.9）	—	19.4	三十四（80.6）
1918（7）	78,539	12,700（16.2）	47.2	25.2	三十四（27.6）
1919（8）	141,669	31,500（22.2）	98.4	—	朝鮮殖産（1.6）
1920（9）	144,780	25,000（17.3）	46.0	40.0	朝鮮（4.0）
1921（10）	227,750	53,850（23.6）	29.7	29.7	百三十（13.0）三井（9.3） 神田（9.3）朝鮮（5.9） 三十四（3.0）
1922（11）	216,280	7,500（3.5）	20.0	—	神田（80.0）
1923（12）	298,510	40,700（13.6）	26.4	12.3	三十四（20.9）神田（14.1） 大阪野村（14.0）
1924（13）	426,440	127,940（30.0）	50.1	13.1	神田（15.2）三十四（6.6） 大阪野村（6.4）三井信託（2.7） 山口（2.0）三井（1.7）
1925（14）	583,614	182,055（31.2）	38.0	6.3	三井（21.7）三井信託（17.0） 神田（6.9）大阪野村（10.8） 三十四（3.8）朝鮮（2.7） 織田信託（2.1）
1926（15）	524,224	123,400（23.5）	43.4	—	三井信託（28.8）神田（8.1） 朝鮮殖産（7.3）大阪野村（5.9） 安田信託（2.1）朝鮮（2.0） 関西信託（2.0）

資料：『本邦社債略史』、『日本興業銀行50年史』

出所：前掲、「わが国公社債市場小史」，33ページ。ただし、西暦を加えた。

を日本興業銀行の受託で発行し、さらに同年3月関西鉄道が100万ポンドの英貨建担保付社債をLaw Debenture Corporationの受託で発行したが¹⁴⁾、担保付社債信託法制定後の明治期において、担保付社債により外資導入を実現したのはこの2例にとどまったといわれる¹⁵⁾。そして、このあとの満州鉄道社債、興業債券、東洋拓植社債など10件の起債はいずれも政府保証付であり、無担保社債であった(第3表参照)。

この理由として、一方では鉄道国有化によって、外資導入を強く希望していた民間鉄道会社が消滅し、外資導入計画も実現しなかったこと、他方では信用力のない中小鉄道会社にはもともと起債の条件がなかったこと、が指摘されている¹⁶⁾。つまり、担保付社債信託法およびそれに関係して改正された一連の法律は、外資導入という所期の役割という点ではあまり有効ではなく、次節でみるように、その後は「国内社債発行における安全性確保の性格」¹⁷⁾を前面に押し出していくのである。

4. 1911年の商法改正

ただし、この担保付社債信託法の制定は、商法の規定にも重要な影響を及ぼしていることは看過されてはならないだろう。すなわち、担保付社債信託法が制定された1905(明治38)年当時の商法は、1899(明治32)年改正の「新商法」といわれるものであり、初めて社債を株式から明瞭に区別し、資本の増加と社債の区別を明確化したものとされているが、担保付社債信託法の制定はこの「新商法」に改正を迫るものであった。

というのは、「新商法」の社債募集方法は、発行会社自らが募集手続を行なう直接募集である一方、担保付社債信託法には、「社債ノ募集ヲ受託会社ニ委任スルコトヲ得」る規定(同法23条)、受託会社が「社債ノ総額ヲ引受クルコトヲ得」る規定(同法第25条)、「引受タル社債ヲ譲渡サムトスルキ」の規定(同法第27条)など、いわゆる委託募集や総額引受の規定¹⁸⁾が含まれており、法的不整合が生じたのである。そこでこの不整合を是正すべく、1911(明治44)

第3表 外資社債発行状況(1906年～1913年)

	発行額 千円	発行年月 年 月	発行価格	利率 分	償還年月 年 月	引受人または発行地
1回 北海道炭鉱鉄道社債	9,763	1906 1	98.50	5.0	1921 1	チャータード銀行
関西鉄道社債	9,763	※1906 3	97.50	4.5	1926 3	エム・サミュル商会
1回 南満州鉄道社債	39,052	1907 7	97.00	5.0	1932 7	ロンドン
2回 〃	19,526	1908 6	98.00	5.0	1911 6	〃
3回 〃	19,526	1908 12	97.50	5.0	1932 7	〃
13回 興業債券	19,526	1908 12	97.00	5.0	1933 12	ロンドン・パリ
1回 松井モスリン紡績社債	250	1909 4	100.00	6.5	1915 3	フランス系業者引受
8回 北拓債券	5,000	1910 6	(手取) 91,875	5.0	1933 6	セール・フレイザー商会引受 (ロンドン・パリにて発売見込)
4回 南満州鉄道社債	58,578	1911 1	98.00	4.5	1936 1	ロンドン
1回 東洋拓殖社債	19,350	1913 3	96.75	5.0	1942 9	パリ

資料：『山一証券史』(大蔵省「金融事項参考書」、ただし※は日本興業銀行調査による。)

出所：前掲、「わが国公社債市場小史」、35ページ。ただし、元号を西暦に書き換えた。

年商法改正が行なわれ、「募集の受託会社」の規定が明確に定められ、「当時、すでに慣行としてあった社債募集の請負ないし引受を行なう者を同年の商法改正により初めて募集の受託会社と規定」したのである¹⁹⁾。これによって、社債受託制度を法律的に支える2つの規定である、担保の受託会社と募集の受託会社の規定が揃うことになったわけである。

5. 導入期の受託制度の役割

導入期の社債受託制度を以上のように考察すると、次の点が明らかとなる。

第一に、日本興業銀行の設立や担保付社債信託法・各種抵当法の制定といった、日本の社債受託制度を論じるうえで重要な機関および法律の導入は、外資導入という当時の経済的背景のもとになされた。つまり、当時欧米では担保付社債が一般的であったとされるが、それに日本の社債制度を整合させるべく担保付社債信託法は導入されたのであり、いわば外資導入という「外国資本のインタレスト」によって、日本の社債制度の高度化は促進されたといえる²⁰⁾。

第二に、日本の社債制度はこのようにして制度的に高度化するが、直接的な目的である外資導入という点では、鉄道国有化や中小鉄道会社の信用力不足のために奏功せず、むしろ近代的信用制度の整備という性格を強めていった。

第三に、その当時の段階では、担保付社債はむしろ比率的に少なく、これらの制度はまだ実質を伴うものとはならなかった。

したがって、この時期の社債受託制度は外資導入という役割を担わされているが、その役割は実質的にはほとんど果たさなかったといえる。

II. 「社債浄化運動」と社債受託制度の確立

1. 社債発行の拡大と社債デフォルトの多発

1905（明治38）年の担保付社債信託法の制定によって、日本の社債市場は制度的には高度化したといわれているが、社債発行市場の規模的拡大は一進一退を繰り返し、それほど著しい拡大をみたとはいえない。むしろ、社債発行市場が本格的に拡大するのは、第1次大戦（1914〔大正3〕～18〔大正7〕年）以降である、すなわち、第1次大戦前では1911（明治44）年の7324万円が最高であったのに対し、大戦以降では1915（大正4）年の4899万円から1928（昭和3）年の12億518万円、さらに1934（昭和9）年の14億7195万円へと顕著な増大を示している（第4表参照）。

このように社債発行市場が急成長した要因は時期によって異なるが、第一に第1次大戦中から戦後すぐの時期では、輸出増による金融緩和であり、第二に1920（大正9）年から1926（大正15）年までの「反動恐慌」期では、電力会社の統合・強化による巨額起債の開始が挙げられ（第5表、第6表参照）、第三に1927（昭和2）年から1928（昭和3）年の金融恐慌期では、大銀行に集中した預金が大量の余裕資金となり、民間資金需要の停滞と自らの融資姿勢の硬化とあいまって、公社債市場での運用を余儀なくさせられ、利回りの低下（第1図参照）による大量の借換債発行となったことが挙げられ、第四に、1932（昭和7）年から1937（昭和12）年の臨時資金調整法制定までの期間では、高橋財政による低金利政策が挙げられる。この時期は

第4表 担保付・無担保社債発行高

(単位: 千円)

暦年	担保付	無担保	合計
1906 (明治39)	21,726	11,447	33,173
1907 (40)	5,000	45,492	50,492
1908 (41)	750	42,235	42,985
1909 (42)	4,775	5,798	10,573
1910 (43)	18,775	18,350	37,125
1911 (44)	8,050	65,193	73,243
1912 (大正1)	4,825	10,825	15,650
1913 (2)	9,150	29,354	38,504
1914 (3)	100	6,861	6,961
1915 (4)	17,739	31,249	48,988
1916 (5)	20,080	27,780	47,860
1917 (6)	1,109	56,497	57,606
1918 (7)	12,700	65,839	78,539
1919 (8)	31,500	110,169	141,669
1920 (9)	25,000	119,780	144,780
1921 (10)	53,850	173,900	227,750
1922 (11)	7,500	208,780	216,280
1923 (12)	40,700	257,810	298,510
1924 (13)	127,940	298,500	426,440
1925 (14)	182,055	401,559	583,614
1926 (昭和1)	123,400	400,824	524,224
1927 (2)	72,845	554,481	627,326
1928 (3)	400,907	804,268	1,205,175
1929 (4)	45,050	570,943	615,993
1930 (5)	21,580	169,446	191,026
1931 (6)	75,144	190,763	265,907
1932 (7)	97,580	189,875	287,455
1933 (8)	371,000	572,584	943,584
1934 (9)	1,002,780	469,173	1,471,953
1935 (10)	367,150	482,419	849,569
1936 (11)	403,300	434,794	838,094
1937 (12)	166,300	163,938	330,238
1938 (13)	325,500	349,795	675,295
1939 (14)	642,000	642,909	1,284,909
1940 (15)	432,000	932,726	1,364,726
1941 (16)	761,870	1,407,876	2,169,746
1942 (17)	870,655	1,466,905	2,337,560
1943 (18)	494,600	2,133,725	2,628,325
1944 (19)	459,600	3,325,749	3,785,349
1945 (20)	472,575	2,727,223	3,199,798

注: 満州国会社債を含まない。

資料: 日本興業銀行『日本興行銀行50年史』, 『全国公債社債明細表』, 『公債社債統計月報』。

出所: 志村嘉一編著『日本公社債市場史』, 東京大学出版会, 1980年, 30ページ。

ただし, 西暦を加えた。

第5表 事業債業種別発行高

(単位：千円)

業種	1914年 (大正3年)	1915年 (4年)	1916年 (5年)	1917年 (6年)	1918年 (7年)	1919年 (8年)	1920年 (9年)	1921年 (10年)	1922年 (11年)	1923年 (12年)	1924年 (13年)	1925年 (14年)	1926年 (15年)	合計
鉄道・軌道	203	14,575	6,058	11,501	10,324	50,000	55,000	74,500	60,150	69,552	77,200	89,040	75,750	501,192
海運・造船	—	7,518	8,500	—	10,500	31,500	10,000	18,000	14,750	20,800	19,250	23,000	33,800	139,600
鉱業・冶金	—	—	6,030	—	5,000	3,060	12,500	6,050	9,550	—	500	14,375	20,375	63,350
電燈・電力	1,100	9,052	17,520	8,310	21,440	8,999	10,580	65,550	56,250	115,689	198,730	287,455	266,260	1,000,514
紡績・織物	3,000	800	4,840	11,100	5,000	1,950	6,100	3,600	2,950	19,850	19,050	49,350	16,050	116,950
製糖・醸造	—	7,639	—	360	10,010	2,000	6,000	5,000	500	—	9,500	35,500	6,000	62,500
製紙	—	4,500	4,000	—	4,000	9,000	5,000	5,000	5,000	2,500	10,500	35,000	36,400	99,400
セメント・窯業	—	1,500	100	400	8,015	2,000	—	—	400	3,500	8,000	5,000	17,000	33,900
化学工業	—	2,500	—	3,894	1,700	1,500	5,000	5,000	4,000	5,000	9,500	15,400	16,850	60,750
製造工業	—	—	—	—	1,000	4,700	3,000	4,400	2,000	4,550	14,300	6,473	3,000	37,723
その他諸事業	2,658	903	812	22,041	1,550	26,960	31,600	40,650	60,730	57,069	59,910	23,020	32,739	305,718
合計	6,961	48,987	47,860	57,606	78,539	141,669	144,780	227,750	216,280	298,510	426,440	583,613	524,224	2,421,597

出所：『日本興業銀行50年史』，222ページ。ただし，西暦を加え，修正を施した。

第6表 事業債業種別発行割合

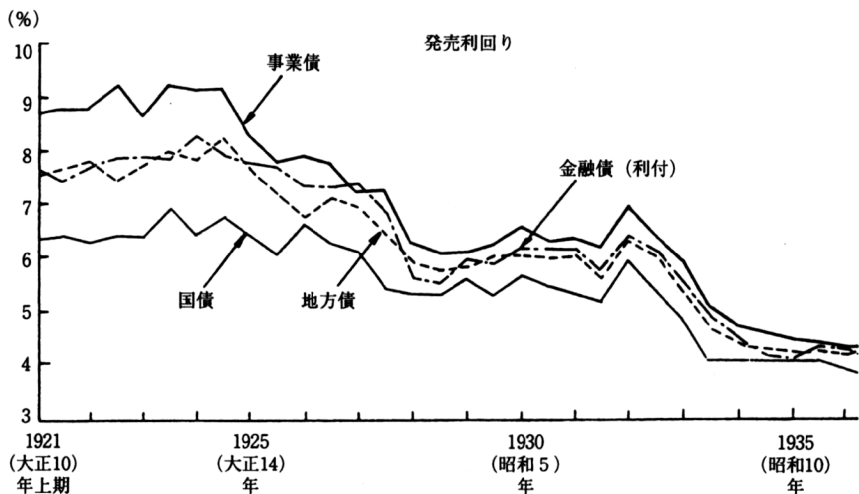
(単位：%)

種別	年	1913年 (大正2年)	1917年 (6年)	1919年 (8年)	1923年 (12年)	1925年 (14年)	1913年～26年 (2～15年)
鉄道・軌道		10.5	20.0	35.3	22.3	15.2	20.8
海運・造船		5.3	—	22.2	8.5	3.9	7.5
鉱業・冶金		—	—	2.2	0.2	2.5	2.7
電燈・電力		31.6	14.4	6.4	38.3	49.1	37.6
紡績・織物		—	19.3	1.4	6.3	8.4	5.1
製糖・醸造		—	0.6	1.4	—	6.1	2.9
製紙		—	—	6.4	0.8	6.1	4.2
セメント・窯業		0.7	0.7	1.4	1.1	0.9	1.6
化学工業		—	6.8	1.1	3.2	2.7	2.8
製造工業		0.3	—	3.3	1.5	1.1	1.5
その他諸事業		51.7	38.3	19.0	18.0	4.2	13.3
合計		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料：日本興業銀行『社債一覽』より作成。

