

松尾順介著

『日本の社債市場』

(東洋経済新報社, 1999年5月)

大 杉 謙 一

I. はじめに

本書は、経済書で社債を扱ったモノグラフとしてはほとんど初めてのものである。たとえば、竹内半寿『我国公社債制度の沿革』(1956年 酒井書店)や志村嘉一『現代日本公社債論』(1978年 東京大学出版会)などのこれまでの業績は多くの頁を公債(主として国債)に割いている。また、証券や証券市場を扱ったもの(たとえば、日本興業銀行編新銀行実務総合講座8証券[1987年 金融財政事情研究会])も主として株式について叙述しており、社債(とりわけ普通社債)はこれまでの経済研究においてはいわば日蔭者であったといってよい。

その理由は、本書が明らかにするように、社債それ自体が日蔭の存在であったことによる。しかし、1990年代に入ってから企業の起債(それも転換社債やワラント債ではなく、普通社債の発行)の伸びは著しい。たとえば、国内主要企業約600社の長期・短期借入金残高に占める普通社債残高の推計値の占める割合は、1990年では10%に過ぎないが、97年には26%に至っている(本書7頁 第0-1表)。

本書は、著者松尾順介氏がこのような社債市場の発展以前の1990年以降のちょうど10年間にわたる研究の蓄積を整理して、1冊のモノグラフとしてまとめ直したものである。後で述べるように、日本経済が変動の真只中にある今、本格的な社債研究がこのような形で入手できるようになったことを、読者の一人としてまずは喜ぶたい。

なお、評者は法律学(商法・会社法)を専攻するものであるが、法律学の分野においても、社債法の研究がこれまで盛んでなかったことを付け加えておきたい。株式の分野の研究に比べて社債の研究はくらべものにならないほど量が少ないことも、同じ理由によるものと想像されるのである。

II. 全体の概観

本書は序章および番号のついた5つの章からなる。このうち第1章「社債受託制度の歴史の変遷とその役割変化」と第2章「金融制度改革と社債制度改革」は日本における社債制度と社債市場の歴史をほぼ年代順に追った通史であり、前者は1905年(明治38年)の担保附社債信

託法の制定から高度成長期まで、後者は石油危機 (1973年) 頃から現在までを大体カバーしている。

これに対して、序章「国内普通社債市場の変貌と課題」および第3章「銀行系証券子会社参入と社債市場の変貌」はいわば「今」を扱う。このうち前者は本書全体の導入としておかれたものであるが、現時点における各経済主体 (発行会社・引受証券会社・機関投資家・格付機関) の課題、および今後の展望を簡潔に示している。後者は1995年度と96年度を対象期間として、金融制度改革の一環として銀行が証券子会社を通じて証券業務に参入できるようになったことから社債引受に生じた変化を取り上げている。

第1・2章の通史をタテの流れを追ったものだとすると、いわばヨコに問題を広げたのが第4章「普通社債発行と銀行借入」と第5章「社債デフォルトとディストレスト証券市場」である。前者が社債という制度と銀行借入という制度 (あるいはメインバンク制) との間の代替性を銀行系証券子会社の社債引受への参入のもたらした変化を調べることで論じたものだとすると、後者は借入企業の破綻という局面を扱うことで間接的に社債と銀行借入との対照にも関連するものとなっている。

