# 我が国社債発行市場政策の史的考察

後　藤　　猛

**要　旨**

我が国の社債発行市場は近年矢継ぎ早の改革が進められ，新しいシステムで21世紀を迎えたが，明治以降の企業金融における社債発行の政策的位置付けを見ると，いろいと制約が課せられ自由な発展を妨げられていた時代が長かった。

明治初期の商法においては社債への認識は低く株式との区別も不分明で，社債の発行は株主総会決議事項であったり，払込資本金までを発行限度とするなどの規定がおかれた。驚いたことに株主総会規定は昭和50年まで，発行限度規定は平成5年まで残されたのである。

社債の分類の中でも金融債については明治30年代から優遇措置がとられ，これを原資として間接金融体制を強化し産業発展を促進するという政策が採られたが，これは戦後の経済復興や高度成長期にも続けられ，個々の企業の社債発行についてはむしろ制約的政策がとられたのである。

昭和10年代の戦時統制経済体制下においては社債市場は統制的資金配分の場となったが，戦後も社債統制システムは継続し，大蔵省・日銀をバックとする“起債会”の統制は昭和63年まで続いたのである。

戦後GHQは米国流の証券金融システムを持ち込もうとしたが，それは中途半端に終った。

しかし，昭和50年代の後半となると，起債会統制下の社債発行市場はついに空洞化の危機に直面し，平成時代に入り急ピッチで政策転換が促進されることとなった。

**目　次**

Ⅰ．問題の所在
Ⅱ．商法制定と社債規定
　1．社債規定の導入
　2．基本となった明治32年法
　3．社債の例外としての金融債
Ⅲ．担保付社債信託法制定と社債発行市場
　1．明治38年に制定
　2．社債受託制度の導入

3．社債浄化運動
Ⅳ．戦時統制経済下の社債市場
1．公社債市場は全面統制
2．募集の受託会社と引受証券会社の明確化
Ⅴ．戦後復興政策と社債発行市場
1．統制起債の復活
2．証券取引法の制定
3．起債懇談会と起債打合会
4．金融債発行政策と社債統制
Ⅵ．高度成長経済と社債発行市場政策
1．間接金融を優先
2．社債発行市場空洞化へ
Ⅶ．発行市場統制時代の終焉
1．起債会統制の終焉
2．社債発行制度の大改革

# Ⅰ．問題の所在

我が国の社債発行市場は20世紀の最後の数年に至ってようやく矢継ぎ早の改革が進められ，新しいシステムの下に新しい世紀を迎えている。

しかし，我が国社債市場の創成以来の歴史を振り返ってみると，いろいろと制約が課せられその自由な発展を妨げられていた時代が非常に長かったのである。

社債発行市場は企業金融に貢献し国民経済の発展に寄与する重要な分野であると思うのであるが，我が国におけるその発展拡大は，各時代の国民経済の要請する所に沿って，ある時は順調に進展したが，またある時は抑制的な枠組みが政策的に設定されてきたということは否定できない。

明治期における我が国は，富国強兵・殖産興業を旗印に諸制度を導入し，先進資本主義国にキャッチアップする政策が推し進められた。今日なお続くグローバル化ともいうべき流れであるが，その後キャッチアップの進展，戦時経済，戦後の復興促進政策，高度成長政策，そして低成長期，そしてバブルとその崩壊へと移り行く過程において日本経済の姿は変転し，つれて企業金融のシステムにもいろいろと変化が加えられてきた。

このような変転の過程において企業金融の一環を担う社債は政策的にどのように位置付けられてきたのであろうか。これを検討するのが本稿の課題である。

その意味で，もっぱら社債発行の仕組み，その市場の枠組みに焦点が当てられるが，関連する公社債市場全般と金融システムに関する政策，また，株式市場とも関連性の強い転換社債発行市場も社債問題の一環として考察して行く。

本稿はこのような視点から，社債発行市場政策の歴史的な考察を試みるものである。

# Ⅱ．商法制定と社債規定

## 1．社債規定の導入

明治５年（1872年）の国立銀行条例は，株式会社に関する我が国最初の成文法であり，これに準拠して発行された第一銀行の株式は，明治11年初めて開設された株式取引所の上場銘柄ともなったが，社債の規定はまだ存在しなかった。

社債は，明治23年（1890年）４月に公布された我が国最初の商法において，全般的な株式会社に関する規定とともに初めて導入された。

すなわち，その206条に「会社資本ノ増加ハ株券ノ金額ヲ増シ又ハ新株券若シクハ社債ヲ発行シテ之ヲ為ス」とされた。しかし，この規定に見るように，当時はまだ社債発行は資本増加の一方法のように考えられていたようで，「債券ハ記名ノモノ」とされていたし，商法公布直後に最初に発行された大阪鉄道会社の社債では起債決議要綱で「社債募集ノ方法ハ先ヅ本社ノ株主ヨリ之ヲ募集シ」とされたのである。

