

岡東務・松尾順介 編著

『現代社債市場分析 新たなアプローチ』

(シグマベイスキャピタル, 2003年9月)

大 杉 謙 一

I. はじめに

社債に関する学術的研究は、経済学・法学いずれにおいても遅れてきたが¹⁾、ここで紹介する『現代社債市場分析』(以下「本書」)では多方面からの執筆者が多角的分析を行うことによって、従来の研究水準を大幅に引き上げることに成功している。以下、評者(大杉)のコメントを適宜付加しつつ各章を要約し、最後に本書全体の特徴に触れることとしたい。

II. 実証研究の2章

(1) 岡村秀夫「近年の社債市場改革と負債調達コストの決定要因」(第1章)の主題は、日本企業の負債調達コストの決定要因を実証的に示すことにある。その作業に先立って、銀行借入のベネフィットやコストを取り上げたDiamondやRajan等の先行業績が要約されている(24頁以下)。

主題部分では、企業の社債発行への規制・制度的制約が近時緩和されたことによって、銀行借入においても企業・銀行間の交渉力の

バランスが前者に有利に変化したのではないか、という問題関心から、次のような実証研究がなされている。すなわち、有利子負債利率(支払利息・割引料を有利子負債残高で除した数)を企業の資金調達コストを表す被説明変数とし、社債比率(長期負債残高に占める社債残高の比率)、金融機関持株比率(企業の発行済株式総数に占める金融機関の持株比率)を説明変数とする分析が行われている。主要な結果として、社債比率が高くなれば有利子負債利率は低くなること、金融機関持株比率が高くなれば有利子負債利率が高くなることなどが示されている。筆者は、企業と銀行の間の交渉力が負債調達コストに影響を与えていると結論付け、そのうえで、社債が企業の対銀行交渉力を高めることによるコスト削減と、社債発行が一般的に銀行借入よりも低利であることのコスト削減の、二つのコスト削減メカニズムを分離しそれぞれの効果を測定することが今後の課題であるとする。

本章は制度の変遷と実証研究とがバランスよくブレンドされた論稿であり、経済学の門外漢である評者にも分かりやすく書かれたも

のという印象を受けた。

(2) 松井建二「社債市場のリスクプレミアム」

(第2章)の関心は、社債市場における制度的要因や規制が、普通社債の利回り形成メカニズムにどのように影響を与えているか、という点にある。

実証研究の結果、①社債管理会社を置かない社債（FA債）はLIBORを基準とした利回りスプレッドが社債管理会社を置いている社債よりも大きい（応募者利回りが高い）こと、②社債の引受幹事社数が多くなれば利回りのスプレッドが薄くなること、③起債額が大きいほどスプレッドが厚くなること、が示されている。このうち①は、FA債においては発行企業のモニタリングのコストは社債管理会社によってではなく投資家によって負担されること、デフォルトが生じた場合の債権回収コストが大きくなることによって説明され、また引受証券会社間の「評判」をめぐる競争（それを示す実証研究がすでに存在する。54頁）が、相対的にハイリスクであるFA債における引受会社間の値引き合戦を抑制すると解釈されうるといふ。

他方、②③は社債発行市場における利回り形成が完全に市場原理に即したものととはなっておらず、筆者によるとこれは依然として制度による影響を受けていることを示すもの（36頁）だといふ。一般に、発行市場で決定される応募者利回りは、流通市場で決定される実勢利回りよりも低くなり、これは証券会社間の引受競争によって生じる現象であると考えられるが（43頁）、この種の証券業の産業組織的視点が社債市場における利回り形成の一因となっているというわけである。なお、銀行による利益相反や、社債に対する引

