

# 金融制度改革と社債制度改革

松尾順介

## 要旨

国内公募普通社債の発行額が急速に拡大している。1998年の発行額は、年初から月間1兆円を超える起債が相次ぎ、曆年ベースでは12兆7,849億円に達し、初めて10兆円を上回るとともに、過去最高の起債額となった。1980年代においてすら年間発行額が1兆円に満たない市場であったことを振り返れば、最近の拡大は単に急速なだけでなく、平成不況の下、企業の設備投資が冷え込む中で生じていることが注目される。

現在の社債市場の拡大の具体的な背景として、金利低下による起債環境の好転や償還資金の調達需要といった要因もあるものの、制度的要因を無視することはできない。すなわち、93年商法改正によって、長年にわたって社債市場を規制してきた社債受託制度が改革され、大幅な規制緩和が実現したことが大きく作用している。なぜならば、この制度改革によって、社債受託手数料を中心に発行コストの大幅な低下が実現したからである。そして、この制度改革は社債市場の量的拡大の契機となっただけでなく、社債市場のあり方を変えるという点でも大きな意味をもつものであった。

したがって、本稿ではその規制緩和がいかなる力学のもとに実現したのかを考察する。具体的には、社債受託制度が93年の商法改正によって改革されるに至る経緯とその改正によってもたらされた結果が考察対象となる。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つたために、80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概観した上で、次に金融制度改革が92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、93年商法改正による社債受託制度改革が行われたことを考察する。そして、その結果社債市場にどのような変化がもたらされたのかを検討する。

目 次

- I. 金融自由化と社債制度改革の挫折
  - 1. 国債大量発行と金利・業務分野自由化
  - 2. 1977年の証取審報告とその後の展開
- II. 国内普通社債市場の空洞化とプロポーザル方式
  - 1. 国内普通社債市場の空洞化
  - 2. 1986年の証取審報告書
  - 3. プロポーザル方式
- III. 社債発行限度枠規制緩和と社債受託制度
  - 1. 社債発行限度枠規制
  - 2. 社債発行限度枠規制の立法的背景とその沿革
  - 3. 90年の商法改正と法案提出の経緯
- IV. 金融制度改革と銀行系証券子会社の参入

- 1. 金融制度改革の背景
- 2. 金融制度改革論議の展開
- 3. 業態別子会社相互参入と銀行系証券子会社の進出
- V. 商法改正による社債受託制度改革
  - 1. 募集の受託会社から社債管理会社へ
  - 2. 発行時の業務
  - 3. 社債管理業務
  - 4. 手数料の引き下げ
  - 5. 「不設置債」の増加
  - 5. ディフォルト債の不買取り
- まとめ

## はじめに

国内公募普通社債の発行額が急速に拡大している。すなわち、1998年の発行額は、年初から月間1兆円を超える起債が相次ぎ、暦年ベースでは12兆7,849億円に達し、初めて10兆円を上回るとともに、過去最高の起債額となった。1980年代においてすら年間発行額が1兆円に満たない市場であったことを振り返れば、最近の拡大は単に急速なだけでなく、平成不況の下、企業の設備投資が冷え込む中で生じていることが注目される。

現在の社債市場の拡大の具体的な背景として、金利低下による起債環境の好転や償還資金の調達需要といった要因もあるものの、制度的要因を無視することはできない。すなわち、93年商法改正によって、長年にわたって社債市場を規制してきた社債受託制度が改革され、大幅な規制緩和が実現したことが大きく作用している。なぜならば、この制度改革によって、社債受託手数料を中心に発行コストの大幅な低下が

実現したからである。そして、この制度改革は社債市場の量的拡大の契機となっただけでなく、社債市場のあり方を変えるという点でも大きな意味をもつものであった。この社債受託制度がどのようにして社債市場を規制してきたのか、そこでの役割が何であったのかについては、本誌第17号で考察したのでそれに委ねることとして、本稿ではその規制緩和がいかなる力学のもとに実現したのかを考察する。

具体的には、社債受託制度が93年の商法改正によって改革されるに至る経緯とその改正によってもたらされた結果が考察対象となる。したがって、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、80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概観した上で、次に金融制度改革が92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、93年商法改正による社債受託制度改革が行われたことを考察する。そして、その結果社債市場にどのような変化がもたらされたのかを検討する。

## I. 金融自由化と社債制度 改革の挫折

### 1. 国債大量発行と金利・業務分野自由化

周知のように、1973（昭和48）年の石油危機を契機にわが国の高度成長期は終わり、低成長経済に移行するが、1974（昭和49）年度の経済成長率がマイナス成長を記録したことから積極財政政策が採用され、その財政資金調達のために1975（昭和50）年以降大量の国債が発行されることになった<sup>1)</sup>。そして、この国債大量発行は、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た。つまり、大量発行以前の国債市場は、いわゆる「国債隔離政策」のもとに他の金融市场から完全に切り離された市場であり、国債発行は金融機関に対する強制割り当てによって行われ、その市中売却は実質的に禁止されていた。ただし、金融機関に割り当てられた国債は1年以内に日銀によって買い取られていたため、国債発行は一方では日銀の成長通貨供給の範囲に限定されながらも、他方で政府は金融機関の調達コストを勘案しつつ、人為的に低位固定的な水準で発行条件を決定してきたのである<sup>2)</sup>。しかし、このような状況は1975年以降、日銀信用の範囲を上回る大量発行によって維持されなくなり、国債の市中消化を図るべく起債条件の弾力化が進展することになる。すなわち、従来の割り当て発行に代わって、1978年6月に公募入札制が導入され、2年物・3年物の中長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。したがって、金融機関は自らの資金繰りに合わせて国債を購入することが可能となり、また投資対象として個人投資家

に消化されることも可能となつたのである。

しかし、このような起債条件弾力化が進展することによって、金利体系全体にも変化が生じることになる。つまり、当時の長期金利体系では10年物長期国債の応募者利回りを基礎に、それを上回る水準で5年物利付金融債の応募者利回りが決定され、さらにそれに0.9%を上乗せした水準に長期プライムレートが決定されるのであるが、この0.9%のなかに政府保証債、地方債、事業債の利回りが決定されていた。しかし、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、いわゆる「四畳半金利体系」を形成することになったのである。そしてさらに、国債の起債条件が頻繁に変更されることによって、他の金利水準全体が変更されることになるが、大量の国債の市中消化を推進する過程で、1979年3月には国債応募者利回りが金融債のそれを上回る事態（「金・国逆転」現象）が生じた。これは起債条件の弾力化が市場実勢を反映して行われるようになったことの象徴であると同時に、従来の人為的規制金利体系を搖るがす最初のできごとでもあったといえる。

しかし、このような規制金利体系の動搖は、単に「金・国逆転」、あるいは1983年3月に生じた「事・国逆転」のような事態で吸収できるものではなく、金利体系全体にインパクトを与えるものであった。つまり、第一に硬直的な金利体系があり、すべての金利が連動関係にあることから、債券応募者利回りを市場実勢化することが困難であること、第二に同じく硬直的な金利体系があり、それぞれの債券に発行体の利害ないし繩張が結合していることから、多様な種類の国債発行が困難であること、第三に硬直的な金利体系を維持しつつ、公募入札発行を全面的に展開することが困難であること、という点<sup>3)</sup>

から規制金利体系の矛盾が表面化し、長期金利の自由化が推進されることになるのである。

以上のように、国債大量発行は一方では国債の公募発行の導入をもたらし、長期金利の自由化を進展させたが、他方では自由性短期金融市場の拡大をもたらせた。つまり、国債大量発行は日銀による買い取りを困難にし、そのため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するに至り、1977年3月には売却禁止の緩和がなされたが、この措置によって利付国債の売買高は大幅に拡大していくのである。そして、このような国債流動化の進展は、国債を中心とした現先市場の拡大をもたらすこととなる。戦後現先市場では証券会社が自己現先を中心に取引きしており、その後高度成長期には唯一のオーブンな短期自由金利市場となっていたが、当局はこれを正式に認知していなかった。しかし、国債の大量発行によってその規模は拡大し、1976年3月には大蔵省もこれを公認し、さらに1980年4月には日銀も都銀の売現先枠を撤廃、翌年4月には買現先を解禁、そして、これらの措置によって現先取引額も大幅に増加したのである。

また、1979年5月からは譲渡性預金（CD）の発行が開始された。これはすでに米国で導入（1961年）されていた新金融商品の日本への移入という形でなされたが、その背景には国債引受の大半を占める都銀の追加的資金調達を可能にし、国債発行を一層容易にするという要請があったのである。

さらに、コール市場、手形市場の自由化も進展し、1978年6月にコール・レートおよび手形売買レートが弾力化され、建値の変更が頻繁になり、1979年4月にはコール・レートの建値制そのものが撤廃され、レートの自由化も行われ

た。また、10月には2か月物手形レート建値制も撤廃され、コール・手形両市場ともにほぼ完全に自由化がなされたが、これら自由化の背景には、国債大量発行以降、都銀・地銀がコール・手形市場で国債引受資金を調達する（そして国債売却制限期間後に国債を売却し、コール・手形の期日落ち資金とする）という要請があつたのである<sup>4)</sup>。

そして、対顧客預本金利の自由化の第一歩が1980年に中期国債ファンドの導入によって踏み出されたが、これは1978年6月に公募入札制で発行開始された3年物中期国債、79年6月の2年物中期国債の消化を円滑にするためになされたものである。

国債大量発行によってなされた、これらの金利自由化は金融・資本市場での業務分野規制をも徐々に実質面で緩和し、自由化を促進した。業務分野規制とは、銀行・証券分離規制、長短分離規制、信託分離規制であり、規制は同時に業界保護政策と結びついているが、国債大量発行以降の金融取引の拡大や新金融商品の導入は、これら業務分野規制=保護に何らかの形で抵触し、制度の内側からの実質的緩和を意味していた。

まず、現先取引の拡大は企業の銀行離れを促進した。つまり、現先取引は企業の余資運用において従来の銀行預金からのシフトを促し、銀行・証券分離の垣根を証券側から崩すものであった。しかし、守勢にまわった銀行自体、国債強制引受のもと現先取引を利用せざるをえなかつたのである。

次に、1979年5月になされた都銀のCDの導入は、自由金利である現先市場に規制金利である企業預金が流出していく状況に対する銀行側の対応であり、証券会社に奪われた、企業の余

資運用業務を奪回するための銀行側の対抗策であった。しかし、これは長年にわたって銀行界を保護してきた預金利規制を銀行自らが放棄することであり、やむをえない選択でもあった。

さらに、中期国債の消化対策として、中期国債ファンドが導入されたわけであるが、これは銀行界の強い抵抗のもとになされた。つまり、中期国債ファンドは、実質的に自由金利の要求払預金であったために銀行預金と競合関係となり、その残高の伸びは銀行預金のそれを大きく上回ったのである。

このような中期国債ファンドへの預金シフトに対する銀行サイドの対抗策として、1981年6月に銀行は期日指定定期預金、また信託銀行は新型貸付信託（ビッグ）をそれぞれ創設し、10月に長期信用銀行は新金融債（ワイド）を創設した。