この商法の施行は明治26年（最終は31年）まで延期となったが，23年の８月には「商法206条ニヨリ発行スベキ債券ニ関スル件」という８条にわたる社債発行規定が補充され，これによって24年，25年と社債の発行が引き続いた。しかし，この８月の規定には，社債の発行は総株金半額以上の払込みがあってからでないとできない（第１条），社債の発行額は株金の払込金額を超過することはできない（第２条），発行は主務官庁の許可が必要（第３条），などとあり，ここに社債の発行限度の規定が当初から出て来ていることが注目される。

明治26年一部（手形・会社・破産）施行時の商法では206条は改められ，「会社資本ノ増加ハ株券ノ……」の後に改めて「会社ハ債券ヲ発行スルコト得」と分けて規定された。

## 2. 基本となった明治32年法

商法は明治32年（1899年）に大改正され新商法としてその後の基本法となるが，この改正によりようやく第２編会社，第４章株式会社，第５節社債として社債の項目が独立した。

これによって，今日一般的となっている無記名式社債が認められ，その発行は株主総会の特別決議を要するとされ，その発行額は払込資本金または現存財産額を超えてはならない，申込証を作成する，などの規定が明記された。

無記名社債が可能となったことによって，社債券は市場性をもち一般投資家の投資対象となったため，記名式の場合には申込みの取扱場所となるのみであった銀行が，その公募を取り扱って残額があれば引受けるという引受方式が一般化し，引受機関とみるべきものが生まれ，社債発行市場の形が整い出したのである[1]。

社債発行が株主総会決議事項ということは，大量かつ継続的な債務行為として株主の利益に重大関係を有するとはいえ，社債発行を資本増加の一方法と混同していたことの名残であろう。

これは社債の機動的発行を阻害するものであり，同じ他人資本であり社債より大量・長期的となることの多い銀行借入金について規定はないことともに不整合である。

この規定が改正され社債発行は取締役会決議でよいことになるには，昭和25年（1950年）まで待たねばならなかった。この改正は，戦後，英米法を取り入れて株式発行に授権資本制が採用され新株の発行が取締役会の決定に委ねられたことに対応して，ようやく行われたものであった。

また社債の発行限度の規定は，社債を過剰に発行し資力以上の債務を負うことを防ぎ社債投資家を保護する規定と解説されていたが，過剰債務といっても金融機関借入れについては制限はないことから，会社債務全般の膨張は抑制することはできず，社債発行をのみ抑制することが投資家保護になるかどうかは疑問である。

社債発行がまだ普及しなかった時代には問題は感じないであろうが，企業金融が多様化し，環境も好転して社債発行が盛んになると忽ちこの規定が桎梏となり，企業金融を金融機関借入

れという間接金融方式にシフトさせてしまう要因となるのである。

大正年代には社債市場好調で発行旺盛の時期となり，1926年には電気協会が電力会社の社債発行限度拡大の要求を出し，学者の中にも発行限度規定に疑問を投げその廃止を訴える声が強まったのである。

たとえば，大正15年に発行され債券基本原理の定本とされる板橋菊松編著の「社債法十講」の中で，竹田省博士は，「この規定は外国にも極めて例の少ない立法であり」その意義は明白でないとし，おそらくイタリー商法からとったものかもしれないが，「イタリーでは発行すべき社債と同一償還期限の国債・地方債を担保として超過発行ができるという規定がある」，などと述べていた。

しかし，筆者の私見ではこれはそんな外国の法律を勉強したものではなく，明治23年法にみたように，社債と株式を混同していた観念から派生したものであり，社債の何たるかを理解せず，まして直接金融も間接金融も不分明な当局者の発想ではなかったかと思う。

同じくこの本の中では，毛戸勝元も「この規定に何の価値があるであろうかを疑っている」とし，板橋菊松は，「会社がこの制限を差し支えがあるというなら，その商法改正を主張しこの制限撤廃を建議したらいい」と述べた。

しかし，その後もこの発行限度規定は1993年まで存続する。

この間，後述のように，昭和８年には社債浄化運動が起こり，昭和10年代には戦時統制経済時代となつて特殊会社以外の社債発行は抑制され，戦後も，間接金融優位の政策が続けられたため発行限度を桎梏と感じるほどの社債発行増大の情勢とはならず，社債発行を優遇された電力会社とガス会社には特例限度を設けるという便法で救済していた。

その後，転換社債発行や海外起債が盛んに行われるようになってきて，ようやく発行限度の桎梏感が強まり，政策としてもその方向に固まったのは，20世紀も終わりに近かったのである。

## 3. 社債の例外としての金融債

以上見たように，社債の発行については商法規定はかなり厳しいものであったが，日清戦争後から設立され出した特殊銀行の社債については，特別法に商法の例外を作り，発行限度は商法規定の10倍とか15倍とかとされ，低利発行を可能にするため割増金付償還を認めるなど優遇措置を取ってその発行を促進した。