Ⅲ. 第1・2章——「社債受託制度の歴史的変遷とその役割変化」「金融制度改革と社債制度改革」

第1・2章は日本の社債制度と社債市場に関する通史である。多方面にわたる文献が参照され要領よくまとめられ、しかも結果として先人

の業績をつなぎあわせただけにとどまらない付加価値を持つ内容となっている。

1・2章の叙述の枝葉を切り捨てて、大筋をまとめると、以下のとおりである。

第一次世界大戦後、わが国における社債発行市場の規模は飛躍的に拡大し、しかもその多くは無担保社債であった (24頁 第1-2表)。当時は、担保付社債こそ信用が低いと投資家の間で考えられていたからである。しかし、数度の恐慌の過程で多くの社債が元利払いの不能に陥り、これらデフォルト社債の中には一流会社の発行したものも含まれていたため、社会的波紋も大きかった。もっとも、担保付社債に比べて無担保社債のほうがデフォルト率が特に高かったとはいえないが、ともかく、デフォルト事例を背景として、1931年6月5日、日本興業銀行の主導の下に銀行、信託、保険会社の申し合わせとしてかの社債浄化運動が始まる (社債浄化運動は当時の金融政策当局の主張でもあった)。その内容の中心は、社債の有担保化と減債基金の設定にあった。この運動は、銀行による社債引受シェアの確保という側面を有していた (周知のように、銀行業と証券業が法制度上分離されるのは、昭和23年の証券取引法制定によってである)。この運動は必ずしも速やかに所期の目的を達したわけではないが、結果としてその後の社債市場の多くは担保付社債と南満州鉄道などの特殊会社の発行する無担保社債によって占められるようになり、そしてとりわけこの運動の結果として受託会社の設置が促進され、また受託会社が単なる担保の保存・管理を超えて発行会社に対するモニタリングの権限を広げていくこととなった。そして、昭和10年代の戦時経済統制においては、軍需産業や国策会社、植民地会社の起債を優先する強力な起債統

制が行われた。具体的には、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の下で銘柄選定や発行額が決定された。またシンジケート団所有の社債は売却の自粛が申し合わされたことから、社債の流通市場はその機能を喪失したのである。

戦後の起債市場の再開において、統制経済期の特色の多くが受け継がれた。すなわち、日銀主導で起債調整が行われ、また社債のほとんどは金融機関によって消化され、そして日銀が事前に審査し対象銘柄として選定した社債は金融機関がそれを担保として日銀から借入れをなす場合に優遇措置を受けたのである（日銀適格担保社債制度）。ここでは起債は融資の変形にすぎず、証券の引受が本来有する起債案件の審査とリスク引受という要素はなく、証券業者がファイナンシャル・アドバイザーとしての機能を果たす余地は存在しなかった。

高度成長期においても、このような特色はおおむね継続する。金融債や財政投融資計画にともなう政府保証債の優先発行が社債発行の制約となり、また重厚長大産業への優先的資金配分が、資本金および純資産額を基準とする格付に基づく起債調整により果たされた。起債条件の決定も起債会においてなされ、事業債の金利決定は人為的低金利政策の体系に組み込まれ、金利は硬直的であった。また、募集受託契約を手がかりとして、銀行は受託会社として引受証券会社よりも強い影響力を発行会社に対して行使し、そこから銀行離れを防ぎ、メインバンク制を維持したのである。そして、受託会社のデフォルト債の一括買取という慣行もここから生じた。

このように、社債市場に対して受託制度は様々な側面から調整を加えてきたのであるが、

1970年代後半から徐々にこの調整機能は低下し、受託制度の存在意義も低下する。その中で、受託銀行に高率の手数料をもたらすこの制度はいわば銀行の既得権益と化し、また銀証分離政策の見直しの中で受託制度は取引材料としての色彩を帯びてくる。すなわち、国債の大量発行から国債の市中消化のニーズが高まり、その結果国債において発行条件の弾力化がすすみ、ひいては金融市場全体の金利体系にもインパクトを与えるに至った。このことは金融市場におけるさらなる変化の呼び水となったが、それにもかかわらず社債市場の自由化は非常にゆっくりとしたスピードでしか実現しなかった（ユーロ債への国内企業の逃避や起債条件の決定におけるさまざまな試行錯誤、金融制度改革の背景としての銀行制度、数次にわたる答申や法改正、そこにおける業態間の政治的駆け引きについて、興味深い叙述がなされているが、ここでは省略）。最終的には、金融制度改革において業態間の利害調整を極小化するものとして業態別子会社方式による相互参入が選択され、社債市場の改革もその枠組みの中で1993年の商法改正により実現する。受託手数料はその結果大幅に引き下げられ、受託会社（法改正後は社債管理会社）を置かない不設置債が増加する。社債が融資の変形としての性格を喪失するとともに、受託銀行によるデフォルト債の買取の慣行も終焉する。