出所：志村嘉一編著『日本公社債市場史』，東京大学出版会，1980年，48ページ。ただし，西暦を加えた。

第1図 公社債発行条件



注：当該期間中に発行された債券の応募者最終利回り（単利）
資料：日本興業銀行『全国公債社債明細表』より作成。
出所：小林和子「起債市場の拡大と整備」（志村編著，前掲書，第2章第4節，所収），67ページ。
ただし，西暦を加えた。

第7表 元利払い不能社債内訳

	担保付債		無担保債		計	
発行件数	31件	31.3 %	68件	68.7 %	99件	100.0 %
発行会社数	21社	38.9	33社	61.1	54社	100.0
発行金額	78,844千円	33.3	157,659千円	66.7	236,503千円	100.0
発行年別 件 数	1916（大正5）～26（大正15）年	17件	42件	71.2	59件	100.0
	1927（昭和2）～30（昭和5）年	13	21	61.8	34	100.0
	1931（昭和6）～35（昭和10）年	1	5	83.3	6	100.0

備考：発行年1916（大正5）年～1935（昭和10）年
償還予定年1922（大正11）年～1942（昭和17）年
償還延期，償還不能，償還未済，利子未払い，会社整理中のすべてを含む。
発行会社数は同一会社が何件発行しても1社と考えるが，ただし担保付きと無担保は別に考えた。
資料：日本興業銀行『社債一覽』より作成。
出所：小林和子，前掲，65ページ。ただし，西暦を加えた。

「自由市場時代」ともいわれ，この時期に「自由市場としての社債市場がほぼ完成した」²¹⁾と評価されている。

このように，日本の社債発行市場は，第1次大戦以降急成長を遂げていったのであるが，他方では反動恐慌，金融恐慌，昭和恐慌という波乱の過程で多くの社債がデフォルトに陥る（第7表参照）と同時に，これらデフォルト社債のうちには一流会社債も含まれており（第8表参

照），社会的にも大きな波紋を広げることとなった。

このようなデフォルト社債には，無担保社債も担保付社債も含まれていたが，担保付社債のデフォルトでは，上毛モスリン，大正精糖，東洋モスリン，桜麦酒，日本製麻，琴平参宮電鉄，箱根土地，後藤毛織などが挙げられ，他方無担保社債のデフォルトでは，星製薬，川崎造船所，塩水港製糖などが代表とされているが，

第8表 大正末期から昭和初期における社債ディフォルトの主要事例と社債処理の実情

債務不履行年月	企業名	債務不履行社債	同左発行日	同左償還満期日	担保の有無および担保の内容	社債の処理方法
1922.3	大阪アルカリ	万円 100 他	1917.9.25	1925.9.25	×	1926.7 大阪アルカリ土地設立 社債額面100円を同社50円株一株と振替
1925.4	大日本木管工業	200	1921.4.1	1925.4.1	×	償還期限延長（1927.3.31まで）、3年据置後2年間で分割償還
1926.3	箱根土地	200	1924.9.10	1926.3.10	○〔土地建物〕	1931.5.28和議成立 日本温泉土地（株）（箱根土地が抵当物を出資して設立）の株式と交換 …社債額面100円対20円株一株
1926.12	星製菓	500 他	1923.12.1	1926.12.1	×	1932年破産宣告 1933年9月強制和議 債務の79%切捨て 残額を3年据置後10年間で分割弁済
1926.12	上毛モスリン	400	1923.7.10	1928.7.10	○〔工場財団〕	1926年 日興証券、社債肩代り 1926.12.20 担保権実行、落札なし 1927.7 日本毛織（株）、共立モスリン設立（興銀後押し） 1927.7.4 共立モスリン、担保物件を落札 100円につき99.54円回収
1926.12	後藤毛織	200 他	1924.11.25	1927.11.25	○〔工場財団〕	1930.6.10 担保権実行、落札なし 6.25 “ “ 1931.3.10 共同毛織、担保物件を落札 第1回債社債額面100円につき38.57円回収、 第2～第4回債には分配されず
1927.3	日本製麻	400	1924.3.1	1927.3.1	○	1927.2 帝国製麻に吸収合併 同社に対し興銀が償還資金を融資、 元利金と延滞利金の支払い
1927.4	桜麦酒	300	1925.9.5	1928.9.5	○〔工場財団〕	1928.9.1 償還猶予（1931.9.5まで） 金利引下げ（8→5.5%） 1931 金利引下げ（8→5.5%） 1932.9 償還猶予（1941.9.5まで） 1936.8 完済
1927.5	川崎造船所	700 他	1922.9.25	1927.9.25	×	1932.11.22 和議成立 債務に8%切り捨て、金利免除 残額の29%（甲種）…2年据置後分割弁済（1939年完済） 残額の63%（乙種）…一部優先株に振替、 甲種返済後に弁済（1943年完済）
1928.1	東京乗合自動車	150	1925.1.26	1928.1.26	×	償還満期日に償還不能となったため、社債権者会議の意見に従い、一部を現金償還し、金額的には全額 第3回債（150万円、縁故募集）によって借り換え
1928.7	ダンロップ護謨	89	1917.6.29	1928.7.31	○	償還期限延長（1936.11.30.まで）、1936.3 完済
1928.11	大正製糖	150 100	1925.9.1 1926.6.1	1930.9.1 1933.6.1	○〔工場財団〕 ○〔工場財団〕	1929.3.1 社債権者、中央製糖（株）設立 三井信託、同社に対し特別融資、同社が担保を落札 社債権者には同社新株と現金を交付
1929.11	東洋モスリン	450 600	1927.11.21 1928.11.12	1932.11.21 1935.11.12	○〔工場財団〕 ○〔工場財団〕	償還期限延長（1937.11.21まで）1934.4 完済 利金払い1年延期
1929.12	東京瓦斯電気工業	150	1926.12.5	1929.12.5	×	償還期限延長（1930.12.5まで）
1930.7	塩水港製糖	1,000	1929.7.20	1930.7.20	×	償還期限延長（1940.7.20まで）、2年据置後8年間で分割償還 金利引下げ（7→6%）

債務不履行年月	企業名	債務不履行社債	同左発行日	同左償還満期日	担保の有無および担保の内容	社債の処理方法
1930.7	旭紡織	300	1925.7.25	1930.7.26	○	償還期限延長 (1937.7.26まで), 1936年完済
1930.9	大東紡織	300 350	1925.9.1 1927.11.12	1930.9.1 1932.11.12	○ ○	償還期限延長 (1935.9.1まで), 1933年完済 償還期限延長 (1937.11.12まで), 1934年完済
1930.1	台湾土地建物	150	1925.10.15	1930.10.14	○	1930.10償還期限延長 (1935.10.14まで) 金利引下げ (8.5→7.5%)
1931.6	琴平参宮鉄道	230	1927.12.5	1932.12.5	○ (軌道財団) 鉄道財団	担保権実行を数次にわたって猶予 (結局1946.12.1まで), 1946年末までに完済?
1931.9	川北電気企業社	250他	1927.9.10	1931.9.10	×	1932年~36年ごろにかけて社債整理, 経緯は不明
1931.9	日本絹綿紡織	250	1926.9.25	1931.9.25	○	担保権実行, 1933年1月24日完済
1932.6	東京運河土地	80 80	1925.6.10 1930.5.24	1932.6.1 1932.5.30	○ ○	償還期限を順次延長 (結局1937.12.1まで) 1938.5.30一部現金償還 (約5割), 他は株式に振替
1933.5	富士身延鉄道	800	1928.5.1	1935.5.1	○	1933.6.6金利引下げ (6.5→5.0%) および償還期限延長 (1935年5月まで) 1935.5.3償還期限延長 (1938.10.31まで) 1938.9.29償還期限延長 (1944.3.31) 1941.6.10同社鉄道の政府買上げにより償還
1933.12	西武鉄道	500 130	1928.9.15 1929.12.20	1933.9.15 1935.12.20	○ ○	償還期限を順次延長 (結局1942.4.30まで) 金利引下げ (6.3→5.0→4.0%) 1940.4.18一部増資に振替 償還期限を順次延長 (結局1942.4.30まで) 金利引下げ (6.5%→5.0%→4.0%) 1940.11.28増資に振替
1934.5	奈良電気鉄道	550	1929.2.25	1936.2.25	担保留保特約	1934.5.10償還期限延長 (1940.4.15) 金利引下げ (6.3→2.0%) 1940.4 償還期限延長, 金利引上げ (4.0%に) (1943.4.15まで)
1934.9	草軽電気鉄道	90	1929.9.15	1934.9.14	○	1934.9.5 償還期限延長 (1936.9.14まで) 金利引下げ (7.5%→3.0%) 1936.10.22 償還期限延長 (1938.9.14まで) 1938.9.5 償還期限延長 (1945.9.14まで)
1935.8	合同毛織	1000 800	1928.8.1 1929.5.25	1935.8.1 1934.5.25	○ ○	当初は償還期限延長 1936.11.2 担保権実行 (社債額面100円につき75.14円回収) 1936.11.2 担保権実行 (社債額面100円につき59.63円回収)

資料: 「社債一覧」 などにより作成。

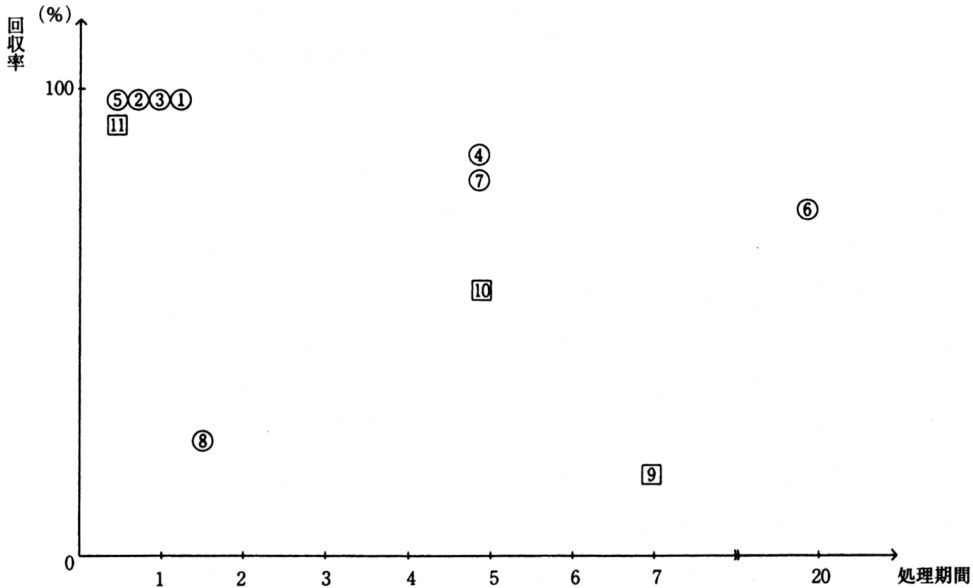
これらの事例の処理過程を見ると, 担保付社債の場合は, (1) 担保権実行: 上毛モスリン, 大正精糖, (2) 支払猶予: 東洋モスリン, 桜麦酒, 日本製麻, 琴平参宮電鉄, (3) 新会社株式との交換: 箱根土地, (4) 特殊な処理 (担保の受託会社が倒産し, 承継受託会社が担保権を実行): 後藤毛織, となっており, 他方無担保社債の場合は, (1) 強制和議による処理: 星製菓, (2) 和議による処理: 川崎造船所, 塩水港精糖, となっている²⁰⁾。また, これらの

事例における回収率と処理期間を図にしたものが第2図である。

これら戦前の処理事例の特徴をまとめると, 第一に担保付社債では, 担保付社債信託法の規定にしたがって社債権者集会を招集した上で, 担保権を実行する場合とそれを実行せず償還期間延長 (または株式との振り替え) する場合とに分けられる。

まず, 担保権が実行された場合をみると, それを実行するに際しては, 受託銀行主導のもと

第2図 ディフォルト債の回収率と処理期間



注：記号は、①上毛モスリン、②大正製糖、
③東洋モスリン、④桜麦酒、⑤日本製麻、⑥琴平参宮電鉄、
⑦箱根工地、⑧後藤毛織、⑨星製菓、⑩川崎造船所、
⑪塩水港製糖、をそれぞれ表している。
ただし、○担保付社債、□は無担保社債である。

に周到な事前準備がされており、例えば工場財団担保ではその受け皿となる同業他社が確定するか、あるいは新会社を設立した上で、はじめて担保の競売が行われている。そして、このような処理がなされた場合には、社債権者の資金回収率はかなり高かったと思われる。

他方、担保権が実行されなかった場合をみると、いくつかの類型があるが、第一に同業他社による担保の受け皿が用意できなかった場合、担保権は行使されず、元利金の支払い猶予をしながら、会社更生を進めることによって資金回収が図られている。つまり、拙速に資金回収を図ることは回収率を低め社債権者の利益をかえって損なうとの判断がはたらいたと考えられる。第二に受託銀行と社債発行会社との間に融資関係があった場合も、担保権実行は見送られたと考えられる。その理由としては、融資関係から

得られる情報によって銀行側が発行企業の更生能力について見通しをもつことが可能であったことや、担保権を実行すると会社自体が整理を余儀なくされ、貸出債権の回収を低下させる可能性が強かったことなどが考えられる。第三に、担保の将来性が高く評価される場合も、拙速な資金回収は避けられ、担保権は実行されなかった。そして、担保権が実行されなかった場合、多くは支払い猶予によって解決されたが、時には株式との振り替えがなされている。これは会社の更生能力あるいは担保の将来価値が高く評価されたことによるものと思われるが、その際既存の株主は担保権が実行されて会社が継続能力を喪失することと引き替えに、株式価値の希薄化を受け入れたと考えられる。

ここで、これら担保付債の場合に注目されることは、受託会社は担保権の実行するかどうか

に関わらず、いずれの場合にも社債権者集会の議事を指導していたことであり、これは社債権者の拙速な回収行動を抑制する役割を果たしていたと考えられる。

第二に、担保付社債信託法を根拠法としない無担保債の場合、とくに1938年商法改正以前では「募集の受託会社」の権限が小さかったこともあり、かなりデフォルト処理には時間がかかりその間混乱の生じた事例が散見される。そして、このように処理に手間取った反面、資金の回収率も担保付社債に比べて低かったと通常いわれているが、担保付社債と無担保社債で処理期間と回収率にどの程度差があったかについては、多数の事例を集めて比較せねばならず、検討の余地がある。しかし、無担保債では法的整備が遅れていたために、処理のルールが確定せず紛糾した事例が多かったものと思われる。