受審査効果についての先行研究が要約されており（38頁以下）、有益である。

- (3) 第1・2章を通読しての評者の感想は次の通りである。第1章で示された企業の資金調達コストの低減については、メインバンクが得ていたレントを原資とするだけでなく、投資家（社債権者）へのコスト転嫁によるものではないかという疑念もある（銀行借入が、モニタリングによる貸出先企業のモラルハザードの抑制と効率性改善という正の効果をもたらしうる側面に着目したDiamondの研究からは、むしろこの面に連想が及ぶ。もちろん一般的には、コスト転嫁が必ずしも悪いわけではない）。これに対しては、モニタリングの減少により機会主義的行動に走る可能性のある企業には投資家は高利を要求するから、本章の実証研究が頑健であることはそのような機会主義の危険が小さいという評判の確立した企業が社債発行企業の中心をなしているというのが、筆者の立場であろう（24頁、32頁注14参照）。ただ、規制緩和後の投資家・発行市場に発行体の機会主義的行為を適切に評価する能力・環境が整っていたか否か、疑問の余地は皆無ではない。評者としては、今後の投資家・市場の成熟を期待して、さらに同様の実証研究が継続的になされることを望む（この点は、第2章の著者に対しても同様である）。また、社債引受が投資家の期待を真に反映したものとなっているか否かについて、本書第2章のような角度からの分析が進展し、第1章の成果と総合して実体経済に対する「解釈」が深化することを、評者は切望する。

Ⅲ. 社債に関する公的規制

を扱う 4 章

- (1) 岡東務「日本の低格付社債市場発展の条件」(第3章)は、わが国で公募発行の低格付け社債(ハイイールド債)市場が発展しない理由を考察する。

日本の社債市場においては90%以上が投資適格債であるのに対して、アメリカでは63%程度である。発行時点で投資適格でない、厳密な意味でのハイイールド債は日本にはほとんど存在していない。信用力が相対的に劣る企業の他の資金調達手段である私募債発行には、銀行各行が独自に定めた適債基準を充たすことに加えて、発行費用・担保徴求・機動性などの点で制約が大きい。また、機関投資家の多くが監督官庁からの行政指導によってハイリスク債券への投資を極力抑える内規を持っており、銀行も、無担保ローンなど中小企業向け貸付に新しい工夫をこらしている。以上の諸点を指摘しつつ、本章末尾では、クレジットアナリストの養成、金融機関の連携による信用情報のデータベースの構築などの近時の変化にも触れて、「日本においてもハイイールド債市場の成立の条件は徐々に整いつつあると考えられる」と結論付けられている。なお、ハイイールド債についての先行研究が要約されている点も、有益である。

評者がインターネットのサーチエンジンで「ハイイールド」と入力して検索をかけると、日本でも米国のハイイールド債で運用する投資商品が個人向けにも販売されていることが分かる。本章が問題視している国内の発行企業や機関投資家に対する今なお厳格な規

制と、個人投資家保護の不徹底との齟齬は、評者にはねじれ現象と思われるのではない。

- (2) 篠秀一「社債発行に関する諸規制についての歴史的考察」(第4章)は、商法・証券取引法だけでなく、各種の行政指導、自主規制なども含めた社債発行に関する規制の変遷を概観するものである。多くの読者にとっては、その一部はなじみのあるものであらうと思われるが、本章が網羅的に規制のカatalogとその変遷を示しているのをみると、日本の社債市場がほぼ完全に自由化された今でもなお、過去の慣習を引きずっているのではないかと読者を疑わせる迫力がある。

網羅されている規制のカatalogには、たとえば次のようなものがある、商法等による社債発行限度(資本金と法定準備金の合計額と、純資産額の小さいほうを発行限度とする)と、それを緩和する社債発行限度暫定措置法(昭和52年制定)。証券取引法については、有価証券届出書の提出が昭和28年改正によって担保付社債などについて当分の間免除されたこと(このことは、日本の証券行政が投資家保護という観点からだけでは説明できないことを物語るように評者には思われる)。起債調整(発行総額が定められて、それが発行希望会社間で割り当てられる)については、戦後早い時期からこれが実行され昭和30年以降は受託銀行8行と引受証券会社4社からなる自主調整へと移行したこと。戦前の社債浄化運動から戦後も長期にわたって有担保原則が発行市場を支配し、昭和54年に初めて完全無担保転換社債が発行されたが、当時の適債基準においては無担保社債を発行できる日本企業はトヨタ自動車、松下電器産業の2社しか該当しなかったこと。社債の償還