すなわち，明治29年には日本勧業銀行法と農工銀行法，33年には日本興業銀行法と北海道拓殖銀行法が制定され，日本勧業銀行が30年に，農工銀行は31年から33年にかけて各府県に，北海道拓殖銀行は33年，日本興業銀行は35年に設立されたが，いずれも債券を発行して資金を集め，農工業の開発発展のための長期資金を供給することとなった。

公社債引受協会編纂の『日本公社債市場史』の巻末の公社債基本統計によると，大正１年末現在，事業債の残高は２億1010万円であったのに対し金融債残高はすでに２億8806万円に達しており，大正年間を通じ金融債の方が多かった。事業債残高が金融債を上回るのは大正14年以降であった。

金融債の発行は一般の消化に依存するのみではなく，大蔵省預金部による引受消化もかなり多く，たとえば興業銀行債は，明治末年に至るまで一般の消化は発行額のわずか20％程度であ

り，他は預金部・償金特別会計などの政府資金であった[2]。

すなわち，資本蓄積の乏しい間にあって先進資本主義国にキャッチアップする政策を推し進めた我が国政府は，金融債をチャンネルとして政府資金を民間企業への長期貸出しとして放出することを中心として経済発展を促進したのであった。

明治期にスタートしたこのような金融債発行優位の政策は，後述するように，1945年の敗戦後も同じように採用され，戦後復興と高度成長時代の政策となった。

日本証券業協会が発表している公社債現存額統計によれば，戦後，社債（転換社債，資産担保型社債，ワラント債を含む）の発行残高が，金融債（長期信用銀行３行の外，旧東京銀行，農中，商中，全信連の金融債を含む）の残高を凌駕するのは，長期信用銀行制度にいろいろ問題が生じて来た後の1998年末であった。

## Ⅲ．担保付社債信託法制定と社債発行市場

### 1. 明治38年に制定

社債に担保を付けて発行することを可能にする法律が担保付社債信託法であるが，これが明治38年（1905年）に制定され，社債発行の制度にいろいろの新しい改革を持ち込むこととなった。

社債は多くの不特定の投資家（社債権者）によって保有され，償還期限到来前に転々売買されるのであるから，その一人一人の社債権者にいちいち担保を提供することは不可能である。

そこで信託の法理を応用してこの担保権を一括して受託機関に信託するのがこの仕組みである。受託機関はこの法律の免許を受けた者に限られ受託会社といわれるが，銀行が信託業務として免許を受けこの受託会社になるので受託銀行と通称される。

この受託銀行が社債発行会社と信託契約を結び，多くの社債権者に代わって一括して自ら社債の担保の権利者となってこの担保物権を管理し，万一デフォルトの場合はこれを処分して個々の社債権者に元金・利金を支払うという仕組みである。

当時，国内の資本蓄積不足を補うため外債を発行する必要性が唱えられ，それには担保付社債でないと難しいとされていた。そこで，外債発行がこの法律制定の主要動機であったが，実際はこれによって外債を発行したのは明治期では結局２銘柄のみで，国内でもこれを利用する社債発行が出現した。

そしてこの社債担保の受託会社の免許は，まず明治35年から営業を開始した日本興業銀行が受け，次いで安田銀行，三井銀行，第百銀行などと大正３年末までに10銀行が免許を受けて活動するに至った。

ところが，実際は当時は担保付はむしろ信用の低い会社が発行するという観念が強く，無担保発行の方がまだ一般的であった。とはいえ，その後の社債発行制度に与えたこの法律の影響は極めて大きいものであった。

### 2. 社債受託制度の導入

それはまず，社債の発行に際しこれを受託するという制度を導入した。

すなわち，この法律の23条には「社債ノ募集ヲ受託会社ニ委任スルコトヲ得」といういわゆる委任募集の条項があった。これは信用力・知

名度低い発行会社が受託銀行の名前によって社債を発行することができるというわけである。

また同25条には「受託会社ハ社債ノ総額ヲ引受ケルコトガデキル」とされ，その引受けたものを「譲渡スルトキ」の規定，すなわち総額引受売出し規定が含まれたいた。

これらの社債受託の規定が，明治44年の商法改正でも採り入れられ，受託会社の総額引受けや一部引受けなどの規定も取り込まれ，こうして無担保社債についての銀行の引受け及び募集取扱いという制度が規定された。

ただし，社債担保の受託会社は担保付社債信託法による免許を必要としていたのに対し，商法の社債募集の受託会社には何ら制限はなった。

前述のように，社債の募集は明治20年代には発行会社が自らやっており，株主に割り振ったり保険会社や資産家や銀行などを対象に直接募集していたが，30年代の無記名式社債になると，銀行などの仲介機関の引受けによる公募と残額引受けや，総額引受売出しが一般化し，40年代には証券会社もこれに加わり，社債の募集制度が次第に形成されていった。

