

わが国の有担保原則の評価と今後のあり方

— 社債発行を中心に —

木 下 正 俊*

1. はじめに — 目的、構成、要旨
2. 有担保原則確立の経緯
3. わが国金融構造における有担保原則の位置づけ
4. 有担保原則緩和の現状とこれを巡る議論の整理
5. 有担保原則の評価
6. 有担保原則の今後のあり方

1. はじめに — 目的、構成、要旨

わが国では、社債発行、銀行貸出、インターバンク取引等主要な金融取引について担保付きを原則とするいわゆる有担保原則といわれる取引慣行が行われ、取引の安全が維持されてきたと言われている。こうした慣行は、各金融取引当事者間の交渉により担保設定の如何がケース・バイ・ケースで決定され、事実無担保取引が少なからず行われている欧米主要国にみられないわが国特有のものである。

こうしたわが国の有担保原則に対しては、昭和40年代後半以降、とくに社債発行の分野を中心にその資金配分面での問題点が指摘されるようになり、同原則の見直しを求める動きが出てきている。

本稿は、こうした状況を踏まえ、社債の有担保原則を巡る問題を整理するとともに、投資家保護（および広くは信用秩序維持）と資金配分の効率性・公正性の観点から評価を加えることにより、同原則の今後のあり方を探ろうとするものである。

なお、ここでは以上のような問題意識から一応社債の問題に焦点を絞り論ずることとし、銀行貸出等における有担保原則については、社債の有担保原則との関連においてのみ言及するにとどめた。

本稿の構成と要旨は次のとおりである。

- (1) まず2.では、有担保原則が確立をみた歴史的経緯について簡単に触れる。ここでは、①わが国の有担保原則は、昭和初期における社債デフォルト多発の教訓を背景とする社債浄化運動の中で当時圧倒的な社債引受シェアを有した銀行によって唱道され、日本銀行等政策当局の支援の下に推進されたこと、また②同原則は戦時金融統制下において例外を認めない厳格な形で定着をみたこと、を指摘する。
- (2) 3.では、有担保原則のわが国金融構造における位置づけと果たしてきた役割、また最近の見直し要求の背景につき、昭和40年代半ばの高度成長期までとその後の低成長期に分けて考察する。そのポイントは、①戦後の高度経済成長期には、有担保原則は担保物件の豊富な重化

* 日本銀行金融研究所副調査役

学工業への資金供給を円滑化し、高度成長達成に寄与した一方、問題点は金融の非国際化という当時の事情もありさほど表面化しなかったこと、②これに対し低成長移行後は産業構造の変化や金融国際化の進展も加わって、資金配分の効率性・公正性の面での有担保原則の問題点が指摘されるようになってきたこと、の2点である。

- (3) 4.では、昭和40年代末以降有担保原則が徐々に緩和されるに至った経緯を紹介するとともに、その過程でなされた議論の整理により、有担保原則の評価と今後のあり方を考える手掛りを得ようとする。昭和48年初の「クリア条項」（起債企業の特定の財産について他の債権者への担保提供を禁じ、万一の場合はそれを社債のために担保提供する旨特約するもの）付き無担保債発行以来、昭和54年の完全無担保転換社債の発行、昭和58年1月および59年4月の同発行基準緩和、等有担保原則の緩和が徐々に進展している。こうした有担保原則緩和の動きの過程でなされた議論の論点は、①資金配分の効率性、②資金配分の公正性、③投資家保護（および広くは信用秩序維持）、の三点に大きく集約されるが、本稿ではこのうち第三の投資家保護の観点からみた有担保原則の是非が最大の問題であり、今後のあり方を考える上でも同様であることを指摘したい。

- (4) 以上の考察を踏まえ、5.では、有担保原則の評価を行う視点を設定し、これに基づく一応の評価を試みる。ここでは有担保原則を一種の市場参入制限の機能を有する規制と捉え、同規制の目的（社債投資家保護）と問題点（資金配分の効率性・公正性の阻害要因）について比較考量を行う。特に有担保原則の合目的性については、社債投資家保護の観点からみた同原則の必要性和十分性を考え、前者は主として社債市場の不完全性との関連において、また後者は

過去の社債デフォルトの実例等をも踏まえ、それぞれ分析する。

まず有担保原則の必要性については、これを重視する議論として、わが国の社債市場が不完全で適正なプライスメカニズムが機能せず、また投資家にリスク感覚が乏しいため自己責任を求めにくいこと等を根拠にリスクの大きい無担保社債の導入ないし拡大は時期尚早ないし不適当といった主張がなされる。現状の社債市場を前提とする限りにおいては、こうした議論は妥当性を有する。ただし、そのことは、市場のあり方如何では有担保原則の姿が変容するということでもある。すなわち、情報のディスクロージャー等により市場の不完全性が是正されると同時に、従来慣行的に行われてきた受託銀行によるデフォルト社債の買取り等の投資家に対する過保護措置を取止めうる環境を形成すれば、投資家の自己責任をより明確にすることが出来るようになるだろう。また、社債投資家保護の手段は単に担保だけでなく、例えば財務制限条項の設定とその遵守状況の監視といったことも有効な手段と考えられる。こうした担保に代る各種の安全装置が有効に機能するようになれば、有担保原則の必要性は現状よりも低下していく筋合いにある。

次に有担保原則の十分性については、担保付き債権がどの程度保全されるかは担保物件の内容に左右されるわけであり、一概には判断できない。ただ、一般的にいつて担保物件が企業活動の存続を前提にして初めて価値を持つような場合には、担保の債権保全機能は小さいと言えるわけであり、こうした観点から、過去の社債デフォルトにおける債権保全の実情をみると、大正末期から昭和初期にかけての経験では、①担保付き債権でも担保価値の著しい下落から債権の回収率が低水準にとどまったものが多かったこと、②逆に最終的に債権回収が実現

したケースでは、その多くは担保権の実行が見合わされ、回収までに長期を要していること、等の事実が認められる。また、戦後のケースは大半が会社更生手続きにより社債処理が行われているが、債権の100%回収までに償還満期日後極めて長期を要するケースが多い。以上の経験からも言えることは、有担保原則が事後的な社債のデフォルト・リスクから投資家を保護するという意味では無担保に比べればまさっていることは当然であるが、その場合でも担保による債権の回収には回収率と回収期間の一方もしくは双方の面で限界もないわけではないということである。

他方、有担保原則が資金配分面におよぼす影響については、適当な担保物件を保有しない企業の社債発行をそれだけの理由で排除すること等により、企業の資金調達を制約し、ひいては産業構造の円滑な転換を阻害する恐れがあるほか、投資家の資産運用の面でも、運用対象の多様化の可能性が失われるという意味で、公正かつ効率的な資金配分を制約する要因となりうる。

以上の諸点を踏まえると、将来に亘っても有担保原則を存続することは必ずしも適当ではなく、これを弾力的に見直していく方向を展望し得るが、その前提として担保に代わる社債投資家保護のための有効かつ現実に妥当な新たな制度を整備することが必要不可欠であると一応結論づけることが出来よう。

- (5) 6.では、上記(4)での一応の結論をもとに、これを現実の社債市場に適用し、有担保原則の緩和が可能となる現実的な条件を探る。その際、米国における社債の無担保化の経験が参考になる。

米国においては、日本と同様1920年代末の大恐慌の中で社債のデフォルト多発を経験したが、その後同国ではわが国が有担保原則を強める方向に進んだのとは逆に無担保化が進んだ。

その背景には、米国で大恐慌の後社債のデフォルトとそれに伴う投資家被害の原因について徹底的な究明が行われ、その結果、①社債がデフォルトするか否かは結局は企業の収益力に依存すること、②情報の不完全性等のために投資家が不測の損失を被ったこと、等の事実が確認され、これらを踏まえ、ディスクロージャーの強化、取引の公正化等の政策的措置がとられたほか、社債格付け制度の発展等がみられたことが指摘できる。このように、米国では、社債のリスクは投資家が負担すべきものという自己責任原則の考え方に立った上で、その前提条件となる市場の不完全性を是正することにより社債の無担保化が可能となり漸次定着をみたということが出来る。

このような米国の経験をも踏まえて考察すると、わが国でも有担保原則の緩和は簡単に展望しうるものでもなく、それが現実に可能となりまた妥当性を持つためには、次の諸点につき見極めをつける必要があろう。

第一は、担保に代る投資家保護手段が講じられ、しかもそれが有効性と現実妥当性を具備している必要があることである。この点については、ディスクロージャーの強化、社債格付けの実施、受託銀行による社債権者のための諸管理の強化、適切な財務制限条項の設定、等の諸条件が整備されねばならないと考えられる。

第二は、財務内容による適債基準を設け無担保の発行を事前に制限すべきか否かである。こうした制限は、上記第1の条件が不十分な現状の下では妥当な措置であろう。ただ、各種の安全装置が十分に機能するようになった段階では、有担無担の選択は基本的には発行企業の経営判断に委ね、プライスメカニズムにより高リスク社債の発行に自ずと歯止めがかかる状況を期待すべきであろう。

第三に、無担保化は、銀行貸出の有担保原則

と調和のとれる範囲内にとどめるべきか、または銀行貸出の有担保原則も同時に手直しを図るべきかということである。この点については銀行貸出の安全確保の観点から別途検討する必要があるため、本稿では問題点を指摘するにとどめた。

第四に、社債権者としての金融機関への影響については、信用秩序維持の観点から当然考慮に入れる必要があることである。この点については金融機関による社債保有のシェアは昭和40年代半以降かなり低下してきており、その意味では社債のデフォルトが直接的に信用秩序の問題にまで波及する可能性は小さくなってきている。ただ、その可能性を極力小さくする意味から一定格付け以下の無担保社債の保有を制限する等の措置を講ずることは考えられる。

このように有担保原則を緩和するためには、その前提となる新たなシステムの整備等解決しておくべき問題が少なくなく、こうした担保に代る各種安全装置の整備等の条件が満たされないままに有担保原則が緩和され社債のリスクが過度に高まる事態は避けなければならないことは言うまでもない。ただ、経済環境の変貌する中で同原則が公正かつ効率的な資金配分に対する制約要因となっているとすれば、例えば担保と財務制限条項の併行設定から始めて漸進的に無担保債の発行を拡大したり、また、適格担保の多様化を図るなど過渡期の措置を講じつつ、着実に上記のような基盤整備を進めることが要請されよう。

2. 有担保原則確立の経緯

(1) 担保付社債信託法の制定

わが国に社債制度が導入されたのは明治23年のことであり、同年3月制定の旧商法が社債に関する規定を設けた初めての法律であった（同法に基づく社債発行第1号は同年4月の大阪鉄道会社

債）。ただ、当時は法制上も実務上も社債と株式との区分が極めて曖昧であり、社債は当然のこととして無担保とされた。この点は明治32年の商法改正により社債と株式との区別が明確化された後においても同様である。

その後明治37年の日露戦争勃発に伴い戦費調達等のため外資を導入する必要に迫られることとなったが、当時の欧米資本市場での起債は担保付が原則となっていたことから、明治38年3月、商法に対する特別法として担保付社債信託法を制定し、担保付社債発行の途を開くこととなった。また同法の実効を高めるため、明治38年以降工場財団等各種財団抵当制度の導入が数次に亘り行われた。

このように担保付社債の発行に関する法制が整備され、これに基づき外債については明治39年以降担保付社債の発行（北海道炭礦鉄道社債が嚆矢）がみられたが、内国債については担保付社債の発行は引続き稀であり、以後昭和初期の金融恐慌に至るまで担保付社債は業績に難点のある企業が発行するものといった考え方が一般的であったとされている（竹内（1956））。

(2) 社債デフォルトの多発と社債浄化運動

このように無担保が主流となっていた当初の社債発行の状況に対し、有担保原則が主張されるようになったのは昭和初期のことであり、当時の不況下における社債デフォルトの多発がその契機となった。すなわち、大正末期の第1次大戦後の反動恐慌から昭和初期の金融恐慌、金解禁に伴う不況まで長期に亘る経済の停滞が続く中で社債のデフォルトが多発し、特に無担保社債の債権者は大きな損失を被るところとなった（後述）。