年限も戦後しばらくの間は一種類に限定され、昭和47年7月より非常にゆっくりとしたペースで償還期限の多様化が図られたこと、また戦後当初は期限前の定時減償が義務付けられたのが次第に緩和されたこと、昭和62年からプロポーザル方式により発行条件が定められるようになったこと（同方式の欠点である発行利回りと流通利回りの差を縮小するべく、平成3年から4年にかけていくつかの改善が行われた）、などなどである。筆者は、諸規制の果たしてきた役割について、①昭和50年代初頭までは、産業界に低金利の資金を供給してきたこと、②適債基準や有担保原則により投資リスクが軽減されたこと、③市場秩序を維持し、社債市場の育成を図ってきたこと、の3点にまとめている。なお、社債の普及には格付け制度の確立が必要であるが、本章では、昭和60年にアメリカからの要求を受けて格付け機関が日本に設立されるにあたり、格付け専門のアナリストが当時の日本にはほとんどいなかったため、引受証券会社、受託銀行からの出向者に頼らざるを得なかったといった実情などが紹介されていて、有益である。

付言すると、評者は、「可及的に社債デフォルトを回避するが、投資家への情報提供はあまり行わない」「銀行に対する貸し出しの窓口規制と合わせて、社債発行の総量をも規制する」といった、今では過去のものとなった証券行政のあり方は、投資家・資金調達者の両方の利益に照らして正当ではないと考えている。

- (3) 本多圭介「社債の受託および社債管理の概念の変遷」（第5章）は、第4章で示された社債発行規制の背後にある、銀行と証券業界

の間の権益の対立（業際問題）に着目して、社債発行における銀行の役割の変遷を分析するものである。

同章の記述は明治時代から始まるが、記述の力点は、昭和23年5月の証券取引法施行以降に置かれている。同法は銀行業務と証券業務の分離を行ったが、元来は広範な概念であった商法における「募集の受託」（銀行の行う業務）の大きな部分が証券取引法における「募集」として証券業務に分類され、概念の齟齬が生じた。このような複雑な事情におかれたわが国の受託会社（銀行）の地位は、英米のように貸し手としての銀行と社債権者の利益相反関係に配慮して議論されることが少なく、平成5年の商法改正（銀行の地位を「受託会社」から「社債管理会社」へと位置づけなおした）においても議論は業界の利害関係の調整から脱することができなかったと筆者は論じている。その結果が、議論が受託会社（社債管理会社）の権限・設置に集中し、社債デフォルト後の処理や利益相反についての議論の不足であるという。

近時の発行会社の倒産において、メインバンクが社債管理会社として機能することには様々な困難があること、法的にも平時の制度・考え方と倒産手続開始後のそれとが整合的でないこと、投資家の格付けに対する信頼が低いことや、メインバンクによる債務者の支援の可能性があるために格付け機関による判断が困難を強いられている面が存在すること、などの指摘には説得力がある。なお、法律学界にも、社債管理会社の権限と責任に関する議論の蓄積があり²⁾、平成17年の会社法制の現代化においては社債法の抜本改正が予定されていることを付言しておく³⁾。

- (4) 福本葵「短期社債のペーパーレス化—日本初の不発行化 (dematerialization)」(第10章)は、コマーシャルペーパー (CP) のペーパーレス化の特徴と、その実現までの経緯を多角的に解説するものである。

本章は概要、次のように述べる。証券のペーパーレス化には、証券を発行するがこれを物理的には動かさずに権利移転を行う「不発行化」と、券面そのものをなくす「不発行化」があり、「短期社債等の振替に関する法律」(2002年4月1日施行)によるペーパーレス化は後者である。ペーパーレス化、とりわけ不発行化には証券決済期間を短縮し、(投資商品としての)証券の利便性を高め、市場の発展をもたらすものである。わが国におけるCP市場は1987年11月2日に開設されたが、その際には行政指導により様々な制約が課されるとともに、CPを約束手形と位置づけた(後に、証券取引法上の「証券」にも含められた)。そのようなCPについてのペーパーレス化実現までの動きが、税制措置なども含めて紹介されている。

