

1930年代はじめの社債有担化問題

——政策決定における利害集団対立と政策思想*——

寺西重郎

1920年代以降の社債デフォルトの頻発への対策としてわが国では、1920年代末から1930年代初頭にかけて社債を担保つきにする動きが進行した。これは同様な問題に直面したアメリカで証券法制定などによる企業情報開示の促進が対策の中心手段となったことと対照的である。有担化という手段がとられた理由として、高度成長期的な社債発行の割当に向けた政府介入の動きであるとする見方や、銀行対証券の産業間利害対立の枠組を用いて、special interest politicsにより既得権益者である銀行が証券や市場メカニズムを圧迫したとの見方などがある。本稿では、こうした見方がいずれも十分な根拠に基づくものではないことを明らかにする。代替的に、本稿では国内的には市場メカニズムの貫徹による経済体質の強化という目的でなされた金解禁がこの問題に深くかかわっていることを示唆する。すなわち金解禁実施に伴うデフレ・ショックの下で予想される社債デフォルトの頻発に対して、あらかじめその処理コストを有担化によって引下げておくというねらいがあったことが示唆される。

1. はじめに

わが国の事業債の発行制度は、1899年から1911年頃にかけて、株式と社債の明確な区別と無記名制の導入(1899年新商法、公布施行)、担保の受託会社制度と財団抵当制度の導入(1905年担保付社債信託法、鉄道低当法、工場低当法、鉱業低当法の公布施行)および募集の受託会社の規定(1911年新商法の改正)といった過程のうち整備が進行し、1920年代にいたって社債発行の大ブームが生じた。年間の社債発行高はそれまでの数千万円レベルから一挙に数億円レベルに増加し、表1にみられるように主要企業の資金調達に占める社債のシェアも20%水準にまで上昇した。しかし、それとともに、折からの不況のせいもあって、社債のデフォルトが多発し、デフォルトの防止、償還不能社債の処理が大問題として浮上してきた。

この問題に対してわが国では、社債を担保付とすることによって解決が図られた。いわゆる社債の浄化運動である。まず、1931年6月5日銀行、信託、保険会社の代表者からなる五日会の会合で、社債を原則として担保付とし、減債基金制¹⁾を設けることで意見の一致をみた。さらに、1933年3月4日には担保付社債信託法改正法の公布(施行は5月20日)により、オーブ

ン・エンド・モーゲージ制が導入された。これにより、同一担保権により担保される社債を適宜分割して発行することが可能になり、担保付社債の発行が格段に容易になった²⁾。しかし、こうした措置にかかわらず社債の有担化はさほど進展せずデフォルトの頻発は続いたため、1933年5月5日の五日会では、社債発行は特殊社債(満鉄・東拓・興銀・勸銀・農工・府県債)を除き全て担保付かつ減債基金付とすることで合意し、加えて、(i)銀行による担保付社債抵当貸付の優遇、(ii)信託および保険会社による有担保社債の優先的に投資、の2点を内容とする申し合せを行なった³⁾。さらにこの方針を有効にするため、興銀の結城豊太郎総裁は、山一、野村、小池、日興、共同、藤本などの引受証券業者を招集して協力を要請した。5月7日付の時事新報はこの様子を次のように伝えている。

興銀総裁結城豊太郎氏は六日下引受証券業者を招集して、今後の社債発行に就いて特殊社債(満鉄・東拓・興銀・勸銀・農工・府県債)を除き全部担保付、減債基金制のものにすることに金融業者の希望が纏った旨を伝え、豫てより銀行・保険・信託等の一般金融業者の間に民間会社の社債を全部担保付にし、且つ減債基金付のものに仕度いと希望があっ

表 1. 主要企業の資金調達(残高の構成比の期間平均値(%))

	株式	積立金	社債	借入金	支払手形	借入金・支払手形の株式に対する比率
1902~05	66.2	16.7	9.0	2.5	5.6	0.12
1906~10	63.8	17.9	8.5	3.0	6.8	0.15
1911~13	62.1	17.8	10.7	3.3	6.0	0.15
1914~15	56.7	16.3	12.2	6.3	8.6	0.26
1916~20	55.7	22.9	11.7	2.6	7.1	0.17
1921~25	55.9	19.1	13.4	4.5	7.1	0.21
1926~27	51.6	13.2	21.8	6.1	7.4	0.26
1928~30	51.0	11.2	20.9	6.9	10.1	0.33
1931~35	52.4	11.1	21.6	7.0	8.0	0.28
1936~40	53.9	14.1	15.8	7.0	9.0	0.30

注) 株式、積立金、社債、借入金、支払手形の合計に対する構成比を示す。まず各年について1,2期の金額の平均値をとり、平均値についての各年の構成比を期間ごとに平均した。1902~13年は大阪株式取引所『会社総覧』を基礎資料とする51-52社のデータ。1914~27年は東洋経済新報社『事業会社経営効率の研究』および『東洋経済株式会社年鑑』を基礎資料とする53~80社のデータ。1928年以降は三菱経済研究所『本邦事業成績分析』の産業別データの集計値である。