また、1982年4月施行の新銀行法によって、国債窓口販売も1983年4月から解禁され、1984年6月からはディーリングも解禁され、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。

そして、このような金融自由化の流れは、さらに1984年の日米円・ドル委員会という「外圧」によって一段と急速に進展することとなる。

## 2. 1977年の証取審報告とその後の展開

このような金融自由化のなかで社債市場の自由化は最も取り残されていたとはいえ、その制度改革論議は比較的早い時期から行われていた。その代表として、1977年10月証券取引審議会基本問題委員会「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」を挙げることができる。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、そこではわが国の公社債市場の制度的状況が、自由化・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ている。とくに、わが国の公社債市場をめぐる問題点として、まず第一に、公社債発行市場における発行条件と流通市場における流通利回りの乖離、第二に流通市場の拡大および深化が阻害されていること、第三に投資家保護に関する制度が確立していないことが挙げられている。さらに、改革の基本的な考え方として、「現在の公社債市場に見られる不必要な制約を取り除き、自由で開かれた市場を形成し、そこで有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図ることである」としている。具体的には、社債発行市場については、①有力受託銀行を中心とした起債会を廃止し、起債を自由化する、②証券4社による引受業務の集中化傾向を阻止し、競争を促進する、③投資家のニーズに応じた債券種類の多様化を図る、④無担保社債についても投資家保護などの問題を検討しつつ、債券多様化の一環として対応する、⑤投資家による質的選別の手段として第三者機関による格付けの発展を図る、などである。そして、これらの提言は、同委員会が7名の学者で構成されていた<sup>5)</sup>ことから、学者グループからの大胆な提言として注目されたのである。

では、この提言を受けて、その後実際の社債制度改革がどのように進展したかをみてみよう。

第一に、債券の償還種類の多様化が進められ、1977年11月に12年もの事業債（13銘柄）が初めて発行されている。従来は7年債ないし10年債が主流であったが、この措置は電力会社を中心とした長期の設備資金需要に対応するため

になされたものである。さらに、1985年8月には中部電力が15年もの事業債を発行し、より長期の社債発行が可能となるとともに、その後10年債、12年債、15年債にそれぞれ満期一括償還制度の導入が図られている。また、1979年5月には日野自動車工業が初の6年もの事業債30億円を発行し、これによって金利水準の高い時期に将来の金利低下を見込んだ中期債発行も可能となった。しかし、5年以下の債券については見送られている。すなわち、ここでは5年以下の金融債と調達面で競合することが回避され、興長銀の既得権益の維持が図られたのである。

次に、債券種類の多様化については、1981年6月に新株引受権付社債制度を導入する商法改正法が成立（10月施行）したことによって、同年12月には明治乳業など3社による、わが国初の新株引受権付社債発行がなされた。ただし、国内発行に際しては日本証券業協会の理事会決議として、いわゆる非分離型に限定することが取り決められた<sup>6)</sup>。しかし、3銘柄の発行後の国内ワラント債発行は極めて低調であり、1981年から84年までの発行件数は15件、発行総額850億円に過ぎなかった。そこで、大蔵省もこののような低水準であったことは「非分離型に限られていたことに主因があるもの」と判断するにいたり、1985年10月には日本証券業協会も先の理事会決議を廃止し、分離型新株引受権付社債の導入が決定された。そして、同年12月、東急百貨店が初の発行を行っている。ここで、ワラント債の導入は、証券会社に新規業務を提供するものであるが、従来の各業界の既得権益と抵触するものではなかった。したがって、それは業態間の利害調整を必要とせずに導入することが可能であったのである。

第三に、無担保社債についてみると、社債が

担保付とされたのは戦前の「社債浄化運動」によって有担保原則が導入されたことによるものであるが、この有担保原則は戦後の高度成長期においても、物的担保力をもつ基幹産業に重点的に資金配分する制度として機能していた。しかし、低成長経済に移行し、産業構造がソフト化ないしサービス化するにつれ、物的担保力のない成長産業にとってはこの有担保原則は起債の障害になり、それらを社債市場から排除するものとなった。つまり、低成長経済移行後の産業資金供給の障害となったと考えられる。具体的には、70年代に入って転換社債が発行されるにつれ、無担保転換社債の発行希望が強まり、1972年には適債基準や担保制限条項<sup>8)</sup>等の発行基準が策定されていた。しかし、その後は特に進展のないままに放置されていた。ある程度の進展が見られたのは、審議会報告の約1年後、米国シアーズ・ローバック社が無担保円建外債の発行希望を出したことに始まる。そして、これに対応すべく1979年2月無担保債の発行基準が起債関係者によって作られ、同社が初の円建て無担保社債200億円を発行したが、その適債基準は厳しく、当時の試算では松下電器産業とトヨタ自動車のみが適格となるという「禁止的ルール」にすぎず、さらに財務制限条項も別途検討するものとされたため事実上発行できず、そのため同年4月に発行された松下電器産業の完全無担保債も転換社債での発行であった。その後、1983年1月、完全無担保転換社債の適債基準が緩和され（2社→25社）、さらに1984年4月、一層の緩和がなされ（転換社債97社、普通社債16社）、また1984年12月に完全無担保普通社債の財務制限条項が制定されたことから、1985年1月、TDKによって戦後国内で初の完全無担保普通社債発行が行われた。また、同年

中に、引き続き完全無担保転換社債の適債基準の緩和（175社）および国内無担保普通社債の適債基準の緩和（57社）がなされた。しかし、このように無担保債の適債基準の緩和はきわめて限定された範囲のものでしかなかった。それは、社債の無担保化が担保付社債信託法を根拠とする担保の受託業務の存在理由をなくし、受託銀行の権限の低下と手数料取得の根拠の喪失をもたらすからである。つまり、受託銀行は社債が有担保であることから、ディフォールト債の買取を低コストないし無コストで行うことができ、そのことによって社債市場全体に強い権限を発揮すると同時に、買取費用込みの高率の受託手数料を徴求することが可能であった。さらに、銀行はこの受託業務を通じて個別の社債の発行内容に深く関与することも可能であったのである。したがって、社債の無担保化は受託銀行の既得権益と抵触し、きわめて限定された範囲でしか進展しなかったのである。

第四に、格付機関については、1985年4月に民間格付機関である、日本公社債研究所が日本経済新聞社から独立し、同時に日本インベスター・サービスおよび日本格付研究所が無担保化と並行して設立された。これら格付機関設立の背景としては、先の報告書の提言があるとともに、1984年5月の日米円・ドル委員会報告のなかで、大蔵省が格付機関の設立を公約したことが挙げられる。つまり、社債市場の規制緩和の一環として設立されたわけであるが、それが社債市場において積極的に機能したとはいえない。その理由は、さきにみたように有担保原則が緩和されたとはいえ、依然として維持されており、社債の安全性を表示する制度として格付制度が有担保原則に取って代わるものとならなかったことによるものと考えられる。

1977年の証券取引審議会報告以降数年間の主な社債市場改革は以上であり、報告書の提言項目中、③債券種類の多様化、④無担保債の規制緩和および⑤格付け機関の設置、といった、業界の既得権益に比較的抵触することの少ない項目ないし範囲に限って改革がなされたといえる。逆に、提言項目の中で筆頭に挙げられていた、①起債会の廃止および②証券四社寡占の排除については手付かずのまま取り残された。これらの改革項目は、それぞれ受託銀行および大手証券四社の既得権益と真っ向から対立するためである。したがって、ここでの一連の社債制度改革では各業界の既得権益、とりわけ受託銀行の既得権益侵害の回避が優先され、抜本的な改革が骨抜きにされたのである。したがって、その成果は極めて貧弱なものでしかなく、国内社債市場は次節でみると空洞化していく。

## II. 国内普通社債市場の空洞化 とプロポーザル方式

### 1. 国内普通社債市場の空洞化

このように制度改革に実質的な進展がみられない間に、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、「空洞化」といわれる事態を生じさせた。表1は社債種類別の海外発行と国内発行を集計したものであるが、普通社債については、1984年度から海外発行が国内発行を上回りはじめ、1987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、1984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によつて、極めて低コストでの資金調達が可能と

表1 事業会社の社債による

	1980年度		1981年度		1982年度		1983年度	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
国内市場	普通社債 （一般企業） (電力会社) (NTT)	9,935 (2,055) (7,880) (-)	54.5 (11.3) (43.2) (-)	12,690 (3,380) (9,310) (-)	43.3 (11.5) (31.8) (-)	10,475 (3,495) (6,980) (-)	36.3 (12.1) (24.2) (-)	6,830 (1,470) (5,360) (-)
	転換社債 （一般企業） (電力会社) (NTT)	965	5.3	5,260	17.9	4,175	14.5	8,610
	ワラント債	0	0.0	200	0.7	470	1.6	170
	小計(A)	10,900	59.8	18,150	61.9	15,120	52.4	15,610
	普通社債 （一般企業） (電力会社) (NTT)	2,249	2.3	491	1.7	6,812	23.6	4,039
	小計(B)	7,324	40.2	11,181	38.1	13,745	47.6	19,184
合計(A)+(B)		18,224	100.0	29,331	100.0	288,965	100.0	34,794
1989年度		1990年度		1991年度		1992年度		
国内市場	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
	普通社債 （一般企業） (電力会社) (NTT)	7,290 (60) (6,930) (300)	3.6 (0.0) (3.4) (0.2)	20,660 (360) (18,300) (2,000)	23.5 (0.4) (20.8) (2.3)	24,267 (5,517) (17,250) (1,500)	19.8 (4.5) (14.1) (1.2)	38,200 (17,750) (20,450) (-)
	転換社債 （一般企業） (電力会社) (NTT)	76,395 (73,595) (2,800) (-)	37.4 (36.0) (1.4) (-)	9,110 (9,110) (-) (-)	10.3 (10.3) (-) (-)	12,790 (12,790) (-) (-)	10.4 (10.4) (-) (-)	5,750 (-) (-) (-)
	ワラント債	9,150	4.5	3,950	4.5	3,815	3.1	-
	小計(A)	92,835	45.5	33,720	38.3	40,872	33.3	43,950
	普通社債 （一般企業） (電力会社) (NTT)	11,190 (6,650) (3,464) (1,085)	5.5 (3.3) (1.7) (0.5)	22,982 (22,013) (359) (8,611)	26.1 (25.0) (0.4) (0.7)	38,771 (33,237) (4,639) (895)	31.6 (27.1) (3.8) (0.7)	41,110 (38,535) (2,576) (-)
	転換社債 （一般企業） (電力会社) (NTT)	17,389 (17,389) (-) (-)	8.5 (8.5) (-) (-)	5,138 (5,138) (-) (-)	5.8 (5.8) (-) (-)	6,104 (6,104) (-) (-)	5.0 (5.0) (-) (-)	2,395 (-) (-) (-)
国外市場	ワラント債	82,698	40.5	26,245	29.8	3,053	30.2	16,502
	小計(B)	111,286	54.5	54,365	61.7	81,929	66.7	60,007
	合計(A)+(B)	204,121	100.0	88,085	100.0	122,801	100.0	103,957
(注) ①1980年度については、海外市場の普通社債に銀行債を含むが、その後は本体発行および海外現地法人発行の銀行債はすべて海外市場の転換社債には銀行債を含む。 ②国内市場は公募のみ、海外市場は公募と私募の合計。 ③海外発行額は払込日の実勢レートにより邦貨換算。								
〔出所〕『公社債月報』各号より作成。								