こうした経験に対する反省から、当時圧倒的な社債引受シェア（昭和9年71%）を占める銀行を中心にいわゆる社債浄化運動が推進された。その結果、昭和8年5月5日、有力銀行、保険、信

託会社の集まりである「五日会」において社債発行は担保付きかつ減債基金付きとすることで合意し、

- ① 銀行は担保付社債を抵当とする貸付を優遇し、無担保社債をなるべく貸付担保に受取らないこと、
- ② 信託及保険会社も有担保社債になるべく優先的に投資し無担保社債の買入れを見合せること、

の二点を内容とする申し合わせが行われた。

こうした業界申し合わせの趣旨を踏まえ、日本銀行でも同時に日銀見返品担保制度を改正し、無担保社債を適格担保から除外する措置をとっている。さらに、担保付社債の普及を図る趣旨から担保付社債信託法が改正され、同一の担保につき社債の分割発行を可能とするオープン・エンド・モーゲージ制が導入された。

なお、前記五日会の申し合わせについて、結城

興銀総裁が証券会社に対し同調を求めたのに対し、証券会社は「担保付制度は単に社債発行の限度を制限する消極的效果しかない」等の理由でこれに反対を表明、結局、有担保原則の申し合わせは、専ら銀行界主導で推進されることとなった。

(3) 有担保原則の確立

上述の昭和8年の有担保原則の業界申し合わせ及び法制面での整備に伴い、昭和9年には担保付社債のウェイトが無担保社債のそれを上回るようになったが(第1表)、有担保原則が完全に確立したのはその後の戦時金融統制下においてであった。

すなわち、昭和12年7月の日中戦争勃発を境に日本経済は戦時体制へと急速に移行し、金融面でも同年9月の臨時資金調整法制定により厳しい資金統制が行われることとなった。これに伴い社債発行は軍需関連産業に大きく傾斜することとなり、同時に個別企業の起債計画の日銀への提出

第1表 担保付・無担保別社債発行高

(単位 百万円・%)

	担保付社債		一般無担保債		特殊無担保債		社債合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
昭和 5年	21	11.3	136	70.9	34	17.8	191	100
6	75	28.2	140	52.6	51	19.2	266	100
7	97	33.9	92	32.1	98	34.0	287	100
8	370	39.2	384	40.7	190	20.1	944	100
9	1,003	67.8	328	22.1	149	10.1	1,480	100
10	367	41.9	264	30.1	245	28.0	877	100
11	403	47.3	145	16.9	305	35.8	853	100
12	166	49.2	97	28.6	75	22.2	338	100
13	326	45.2	44	6.0	352	48.8	721	100
14	642	38.7	13	0.8	1,004	60.5	1,659	100
15	432	27.0	8	0.5	1,159	72.5	1,599	100

(注) 特殊無担保債は満鉄社債、東洋拓殖債券等の合計。

(資料) 「興銀75年史」

義務づけによる起債条件、起債時期等の調整が行われることとなった。こうした起債統制の下で一般企業の社債については有担保原則が徹底したことから、昭和14年以降無担保社債がほぼ姿を消すこととなった（志村（1980）、竹内（1956）等）。

3. わが国金融構造における有担保原則の位置づけ

このような経緯で確立をみた有担保原則が戦後のわが国金融構造の中にどう位置づけられてきたか、また最近その見直しが求められるようになった背景は何か、といった点について以下考察しておこう。

わが国の経済を戦後から昭和40年代半ばの高度成長期までの期間とその後の低成長期とに大きく分けてみると、高度成長期までは有担保原則はさしたる問題を生じることなく機能してきたようにみられるのに対し、昭和40年代後半以降わが国経済が低成長に移行する中で有担保原則の問題点が指摘されるようになり、その見直しを求める動きが強まっているように思われる。

まず高度成長期までの期間における有担保原則の位置づけとその役割についてみることにする（第1図）。この期間におけるわが国の金融構造の特徴としては、①オーバーローン、②資金偏在、③オーバーボロイング、④間接金融の優位、の四点が、またその背景として、①輸出・投資主導型の高度成長、②人為的低金利政策、③金融の非国際化、の三点が一般に指摘されている（鈴木（1974））。

こうしたフレームワークの中に担保原則を位置づけてみると、その役割として、①資金配分について物的担保の豊富な装置産業に対する資金供給を優先することを通じ、重化学工業を中心とする輸出・投資主導型高度成長の達成に寄与してきたこと、②高度成長の過程で企業の財務体質は総

じて脆弱なものにとどまったが、そうした企業への円滑な資金供給と債権の保全とを両立させてきたこと、等を指摘することが出来よう。

また、このような役割を果たしてきた有担保原則はその反面で資金配分の効率性・公正性を阻害する要因となり得るという問題点を内包していたわけであるが、戦後復興、高度経済成長の達成という当時の政府の政策に加え、金融の非国際化という事情もあって、こうした問題点が表面化することなく、わが国固有の慣行として温存されてきたとも言えよう。

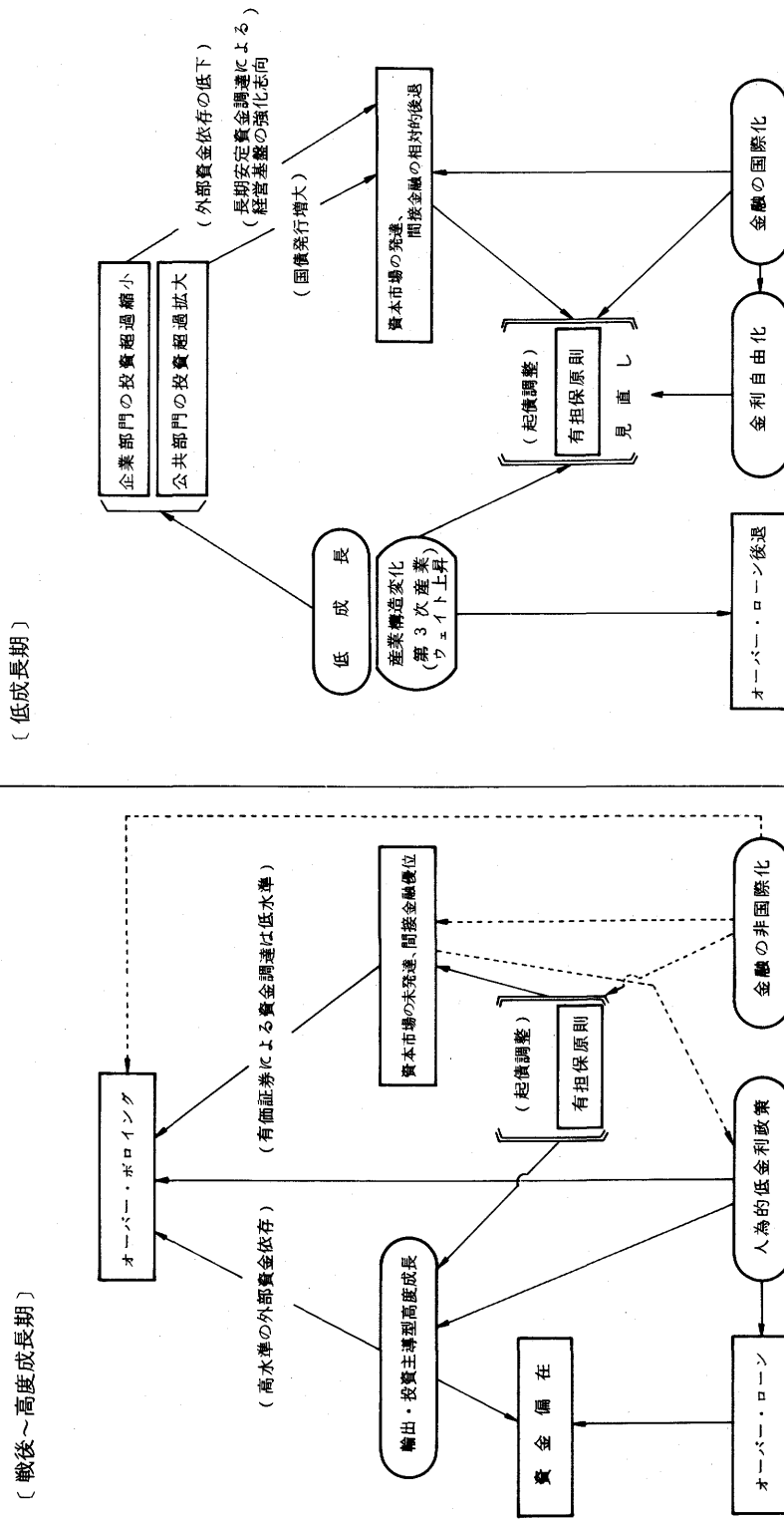
これに対し、昭和40年代後半以降有担保原則の緩和を求める主張が強まってきている背景にある事情としては、

- ① 低成長経済への移行の下で第3次産業のウェイト上昇という形で産業構造が変化し、その結果④高度成長期に有担保原則が果たしてきた前記役割のうち担保物件の豊富な装置産業への優先的な資金供給という役割の必要性が後退してきている反面、⑥物的担保は乏しいものの収益力と成長性の高い業種ないし企業の社債発行による資金調達のニーズが高まってきていること、
- ② 低成長の下で企業は収益基盤を強化するため従来以上に財務を重視し、資金調達の安定化・多様化へのニーズを強めていること、
- ③ また資金運用面でも、企業・家計とも従来以上に金利選好を強め、運用手段多様化へのニーズを強めていること、

等の国内面での要因が挙げられるが、より直接的な要因としては、

- ④ 昭和40年代半ば以降の金融国際化進展の下で、一方ではわが国企業による海外市場での無担保社債の発行、他方では海外企業によるわが国市場での無担保社債の発行という形でわが国企業およびわが国資本市場の無担保社債発行の経験が次第に豊富になってきたが、これに伴いわが国固有の慣行が揺さぶられるようになった

第1図 わが国の金融構造における有担保原則の位置づけ



(注) 実線は因果関係を、点線は日本の金融構造の諸特色を温存する関係にあったことを示す。

こと、
といった事情が指摘出来よう。

4. 有担保原則緩和の現状とこれを巡る議論の整理

上述のように、このところ緩和を求める動きが強まっている有担保原則をどう評価すべきかについて以下考察するに当たり、その際の手掛りの一つとして社債の無担保化の現状とこれまでなされてきた有担保原則緩和を巡る議論を整理しておこう。

(1) 有担保原則緩和の経緯と現状

有担保原則を巡り、これまで大きく分けて5回に亘ってその緩和への具体的な動きがみられた。すなわち、①昭和47年8月の三菱商事と小松製作所による無担保転換社債の発行希望を契機とするもの(第1期)、②昭和50年9月の三井物産による無担保普通社債の発行希望を契機とするもの(第2期)、③昭和53年4月のシアーズ・ローバック社のわが国での完全無担保普通社債の発行希望、同12月の松下電産による完全無担保転換社債の発行希望を契機とするもの(第3期)、④昭和56年以降のダウケミカル社によるわが国での完全無担保債の発行希望、国内企業による完全無担保転換社債の発行基準の緩和要求等を契機とするもの(第4期)、⑤昭和58年11月の米国からのユーロ円債発行規制緩和要請を契機とするもの(第5期)、がそれである。

このうち、第1期においては、無担保債の導入に積極的な証券界と消極的な銀行界の双方がそれぞれ統一見解を大蔵省に提出し、これをもとに調整が行われた。その結果、昭和48年1月、いわゆる「クリアー条項」(起債企業の特定の財産について他の債権者への担保提供を禁じ、万一の場合はその物件につき社債のために担保提供を特約するもの)付きでいわば有担保原則の枠内での無担

保債発行を行うことで決着し、同月、三菱商事、丸紅、日立製作所、川崎重工業各社の無担保転換社債の発行が実現した。

第2期においては、無担保普通社債の発行はこれを希望していた商社の財務内容の悪化もあり、結局時期尚早として見送られることとなったが、これを契機に政府関係機関でも有担保原則についての検討が行われ、昭和52年1月の産業構造審議会資金部会報告「安定経済成長下の資金調達」、同10月の証券取引審議会基本問題委員会報告「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」では、いずれも有担保原則の緩和に前向きの見解が表明された。