資料) 藤野・寺西(2000)第9章。

だが、最近更に右希望を左の如き具体的方法により担保付社債を優遇し、無担保社債を排斥することに申合わせが成立した。即ち(イ)銀行は担保付社債を抵当とする貸付を優遇し、無担保社債を成るべく貸付担保に受取らざること。(ロ)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、無担保社債の買入を見合わせる事。

右の申合わせに基き証券業者も之に賛成され度と懇談した。然るに之に対し証券業者は左の如く従来の担保付社債の実情を述べて反対的意見を開陳し総裁にたいして却て一考を煩はした。即ち証券業者の意見は

- (一) 今後の民間社債全部を担保付で発行することは趣旨に於いて賛成だが、社債担保制度は社債にとって第二義的意義しかなく第一に、減債基金制度の償還計算を実行して欲しい。従来も無担保のものよりも担保付の方がより多く償還不能に陥って居るではないか。
- (二) 更に償還不能の場合に担保保護を実行することは法律上は可能でも実際上は社会的・経済的影響を考えて実行されたことは少ない。
- (三) 担保付制度は単に社債発行の限度を制限する消極的効果しかない。
- (四) 金融業者が担保付を希望ならば先ず第一に一流会社(例えば満鉄・郵船・鐘紡・王紙等)の社債から実行の模範を示して欲しい。

(五) 更に社債の引受諸銀行が社債有権者に対して従来はあまりに無責任であったから今後は社債権者の為に道徳的責任を負って減債基金制度の確立、会社財政状態の報告、利拂の保証等を実行して欲しい。例えば去る五月一日利拂期の達した富士身延鉄道の利拂不能の現状に対して引受銀行たる某大銀行は、我不関焉の態度を採って居る如きは金融業者が唯発行手数料を儲けに吸々として真に社債権者の利害を考えざる適例である。故に

(六) 今後の社債発行に関しては担保付制よりも発行会社の調査と減債基金制の確立並に利拂保証を実行され度い。且つ利拂、償還不能の場合には引受金融業者は極力金融的援助をされ度い。

右の証券業者の希望的意見を結城氏は諒として散会した。

社債デフォルト問題に関するこうした戦前日本の対処方法は、大恐慌前後同様な問題に直面したアメリカの(i)1933年グラス・スティーガル法(銀行法)による銀行の証券業務の禁止および(ii)1933年証券法による引受業務の透明性と情報開示の強化、による対処法と明瞭な対照をなしており、日米の経済政策姿勢の相違を示すものとしてきわめて興味深い。アメリカの政策との比較については別稿に譲ることにして本稿では、この問題について次の2点を検討する。

第一に、有担化がデフォルトへの対処政策としていかなる意味で有効性を期待されたかを考える⁴⁾。担保付とすることにより、社債発行企業のモラルハザードは抑制される可能性がある。しかし当時の経験では、担保付社債の方がデフォルト率が高かったと言われている。デフォルト対策として有担化はどのような効果期待されてその導入がはかられたかが検討されねばならない。

第二に、この政策がどのような過程から決定されたかを検討する。社債が担保付となれば担保の受託機関(担保付社債信託法上の認可を得

表2. 社債のリスク・プレミアム

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
被説明変数	RP1	RP2	RP1	RP2	RP1	RP2	RP1	RP2
自己資本比率	0.71 (1.51)	0.61 (1.42)	0.89 (1.99)	0.79 (1.96)	0.71 (1.51)	0.61 (1.42)	0.95 (2.16)	0.83 (2.1)
総資産利潤率	2.91 (0.6)	-0.42 (-0.09)	3.87 (0.86)	0.52 (0.12)	3.08 (0.64)	-0.39 (-0.08)	3.96 (1)	0.58 (0.15)
総資産	-0.8 (-7.84)	-0.7 (-7.56)	-0.82 (-8.26)	-0.72 (-7.97)	-0.8 (-7.87)	-0.7 (-7.6)	-0.8 (-8.47)	-0.71 (-8.2)
有担ダミー	—	—	—	—	0.05 (0.4)	0.01 (0.11)	—	—
デフォルトダミー	—	—	0.5 (3)	0.49 (3.47)	—	—	1.12 (4.63)	0.9 (4.11)
有担ダミー×デフォルトダミー	—	—	—	—	—	—	-1.01 (-3.45)	-0.66 (-2.59)
定数項	5.66 (11.35)	1.59 (3.53)	5.62 (11.56)	1.55 (3.55)	5.65 (11.16)	1.59 (3.47)	5.46 (11.65)	1.45 (3.44)
産業ダミー								
公益	-0.42 (-3.23)	-0.39 (-3.3)	-0.42 (-3.21)	-0.38 (-3.25)	-0.42 (-3.21)	-0.39 (-3.29)	-0.4 (-3.07)	-0.37 (-3.14)
紡績	-0.38 (-1.93)	-0.34 (-1.98)	-0.48 (-2.52)	-0.44 (-2.63)	-0.39 (-1.99)	-0.35 (-2)	-0.39 (-1.99)	-0.38 (-2.44)
運輸	-0.73 (-5.2)	-0.59 (-4.75)	-0.76 (-5.48)	-0.61 (-5.01)	-0.73 (-5.17)	-0.59 (-4.73)	-0.78 (-5.77)	-0.63 (-5.2)
製糖	-0.48 (-2.28)	-0.51 (-3.02)	-0.57 (-3.01)	-0.6 (-3.97)	-0.49 (-2.31)	-0.52 (-2.98)	-0.55 (-2.61)	-0.59 (-3.43)
化学	-0.3 (-1.42)	-0.3 (-1.83)	-0.36 (-1.89)	-0.37 (-2.41)	-0.29 (-1.41)	-0.3 (-1.82)	-0.48 (-2.57)	-0.44 (-2.95)
窯業	-0.7 (-2.19)	-0.52 (-1.9)	-0.69 (-2.13)	-0.5 (-1.82)	-0.73 (-2.17)	-0.52 (-1.84)	-0.66 (-2.04)	-0.48 (-1.76)
鉱業	-0.25 (-1.41)	-0.34 (-2.11)	-0.22 (-1.24)	-0.31 (-1.92)	-0.24 (-1.34)	-0.34 (-2.07)	-0.21 (-1.16)	-0.3 (-1.86)
不動産サービス	-0.78 (-3.47)	-0.7 (-3.37)	-0.83 (-3.7)	-0.75 (-3.65)	-0.8 (-3.33)	-0.71 (-3.19)	-0.74 (-3.36)	-0.69 (-3.35)
雑業	-0.53 (-2.18)	-0.39 (-2.11)	-0.53 (-2.2)	-0.39 (-2.12)	-0.53 (-2.2)	-0.39 (-2.12)	-0.53 (-2.24)	-0.39 (-2.13)
R^2	0.23	0.24	0.25	0.26	0.23	0.24	0.26	0.27