したがって、デフォルトそのものは、担保付社債にも無担保債にも生じており、当時無担保債が主流であった²³⁾ことを考えると、デフォルトの比率が無担保債において高かったとはいえず、さらにデフォルトに陥ったあとの処理期間と回収率の点でも、担保付と無担保とでどの程度差があったかはかならずしも明確ではないが、デフォルト後の処理においては、無担保債は処理方式が不明確であったのに対し、担保付債は担保権を実行する場合には受託会社の周到な準備があり、また担保権を実行しない場合にも受託会社が社債権者集会において指導的役割を果たしており、かなり明確な処理方式が確立していたものと思われる。しかし、いずれにせよこの時期に多発した社債のデフォルトが「社債全般の信用を害し」²⁴⁾、社債の有担保化を促進する社債浄化運動へとつながっていくのである。

2. 銀行優位の引受機構の確立と社債浄化運動

このようなデフォルト事例を背景として、社債浄化運動が推し進められていくのであるが、具体的には1931(昭和6)年6月5日、銀行・信託・保険会社の代表からなる五日会の会合における、社債の原則担保付化および減債基金制など6項目の申し合わせから始まったといわれている²⁵⁾。しかし、この申し合わせには証券業者は含まれておらず、1933(昭和8)年5月6日「更に万全を期する為めには証券業者の協力を待つ必要あり」という理由から、日本興業銀行結城総裁は銀行、信託、保険会社側を代表して、山一、野村、小池、日興、共同、藤本などの各証券引受業者に対し、「満鉄、東拓社債及び銀行債券を除き今後は王子製紙、鐘紡等一流会社の社債をも凡て財団抵当、減債基金を付することとしたるを以て証券会社に於ても社債の発行に当たりて無謀なる競争を避け、社債には凡て担保及び減債基金を付せられたし」との諒解を求め、さらに「銀行側の金融に当たりても無担保社債には差別待遇を為す」ことを言明した。この要請にたいし、証券側は「大体其の趣旨に於ては賛意を表した」が、留意すべき点として、(1)社債発行に際しては「償還方法に就て嚴重考慮を払うべきである」こと、(2)社債デフォルトの際引受業者はとかく逃避的態度をとっているが、「引受会社は道德的責任から社債権者の利益を擁護して貰ひ度い」こと、(3)発行会社の業績には「受託会社は勿論、引受会社に於て嚴重監督する」とともに、「会社の業績が悪化した場合でも最後まで金融的に援助して欲しい」ことを表明した²⁶⁾。

以上のことから、社債浄化運動が日本興業銀

第 9 表 社債引受けの引受機関別構成

(単位：千円)

年		銀行										信託銀行		証券会社		保険会社		預金部その他		合計
		五大銀行		興業銀行		その他銀行														
		件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額			
1926	単独引受	38	334,300 (36.1)	26	229,700 (24.8)	32	77,600 (8.4)	96	641,600 (69.3)	38	109,130 (11.8)	21	82,650 (8.9)	2	4,950 (0.5)	36	87,332 (9.4)	193	925,662 (100)	
～	共同引受	131	480,974 (33.7)	19	51,381 (3.6)	196	304,653 (21.3)	346	837,008 (58.6)	135	274,079 (19.2)	105	184,258 (12.9)	8	15,332 (1.1)	8	116,513 (8.2)	602	1,427,190 (100)	
1930	合計		815,274 (34.7)		281,081 (11.9)		382,253 (16.2)		1,478,608 (62.8)		383,209 (16.3)		266,908 (11.3)		20,282 (0.9)		203,845 (8.7)		2,352,852 (100)	

資料：日銀「会社社債調査」、野村證券「会社債年鑑」より作成。
注 1：預金部、簡保、東洋拓殖、その他会社、個人、公募等をふくむ。
2：大部分は満鉄社債の満鉄シンジケートによる引受け。
(イ) 件数は単独引受けの場合は社数、共同引受けの場合は引受参加件数をさす。
(ロ) 共同引受の金額は参加引受機関の数字が不明なため、共同引受額を参加件数で割った平均値によった。
(ハ) ただし満鉄シンジケートによる引受分はすべて「その他」の共同引受けに含めた。
(ニ) 金融債、外債その他一般会社債でも引受内容不明分は除外した。
出所：志村嘉一著「日本資本市場分析」、東京大学出版会、1969年、312～313ページ。

第10表 主要社債の引受機関構成 (1935年末現在)

会社名		発行残高	(口数)	銀行							信託					証券		
		千円		興銀	三井	三菱	安田	住友	第一	その他	三井	三菱	安田	住友	その他	野村	山一	その他
電 気 業	東京電燈	210,500	(6)	○	◎	○	○	○	○	○	○		○					
	宇治川電気	78,000	(4)	◎	◎	○		○	○	○	○	○		○				
	日本電力	75,000	(6)	◎	◎			○	○	○	○							
	大同電力	62,000	(3)	◎	○	○		○		○	○							
	東邦電力	59,675	(5)		(◎					(●								
					●					○								
	合同電力	59,400	(3)	○	○	○				○	◎	◎						
	九州水力電気	50,000	(3)	○	○	○		○	○			○	○	◎				
	中国合同電力	28,000	(3)													○	○	○
	鬼怒川水電	25,000	(2)		○			○		○	◎							
	台湾電力	22,500	(4)		○				○	○							○	○
	矢作水力	22,000	(2)	◎		○												
	山陽中央水電	20,900	(3)	◎						○	○	○	○	○				
運 輸 業	阪神電鉄	45,000	(3)					○		○				○				
	京都電燈	42,000	(2)						●					○	○			
	阪急電鉄	40,000	(3)					○		○				○	○			
	広島電気	35,000	(2)											◎		(●		○
																○		
	大阪電気軌道	35,000	(3)			●		○										
	日本郵船	30,000	(1)		○	○	○		○	○					○	○	○	○
	名古屋鉄道	29,500	(7)							○								
	京阪電鉄	28,500	(2)		○				○		◎	◎						
	九州電気軌道	27,170	(2)	◎	○			○	○									
	南海鉄道	25,000	(2)					○		(◎			○					
										○								
製 造 業	参宮急行鉄道	20,000	(2)							○		○				○	○	
	京成電気軌道	20,000	(2)												(●	○	○	
															○			
	日本窒素肥料	60,000	(3)	◎		○												
	王子製紙	57,250	(3)	○	○	○	○	○	○		○	○	○	○				
	鐘紡紡績	38,000	(3)		○	○												
製 造 業	旭ペンベルグ	36,700	(3)				○	◎					○	○				
	朝鮮窒素肥料	35,000	(2)	◎						◎								
	大日本人造肥料	21,500	(3)	◎			○				○		○					

資料：日銀「会社社債調」、野村證券「公社債年鑑」より作成。

注1：一社20,000千円以上発行残高を持つものを掲載した。ただし、満鉄と東拓を除く。

2：●は単独引受け、◎は担保受託兼共同引受け、○は共同引受けを示す。

出所：第1-4表に同じ、314ページ。

行の主導のもとに銀行、信託、保険会社の申し合わせとして始められ、その申し合わせ事項を証券側が諒承するという形で推し進められた²⁷⁾こと、さらにその内容は社債の担保付化と減債基金制の設定にあったことが分かるが、ここで注目すべき点は、第一にこの「運動の中心」²⁸⁾が日本興業銀行であり、「銀行、信託、保険会社の代表者から成る五日会の・・・(中略)・・・意見の一致」²⁹⁾によって推進されたといわれるように、社債浄化運動が証券業者ではなく銀行主導でなされたという点である。この背景を当時の社債市場の状況にみえておく必要があるだろう。

当時、銀行は、金融恐慌による試練と銀行法による強制によって、「決定的な集中をとげることとなり、大銀行の制覇が確立されるにいった」³⁰⁾といわれるように、この時期に日本興業銀行および第一・三菱・三井・安田・住友の五大銀行への預金集中が進み、これら銀行は「公社債発行市場の中心的な引受会社としての地位を築いた」³¹⁾といわれている。例えば、1926(大正15)年から1930(昭和5)年の社債引受の機関別構成をみると(第9表参照)、銀行のシェアは62.8%、それに対し信託会社16.3%、証券会社11.3%であり、すでに日本興業銀行一行のシェア(11.9%)が証券会社全体のシェアを上回っていた。

また、主要社債の引受機関別構成をみると(第10表参照)、「上位の大規模な社債発行企業の場合ほど引受機関数とくに銀行の参加が多く、さらにそれを信託会社が補完する形となっている」³²⁾ことも明らかである。

他方、そのような状況のなかで、証券業者の淘汰と集中も進んでいったが、その反面いわゆる公社債業者の引受業務への進出もみられ³³⁾,

当時の社債発行額に占める証券会社元引受額はほぼ10~20%とされている(第11表参照)。しかし、昭和恐慌の到来とともに「銀行・信託は証券業者と共同で元引受を行なうことを再考し始め、起債会社は金融力のない証券会社よりも銀行・信託を選好しはじめ」³⁴⁾たため、証券会社の地位は次第に低下し、いわば証券配給機関として「下引受に甘んじなければならなくなっていた」³⁵⁾といわれている。

したがって、社債浄化運動の時期は、社債市場での大銀行優位と証券業者の地位低下という状況が進行する過程にあたっており、その力関係が社債浄化運動にそのまま持ち込まれた結果、運動は銀行主導のもとに推進されていくのである。

3. 社債浄化運動と有担保原則

次に、この社債浄化運動の主張がなぜ有担保であったのかを見ておこう。前述のように、社債のデフォルトは担保付債にも無担保債にも起こっており、またその処理期間や回収率においても必ずしも担保付債が有利であったかどうかは明確ではなく、担保付化が唯一の方策であったとはいえない。たとえば、当時東京商工会議

第11表 社債発行額に占める証券業者元引受額の比率

	社債発行額 (A)	内証券業者 元引受額(B)	$\frac{B}{A}$
	千円	千円	%
1928(昭和3)年	962,848	130,117	13.5
1929(4)年	593,025	104,690	17.6
1930(5)年	191,026	21,800	11.4
1931(6)年	205,526	9,650	4.7
1932(7)年	287,455	34,000	11.9
1933(8)年	943,584	185,000	19.6
1934(9)年	1,471,953	153,230	10.4

資料：Aは日本興業銀行「第52回全国公債社債明細表」

Bは山一証券調

出所：大蔵省証券局(資本市場課西川)「わが国公社債市場小史(引受および受託小史)」、『調査時報』, No 3, 1973年7月, 91ページ。ただし、西暦を加えた。

所は社債制度改善に関して、無担保の場合の社債権者集会規定を盛り込むことを提案しており、担保付化については触れていない³⁶⁾。しかし、社債浄化運動は有担保推進を主張し、現実これがその後の日本の社債市場を規定する有担保原則となっていくのである。この大きな背景は、第1節で述べたように、無担保の場合の処理ルールが明確でなかったことが指摘できるが、より直接的には社債浄化運動が銀行、とくに日本興業銀行中心に担われていたという政治的な側面が指摘できるだろう。

当時のジャーナリズムの論調では、担保付化を訴える論調が見受けられるが³⁷⁾、重要なことは、当時の政策当局者の論調であろう。当時日本銀行総裁であった井上準之助（後に大蔵大臣）は、早くから「無担保社債は尚更不都合と考へるのであり・・・（中略）・・・所謂証券を拵へる人の責任から行けば、無担保社債といふものは断じて取上げてはいかぬと考へる」³⁸⁾と述べ、さらに銀行、信託や証券会社の「極端な競争」によって、「担保付になるべき筈のものも・・・（中略）・・・遂に無担保になつてしまひ、或は其の他の条件も斯くあるべきと思ふ事柄が競争の結果何時でも緩和されて、稍放漫の形になつて社債が発行されるといふ事が多い」³⁹⁾ことに懸念を表わしており、井上の後任の日本銀行総裁土方久徴はより具体的に「長期債を発行する為には会社の優劣に拘らず出来るだけ担保付、減債基金制度によらしむることが必要である」⁴⁰⁾と主張していたのである。

さらに注目すべきは、この井上準之助によって日本興業銀行総裁に起用されたといわれる⁴¹⁾結城豊太郎は「社債発行等の節は必らず担保付に改めるやうに支度いと思う。無担保債務を寧ろ誇りに思惟するのは然諾を重んじて過誤な

かつた昔の美風に淵源するもので、・・・（中略）・・・無担保社債などは考へもせぬやうに、更に進んで減債基金制度さへも設定して以て自らの信用を標示することを誇りとする様にならなければならぬ」⁴²⁾と主張していた。つまり、これらの主張に明らかなように、担保付化は当時の政策担当者の主張であり、その拔擢を受けた日本興業銀行首脳主張であった。したがって、この日本興業銀行によってその「運動の中心」が担われた社債浄化運動は、当初から担保付化を前面に打ち出すこととなるのである。その意味で、社債の担保付化が推進された要因として、無担保債のデフォルト処理方式が不明確であったのに対し、担保付社債の場合には、担保の受託会社を中心とした処理方式が確立されていたという背景があることは確かであるものの、日本興業銀行を中心とした銀行主導の対応であったことも指摘されねばならない⁴³⁾。

4. 社債浄化運動の動揺と証券会社の対応

この社債浄化運動の結果、1933（昭和8）年3月担保付社債信託法が改正され、オープン・エンド・モーゲージ制、すなわち社債発行限度に応じた額の担保権をあらかじめ設定し、その範囲内で社債を適宜分割して発行する制度が施行されるとともに⁴⁴⁾、減債基金制度、すなわち社債償還もしくは買入消却するために一定期毎に基金を積み立て、償還の確実化を図る制度も施行されるといった制度改革がなされたが、担保付化という点では、かならずしも順調にその所期の目標を達成していったわけではない。この社債浄化運動が推進されていた時期においてさえ、例えば、1932年（昭和7）年11月および翌年7月に第一生命が目黒蒲田電鉄社債を無担