第3期においては、わが国資本市場の国際化が進む中で、海外企業の無担保円建債発行を抑制することはもはや困難となり、またこれとの権衡を図る意味でも国内企業の無担保社債発行の余地を広げる必要がある状況となった。このため、昭和54年初、起債関係者は厳格な適債基準を設定した上で、海外企業、国内企業の双方が無担保社債の発行を行い得ることとした(ただし、国内企業については当面起債希望の出されていた転換社債のみ無担保発行を行うこととし、普通社債については、それが迂回増資的性格の強い転換社債とは異なり償還債務であることがその本質であることから、銀行貸出の有担保原則との調整等が大きな問題となるため、財務制限条項のあり方を別途検討することとした)。

第4期においては、昭和54年初に定められた上記無担保社債発行基準の緩和が行われた。すなわち、上記基準を満たさないダウケミカル社の無担保円建普通社債については昭和56年12月に起債関係者の口頭了解により発行が行われたほか、国内企業の無担保転換社債については昭和58年1月に発行基準が緩和された(なお、この間昭和57年9月の産業構造審議会産業金融問題小委員会報告「今後の望ましい産業金融のあり方に関する報

告」では、有担保原則の緩和に前向きの見解が表明された)。

さらに第5期においては、昭和59年4月、わが国は米国の要請に対応してユーロ円債の発行規制を緩和するとともに、これとの平仄を合わせるために国内企業の無担保社債の発行基準も同時に緩和され、この結果起債適格企業は普通社債で16社、転換社債では97社へと拡大することとなった(従来各11社、26社)。

以上のように、有担保原則は徐々ながら緩和の方向へ進んできているが、現状ではこうした緩和も依然として厳格な適債基準の下にあり、しかも実際に発行された社債の種類は転換社債だけである。したがって、これをさらに緩和すべきか、あるいは有担保原則を堅持し無担保化の動きをあくまで例外的なものにしていくべきか、については依然として主張の分かれるところであり、今後の大きな課題として残されているわけである。

(2) 有担保原則を巡るこれまでの議論の整理

このような現実における有担保原則緩和の動きの中で行われた議論を大まかに整理したのが第2表である。

これまでの議論の論点は、大きく分けて、①資金配分の効率性、②資金配分の公正性、③社債投資家の保護(および広くは信用秩序の維持)の三点に集約することができる。

まず第一の資金配分の効率性は、主として金融仲介コストの観点からみた問題であり、緩和論のサイドからは、「有担保原則の一律適用により優良企業の資金調達コストが不当に高められている」(産構審(1982)、証取審(1978)等)との主張がなされるのに対し、維持論のサイドからは、「仮に無担保による資金調達を認めるにしても、財務制限条項の監視に伴う受託手数料の上昇等他のコスト・アップ要因が加わり資金調達コストは必ずしも低下するとは限らない」(受託銀行会統一見

解等)との反論がなされている。

次に第二の資金配分の公正性については、緩和論のサイドから「担保の乏しい産業ないし企業の社債発行が事実上排除されており、このことは産業構造の円滑な転換を阻害する要因となっている」(証取審(1978)における産業界代表委員意見等)との主張がなされるのに対し、維持論のサイドからは、「担保の多様化によってそうした弊害を除去することができる」(青木(1979)等)との反論がなされている。

第三の社債投資家保護(および広くは信用秩序維持)が最大かつ最も対立の著しい論点であるが、これについては、まず①投資家保護の観点からみた担保の評価、②有担保原則の緩和ないし撤廃後における投資家保護のためのシステムの評価、の二点が争点となっている。このうち前者については維持論のサイドは、「社債がデフォルトした後においては担保の有無は債権保全に決定的な差をもたらす」(日本公社債研究所(1980)所収の杉下論文等)として担保の機能を積極的に評価するのに対し、緩和論のサイドは、担保の有無による差は認めつつも、「担保は事業が蹉跎して倒産状態に陥った際に機能するものであるにも拘らず、このような状態に陥れば担保価値が著しく小さいものとなる可能性が大きい」(副島(1972)等)として担保の債権保全機能を限定的に評価している。

また、後者については、緩和論、維持論の両サイドとも無担保下での投資家保護システムとして、財務制限条項の設定、ディスクロージャーの徹底、受託会社による社債権者のための諸管理の強化等のシステムの整備が必要であるとする点では一致しているが、これらのシステムの現実妥当性については大きく対立している。すなわち、緩和論は、「無担保社債の投資家に対する保護は財務制限条項の活用によって可能であり、社債の無担保化に伴うリスクは市場のプライスメカニズムに委

第2表 社債の有担保原則を巡るこれまでの議論の整理

論点		有担保原則緩和論（主として産業界、証券界）	有担保原則維持論（主として銀行界）
資金配分の 効率性		① 収益力や財務内容の優れた企業に対しては画一的に有担保原則を適用すると、これら企業の資金調達コストが上昇。 ② 海外市場で外貨建無担保社債を発行する場合、国内での社債や銀行借入が有担保となっていて、起債が困難ないし発行条件面で不利な強い。	①' 無担保社債については、有担保社債に比べ担保設定費用は軽減されるにしても、その反面、発行条件の悪化や財務制限条項の監視に伴う受託手数料の上昇といったコスト上昇要因もあり、必ずしも社債発行コストが低下するとは限らない。
	資金配分の 公正性	① 有担保原則は、物的担保の乏しい業種の社債発行を事実上制限。	①' 適格な担保物件の対象拡大や現行企業担保制度の適用弾力化により対応可能。
社債投資家の保護	担保の 機能	①' 担保価値は企業の存続を前提としている面が大きく、債務不履行時には担保価値は著しく低下しているのが現実。 ・会社更生法の下では担保権の実行は大幅に制限。 ②' 担保さえ確保すればその範囲内でいくら信用供与を行っても安全という錯覚。	① 社債デフォルト後において担保の有無は債権保全面で決定的な差をもたらす。 ② 担保は過大な信用拡大に対する歯止めとして機能。
	無担保 下での 投資家 保護シ ステム	① 無担保社債を認めたととしても、適切な財務制限条項を設け、その監視を十分行いこと（的確なディスクロージャーの実施と受託会社による監視）により債権保全は可能（財務制限条項に抵触した段階で期限前償還を実施）。 ②' 基本的には市場のプライスメカニズムに委ねるのが筋。ただ現実的な対応としては当面は優良企業に限定し、自己責任原則の浸透に合わせて対象を拡大。	①' 財務制限条項を機械的かつドライに発動することは、わが国の金融風土に合わない。 ・社債の繰上げ償還は他の借入等にも波及し、企業の破綻にまで発展する可能性（社債のみ繰上げ償還させることは実際には困難）。 ② 一般投資家のリスク感覚、自己責任原則が希薄な現状においては、無担保社債の発行は真に優良な企業に限定することが必要（厳しい通債基準・財務制限条項の設定による選別）。 ・過当競争に陥りやすい証券界の経営体質の下では上記基準は緩慢に流れる恐れ。
信用秩序の 維持		①' 社債等の安全性は、究極的には債務者の債務返済能力に依存するものであり、担保の有無は第二義的重要性。	① 有担保原則は社債のみならず貸出、コール等金融全般に亘る慣行として定着しており、わが国における信用秩序の根幹をなすもの。
	貸出の 有担保 原則と の関係	① 貸出の有担保原則（銀行取引約定書第4条）が社債の無担保化の大きなネックとなっており、その見直しが必要。 ・銀行貸出における担保の有無は、銀行と企業との相対取引によって決められるべきもの。	①' 社債の無担保化は貸出の有担保原則と調和のとれる範囲にとどめるべき（銀取4条は堅持）。

○主張……→○' 反論

ねるのが筋である」(証券四社統一見解等)と主張している。これに対し維持論は、「財務制限条項の機械的な発動は社債のみならず借入等にも波及することによって企業破綻にまで発展する可能性があるため、現実には極めて困難であるほか、投資家のリスク感覚や自己責任原則が希薄な現状において、無担保化のリスクを市場のプライスメカニズムに委ねるのは非現実的である」(受託銀行会統一見解等)と反論している。

なお、第三の論点のうち信用秩序の維持は、有担保原則を金融全般を通じる原則として捉え、これをどう評価するかという観点から取り上げられているが、これまでの議論をみる限り、この点に関する議論は必ずしも深められているとはいえず、維持論は、「有担保原則は社債のみならず貸出、コール等金融全般に亘る慣行として定着しており、わが国の信用秩序の根幹をなすもの」(受託銀行会統一見解等)と主張するのに対し、緩和論は、「社債や貸出等の安全性は究極的には債務者の返済能力に依存するものであり、担保の有無は第二義的なものに過ぎない」(副島(1972)等)と反論している程度にとどまっている。

5. 有担保原則の評価

(1) 評価の視点

これまでの考察を踏まえて次に有担保原則の評価を試みることにするが、その前に有担保原則の性格づけを行っておくことが必要であろう。既述のとおり、有担保原則は起債関係者による取引慣行として漸次定着をみたもので基本的には自主的規制の性格を有するものであるが、その定着の経緯を述べた際に触れたとおり、実際には公的規制の色合いがかなり強いことは否定出来ない。また、同原則の機能面からみると、それが適格な担保を保有しない企業の社債発行を事実上禁止するものであるという意味で、一種の市場参入規制の性格

を有するものと捉えることが出来よう。

このような規制としての性格を有する有担保原則を評価する際の分析のフレームワークは、規制に対する評価を行う際に共通して言えることであるが、規制の目的とその弊害とを比較考量し、当該規制が弊害を最小化しつつ目的を最大限達成し得るものであるかどうかを分析することであろう。

そこで次に有担保原則の目的とその弊害をどう捉えるかが問題となるが、この点については、これまで既に述べたところから、同原則の目的として社債投資家保護(および広くは信用秩序維持……但し本稿では社債発行に関連する範囲に限定)、その弊害として資金配分の効率性・公正性の阻害と捉えてよからう。

有担保原則の目的と弊害をこのように捉えた上で、①投資家保護の観点からみた有担保原則の必要性和十分性の検討、②有担保原則による資金配分の効率性・公正性の阻害の存否とその大きさの検討、③この両者の比較考量、という順に以下みていこう。

(2) 社債投資家保護と有担保原則

まず初めに社債投資家保護と有担保原則との関係について考察することとする。ここで検討すべきことは、第一に、投資家保護のために有担保原則が必要か否か、第二に、有担保原則によって投資家は十分保護されるか否か、の二点である。

なお、ここでの考察では、議論の単純化のため社債権者と社債発行企業の多様性、例えば社債権者としての金融機関の存在(信用秩序維持の問題に関連)、社債発行企業の財務内容等は取敢えず考慮に入れずに一応の評価を下す。この結果を現実の社債市場に適用する際には、これらの事情を考慮に入れることが必要となるが、それは次の6で考えることとしたい。

イ. 有担保原則の必要性

有担保原則の必要性について、①同原則により

無担保の、したがって相対的にリスクの大きい社債の発行を事前に排除しておくことが投資家保護のために必要かどうか、②投資家保護の手段として担保に代る他のものはないかどうか、といった観点から検討することとする。

まず第一の点については、仮りにこれを肯定するとするならば、その根拠は、①社債市場が不完全なために適正なプライスメカニズムが働かないこと、②こうした状況の下で投資家に対し、その投資判断の結果について自己責任を求めることが妥当でないこと、ということになる。

このうち、前者については、わが国の現在の社債市場では、①社債のリスクの大きさに関する情報が必ずしも十分ではないこと（不十分なディスクロージャー、格付けの不備等）、また②社債の引受に際し証券会社の競争状況等を映じてリスクに応じた価格設定が必ずしもなされない惧れがあること、等の事情がその裏付けとして指摘出来る。

また後者については、このような社債市場の不完全性の故に投資家の投資判断が必ずしも正確かつ十分な情報に基づいてなされるとは言い難く、そうした場合にも投資家の判断の失敗により生じた損害を投資家自身に負わせること（自己責任の原則）は妥当ではあるまい。

このように現在の社債市場を前提とする限りにおいては、リスクの相対的に大きな無担保社債の発行を事前に排除する規制にはそれなりに存在理由がある。しかし、将来に亘っても規制の存続が妥当か否かについては、当該規制の根拠となっている社債市場の不完全性が是正されれば、それに応じて規制の必要性が低下することになる点に留