注) 被説明変数は $RP1$ = 応募者利回り - 国債利回り, $RP2$ = 応募者利回り - 東京証書貸付金利である。自己資本比率 = (資本金 + 積立金 - 未払込資本) / 資産合計, 総資産利益率 = (当期利益金 - 当期損失金) / 資産合計, 総資産 = 資産合計の対数値, 有担ダミー = 受託会社の記載のあるものを1とする, デフォルト・ダミー = デフォルトしたもの(償還期限延長を含む)を1とする, 産業は全部で10産業にまたがるが, 製造工業を除く9産業についてダミー変数を用いた, 不均一分散に対応するため White の手法を用いた, なお, 変数の基本統計量は以下のようである。

	平均値	中位値	最大値	最小値	標準偏差
$RP1$	1.77	1.74	6.58	-1.41	1.14
$RP2$	-1.89	-1.99	2.61	-5.3	0.967
自己資本比率	0.421	0.42	0.955	0.088	0.0141
総資産利益率	0.022	0.023	0.125	-0.081	0.015
総資産	4.68	4.65	6.04	3.04	0.553
有担ダミー	0.273	0	1	0	0.446
デフォルト・ダミー	0.102	0	1	0	0.303

た銀行および信託銀行)の手数料収入は増加する。上で紹介した政策プロセスから明らかのようにこの政策は銀行によって主導されてきた。このことは利害集団としての銀行の行動(special interest politics)が利潤動機から政策過程を左右したことを意味するのであろうか。

2. 有担化と社債のリスク・プレミアム

有担化の推進という政策は, 社債デフォルト頻発への対策としていかなる意味で有効な政策として考えられたのであろうか, この点を検討するために, 社債のリスク・プレミアムと担保との関係を計量的に検討する。

計量分析の対象は, 1921年1月~1930年12

月までに発行された社債である。この間全てで327社が956銘柄の社債を発行した(日本興行銀行, 1970による)。このうち, 発行企業の貸借対照表(資料は大阪屋商店『株式年鑑』各年版)が判明するのは624銘柄のケースであり, さらに自己資本比率がマイナスになったりする異常値9件を除いて615銘柄のデータ・セットが得られた。以下の計量分析は主としてこれを対象とする。各銘柄についてその発行日の直前の期の貸借対照表から発行企業の財務データをとった。被説明変数であるリスク・プレミアムのひとつは

$RP1 = \text{応募者利回り} - \text{国債利回り}$
であり, いまひとつは

$RP2 =$ 応募者利回り－東京証書貸付金利である。ともに資料は藤野・秋山(1977)による(p. 384の $p(F)$ およびpp. 500-501の国債利回り)。国債利回りは年次データしかないが、貸付金利は社債発行月のものが利用可能である。ただし、このばあいリスク・プレミアムは殆どがマイナスとなる。(社債発行企業は相対的に低リスクであるため。)

表2では、まずリスク・プレミアム(%表示)を発行企業の発行年月の直前の自己資本比率、総資産利益率および総資産(対数値)で回帰した((1), (2)式)。自己資本比率は符号が正で有意性が高い。このことは負債による規律づけが効いていることを意味していると思われる。おそらく、自己資本のシェアが大きく支配的株主が勝手なことを行う可能性が高い企業より、ある程度外部の貸手のモニターがきいている企業の社債の方が、より安全性が高いと考えられたのであろう。株主と経営者による倒産リスクの認識が強いかつ(金利支払のため)フリー・キャッシュ・フローの利用可能性が小さいほど、投資家のリスク・プレミアム要求は小さかったものと思われる。すなわち、このばあい社債権者はいざというとき容易に企業の精算や再建への介入などの措置をとりうるのである。また社債や銀行借入が大きければ、銀行のモニタリングが期待されていた可能性もある(Konishi 2002)。