なり、1984年から85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11~2%程度を推移していたものが、1~2%程度の低水準となった。さらに、1986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、1986年度の両者の合計比率は63.0%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、日本企業のユーロ債の投資家はほとんど国内投資家であったことからも明らかなように、ユーロ市場は国内の規制を回避するための「借り腹」市場であった。すなわち、空洞化の原因是国内の規制であり、それが制度上の障害となって発行会社を

## 資金調達状況（年度ベース）

(単位 億円、比率：%)

1984年度		1985年度		1986年度		1987年度		1988年度	
金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
7,200 (1,010)	14 (2.0)	9,435 (955)	16.2 (1.6)	9,800 (1,600)	11.3 (1.8)	9,150 (270)	8.1 (0.2)	7,490 (640)	5.1 (0.4)
(6,190) (-)	(12.0) (-)	(5,580) (2,900)	(9.6) (5.0)	(4,850) (3,350)	(5.6) (3.9)	(6,880) (2,000)	(6.1) (1.8)	(5,050) (1,800)	(3.5) (1.2)
16,115	31.4	15,355 (15,855)	27.2 (27.2)	34,680 (32,680)	40 (37.7)	50,550 (49,850)	44.7 (44.1)	69,945 (1,800)	47.8 (1.2)
30	0.1	550	0.9	1,040	1.2	-	-	(63,145)	(46.6)
23,345	45.5	25,840	44.3	45,520	52.5	59,700	52.8	77,435	52.9
11,345	22.1	14,393 (10,283)	24.7 (17.6)	16,392 (11,141)	18.9 (12.9)	8,240 (3,457)	7.3 (3.1)	8,426 (3,945)	5.8 (2.7)
12,272	23.9	(3,051) (1,059)	(5.3) (1.8)	(2,941) (2,311)	(3.4) (2.6)	(3,526) (1,257)	(3.1) (1.1)	(2,516) (1,965)	(1.7) (1.4)
9,480 (9,480)	16.2 (16.2)	4,853 (4,853)	5.6 (5.6)	10,766 (10,766)	9.5 (9.5)	10,665 (10,665)	7.3 (7.3)	(10,665)	(7.3)
4,336	8.5	8,662	14.8	19,932	23.0	343,960	30.4	49,821	34.0
27,950	54.5	32,535	55.7	41,176	47.5	53,396	47.2	68,912	47.1
51,295	100.0	58,375	100.0	86,696	100.0	113,096	100.0	146,347	100.0

1993年度		1994年度		1995年度		1996年度		1997年度	
金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
29,790 (15,390)	29.5 (15.2)	32,650 (19,100)	46.4 (27.1)	5,192 (41,142)	68.5 (49.3)	56,360 (42,760)	52.5 (39.8)	87,995 (68,545)	79.5 (62.0)
(14,400) (-)	(14.3) (-)	(13,550) (-)	(19.2) (-)	(16,050) (-)	(19.2) (-)	(13,600) (-)	(12.7) (-)	(19,450) (-)	(17.6) (-)
20,280 (-)	20.1 (-)	25,525 (-)	36.3 (-)	10,100 (-)	12.1 (-)	27,320 (-)	25.4 (-)	2,280 (-)	2.1 (-)
(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50,070	49.6	58,175	82.6	67,292	80.6	83,680	77.9	90,275	81.6
23,991 (19,693)	23.8 (19.5)	6,272 (5,681)	8.9 (8.1)	4,731 (3,408)	5.7 (4.1)	14,540 (9,331)	13.5 (8.7)	15,074 (10,985)	13.6 (9.9)
(4,298) (-)	(4.3) (-)	(591) (-)	(0.8) (-)	(1,323) (-)	(1.6) (-)	(5,209) (-)	(4.8) (-)	(4,089) (-)	(3.7) (-)
5,790 (-)	5.7 (-)	3,462 (-)	4.9 (-)	4,502 (-)	5.4 (-)	5,635 (-)	5.2 (-)	4,833 (-)	4.4 (-)
(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)	(-) (-)
21,117	20.9	2,500	3.6	6,923	8.3	3,585	3.3	455	0.4
50,898	50.4	12,234	17.4	16,156	19.4	23,760	22.1	20,362	18.4
100,968	100.0	70,409	100.0	83,448	100.0	107,440	100.0	110,637	100.0

て除く。ただし、一般企業の海外市場には全額出資の金融子会社を含む。

ユーロにシフトさせたといえる。したがって、制度的な障害としては、前述したように社債制度改革の成果が乏しく、従来からの国内市場の規制的制度が依然として維持されたこと、とくに国内発行のみに適用される社債受託制度は、そのまま受託手数料として調達コストの上昇につながったことが指摘できる（表2参照）<sup>9)</sup>。

## 2. 1986年の証取審報告書

国内市場の空洞化の要因が単にユーロ市場の

拡大という外的要因によるものではなく、国内社債市場の制度面にも大きな要因があることをうけて、1986年12月、証券取引審議会・公社債特別部会は「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、1984年5月の日米円・ドル委員会報告による為替管理自由化以降の普通社債市場低迷の要因として、1) 海外市場に比べて制度・慣行面での制約が多いこと、2) 発行条件の弾力化が不十分であること、3) 有担保原則がなお存続して

表2 社債発行

国内市場				
	80年代前半（担保付）	93年商法改正後 社債管理会社設置債・無担保		
当 初 費 用	引受手数料：1円80銭	18,000万円	引受手数料：40銭	4,000万円
	当初受託手数料：30銭	3,000万円	発行事務代行手数料：定額	500万円
	当初登録手数料：10銭	1,000万円	当初登録手数料：9銭	900万円
	抵当権設定登録税：25銭	2,500万円		
期 中 費 用	小計	24,500万円	小計	5,400万円
	利金支払手数料：1円30銭	6,370万円	管理手数料：2銭（年間）	1,400万円
	元金償還手数料：50銭	5,000万円	期中事務代行手数料：定額	420万円
	信託手数料：25銭	17,500万円	利金支払手数料：20銭	980万円
合 計	小計	28,870万円	元金償還手数料：10銭	1,000万円
		53,370万円	小計	3,800万円
				9,200万円

(注) 前提条件として、発行額100億円、期限7年、利率7%とした。

〔出所〕『公社債年鑑』各号および野村証券資料による。

いること、④月末一括起債、幹事持ち回りなどの起債のしくみが存続していること、を挙げ、活性化の必要性については「国内の発行者や投資家も国際的に資金調達・運用を行えるのであるからなんら不自由はない」という考え方もありえるとしながら、現在の状況は「国民経済的に不自然な姿」であり、海外起債は為替リスクの問題を伴う場合があること、今後自己資本を充実した企業が普通社債市場に回帰していく可能性があること、などの点を強調している。

そして、社債発行市場改革の視点として、国際化、自由化、投資家保護の三点を挙げ、具体的に①有担保原則の見直し（適債基準および財務制限条項の見直し、格付制度の充実）、②起債の仕組みの改善（プロポーザル方式の導入による発行条件の競争的決定、発行時期の弾力化）、③受託制度のあり方の明確化（受託会社が起債に幅広く関与していること、ディフォルト債の買取を行ってきたこと、などの事實を踏まえて検討する）、④引受業務のあり方の改善（幹事持ち回りの解消、引受能力・機能の充実）、⑤社債多様化の推進（償還期間・方法の多様化など）、⑥社債発行限度の見直し（撤廃な

いし緩和）、などが提言された。そして、この報告書は社債市場の問題点を包括的に指摘し、その改善の具体策を提示するものであったことから、以後の社債制度改革の指針となった。

### 3. プロポーザル方式

この提言を受けて実施された社債制度改革の中で最大の成果は、プロポーザル方式の導入である。前記の証取審報告書では、従来の起債の仕組みは、起債会方式であり、問題点として、いわゆる月末一括起債方式のように、機動的な起債を行う上での障害がある点、画一的な発行条件の決定のために、条件決定が硬直的となつておらず、発行会社間の信用力や市場実勢の差が十分に反映されない点、などが指摘され、とくに後者については、当時発行条件が電力債の流通実勢を参考としながらも、国債・政府保証債・地方債などのクーポンレートに上乗せする形で決定されていたことが問題視された。そして、前者の指摘については、その後1988年から発行登録制度が導入され、現在に至っている。他方、後者について導入されたのがこの「プロポーザル方式」である。この方式は、起債時期

## 手数料比較

国 内 市 場		ユ 一 口 市 場	
93年商法改正後 社債管理会社不設置債・無担保			
引受手数料：4銭	4,000万円	引受手数料：30銭	3,000万円
財務代理人費用：定額	100万円	引受人諸経費払戻金：定額	300万円
発行事務代行手数料：定額	500万円	財務代理人当初費用：定額	1,400万円
当初登録手数料：9銭	900万円	その他（弁護士費用等）：定額	5,000万円
小計	5,500万円	小計	
期中事務代行手数料：定額	420万円	利金支払い手数料および 元金償還手数料は財務代 理人当初費用に含まれる	
利金支払手数料：20銭	980万円		
元金償還手数料：10銭	1,000万円		0
財務代理人費用：定額	700万円	小計	5,000万円
小計	3,100万円		
	8,600万円		

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的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）の提出を求める、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する、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る。1987年5月発行のNTT債を第1号として、その後電力9社、営団地下鉄、NHK、KDDに適用され、1988年4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、引受手数料の吐き出しを前提にした水準の条件が提示されるようになり、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こととなった。

このような市場実勢を無視した条件設定に対して、まず投資家サイドから批判がおこった。簡保・共済組合から、電力などの条件設定に関して、市場実勢を無視した条件の社債発行については購入を見合わせる旨の申し入れがなされ、発行会社は急遽条件の再提示を引受証券会社に求めるといった事態も生じた<sup>10)</sup>。次に、東京電力などの発行会社からも引受手数料に対する引き下げ要請がなされた。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するものであり、調達コストの引き下げを意図するものであるが、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<sup>11)</sup>。さらに、大蔵省でも1991年4月大手証券4社と新日本・勧角証券に対し、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よう口頭指導がなされた。この「事業債引受条件適正化指導」は、「証券会社の健全性の準則等に関する省令」（第8条3号）に則ってなされたものであると説明されているが、業界の内外に波紋を呼ぶものであり<sup>12)</sup>、結果的に発行会社の手数料引き下