意する必要がある。

なお、以上の議論に関連して、「わが国の社債投資家にはリスク感覚が乏しく、こうした状況の下で有担保原則を緩和することにより社債のリスクを高めることは適当でない」といった主張がよくなされる。しかし、こうした主張がその根拠としている投資家のリスク感覚の欠如が仮りに事実であるとしても、それは、これまでの市場の不完全性を前提とする投資家への過保護措置（例えば社債デフォルト時における受託会社の社債肩代り等）によりもたらされた面も少なくないということは看過出来ない。今後市場の不完全性が是正され、また過保護措置が行われなくなった後においても投資家が正常なリスク感覚に基づいた投資判断をしない、あるいはなし得ないと主張するのは行過ぎであろう。¹⁾

次に第2の点、すなわち投資家保護の手段として担保に代るものがないかどうかの検討に移ろう。担保は、企業の清算価値を引当てに債権の回収を確保しようとする手段であり、社債がデフォルトした後においては担保付きの方が無担保に比べ債権回収の面で優位性を持っていることは言うまでもない。そのことを前提としたうえで、なお次のようにいうことは出来よう。すなわち、社債がデフォルトするか否かは担保の有無ではなく、ゴーイング・コンサーンとしての企業の収益力に依存する。従って収益面から企業の債務返済能力を常に維持させ、債務不履行という事態の発生を防止することによって投資家の保護を図るという考え方があり得るわけであり、仮りにそれが可能であるならば、社債デフォルト後の担保による債権回収に比べ投資家保護の面で著しく劣ることは

1) 岩田(1982)は、個人投資家のこれまでの投資行動、例えばデフォルト・リスクの相対的に小さいとみられる電力債の個人消化率が一般事業債のそれよりはるかに高いことや割引金融債が100%個人消化され、利付金融債の個人消化率が上昇しつつあること等からみて、個人投資家のリスク感覚は正常であり、日本の投資家がリスク感覚に乏しく自ら銘柄を選択する能力が十分でないという認識自体がほとんど根拠のないものであると論じている。

ない。こうした考えからは企業の健全経営が要請されようが、そうした企業経営をチェックする意味で財務制限条項（一定水準以上の財務状態の維持義務とこれに違反した場合の社債繰上げ償還を規定）の有用性も唱えられるわけであり、それはそれで担保とは別の観点から投資家保護を図る有効な手段であると言えよう（その現実における妥当性については後述）。

以上の検討から言えることは、有担保原則は社債投資家保護のため絶対的に必要不可欠のものというわけではなく、社債市場の不完全性の是正や担保に代る有効かつ現実に妥当な投資家保護手段の整備の可能性如何に応じて、その必要性を相対的に考えていくことも出来るということである。

なお、以上の議論とはやや観点が異なるが、有担保原則の必要性の根拠として「担保には過度の信用膨張を未然に防止する機能がある」（『産業経理』三杯他（1979）等）との主張がある。これは、信用供与が物的資産の裏付けのある範囲で行われれば、過大な供給にはならないとするものである。この考え方自体は必ずしも否定すべきではないが、しかし担保は過大な信用供与防止のための方策の一つにすぎず、信用供与する側の審査機能が不十分な場合には担保はむしろ安易な信用供与を助長しかねないといった側面があることにも十分留意する必要がある。

ロ. 有担保原則の十分性

次に有担保原則が社債投資家保護にとって十分であるか否か、すなわち、社債のデフォルトと

いった事態の発生に際し有担保原則により社債投資家の債権が十分保護されるか否かの検討に移ろう。その際、社債のデフォルトが発生した場合に担保がどのような機能を果たすかについてみておくことが必要である。

(イ) 担保の機能

担保とは、担保物件の交換価値を支配することにより債権の回収を確保する手段であり、債務不履行により固定化した債権を流動化する機能を持つものであると言うことが出来よう。また、ここでの流動化とは、①元本確実性（ここでは利子を含む資産価値の確実性の意味で用いる）の維持、②流動化時間の短縮、の双方を含む概念として捉えることが出来よう。

(ロ) 企業倒産に伴う債務処理手続きと担保の機能

担保の機能をこのように捉えたうえで、実際の社債デフォルト後の債務処理の過程で担保が債権保全のためどのような機能を果たすかについて以下考察するが、まず初めに、ここでは極めて単純なモデルを示すこととする。

企業倒産に伴う債務処理手続きには、大きく分けて企業解体により債務弁済を行う方法と、企業の存続を図りつつ債務弁済を行う方法とがあり、それぞれの代表的なものとして破産手続きと会社更生手続きがある。ここでは、この二つのケースにおいて上述のように捉えた担保の機能がどのように発揮されるかをみることにする。その際単純化のため債権の種類を①抵当権付き債権（特定の物件に対する担保設定の代表例）、②企業担保権

2) 企業担保権は企業担保法の制定（昭和33年4月）により創設されたものであり、これにより担保の概念は従来の物による担保から収益力による担保へと大きく変化した。

企業担保の内容等は概略次のとおり。

- ① 社債を担保するものである。
- ② 会社の総財産につき優先弁済を受ける効力を有する。
- ③ 先取特権、質権、抵当権には劣後。

なお、同法では企業担保権の設定は社債発行の場合に限られているほか、実際の運用に当っては受託銀行会の申し合わせにより厳しい適用基準が設けられている。

付き債権（企業の資産全体に対する担保設定の代表例）、③無担保債権、の三つに単純化しておくこととする。

こうした三種類の債権が破産と会社更生のそれぞれの手続きでどのように保全されるかについてごく大雑把に示したのが下図である。

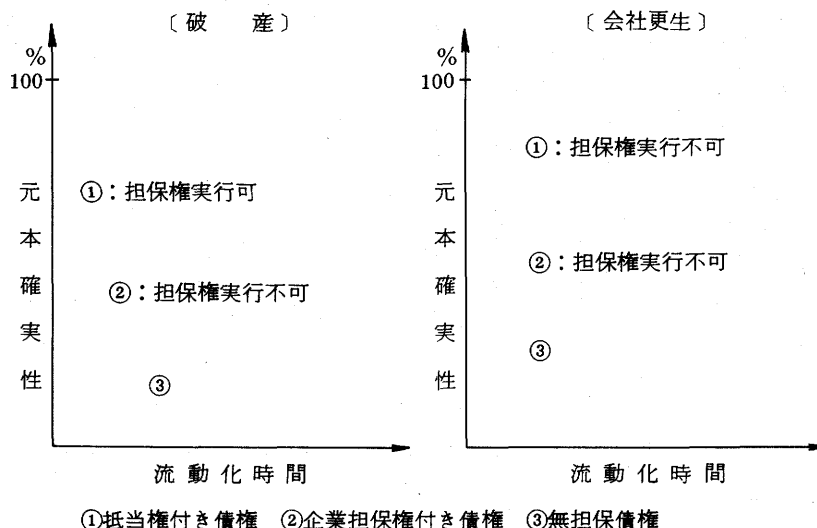
すなわち、破産の場合は、担保権の実行が許される抵当権付き債権については、元本確実性、流動化時間の両面においてかなりの程度債権が保全される可能性（もちろん担保物件の質と量に依存）があるが、担保権の実行が認められない企業担保権付き債権の保全はこの両面において抵当権付き債権に劣り、無担保債権の保全はさらにこれより劣るということになる。

他方、会社更生の場合は、抵当権付き債権、企業担保権付き債権とも担保権の実行が停止される。そしてこの両債権は更生担保権として、同じく更生債権となる無担保債権とともに会社更生計画の範囲で債権回収が図られることとなる（但し、債権回収は抵当権付き債権、企業担保権付き債権、無担保債権の順で行われる）。このため、債権の流動化時間の面では、上記各債権とも大差はないと考えられるが、その長さ自体はいずれの債権についても破産の場合に比べ長いのが通例である。

また、元本確実性の面では、各債権とも破産手続きにおけるそれぞれの債権に比べ流動化の度合いが大きくなると考えられるが、これは、債務の弁済が更生計画に基づく更生会社の収益の中から行われるため、更生計画が順調に遂行される限りにおいてかなりの程度債権回収が可能となることに基づいている。すなわち、会社更生は、破産に比べ流動化時間のある程度犠牲にしつつ元本確実性を高めようとする債務処理手続きであると言えることが出来る。

以上のことから、破産、会社更生のいずれの場合においても、担保付き債権が無担保債権に比べればその保全の面で優位性があることは言うまでもないが、担保付き債権が果してどの程度保全されるかは担保物件の内容に左右される面が大きい。すなわち、一般的にいて担保物件の価値と企業活動の存続との間の相関度が高い（言いかえれば、担保物件の価値が企業活動の存続に依存する度合いが大きい）場合には、担保の債権保全機能は自ずから限られたものにならざるをえない。

以上の観点から、過去における実際の社債デフォルトの事例において社債がどのように処理され、その際担保がどのような役割を果たしたかについてみておくことが有益であろう。



㍑ 過去の社債デフォルト時における社債処理の実情

社債のデフォルトの事例として、戦前については大正末期から昭和初期における事例を、また戦後については当時戦後初めての大型倒産であり、しかもその後の債務処理が完了している山陽特殊製鋼（昭和40年に倒産）の事例をそれぞれ取上げ、社債処理の実情と担保の機能をみてみよう。

(i) 戦前の事例

大正末期から昭和初期にかけて社債デフォルトが多発し、その際の経験をもとに有担保原則が確立していったことは既述のとおりであるが、当時のほぼ全てのケースにおける社債処理の実情を整理したのが第3表である（詳細な内容については板橋（1965）、興銀（1970））。また、これをもとに、各ケースにおいて社債権がどの程度保全されたかを元本確実性と流動化時間との2つの基準で測り、それを大まかに図示したのが第2図である。

これらの図表からも分るとおり、社債のデフォルトは担保の有無を問わず発生、むしろ担保付き社債の方が多いが、これは信用力等の面で無担保発行が出来ない企業が担保付きで社債を発行したという当時の事情に基づくものであることは既述のとおりである。デフォルト後の社債処理については次の諸点が指摘出来よう。

- ① 無担保社債の場合には、金額、期間の両面で債権回収に問題を生じたケースが多かったこと。
一星製薬社債は、償還期限を8年経過後、強制和議により債務の79%を切捨て、残額を3年据置き後10年間で分割弁済。
一川崎造船所社債は、償還期限を5年経過後、和議により債務の8%を切捨て、残額の一部はさらに7年後に弁済。
一塩水港製糖社債は、償還期限を10年延長し、さらに2年据置き後8年間で分割償還。
- ② 担保付き社債の場合でも、担保権を直ちに実

行したケースでは担保価値の著しい下落から債権の回収が十分に達せられなかったものが少なくなかったこと。

一後藤毛織社債では、工場財団に対する抵当権の実行により債権の回収が図られたが、回収率は40%弱にとどまった。

一合同毛織社債では、同じく60～70%にとどまった。

- ③ 担保付き社債において最終的な債権回収が達せられたものは、例外なく社債権者が担保権の実行を見合わせ償還期限の延長に応じたケース（桜麦酒、ダンロップ護謨、東洋モスリン、旭紡織、大東紡織等）である。ただ、その場合でも債権回収までに長期を要したものが多いこと。
一桜麦酒社債は、当初の償還期限を8年経過後完済。

一ダンロップ護謨社債は、同8年経過後完済。

一旭紡織社債は、同6年経過後完済。

- ④ 担保付き社債において比較的短期間のうちに債権の回収に成功しているのは、当該社債の受託銀行の支援で設立された新会社が担保物件を落札したケースや既存他会社との合併によるケースであること。