その後の動きを補足しよう。本章冒頭でも紹介されているが、「短期社債等の振替に関する法律」は、2002年に改正され、「社債等の振替に関する法律」と名称変更されるとともに(「振替社債」が「短期社債」を包含する上位概念であり、国債等をも含む)、短期でない社債についてもペーパーレス化が図られ(従来の登録社債の制度はこれに伴い廃止)、さらに2004年には同法の対象に「振替株式」が加えられることとなった(未施行だが、施行時には株券の保管振替制度が廃止される)。そして、2002年改正において、短期社債を含む振替社債全般につき階層構造の口

座管理が採用され、投資家の口座簿が口座管理機関によって、同機関の口座簿が振替機関によって管理されることになった。

登録社債の制度と株券保管振替制度の統一がここまで遅れた原因の一つが銀行と証券の業界間の主導権争いにあったことは良く知られている。本章について欲を言えば、ペーパーレス化の議論の背後にあったそのような業界間の対立についての叙述を加えてほしかったことであろうか。

IV. 企業の財務悪化と社債に関する4章

- (1) 森まどか「会社再編と社債権者保護—わが国における法制度と契約の役割」(第6章)は、社債発行会社の合併や会社分割などの会社再編によって社債権者が被害をこうむる可能性のある場合に、日本法上、社債権者が法律および契約によってどのように保護されるのかを、アメリカ法と適宜比較しつつ論じるものである。

本章では、会社債権者が会社(経営者・株主)の行為により害される場合の整理や、法制度の存在意義、法制度と契約の補完関係などが、経済的視点によってなされており、経済学と法学をつなぐ作業として貴重な示唆を多く含んでいる。わが国の法制度の特徴として、合併等の無効を宣言する判決に対世効(民事訴訟の一般原則とは異なり、特定の取引当事者や裁判の原告・被告に限らず、世間全般に判決の効果が及ぶこと)があるが、そのような強い効果は社債の回収可能性が低下する(企業の清算価値が低下する)場合に限って認められ、そのことには合理性がある

こと、そして法規定には(社)債権者と株主の利害対立という視点が欠けており、その部分については契約(社債要綱等の条項)による保護が重要であることなどが指摘されている。

アメリカでは、会社再編行為に関して法律が特段の債権者保護ルールを置くことはなく、支払不能をもたらすような会社の行為や、債権者間の不当な差別(偏頗弁済など)が一般的に禁止される程度であり、契約による保護が主流となっている点は、日本法との大きな違いであるように見える。もっとも、本章が、アメリカ法とは異なりわが国が会社再編行為を契約法的行為(営業譲渡のように、商法上の制度によらずに組織再編の効果を得心すること)と区別して、組織法的行為として規制していることが、わが国で多様な契約条項が発展せず、またわずかな契約条項も最近では消滅しつつあることの一因であると論じていることについては、若干異論の余地もある。結論部分で述べるように、商法のルールが社債権者を合併等から充分に保護していないとすれば、法律構成(契約法的行為か、組織法的行為か)の違いとは無関係に契約による保護が発展すると通常は予想され、そうならないことの理由は他に求めるべきではないかと思われるからである。社債要綱の内容を決定する引受主幹事がどれだけ投資者一般の利益を代表して行動しているか、という指摘もできるが、可及的にデフォルトを避けてきたこれまでの日本の社債市場が契約の発展に必要な経験の蓄積にマイナスに作用してきたという点も指摘できよう。議論のいっそうの深化が期待される論点である。

(2) 松尾順介「社債デフォルトと企業再生型投

資」(第7章)は、日本における社債デフォルト時の扱いについて、これまでの模様を要約し、デフォルト社債の取引市場(ディストレスト証券市場)がアメリカにおけるように日本でも成立・発展するためにわが国に欠けている諸要素を、投資対象と投資家層および制度的条件から考察する。高度成長期においては、社債は、メインバンクは取引先の資金需要に対して融資で応じきれない場合に用いられ、また社債の主な購入者が地域金融機関であり(一種の協調融資)、発行企業の信用力よりもメインバンクの信用力によって社債が消化されたことが、デフォルト社債のメインバンクによる買取りの基礎にあるとする。そして、1993年11月の村本建設の事例以降、受託会社による買取りが行われなくなった理由として、社債の購入者層の変化、銀行の管理手数料の低下、銀行の財務力の低下、銀行取締役における株主代表訴訟の脅威などを挙げている。これに対して、アメリカでは破綻企業の社債が(のみならずあらゆる債権も)活発に取引され、市場を形成している。わが国では、銀行間の牽制によって財務悪化企業が適切な処置を受けずに放置され、企業価値の劣化が進んでいるために、投資対象となる不良債権に乏しいことや、国内の機関投資家の運用担当者がおそらくその賃金・雇用体系のためにリスク引き受けに消極的である、と論じられている。