げ要求が強まった<sup>13)</sup>。そのため手数料に関しては漸次引き下げがなされ、例えば7年債の場合、1986年4月から1991年7月まで1.50円（額面100円当り）であったのが、同年8月には1.30円、11月には1.10円、翌1992年5月には0.50円へと引き下げられ、現在は0.40円程度となっている。

また、プロポーザル方式自体についても、マーケット・メイクの拡充という形で改革がなされた。すなわち、1988年4月に全銘柄に拡大される際、主幹事による市場実勢無視の条件設定を防ぐべく、主幹事は募集期間中および払込後最低1か月間市場実勢を反映したビットおよびアスク価格を日本相互証券（BB）に提供すること、さらにシグン等からの売り引き合いをB Bを仲介機関として行い守秘性を高めるという改革がなされた<sup>14)</sup>。しかし、実際には市場実勢無視といわれる条件設定を防ぐことはできず、前述のような大蔵省の「指導」、さらには発行会社サイドからの手数料引き下げ要求が出されるようになるのである。

しかし、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1991年の均一価格販売方式の導入につながっていくのである<sup>15)</sup>。

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、証券会社側にとっては、引受け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ア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っては、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、引受け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。

### III. 社債発行限度枠規制緩和と 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、受託銀行が意図的にこれを回避したこと示すのが、社債発行限度枠規制緩和をめぐる一連の動きである。

#### 1. 社債発行限度枠規制

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、これは特定の社債募集の上限を指すものではなく、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、後述するように、90年商法改正によって限度枠が緩和されるが、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（第297条）。し

かし、この規定は、一般の株式会社については、77年の「社債発行限度暫定措置法」により、担保付社債、転換社債および外債に限って、商法限度の2倍に拡大されており、さらに電力会社については、85年の「一般電気事業会社の社債発行限度に関する特例法」により、商法限度の6倍に拡大された（ただし、電力会社とガス会社については、すでに76年に「一般電気事業会社及び一般ガス事業会社の社債発行限度に関する特例法」が成立しており、電力会社は商法限度の4倍、ガス会社は2倍とされていたが、85年の「特例法」ではガス会社の特例は削除された）。

この90年改正前の社債発行限度枠規制の特徴として次の2点が挙げられる。第一に限度枠の設定に二重の制限が設けられていたことである。つまり、「資本及準備金ノ総額」による制限と「純資産額」（貸借対照表上の資産総額から負債総額を控除した残額）による制限であり、さらにその少ない方を上限としていたため、かなり厳しいものとなっていた<sup>16)</sup>。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だとする見解が学説上有力」<sup>17)</sup>となり、実際後述するように、90年の商法改正もこの方向で行われた。第二に、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<sup>18)</sup>、特に新しい立法例はないことが指摘されていた<sup>19)</sup>点である。実際、この規定自体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が強まってきていた<sup>20)</sup>。

## 2. 社債発行限度枠規制の立法的背景とその沿革

このように世界的にみて異例な規定とされた社債発行限度枠規制であるが、日本では法律によるその制限規定は極めて古く、1890（明治23）年の旧商法制定時にさかのぼることができる。すなわち、旧商法では、社債の発行限度規定については、本法には特に定めはなかったが、旧商法と同時に発布された「商法第206条ニ依リ発行スヘキ債券ニ関スル件」（法律第60号）では、「債券ノ発行額ハ株金ノ払込金額ヲ超過スルコトヲ得ズ」（第2条）とされ、発行限度が設けられている。そして、このような規定が設けられた理由として、1898（明治31）年発行の『商法修正案参考書』では、「公安上ヨリ其債権ノ担保ヲ確実ナラシムルガ為メ<sup>21)</sup>」とされている。しかし、今日とは異なり、当時の社債の分散度はきわめて低く、少数の法人投資家や個人投資家にしか消化されていなかったこと<sup>22)</sup>を考えると、はたして実際にどの程度「公安上」の理由があったのかは疑問が残る。むしろ、イタリア商法第171条やベルギーの会社に関する法律第68条の規定に準拠して制定されたといわれるよう<sup>23)</sup>に、諸外国の法律が立法上の根拠の薄弱なままに日本に導入されたと考えられる。

しかし、その後この規定については、特例措置が設けられていく。例えば、日本興業銀行法では1905（明治38）年に商法200条の規定に依らず債券発行をすることが認められたほか、日本勵業銀行法、朝鮮殖産銀行令、東洋拓殖株式会社法および南滿州鉄道株式会社ニ関スル件などでも、払込株金額を超過しての債券発行が認められた。また、1926年当時、東京の電気協会

が電気事業法の改正追補を主務大臣に建議し、電気事業会社の募集する社債総額の拡大を要求したこととも伝えられている<sup>24)</sup>。つまり、これらのことから戦前でも、社債発行限度は個別の業法や特例法によって隨時例外が設けられるとともに産業界からの反発があったことが分かる。

また、学界関係者の間からもこの規制の存在意義を疑問視する向きがあった。例えば、当時の社債法学者を集めて編纂された、板橋菊松編著『社債法十講』では、毛戸勝元が社債発行限度規定について、「何程の価値が在るのであらうかを疑つて居る」<sup>25)</sup>とし、板橋菊松も、「一般的な会社が社債を募集するに当たつて商法二百條の制限が在つて差し支へると言ふならば、百尺竿頭一步を進めて商法の改正を主張し社債総額の制限を撤廃せよと建議した方が遙かに有意義であり当を得た処置ではあるまいか」<sup>26)</sup>と論じており、この時期すでに、社債発行限度規制について相当強い疑問が出されていたことが読み取れる。

それにもかかわらず、社債発行限度規制は戦後も存続し続けるが、それは一方で電力会社に見られるように特例法で隨時例外規定が設けられてきたためであり、他方では社債市場そのものが規制され、社債発行に強い制約が課されており、「昭和40年代までは社債発行会社もこの発行限度規制を大きな制約を感じていなかつた」<sup>27)</sup>ためであると思われる。そして、その後転換社債や外債など社債による資金調達の拡大をみるとともなって、さらに特例法などによる発行限度の緩和が行われていくのである。

しかし、80年代になると、社債発行限度枠規制について、証券界から撤廃意見が度々出されるとともに、さらに産業界からも活発に撤廃意見が出されるようになった。例えば、82年9月

の産業構造審議会総合部会・産業金融問題小委員会「今後の望ましい産業金融のあり方に関する報告書や86年2月の経団連・資本対策委員会および資本市場部会でも、社債発行限度枠の撤廃が検討課題としてとりあげられ、またこれらの意見を反映して、前述の証取審報告書「社債発行市場の在り方について」(86年)でも、社債市場改革の方策として、社債発行限度の見直しが盛り込まれている。

その結果、この規制に関する議論も活発化し、その維持と撤廃とをめぐって意見の対立が明らかになった。まず、規制の維持を主張したのは、社債法等研究会である。同研究会は、法学者および法務省担当者などをを集めているものの、日本興業銀行と関係の深い河上記念財団の援助のもとに運営されており、受託銀行側の意見を代弁するものと受け取ることができる。同研究会は「社債法改正試案」を取りまとめ、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から、撤廃を時期尚早と主張した<sup>28)</sup>。

他方、規制撤廃を主張したのは、主として証券界および産業界である。その意見を整理すると、次のようになる<sup>29)</sup>。(1)社債発行限度の規制は、発行時点のみを基準としており、発行後の財務状況の悪化については規定がなく、社債権者保護の点で不十分である、(2)社債以外の債務については特に限度規制がないのに、社債のみに限度規制を設けても、その有効性という点で疑問がある、(3)限度枠の基準についても、静的な財産価値のみを重視し、ゴーイング・コンサーンとして企業を評価しておらず、企業の成長性・収益性を軽視している、(4)企業の動態的な成長性・収益性を評価しようとしても、発行

時点で長期債務の弁済能力を加味した法規制を設けることは無理がある、(5)社債発行暫定措置法は無担保債を対象外としているが、これは無担保化の傾向に逆行している、などであり、そして(6)限度枠撤廃後は、市場の価格メカニズムによって、社債の信頼性・安全性の選択と審査が行われ、また投資家保護もディスクロージャー制度・格付情報・企業情報の充実によってなされるべきであることも主張している。

以上のように、社債発行限度規制については、証券界・産業界が撤廃を主張し、受託銀行側がその維持を主張するという対立構図が表面化し、結果的に90年商法改正で大幅な規制緩和がなされるのである。その経緯をみてみよう。

### 3. 90年の商法改正と法案提出の経緯

90年4月、商法の社債発行限度および同暫定措置法の改正を含む、「商法等の一部を改正する法律案」が衆議院に提出・可決され、6月法律第64号として公布された。この改正によって、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2倍までの発行が認められることとなり、大幅な緩和がなされた。通常企業の場合、資本金および準備金の総額を純資産額が上回っているため、基準をこの純資産額に一本化することによって、企業全体の発行枠が2.4倍程度に広がることが見込まれ<sup>30)</sup>、当時その効果も期待された。そこで、この規制緩和の背景をみていこう。

まず、前述のように、77年の「社債発行限度暫定措置法」、さらに85年の特例法などによって、産業界の要請に突き動かされる形で、発行限度枠の規制緩和が進み、86年の証取審報告書の改善案にも緩和が盛り込まれたわけである

が、他方で87年からは法務省法制審議会商法部会社債法小委員会でもこの問題は論議され、ここでは単に社債発行限度規制だけではなく、「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<sup>31)</sup>。したがって、法務省は、この社債法小委員会での検討結果を踏まえて、89年7月、懸案の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金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（ただし、受託会社の発行事務代行については、その法定を否定し、さらに受託会社の設置、資格などの問題は先送りとされている）。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、90年2月14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2倍までの発行が認められる、というものである。そして、この要綱案が、前述のように4月17日に衆議院に提出、可決されたわけだが、その一方で、当初の案に盛り込まれていた、受託機能の見直しについては、なんら進展を見ることなく終わった。すなわち、社債法小委員会の検討過程で、社債法改正問題中の2大テーマとされる社債発行限度規制と受託機能の見直しのうち、受託機能の見直しが完全に抜け落ち、社債発行限度だけに限定されたわけである。この背景には、「受託銀行の抵抗が強く前進できなかった」ため<sup>32)</sup>、

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」（1986年6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<sup>33)</sup>。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のは、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あがえる。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わけである。そして、次にみるように、この後受託銀行は、受託制度そのものを交換材料としていくのである。

#### IV. 金融制度改革と銀行系 証券子会社の参入

##### 1. 金融制度改革の背景

石油危機後の低成長経済移行にともなう、重厚長大型産業の設備投資の相対的低下と個人金融資産蓄積の上昇による都銀の長期貸出の増加などの要因によって、長期金融機関の相対的役割が低下する傾向が指摘されていたが、とくに70年代後半からの金利自由化とそれにともなう業務分野自由化の進展は、単に銀証間の分離原則（「垣根」）をあいまいにした<sup>34)</sup>だけでなく、長期信用銀行の存在意義を低下させ、専門金融機関制度そのものの意味をも問う事態を引き起