保で引受けたほか、1932（昭和7）年8月から1934（昭和9）年3月にかけて合計4回にわたって住友銀行が阪神電気鉄道社債を無担保で引受け、1933（昭和8）年8月には第一銀行が京都電燈社債を無担保で引受けた。そして、その頭取池田成彬が社債浄化運動の発起者のひとりとされる⁴⁵⁾ 三井銀行も、1933年（昭和8）年10月北海道炭鉱汽船社債を無担保で引受けており、さらに日本興業銀行自身1934（昭和9）年2月発行の第13回王子製紙社債を無担保（ただし、同社財産を他の社債借入金の担保に供しないという「特約条件付」）で引受け、その発行条件交渉の段階からすでに一流会社に対する「弱腰」を非難されていた⁴⁶⁾。しかし、逆に日本興業銀行の場合、1935（昭和10）年台湾電力社債の借換に際し担保付発行を主張したが、台湾電力側は工場財団設定に相当の時日を要すること、また担保付とするには費用を要すること、さらに台湾における同社の特殊地位などの理由からこれを拒否し、ついに同行は台湾電力社債引受シンジケート団から脱退し、社債の担保付化への姿勢を鮮明にしたが⁴⁷⁾、運動全体としてみれば、そのスローガンと裏腹に相当の動揺があったことがうかがえる。

他方、証券側の対応として、例えば山一証券の場合、1934（昭和9）年9月5日発行の島原鉄道社債50万円の引受を行なう際、これを鉄道財団担保付発行とすべく自ら日本興業銀行に受託会社となることを依頼した。この事例は、「山一・興銀のタイアップ」と報じられているが⁴⁸⁾、当時山一証券は千代田信託株式会社を同年4月に買収し、同社を担保付社債の受託会社とすべく早速大蔵省と交渉したが、当局に許可されず断念したという経緯⁴⁹⁾があり、むしろこの事例は、元引受から排除されつつあった証券側が、

なんとか引受会社としての地位を確保しようとしていたことを表わすものであった⁵⁰⁾。

5. 受託制度の確立とその役割

このような経緯を経て社債浄化運動は推進されていったが、社債の担保付化についてみると、第12表に示されるとおり、担保付社債の比率は1930（昭和5）年11.0%から1934（昭和9）年68.0%へと著増しており、逆に無担保の一般債の比率は、1930（昭和5）年71.0%から1934（昭和9）年22.0%へといくぶんの増減を含みつつ減少していった。ここに社債浄化運動の成果をみることができるが、他方1933（昭和8）年から1937（昭和12）年にかけては必ずしも担保付社債の増加をみていない。これは、引受会社間の競争が激しく⁵¹⁾、前述のように社債浄化運動にも動揺があり、さらに加えて南満州鉄道や東洋拓殖などの特殊会社債の比率が増加した⁵²⁾ためとされている。事実、無担保特殊会社債は1930（昭和5）年3400万円から1936（昭和11）

第12表 事業債発行における担保付の割合

	担保付	無担保		
		特殊債	一般債	計
	%	%	%	%
1926（昭和元）年	23.0	—	—	77.0
1927（ 2）年	10.0	—	—	90.0
1928（ 3）年	34.0	—	—	66.0
1929（ 4）年	7.0	9.0	84.0	93.0
1930（ 5）年	11.0	18.0	71.0	89.0
1931（ 6）年	28.0	19.0	53.0	72.0
1932（ 7）年	34.0	34.0	33.0	67.0
1933（ 8）年	40.0	20.0	40.0	60.0
1934（ 9）年	68.0	10.0	22.0	32.0
1935（10）年	41.9	29.1	29.1	58.1
1936（11）年	47.3	37.9	14.8	52.7
1937（12）年	49.2	28.1	22.7	50.8
1938（13）年	45.2	48.8	6.0	54.8
1939（14）年	38.7	60.5	0.8	61.3

資料：日本興業銀行「昭和五年ノ社債界」、同行『調査月報』1935年1月号および1940年1月号

出所：『山一證券史』、238ページ。

年3億500万円へと著増し⁵³⁾、起債市場は担保付社債と無担保特殊会社債のみによって占められるようになるのである。

このような成果を社債浄化運動は達成したが、同時にこの運動を通じて日本の社債受託制度も確立していった。まず、担保の受託会社の設置を必要不可欠とする担保付社債の増加が、担保の受託会社の設置を促進することはいうまでもないが、むしろ注目すべきはこの運動を通じて、発行会社に対する受託会社の権限が強化されたことである。つまり、受託会社が委託会社の事業経営、その財務処理、貸借対照表の作成、利益処分などについて、「社債権者の利益擁護上必要な範囲において、種々の協定または制限をする」ことが通常となり、場合によっては、毎月末の収支表、決算期の営業報告書および貸借対照表を受託会社に提出すべきこと、決算および利益処分について予め受託会社の承認を得ること、あるいは受託会社が必要と認めるときは帳簿書類を調査し、事業報告書の提出を請求すること、などといった特約が信託証書に付されることもあったといわれるように⁵⁴⁾、受託会社は、単なる担保の保存・管理という以上の権限をもつようになり、いわば個別の発行会社に対するモニタリングの役割を担うこととなったのである。そして、担保付社債の普及とともに、その役割も多くの発行会社へと広がっていくことになるわけである。したがって、社債受託制度の確立は、同時に社債発行市場全体に対する受託会社の規制的作用の端緒となり、この役割は戦時統制期に至ってより強化されることになるのである。

Ⅲ. 戦時統制による社債受託制度の強化

1. 統制経済と臨時資金調整法

1931(昭和6)年の満州事変勃発以降、わが国は戦争への道を進んでいったが、とくに1936(昭和11)年の2.26事件および翌1937(昭和12)年の日華事変によってその傾向は決定的なものとなった。他方、それにつれてわが国経済も統制色を強めていったが、その金融面での具体的な表われとなったのが、1937(昭和12)年9月10日に公布された「臨時資金調整法」(法律86号)である。すなわち、当時戦時色の深まりとともに軍需生産拡大のための資金供給が強く要請されていたが、同時にインフレも急速に進行しており、インフレを抑制しつつ過小な資金を配分することが大きな政策課題となってきた。そこで採られた政策が、大々的な貯蓄奨励策と臨時資金調整法などの資金統制政策である⁵⁵⁾。

この「臨時資金調整法」の主な内容は、(1)金融機関による一定額以上の設備資金供給には政府の許可を必要とする(ただし、金融機関および証券引受業者の自治的調整の余地も残す)、(2)必要な部門に対して資金供給を行なうため、日本興業銀行の債券発行限度および時局緊要産業の増資・社債発行限度の拡大を行なう、(3)浮動購買力を吸収すべく、日本勧業銀行に割増金付貯蓄債券を発行させる、(4)命令の定める会社の設立、増資、合併または目的変更等については政府の認可を要する、というものであった。さらに、事業資金調整標準が設けられ、生産力拡充計画における地位や軍需との関係といった基準から、すべての産業ないし事業が甲種(原則許認可)、乙種(適当と認めた

ものに限り許認可)、丙種(原則不許可)に分類された。そして、この法律では、金融機関、証券引受業者が自治的に資金調整を行なう余地が残されていたことから、すでに組織されていた各種金融団体がこの調整に当たることとなった。例えば、普通銀行の場合は、東京、大阪、名古屋など17の地方自治調整団が、証券会社の場合は、六三会資金自治調整証券団が、この任に当たっている⁵⁶⁾(第13表参照)。しかし、この自治的調整の余地は、その後の法改正のなかで徐々に縮小し、1938(昭和13)年4月にはさらに強力な法的措置である「国家総動員法」が制定され、同法に基づく各種資金統制法がその後次々に施行されていくのである。

2. 起債統制と起債計画協議会

前述のような強力な資金調整は、一方では資金を軍需産業などの重要産業に集中させると同時に、他方ではいわゆる「不要不急」産業を資金調達の間から締め出した。つまり資本市場では強力な起債統制が行なわれ、軍需産業や国策会社、植民地会社の起債が優先された。

具体的に当時の起債市場をみると(第14表参照)、満州事変期末の低金利政策によって、1936(昭和11)年の起債市場は活況を呈したが、翌37(昭和12)年には、日中戦争の勃発による先行不透明観や2.26事件以降の生産力拡充政策による金融逼迫のために、起債市場は事実上閉塞

第13表 自治的資金調整団一覧(1937年9月27日現在)

調整団名	加盟数	幹事銀行・会社
(1) 普通銀行		
東京地方資金自治調整銀行団	65 行	第一・三井・三菱・安田・第百・昭和・足利・武州の8行
大阪	25	野村・三和・住友の3行
門司	66	十七銀行
名古屋	31	愛知・名古屋・遠州の3行
北海道	6	北海道銀行
京都	12	両丹・滋賀の2行
福島	28	岩手殖産・両羽・七十七・郡山商業の4行
広島	6	芸備銀行
金沢	31	加州・十二・福井の3行
新潟	9	第四銀行
松本	7	八十二銀行
熊本	12	肥後・第百四十七の2行
秋田	21	秋田・第五十九・六十七の3行
松江	4	松江銀行
岡山	4	中国銀行
神戸	39	神戸銀行
松山	8	五十二銀行
(2) 農工銀行同盟会	6	神奈川県農工銀行
(3) 産業組合金融統制団	48	産業組合中央金庫
(4) 全国貯蓄銀行協会	72 行	東京貯蓄・大阪貯蓄・安田貯蓄の3行
(5) 信託協会	27 社	住友信託
(6) 六三会資金自治調整証券団	5	山一証券
(7) 生命保険会社協会	30	日本生命保険
(8) 大日本火災保険協会	41	大阪海上火災保険

資料：日本銀行保有資金

出所：『日本銀行百年史』第4巻、292ページ。

第14表 事業債発行状況

(単位：百万円)

	担保付社債						無担保社債						合計		一般会社債 合計		特殊会社債 合計		一般会社債 合計		統計 ²⁾		在満支日 本事業債																					
	特殊 会社債		一般 会社債		合計		特殊会社債		小計		一般会社債																																	
	%	—	%	166	49.2	166	49.2	3	0.7	93	27.4	95													28.1	77	22.7	172	50.8	95	28.1	243	71.9	338	100.0	56	16.6							
													10	1.4	315	43.7	326	45.1	58	8.0	294	40.8	352	48.8														44	6.1	396	54.9	362	50.2	359
1937 (昭和12) 年	1938 (13)	1939 (14)	1940 (15)	1941 (16)	1942 (17)	1943 (18)	1944 (19)	1945 (20)	105	6.3	537	32.4	642	38.7	500	30.1	504	30.4	1,004	60.5	13	0.8	1,017	61.3	1,109	66.9	550	33.1	1,659	100.0	350	21.1	538	33.6	639	25.3	634	23.1	728	25.2	1,143	29.1	807	24.6
									80	5.0	352	22.0	432	27.0	720	45.0	439	27.4	1,159	72.5	8	0.5	1,167	73.0	1,239	77.5	360	22.5	1,599	100.0	538 <td>33.6</td> <td>639<td>25.3</td><td>634<td>23.1</td><td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td></td></td>	33.6	639 <td>25.3</td> <td>634<td>23.1</td><td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td></td>	25.3	634 <td>23.1</td> <td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td>	23.1	728 <td>25.2</td> <td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td>	25.2	1,143 <td>29.1</td> <td>807<td>24.6</td></td>	29.1	807 <td>24.6</td>	24.6		
									80	3.2	682	27.0	762	30.2	1,096	43.5	659	26.1	1,755	69.6	4	0.2	1,759	69.8	1,835	72.8	686	27.2	2,521	100.0	639 <td>25.3</td> <td>634<td>23.1</td><td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td></td>	25.3	634 <td>23.1</td> <td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td>	23.1	728 <td>25.2</td> <td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td>	25.2	1,143 <td>29.1</td> <td>807<td>24.6</td></td>	29.1	807 <td>24.6</td>	24.6				
									114	4.1	757	27.7	871	31.8	1,324	48.2	547	20.0	1,871	68.2	—	—	1,871	68.2	1,985	72.4	757	27.6	2,742	100.0	634 <td>23.1</td> <td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td>	23.1	728 <td>25.2</td> <td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td>	25.2	1,143 <td>29.1</td> <td>807<td>24.6</td></td>	29.1	807 <td>24.6</td>	24.6						
									97	3.3	398	13.8	495	17.1	1,748	60.5	638	22.2	2,386	82.7	4	0.2	2,390	82.9	2,478	85.9	407	14.1	2,885	100.0	728 <td>25.2</td> <td>634<td>23.1</td><td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td></td>	25.2	634 <td>23.1</td> <td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td>	23.1	728 <td>25.2</td> <td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td>	25.2	1,143 <td>29.1</td> <td>807<td>24.6</td></td>	29.1	807 <td>24.6</td>	24.6				
									20	0.5	440	11.2	460	11.7	2,736	69.7	729	18.6	3,465	88.3	—	—	3,465	88.3	3,485	88.8	440	11.2	3,924	100.0	1,143 <td>29.1</td> <td>807<td>24.6</td><td>634<td>23.1</td><td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td></td></td>	29.1	807 <td>24.6</td> <td>634<td>23.1</td><td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td></td>	24.6	634 <td>23.1</td> <td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td>	23.1	728 <td>25.2</td> <td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td>	25.2	1,143 <td>29.1</td> <td>807<td>24.6</td></td>	29.1	807 <td>24.6</td>	24.6		
									—	—	473	14.4	473	14.4	2,182	66.5	625	19.1	2,807	85.6	—	—	2,807	85.6	2,807	85.6	473	14.4	3,280	100.0	807 <td>24.6</td> <td>634<td>23.1</td><td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td></td>	24.6	634 <td>23.1</td> <td>728<td>25.2</td><td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td></td>	23.1	728 <td>25.2</td> <td>1,143<td>29.1</td><td>807<td>24.6</td></td></td>	25.2	1,143 <td>29.1</td> <td>807<td>24.6</td></td>	29.1	807 <td>24.6</td>	24.6				

注1：政府保証債中の()内は営団債を示す。

主な政府保証債は、イ. 日本政府保証—帝国鉱産、日産、東北振興電力、東北興業、帝国燃料、北支開発、中支振興、南洋拓殖、台湾拓殖、東亜海運、国際電気通信。
ロ. 満洲国政府保証—満洲重工業開発、満洲炭鉱。

ハ. 日満両国政府保証—満洲拓殖。

2：満洲国会社債を含む。

資料：日本興業銀行「全国公債社債明細表」。

出所：志村嘉一編著「日本公債市場史」, 106～7ページ。

第15表 起債計画における消化区分

(単位：百万円)

年間	発行総額 ¹⁾		区分					
			シ団親引け		公募		官庁特殊筋 ²⁾	
		%		%		%		%
1941 (昭和16) 年	2,346	100	778	33.2	818	34.9	749	31.9
1942 (17)	2,651	100	815	30.7	797	30.1	1,038	39.2
1943 (18)	2,704	100	876	32.4	721	26.7	1,106	40.9
1944 (19)	3,301	100	772	23.4	1,037	31.4	1,492	45.2
1945 (20)	1,090	100	40	3.7	454	41.7	596	54.6