次に、総資産利益率の係数は符号も一定でなく有意でない。このことは社債への投資家は、株主とちがって企業の利潤の高さに関心があるのでなく、元利支払能力にのみすなわち収益分布の lower tail にのみ関心があるということにかかわっているものと思われる。サンプルとなっている615銘柄のケースでみると当該社債発行直前の当期利益は17銘柄を除いて全て正であり、投資家は利益の高低にはさほどこだわっていなかったものと考えられる。最後に総資産の符号は負で有意であり、大企業ほど元利支払能力が高いと判断されたことを意味している。以上3変数は残りの6本の方程式でもほぼ同様な符号と有意度となっている。

(3)式および(4)式では、(1)式、(2)式の変数に加えてその銘柄がその後デフォルトしたか否かを示すダミーを追加した。この変数の符号は正であり、有意性も高い。このことは社債権者

すなわち投資家が将来の破綻のリスクを利益率の大小よりも重視していたことを意味している。

(5)式および(6)式では(1)式、(2)式の変数に加えて有担であるか否かのダミーを追加した。この変数の係数は有意でない。このことは次のことを意味していると思われる。すなわち、表3にみられるように、当時すなわち1920年代では社債の大部分は無担であり、問題のない普通の企業は無担で社債を発行するのが常であった⁵⁾。逆にいうと担保付社債は一般に信用面で無担保債を発行できない企業が発行すると考えられていた⁶⁾。事実表4にみられるように、全956銘柄を対象にしたばあい件数でみてデフォルト率は無担保付社債が0.057であるのに対し、担保付になると0.213とおよそ4倍に達している⁷⁾。すなわち、デフォルトする確率は担保付のものがはるかに高かったのである。しかし言うまでもなく、担保付の場合発行企業によるモラル・ハザードを抑止し、リスクな行動をおさえる効果があり、そのばあいリスク・プレミアムが小さくなる。また以下で説明するように有担化は、万一のデフォルトのばあいその処理コストを引下げる効果があり、これもリスクプレミアムを引下げる効果をもつ。表2における計測式(5)および(6)の結果はこの2つの相反する効果がミックスして生じたものと考えられる。

次に表2の(7)式および(8)式ではデフォルト・ダミーに加えて担保付とデフォルトの交叉項を説明変数に加えた。このケースでは、デフォルト・ダミーだけでなく交叉項も有意であり、それぞれ正および負の符号をとっている。このことは、デフォルトの可能性を所与として担保付社債の方が、要求されるリスク・プレミアムが小さかったことを意味している。これはひとつには、担保付のほうがデフォルト後の回収率が高く、また破綻処理に要する時間も短く、投資家の損失が小であった可能性を示唆している。たとえば、日本銀行(1984)や菅谷(1988)はこうした担保付債のメリットを強調している。他方、デフォルト処理の実際の経過については板橋(1934)およびそれを拡張した松尾(1997)、(1999)などの研究がある。しかしこれらの研究のサンプル・サイズはいまだ十分でなく、この点について確定的なことは言いにく

表3. 社債発行高と有担・無担のシェア

	担保付(%)	無担保(%)		社債発行高 (百万円)	
		一般無担保	特殊無担保		
1906—1910	29.3	70.7	—	35	
1911—1915	21.7	78.3	—	37	
1916—1920	19.2	80.8	—	94	
1921—1925	24.1	78.5	—	342	
1926—1930	21.0	79.0	—	633	
1930	11.3	88.7	70.9	17.8	191
1931	28.2	71.8	52.6	19.2	266
1932	33.9	66.1	32.1	34.0	287
1933	39.2	60.8	40.7	20.1	944
1934	67.8	32.2	22.1	10.1	1,472
1935	41.9	58.1	30.1	28.0	850
1936	47.3	52.7	16.9	35.8	838
1937	49.2	50.8	28.6	22.2	330
1938	45.2	54.8	6.0	48.8	675
1939	38.7	61.3	0.8	60.5	1,285
1940	27.0	73.0	0.5	72.5	1,365

注) 1930年以前の数値は5年間の合計発行高に占める有担・無担のパーセンテージを示す。

資料) 志村(1980), 日本興行銀行(1957)および日本銀行(1984)。

表4. 1921-1930年間の社債のデフォルト

	担保付	無担保
(1) 発行額合計(百万円)	1,404	3,447
(2) 発行件数	268	688
(3) = (1)/(2)	0.191	0.200
(4) デフォルト額(百万円)	514	133
(5) = (4)/(1)	0.037	0.039
(6) デフォルト件数	57	39
(7) = (6)/(2)	0.213	0.057

注) 担保付は上掲資料で受託会社の記載のあるもの。なお、回廊にもちいた615銘柄のサンプルではデフォルト件数の割合は、担保付で0.238(168銘柄中40銘柄)、無担保で0.052(447銘柄中23銘柄)であった。