こした。すなわち、長短分離原則、信託分離原則の見直しである。1980年代後半以降の金融制度改革論議では、これら分離原則の見直しが絡み合って展開されるとともに、新しく登場してくる業務分野や新商品（いわゆる証券化関連商品）をどの領域に組み込むかという作業を並行的に行うことになるのであるが、いうまでもなくそこでのとくに大きなテーマは、長期信用銀行の問題であった。

周知のように、長期信用銀行制度は、1952年の長期信用銀行法にもとづくものであり、この制度の導入に際しては、戦後復興期における長期設備資金不足と、それにともなう普通銀行のオーバーローンが背景となっている。すなわち、このような金融的状況に対処するための方策として、普通銀行は商業銀行として短期の調達・運用に特化する一方で、長期金融については別途専門金融機関を設ける措置が採られたのである。その際、これら長期信用銀行には金融債の発行権を付与し、長期貸出を調達面で支援したが、ただし長短分離規制には運用面での規制はなく、金融債発行という調達面においてのみ規制され、いわば運用面での分離は、調達面での規制の反射的作用に委ねられる形となっていた<sup>35)</sup>。つまり、普通銀行は流動性預金中心の調達と手形割引および短期手形貸付中心の運用構造を有していたことから、長期貸出は期間のミスマッチを生じさせ、流動性危機を顕在化させる可能性が高かった。そこで、普通銀行の長期資金供給負担を回避するために、専門の長期金融機関を設立し、商業銀行との分業関係を形成することによって、それを回避させようとしたのである。そして、この分業関係は戦後復興期から高度成長期にかけて維持されたが、高度成長期の末期から都銀および地銀の長期貸出比

率が高まり、長信銀と普通銀行の同質化傾向が顕在化してきたわけである。

都銀は1970年代から長期貸出の比率を高め、その長期貸出比率は、1955年では5.2%，1970年においても13.8%であったが、1975年には29.7%，1985年では35.2%に達している。また、地銀も長期貸出比率は、1955年では7.7%，1970年において18.6%であったが、1975年には31.9%，1985年では42.5%に達しており、都銀以上の水準となっている。これは、個人金融資産の蓄積を背景として、普通銀行の資金力自体が向上したことによるものであるが、これによって、大企業融資を中心とする都銀と長信銀との間での融資先の重複・競合関係が高まったと考えられる。このような普通銀行の長期貸出比率の上昇によって、長期貸出全体（都銀・地銀・長信銀の合計）に占める都銀シェアは、1955年21.5%から1985年45.7%へと上昇し、また地銀シェアさえも15.6%から31.7%へと上昇し、逆に長信銀シェアは62.9%から22.6%へと低下し、地銀以下の水準となったのである。このように、長期金融を旨とする長期信用銀行の基盤が低下したため、制度の存在理由そのものが問われる事態となり、長信銀対策が要請されたのである。

## 2. 金融制度改革論議の展開

金融制度改革論議の具体的な進展は、1985年10月金融制度改革調査会が専門金融機関制度の検討を開始したことに始まり、「専門金融機関制度のあり方について」と題する報告書が1987年12月に制度問題研究会によって公表された。ここでは長期信用銀行制度のほか、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も見直しの可能性が示唆されているが、長

期信用銀行制度の見直し論議を概観すると、以下のようになる。

まず、長信銀側の主張は、従来長信銀が基幹産業に対して行ってきた融資実績とともに公社債市場育成への寄与を確認した上で、金融自由化の中においても、その専門性を活かしつつ、①非製造業、公共部門、中堅・中小企業融資への比重を高め、②公共債の引受・売買業務、国内社債受託業務、ユーロ等の国際証券業務でも実績をあげ、③金融債の市場実勢化と消化多様化にも注力していることなどを列挙し、さらに同業種内でも金融系列を超えて数社と同時に取り引きできるなどといった中立性を指摘し、その専門性と中立性を長信銀の特長として強調している。そして、制度改革については、長年の行政指導によって店舗展開が制約されたという背景を無視されることはあってはならないこと、さらに普通銀行の資産の長期固定化は銀行経営の規律からも問題があることを指摘している。

これに対し、都銀側の主張は、長期貸出における両者の同質化の進展の背景として、企業部門、とくに長信銀の取引先である製造業ないし大企業における設備投資の鈍化、自己金融の上昇および資金調達手段多様化とともに、傾向的な利潤縮小の中で都銀自体が高利資金運用を目指して長期貸出に積極的に経営努力を行ってきたことを挙げている。さらに普通銀行の長期資金調達手段が制約されているため、資金の調達と運用のミスマッチが発生し、流動性リスクおよび金利変動リスクを恒常に内包する事態となっており、とくに金融自由化の中での金利変動リスクの高まりは、経営の根幹を揺るがしかねない可能性もあることを指摘している。そして、長短分離の問題点として、この分離原則のため、金融債による資金調達が不可能であるの

みならず、普通銀行自らの優先株・永久債・劣後債発行なども制限されており、自己資本充実が進まず、国際競争力の低下につながることを強調し、具体的改革案としては長期信用銀行制度を廃止し、①国内外での債券発行の解禁、②貸出債権流動化・証券化、③劣後債・ワントレードの発行解禁を要望している。

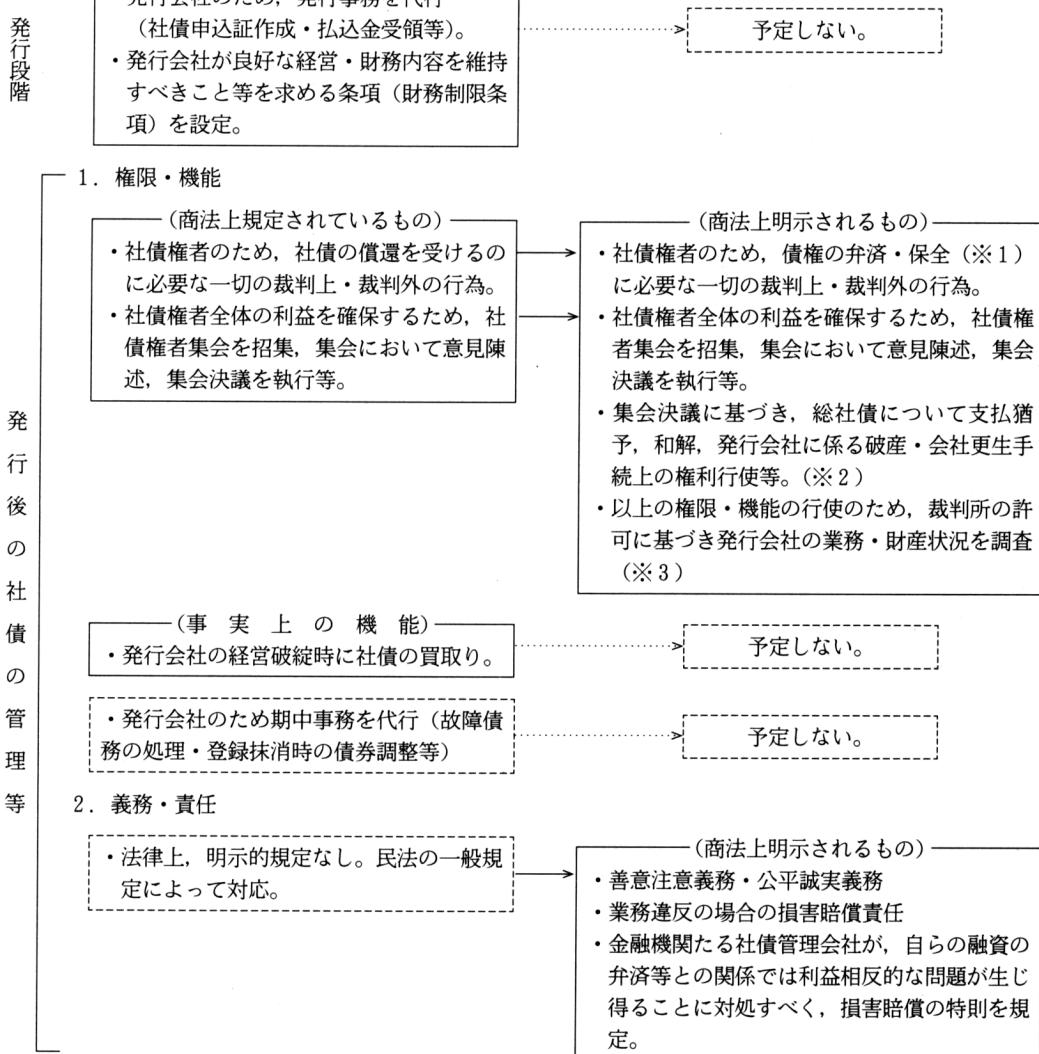
この論議の中で最も注目されることは、長信銀側から次の要望が示されたことである。すなわち、「証券の受託、引受体制の適正なあり方については、時代の要請に合わせ将来的には法改正を含む制度改革が必要である。特に、引受業務は本来事業金融の一環として融資業務と一体的に営まれるべきものであることから、長期信用銀行の業務範囲に当然引受業務を加えるべきである。また、銀行の証券現地法人はそもそも現地の法制に基づき活動しているものであり、三局指導という形で国内行政上の制約が課されるのははなはだ不當である。有価証券の保有業務を通じて蓄積した投資ノウハウを活用するため、長期信用銀行に対し投資銀行業務への参入を認められるべきである」と述べ、明確に引受業務参入を要望したのである。これは、長期金融における長信銀の存在基盤が低下したこととの見返りとして、新たに引受業務を獲得し、投資銀行化することで活路を見い出す戦略を示したものであるとともに、これによって長短分離をめぐる問題は、銀証分離をめぐる問題と絡み合うことになったといえる。すなわち、長短分離規制の中で業務基盤の縮小した長信銀に対して、証券業務を認めることで新たな業務基盤を与えることが課題となつたのである<sup>36)</sup>。

### 3. 業態別子会社相互参入と銀行系証券子会社の進出

金融制度改革は、その後論議を経て、1989年5月に中間報告が発表された。そこでは、A. 相互乗り入れ方式、B. 業態別子会社方式、C. 特例法方式、D. 持株会社方式、E. ユニバーサル・バンク方式の「五つの方式」が提示され、この中で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、1990年6月には第2次中間報告が発表され、そこでは業態別子会社方式が最も望ましいとされ、最終的に1991年6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、または同時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に提出され、1992年6月成立、1993年4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では、改革は国際性、利用者利便、金融秩序の維持の観点からなされたとされているが、前述のように、その最も大きなテーマが専門金融機関、とりわけ長信銀対策であった。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、その存立意義を失いながらも、長信銀は支店網の制約

図1 社債法改正前の受託会社・改正前の社債管理会社の機能



※1：債務保全行為は、解釈上疑義があったものを商法上明定。

※2：解釈疑義があったものを商法上明定。

※3：新たに、社債管理会社の権限・機能として商法上明定。

(資料) 大蔵省作成資料に基づき、野村證券作成

(出所) 和田成一郎「社債法改正と今後の社債発行実務」、『公社債月報』、1993年10月、22頁。

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た。そして、この長信銀対策が銀・証分離問題と絡み合ったのである。