松尾「投資ファンドによるディストレスト投資と倒産法制」(第8章)は、日米の倒産法制を、投資ファンドによるディストレスト投資を促進するか否かという観点から詳細に比較する。ディストレスト債権への投資を促進した米国1978年連邦倒産法の諸特徴が、わ

が国でも2000年4月に施行された民事再生法に採用されているが、債権者委員会の権能が弱いこと、デット・エクイティ・スワップなどが行いにくいことなどの問題点も指摘されている。評者からは、後者の点については、会社更生法215条のように商法規定の適用除外を定めることが望ましく、実務においても状況を見て民事再生ではなく会社更生（2003年の改正法施行により使い勝手が増した）を活用することが勧められるが、商法規定の解釈を工夫する必要があることも付言したい。

松尾「投資ファンドによる企業再建型投資のケーススタディ」（第9章）は、わが国における投資ファンドによる企業再建型投資の実例を詳細に紹介・分析する。紹介された3件の投資事例の共通点として、主力事業の価値劣化が少ないこと、旧経営陣（オーナー）が排除され（持株も放棄させられ）新しい経営者が派遣されていること、破綻企業の取引先を株主に加えていること、投資ファンドの関連会社の有するネットワークや経営資産とのシナジー効果が期待されていることの4点があげられている。本章の執筆当時に比べて、わが国でも破綻企業への投資・事業再生は一般化した。本章で紹介された最初期の事例や、成功の秘訣や事業再生を阻むものが何であるかについて、普遍性のある貴重な情報を提供しているといえる。

V. 結 び

本書の各論文は、これまでの日本の社債市場・社債制度の特異性（この点が従来、社債研

究を困難にしてきた一因であろう）と、その急速な変化を説得力をもって伝えるとともに、多角的な研究の可能性・必要性を痛感させるものでもある。「新たなるアプローチ」という本書の副題は、その意味での射たものである。

本書の執筆陣は、ベテランから新鋭までの8人であり、実務家・学者（経済学・法学）およびその両方を経験されている人から構成されている。「まえがき」によると、本書は約2年間にわたり定期的に開催された研究会の成果である。全体として社債に関する最重要課題がほぼ網羅され、全体の論調にもほとんどブレがない。職業的に社債にかかわろうとする人々にとっては、必携書といえる。

本書をきっかけとして、現状を一定の基準によって評価し、改善提案を行い（政策論）、あるいはそのような営みの基礎となるような形で外国制度の紹介や理論枠組みが提示される（基礎研究）、といった学問上の営為が、社債市場に関しても今後ますます発展していくことを願ってやまない。

注

- 1) これまでの主な成果として、たとえば鴻常夫『社債法』（1958年 有斐閣）、松尾順介『日本の社債市場』（1999年 東洋経済新報社）がある。
- 2) たとえば、シンポジウム「社債管理制度と社債発行会社の倒産」金融法研究・資料編15号（1999年）、同・金融法研究16号（2000年）（黒沼悦郎・神作裕之・松下淳一・山本克己ほか）など。
- 3) 法制審議会会社法（現代化関係）部会「会社法制の現代化に関する要綱試案」（平成15年10月22日）、法務省民事局参事官室「会社法制の現代化に関する要綱試案補足説明」（平成15年10月）。たとえば参照、藤田友敬「社債・新株予約権」商事法務編集部編『会社法制の現代化に関する要綱試案の論点（別冊商事法務271号）』95頁（2004年）、野村修也「社債管理の現代化」ジュリスト1267号94頁（2004年）。

（中央大学法科大学院教授）