資料) 日本興行銀行(1970)。

いとも言える。表5はこれらのケーススタディの一部を表示したものである。回収率および処理期間について有担の方が若干有利であるようにも見えるが、結論めいたことは言いにくいことがわらう。

デフォルトが生じたばあい担保付であることがリスク・プレミアムを引下げたいまひとつの可能性として、担保付の方がデフォルト後の処理のルールが明確であり、その意味で社債権者に安心感を与えたことがある。担保付のばあい1905年制定の担保付社債信託法の規定があり、「担保の受託会社」が「社債権者ノタメニ債券ノ弁済ヲ得ルニ必要ナル一切ノ行為ヲ為ス」ことが明確に定められていた。このため、社債償還の遅れが生じると受託会社によってただちに社債権者集会が召集され、処理の方針(担保権の行使、償還延期など)が定められるのが常であった。これに対して無担のばあい商法

では単に「募集の受託会社」は発行会社の委託によって社債申込証の作成や払込金の徴収など事務作業を行なうことが定められているのみで、デフォルト処理について何ら明確な規定が存在してなかった⁸⁾(松尾1998)。このためデフォルト処理には裁判所による和議によるしかなく、その結果について多大の不確実性が存在した。

したがって、さしあたって次のように言うことができよう。担保付社債のばあいでも、担保権を実行したばあい、担保価値の大幅な下落が生じたり社債権者集会で処理方針が決定されるのにかかりの

時間を要するばあいがあった。しかし担保付社債では少なくともデフォルト処理の方針決定のルールが明確であり、この点で社債権者は担保がついていることで、デフォルト処理のコストを低く見積る傾向があり、このため計測結果にみられるようにリスク・プレミアムが小さくなったと考えられる。このことを政策決定プロセスの面からみると、結城等は、1920年代の経験から、デフォルト処理のルールの明確さとそのコストの低位という点に有担化のメリットを見出し、そのメリットを実現させるために有担化を推進したと考えられる。

ちなみに、以上の計量分析は有担化政策の事後的な効果の分析を意図したのではないことに注意されたい。1930年代に進められた有担化は、単にデフォルト処理を容易にただけでなく、担保付発行に有利な重化学工業化に偏った資金供給をもたらすなど、さまざまな効果をもったと考えられる。しかし、以上の分析はこうした効果を分析することを意図したのではない。あくまで当時政策を推進した人々が、有担化にいかなる効果を期待したかを分析したものにすぎないことを断っておきたい。

最後に計量分析に用いたデータをいま少しいねいに吟味しておきたい。表2では、産業ダミーの効果も計測されている。ダミーの基準は製造工業(機械・金属・紙パルプなど)である。産業ダミーの係数はいずれもマイナスで有意であり、当時第一次大戦のショックで急成長した

表5. デフォルト社債の処理方法・回収率および処理期間

	担保の有無 (内容)	デフォルト年	主な処理方法	おおよその 回収率	処理期間 (月)
上毛モスリン	有(工場財団)	1926	担保権実行	99.54%	8
大正製糖	有(工場財団)	1928	担保権実行	100%	4
東洋モスリン	有(工場財団)	1929	支払猶予	100%	2~3
桜麦酒	有(工場財団)	1927	支払猶予	100%	65
日本製麻	有	1927	支払猶予	100%	1
琴平参宮電鉄	有(鉄道・軌道財団)	1931	支払猶予	ほぼ済済	198
箱根土地	有(土地建物)	1926	新会社株式との交換	20%	61
後藤毛織	有(工場財団)	1926	担保権実行	38.57%	51
星製菓	無	1926	強制和議	21%	81
川崎造船所	無	1927	和議	92%	66
塩水港精糖	無	1930	和議	ほぼ済済	2~3

資料) 松尾(1997), (1999)および板橋(1934).

製造工業が、停戦とともに苦境に陥ったことを反映しているものと思われる。表6は社債発行企業の産業別のリスク・プレミアム、財務状況および担保とデフォルトの状況を調べたものであるが、リスク・プレミアムが製造業において最も高く、公益・運輸・窯業(セメントなど)、不動産およびサービス業などで低いことがわかっていろう。1920年代は、一般にデフレ基調であったが、公益産業関係の物価だけは上昇しており、これらの産業が都市化の進展するなかで高い評価を受けたことを意味している。またこの表から、紡績業や製糖業および不動産・サービス業でデフォルト率が高く、また担保付の比率の高くなっていることが注目される。

次に表7では、有担・無担別、デフォルトしたものとししないもの、デフォルトしたものの中で有担・無担別のリスク・プレミアムと財務状況を比較したものである。まず、パネル(1)から担保付の方が平均的にリスク・プレミアムが有意に小さいことがわかる。担保付のものは、自己資本比率や利益率も有意に低い。次にパネル(2)からは、デフォルトしたものが、発行時に高いリスク・プレミアムを要求されていることがわかる。デフォルトした社債は、自己資本比率が有意に低くかつ利益率も有意に低い。投資家は倒産リスクを承知で高い金利を目当てに、リスクをとったものと考えられる。最後にパネル(3)からは、倒産したもののうちでは有担のものがリスク・プレミアムが有意に低いことが読みとれる。これは、表2の結果にコンシステントである。