80年代の金融自由化の展開を見ると、大蔵省は日米円・ドル委員会以降、裁量行政を維持し

ながら、金融自由化のシナリオを提示していくわけであるが、このことが金融制度改革に大きな影響を与えたと考えられる。すなわち、大蔵省による裁量行政は、業界に対する規制と保護を一体化したものであり、そこでは業界内の

既得権益の維持、あるいは再配分が重要な課題であった。したがって、長短分離問題や銀証分離問題に決着をつけようとすれば、これらの業界の業務分野規制に何らかの形で抵触せざるをえず、自ずから業態間の利害調整が必要となつた<sup>37)</sup>。そのためこの決着はきわめて困難なものであったと考えられる。

したがって、金融制度改革が業態別子会社方式で決着したのは、この方式が銀証間の利害調整を極小化する方式であったためと思われる。バブル崩壊以降、参入側である銀行の体力低下と被進出側である証券会社の「超過利潤」低下という、金融業界全体のパイが縮小のなかで、業界の既得権益の再配分が最小となる形で行われたといえる。すなわち、まず長信銀対策は証券子会社設立認可によって対応がなされ、その際証券子会社の業務範囲として、中小証券会社の経営に影響する株式ブローカー業務などは認められず、大手証券会社だけとの競合関係となる債券引受業務などに限定され、さらにファイア・ウォールも設けられた。また、被進出側の証券には信託銀行子会社設立認可という措置が採られたが、その際業務範囲から貸付信託、年金信託、合同運用指定金銭信託、特定金銭信託、特定金外信託などは除かれ、既存の信託銀行との妥協がなされたのである。

金融制度改革の結果として設立された銀行系証券子会社の引受業務進出、およびその後の実績については、本書第4章で検討するが、このような方向で改革論議が進展し、決着したことによって社債受託制度改革も新たな展開を迎えることになる。節を改めて考察しよう。

## V. 商法改正による社債受託制度改革

以上みてきたように、その歴史的役割を終えたことによって社債受託銀行の既得権益となつた社債受託制度の本格的な改革は、金融制度改革による銀行系証券子会社参入と引き換えにされたものであったとはいえ、1993年商法改正によって実現した。ここでは、この社債受託制度の改革の内容を概観した上で、社債市場へ影響を検討する。

### 1. 募集の受託会社から社債管理会社へ

93年6月、商法等の一部を改正する法律（改正商法）が法律62号として公布され、ここに従来の社債受託制度の抜本的な改革が実現した。この改革によって、従来の「社債募集の受託会社」は、「社債管理会社」と名称を改められ、その機能も明確化されることになった。具体的には、①「社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社」（募集の受託会社）を条文から削除する、②社債管理会社を新設し、原則として強制設置とする、③社債管理会社の資格を銀行、信託、担保付社債信託法上の免許を受けた会社に限定する、④社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定する、⑤現在受託会社が行っている発行段階の業務に関する規定を条文から削除する、⑥社債管理会社の権限・義務・責任を明確化する、というものである（図1参照）。すなわち、社債管理会社はその役割を発行後の社債管理業務に限定され、発行時の事務代行業務は本来業務でなく、例えば証券会社が行うことも可能とされた。つまり、従来の社債受託会社は、前述のように発行時に発行内容に関与することに

よって、社債市場をミクロ的に規制し、フィナンシャル・アドバイザー的な役割を果たしてきたわけだが、その際募集の受託会社として発行事務を代行することが法律的な手がかりとなっていた。それが、社債管理会社では本来業務ではないこととされ、証券会社に開放されたことの意義は大きい。したがって、社債受託会社が個別の発行会社の社債発行に関与する余地は、法律上取り扱われ、ここに従来の社債受託制度のミクロ的な役割はその根拠を失い、終焉した。さらに、後述するように、これによって受託銀行の徴収していた手数料も、社債管理手数料と改称されるとともに、大幅に引き下げられ、さらに社債管理会社設置の例外規定があったことから、不設置の社債発行も拡大し、その既得権益はほぼすべて放棄されたといえる。

## 2. 発行時の業務

従来の社債受託会社が社債管理会社となることで、その役割はどう変化したのかを具体的にみていこう。

まず、従来の社債受託会社では、社債発行時に、①適債性の確認、②発行要項の決定への関与、③受託契約の締結を行っていた。まず、適債性の確認とは、大蔵省の行政指導として定着していた適債基準および財務制限条項に当該発行会社が妥当するかどうかを確認する業務であり、従来は引受証券会社および発行会社が行うとともに、場合によっては受託会社も、担保提供債務の額など発行会社の財務状況の一部について調査し、適否の判断を行っていた。しかし、改正後は引受証券会社の業務となり、さらに1996年1月の適債基準および財務制限条項設定義務の撤廃にともなって、確認そのものが不要となった。

次に、発行要項の決定であるが、これは社債発行時の取締役会決議で、一般的に発行額、発行方法、利率、償還期限、発行日、償還方法、財務制限条項などが決議され、発行要項といわれるが、これらの項目を決定する際、受託会社は募集委託契約を根拠として、その決定に関与してきた。つまり、この契約時に発行条件決定に関与するとともに、発行条件の概要を記すことと規定されていた社債申込証も受託会社が作成しており、発行条件決定に直接関与する余地が法律的にも存在した。ただし、実態としては、前述のプロポーザル方式の導入などによって、受託会社が発行条件決定に直接関与することは少なくなっていたが、ただし償還方法や財務制限条項の決定に関しては、発行会社と受託会社の間の協議で決定されていた。すなわち、償還方法については、繰上償還条項を付した場合、繰上償還が行われるまでの経過期間および発行価格に上乗せするプレミアム幅は受託会社によって決定されており、また満期一括償還方式、減債基金方式、定時償還方式などの採用などについても受託会社と引受証券会社間の協議で決定されていた。また、財務制限条項については、AA格以上の発行会社は担保提供制限（起債後に他の債務に担保を提供した場合、当該社債にも同順位の担保権を設定する）を必要とするとともに、純資産額維持、利益維持および配当制限の三条項のうち一条項を特約することとされていたが、その選択は発行会社と受託会社間の協議で決定されていた<sup>38)</sup>。しかし、これらも改正後は、引受証券会社と発行会社の協議で決定されることになった。

第三に、募集の受託契約の締結であるが、従来この募集の受託会社は、前述のように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社債払込み金の徵収、といった募集の際の業務のほか、社債権者のために③社債の償還を受けるに必要な行為、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、といった管理上の業務を行うものとされていた。しかし、今回の改正で、これは社債管理契約と改められることとなり、発行事務代行業務は本来業務ではないこととされたため、別途発行事務代行契約が発行会社と事務代行会社間で締結されることになった<sup>39)</sup>。前者については、次項で考察するとして、後者の発行事務代行契約は、改正商法でも規定ではなく、社債申込証の作成、払込み金の徵収などの業務を個別契約で取り決めることとなるとともに、この発行事務代行機関の資格規定もないために、証券会社が行うことも可能となった<sup>40)</sup>。また、改正商法では「契約ニ依リ社債ノ総額ヲ引キ受ケル場合」（302条）には社債申込証が不要とされており、買取引受けがこれに該当すると解されているため<sup>41)</sup>、商法改正後、買取引受けが増加し、むしろ主流となっているため、社債申込証の作成自体も減少している。

### 3. 社債管理業務

まず、社債管理会社の資格としては、銀行・信託会社または担保付社債信託法上の免許会社となっており、証券会社はこの資格をもたないこととされているが、これは従来の引受け業務（証券会社）と受託業務（銀行）の分離をそのまま踏襲しており、いわば銀証分離に沿ったものとなっているとともに、大口債権者であるメインバンクが社債管理会社となることを排除していない<sup>42)</sup>。

次に、権限および義務としては、①社債権者のため、償還の弁済・保全に必要な一切の裁判上および裁判外の行為、②社債権者集会の招集、集会での意見陳述、集会決議の執行、③集会決議に基づき、総社債について支払猶予、和解、破産、会社更生手続き上の権利行使、④以上の権限・機能行使のために裁判所の許可に基づく発行会社の業務・財産状況の調査、となっている。ここで、①の規定は改正前商法の規定をいくぶん明確化した上で継承したものであり、②の規定も改正前商法を継承している。また、③については、社債管理会社は社債権者集会決議を経れば、支払猶予、和解などを行うことができることを定め、④は新設された規定であり、支払猶予、和解などがやむをえないかどうかなどを判断するために発行会社の業務および財産状況を調査する権限が与えられていると解されている<sup>43)</sup>。そして、このような権限と義務を有する社債管理会社には、公平誠実義務および善管注意義務が課されており、全体として、社債管理会社の業務は、社債発行後の管理に明確に限定されたといえる。

さらに、今回の改正では、社債管理会社は強制設置が原則とされた。これについては、デフォルトの際に社債権者が適切な処置を講じるのが困難、期限の利益を喪失させるかどうかの判断を社債権者集会よりも社債管理会社に委ねることが適切などの理由から、社債権者保護のために強制設置が義務づけられたとされているとともに<sup>44)</sup>、さらにこの強制設置は、今回同時に改正された社債発行限度規制撤廃の代替措置であるという見方も示されている<sup>45)</sup>。

しかし、法制審議会商法部会の社債法小委員会の審議過程をみると、都銀などの銀行側が、将来の社債発行限度規制撤廃はやむをえないと

いう見解を示す一方、受託銀行側は発行限度規制撤廃によって信用度の低い社債発行の増加が懸念されることを理由に管理会社強制設置を強く主張したことが伝えられている。いわば、ここでも受託銀行側は、限度枠規制撤廃を交換材料にして管理会社強制設置という形で既得権益の維持を図ろうとしたことが推測できる。これに対し、証券界および産業界からは、強制設置は受託会社の権限強化につながる、設置の採否は発行会社の判断に委ねるべき、ユーロの財務代理人方式を導入すべき、また信用度は市場が判断すべきであるなどの理由から強い反発があったことも伝えられている。しかし、産業界はバブル期に大量発行したCB償還を前にしており、受託制度見直しについては金融界に譲歩し、発行限度枠規制撤廃を優先させたといわれる。また、証券界もその間の一連の証券不祥事で発言力を著しく低下させたことから、金融界に譲歩せざるを得なかったものと思われる<sup>45)</sup>。その意味では、受託銀行側は、強制設置という形で既得権益に固執することに成功したといえるが、ただしこの強制設置には例外が設けられた。

この強制設置の例外規定は、①社債額面が1億円以上の場合、または②社債投資家が50人未満の場合、であり、①の場合の投資家は、証取法でいう適格機関投資家に該当し、デフォルトの際も自ら対応する能力を有していると判断されるためであり、また②は証取法でいう私募に該当するためであるとされている。この例外規定をどのように定めるかについては、審議の過程で紆余曲折があった模様であり<sup>47)</sup>、そこでは前述のような金融界、証券界、産業界のやり取りがあったと推測できるが、このような例外規定を設けたことは、その後の社債発行を大きく