注1：事業債、営団債、満華関係債（国債・金融債を含む）の合計。借換えは含まない。

2：官庁特殊筋とは大蔵省預金部・簡易保険局・農林中央金庫・朝鮮金融組合連合会・海軍共済組合・鉄道共済組合・通信共済組合等を指す。

出所：日本興業銀行『日本興業銀行五十年史』、540ページ。

状態に陥った。そこで、政府および日銀は金融緩和措置の実施、日本興業銀行への資金援助、短資市場緩和などの対策を講じ、さらに財政資金布が増加したため⁵⁷⁾、1938（昭和13）年から起債市場が再開した。しかし、再開した市場はかつての「自由市場時代」（1932〔昭和7〕年～1936〔昭和11〕年）⁵⁸⁾のそれとは大きく様相を異にしていた。すなわち、市場再開に当たっては、無統制な起債市場を放任すれば、引受競争を誘発し、再び起債市場を混乱させる可能性があるという理由から大蔵省、日銀および日本興業銀行は協議し、起債計画の日銀への申請および一流債中心の銘柄選定などを行なうことを決定した⁵⁹⁾。そして、さらに、日銀による政府保証興銀債を見返りとする貸出優遇措置（3月）、同じく政府保証社債を見返りとする貸出優遇措置（12月）、社債見返りによるスタンプ手形の再割引⁶⁰⁾（10月）、など起債統制による市場育成策が採用された。その結果、起債市場は1928（昭和13）年から翌年にかけて回復した。

しかし、1939（昭和14）年9月の第2次大戦勃発以降、再び起債市場は低迷し始め、さらなる起債統制の強化が進展する。つまり、1940（昭和15）年10月起債当局は同年第4四半期の起債計画を発表し、「起債の計画化に劃期的の

一步を踏み出すに至」⁶¹⁾り、さらに同年12月には大蔵省、企画院、日銀および興銀の首脳による「起債計画協議会」が設置され、銘柄選定や発行総額の決定等を行なった⁶²⁾。これにより統制は、従来からの消化策中心の措置に加えて発行そのものも統制下に置かれることとなり、発行から消化までの全面的な計画化が実現した⁶³⁾。そして、社債消化について、特殊筋（官庁筋）引取り、シンジケート団親引けおよび公募の「三分主義」⁶⁴⁾が確立し、政府関係資金による消化やシンジケート団の親引けによる消化が拡大した（第15表参照）。そのうえシンジケート団所有社債の売却については自薦が申し合わされ⁶⁵⁾、これにより起債市場は「事実上市場の機能を喪失し、債券発行も金融機関貸出と同様、統制的資金配分の一手段となった」⁶⁶⁾のである。

そして、このような統制の結果、起債額は拡大の一途をたどりつつ終戦に至るのであるが、次に起債額の拡大とその内容についてみていく。

3. 統制下の起債市場

この時期の起債市場は、1937（昭和12）年3億3800万円から1940（昭和15）年15億9900万円、さらに1944（昭和19）年39億2400万円へと急増したが、「この時期の事業債発行の特徴は

第16表 社債の集中状況 (年間) (単位：百万円)

	1941年 (昭和16年)			1942年 (17年)			1943年 (18年)			1944年 (19年)			1945年 (20年)		
		%			%			%		%		%		%	
会社債発行高	2,521	100.0		2,742	100.0		2,885	100.0		3,924	100.0		3,280	100.0	
1 社	社 (190)		社 (184)		社 (245)		社 (367)		社 (320)						
100万円以上	7 1,332	52.8	7 1,289	47.0	7 1,717	59.5	7 2,566	65.4	6 1,917	58.4					
1 社40～	(61)		(60)		(60)		(62)		(73)						
100万円	6 363	14.4	12 716	26.1	10 599	20.8	9 558	14.2	9 655	20.0					
	(130)		(105)		(136)		(195)		(172)						
合計	13 1,695	67.2	19 2,005	73.1	17 2,316	80.3	16 3,124	79.6	15 2,572	78.4					

備考1：日本興業銀行「調査月報」による。
2：括弧内は1社当たり平均を示す。
出所：『日本興業銀行50年史』，541ページ。

第17表 1938年以降の政府保証債激増の状況

	日本帝国 政府保証		日満両国 政府保証		満州帝国 政府保証		合計		※総発行額に 占める割合
	件	千円	件	千円	件	千円	件	千円	%
1937 (昭和12) 年	1	2,500	—	—	—	—	1	2,500	0.2
1938 (13) 年	14	205,800	1	30,000	1	10,000	16	245,800	15.3
1939 (14) 年	23	363,940	4	73,000	6	150,000	33	856,940	29.6
1940 (15) 年	50	1,187,000	2	30,000	5	175,000	57	1,392,000	52.6
1941 (16) 年	94	1,577,010	4	100,000	9	180,000	107	1,857,010	58.2
1942 (17) 年	151	2,395,550	4	100,000	11	198,060	166	2,693,610	55.9
1943 (18) 年	189	3,475,998	7	72,000	7	110,000	203	3,657,998	64.9

資料：前掲。 ※総発行額には国債、貯蓄、報国債券、地方債、満州国国債を除く。
ただし、1937年、1938年は貯蓄、報国債券を含む。
出所：『山一證券史』，261ページ。

第18表 事業債引受機関種類別 (単位：発行件数¹⁾)

年	単独引受け				共同引受け					その他 ³⁾	計
	銀行 ²⁾	信託	証券	その他 ³⁾	銀行	信託	信託・銀行	証券・銀行	その他・銀行 ⁴⁾		
1939 (昭和14) 年	5	1	3	11	34	1	51	1		5	112件
	4.5	0.9	2.7	9.8	30.4	0.9	45.5	0.9		4.5	100.0%
1940 (15)	8	1	1	11	18		47		1		87件
	9.2	1.1	1.1	12.6	20.7		54.0		1.1		100.0%
1941 (16)	12	1	1	10	19	1	120			1	165件
	7.3	0.6	0.6	6.1	11.5	0.6	72.7			0.6	100.0%

注1：事業債（内債）のみ。同一会社の同一年中発行でも、発行回数異なるものはすべて1件として数える。
2：興銀引受けで簡保等の総額買入れ分を含む。
3：預金部、簡易保険局、関連事業会社の引受け。
4：その他は預金部、発行会社自身の募集取扱等。
5：引受けあるいは募集取扱者不明、および自己募集、縁故募集、交付、個人あるいは株主引受け等。
備考1：証券系に近いが神田銀行は銀行に含む。藤本ビルブローカー銀行は昭和8年以後、小池銀行は昭和5年以後証券に含む。
2：共同銀行と大阪六三会は証券の共同引受けに、生保団は保険の共同引受けに含む。
資料：日本興業銀行「社債一覧」より作成。
出所：志村嘉一著『日本公社債市場史』，112ページ。

ほぼ特殊会社債の特徴に等しい」⁶⁷⁾といわれるように、起債のおおむねを占めたのは満鉄、東拓はじめ軍需・基礎生産・植民地経営関連の特殊会社債であった。起債市場に占める特殊会社債の比率は、1937（昭和12）年28.1%から1940（昭和15）年77.5%、さらに1944（昭和19）年88.8%へと著増している（第14表参照）。そして、これら特殊会社が社債発行を選好した理由は、業態として重工業が多く、また巨大企業であったため、長期かつ大量の資金を需要していたことが指摘できる⁶⁸⁾。

また、このように特殊会社債が起債市場のおおむねを占めたことによって、次のような特徴が顕著となった。まず、これら特殊会社は商法の社債発行限度を越えての社債発行を許されていたため、起債市場は「少数大口化の傾向」⁶⁹⁾を示した（第16表参照）。このことは、同時に一般会社債を起債市場から排除することにもつながった。次に、これらは公信用（政府保証）を背景として発行されていたため（第17表参照）、無担保社債も増大していった（第14表参照）。さらに、起債統制の強化もあいまって、社債共同引受が増加した（第18表参照）。そして、一般会社債については起債調整の際の基準として担保付となったため⁷⁰⁾に無担保債はほぼ消滅した⁷¹⁾（第18表参照）。

4. 商法改正と社債受託制度の強化

以上のような経済統制の起債市場への浸透とそれによる起債市場の変化は、社債制度に大きな変化をもたらした。その現われとして、まず1938（昭和13）年の商法改正が挙げられる。この改正の主な点は、第一に社債募集の委託を受けた会社は、社債の償還を得るに必要な一切の権限を有するものとしたこと、第二に新たに社

債権者集会の規定を設け、その招集・議事・決議・決議の執行等につき詳細な規定を設けたこと、である。前述のように、「募集の受託会社」については、1911（明治44）年の商法改正の際に「社債募集ノ委託ヲ受ケタル者」（第304条ノ二）としてその規定が設けられていたが、その規定では「募集の受託会社」の業務は、発行会社の委託によって社債申込証の作成や払込金の徴収を行なうといった事務的なことであり、1905（明治38）年制定の担保付社債信託法が受託会社にたいし「社債権者ノ為ニ債券ノ弁済ヲ得ルニ必要ナル一切ノ行為ヲ為ス権限」（第84条）を付与していたのと大きく異なっていた。そこで1938（昭和13）年の商法改正では、「募集の受託会社」にも「社債権者ノ為ニ社債ノ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ヲ為ス権限」（第309条）を付与した。また、社債権者集会の規定でも「募集の受託会社」は、集会の招集、出席および意見の陳述、決議の執行などの権限と義務を付与されることとなった。つまり、「募集の受託会社」の権限が拡大・強化されたわけだが、その理由として、無担保社債が増加したことが挙げられる。すなわち、この時期の起債市場の特徴は、特殊会社債が著しく増加したことであるが、特殊会社債は多くは担保の受託会社の設置を必要としない無担保債であり、従来の担保の受託会社では対応できないために、募集の受託会社の権限を強化することによって対応しようとしたわけである。つまり、戦時下における国策上の要請から続々と発行される無担保の特殊会社債に対して、受託会社の権限をもって管理し、そして消化を促進するために、「募集の受託会社」の権限の明確化と強化・拡大がなされたといえるのである。

次に、同時に公布された「商法中改正法律施

行法」で、銀行または信託以外がこの「募集の受託会社」になることを禁じた(第56条)ことが挙げられる。しかし、この措置に対しては、同年「有価証券引受業法」が公布され、そこでは「証券引受会社ハ他ノ法律ノ制限ニ拘ラズ社債募集ノ委託ヲ受ケ又ハ社債募集ノ委託ヲ受タル会社ナキニ至リタル場合ノ事務承継者ト為ルコトヲ得」(第5条)と規定され、いわゆる証券8社(山一、日興、小池、野村、藤本、川島屋、共同、勸業)について、従来の元引受業者としての地位が法律上は一応保たれたといわれている⁷²⁾。しかし、現実にはこの時期起債統制下にあつて、いわゆる公社債業者は元引受から完全に排除されていった。特に、前述の「起債計画協議会」設置以降は、証券会社はこれに加わることができず、そして起債前貸能力がないとされたことから、引受シ団にも参入することもできなかった。さらに、起債市場の拡大はたびたび消化困難を引き起こしたが、証券会社は背負い込み社債の払込を興銀などの銀行の共同融資に依存するようになり(第19表参照)、結果的に下引受の地位に甘んじていったのである⁷³⁾。したがって、統制経済下での社債受託制度の拡大・強化は、このような証券引受会社の下引受への地位低下の進行するなかで行なわれたのである。

5. 戦時統制期における社債受託制度の役割

このように、戦時統制経済下において起債統制が進行するなかで、社債受託制度が拡大・強化され、担保付社債のみならず無担保社債に対しても受託会社(=銀行)が法的により強い権限を付与されるにいたったわけであるが、この時期の社債受託制度の役割を整理しよう。

第一に、社債発行会社に対するミクロ的な役割が指摘できる。前述のように、個別の発行会社に対する受託会社の関与は、確立期においてはモニタリング的役割であつたといえるが、統制期になると、より積極的な関与となり、それはとくに社債市場で主流となる無担保社債の発行会社である特殊会社に対してより強く発揮され、これらの起債については実質的に起債の主導権を受託会社=銀行が握ったものと考えられる。というのは、この時期の起債市場では特殊会社債が起債の大半を占める(1937年~45年平均で69.8%)が、特殊会社の多くは軍需関連、植民地関連であり、日本興業銀行の融資ないしは同行を含む共同融資に強く依存していた。そして、これらの融資は社債前貸しの形式をとるものが多く、ときには将来日本興業銀行を加えたシ団結成による社債引受を前提として共同融資することもあったといわれ⁷⁴⁾、日本興業銀行

第19表 証券下引受業者背負込社債共同融資状況

(単位: 千円)

月末	1940年 (昭和15年)	1941年 (16年)	1942年 (17年)	1943年 (18年)	1944年 (19年)	1945年 (20年)
3 月	—	77,858	51,286	167,353	122,329	36,370
6	—	69,822	63,802	243,519	83,782	38,832
9	—	77,141	100,836	225,668	53,135	3,065
12	66,303	127,533	178,585	231,502	47,550	...