以上が要約であるが、注をも通して読むと、読者はそれぞれの時代の雰囲気をも味わうことができるように書かれている。いくつか興味を引く部分を採り上げると、まず、社債に関する法制度・慣行の変遷が時代順に丁寧に叙述されていることが挙げられる。また、大正期から昭和初期における社債デフォルトの主要事例が丹

念にまとめられ、そこでの処理（担保の実行方法をも含めて）が示されている（27～35頁）。戦後におけるデフォルト債の買取の事例とその根拠を推論する部分（第1章注73, 74および第2章103頁）も説得力を持つ（この主題は後に第5章で詳しく再検討される）。そして、なによりも業際間の利害調整としての社債受託制度の性格を包括的に明らかにした点に、本書の最大の成果の一つがある（なお第2章注37参照）。

読者によっては、本書の叙述がいくぶん銀行に対して批判的で証券会社に対して同情的であると感じるだろうが、叙述の公平性・客観性はおおむね維持されている。

重要なデータが各所から集められ、独自のデータ収集も行われており、以上の通史が有機的に数字資料と結び付けられている点も高く評価される。

IV. 第3章——「銀行系証券子会社参入と社債市場の変貌」

第3章では1995年度・96年度を対象期間として、銀行系証券子会社の社債引受活動への参入の事実関係が示され、それが証券会社（従来の）・発行会社・投資家・銀行にもたらした影響が順次考察される。本章はあたかも社債市場に始めて本格的な市場メカニズムを機能させるべくなされた金融制度改革の成果に関する中間報告の感がある。具体的には、準大手証券会社の社債引受に占めるシェアの低下、準大手による外資系証券会社と共同での主幹事獲得の動き、引受シンジケート団（シ団）の絞り込みの動き、ターゲット・ディールの導入（第4章注2参照）、東京電力の提示した社債募集の新方

式とその手直し、社債管理手数料の引き下げなどが手際よく説明されており、多くの数字データをまとめた表も状況を生き生きと写し出す。

同時に、社債引受競争の激化がもたらしたいくつかの問題、たとえば親銀行と証券子会社間のファイアー・ウォール違反の疑い、分割発行（1回で済む社債の発行を人為的に複数回に分割することにより、1銘柄あたりのロットが小さくなり、社債の流通を阻害する）、そしてなによりも合理的な価格形成が行われていないことであるが挙げられる。社債管理会社設置際と不設置債との間の差が価格に反映されていないことは、市場メカニズムを機能させるノウハウの蓄積や制度的条件がわが国では整っていないことを意味しよう。また、引受競争の激化が発行体寄りの発行条件の決定につながっているとされるが、これが単に短期的な現象にとどまるか否かは予断を許さない。また、分割発行の多くが発行会社が従来の引受証券会社とメインバンクの証券子会社の双方に主幹事とするために行われているとの指摘も、市場メカニズムを機能させる制度作りの難しさを示唆する。

しかし、これらの弊害をいわゆる市場の失敗として市場への行政の介入を正当化する材料として捉えるべきではない。著者はこの点については社債市場における市場メカニズムが将来正しく機能することにつき比較的楽観的である。つまり、第一に、機関投資家が投資基準を確立しつつあることにより、発行体寄りの起債が募残という形で市場に拒否されるようになること、第二に、引受証券会社の内部の体制においても案件ごとの損益計算が確立しつつあることにより、無理な主幹事獲得競争が抑制されるようになることを指摘している。