一上毛モスリン社債については、興銀の支援で設立された共立モスリン^㉑が担保物件の工場財団を落札。

一大正製糖社債については、社債権者の設立した中央製糖^㉒が三井信託からの融資をもとに担保物件を落札。

一日本製麻社債については、興銀の斡旋により同社を帝国製麻^㉓に吸収合併した後、帝国製麻が同行からの融資をもとに償還。

(ii) 戦後の事例

次に戦後の事例として、昭和40年3月に倒産した山陽特殊製鋼のケースについてみてみよう。

同社は、昭和39年2月、下記要領で担保付き普通社債2億円を発行したが、翌40年3月の倒産

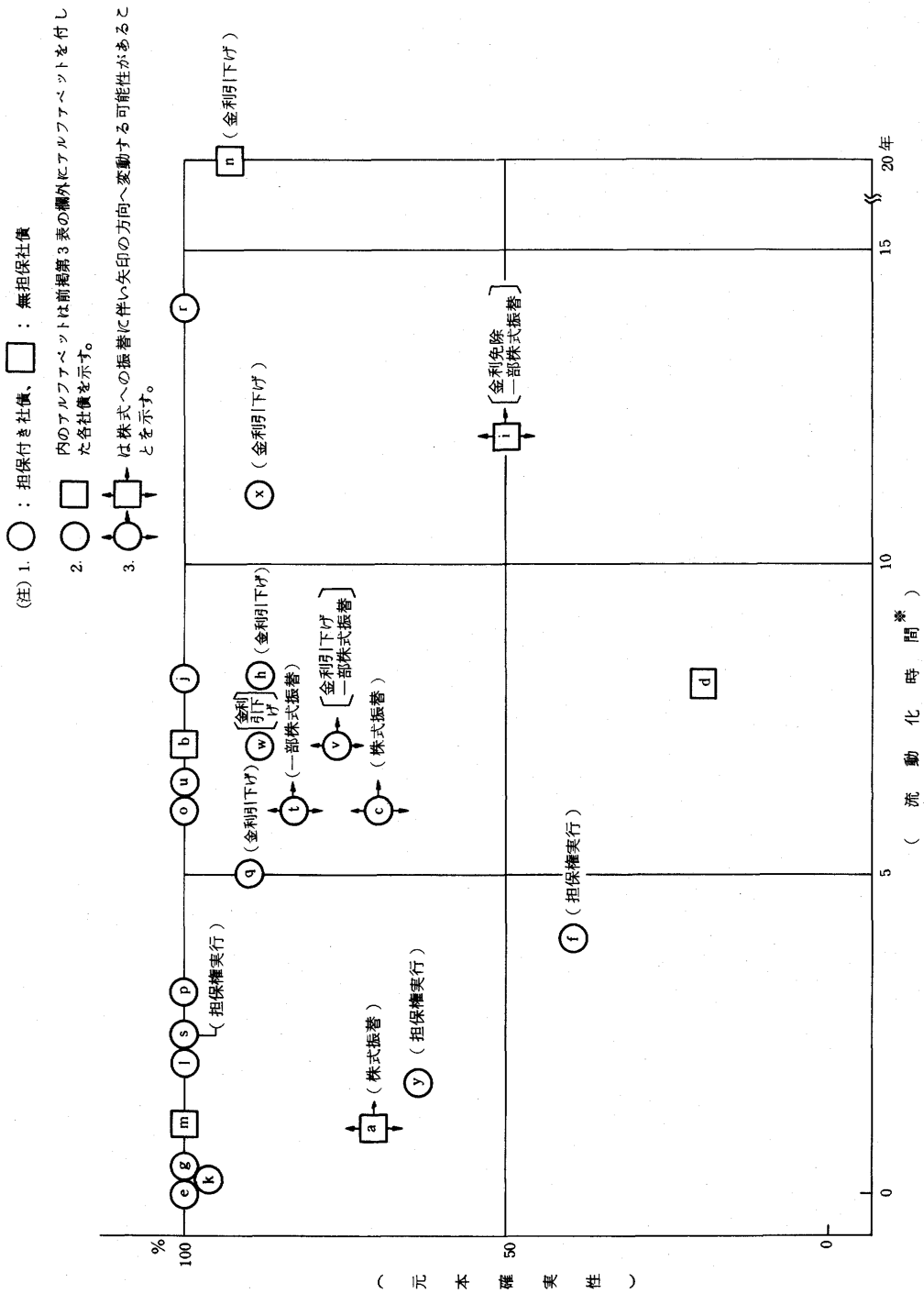
第3表 大正末期から昭和初期における社債デフォルトの主要事例と社債処理の実情

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
a 大正 11. 3	大 阪 ア ル カ リ	万円 100 他	大 6. 9. 25	大 14. 9. 25	×	大 15. 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
b 14. 4	大 日 本 木 管 工 業	200	大 10. 4. 1	大 14. 4. 1	×	償還期限延長 (昭 2. 3. 31 まで)、3 年据置後 2 年 間で分割償還
c 15. 3	箱 根 土 地	200	大 13. 9. 10	大 15. 3. 10	○ (土地) 建物	昭 6. 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
d 15. 12	星 製 薬	500 他	大 12. 12. 1	大 15. 12. 1	×	昭 8 年破産宣告 8. 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
e 15. 12	上 毛 モ ス リ ン	400	大 12. 7. 10	昭 3. 7. 10	○ (工場) 財団	大 15 年 日興証券、社債肩代り 15. 12. 20 担保権実行、落札なし 昭 2. 7 日本毛織、共立モスリン設立 (興銀後押 し) 2. 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
f 15. 12	後 藤 毛 織	200 他	大 13. 11. 25	昭 2. 11. 25	○ (工場) 財団	昭 5. 6. 10 担保権実行、落札なし 6. 25 " " 6. 3. 10 共同毛織、担保物件を落札 社債額面 100 円につき 38. 57 円回収
g 昭和 2. 3	日 本 製 麻	400	大 13. 3. 1	昭 2. 3. 1	○	昭 2. 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
h 2. 4	桜 麦 酒	300	大 14. 9. 5	昭 3. 9. 5	○ (工場) 財団	昭 3. 9. 1 償還猶予 (昭 6. 9. 5 まで) 昭 6 金利引下げ (8 → 5. 5 %) 昭 7. 9 償還猶予 (昭 16. 9. 5 まで) 昭 11. 8 完 済
i 2. 5	川 崎 造 船 所	700 他	大 11. 9. 25	昭 2. 9. 25	×	昭 7. 11. 22 和議成立 債務の 8 % 切捨て、金利免除 残額の 3 割 … 昭 9. 5 まで据置後分割弁済 (昭 14 完済) 残額の 6 割 … 一部優先株に振替
j 3. 1	東 京 乗 合 自 動 車	150	大 14. 1. 26	昭 3. 1. 26	×	n. a.
j 3. 7	ダンロップ護膜	89	大 6. 6. 29	昭 3. 7. 31	○	償還期限延長 (11. 11. 30 まで)、昭 11. 3 完済
k 3. 11	大 正 製 糖	150 100	大 14. 9. 1 大 15. 6. 1	昭 5. 9. 1 昭 8. 6. 1	○ (工場) 財団 ○ (")	昭 4. 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 昭 4. 3. 25 中央製糖、担保物件を落札
l 4. 11	東 洋 モ ス リ ン	450 600	昭 2. 11. 21 3. 11. 12	昭 7. 11. 21 10. 11. 12	○ (工場) 財団 ○ (")	償還期限延長 (昭 12. 11. 21 まで) 昭 9. 4 完済

わが国の有担保原則の評価と今後のあり方

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	
昭和4.12	東京瓦斯電気工業	万円150	大15.12.5	昭4.12.5	×	償還期限延長(昭5.12.5まで)	m
5.7	塩水港製糖	1,000	大14.7.20	昭5.7.20	×	償還期限延長(昭15.7.20まで)、2年据置後8年間で分割償還 金利引下げ(7→6%)	n
5.7	旭紡織	300	大14.7.25	昭5.7.26	○	償還期限延長(昭12.7.26まで)、昭11年完済	o
5.9	大東紡織	300 350	大14.9.1 昭2.11.12	昭5.9.1 7.11.12	○ ○	償還期限延長(昭10.9.1まで)昭8年完済 " (昭12.11.12まで)昭9年完済	p
5.9	三河鉄道	150	大14.9.5	昭5.9.15	○	n. a.	
5.10	台湾土地建物	150	大14.10.15	昭5.10.14	○	昭5.10 償還期限延長(昭10.10.14まで) 金利引下げ(8.5→7.5%)	q
6.6	琴平参宮電鉄	230	昭2.12.5	昭7.12.5	○(軌道財団) ○(鉄道財団)	担保権実行を順次猶予(結局昭21.12.1まで)	r
6.9	川北電気企業社	250	昭2.9.10	昭6.9.25	×	n. a.	
6.9	日本絹綿紡織	250	大15.9.25	昭6.9.25	○	昭8.1.25 担保権実行、債権全額回収	s
7.6	東京運河土地	80 80	大14.6.10 昭5.5.24	昭7.6.1 7.5.30	○ ○	償還期限を順次延長(結局昭12.12.1まで) 昭13.5.30 一部現金償還(約5割)、他は株式に振替	t
8.5	富士身延鉄道	800	昭3.5.1	昭10.5.1	○	昭8.6.6金利引下げ(6.5→5.0%) 昭10.5.3償還期限延長(昭13.10.31まで) 昭13.9.29 " (昭19.3.31まで) 昭16.6.10同社鉄道の政府買上げにより償還	u
8.12	西部鉄道	500 130	昭3.9.15 昭4.12.20	昭8.9.15 昭10.12.20	○ ○	償還期限を順次延長(結局昭17.4.30まで) 金利引下げ(6.3→5.0→4.0%) 昭15.4.18一部増資に振替 償還期限を順次延長(結局昭17.4.30まで) 昭15.11.28 増資に振替	v
9.5	奈良電気鉄道	550	昭4.2.25	昭11.2.25	担保留保特約	昭9.5.10 償還期限延長(昭15.4.15まで) 金利引下げ(6.8→2.0%) 昭15.4 償還期限延長(昭18.4.15まで)	w
9.9	草軽電気鉄道	90	昭4.9.15	昭9.9.14	○	昭9.9.5 償還期限延長(昭11.9.14まで) 金利引下げ(7.5→3.0%) 昭11.10.25 償還期限延長(昭13.9.14まで) 昭13.9.5 " (昭20.9.14まで)	x
10.8	合同毛織	1,000 800	昭3.8.1 昭4.5.25	昭10.8.1 昭9.5.25	○ ○	昭11.11.2 担保権実行(社債額面100円につき75.41円回収) 昭11.11.2 担保権実行(社債額面100円につき59.63円回収)	y

第2図 社債デフォルトの各事例における債権保全状況



(会社更生法適用申請)に伴い同社債は元利払い不能に陥った。

山陽特殊製鋼社債発行要領

1. 発行額 2億円
2. 発行日 昭和39年2月25日
3. 償還満期日 昭和46年2月25日
4. 担保 工場財団抵当
5. 引受会社 山一証券他
6. 担保の受託会社 神戸、日本興業、三菱各銀行

これに対し、同月、会社更生法の適用が決定されたが、これに先立ち受託銀行各々は、上記社債につき社債権の肩代りを実施、この結果、一般投資家がデフォルト・リスクを被る事態は回避された(戦後の社債デフォルトでは、受託銀行による肩代りが一般的であるが、この点の是非については後述)。

こうして受託銀行に肩代りされた担保付き社債は、会社更生法の適用決定により担保権の実行が停止され、更生担保権として更生計画に基づき優先弁済を受けることとなった。更生計画では、当該社債の債務の弁済は昭和57年11月に完了することとなっていたが、その後会社の再建が順調に進み、昭和48年に更生計画は終了、社債は昭和52年11月に完済された。

以上の社債処理の実情から担保の機能等について次の諸点が指摘出来よう。

- ① 会社更生法の下では担保権の実行は停止され、担保付き債権といえども直ちに債権の回収を図ることは出来ないこと(流動化時間に対する制約)、
- ② 同法の下では担保付社債は更生担保権として優先弁済を受ける権利を有し、他の無担保債権に比べれば債権の回収率は高くなる可能性が大きいこと(元本確実性の優位、なお同社の場合、担保付き社債は完済、無担保債権は約三分の二免除)、