当時は，引受業務についての法制はなかったが，担保付社債信託法の規定は社債募集の仲介機関の存在を描き出し，商法もこれを採り入れたのである。

## 3. 社債浄化運動

この担保付社債信託法は，昭和８年（1933年）になると極めて重要な法律になる。

昭和８年とはいわゆる社債浄化運動の年である。

社債発行市場は大正期から昭和初期にかけてかなり活発となっていったが，昭和恐慌を背景に社債のデフォルトが次々と発生することとなった。

そこで昭和８年に至り，社債の担保の受託業務および募集の受託業務でリーダー的地位をもっていた日本興業銀行銀行や三井銀行を中心とし銀行，信託，保険会社で構成する“五日会”は，社債の信用を向上させるため社債権者保護の改善策の申し合わせを行い，証券会社にも協力を申し入れ，大蔵省や日銀もこれを支持したので，これは官民あげての強力な運動となった。

これが，いわゆる社債浄化運動で，内容は社債を発行する場合は担保付発行とすることという“有担原則”と，発行後は満期前に毎年一定額を償還して行くという“定時減債制度”を採用することであった。日銀も一般の無担保社債を見返り担保品から除外した。

これによって，社債発行に占める担保付の割合は，昭和８年の48％から昭和11年には74％に上昇した[3]。

この有担原則と定時減債制度は，さらに戦後にも引き継がれ，この法律に準拠して担保付としなければ，社債発行ができないという強力な社債市場政策へと進展するのである。

アメリカにおいても，1929年の大恐慌の時代に社債のデフォルトが急増したが，この場合は20世紀初頭からスタンダード・アンド・プアーズやムーディーズなどが行ってきた社債の信用度の“格付け”の信頼度や有意義性が初めてクローズアップされることとなった。その結果，社債市場においては，投資家は格付けを重視しつつ投資し，発行関係者もそれを考慮して発行を進めるという風潮を定着・拡大させ，これによって社債市場の発展が図られた。

これに対し我が国の場合は，担保担保付社債

信託法の規定する担保物件を担保としないと社債を発行出来ない，という社債発行抑制的な方向へと向かったのであった。

我が国では，社債発行市場における証券会社の力はまだ弱く，社債浄化運動のリーダーは貸出業務を主とする銀行であり，中でも前述のように発行を優遇された金融債を原資に長期貸出しを主要業務とする日本興業銀行がその主導者であったことが，デフォルト問題に対処する日米の差異を演出したものといえよう。

商法による発行限度規定に加え，この有担原則が我が国の企業資金調達を一段と間接金融に向かわせて行ったということができる。

## Ⅳ．戦時統制経済下の社債市場

### 1．公社債市場は全面統制

昭和11年までの我が国社債発行市場は自由市場の時代であったといわれる。

いろいろと制約はあったものの社債発行を直接統制することはなく，社債浄化運動にしても戦後のようにすべて担保付を強制するまでのものではなかった。

昭和６年の満州事変以後，政府は増大する軍事費の低廉調達のため低金利政策を進めたので，社債発行市場もこの金利低下の波にのって順調に推移していたのである。

しかし，昭和12年７月の日華事変勃発により，我が国の財政経済政策は急速に戦時統制時代に突入した。昭和12年９月の臨時資金調整法により資金供給の直接統制が始められ，社債もその制度の下におかれることとなった。

既に昭和11年頃から，国策に沿った特殊会社の社債には政府保証を付けるとか，発行限度を商法の限度の何倍かにするなどの方策が講じられていたが，13年１月からは社債の発行はすべて日銀の内認可を必要とし，その発行条件や発行時期についても発行仲介機関である銀行や証券会社が日銀と協議しその指示を受ける，という発行市場の直接統制が開始された[1]。

特殊会社社債を含めた社債や金融債についてその消化促進策，引受シンジケートの枠組み拡充やその親引け問題，証券会社の手持となった社債への融資問題などを含め，政府・日銀の統制的バックアップを受けて社債発行市場が運営されることとなっていった。

そして昭和15年10月からは四半期ごとに起債とその消化計画について決めるということとなったが，さらに12月からは，大蔵省，簡易保険局，企画院，日本銀行，日本興業銀行を構成員とする「起債計画協議会」が設置され，公社債の発行から消化までが全面的に統制されることとなった。

社債市場は完全に市場としての機能を失い，統制的資金配分の場となったのである。

### 2．募集の受託会社と引受証券会社の明確化

この間において昭和13年に，社債発行市場にとって重要な制度改正が行なわれた。

第一は商法改正である。

既述のように，明治44年の改正で商法には担保付社債信託法における受託会社の条項の一部が採り入れられたが，昭和13年にはこの時採り入れられなかった条項をも採り入れ，募集の受託会社制度の整備が図られた。