V. 第4・5章——「普通社債発行と銀行借入」「社債デフォルトとディストレスト証券市場」

第4・5章は、銀行借入と社債の発行との間の代替的な関係についての検討である。

第4章では、まず、1995年度および96年度国内普通社債発行企業を対象として、銀行系証券子会社を主幹事として国内普通社債発行を行ったことのある会社と期間中それ以外の証券会社（大手4社、準大手、外資系証券会社）のみを主幹事として社債を発行した会社とを比較して、発行企業とメインバンクとの関係の強さに差が見られるか否かを調べ、結論として顕著な差は見られないとしている。次に、社債発行を行った企業はそうでない企業に比べて金融機関からの借り入れを減少させる程度が大きいことが示され、また銀行系証券子会社を主幹事として社債発行が行われた場合にはそうでない場合に比べて、社債手取り金がメインバンクへの借り入れ返済に当てられる傾向が大きいことが示される。

ここで得られた結果については、1997年度以降についても継続的に調査が行われることが望まれる。著者が述べるように97年度には総会屋スキャンダルに起因する大手証券の引受からの排除、山一証券の倒産などがあり、単純に数字を比較するわけにはいかないことはもちろんである。また、評者はその道に詳しいものではないが、分析を精緻化するいくつかの方法があるものとする。

以上、第4章は膨大な数値データを根気強く分析した労作である。

もっとも、本章の分析はメインバンク関係の

終焉を直ちに意味するものとは断言できない。最近の大銀行の動きは、むしろさまざまな手数料関連業務や外為取引、デリバティブ関連の取引など、収益性の高いビジネスを総合的に顧客に提供する（総合金融サービス）、という点での新たな関係樹立に向けての競争へとシフトしている（最近の面接調査に基づく説得力の研究を参照。Mark J. Scher, *Japanese Inter-firm Networks and Their Main Banks* [St. Martin's Press, 1997], 邦訳マーク・J・シャー〔奥村宏監訳〕メインバンク神話の崩壊〔1998年 東洋経済新報社〕）。本章の内容はこのような動きと矛盾するものではないが、メインバンク関係の変容について将来の研究が待たれる。

第5章は、本書の中でもっともチャレンジングな部分である。すでに見たように、第1・2章でデフォルト社債について歴史的事実の描写はあったが、本章ではこの問題に正面から著者は取り組んでいる。戦後の主な社債デフォルト事例の概要がまとめられ（第5-1表、198頁）、続いて、受託銀行による一括買取の理由について、社債権者集会を成立させるためという見解を批判し、むしろ買取が会社更生手続における更生計画案の可決を円滑にすることを指摘しつつ、主たる理由として受託制度を挙げている。つまり、戦後日本のメインバンク制においてはメインバンクが融資先企業の破綻時に救済措置を行い他行の信用リスクを肩代わりするが、社債は協調融資の変形であり、メインバンク＝受託銀行による買取は融資先への救済と軌を一にしているのである（200頁）。引き続いて最近の社債のデフォルト事例として村本建設、京樽、ヤオハンジャパンの場合が比較的詳しく紹介され、いずれもオーナー経営の企業であり

メインバンク関係が希薄な企業であったことがデフォルト社債の買取がなされなかったことの一因であることを指摘しつつ、今後はさまざまな理由からメインバンクとの関係が強い発行会社の社債においても以前のような買取がなされない可能性が大きいと推測される理由をいくつか述べている。

この第5章前半部分はメインバンク制に関する最近の経済研究とあわせ読まれるべきである(たとえば、青木昌彦・経済システムの進化と多元性[1995年 東洋経済新報社]、マーク・シャー・前掲など)。メインバンク制を背景にした社債の受託制度がデフォルト社債の買取という変則的な慣行を説明する、という本書の主張はこの文脈で説得力を有し、そしてこの文脈でさらなる研究が多方面の研究者によって発展させられることが期待される。