③ しかし、担保付き債権の回収率が高いとはいっても、それは更生計画が順調に遂行されることが前提であり、必ずしも100%回収される保証はないこと、

④ 担保付き債権といえどもその回収にかなりの長期を要することは避けられないこと(同社の社債の完済は昭和52年11月で、償還満期日より6年9か月遅延)。

なお、同社のケースをはじめ戦後における社債デフォルトの場合には一般投資家の保護を図るとの理由で受託銀行が社債の肩代りを行うケースが一般的となっている。

この点につき、「担保付きであったからこそ買取りという非常手段をあえてとり、また会社更生手続きも円滑に行い得たというべき」(日本公社債研究所(1980)所収の杉下論文等)という事情は重要であり、摩擦の表面化をある程度回避するうえで、有担保原則のメリットが最も発揮される場面であろう。しかし、こうした慣行には①担保付き社債といえども完済される保証はなく(仮りに完済されるにしてもかなりの長期を要する)、こうしたリスクを銀行が敢えて負う行為は、預金者保護の観点から問題がないとは言えないという問題があるほか、②そもそもこうした慣行の存在を前提とすれば、投資家の自己責任感覚がいつまでたっても育ってこないわけであり、社債市場の健全な発展につながるとはまず言えないということも問題であろう。特に今後の金融自由化を展望すれば、それが望ましい慣行と言えるかどうかは疑問であろう。

以上みてきた社債デフォルトの実例をも踏まえて、有担保原則の十分性如何について言えることは次の諸点である。

① 社債デフォルト後の担保物件価格の著しい低下もあって担保権の実行により完全に債権回収が実現するとは限らず、また会社更生法の下では担保権の実行そのものが停止される等、

- 担保の機能に対する制約が少なくないこと、
- ② 債権の回収は、担保権の実行も一手段ではあるが、むしろ企業の存続を図ることによる方が実現を期待できる場合が少なくないこと、
 - ③ ただその場合でも債権回収に長期を要するものが通例であり、また100%回収される保証はないこと、
 - ④ 以上のことから、仮に担保が設定されていたとしても、担保による債権回収には自ずから限界があること。

(3) 資金配分の効率性・公正性と有担保原則

有担保原則が資金配分の効率性・公正性の面でのどのようなマイナス要因となっているかについて以下にみることにするが、それは企業の資金調達に対する制約と投資家の資産運用に対する制約とに分けて捉えることが出来よう。

イ. 企業の資金調達に対する制約

まず企業の資金調達面では、有担保原則は次のような弊害をもたらしている、ないしその要因となっていると言えよう。

第一に、適格な担保物件を保有しない企業（ないし産業）の社債発行をそれだけの理由で排除していること。前記4.(1)でみたように、有担保原則は徐々ながら現実には緩和されてきていることは事実であるが、しかし、依然かなり厳格な適債基準が設定されており、これをクリアし得る企業は少数の優良企業にとどまっているのが実情である。

第二に、こうして国内の起債市場から締め出された企業は所要資金を銀行借入れないし海外市場での起債により調達せざるを得なくなること。このうち銀行借入れについては、仮りにそれが可能であるにしても、企業の財務政策の観点からはそれが望ましくない場合もあり得るわけであり、こうした意味からも有担保原則は企業の効率的な資金調達に対し少なからぬ制約要因となっていることは否めない（太田他(1982)、館他(1982)）。また、

海外市場での起債については昭和55年の新外為法施行後において特に著しい増加をみているが、その背景には企業が有担保原則や起債調整等の制約の多い国内市場を忌避する動きが強くみられることも事実（太田他(1982)、館他(1982)）である。

第三に、有担保原則は社債発行コストの上昇要因となり得ることである。もちろん、社債の無担保発行の場合は、担保設定費用が不要となる分だけコスト引下げが可能となる反面、無担保によるリスク上昇に見合う発行利回りの上昇が避けられない。また財務制限条項の監視に伴う受託手数料の上昇も考えられ、さらに格付けを行うとすれば（その要否については後述）、その費用がこれに加わることとなるため、担保の有無による社債発行コストの高低を一概に判断することは無理であろう。しかし、この点の判断は基本的には資金調達企業に委ねるのが適当であり、こうした意味で現実に資金調達コストの面で無担保社債にメリットを感じる企業が増大している事実（大蔵省証券局内証券政策研究会(1978)、産業審(1982)）を無視することは出来ないであろう。

ロ. 投資家の資産運用に対する制約

資産運用に際し投資家の金利選好は近年とみに強まっているが、現行の社債がそうしたニーズに十分応えるものとなっているとは必ずしも言い難い。すなわち、これまで有担保原則や起債調整等により安全性の極めて高い社債だけが発行されてきた。このことは、一面において戦後社債デフォルトの多発を防止し、社債に対する投資家の信頼確保に貢献してきたことは事実である。しかしその反面、社債の魅力を少なからず減殺してきたことも否定出来ず、とくに投資家が金利選好を強めている状況において効率的な資産運用の選択範囲を狭める要因となってきた。社債といえどもリスク・キャピタルであることに違いはなく、預金のような安全資産と典型的な危険資産

である株式との間をつなぐ資産として様々なリスクとプレミアムの程度を備えさせ、投資家の選択に委ねることが基本的には望ましいと言えよう。

(4) 結 論

以上の考察から得られる有担保原則の評価に関する一応の結論は次のとおりである。

- ① 有担保原則は、無担保の、従って相対的にリスクの大きい社債を事前に排除するという意味で一定の投資家保護の役割を果たしていることは重要な事実であるが、投資家保護のため必要不可欠というわけではなく、社債市場の不完全性の是正が可能となればその必要性は相対的には低下すること、
- ② 有担保原則が事後的な社債のデフォルト・リスクから投資家を保護するという意味では、無担保に比べればまさっていることは事実であるが、その投資家保護の機能にも自ずから限界があること、
- ③ 投資家保護の観点からみた有担保原則の必要性和十分性が以上のように把握されることから、有担保原則は、これに代る投資家保護システム、すなわちディスクロージャー、これを踏まえた財務制限、格付け等の現実の整備状況を考慮に入れ相対的に評価することが適当であること、
- ④ 他方、有担保原則は、経済環境の変化とともに資金配分の効率性・公正性を阻害する要因となりうること、
- ⑤ 以上のことから、有担保原則は、その目的である投資家の保護を確保しつつその弊害を最小限にとどめるため、そのあり方を見直す方向を展望し得るが、その前提として担保に代る各種の安全装置の整備が不可欠であること。

6. 有担保原則の今後のあり方

上記結論をわが国の現実の社債市場に適用し、

有担保原則の緩和が可能となる現実的な条件を探ることとしよう。その際には、上記結論を導き出す際に単純化のため取敢えず捨象してきた社債権者および社債発行企業の多様性、例えば社債権者としての金融機関の存在（信用秩序との関連）および社債発行企業の財務内容等をも考慮に入れることが必要となる。

こうした点を踏まえ有担保原則の今後のあり方を考えるうえで、米国における社債無担保化の経験が参考になるように思われるので、以下まずその事情をわが国との対比においてみておこう（第3図）。

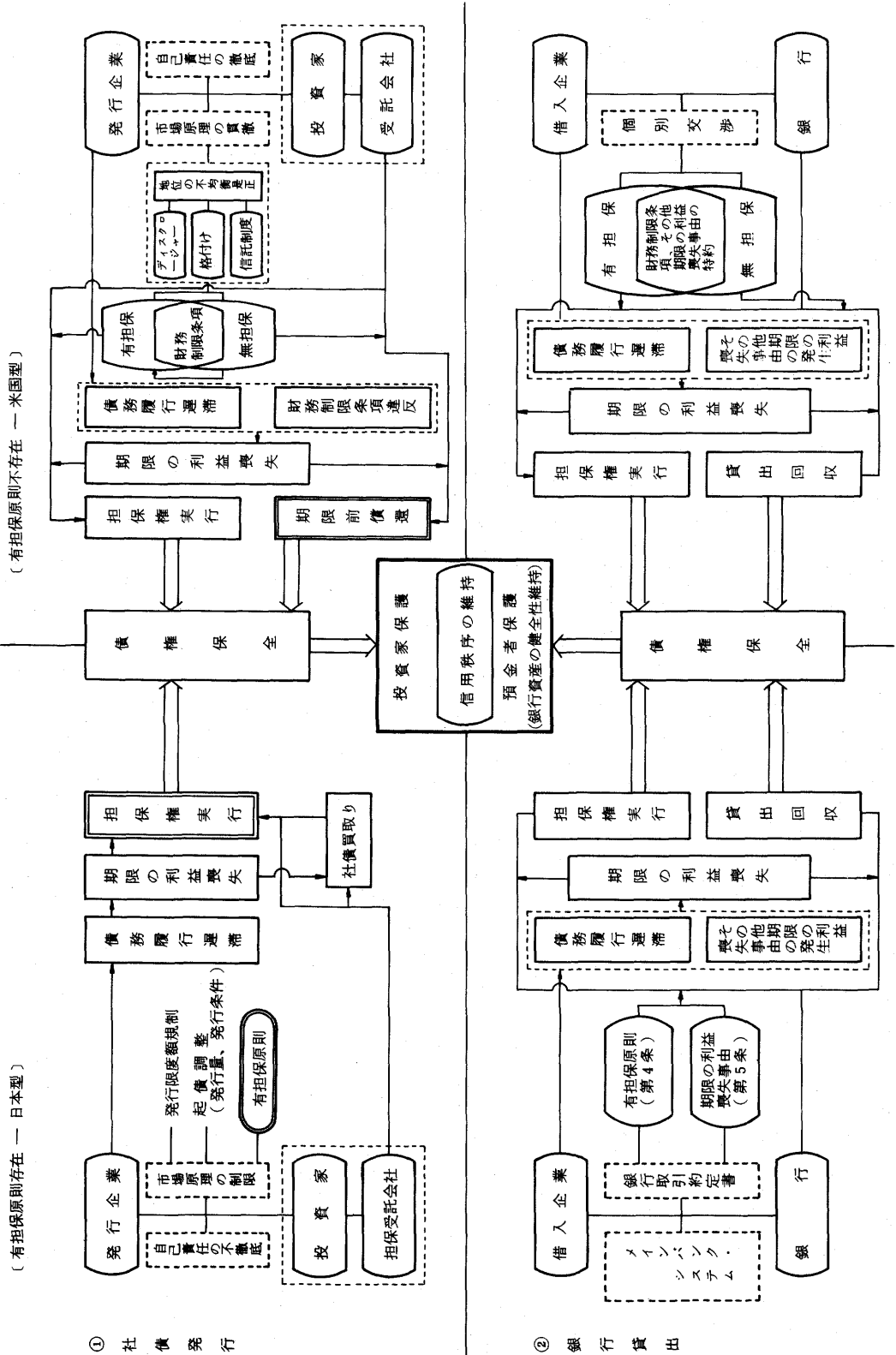
(1) 米国における社債無担保化の経験が示唆するもの

日本と米国では、ともに1920年代末の恐慌の中で社債のデフォルトが多発し、その結果社債投資家が甚大な損害を被るという事態を経験したが、こうした同じ経験から、日本では前述のとおり有担保原則の確立へと進んだのに対し、米国では、逆に無担保化が進んだ。すなわち、米国では、20世紀初頭まで起債の中心は鉄道や公益事業であり、これらは当初から担保付き発行が殆どで、しかもその後の継続的発行から今日でも担保付きが一般的となっているが、これに対し、製造業の社債発行は、第一次大戦後発行量が増加するとともに無担保化も進み、とくに大恐慌後においてこうした傾向がさらに強まった（第4表、Hickman（1958）等）。

このように両国で全く異なった対応がとられた要因としては、極めて大胆に言えば以下の諸点が指摘出来よう。

要因の第一は、社債デフォルトの発生原因の究明に関する両国のスタンスの差異である。すなわち米国では、殆ど担保付きで当時安全性が高いとみられていた鉄道債や公益事業債にデフォルトがかなり発生（第5表）した反面、無担保が中