注: 興銀が共同融資幹事として実行したもの。他に他行幹事によるものが若干ある。

出典: 日本興業銀行『日本興業銀行五十年史』, 485, 613ページ。

出所: 志村嘉一編著『日本公社債市場史』, 113ページ。

と発行体との間で融資と引受が一体となった形で強い関係が形成されたと考えられる。したがって、社債受託制度は、ミクロ的に個別の起債を統制する役割を果たしたといえる。

第二に、マクロ的調整の役割にも関与したことが指摘できる。すなわち、この時期の起債市場は、前述のように、「起債計画協議会」が銘柄選定や発行総額の決定等を行ない、起債市場を統制していた。そして、ここでは大蔵省、企画院、日銀の首脳とともに、受託会社を代表して日本興業銀行の首脳がメンバーとなっていたのである。そして、ここから証券業者は排除されていた。したがって、大蔵省・日銀が実質的な主導権を担っていたと考えられるが、受託会社もその一環を担っていたのである。さらに、この「起債計画協議会」は、戦後設置された「起債調整協議会」と強い類似性をもっており、その後の「起債打ち合わせ会」および「起債懇談会」へと継承されていくのである。

IV. 戦後復興期における 社債受託制度の存続

1. 戦後混乱期の起債市場

戦後の社債発行は、1945（昭和20）年12月の倉敷絹織債600万円が日本興業銀行、帝国銀行、三菱銀行および住友銀行の4銀行によって引受けられたことに始まるが、そのほかには電力会社や電鉄会社などの社債発行をみたとどまり、起債総額は1946（昭和21）年から48（昭和23）年の3年間で20億円にすぎず、当時の産業資金供給全体に占める位置は無視しうるほどに小さかった。その理由は、一方では経済復興を進めていくなかでインフレーションが進行し、さらにそれにとまなう金融逼迫が起債を圧迫したた

めであり⁷⁵⁾、他方では戦前の臨時資金調整法の統制が存続していたため弾力的な金利設定が不可能であったためである⁷⁶⁾。

このような起債市場の沈滞状況を打開すべく、1947（昭和22）年6月、大蔵省、経済安定本部、日銀、復興金融公庫、農林中央金庫、日本興業銀行、日本勧業銀行、帝国銀行、三和銀行の各銀行および地方銀行の代表者からなる「起債調整協議会」が設置された。これは「日銀の主導による事実上の協議懇談機関」⁷⁷⁾であり、その目的は「長期信用の供与を円滑にし、産業資金計画に対応して資金を適正に配分すること」とされ、具体的には「起債条件をここで統一的に決定し、起債額と起債の順序を調整しよう」とするものであった⁷⁸⁾。そして、同協議会は事業債をはじめ、国債、地方債、金融債の起債条件を決定したが、さらにインフレーションが進行したこと、そして金利の高騰を避けるべく基準金利＝国債金利を極力低位に設定し、それに準拠して他の債券金利も低位に設定したこと⁷⁹⁾、などの理由から起債市場の不振は回復しなかった。

2. 起債市場の再開

戦後の起債市場の本格的な再開は、1949（昭和24）年3月のドッジ声明発表以降、つまり戦後インフレの要因の一つとなっていた復興金融公庫（復金）の融資がドッジ・ラインに沿って停止され、企業の長期設備資金調達得起債市場に求められ、種々の起債市場育成策がとられるようになってからのことである。

まず、起債環境を整えるため、同年6月から日本銀行による国債・復金債の買上げ措置が実施された。つまり、金融機関保有の国債・復金債を日銀が買上げ、資金を金融機関に供給し、

それによって社債投資を促進させる条件を創り出すというものである。この措置によって同年下期には国債62億円、復金債50億円が買上げられ、さらに復金債の償還も進行したため、同期にはこれら買上げ額と償還額の総計に相当する額の社債発行がなされた⁸⁰⁾ (第20表参照)。

また、時を同じくして「日銀適格担保社債制度」といわれる社債担保金融優遇措置がとられた。つまり、金融機関が買い入れた社債を担保に日銀借入れを行なう場合、日銀が適格と認めた社債については国債並みに優遇するというものである。その際、担保掛け目は気配相場による時価を基準に95%以内とされ、対象銘柄の基準として担保付であること、転換社債は除外されることなどが規定されていた。そして、この制度は日銀が対象銘柄を事前に審査することから「日銀適格担保社債事前審査制度」ともよばれた⁸¹⁾。

そして、これらの措置の実施、さらにドッジ・ラインの実施によるインフレの終息、金利引き下げ＝発行条件の改訂によって、起債市場は活況を呈することになる。すなわち、同年5月には2億2000万円に過ぎなかった起債額は、6月7億2500万円、7月14億2000万円、8月22億6800万円と著増することとなり、これをもっ

て戦後起債市場の再開となったわけである。

3. 日銀信用の膨張と金融機関の社債消化

以上の経緯を経て戦後の起債市場は再開されたのであるが、注目すべき点は民間の貯蓄形成が直接・間接に資本市場、すなわち債券投資に向かったことによって起債市場が再開されたのではなく、日銀の信用膨張が金融機関の資金増加を生みだし、それが金融機関の債券投資に向かったことによって市場が再開されたという点である。つまり、「日銀の資金供給が民間投資を代位した」⁸²⁾ のである。したがって、起債市場において日銀は直接的かつ全面的な調整機能をもったといえる。

前述のように、1947 (昭和22) 年日銀主導のもと「起債調整協議会」が設置されたが、起債市場育成策の実施とともに同協議会は1949 (昭和24) 年6月「起債懇談会」と「起債打合せ会」に分化する。ここで、「起債懇談会」では起債の発行条件・引受手数料など起債市場に関わる一般的事項が協議され、その構成者は大蔵省、日銀、証券取引委員会、日本興業銀行、日本勧業銀行、都市銀行、地方銀行、信託銀行、復金、農林中央金庫、証券業者の代表者であり、「起債打合せ会」では翌月の発行銘柄、各銘柄の発行額、発行条件など個別の事項が協議され、その構成者は日銀、受託銀行 (日本興業銀行、三井銀行など) と証券4社 (山一、日興、野村、大和) であった。しかし、「起債懇談会」の協議する発行条件の基礎には、日銀政策委員会の決定する金利体系があり、他方「起債打合せ会」の協議の基礎には、日銀適格担保社債事前審査制度があり、ここでは受託会社・引受会社が日銀と交渉し、日銀が適格と認めた

第20表 1949 (昭和24) 年下期の起債関係
日本銀行オペレーション実績

	復金債 百万円	国債 百万円	市中償還額 百万円
7 月	2,170	—	2,321
8 月	2,829	—	1,699
9 月	—	1,144	3,886
10 月	—	2,915	3,614
11 月	—	1,205	2,143
12 月	—	947	8,327
合計	4,999	6,211	22,038

資料：日本興業銀行「社債消化状況」1949 (昭和24) 年下期
出所：『山一證券史』、393ページ。

銘柄について発行額、発行条件を打合せ、発表するにすぎなかった⁸³⁾。そして、このような日銀主導の起債調整は、重要産業への傾斜的資金配分を合理的に行なうという政策意図と結び付いて展開されていくのである（第21表参照）。

また、このように日銀主導の起債調整の裏面にあったのが、金融機関中心の社債消化構造である。たとえば、起債市場の再開された1949（昭和24）年の社債消化状況は、都市銀行と地方銀行の合計だけでも90%以上を占めており、

この構造はその後も一貫している（第22表参照）。このことから、前述の日銀の信用供給によって日銀と市中銀行の債券消化が緊密に結び付いており、さらに起債調整が日銀の金融政策の枠内で機能していたことがわかるのである⁸⁴⁾。

4. 証券取引法の公布と引受機構の変貌

上記のように日銀の社債市場育成策が実施されると同時に、他方では証券取引法が公布され、それにともなって引受機構の整備が行なわれた。

第21表 事業債の業種別発行高 (単位：百万，%)

年度	工業				鉱業	交通業	電気・ガス	その他	合計
		繊維	化学	金属					
1950（昭和25）年	32,340 (71.4)	11,010 (24.3)	9,140 (20.2)	4,450 (9.8)	3,710 (8.2)	3,970 (8.8)	3,570 (7.9)	1,684 (3.7)	45,274 (100)
1951（26）年	21,727 (58.8)	7,335 (19.8)	5,321 (14.4)	5,410 (14.6)	1,970 (5.3)	3,490 (9.4)	8,730 (23.7)	1,040 (2.8)	36,957 (100)
1952（27）年	26,477 (52.1)	7,300 (14.4)	5,868 (11.6)	7,630 (15.0)	3,050 (6.0)	5,470 (10.8)	14,300 (28.2)	1,457 (2.9)	50,754 (100)
1953（28）年	20,303 (48.3)	3,408 (8.1)	5,330 (12.7)	6,800 (16.2)	2,850 (6.8)	4,300 (10.3)	13,350 (31.8)	1,213 (2.8)	42,016 (100)
1954（29）年	21,295 (47.9)	3,021 (6.8)	6,003 (13.5)	5,680 (12.8)	2,290 (5.1)	4,869 (10.9)	14,440 (32.4)	1,626 (3.7)	44,520 (100)

資料：日本興業銀行『第54回全国公債社債明細表』
出所：志村嘉一「復興金融と社債市場」（志村編著『日本公社債市場史』，東京大学出版会，1980年，所収），155ページ。

第22表 事業債消化状況 (単位：%，百万円)

年度	都・長銀	地銀	その他 金融機関	農中 農協組	個人	其他	資金 運用部	合計 (発行額)
1949（昭和24）年	44.7	45.1	3.3	5.7	0.8	0.4	—	100 (28,145)
1950（25）年	36.6	39.0	6.0	16.6	0.9	0.9	—	100 (45,274)
1951（26）年	37.9	37.6	8.8	12.8	0.3	1.5	1.1	100 (36,958)
1952（27）年	37.0	41.9	8.1	9.3	2.0	0.7	1.0	100 (50,755)
1953（28）年	34.7	40.7	9.2	13.3	1.4		0.7	100 (42,016)
1954（29）年	36.6	41.0	10.3	7.6	2.4		2.1	100 (44,520)

資料：日本興業銀行『第54回全国公債社債明細表』
出所：平野尚美「消化、保有、流通の状況」（志村，前掲編著，所収），183ページ。

1947 (昭和22) 年3月、証券取引法が国会を通過したが施行されず、翌1948 (昭和23) 年4月に改正された証券取引法が成立した。この証券取引法は、一方では社債の引受業務を金融機関から分離させて証券業者の専業とし (第65条)、他方では証券業者が「募集の受託会社」なることを禁じた (第45条)。そして、この証券取引法は同年11月に施行され、同法第65条にもとづく最初の発行として、翌月第50回日本発送電社債5000万円が山一、日興、野村、大和など証券9社の引受で発行された。これによって、戦時統制下において元引受から排除され下引受の地位に押し込まれていた証券業者が、証券取引法のもと法的に引受機構を担うこととなったのである。

しかし、前述のように起債が日銀信用によって支えられ、社債の消化が金融機関によってほぼ完全に占められていた状況にあっては、引受機構そのものが機能していなかった。つまり、当時の起債市場では、債券は起債に先行してあらかじめ引受が強制的に割り当てられる傾向にあったため、引受会社が自己責任で起債を成功させるという必要はなく⁸⁵⁾、他方で発行条件や発行額も日銀の政策下にあったため、フィナンシャル・アドバイザー機能を果たす余地はなかった。したがって、証券業者は引受事務手続きを行なうに過ぎなかったのである。

5. 受託制度の存続

上記のように戦後復興期の起債市場を考察すると、そこに戦時統制期からの顕著な連続性を見ることができる。第一に、日銀の起債市場育成策によって設置された「起債調整協議会」は、戦前の「起債計画協議会」の再現であり、また「日銀適格担保社債制度」も、日銀の信用供与

という点で戦前の「スタンプ手形再割引」や「政府保証債見返りの貸出優遇措置」の変種であった。第二に、社債の消化構造についても、戦前の「三分主義」(公募、シ団、官庁筋)における官庁筋が大きく後退し、金融機関中心の構造がより鮮明になった。つまり、起債は融資の変形であるという性格をより強めていったのである。

そして、証券取引法の公布にもかかわらず、社債市場の発行から消化を規定する構造は持たされ、存続しつづけた。つまり、法的には証券会社が引受機構を担うこととなったにもかかわらず、証券会社はフィナンシャル・アドバイザー機能をもたず、実質的にその機能を果たしたのは金融機関=受託会社であったのである⁸⁶⁾。

ただし、戦後の受託制度はいくぶん戦前のそれとは異なっている。つまり、戦前では単独受託が通常であったのが、戦後は共同受託が一般的となったのである。そして、その理由としては、第一に証券取引法の施行によって引受業務から排除された金融機関が、引受を失った代償として、従来同系の信託銀行が受託していた社債の受託に参加してきたために、二行受託が普通となったこと、第二に事業会社と金融機関の関係が協調融資等をつうじて多角的となるなかで、銀行融資の変形と化した起債市場に関心を深めた銀行が、受託業務に進出するようになったことが指摘されている⁸⁷⁾。

6. 戦後復興期における社債受託制度の役割

戦時統制下において形成された社債受託制度の役割は、戦後においてもほぼそのまま維持されたと考えられる。

第一に、個別の発行会社の起債に対する関与

という点では、前述のように戦後の証券取引法は証券会社が引受業務を担うことを規定したが、実際は証券会社はフィナンシャル・アドバイザー機能をもたず、金融機関＝受託銀行がその役割を果たした。その要因として、次の点が指摘できる。まず、社債消化において先の「三分主義」（公募、シ団、官庁筋）のうち、官庁筋が大きく後退したため、金融機関中心の消化が鮮明となり、起債は融資の変形となったことである。そのため、金融機関とくに受託銀行の発行内容への関与は一層強まったと考えられる。次に、やや時期的にはあとになるが、メインバンク制が確立したことである。メインバンクは融資を通じて企業との関係を強める一方、他方では発行会社の受託会社となることで起債市場に関与し、個別発行会社の起債への関与を強めたと考えられる。

第二に、起債市場のマクロ的調整という点についてみると、まず戦後の起債市場の再開および育成は日銀主導型で行なわれたが、これは起債市場が日銀の信用供与によって維持され、その政策の直接的な枠内にあることを意味した。つまり、戦時統制下で確立された起債調整の体制はそのまま戦後復興期にも存続した。次に、制度的にも戦後の「起債調整協議会」は戦時統制下の「起債計画協議会」を引き継いでいた。すなわち、ここでも大蔵省、日銀、日本興業銀行というメンバーはそのままであり、戦前の企画院はメンバーから姿を消し、かわって日本勧業銀行、帝国銀行、三和銀行など有力銀行がメンバーに加わった。したがって、ここでの中心的役割を果たしたのは社債消化のための信用供与が可能な日銀および直接消化の受け皿となった有力銀行、すなわち社債受託会社であった。

以上の要因によって、戦時統制期に形成され

た社債受託制度の役割は、戦後もほぼそのまま継承されることとなったのである。

V. 高度成長期における社債受託制度の役割

1. 高度成長期の社債市場

1955（昭和30）年から翌年にかけて、国際収支好転および財政資金散超をうけて、都市銀行のオーバーローンの解消による金融緩和がもたらされたが、このため「起債市場の自由化」といわれる事態が実現した。1956（昭和31）年1月日銀適格担保社債事前審査制度が廃止されるとともに、起債懇談会も事実上の廃止となり、起債打合会も起債条件の事後確認をおこなうだけの機関となった。つまり、社債市場は日銀による直接的な統制から民間の自主調整へと移行したのである。しかし、この「起債市場の自由化」といわれる事態は短命に終わる。すなわち、1957（昭和32）年以降、金融引締が進行すると、再び起債市場は調整、圧縮され、起債市場の自由化は短命に終るのである。つまり、この時期の起債市場の自由化の意味は、戦後10年の経済復興期の慢性的資金不足に対処すべくとられていた人為的低金利政策と、市場での金利機能を放棄した資金割当的な統制政策が、一時的な金融緩和とそれにともなう金利低下で不要となり、一時的に債券市場が自由に機能する条件が与えられたものといえるであろう。しかし、その後経済が高度成長期に移行するにつれ、再び資金の需給関係は逼迫し、金利の上昇が生じ、金利統制と資金割当政策が復活するのである。したがって、ここでの「起債市場の自由化」は、あくまでもこの時期の金融緩和、すなわち金融機関の社債消化力の拡大という背景によっ