第5章後半では、デフォルト社債(ディストレスト証券)が機関投資家の間で活発に取り引きされている米国の事情について、法制度、ディストレスト証券への投資と市場参加者が要領よく紹介され、最後にディストレスト証券への投資と取引を可能にしている制度的背景、人的要因(ノウハウを含む)が指摘される。

この部分は今後大いに研究を発展させる意義があるように思われる。メインバンク制が今後日本である程度弱体化することが確実であれば、従来メインバンクの傘の下で行われてきた企業の破綻処理を代わりに推進する制度がなければ制度に空白が生じてしまうことになるし、またディストレスト証券市場の存在は社債市場一般の効率性を高め、ひいては効率的な資金の流れを可能にすることによってコーポレート・ガバナンスの改善にも貢献することが期待されるからである。本書における研究はこの分野に

おける研究の端緒にすぎないが、全く新しい分野の研究として好スタートと評することができる。

VI. むすび

本書冒頭(序章)に控えめな表現で述べられているように、本書は日本型経済システムの重要な構成要素をなす——それゆえに、今問い直されている——メインバンク制をいわば裏側から扱ったものであり、より一般的には戦後の日本の企業金融市場の重要な(しかしこれまであまり研究の対象とはされなかった)一部分を包括的・多面的に検討した意義の大きな研究である。

著者の問題意識を離れて、評者の関心から付言すると、本書1・2章で示された通史は、経済学・法学において近年注目を浴びている「経路依存性(path dependency)の理論」の一例である(See S. J. Leibowitz & Stephen Margolis, Path Dependence, Lock-In, and History, Journal of Law, Economics & Organization, Vol. 11, p. 205 [1995])。アメリカ企業の統治構造について同理論を適用したマーク・ローの名著(Mark J. Roe, Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance [Princeton 1994], 邦訳マーク・ロー〔北條裕雄・松尾順介訳〕アメリカの企業統治〔1996年 東洋経済新報社〕)が、アメリカにおける証券市場の発展が経済合理性の追究の単純な帰結とは必ずしも言えず、その基礎となる路線が諸々の政治的決定によって敷かれていたことを指摘するものであったが、すでに見たように、日本の金融制度もまた

政治の産物であり、歴史的な性格を持つことを本書は明らかにした。

日本の法律・経済学界において、(証券市場を含めた意味での)金融制度が企業統治(企業の統治構造)の観点から考察されるようになったのはつい最近のことである。企業統治というとアメリカの社外取締役を連想し、金融制度を論じるときには金融機関や金融制度の安定性のみを論じる、といった視野狭窄の議論は、いまや過去のものになりつつある。長期の不況の中で構造変革の必要性が痛感される今こそ、企業に対して効率的な資金の流れを産み出すものとしての金融制度のあるべき姿が問い直されているのである。

本書を読み終えた読者の多くが、さまざまな疑問を抱くことであろう。それは、本書が答えるべき疑問に答えていない、という意味では決してなく、本書の示したものを前提とするとより具体的でかつ広がりのある問題へと読者がい

ざなわれるという意味である。優れた学術研究は読者の問題意識を研磨し、その結果読む前よりも読了後のほうが多くの疑問を呼び起こすことがある。本書の場合がまさにそれで、そのことは本書の分析が不充分であることを意味するものではない。むしろ、本書が新しい問題へと切り込んだことから生じるものである。

たとえば、メインバンク制と証券市場との関係は果たして排他的なものであるのか、共存可能なものであるのか、という疑問が生じる。これは難問であり、日本経済が曲がり角にある現在、英知を結集して取り組むべき問題そのものである。本書はこの問題に対して答えを出しているわけではないが、本書の分析によってこの問いへの取り組みが豊かになったことは争いない。つまり、この問題を考え様とするものにとって、本書は必読であるといってよい。

(東京都立大学法学部助教授)