第3図 有担保原則の有無と債権保全の仕組み



第4表 米国における社債発行状況

	社債発行額構成比(%)				無担保発行比率(%)			
	全産業(社債発行額 百万ドル)	鉄道	公益事業	製造業	全産業	鉄道	公益事業	製造業
1900～1903	100.0(4,111)	48.6	26.9	24.5	3.9	6.7	0.5	2.0
1904～1907	100.0(4,499)	50.1	33.2	16.7	21.6	23.5	10.8	37.4
1908～1911	100.0(4,808)	46.0	36.0	18.0	16.7	20.5	10.2	20.1
1912～1915	100.0(4,942)	44.3	39.0	16.7	21.8	21.8	15.5	36.5
1916～1919	100.0(4,552)	32.4	44.4	23.2	17.9	3.5	25.1	24.4
1920～1923	100.0(7,911)	20.1	39.6	40.3	26.9	5.6	15.2	49.3
1924～1927	100.0(11,011)	17.6	50.2	32.2	28.3	6.1	23.2	48.3
1928～1931	100.0(9,963)	20.8	54.3	24.9	44.3	24.3	46.1	57.1
1932～1935	100.0(4,214)	14.1	58.0	27.8	18.4	4.7	12.8	37.2
1936～1939	100.0(9,400)	15.3	55.1	29.6	32.0	14.3	19.1	65.1
1940～1943	100.0(6,128)	13.5	56.3	30.2	32.1	0.0	18.9	71.1
1944～1947	100.0(13,975)				43.1			
1948～1951	100.0(15,822)				52.9			
1952～1955	100.0(22,297)				58.8			
1956～1959	100.0(27,269)				58.7			
1960～1963	100.0(27,653)				62.4			
1964～1965	100.0(16,107)				63.8			

(資料) 1900～1943年: Hickman(1958)

1944～1965年: Atkinson(1967)

第5表 米国の大恐慌前後における社債デフォルト発生率と担保の有無との関係

(1900～1943年通計)

	合計	(注)	
		担保付	無担保
全産業(大口発行分)	%	%	%
	17.3	18.8	13.6
鉄 道	28.1	29.2	20.6
公 益 事 業	10.6	9.6	13.5
製 造 業	14.8	19.0	11.4

(注) デフォルトした担保付(ないし無担保)

社債額/担保付(ないし無担保)社債額

(資料) Hickman(1958)

心の製造業社債でも収益力の大きい企業の発行したものは殆どデフォルトしなかったことから、結局社債がデフォルトするか否かは担保の有無ではなく、継続企業としての収益力に依存するとの認識が強まった。こうした認識は、当時の米国において既に実施されていた格付け（収益力に重点を置いて実施）によって高いランクを得ていた社債のデフォルトが極めて少なかったという事実によっても裏付けられている。³⁾これに対しわが国でも、米国同様社債のデフォルトは担保の有無を問わず発生したが、これを契機とした社債浄

化運動ではデフォルトの発生原因の究明とデフォルト・リスクの正確な把握よりはむしろ社債デフォルト後の債権保全策として担保を重視する方向へ対策の重点が置かれることとなった。

要因の第2は、社債投資家の保護に関する両国における考え方の差異である。すなわち、米国では、1929年10月の株価暴落に端を発する金融恐慌の原因究明のため、1933年以降上院銀行通貨委員会（Committee on Banking and Currency）により証券市場の調査が徹底して行われ、その結果、情報の不完全性、証券業者の不

第6表 米国の大恐慌前後における社債デフォルト発生率と格付けとの関係

格付けランク 期間	I	II	III	IV	I	II	III	IV
	全産業（大口発行分）				鉄 道			
	%	%	%	%	%	%	%	%
1912 ~ 15	3.8	2.7	15.8	13.1	3.9	2.7	15.8	13.2
1916 ~ 19	0.0	1.7	1.9	9.7	0.0	0.9	1.0	9.7
1920 ~ 23	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	0.0	5.6	0.0
1924 ~ 27	1.7	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0	5.3
1928 ~ 31	0.0	0.2	0.3	3.6	0.0	0.0	0.5	10.3
1932 ~ 35	0.5	0.1	8.4	10.5	0.8	0.3	20.3	15.2
1936 ~ 39	0.0	2.2	4.6	5.1	0.0	5.0	10.9	10.3
1940 ~ 43	0.0	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
	公 益 事 業				製 造 業			
1912 ~ 15	-	0.0	-	0.0	0.0	0.0	-	-
1916 ~ 19	0.0	4.7	3.6	12.2	0.0	0.0	0.0	2.6
1920 ~ 23	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.7	0.0
1924 ~ 27	0.0	0.0	0.0	0.0	11.1	0.0	0.0	1.0
1928 ~ 31	0.0	0.4	0.0	0.8	0.0	0.0	1.0	3.4
1932 ~ 35	0.0	0.0	0.0	3.9	0.0	0.0	1.6	12.8
1936 ~ 39	0.0	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0	2.2
1940 ~ 43	0.0	0.0	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0

(注) 格付けランク I ~ IV は Moody 社格付け Aaa ~ Baa 等（Poor、Standard、Fitch 各社の同ランク格付け）に対応。

(資料) Hickman (1958)

- 3) Hickman(1958)は、1929年の大恐慌前後における社債デフォルトの発生率と社債格付け（Moody <1909年開始>が嚆矢、以下 Poor's Publishing Company <同1922年>、Standard Statistics Company <同1922年>、Fitch Publishing Company <同1924年>が相次いで実施）との関係につき、第6表のとおり、高格付けの社債ほどデフォルト発生率が低い（最上位格付け社債ではほぼ皆無）との分析結果を得ている。このことから Hickman は格付けが社債のデフォルト・リスクを的確に示しているとの評価を下している。

公正な取引慣行や情報の不公正な利用等による相場操縦等の証券市場の欠陥が投資家に大きな損害をもたらした原因であることが明らかにされた（日本証券経済研究所（1975）、日本生産性本部（1960））。

こうした調査結果に基づき米国では、1933年証券法をはじめ銀行法（1933年）、証券取引所法（1934年）、公益事業持株会社法（1935年）等の連邦法が相次いで制定され、①ディスクロージャーの強化、②不公正な取引の禁止、③SEC（証券取引委員会、Securities and Exchange Commission）の設置によるこれら規制の実施および監督、を柱とする投資家保護措置がとられた。また、特に社債市場については、このほかその後のSECの研究に基づき1939年に信託証券法が制定され、社債発行における信託契約締結の義務づけによる社債権の管理強化が図られた。

以上のことから分かるように、米国では、証券投資に伴うリスクは基本的には投資家が負担すべきものであるとの考え（自己責任原則）に立った上で、その前提条件となる証券市場の不完全性を是正することにより投資家の保護を図るという考

え方がとられたと言えよう。

これに対しわが国では、起債関係者とくに引受（および受託）機関として当時圧倒的な地位を占めていた銀行は、無担保社債の投資家がより大きなデフォルト・ロスを被った点を重視し、リスクの相対的に大きい無担保社債の発行を事前に排除することにより投資家の保護を図るという考え方をとったと言える。

要因の第三は、社債発行者と投資家の双方にとって無担保化を受け入れる条件が整っているか否かに関するものである。これは、社債発行企業の財務体質および社債の保有構造の両面から捉えることが出来る。すなわち、社債発行企業の財務体質については、米国では、仮に社債の無担保化が進んだとしても社債投資家の保護に欠ける惧れが少ない財務体質になっていたこと、つまりそもそも企業の負債比率が低いうえに、負債に占める借入金の割合が低く（第7表）、しかもその無担保化が進んでいるため、債務返済順位においても無担保社債が劣後することがないことである。これに対しわが国では、企業の負債比率が著しく高いうえに、金融機関からの借入依存度が高く、しか

第7表 日米両国企業の財務比率比較（製造業）

（単位 %）

	日 本			米 国		
	(注1) 負債比率	銀行借入金	社 債	負債比率	銀行借入金	社債等 (注2)
		負債(注1)	負債(注1)		負 債	負 債
1955年度末	59.9	40.6	6.5	36.1	14.2	26.4
60 "	68.4	44.9	7.8	34.5	14.2	30.3
65 "	73.5	51.7	5.7	39.2	14.4	27.1
70 "	78.5	46.1	5.1	46.2	18.4	30.1
75 "	83.4	46.6	5.3	46.3	13.9	29.8
80 "	79.1	40.4	4.8	50.4	12.1	25.2

（注1） 負債＝資産－自己資本

（注2） 社債等＝長期負債－長期借入金

（資料） 日本：日本銀行「主要企業経営分析」

米国：Quarterly Financial Report for Manufacturing Corporations

も担保付が原則となっているため、個別企業のケースを別にして一般的に言えば、社債のみの無担保化には投資家保護に欠ける恐れがあると言えることができる（これらの点については後述）。

次に社債の保有構造については、米国においては、個人および非銀行機関投資家の社債保有ウェイトが高く、銀行部門のウェイトがかなり低いのに対し、わが国では銀行部門の社債保有ウェイトが極めて高い（とくに70年代初まで）ことである（第8表）。このため米国では社債のデフォルトが直ちに信用秩序の危機につながる恐れがそれほど大きくないことから、市場機構の不完全性は正や個別銀行の社債保有に対する規制等の一定の措置をとったうえで、自己責任の原則による割り切りが比較的無理なく定着し得たと考えられる。これに対し日本では、信用秩序維持の観点からもこれまで社債のデフォルト回避の必要性が大きく、米国におけるような自己責任原則による割り切りが困難であったと考えられる。

(2) わが国の有担保原則の今後のあり方

上述の米国における社債無担保化の経験をも参

考にしつつわが国の有担保原則の今後のあり方を探るのがここでの課題であるが、以下では、有担保原則緩和の現実妥当性とその条件について検討し、最後に過渡期における対応についても若干付言することとする。

イ. 有担保原則緩和の現実妥当性とその条件

有担保原則を緩和する際には、米国における経験およびわが国社債市場の現状等からみてその前提として次の諸点を考慮に入れることが必要であろう。

- ① 担保に代る投資家保護手段の有効性とその現実妥当性
- ② 社債発行企業の財務体質との関係
- ③ 銀行貸出の有担保原則との調整
- ④ 社債権者としての金融機関への配慮

もちろんこれらは相互に密接に関連しているが以下ではこれら四つの観点につきそれぞれ個別に考えてみたい。

(i) 担保に代る投資家保護手段の有効性とその現実妥当性

有担保原則の一層の緩和を考える場合、これに伴いより多く市場に出回ることとなる無担保社

第8表 日米両国の社債保有構造比較

（構成比 %）

	日 本			米 国				
	個人 部門	全 国 銀 行	そ の 他 民間金融 部 門	個人 部門	商 業 銀 行	貯蓄金融 機 関	そ の 他 民間金融 部 門	う ち 生 保
1965 年 末	5.8	57.0	30.3	7.8	1.3	2.4	87.9	50.0
70 "	8.0	52.2	36.5	17.9	3.0	4.0	73.8	36.6
75 "	19.4	31.8	30.8	21.3	8.4	5.4	63.5	32.6
80 "	17.3	19.5	51.1	17.2	7.7	4.2	67.4	35.5

（資料） 日本：日本銀行「資金循環勘定応用表」
米国：FRB "Flow of Funds Accounts"

4) 米国では、1933年以降、連邦通貨監督官が商業銀行の投資適格社債をMoody格付けBaa（9ランクのうちの4番目）以上のものに制限。

債のリスクから投資家を保護する手段を整備しておくことが不可欠の前提であることは言うまでもない。ただ、この場合、社債投資家の保護とは、自己の責任に帰せられない事由、例えば情報の不完全性や情報操作をはじめとする不公正な取引により損害を被ることから投資家を保護することであり、これら以外の本来自己の責任に帰せらるべき事由によって被った損害からも保護されるべきであるとしたのでは、本来リスク・キャピタルである社債の市場システムを構築することは不可能となろう。

こうした意味から、無担保下での社債投資家保護のためには、上記の自己責任原則による割り切りを可能とする市場機構の不完全性の是正措置、すなわち、①ディスクロージャーの徹底、②社債格付けの実施、③受託銀行による社債権者のための諸管理を通じる社債権者の地位強化、等のシステムの整備が、また社債そのものの安全性を維持する観点からは④適切な財務制限条項の設定がそれぞれ必要ないし有用である。

まず第1のディスクロージャーについては、有担保原則を緩和し自己責任を前提とした社債市場を構築する場合、投資家の投資判断が正確な情報に基づいてなされることが不可欠の要件であり、これを支えるものとしてディスクロージャーの徹底が必要となる。こうした意味から、わが国の現行のディスクロージャー制度は社債の無担保化に対応し得るものとはまだまだ言えず、連結決算制度の拡充やディスクローズ項目の洗い直し等検討すべき点は数多い。