3. 有担化推進の政治過程

次の問題は、この社債有担化によるデフォルト問題への対処の動きが何故生じたかである。社債が担保付となれば、社債の受託会社は手数料を受けられることができる⁹⁾。1905年の担保付社債信託法では受託会社は、免許制でかつ銀行業を除き他業との兼営が禁じられており、また払込資本金は百万円以上と決められていた。このため民間有力銀行のみが受託会社となりえた¹⁰⁾。明治年間と言うと免許取得会社は、日本興業銀行(免許取得明治38年)、安田銀行(同38年)、第百銀行(同41年)、北濱銀行(同42年)、三井銀行(同44年)、三十四銀行(同45年)の6行のみであった。その後大正3年(1914年)には10行、昭和初年(1926年)には35社が免許を受けていた。さきにもみたように有担化を推進した五日会は銀行および信託・保険会社の代表者の集まりであるから、これからすると銀行等がその担保受託手数料収入を増加させるために無担保を排除しようとしたとの解釈もなりたちうる。(ただしこのばあい何故保険会社が参加していたかは説明できない。)

ラジャンとジンゲイレスは、Rajan and Zingales (2002)および(2003)において、19世紀末以来の世界的金融の国際化の進展化で急速に発展した(1980年代以上の)高い活動水準に達していた先進各国の金融市場が、1930年代以降抑圧され沈滞した理由を問い、次のような主張を展開した。すなわち、金融システムにおける既得権益者の権益を守る行動は、金融の技術革新が停滞したり金融の国際化が後退した時に特に有効となる。1930年は各国の金本位制が停止さ

表6. 産業別社債のリスク・プレミアムと財務比率
および担保デフォルト状況(産業別平均値)

	RP1	RP2	自己資本 比率	総資産 利益率	総資産	有担比率	デフォルト 比率	銘柄数 (サンプルサイズ)
公益	1.77	-1.91	0.467	0.0248	4.81	0.16	0.03	200
紡績	2.13	-1.59	0.442	0.0246	4.39	0.407	0.241	54
運輸	1.63	-1.95	0.445	0.0205	4.57	0.161	0.0979	143
製糖	1.71	-2.03	0.431	0.0211	4.78	0.583	0.25	12
化学	1.92	-1.79	0.395	0.0221	4.71	0.125	0.208	24
窯業	2	-1.57	0.458	0.0167	4.14	0.688	0	16
鉱業	2.02	-1.77	0.437	0.0174	4.66	0	0	24
製造工業	2.31	-1.42	0.403	0.0262	4.61	0.189	0.0566	53
不動産・サービス	1.02	-2.54	0.221	0.016	5.06	0.779	0.265	68
雑業	2.13	-1.49	0.42	0.0203	4.18	0.333	0.0476	21
合計	1.77	-1.89	0.421	0.0221	4.68	0.273	0.102	615

表7. 担保状況・デフォルト状況とリスク・プレミアム
および財務状況(平均値とその差の有意度検定)

	RP1	RP2	自己資本 比率	総資産 利益率	総資産	銘柄数 (サンプルサイズ)
(1)担保状況						
無担	1.83	-1.83	0.445	0.0239	4.65	447
有担	1.6	-2.03	0.356	0.0172	4.74	168
差のt検定	0.0298	0.0253	0.0000	0.0000	0.0745	—
(2)デフォルト状況						
デフォルトしない	1.76	-1.9	0.434	0.023	4.66	552
デフォルトした	1.86	-1.75	0.305	0.014	4.84	63
差のt検定	0.5193	0.2281	0.0000	0.0000	0.0159	—
(3)デフォルト社債の担保状況						
無担	2.67	-1.14	0.318	0.0125	4.59	23
有担	1.39	-2.1	0.298	0.0148	4.98	40
差のt検定	0.0012	0.0024	0.5788	0.6716	0.0137	—

れ貿易と国際資本移動の急激な縮小が生じた。銀行¹¹⁾などの既得収益者はこの機会を利用して、市場メカニズムに反感をもつ大恐慌の下での落伍者と共同して政府に働きかけ、金融市場の発展を阻害し自己の権益の拡大をはかった。ラジャンとジンゲイレスはこの仮説を証明するために、アメリカ、イタリア、日本の例をあげている。ラジャンとジンゲイレスの日本のケースについての叙述は、社債有担化の経過を主要な論点としており、彼等の議論はいくつかのファクチュアルな誤解を含むものの、議論の大筋として利害集団論(special interest politics)の立場からの社債有担化の政治過程を解釈したものとして極めて興味深い。

彼等の主張は次の2点からなる。第一に1933年の五日会での申し合わせを利害集団論の立場から解釈すること、第二にその利害集団論に国家による統制強化を組合せて、既得収益者である銀行と国家が結託して金融市場の抑圧を進めたと主張すること、である。(言いかえ

ると、上で説明した基本モデルにおける「落伍者」が日本のケースでは「国家」あるいは落伍者の意を体した国家とされている)。以下では議論の簡単化のため、彼等の主張の前半部分に焦点を絞る。彼等の関連部分を引用しよう。