その要点は，第一に社債の募集の受託会社は「社債権者のために社債の償還をうけるに必要な一切の裁判上または裁判外の行為をなす権限

を有す」こととし，第二に，社債権者の利害に重大な関係を有する事項について決議するための社債権者社集会の規定を導入し，受託会社にその招集，出席，決議の執行などの権限と義務を与えるとし，第三に，社債申込証に「社債募集の委託を受けた会社があるときはその称号を記載し，社債の応募額が総額に達しない場合に募集の受託会社が残額を引き受けるべきことを約したるときはその旨を記載する」とした。

こうして，担保付社債・無担保社債を問わず，募集の受託会社が社債権を管理するという制度が確立し，また受託会社が社債の引受業務もできるということも明確にされたのである。

この場合，商法中改正法律施行法が同時に公布され，この受託会社は銀行と信託会社に限られることとなった。

またこれと同時に，有価証券引受業法が公布されて証券会社の社債引受業務についても規定されることとなった。それは有価証券といっても公社債のみに限定されており，その引受業務を行う証券業者はこの法律の免許を受けた資本金200万円以上の株式会社でなければならないとされ，この条件を満たしたものを“引受証券会社”と呼ぶこととなった。

これにより引受証券会社は，山一，小池，日興，野村，藤本，共同，川島屋，日本勧業の8社のみとなった。その後，銀行や証券会社の合併論が強まり，昭和18～19年の間に小池は山一と，共同と川島屋は日興と，藤本は日本信託とそれぞれ合併し，公社債の引受会社は山一・大和・野村・日興・日本勧業の5社のみとなってしまったのである。

なお，社債発行を直接制約するものとはいえないが，昭和17年には社債等登録法が公布された。

これは，社債のみでなく公社債全般について（国債は既に登録制度があったので別）その所有者が社債券を現物で所持せず，登録機関に登録することによって所有権を保持できるという法律で，登録者には一定の条件で税制面の優遇も与えた。これは戦時中の紙の不足を補うと同時に，公社債の保有をできるだけ固定的にし安易に売却してしまうことを抑制することを狙ったものであった。

この法律は21世紀の今日も存続し，登録債として所有している金融機関には今でも税制優遇措置があり，大量の公社債を保有するには便利な方式として広く利用されている。しかし，もともとが安易な流通を抑制する制度であり，ようやく社債市場が流通市場を伴って発展しようという情勢となってきた今日では多くの問題をもたらしている。

## V．戦後復興政策と社債発行市場

### 1．統制起債の復活

昭和20年（1945年），敗戦によって我が国はアメリカを中心とする連合国軍に占領され，その最高司令部GHQの支配下に置かれた。

GHQは金融証券制度にもアメリカ流の仕組みを持込み，短期金融市場は商業銀行を中心とし，長期産業金融は証券市場を通じて行い，金融債を発行する特殊銀行は廃止するという考えを基本的には持っていたが，現実の復興経済政策にあたってはその政策は修正され断片的にしか実行され得なかった[5]。

社債発行市場においては，戦前の起債計画協議会は解散し，昭和20年12月には社債の自由な

公募発行も再開されたものの，金融市場の逼迫，金利の高騰が進み，社債の発行は困難さを加えていった。

しかも，昭和22年5月の日銀資料の指摘によれば，財政法制定で国債発行が行われなくなったため公社債の基準金利がなくなり，「地方債，貸出しその他の金利が勝手な動きを示し」，「無統制になって，しいて金利高騰の原因となっている」という状況であった[6]。

そこで，公社債についての適正な金利水準を決めることが，起債市場の困難打開の道であるとされ，昭和22年6月に日銀内に起債調整協議会が設立された。

その構成員は大蔵省・経済安定本部，日銀，復興金融公庫・農林中金，興銀，勧銀，帝銀，三和銀行，地銀代表であり，ここにおいて，国債，地方債，金融債，社債の起債条件を金融情勢に即応して統一的に決定し，起債額と起債の順序を調整しようというものであり，早速まず社債の発行条件をきめた。7月の西日本鉄道社債はこれによって発行され，ついで8月には国債，地方債，金融債の発行条件もこれによって決められた。

こうして，社債の発行条件が引受機関との自由な交渉によるのでなく，政府・日銀などの統制機関によって決められるという政策が，戦後も再び復活したのである。

この起債調整協議会は戦時下の起債計画協議会を継承したものにほかならない。もはや，「計画」までは必要がないので，「調整」としたのである。

さらにこれは，昭和24年には後述の起債懇談会とその下部組織としての起債打合会へと継承された。起債懇談会による発行条件の決定は昭和31年7月以降廃止されたが，起債打合会は昭和43年5月に名称を起債会と変更し，1988年までの実に半世紀にわたる長い社債統制の歴史を記録するのである。