第2の格付けについては、こうしたディスクロージャーによる情報の不完全性は正の実効を高めるものとして有用である。すなわち、仮にディスクロージャーが徹底されたとしても、これを正確に理解し投資対象社債のリスクの程度を把握し得る能力には機関投資家と個人投資家との間で大きな格差があることは否めない。もちろん、社債市

場はディスクローズされた情報を読み取る能力を有する者のみで構成されれば良いとする立場に立てば、格付けが社債無担保化のための必要不可欠の条件ということにはならないであろう。しかし、有担保原則の緩和により見込まれる起債需要の増加に対し、個人投資家等情報を十分読み取れないが故に社債投資を見合わせる可能性のある投資家の市場参加を容易にしかつその保護を図ることにより、対応させることが社債市場の健全な発展につながると考えられる。こうした意味から、複数の中立機関により格付けが行われ、信頼性の高い情報が投資家により多く提供されることは大いに意義のあることも確かであろう。

第3の社債権の管理強化については、現行法制には大きな欠陥がみられる。すなわち、担保付き社債については担保附社債信託法第2条により信託契約の締結が義務づけられ、受託会社による社債権の管理という形で投資家の地位が強化されているのに対し、無担保社債については、これを規定する商法(第301条)は信託契約の締結を任意の扱いとしている。もちろん、現実の無担保社債発行の場合には、社債契約の中で信託契約の締結を特約することによりこうした法制面の不備を補完しており、現実の支障は生じていないが、やはり、商法そのものを改正し、無担保社債についても信託契約の締結を義務づけるとともに受託会社の権限を明定しておくことが適当であろう(前掲 鴻他(1973)、奥田他(1975))。

第4の財務制限条項は、無担保社債の安全性を維持する有効な手段である。これは、社債発行企業に対し、少なくとも起債時に比べ財務内容の悪化を防止することを義務づけ、仮にこれに違反した場合には期限の利益を喪失させ繰上げ償還させることにより債権の回収を図るものである(第3図)。

わが国の現行の無担保転換社債発行ルールでは、米国の経験等を参考に財務制限の具体的な内容と

して①担保提供制限、②配当制限、③利益の維持、④追加的債務負担制限、の四つの項目を設定することにより社債の安全性を維持する工夫がなされている。もともと、こうした財務制限は厳し過ぎれば企業の自由な財務活動を必要以上に制約することになる反面、緩過ぎると投資家の保護に欠けるというように適正な水準に設定することは容易ではないが、常にこの両者のバランスが図られるよう改善に向けての努力が続けられる必要がある。

なお、財務制限条項の実効性すなわち現実にこれに対する違反が生じた場合に社債を繰上げ償還させることが現実に可能か否かについて有担保原則維持論の立場から否定的な見解が示されていることは既述のとおりであるが、この点については次の(ロ)で触れることとする。

(ロ) 社債発行企業の財務体質との関係

米国での経験からも分かるように、無担保社債の発行は財務内容の優れた企業に馴染みやすいことは否定できない。こうした意味から現在わが国では、自己資本比率、純資産額等各種財務指標に関する厳しい適債基準の設定により優良企業が無担保社債を発行する形となっていることも過渡的な措置としては理由のあることである。しかし、前述した市場機構の不完全性を是正するシステムが整備され、その有効性が高まれば、こうした適債基準による事前の起債制限の必要性はそれだけ低下することとなり、むしろ健全なブライズメカニズムにより高リスク社債の発行に自ずと歯止めがかかる状況が期待されよう。

なお、前述した財務制限条項は、投資家保護のためには機械的に発動される必要があるが、そうした場合には、社債の繰上げ償還という事態が当該企業の借入れ等他の負債へと波及し、こうした負債の多い企業は破綻に至る可能性もないわけではない。しかし、こうした危険を認識した上で無担保社債の発行に踏み切るか否かの判断は企業自身

が下すべきものであり、仮りにその判断に誤りがあったとしても、その責任は企業自身に帰せられるべきものである。従って、企業の失敗が生じる可能性を理由に有担保原則を固持することは必ずしも適当ではなからう。

(ハ) 銀行貸出の有担保原則との調整

社債の有担保原則の緩和を考える場合、避けて通れない問題として銀行貸出における有担保原則との調和をどう図るかという問題がある。すなわち、わが国では社債のほか銀行貸出にも形式的にせよ有担保原則が貫かれていることは既述のとおりであり、具体的には、貸出の実行に際し借り手から銀行に対し銀行取引約定書（昭和37年に全国銀行協会が作成した統一様式）が差し入れられ、その第4条で担保の提供が義務づけられている。もちろん、こうした銀行貸出の有担保原則もその実態においてはかなり弾力的な取扱いがなされており、優良企業向けを中心に信用貸出のウエイトがかなりの水準（58年3月末38.8%）にのぼっている。また上記銀行取引約定書第4条の法的効力、すなわち借入人が担保提供義務を履行しない場合にこれを強制しうるか、また銀行は同約定書第5条に基づき期限の利益を喪失させ貸出を回収することが法的に可能かについては限界があるとされている。

しかし、このように一方で銀行貸出の有担保原則が形式的にせよ貫徹している以上、無担保社債の発行に際しては、これとの調和を図ることが重要な問題となる。現に発行されている無担保転換社債については、その性格が株式に近いという点を考慮し銀行貸出に劣後する扱いとされたが、今後仮りに無担保普通社債の発行を展望する場合には、財務制限条項の内容を含めさらに検討を加える必要がでてこよう。

(ニ) 社債権者としての金融機関への配慮

社債の有担保原則の緩和を展望する際には信用秩序維持の観点から社債権者としての金融機関に

対する配慮も考えておかなければならない。わが国の社債は、銀行貸出のいわば変形として発行されてきた面が小さくなく、従来その殆どが銀行部門によって消化・保有されてきたが、こうした傾向は昭和40年代半ば以降かなりの変化をみせ、最近では個人投資家や非銀行機関投資家のウエイト上昇から銀行部門の社債保有ウエイトはかなり低下（全国銀行ウエイト、昭和40年末57.0%→同55年末19.5%）している（前掲第8表）。

こうしたことから、社債のデフォルトが直ちに信用秩序の問題にまで波及する可能性は、従来に比べれば低下してきていると言うことも出来るが、やはり社債無担保化の下では銀行経営の健全性維持のため何らかの手だてを講じておくことが必要であろう。その手段としては、個別銀行の無担保社債保有を量および質の両面から制限すること、具体的には例えば無担保社債の保有を資産全体の一定比率以下に抑制することや一定格付け以下の無担保社債の保有を制限すること、あるいはこれら両規制の併用等が考えられよう。

ロ. 過渡期における対応

有担保原則には取引の安全というメリットが何らかの形で存在する。そうした有担保原則の緩和を図るとすれば、それが可能となる前提として今み

てきたように解決されるべき問題が少なくなく、特に担保に代る投資家保護システムの整備・定着にかなりの時間を要することは避けられまい。したがって、そうした方向でコンセンサスが得られるならば、有担保原則緩和の究極的な姿を展望し、その前提条件の整備を着実に進めなければならない。同時にそれまでの過渡期における対応についても考えておくことが現実的であろう。

この場合、具体的には、①究極における有担保原則緩和の状況に無理なく移行するための対応と、②有担保原則の下での担保設定における弾力的な対応、とが考えられよう。前者については、有担保から無担保への移行の際の摩擦をやわらげるため、例えば担保付き社債とくに無担保に近い企業担保付き社債に対し同時に財務制限条項を設定し、同条項の機能の有効性を確認しつつ担保をはずし無担保へ移行するといったことも現実的な対応として検討に値しよう。また後者については、厳格な有担保原則の下で現行の概念では適格な担保を保有しないために資金調達の手が閉ざされることのないよう、例えば、かなり厳格な現行の企業担保設定基準の緩和や無形資産に対する担保設定の可能性の研究等を進めることが望ましいと言える。

【参考文献】

- | | |
|----------------------|---|
| [1] 青 木 正 顕 | 「無担保社債導入は時期尚早」、『金融財政事情』1979年2月19日号 |
| [2] 池 尾 和 人 | 「金融市場の失敗と公的規制」、『岡山大学経済学会雑誌』14(3.4)1983年 |
| [3] 板 橋 菊 松 | 『社債法と社債信託論』成文堂、1965年 |
| [4] 井 手 正 介 | 「アメリカの社債格付け制度」、『財界観測』1976年2月号 |
| [5] 伊 奈 健 二 | 「無担保社債とその問題点」、『立命館経営学』15巻3号、1976年 |
| [6] 岩 田 規久男 | 「起債調整にかんする問題点」、『上智経済論集』29号、1982年 |
| [7] 大蔵省証券局内証券政策研究会 | 『証券取引審議会基本問題委員会報告・資料』、金融財政事情研究会、1978年 |
| [8] 太 田 信一郎他 | 「公社債市場における企業の資金調達の現状と課題」（座談会）、『公社債月報』1982年9月号 |
| [9] 鴻 常 夫 | 『社債法』有斐閣、1958年 |
| [10] _____ 他 | 「無担保社債発行（特集）」、『商事法務』622号、1973年 |

- [11] 大庭清司 「社債の担保概念と財務制限条項」、『財界観測』1977年5月号
- [12] 奥田孝一 『公社債市場自由化の研究』日本評論社、1972年
- [13] _____他 「無担保社債の諸問題（特集）」、『企業法研究』246号、1975年
- [14] 産業構造審議会総合部会 『今後の望ましい産業金融のあり方に関する報告』、1982年
産業金融問題小委員会
- [15] 志村嘉一 『日本公社債市場史』東京大学出版会、1980年
- [16] _____ 『現代日本公社債論』東京大学出版会、1978年
- [17] 証券団体協議会 『無担保社債をめぐる論議』、1982年
- [18] 鈴木淑夫 『現代日本金融論』東洋経済新報社、1974年
- [19] 鈴木禄弥 『金融法』有斐閣、1973年
清水誠
- [20] 鈴木禄弥 『注釈銀行取引約定書・当座勘定規定』有斐閣、1979年
- [21] 副島保 「社債の無担保化」、「企業法研究」211号、1972年
- [22] 竹内昭夫他 『現代の経済構造と法』筑摩書房、1975年
- [23] 竹内半寿 『我国公社債制度の沿革』全国地方銀行協会、1956年
- [24] 館龍一郎他 「資金調達・運用の多様化と金融構造の変化」（座談会）、『東洋経済臨時増刊
近経シリーズ』60号、1982年
- [25] 長富祐一郎 『安定成長時代の公社債市場』大蔵財務協会、1978年
- [26] 西原寛一 「「銀行取引約定書雛型」の成立」、『商法学論集』1964年
- [27] 日本興業銀行 『日本興業銀行50年史』1957年
- [28] _____ 『社債一覧』1970年
- [29] 日本公社債研究所 「わが国資本市場における無担保債の位置づけ」、『公社債研究』2巻5号、
1980年
- [30] 日本証券経済研究所 『アメリカの公社債市場』1975年
- [31] 日本生産性本部 『アメリカの証券市場』1960年
- [32] 野村証券 『野村証券50年史』1976年
- [33] 正木久司 「アメリカの無担保社債金融」、『同志社商学』27巻5号、1976年
- [34] 松田二郎 『会社更生法』有斐閣、1976年
- [35] 三杯恒夫 「無担保社債の発行について」、「金融」1979年4月号
- [36] _____他 「無担保社債の導入と問題点（特集）」、『産業経理』39巻6号、1979年
- [37] 水口宏 「現実的・具体的な議論を」、「公社債研究」16号、1978年
- [38] 蠟山昌一 『日本の金融システム』東洋経済新報社、1982年
- [39] _____他 「これからの金融市場と企業財務」（座談会）、『証券アナリストジャーナル』
1983年1月号
- [40] 山一証券 『山一証券史』1958年
- [41] Atkinson, Thomas. R., Trends In Corporate Bond Quality. Columbia Univ. Press, 1967
- [42] Hickman, Braddock. W., Corporate Bond Quality and Investor Experience. Princeton Univ. Press, 1958.