変化させると同時に、受託銀行側の既得権益を大きく傷つけるものとなった。この点について項を改めてみてみよう。

#### 4. 手数料の引き下げ

この商法改正で社債受託制度が社債管理に明確化されたことによって、社債発行市場にどのような影響がみられたのかを検討しよう。

まず、手数料の引き下げが挙げられる。前述のように、従来の募集受託関連手数料は、当初費用としての受託手数料、期中費用としての利金支払手数料、償還時の元金償還手数料からなるが、これらの手数料は、80年代後半以降受託制度の在り方が問われるようになるにつれ、若干の引き下げが行われていた<sup>48)</sup>。すなわち、1985年利金支払手数料が1円30銭から60銭（利金100円につき、以下同じ）へと引き下げられ、同年に元金償還手数料も50銭から40銭（額面100円につき、以下同じ）へと引き下げられたあと、1989年には30銭に引き下げられている。また当初の受託手数料は1986年に30銭から25銭（額面100円につき、以下同じ）に引き下げられた後、1989年には13銭から25銭の範囲で格付けおよび発行額の組み合わせによって決定する方式となり、さらに1991年には一層引き下げられ、11銭から13銭の範囲で信用力および発行総額に応じて料率設定する方式となった。

この91年の引き下げはまさに受託制度の明確化という論議と軌を一にするものであり、バブル崩壊以降エクイティ・ファイナンスの機会を失ない、国内普通社債市場に資金調達手段を求め始めた発行会社が、手数料引き下げ圧力を強めたことに対する受託銀行側の対応であった。また、同じ91年11月には、公正取引委員会も各行横並びの受託手数料体系を「疑似カルテル」

とした調査結果をとりまとめ、社債受託主要7行（興銀、太陽神戸三井、三菱、住友、富士、三和、一勧）に対して、情報交換による受託手数料の設定を止めるよう厳重注意した。この時点ですでに興銀および太陽神戸三井は、手数料設定の「マトリックス」方式を廃止し、案件ごとの相対交渉に移行していたといわれるが、各行の横並びを指摘され批判の対象となつた<sup>49)</sup>。

このように、93年商法改正以前から引き下げられていたが、改正以降はさらなる引き下げが生じている。もっとも、前述のように、料率設定がマトリックス方式から相対方式に変化したことで、引き下げ状況を一律に比較することが困難になっているが、当初の受託手数料については、改正直前の1993年3月段階で24銭から10銭の範囲にあったのが、改正後の1994年中には、1.1銭から4.5銭の範囲となっており、かつて80年代に30銭であったことと比較すると、10分の1程度にまで引き下げられた。したがって、仮に当時7年債100億円（利率7%）の無担保債発行を行った場合、1980年代前半までは、当初受託手数料：3,000万円、元金償還手数料：5,000万円、利金支払手数料：6,370万円、合計1億4,370万円となっていた（ただし、当時は完全無担保債は発行されていなかつたため、このほか信託手数料：1億7,500万円を要し、合計3億1,870万円となつた）が、改正後は仮に同じ発行例で手数料を考えると、管理手数料（2銭）：1,400万円、元金償還手数料（10銭）：1,000万円、利金支払手数料（20銭）：980万円であり、その他に発行事務代行手数料：500万円、期中事務代行手数料：420万円とすると、合計4,300万円となり、大幅な低下となつた（表2参照）。

## 6. 「不設置債」の増加

第二に、社債管理会社の強制設置に例外が設けられたことによって、社債管理会社を設置しない、いわゆる「不設置債」が増加したことが挙げられる。不設置債の第1号となったのは、実質的には1995年9月のソフトバンク債（主幹事野村證券、発行総額500億円、年限12年）であるが、この起債では、元利払い事務を代行する財務代理人を設置したが、この場合財務代理人は社債権者保護の役割がないため、手数料も低く、ソフトバンク債では社債管理会社を設置した場合の手数料が12年間の期中事務代行手数料を含めて2億7,720万円と推計されるのに対して、財務代理人手数料は1,300万円に過ぎないとされている<sup>50)</sup>。ソフトバンク債の場合、財務代理人は野村信託銀行が担当したが、その役割には元利金支払い業務の他、社債券の交付、利払い時の源泉徴収なども含まれている。

このような不設置債の発行に対し、当初銀行側が強く反発したことからも明らかに、銀行側が維持しようとしていた社債管理会社の強制設置を発行会社の任意事項とすることによって、従来の社債受託制度のもとで維持されてきた既得権益の枠組みを崩したものといえる。したがって、ソフトバンク債以降発行コスト削減を求める企業の間で、不設置債の起債増加が進むとともに、前述のような社債管理手数料などの手数料引き下げ圧力にもつながつた。

実際、不設置債はその後発行会社から強く支持され、社債発行の主流として定着したといえる。すなわち、1995年9月にソフトバンク債が第1号として発行され、続いて第2号として11月に新日鉄債が発行された後、95年12月から96年3月末までの約4か月間に32銘柄が起債さ

れ、同期間の起債銘柄数の30%を占めるものとなつたが、さらに、1996年度では230銘柄（全銘柄の71%）となっており、普通社債の主流となるに至っている。特に、ソフトバンク債が発行された後、約2か月を経て新日鉄債（500億円、期間6年、主幹事興銀証券）が不設置債として発行されたが、その際不設置債に強く反発していた日本興業銀行が自ら財務代理人となり、主幹事に興銀証券がなったことは、発行企業の不設置債導入の要望をもはや興銀とて抑え切れないものであることを意味するとともに、銀行本体の既得権益を譲歩しても証券子会社の引受シェア拡大を援護する方向への経営戦略を印象づけるものであった。

## 7. ディフォルト債の不買取り

第三に、このように社債管理会社の業務が明確化されたことによって、従来行われていたデフォルト債の買取りが行われず、実際その後の経過をみると不買取りが定着したといえることが挙げられる。

第1章で述べたように、そもそもなぜデフォルト債が受託銀行によって買取りされたかというと、戦後の社債市場においては銀行が社債の最大消化先であり、社債は融資の変形といわれたが、より正確には、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おり、協調融資の変形であり、受託会社はその幹事銀行的役割を果たしていた。したがって、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のと同様、社債もデフォルトした際には、

受託銀行が買い取ってきたのである。しかし、70年代からは社債の個人消化も増加し、さらに80年代になると機関投資家中心の消化構造に移行していくと、このような協調融資的な性格は失われ、実質的には受託銀行が買い取る必然性もなくなっていく。したがって、例えば、1985年三光汽船のデフォルトの際、受託銀行は慣例から一括買取り処理を行ったが、これに対する評価はそれ以前と異なり厳しいものであり、この当時においてすでに一括買取りの根拠が失われていることを表わすものといえる<sup>51)</sup>。その意味では、80年代には一括買取り処理の必然性が失われていたにも関わらず、受託銀行がこのような処理を行っていたのは、手数料および制度改革の際の交換材料としての受託制度の価値を維持するという必要性があったからである。

このように考えると、商法改正によって受託制度の在り方が明確化されたことによって、一括買取り処理の根拠はもはや完全になくなり、不買取りが定着したといってよいと思われる。すなわち、前述のような手数料の低下によって買取りは採算に合わなくなっているものと考えられ、また金融制度改革は子会社相互参入という形で決着がつき、交換材料としての利用価値は使い果たしているからである。さらに、銀行側の体力低下があげられる。従来の買取り処理については、有担保であり、幾分の例外はあるものの回収の可能性が高いものが多かったが、現在は無担保が主流であり、また担保付きであっても担保価値が低下しているなどの理由から、回収の可能性が低い場合が多くなると思われる。その上、社債の発行総額も従来に比べると大きくなっているため、買取りを行った銀行側の損失は大きく、それを負担するだけの体力がない場合が考えられる。

また、株主代表訴訟の対象となる可能性があることも指摘できる。1993年商法改正前であり、実際に提訴された事例はなかったと思われる。しかし、商法改正後は、周知のように株主代表訴訟が多発し、回収の可能性が不透明な社債の買い取りは株主代表訴訟の対象となる可能性が高いと思われる。

## ま　と　め

以上のように、商法改正によって社債募集の受託会社が社債管理会社となしたことによって、国内社債発行市場の最も大きな規制が取り除かれ、少なくとも社債管理会社不設置債では、手数料関係の発行コスト低下によって、ユーロ市場と同水準になったといわれている(表2参照)。とくに、格付けAA以下の銘柄については、海外投資家だけで消化することが困難な場合が多いため、日本企業の現地法人による消化に依存する場合が多く、その際還流制限(ただし、98年4月撤廃)などの規制があったため、割高な金利を要求され、実質的には国内発行が有利とされる。そこで、海外投資家だけでも消化可能なAAA格の電力債や国債優良銘柄の場合のみ海外発行と国内発行の条件がほぼ同一となり、両者の間で選択の余地があるわけだが、これらの発行会社の場合、海外起債の要因は資金調達ルートの確保を目的としているといわれる。したがって、かつて80年代に問題視された「空洞化」という事態は、ほぼ解決したといえる(表1参照)。

### 注

- 通常、国債大量発行が金融自由化の要因とされるが、すでに国債大量発行以前から高度成長期の金融的条件が変化しており、大量の国債発行を許容する条件が成熟していたことに注目しておく必要がある。すなわち、個人部門および法人事業の金融資産蓄積水準が上昇し国債大

量発行の受け皿が準備されてきたことである。寺西重郎『日本の経済発展と金融』、岩波書店、1982年、429頁によると、民間金融資産の対GNP比率は1960年代半ばから200%を超えて、1972年には250%に達し、米国並みの水準となっていた。

- これららの点については、中島将隆『日本の国債管理政策』、東洋経済新報社、1977年、第7章参照。
- 中島将隆『起債市場の弾力化』(志村嘉一編著『日本公社債市場史』、東京大学出版会、1980年、第7章第4節、所収)、400-404頁、参照。
- 二上季代司「インター銀行市場の構造変化」、『商品先物市場』、1986年1月、24頁、参照。
- この委員会は、館龍一郎(委員長)、飯田経夫、小宮隆太郎、竹内昭夫、西川俊作、藤野正三郎、蠍山昌一、によって構成された。
- その理由を『第24回大蔵省証券局年報』(昭和61年版)は、「新株引受権証券が独立して流通することについては、その投機性が大きくそれに不慣れなわが国投資家になじまないとする見解もあり、証券界の自主規制により当分の間、国内市場では非分離型に限られることになった」と説明している。同書、17頁、参照。
- 『第24回大蔵省証券局年報』(昭和61年版)、131頁、参照。
- いわゆる「留保条件付無担保」と呼ばれるもので、完全な無担保ではなく、発行会社の所有する「特定物件」については、他の債務のために担保として提供もしくはその予約を行わないという条件がつけられている。
- 因みに、80年代の募集の受託関連手数料は、当初の受託手数料:30銭(額面100円につき)、期中の担保受託手数料:25銭(同)、期中の利金支払手数料:1円30銭(利金額100円につき、ただし85年4月から60銭に引き下げ)、償還時の元金償還手数料:50銭(額面100円につき、ただし85年4月から40銭に引き下げ)となっており、たとえば7年債、利率9%、100億円の社債発行の場合、手数料はそれぞれ3,000万円、1億7,500万円、8,190万円、5,000万円であり、合計3億3,690万円となる。したがって、発行諸費用を加えた発行人利回りベースでは、0.48%程度の引き上げになる。また、引受手数料は、たとえば7年債で1円80銭であり、上の例では1億、8,000万円であり、発行人利回りベースでは、0.26%程度であった。これに対し、ユーロ市場では、財務代理人費用などかかるものの、社債受託関連の手数料に比べると大幅なコストの引き下げとなる。
- 「プロポーザル方式」、『日経公社債情報』、1988年1月18日、3頁、参照。
- 『日本経済新聞』、1991年4月12日、参照。
- この「指導」に対する証券界の反応は、『日経金融新聞』、1991年4月12日、参照。この記事では、証券界はこの指導に対して不信感を募らせたことが指摘されているが、他方「社債販売価格の『適正化』は引き受け手数料引き下げにつながるか」、『金融財政事情』、1991年4月22日、26-27頁、は証券会社内部でも債券販売部門では今回の「指導」を評価していることなどを紹介している。