## 2. 証券取引法の制定

昭和23年（1948年）には証券取引法が制定された。これは，GHQの意向に沿いアメリカの証券取引法・証券取引所法を範としたものであったが，我が国の社債発行市場にも大きな変革をもたすこととなった。

証券取引法は当初昭和22年に作成されたが，それは証券取引委員会の設置を除いてはGHQの承認するところとならず，さらにその要望を取り入れ改訂されたのが昭和23年法である。

社債発行との関連では，まず発行にあたっては証券取引委員会への有価証券届出書提出と目論見書の作成交付によるデスクロージャーを義務づけ，その第65条によって社債の引受業務を証券会社に限定した。

これによって，有価証券引受業法は廃止され，これまで長らく社債引受の中心であった銀行・信託銀行は排除され，商法による募集の受託会社を担当するのみとなった。

65条施行後の最初の日本発送電社債は，興銀と帝国銀行は募集の受託会社となり，山一，日興，野村，大和，日本勧業，玉塚，山叶，角丸，大阪商事の9証券が引受会社となって発行された。このような募集の受託会社（銀行）と引受証券会社の分離両建てによる発行が，証券取引法施行後における社債引受の仕組みとなったのである。

そして，起債調整協議会のメンバーにも山一，日興，野村，大和，玉塚の証券5社が加入した。

## 3. 起債懇談会と起債打合会

昭和24年6月は起債市場再開の月といわれる。不振であった社債発行市場のてこ入れのため，日銀が二つの措置を実施したのである。

一つは社債を買い入れた銀行から手持ちの復金債や国債を買い入れて資金を供給するといういゆるオペレーション政策，もう一つは，社債を発行しようという会社を発行前に審査し，これにパスした社債を日銀信用の適格担保として国債並みに優遇するという日銀適格社債事前審査制度である。

これにより，すくなくとも銀行は社債を購入すれば日銀資金を受けたり，日銀信用を受けてその購入資金を手当することが出来るわけで，発行された社債の消化は結局は日銀資金によって賄われるという仕組みである。

このとき，これまでの起債調整協議会は，発行条件や引受手数料など基本的な事項を協議する起債懇談会と，毎月の発行銘柄や発行額，各銘柄への発行条件の適用などを決定する起債打合会という，二つの組織に移行した。

前者のメンバーは日銀・大蔵省・証券取引委員会，興銀，勧銀，都市銀行・地方銀行・信託銀行の代表，復金，農中に証券会社代表を加えたものであり，発行条件は昭和22年の臨時金利調整法による預金・貸出金利の規制ともからみ当時の日銀政策委員が決定権をもつ金利体系の一環として決められる完全統制金利であった[7]。

また，起債打合会は実際の個々の社債の発行仲介機関である受託銀行と引受幹事証券会社が構成員となった。それは結局，日銀が適格と認めた社債のみを確認して発行すべき銘柄とした。それ以外の社債は発行しても日銀資金は供給されないのであるから，統制された発行条件では消化が困難なことは明白だからである。毎月の発行額も当然日銀の資金供給の許容限度に合わせ，それを個々の銘柄に配分するというものであった。そうしなければ消化は困難である。

というわけで，昭和24年の起債市場再開は，発行銘柄，発行条件，発行額について完全に統制された社債発行市場を作り出したのであった。

この場合，電力会社の社債は電気事業法により一般担保付となっていたが，その他の会社の場合は，社債浄化運動の流れとして担保付社債信託法により受託会社を委託し必ず担保付とすることが要請された。

そして，昭和28年には「証券取引法の一部を改正する法律の附則」によって担保付社債（一般担保付を含む）の場合は，証券取引法による社債発行届出制度の規定の適用は“当分の間”適用されないという規定も制定された。この規定は昭和63年の有価証券届出制度の簡素化・合理化の規定成立まで存続し，社債の担保付発行を手続き上も有利にしたのである。

## 4. 金融債発行政策と社債統制

長期金融は証券市場を通じる直接金融で行うという構想をもっていたGHQは，当初全部の銀行を商業銀行にすることを意図していたが，戦後混乱期の産業復興資金供給の必要性から政策修正をし，昭和23年6月には特殊銀行であった興銀は債券発行による長期金融機関として存続することとなった[8]。

昭和24年5月，興銀債の発行限度は資本金の10倍から20倍に引き上げられ，さらに27年には長期信用銀行法が制定されて，これによる銀行

が興銀を含め3行設立された。そしてその金融債増発のためには資金運用部資金の引受けも行われた。

こうして，明治期と同様に金融債を原資とする長期金融の体制が，やはり戦後復興期と高度成長期にかけての企業の長期金融の中心となったのである。

このため，経済の復興と成長を推進する長期資金の供給のためには，如何にして金融債の発行を増大させるかが重要となり，たとえば利付金融債と同じ5年もの債券は社債はもちろん国債といえども発行させず，社債の発行条件は金融債の消化を妨げないように統制するということが，政策となった。長期プライムレートは金融債の利回りに0.9%上のせした水準にするという政策をとったため，経済成長促進のため長期プライムレートを低めに押さえるためには，金融債の利回りをできるだけ低水準に抑えなければならないわけで，このためにはこれと消化面で競合する社債の応募者利回り（発行条件）をも，これを考慮して低水準に抑えるという政策がとられたのである。