日本の社債市場は、外部から強制された金融の発展の良い例である。1933年、大蔵省の音頭のもと、日本の銀行は個々のどの企業が、どういう発行条件でいつ社債を発行するかを決める起債会(原本ではBond Committee)を形成した。この起債会は「十分な担保なしに社債を発行してはならない」という有担原則を定め、銀行のみが担当の手数料を見返りに、担保の受託管理者になりうるとしたのである。(厳密に言う、銀行系でない信託会社も受託業務に携わることができた。)このため社債発行による資金調達はすべて銀行の支配下におかれ、さらに銀行に対しては、誰を有利に取り扱うかを政府が指令したのである。(邦訳第8章, p. 263)。

民間と政府のこの結びつきは、躍動的で、かつ取引関係と無縁の金融市場の衰退に一定の役割を果たした。1929年には日本の大企業のバランスシートの負債のうち26パーセントが社債であり、銀行借入は17パーセントでしかなかった。社債の債務不履行が増加すると、銀行グループは経済状態の悪化を口実に、信託会社および保険会社と結託して、1931年に原則としてすべての社債を担保付で発行することを取り決めた。このことは直ちに銀行の顧客企業の社債発行を困難にし、企業が資金調達において取引先銀行に依存する程度を高めた。大蔵省の認知を得て、この協定は、すでに見た1933年の起債会の設立を通じて公式のものとなった。銀行に企業の公募公社債発行の権利を決める責任を与えるということは、鶏小屋に狐を放って、狐にどの鶏を外へ逃がすか決めさせるようなものである。繁栄していた社債市場の衰退はその結果であったことは明らかである。1936年までに、企業部門の負債サイドにおいて社債の占める割合が14パーセントに低下する一方、銀行借入は24パーセントに増加した。1943年までに、負債の43パーセントが銀行借入になり、社債はわずか6パーセントになってしまった。(邦訳第9章, p. 300)。

この「鶏小屋」についての叙述には次の脚注が与えられている。

これがカルテルであったことは、1931年の協定に加わっていなかった証券会社が引受業務を巡って激しい競争を展開し始め、無担保社債の引受を続けたという星とカシャップの観察によって補強されている。つまり、市場は無担保社債を嫌悪していたわけではないのである。Hoshi and Kashyap, *Corporate Finance and Governance in Japan*, p. 31(邦訳第9章 p. 312)。

まず簡単なファクチュアルな誤りをただしておこう。1933年に起債会が設立されたというのは誤りであり、正しくは、上述の1933年5月5日における「五日会」の開催と言うべきである。起債会による起債調整は戦後の現象であり、少なくとも1930年代の問題の時期とは関係な

い。ちなみに、社債の起債調整は1937年7月の日中戦争開始後にはじまった。当初は日銀による起債計画の調整によっていたが、1940年12月の経済新体制確立要項の発表を受けて「起債計画協議会」が設置され、調整が本格化した。また、戦後については、1947年「起債調整協議会」が設置されたのが起債調整のはじまりである。この起債調整協議会は1949年に、起債の発行条件や引受手数料など起債市場にかかわる一般的事項を協議する「起債懇談会」と、翌月の発行銘柄、各銘柄の発行額・発行条件などの個別的事項を協議する「起債打合せ会」に分化する。後者の「起債打合せ会」が1968年から「起債会」とよばれるようになったのである。

また大蔵省が音頭をとったというのも正確でなく、強いて言えば興銀が音頭をとったと言うべきである。さて、引用部分からわかるように社債の有担化を利害集団論によって理解しようとするラジャンとジンゲイレスの論理は次のような想定ないし判断に立っている。(i)有担化は社債の発行を抑制し、企業の銀行借入依存を高めるために行なわれた。(ii)証券会社は銀行等による有担化に反発し、銀行の意向に反して無担保社債の発行を進める行動をとった。

まず、(i)は以上の説明から明らかなように事実に反する。有担化は社債のデフォルト頻発への対策として進められたものであって、社債発行を抑制ないし信用割当のために行なわれたものではない。(日中戦争以後ないし戦後の起債調整にはそうした面があったが、これは1930年代の問題となっている時期には関係がない)。事実、表2にみられるように、社債発行高は1933年以後急激な増加を示している。ちなみに竹中(1956)は1932年から1936年の時期を社債の「自由市場の時代」であったと回顧している。

次に、(ii)の銀行対証券の対立ないし銀行による社債市場の抑圧というラジャンとジンゲイレスの構図は次の3点からみて適切でない。

第一に、社債有担化運動を銀行(プラス信託・保険)と証券会社の利害対立とみなす根拠をラジャンとジンゲイレスは、1933年の申し合せの後申し合せに加わらなかった証券会社が申し合せに反抗して無担保債の引受けにはしり、無担保債のシェアが増加したことに求めている