- 13) 『日本経済新聞』, 1991年5月7日, 参照。
- 14) 「大蔵省、プロポーザル銘柄のマーケットマーク見直しを決定」, 『金融財政事情』, 1988年4月25日, 9頁, 参照。
- 15) 均一価格販売方式については, 海藤真生「国際資本市場における普通社債の発行方式の現状と課題—均一販売方式を中心にしてー」, 『公社債月報』, 1993年4月, 参照。
- 16) 事業会社が社債発行を行う上で, 社債発行限度枠規制が実際にどの程度の制約になっていたかについては, 拙稿「社債発行限度枠規制と社債法見直し」, 『証券経済』, 第174号, 1990年, 参照。
- 17) 上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編『新版・注釈会社法(Ⅰ)ー社債(1)』, 有斐閣, 1988年, 37-38頁。
- 18) 岡野敬次郎著『会社法』, 岡野奨学会, 1929年, 590頁および鴻常夫著『社債法』, 有斐閣, 1958年, 99頁, 参照。後者によると, 資本額と会社に現存する純財産額との二重の制限を設けているものとして, ポルトガル商法196条, アルゼンチン商法365条, トルコ商法421条, イタリー商法171条, ルーマニア法173条があり, また資本額による制限のみを設けているものとしてブラジル法42条, スペイン株式会社法3条がある。
- 19) 鴻常夫「社債の発行限度に関する商法の規定について」, 鴻常夫著『社債法の諸問題1』, 有斐閣, 1987年, 105頁, 参照。
- 20) 鴻常夫, 前掲「社債の発行限度に関する商法の規定について」, 105頁, 参照。
- 21) 『商法修正案参考書』, 有斐閣, 1898年, 195頁。また, 同一内容であるが, 『商法修正案理由書』, 博文館, 1898年, 174頁。
- 22) 野田正穂『日本証券市場成立史』, 有斐閣, 1980年, 95頁, 参照。
- 23) 板橋菊松「社債法枳義」(同編著『社債法十講』, 清水書店, 1926年, 所収), 43頁。
- 24) 毛戸勝元「社債の総額を拡大するの可否」(板橋編著, 前掲, 所収), 41-3頁。
- 25) 板橋, 前掲, 44頁。
- 26) 毛戸, 前掲, 46頁。
- 27) 後藤, 前掲, 6頁。
- 28) 社債法等研究会「社債法等研究会の社債法改正試案」(鴻常夫編『別冊商事法務95, 社債法改正の論点』, 商事法務研究会, 1987年, 所収), 150頁, 参照。
- 29) 水口弘一「社債制度の改革のために」, 『月刊資本市場』, 15号, 1986年11月, 長谷川正名「社債法整備改善の考え方」, 『商事法務』, 1091号, 1986年10月25日, および後藤猛「社債市場の改革と社債法改正」(未発表), 1986年, 6頁, 参照。
- 30) 『日本経済新聞』, 1989年2月15日。
- 31) 例えば, 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從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』, 18号, 1952年, 渡辺省吾「社債をめぐる法制上の諸問題」, 『商事法務研究』, 39号,

1956年, 鴻常夫『社債法』, 有斐閣, 1958年, 75-76頁,などを参照。また, 法務省でも, 1961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1970年に法学者および法務省担当官を集めて受託銀行側が設立したのが, 「社債法等研究会」であり, これは日本興業銀行と関わりの深い河上記念財団の援助によるものである。

- 32) 『日本経済新聞』, 1989年12月1日。
- 33) 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, また業法的色彩がをも有するため, 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。
- 34) 銀証分離原則についていと, これ以前から分離原則のあいまいな領域が存在していたといえる。すなわち, 国債はすでに大量発行以前から銀行が中心的に引受・保有し, 政府への長期資金供給を担っていた。また, 社債も法律上は証券会社が引受業務を行い, 銀行が受託業務を行うことが明文化されていたにもかかわらず, メインバンクが受託業務を通じて実質的に発行条件の決定に深く関与し, 消化先もメインバンクを中心とする金融機関に決まっていた。つまり, 銀行が引受けないし分売リスクを肩代わりしながら, 企業に長期資金供給を行っていた。さらに, 株式発行についても同様に, メインバンクを中心とする相互持ち合い関係のなかで消化される構造が長く維持されていたのである。
- 35) 拙稿「戦後日本における長期金融制度の成立」, 『証研レポート』, N o. 1506, 1994年1月, 参照。また, 厳密には, 長期信用銀行の短期金融に関する規制として, 同業務の遂行を妨げない限度において, すなわち受け入れた預金およびこれに準ずるもの合計金額を限度とする短期資金の貸付を行うことができるとされている(同法第6条)。
- 36) 以上, 長信銀および都銀側の主張については, 金融財政事情研究会編『専門金融機関制度のあり方についてー金融制度調査会専門委員会報告書ー』, 金融財政事情研究会, 1987年, 99-105頁, 参照。
- 37) ただし, このような業態間の利害調整の困難を日本の特殊性と断定することはできず, 米国でもみられるが, ただし日本の場合は業界の既得権益を裁量行政によって保護してきた点, また米国の場合は利害調整が議会と行政を通して行われるのに対し, 日本では行政を中心に行われるためにその透明性が低い点, などは特徴的であると考えられる。また, 日本では利害調整のメカニズムについての研究は十分ではないが, 米国では規制機関の行動を利害集団の力関係にもとづいて説明する経済理論についての研究が既に蓄積されており, その代表例として次のものがあげられる。

George J. Stigler, "The Theory of economic regulation", *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2 No. 1, Spring 1971; Sam Peltzman, "The Economic Theory of Regula-

- tion after a Decade of Deregulation", Brookings Papers on Economic Activity, *Microeconomics*, Washington D.C., 1989; Sam Peltzman, "Toward a More General Theory of Regulation", *The Journal of Law & Economics*, Vol. 14-2, Aug. 1976.
- また、このような規制のあり方に関しては、北條裕雄「市場からみた規制機関」、『証研レポート』、No. 1495, 1993年2月、参照。
- 38) 水田徹「社債法改正に伴う実務上の対応」、『商事法務』1332号、1993年9月15日、16-17頁、参照。
- 39) 法律的には、代行機関を設置せず発行会社自らが行うことも可能であるが、発行事務としては社債申込証作成、払込み徴収のほか、社債券作成、社債原簿作成などの業務も加わるため、これらを発行会社自らが行うことには不可能であり、実際には発行事務代行機関が設置されている。
- 40) 証券会社が発行事務代行機関となることは、法律的には可能となったが、実際には社債管理会社ないし財務代理人が代行機関になっている。というは、代行機関の業務として社債券の作成業務が発生するが、社債券を作成する際、番号の振り方について社債管理会社ないし財務代理人と打ち合わせる必要があるため、実際には同一の銀行がこれを行っている。しかし、法務省参事官は、発行事務委託契約は社債管理契約とは別に締結されなければならないとしている。これについては、吉戒修一「平成5年商法改正法の解説」(7), 『商事法務』, 1331号、1993年9月5日、30頁、参照。また、証券会社の実務家からは、ユーロ債すでに実績があること、有価証券届出書および目論見書作成の際にアドバイスを行っていること、さらには社債権者の代理人たる社債管理会社が、発行会社の代理人たる事務代行機関を兼ねるのは利益相反のおそれがあることなどを理由に、証券会社がこれを行うことが適切とする意見が示されている。例えば、和田成一郎「社債法改正と今後の社債発行事務」、『公社債月報』、1993年10月、24頁、参照。
- 41) この点について詳しくは、河本一郎「社債の買取引受上の性質について」、『公社債月報』、1993年10月、参照。
- 42) このため、利益相反が生じた場合に対処するため損害賠償の特則を設けている。
- 43) 前田庸「平成5年商法等の改正要綱について」(中), 『商事法務』, 1316号、1993年3月25日、18頁、参照。また、財務省の特約が守られているかについては、監視権限が定められておらず、同論文では、これは当事者間の約定に委ねられているとしている。
- 44) 前田庸、前掲、14頁、参照。
- 45) 例えば、前田庸、前掲、14頁、および吉戒修一「平成5年商法改正法の解説」(7), 『商事法務』, 1331号、1993年9月5日、28頁、参照。
- 46) 法制審での審議過程については、「社債法改正は発行市場を変えるか」、証券会社側の意見としては、木下公明「受託会社の過剰闊与を抑制せよ」、また法務省の参考官の見解は、大谷禎男「限度規制撤廃と受託会社の設置は一体」、以上すべて『金融財政事情』、1991年8月18日、所収、参照。
- 47) 初当時は、証取法上の私募債および1年未満の短期債または5億円未満の小額社債を設置規制の例外とすることが検討されたといわれる。大谷禎男「社債法の改正について」、『公社債月報』、1991年7月、5頁、参照。
- 48) 86年の証取審報告に見られるように、国内社債発行の低迷要因として、証券大手4社寡占も指摘されていたため、この間引受手数料も引き下げられ、例えば86年には15-10年債：1円90銭が1円60銭に引き下げられた後、1991年段階では12年債では1円20銭まで低下しているが、率では受託手数料の低下が著しい。
- 49) 『日本経済新聞』、1991年12月17日、および『日経公社債情報』、1991年12月2日、参照。また、公正取引委員会は大蔵省に対しても行政指導のあり方にも一因があるとして、見直しを要請している。
- 50) 丸木強「社債管理会社を不設置とした社債について」、『公社債月報』、1995年9月、参照。
- 51) 例えば、日本経済新聞社説「社債買取りは三光汽船を最後に」、『日本経済新聞』、1985年8月31日、商事法務トピックス「三光汽船の倒産と社債権者の保護」、『商事法務』、1051号、1985年8月25日、参照。

(当所大阪研究所主任研究員)