これによって社債の発行はこの面からも統制されたのである。

## Ⅵ. 高度成長経済と社債発行市場政策

### 1. 間接金融を優先

昭和31年度の経済白書は「もはや『戦後』ではない」と宣言し，日本経済は新しい高度成長時代へと進んだ。

昭和30年12月には日銀の事前担保適格審査制度は廃止され，31年7月以降は起債懇談会も活動停止を停止し，社債発行市場の統制的運営は起債打合会に委ねられることとなった。

しかし，起債打合会は毎月月末頃開催され，翌月の発行すべき銘柄の選別と発行額の統制をし，各銘柄の発行条件を決めるという完全統制は続けられた。

日銀の事前適格審査がなくなったため，起債打合会においては，発行企業の資産規模の大小や財務内容や業種も考慮して適債基準と格付基準を作り，まず適債基準によって発行すべき銘柄を選別し，それを格付基準によってA格，B格，C格などに分けて発行条件の適用を決めるという作業を行った。しかし，このような作業の前にはすべて大蔵省・日銀にお伺いをたて，政策当局のリモートコントロールによって決定するというものであった。

低金利政策を推し進めた政府は，昭和36年1月の公定歩合引下げ後，預金金利の0.5%引下げをはかったが，社債についても強力に発行条件（応募者利回り）の引下げを迫り，反対する証券側に対しては池田首相自ら乗り出して，0.4235%の利下げを決定するという事態もあった。

発行条件は合起債打合会の決定事項とされてはいたものの，その構成員である受託銀行と証券会社は預金金利や社債利回りなどの金利について利害は一致せず，特に高度成長期になると社債発行を増大させようとする証券会社と預金増強・貸出優先の銀行とは指向するところを異にしていた。

こうした意味において，社債発行市場のコントロールを起債打合会に委ねるという政策は，高度成長経済における社債発行市場の発展を抑制的に統制し，結果として間接金融に大きく依存するように我が国の企業金融を運営していた

こととなる。

### 2. 社債発行市場空洞化へ

異変は高度成長時代も終わった昭和50年代後半に起こった。

起債会統制下の社債発行市場を利用しようという企業が俄に減り出したのである。

これまでは，起債会の統制下で社債発行の配分を受け得るということは企業にとって一種の特権であった。それは低コストで最も望ましい資金調達である。しかし発行希望額は常にカットされ希望どおりにはいかないという統制を受け，満たされない思いの企業が多かったのであった。ところが，いまやこの社債発行市場への期待は萎縮してきたのである。

これは，高度成長の終焉によって資金需要が相対的に緩和してきたのみでなく，株式市場好調を背景に時価転換社債の発行が容易になり，さらに海外市場における社債や転換社債の発行も容易となってきたからである。

転換社債の規定は昭和13年に商法に採り入れられたが，戦時統制下ではその発行は実現せず，昭和24年になって初めて発行された。しかし，当時は額面転換方式であり，企業資金調達方法としては妙味は乏しかった。しかも起債打合会の統制下では，それは普通社債市場に振り向けられるべき資金を横取りしてしまうものとみなされ，その発行は日銀適格とならないような企業に限っての限定的な発行とされていた。

ところが，株式時価発行の普及につれ転換社債の時価転換方式が可能となり，昭和41年の日本通運を皮切りに，次第に企業金融の大きなパイプとなっていった。昭和48年には海外で行われているように無担保での転換社債発行も認められた。

また，昭和45年頃からの国際化の流れとともに，日本市場における円建て外債の発行も許容されるとともに，国内企業の実力も強まってユーロ市場など海外での社債や転換社債の発行も容易となってきた。

日本企業は，もはや海外の発行制度や慣行と懸け離れた国内の起債会の統制の下で細々と社債を発行することの魅力を急減させてきたのである。

こうして，社債発行市場はついに空洞化するという事態になってきた。

一方，1979年（昭和54年）には米国のシアーズ・ローバック社が日本市場における円建て外債の無担保発行を要望し，受託銀行の反対と引受証券会社の賛成の論議の末，その無担保発行が認められることとなると，これとのバランスで国内社債についても一定の基準により無担保社債発行を許容せざるを得なくなり，社債浄化運動以来の伝統は破られた。昭和54年の松下電産社債がその第一号となった。