でもたらされたものであり、社債市場が金融機関の社債消化力に依存し、その制約下にあったことを如実に示しているといえる。この背景としては、人為的低金利政策による制約が挙げられる。人為的低金利政策のもとで、起債条件は固定されており、社債保有は実質的に利回り採算がとれず、また社債の売却はキャピタル・ロスを生じさせたために、社債の流動性はきわめて低く、社債消化はそのまま社債保有となった。したがって、社債消化は、企業集団形成のための系列融資、すなわち都市銀行による長期融資の変形として行なわれざるを得ず、社債消化も銀行に依存せざるを得なかった。さらに、付け加えると、長期金融制度にともなう金融債の優先発行および財政投融資計画にともなう政府保証債の優先発行も社債発行の制約条件となった。これら債券が優先的に発行されることによって、一般の社債発行が常に制約されたのである。

このような状況の中で、社債受託制度はどのような役割を果たしたのかを見てみよう。

2. 社債受託制度の法律的規定

ここで、社債受託制度の法律的規定を整理しておこう。しかし、後述するように、法律的な規定とそれが高度成長期において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るものと思われる⁸⁰⁾。

法律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（第23表）。

（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、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⁸⁰⁾、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く、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「募集または売出の取扱」、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⁸⁰⁾。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。

（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った場合の無

第23表 社債発行関係機関の法令に基づく業務等の内容

(略号 商：商法、担：担信法、証：証取法、社登：社債等登録法)

	(発行者)	募集の受託会社	担保の受託会社	引受会社	登録機関	元利金 支払事務 取扱機関	社債権者 集会	(購入者)
資格又は制約条件	①株式会社であること(商296)(合 名会社、合資会社も可能)。 ②取締役会の決議を行うこと(商 296)。 ③社債発行限度、資本及び準備金 総額又は純資産額のいずれか小さ い額を超えて発行してはならない (商297)。	銀行及び信託会社である こと(商法中改正法律施 行法56)一証券会社は 除かれる(証45)。	主務官庁の免許を受け た会社であること(担 5)一当該会社は銀行 業又は信託業以外の業 務を兼業することはで きない(担6)。	証券会社であり、引受 業務の免許を受けてい ること(証28, 65)。	主務大臣の 指定を受けた 法人であること(社登 2)一担保又は は募集の受託があ る場合当該 該受託会社 であること(社 登令1① II)。	証券会社の 場合大臣の 承認が必要 (証43)一銀 行等の場合 は付随業務。	—	—
業務等の内容	①社債申込証の作成※ (商301①)。 ②社債募集の公告※一担保付社債 を発行する場合、担保の受託会社 の承認をえて社債総額等の事項を 公告しなければならない(担22)。 ③社債原簿の作成、備置(商263, 317, 担40)。 ④信託証書の保存、備置、一担保 付社債を発行する場合(担20)。 ⑤社債権者集会の招集、集会への出 席及び意見陳述(商320, 322)。 ※実務では、申込証の作成及び社債 募集の公告は発行者の名におい て、受託会社が事務を代行してい る。	①「自己ノ名ヲ以テ会社 ノ為ニ」する払込金の 徴収(商304)。 ②「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」(商309 ①)。 ③社債の償還を受けた場 合その旨を公告し、社債 権者に通知すること (商309②)。 ④社債権者集会の招集、 集会への出席及び意見 陳述(商320, 322)。 ⑤社債権者集会の決議 の執行(商330)。	①「総社債権者ノ為ニ 担保権ヲ保存シ実行 スル」こと(担70) ②。「公平且誠 実ニ」「善良ナル管理 者ノ注意ヲ以テ」信 託業務を処理しなけ ればならない(担68, 69)。 ③信託証書の保存、備 置(担20)。 ④社債権者集会の招 集、集会への出席及 び意見陳述(担48, 54)。 ⑤社債権者集会の決議 の執行(担63)。	証取法上の「引受人」 は、有価証券の発行に 際し次のような業務を 行う者という(証2⑥)。 ①売出目的による有価 証券の取得。 ②簿類引受。 ③募集又は売出の取 扱。 ④特別の手数料を得て する募集又は売出の 分担。 なお、有価証券届出書 及び目録見書に虚偽記 載等があった場合には 発行会社とともに賠償 責任を負う。	①社債権者 の請求により社債 の登録を 行うこと (社登3)。 ②社債登録 の作成備 置(社登 8)。	元利金の支 払事務一発 行会社との 間の元利金 支払事務取 扱契約(任 意契約)に よる。	「裁判所ノ 許可ヲ得 テ」社債権 者ノ利害 ニ重大ナ ル関係ヲ 有スル事 項ニ付決 議ヲ為ス コト」(商 319)。	社債総額 の1/10以 上にあた る社債権 者は社債 権者集会 の招集を 請求する ことができる (商320)。

証券取引審議会基本問題委員会資料(昭和52年10月)

注：1953年証取法の改正(付則第4条)により担保付社債等の募集・売出しについては届出書の提出が免除されていた。しかし昭和63年5月の証取法改正によりその付則が削除されたので、「発行者」は「証取法第4条」による届出を要することとなった。

出典：証券団体協議会「社債市場活性化策の実施状況(未定稿)」1989年9月5日、23ページ。

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のとは異なっている⁹¹⁾。

3. 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⁹²⁾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持っていた起債会は, 引受証券会社(証券大手4社)と社債受託会社(20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・勧業)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ア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=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, 1960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50%以上, 場合によっては80%に達し, 平均63.4%となっており, 銀行の比重が圧倒的

に高いことがわかる⁸³⁾。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ア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、より正確に言くと、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うべきであり、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」と受託銀行側から批判された⁸⁴⁾。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アティブを高めることが企図されたのである。したがって、1970年代にはいつて、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たからである。この影響力の行使によってときには個別企業の銀行離れを防ぎ、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、法律的手がかりとしたのが、募集受託契約である。この契約の際、発行条件なども決定され、メインバンクが社債発行に直接関与する余地があったわけである。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。これに関係するが、第二に有担保原則が維持されたことによって、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、1985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。そこでは、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、他の協調融資行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っ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生を選択する必要がある、会社更生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、受託銀行一括買取り後に会社更生法申請がなされたのである⁹⁰⁾。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。

4. 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1970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1975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70年代には個人消化、続いて80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、1980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1956年6月から1985年4月に元金償還手数料が10銭（100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30銭（当初のみ）、25銭（毎年）、50銭（償還時のみ）、1円30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、1979年当時7年債で1円80銭であった）。ちなみに、発行会社が仮に7年債100億円（利率7%、担保付）を発行すると、受託銀行に支払う手数料は合計3億1870万円となり、年平均4552万円余りとなる⁹⁰⁾。すなわち、発行者コストが0.45%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80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1985年4月に利金支払い手数料を約50%引き下げるとともに、無担保社債発行規制緩和によって信託手数料の実質的ディスカウントを行うなどしたため、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、80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めるものであり、とくに地盤低下しつつある長信銀対策であった。しかし、この解決には自ずから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たと思われる。したがって、受託制度改革が行われたのは、93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。

VI. 小括

以上、日本の社債受託制度の変遷をたどりながら、その役割の変化を考察した。その結果を要約すると、以下ようになる。

第一に、社債受託制度の導入期では、1905年の担保付社債制定は、外資導入という当時の経済的要請に対応するための制度的措置であったと考えられ、ここでの役割は外資導入の促進であったが、しかしながらその役割は鉄道国有化や中小鉄道会社の信用力不足のため、十分果たされなかった。

第二に、第1次大戦後の社債市場の拡大期は、社債浄化運動によって「有担保原則」がもたらされたように、社債受託制度の確立期とされる。すなわち、有担保原則によって、担保の受託会社の設置が不可欠となる一方、受託会社

が委託会社の事業経営、その財務処理、貸借対照表の作成、利益処分などについて制限を加えることが通常となり、受託会社は、単なる担保の保存・管理という以上に個別の発行会社に対するモニタリングの役割を担うこととなったのである。つまり、社債受託制度の確立は、同時に社債発行市場全体に対する受託会社の規制的役割の端緒となった。

第三に、戦時統制期では、起債統制が進行するなかで、1938年の商法改正によって「募集の受託会社」の権限が強化されたように、社債受託制度の拡大・強化期とされるが、ここでの受託制度の役割は、社債発行会社に対するミクロ的な役割と起債市場全体に対するマクロ的な役割であったといえる。前者については、確立期においてはモニタリング的役割であったものが、より積極的な関与となり、とくに社債市場で主流となる無担保社債の発行会社である特殊会社に対してより強く発揮された。後者については、「起債計画協議会」が銘柄選定や発行総額の決定等を行ない、起債市場を統制していたが、ここに受託会社も参加しており、受託会社はマクロ的な調整の一翼を担う役割を果たしていた。

第四に、戦後復興期では、戦時統制期の社債受託制度の役割はほぼそのまま継承されたが、ミクロ的な役割という点ではより強化されたと考えられる。というのは、まず社債消化が金融機関消化中心に行われることになったこと、次にやや時期的には後になるが、メインバンク制が確立し、メインバンクが社債受託会社に任じられるようになったことがあげられる。他方、マクロ的役割については、戦時統制期の「起債計画協議会」を引き継ぐ「起債調整協議会」が行っており、そこでの主導権を発揮したのは、社債消化のための信用供与を行っていた日銀と

消化の受け皿となった有力銀行、すなわち社債受託会社であった。

第五に、高度成長期では、戦後復興期同様、ミクロ的にはメインバンクとして社債発行に関与すると同時に、マクロ的にも「起債会」を通じて調整的役割を担った。ただし、戦後復興期とは異なり、高度成長期になると、マクロ的調整は日銀の直接的調整を離れ、民間自主調整という形をとるが、そこでの主導権は消化の中心となった有力銀行＝社債受託会社であり、受託銀行がマクロ的調整の役割を果たした。したがって、そこでは社債はメインバンクを幹事銀行とする協調融資の変形となっていたため、融資同様に、社債についてもデフォルトの際には受託銀行一括買取りという形で、メインバンクによる信用リスクの肩代わりが行われた。つまり、戦後復興期の後半から、メインバンクが社債受託銀行となることが慣例化するとともに、受託制度は救済的役割をも果たしたといえる。

したがって、最後に、社債受託制度の役割が低下するのは、1970年代にはいつて社債の個人消化が拡大し、銀行消化依存の消化構造が崩れはじめてからであり、それにともなって社債受託制度は受託銀行の既得権益化していくのである。

注

- 1) 麻島昭一「担保付社債信託法」(有沢広巳監修『証券百年史』, 日本経済新聞社, 1978年, 所収) 48ページ, および野田正徳『日本証券市場成立史』, 有斐閣, 1980年, 178～181ページ, 参照。
- 2) 日本興業銀行年史編纂委員会編『日本興業銀行75年史』, 1982年, 4ページ, 参照。
- 3) 日本興業銀行臨時史料室編『日本興業銀行50年史』, 1957年, 22ページ, 参照。
- 4) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 21～33ページ, 参照。
- 5) 加藤俊彦『本邦銀行史論』, 東京大学出版会, 1957年, 195～196ページ, 参照。
- 6) 前掲, 『日本興業銀行75年史』, 6ページ, 参照。
- 7) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 53ページ, 参照。

- 8) 大蔵省証券局(資本市場課 西川)「わが国公社債市場小史(引受および受託小史)」, 『調査時報』, No. 3, 1973年7月, 31ページ, 参照。
- 9) 野田, 前掲, 182～183ページ, 参照。
- 10) 竹内半寿『我国公社債制度の沿革』, 酒井書店, 1956年, 23ページ。
- 11) 加藤, 前掲, 204ページ, 参照。
- 12) 加藤, 前掲, 204ページ, および白井規矩雅『校訂 日本の金融機関』, 柏書房, 1972年, 197ページ, 参照。
- 13) 白井, 前掲, 198ページ。
- 14) 野田, 前掲, 184～5ページ, 参照。
- 15) 前掲, 『証券百年史』, 50ページ, および前掲, 『50年史』, 92ページ, 参照。
- 16) 野田, 前掲, 186ページ, 参照。
- 17) 前掲, 『証券百年史』, 50ページ。
- 18) 竹内, 前掲, によると, 「単純な委託募集」では, 証券業者が売捌きを行っても, 引受責任がないので, 社債不成立の欠点があり, 利用された例はほとんどないとされ, 他方「総額引受」は, 受託会社または第三者が社債の総額を引受ける方式で, 引受会社が一旦引受け, 社債を成立させた上, その後市場の情勢によって自己の責任で公衆に売り出すとされている。同書, 85～86ページ, 参照。
- 19) ただし, この当時はまだ担保の受託会社が募集の受託会社を兼ね, そして引受をも行うといった体制は必ずしも確立されていなかったといわれる。例えば, 日本興業銀行は1906(明治39)年から1913(大正2)年の間に, 担保付社債発行総額のうち73.5%の受託率を占めていたが, そのうち同行の引受とならず受託のみを行なった担保付社債が90%であったとしている。前掲, 『50年史』, 92ページ, 参照。
- 20) 野田, 前掲, 183ページ。また, W. Braddock Hickman, Statistical Measures of Corporate Bond Financing since 1900, Princeton Universe Press, 1960, p.29.によると, 1900年当時の米国における全社債発行件数2566件のうち担保付社債は, 2277件であり, その比率89%であった。
- 21) 竹内, 前掲, 52ページ, 参照。
- 22) これらの事例については, 拙稿「戦前日本におけるデフォルト社債処理」, 『証券経済研究』, 第7号, 1997年5月, 板橋菊松著「社債の実際知識」, 千倉書房, 1934年, 135～246ページ, 栗栖赴夫「社債先例回顧録」(栗栖赴夫法律著作選集刊行会「栗栖赴夫法律著作選集」第2巻「商法社債法の研究」, 有斐閣, 1967年, 所収), 369～402ページ, 同「商法社債法等と社債の救済・整理」(前掲書, 所収), 237～267ページ, 同「社債及其救済論」, 啓明社, 1928年, 17～60ページ, 参照。
- 23) この背景には, 当時の「有力会社中には, 無担保発行を以って「一流」会社であるとする如き弊風」があったことが指摘されている。前掲, 『日本興業銀行50年史』, 355ページ, 参照。
- 24) 竹内, 前掲, 76ページ。
- 25) 山一證券株式会社社史編纂室編『山一證券史』, 1958年, 187ページ, 参照。
- 26) 「金融界無担保社債抑制申合」, 『銀行通信録』, 第95巻

- 第568号, 1933年5月20日, 134~135ページ, 参照。
- 27) ただし, この事態を『大阪朝日新聞』(1933年5月7日付)は, 証券業者と金融団との「対立抗争」として報じている。
 - 28) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 281ページ。
 - 29) 前掲, 『山一證券史』, 1958年, 187ページ。
 - 30) 揖西光速・加藤俊彦・大島清・大内力著『日本資本主義の没落2』, 東京大学出版会, 1961年, 405ページ。
 - 31) 前掲, 『山一證券史』, 196ページ。
 - 32) 志村嘉一著『日本資本市場分析』, 東京大学出版会, 1969年, 312ページ。
 - 33) 大蔵省証券局(資本市場課 西川), 前掲, 「わが国公社債市場小史(引受および受託小史)」, 『調査時報』, No. 3, 1973年7月, 90ページ, および二上季代司著『日本の証券会社経営』, 東洋経済新報社, 1990年, 11~18ページ, 参照。
 - 34) 大蔵省証券局(資本市場課 西川), 前掲, 「わが国公社債市場小史」, 96ページ。
 - 35) 大蔵省証券局(資本市場課 西川), 前掲, 「わが国公社債市場小史」, 96ページ。また, 元引受会社は発行会社と契約を結び, その役割は発行条件の決定とともに, 引受責任を負うことであるのに対し, 下引受会社は元引受会社と下引受契約を結び, 下引受責任額を決定し, その責任額を投資家に販売することになる。したがって, 元引受会社は引受手数料を発行会社から徴収し, そこから下引受会社に対して, 危険負担料としての下引受手数料と募集取扱いに対する募集取扱手数料を支払うこととなる。また, 実際には, 発行会社との間に社債引受契約が成立すると, 元引受会社は下引受会社を招集し, その募集要項と手数料を示して下引受を勧誘し, 下引受会社はその時の市場動向を見極めながら, 希望下引受額を予約申し込みする方法が行われていたとされる。これについては, 竹内, 前掲, 88~93ページ, 参照。
 - 36) 佐藤七郎著『社債の理論と実際』, 文雅堂, 1932年, 410ページ, 参照。
 - 37) 当時の新聞論調に見られる担保付化の主張には, 以下のようなものがある。例えば, 社債浄化運動の始まる直前の1930(昭和5)年塩水港製糖社債が償還ないし借換不能に陥る危機に瀕したが, それをうけて『大阪毎日新聞』(1930年7月12日)は「社債権者の擁護策」と題する社説を掲げた。そこでは, 「社債の信用を維持し, かつ償還を確実にしめる手段としては, まず今後社債発行の場合, 一流会社たとえとを問はず, 必ず工場または軌道財団を設定して担保付社債制を確立すること, ならびに社債の減債基金制を採用することが, 極めて適切ではないか」と述べられている。また, 『大阪朝日新聞』(1930年6月13日)も「社債権者を保護せよ」という見出しで, 「有力銀行家並に日銀当局でも是非とも社債権の保護を今少し完全にしたいとの希望を抱いてをり, 社債は全部担保付として事業会社は必ず減債基金を設くべしとの議が熱心に唱道されるに至つた」ことを報じている。
 - 38) 井上準之助「銀行の放資と社債に就て」, 1927年2月24日, 於信用調査研究会例会(日本銀行調査局編『日本金融史資料 昭和編』, 第25巻, 大蔵省印刷局, 1969年, 所収), 622ページ。
 - 39) 井上準之助「東京手形交換所新年宴会演説」, 1928年1月30日, 於東京銀行集会所(井上準之助論叢編纂会『井上準之助論叢』, 第3巻, 1935年, 所収), 31ページ。
 - 40) 『時事新報』, 1931年3月5日。
 - 41) 前掲, 『日本興業銀行50年史』1958年331ページ, および羽間乙彦「河上弘一の人と生涯」(『河上弘一回想録』, 河上弘一記念事業世話人会, 1958年, 所収), 414~427ページ, 参照。
 - 42) 結城豊太郎「事業金融の改善に就て」, 『銀行通信録』, 第91巻第540号, 1931年1月20日, 5ページ, 参照。
 - 43) なお, 後藤新一著『日本短期金融市場発達史』, 日本金融新聞社, 1986年, 68~71ページ, によれば, 銀行のコール市場に有担保原則が導入されたのも金融恐慌降であるとされる。また, 本論とは離れるが, ここで米国と比較すると興味深い。すなわち, 米国でも1900年代から1920年代にかけて社債の無担保化が進展し, かつ社債デフォルト率も担保付社債よりも無担保社債の方が低かったことが確認されており, 日米の社債市場で奇しくも同様の傾向が見られる。そして, 1930年代の世界恐慌によって日米ともにデフォルトが頻発し, 多くの社債保有者が実損を被ったわけであるが, この事態に対し米国では1933年信託証券法が施行され, また格付け機関の認知度が結果的に高まったが, 逆に日本では「社債浄化運動」によって社債の有担保化が推し進められ, 徐々にではあるが, 無担保社債を排除することによって対応が図られる。そして, 結果的には米国では無担保社債が一般化し, ほとんど参入障壁のない社債市場が構築されるのに対し, 日本では有担保を原則とする規制的な社債市場が構築されることになり, 日米が対照的な制度を作り上げることになる, その分水嶺がここにあったといえる。そして, 日本では本文で述べたように, 担保付化に際しては政治的要因が指摘できるが, 米国でも1939年信託証券法に結実するデフォルトへの対応は, SEC主導で解決が図られており, 大局的にはニューディール経済政策の一環であり, その政治的側面が指摘されている。これについては, 青山和司著『アメリカの信託と商業銀行』, 日本経済評論社, 1998年1月, 第4章, 参照。
 - 44) これについては, 竹内, 前掲, 76~79ページ, および栗栖, 前掲, 「社債先例回顧録」404~410ページ, 参照。
 - 45) 栗栖, 前掲, 「社債先例回顧録」, 403ページ, 参照。
 - 46) 『大阪朝日新聞』, 1933年5月7日, 参照。
 - 47) 「興銀, 台電社債引受シンデレイト脱退」, 『銀行通信録』, 第595号, 1935年8月20日, 170ページ, 参照。
 - 48) 『大阪朝日新聞』, 1934年8月16日, 参照。
 - 49) これについては, 前掲, 『山一證券史』, 1958年, 723ページ, 参照。
 - 50) 大蔵省証券局(資本市場課 西川)「わが国公社債市場小史(引受および受託小史)」, 『調査時報』, No. 3, 1973年7月, 96ページ, さらに前掲, 『山一證券史』, 725ページ, では, 1933~34(昭和8~9)年の起債市場について, その後1938(昭和13)年の「有価証券引受業法

によって法律的に明かになり、続いて統制経済の発展の過程で次第にはっきりしていった・・・(中略)・・・、証券会社の地位の低下が、すでにこのころからその芽生えをみせていた」としている。

- 51) 小林和子「起債市場の拡大と整備」(志村嘉一編著『日本公社債市場史』, 東京大学出版会, 1980年, 第2章第4節, 所収), 66ページ, および前掲, 『日本興業銀行50年史』, 282ページ, 参照。
- 52) 前掲, 『山一證券史』, 238ページ, 参照。
- 53) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 282ページ, 参照。
- 54) 竹内, 前掲, 78ページ, 参照。
- 55) 原朗「戦時統制経済の開始」(『岩波講座 日本歴史20近代7』, 岩波書店, 1976年, 所収), 234~239ページ, 参照。
- 56) 日本銀行百年史編纂委員会『日本銀行百年史』第4巻, 1984年, 290~294ページ, 参照。
- 57) 前掲, 『日本銀行百年史』第4巻, 310ページ, 参照。
- 58) 竹内, 前掲, 51ページ。
- 59) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 483ページ, 参照。また, 当時の起債市場の無統制を非難する論調については, 例えば「起債市場の無統制」, 『東京朝日新聞』, 1935年7月11日, (日本銀行調査局編『日本金融史資料 昭和編』, 第33巻, 大蔵省印刷局, 1972年, 46~47ページ, 所収), 参照。
- 60) 日本興業銀行調査課「スタンプ付手形制度に就いて」, 1938年11月, (前掲, 『日本金融史資料昭和編』, 第31巻, 277~288ページ, 所収), および「スタンプ手形制度の創始」, 『中外商業新聞』, 1938年10月14日, (前掲, 『日本金融史資料 昭和編』, 第33巻, 144~145ページ, 所収), 参照。
- 61) 日本興業銀行「調査月報」, 1940年11月, 41ページ。
- 62) 市川晃(大蔵省)「起債計画壹ヶ年」, 『財政』第6巻第11号, 1941年11月1日, (前掲, 『日本金融史資料昭和編』, 第32巻, 1972年, 232ページ, 所収), 参照。
- 63) 前掲, 『日本銀行百年史』第4巻, 313ページ, 参照。
- 64) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 484ページ, および山一證券株式会社社史編纂室編『山一證券史』, 1958年, 285ページ, 参照。
- 65) 竹内, 前掲, 117ページ, 参照。
- 66) 前掲, 『日本銀行百年史』第4巻, 313ページ。
- 67) 小林和子「起債市場統制」(志村編著, 前掲, 『日本公社債市場史』, 第3章第4節, 所収), 107ページ。
- 68) 竹内, 前掲, 112ページ, 参照。
- 69) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 398ページ。
- 70) 小林, 前掲, 107ページ, 参照。
- 71) 前掲, 『日本興業銀行50年史』, 399ページ, はこれをもって「社債浄化運動」は完全な実を結ぶに至った」と評価しているが, 他方小林和子「財政金融政策と証券市場(二)」(『証券研究』, 第42巻, 1975年, 所収), 285~286ページ, は「一般会社債には, 統制市場時代に入って確かに担保付のものが非常に多くなったが, ... (中略) ... 特殊会社債には物的担保付のものは少なく, むしろ所謂一流債ではないことを政府保証をもってカバーする形式がとられたのである。... (中略) ... それに

より起債市場の質が高められたというよりはむしろ第2次大戦後の社債発行に大きくその形態を残し伝えたところに意義がみいだされる」としている。

- 72) 大蔵省証券局(資本市場課 西川), 前掲, 「わが国公社債市場小史(引受および受託小史)」, 133ページ。
- 73) 二上, 前掲, 28ページ, 参照。
- 74) 伊牟田敏充「日本興業銀行と戦時金融金庫」(同編著『戦時体制下の金融構造』, 日本評論社, 1991年, 第2章, 所収), 237ページ, 参照。
- 75) 志村嘉一著「現代日本公社債論」, 東京大学出版会, 1978年, 48ページ, 参照。
- 76) 大蔵省証券局(資本市場課 西川), 前掲, 「わが国公社債市場小史(引受および受託小史)」, 135ページ, 参照。
- 77) 大蔵省理財局「起債調整協議会設置要領案(未定稿)」, 1947年4月7日, (日本証券経済研究所『日本証券史資料 戦後編』, 第5巻, 日本証券経済研究所, 1985年, 654ページ, 所収)。
- 78) 前掲, 『山一證券史』, 1958年, 374ページ。
- 79) 中島将隆「起債統制機構の成立過程」(志村編著, 前掲, 『日本公社債市場史』, 第4章第4節, 所収), 163ページ, 参照。
- 80) 前掲, 『山一證券史』, 392ページ, 参照。
- 81) 前掲, 『山一證券史』, 393ページ, 参照。
- 82) 志村, 前掲, 「現代日本公社債論」, 50ページ。
- 83) 前掲, 『山一證券史』, 394ページ, 参照。
- 84) このように起債市場が日銀信用と結び付いており, それによってのみ消化可能である限り, インフレ回避のためには起債を抑制せざるをえず, 日銀の社債市場成策は同時に抑制策とも表裏の関係であったといえる。
- 85) 志村, 前掲, 「現代日本公社債論」, 57ページ, 参照。
- 86) 竹内, 前掲, 152~3ページ, 参照。
- 87) 竹内, 前掲, 154~5ページ, 参照。
- 88) 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, 1958年, 201ページ, 参照。
- 89) 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(10) 社債(1)』, 有斐閣, 1988年, 116~117ページ(藤井俊雄執筆), 参照。
- 90) 鴻常夫, 前掲, 112ページ, 参照。
- 91) 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。
- 92) ここでの当初(1959年)の一般事業債の格付けは, A格: 鉄鋼3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, 戦後復興期の1949年から1955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、1961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、1963年には、A格：資本金600億円以上、純資産900億円以上、起債残高150億円以上とされ、以下それぞれ、B格：30億円～400億円、45億円～600億円、5～100億円（ただし、BaからBgまで7つに細分される）、C格：20億円～30億円、30億円～45億円、5億円以上、D格：20億円未満、30億円未満、5億円未満、といった基準が定められた。さらに、1966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1972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1968年から「起債会」と称されるようになった。

93) ただし、これら銀行も消化した社債を日銀担保にに入れることで日銀信用を引き出しており、そのいみ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。

94) とくに、このような批判が強かったのは、1950年代前半

であり、引受手数料も1950年10月では3円であったのが、1956年4月には1円60銭にまで段階的に引き下げられている。

95) 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とする説明があるが、会社更生法申請がなされなかった場合（1969年、明治鉱業）でも、受託銀行は買い取り処理をおこなっているように、あくまでも会社更生法申請は受託銀行の負担するリスクをできるだけ小さくするために選択されたと考えべきである。明治鉱業の場合は、石炭産業合理化のなかで「会社廃業」をほぼ前提として社債整理がなされたにもかかわらず（さらにいうと、会社廃業時点では社債はデフォルトしていなかったにもかかわらず）、受託銀行は一括買取りを行ったのである。この事例については、小林和子「社債整理と受託銀行」、『証券経済研究』、第6号、1997年3月、参照。

96) ただし、元金償還手数料および利金支払手数料のうち、証券会社窓口取り扱い分については証券会社の受け取りとなるが、これについては相対的に小さなものに過ぎない。また、担保付社債の場合、手数料のほかに抵当権設定登録税25銭（財団抵当の場合）を要し、発行会社にとってこの負担も小さくなかった。

（当所大阪研究所主任研究員）