しかし，この段階では無担保発行基準のバーは極めて高く設定されたのであり，それはまだ禁止的基準であった。

## Ⅶ. 発行市場統制時代の終焉

### 1. 起債会統制の終焉

1986年（昭和61年），証券政策の諮問機関である証券取引審議会[9]は，社債発行に際し，複数の引受証券会社が発行会社に発行条件のプロポーザルを出し，会社は有利なものを採ることができるという方式（プロポーザル方式）の採用を可とすることを提案した。

自由市場では当然の方式であるが，これは起債会の発行統制下では考えられないことであった。

しかし大蔵省はこれを採り上げ，昭和63年（1988年）4月からはすべての社債についてこの方式の発行が許容されることとなり，もはや起債会の統制は通用しない社債発行市場が出現した。

昭和24年から継続してきた起債会による発行統制は39年ぶりに終焉を遂げたのである。

しかし，起債会の制度であった適債基準は残され大蔵省の管轄に移管され，それが廃止されるにはさらに13年の歳月を要した。

この間，大蔵省は海外で一般化されてきた社債格付けを我が国にも導入する政策を進め，1985年（昭和60年）には国内における三つの格付会社の設立とともにアメリカにおいて長い歴史を持つ三つの格付会社の国内上陸を許容した。

格付けはもともと流通市場における債券の信用度の測定であるが，大蔵省はこれをまず発行市場に導入した。すなわち，適債基準はこれまでは企業の資産規模や財務内容などの数値基準を指標としていたが，これに格付会社の格付けを入れ，次第にそれを重要指標とし，1990年（平成2年）には格付基準に一本化した。

昭和54年に作られた無担保社債発行基準もその後は次第に緩和されてきたが，これにも同様の格付けを基準として導入した。

しかし，1996（平成8年）1月にはこれらの基準がすべて撤廃され，発行銘柄の選択は引受証券会社の自由とされ，発行条件や担保の付け方などの社債契約条項はすべて引受証券会社と発行会社との話し合いにまかされるということとなった。

昭和13年以来約半世紀続いた社債発行市場統制は，ついにようやく終焉を迎え自由化の時代となったのである。

## 2. 社債発行制度の改革

このような社債発行市場規制撤廃の背景には，金融制度の大きな変革があった。

1992年（平成4年）にかねてから論議されていた金融制度改革関連法が成立し，社債市場との関連でいえば，これにより銀行の証券業務参入が証券子会社を作るという方式によって可能となったのである。

1993年（平成5年）7月にはまず興銀が子会社を設立，長銀，農中や都市銀行，信託銀行，地方銀行もつぎつぎと設立して社債引受業務に参入した。

1948年（昭和23年）の証券取引法により，社債の引受業務から撤退せざるを得なかった銀行は，ついに45年ぶりに社債引受業務に復帰を果たしたのである。

これまでは，社債受託銀行の立場として社債発行に関与し，社債発行統制ではしばしば引受証券会社とは対立する立場を取ったが，いまや社債引受の有力な当事者となった。

ついで，1993年6月には商法が改正され，社債発行限度がついに撤廃され，同時に社債の募集の受託会社制度も廃止された。これに代わり，これまで受託会社の担当していた社債権の管理機能を担うため“社債管理会社”の制度が導入され，これを銀行が担当することとなった。

戦後とくに社債発行市場へのオーバープレセンスが問題となっていた社債募集の受託会社の廃止は，社債発行の仕組みをすっきりさせ，社

債発行市場発展に資する政策といえよう。

このようにして，明治期以来長らく続いた社債発行制度の諸制約は20世紀の最後の数年になつて矢継ぎ早に取り除かれ，社債発行市場の自由な発展への道が開かれた。

しかし，社債発行市場は，長らく続いて来た変則的な制度の後遺症から容易に脱出できるであろうか。

自由化された社債発行制度を大いに活用して，社債発行を円滑に推進し市場を拡大し，直接金融のパイプをめざましく拡大して行けるかどうか。21世紀に残された課題である。

**注**

1）飯田清三『起債市場論』昭和10年，38頁，66頁。
2）有沢広巳監修『証券百年史』昭和53年，34頁（加藤俊彦執筆）より引用。
3）前掲『証券百年史』129頁（菅谷隆介執筆）より引用。
4）前掲『山一証券史』264頁など参照。
5）志村嘉一『現代日本公社債論』1978年，3-4頁参照。
6）公社債引受協会編志村嘉一監修『日本公社債市場史』昭和55年，162頁。
7）前掲『山一證券史』394頁。
8）前掲『日本公社債市場論』4頁。
9）昭和22年の証券取引法によって設置された証券取引委員会は，対日講和発効とGHQ廃止の直後の昭和27年8月1日に廃止され，その証券行政機能は大蔵省に移管され同時に大蔵大臣の諮問機関としての証券取引審議会が設置された。審議会は公社債市場問題についても数々の提言を行なってきた。

**（経済評論家）**