が、これは必ずしも正しくない。まず、1933年の申し合せ以降特に1935年から無担保債のシェアが増加していることは、表3から確かめられるが、これは表から明らかなように一般無担保債でなく、特殊無担保債の増加によっている。特殊無担保債は半官半民の国策会社の発行したものであって、事実上の国家保証がついていることから、もともと無担保債であった。日本興業銀行(1957)はこの点について、「昭和10年以降無担保債が増大しているが、これは満鉄、東洋拓殖、日本製鉄等の特殊会社債が増加した結果で、必ずしも浄化運動に逆行するこのでないことを注意すべきである」(p. 357)と述べている¹²⁾。

第二に、1933年の申し合せ以降においても(一般)無担保債の発行があつたを絶たなかった理由は、銀行や証券の社債引受競争が激しかったこともさることながら社債発行企業の立場が強くなり、これらのうちの優良企業が簡便さと一種のプライドから無担保債に固執したことによる面が強い。たとえば1933年5月7日付の大阪朝日新聞は次のように報じている。

最近金融緩慢に乗り起債界も漸次賑はひ各種公社債類統発の有様であるが、産業界の好轉と銀行側の遊資処分難から産業界側は社債の発行条件についても頗る強腰となるとともに、金融側は遊資処分難から社債発行引受についてむしろ競争的に会社側の意向を取入れんとする傾向を見るにいたり、その結果先に銀行、信託、生保の金融團は社債の確実を期するため今後社債の発行については減債基金、担保付を原則とすべき申合をなしたるにかゝらず、会社側の要求によってこの原則は破られんとする處あり、殊に最近金融緩慢に乗り一部証券業者が無担保、減債基金なしの社債発行を企てつゝあるは、折角社債の確実化を計りつゝあった従来の傾向に反するものがあるといふので、最近銀行・信託・生保の首脳者は一致して今後発行の社債は飽くまで減債基金、担保付社債となすことに徹底すべきことを申合せると同時に、この金融緩慢に乗じて無担保付社債を発行し金融界の畑を荒さんとする証券業者に警告を與へもし改めざるにおいてはシンジゲートの下引受を拒絶

し或はこれら証券業者とは今後証券売買をなさずとの極論まで生ずるにいたり、……………

すなわち、1933年以降の一般無担保債の発行は大企業の要請によって行なわれ、それに一部の銀行・証券が追随した結果生じたのである。大企業側の強い要望で無担保債が発行された例は枚挙にいとまない。たとえば、1933年住友銀行・住友信託等による京阪神急行電気鉄道債(1934年11月)の引受、三井銀行・三井信託による北海道炭鉱汽船債の引受(1935年10月)、日本興行銀行の王子製紙債の(1938年11月)の引受、三井銀行・三菱銀行による鐘淵紡績債(1938年12月)の引受などである¹³⁾。すなわち社債浄化運動全体としては「そのスローガンと裏腹に担当の動揺があつたことがうかがえる」(松尾1999, p. 38)のである。しかし、これらは銀行対証券の対立というよりは銀行対大企業の対立とも言ふべきであつて、こうした一流債を除くと、二、三流債を中心に有担化は確実に進展してつたのである。

証券会社が銀行に対抗して無担保債引受けに進んだというラジアンとジンゲイレスの叙述はHoshi and Kashyap(2001, pp. 30-31)の叙述によっており、後者は小林(1980)の次の文章によつてつる。

しかし昭和8~12年は引受会社間の競争が激しく、もっとも激しい競争を行なつた証券会社が前述の申し合せに参加してつなかつたこともあり、10年以後は担保付社債の比率はふたたび低下した。

しかしながら、この小林の観察はかなり不正確である。まず、昭和10年以降の無担保債の増加については上述の特殊会社債の問題がある。また、引受競争が激しかったことは事実であるが、その競争は必ずしも証券対銀行でなく、銀行間のものが中心であつた可能性が強い。表8は1933年5月5日の申し合せ意向の引受状況を整理したものであるが、無担保債引受に占める証券会社のシェアはわずかであり、また1銘柄あたりの金額も小さく、一流会社にかかわつて銀行と証券が抗争したという判断はできないように思われる。

表8. 五代会申合わせ以降の社債発行

	1933年5月5日 ～年末まで	1934年中	1935年中
担保付社債			
銘柄数	48	74	54
金額(百万円)	371	1,035	500
無担保社債			
銘柄数	41	45	40
金額(百万円)	387	455	377
うち縁故募集			
銘柄数	10	8	9
金額(百万円)	2	5	4
うち証券会社引受募集			
銘柄数	9	12	15
金額(百万円)	41	70	74
うち満鉄			
銘柄数	4	4	5
金額(百万円)	115	105	115

注) 1934年の証券会社分には共同信託、鴻池信託、藤本ビルブローカー共同引受の2銘柄計10(百万円)が含まれていない。
資料) 日本興行銀行(1970)。

当時の社債有担化に関して銀行対証券という構図が適用しにくいことの第三の理由は、銀行の証券業進出、証券の銀行・信託業の進出というかたちで両者の間の垣根がかなり低くなっていたことである。まず、銀行が証券業に参入した例としては、1917年の三十四銀行をバックにした大阪商事の設立、1920年興銀による日興証券の設立、1916年の藤本ビルブローカー銀行の兼業部の設立による公社債業務の進出などがある(瀧見1989)。しかし、一層重要なのは証券業による銀行業、信託業さらには担保付信託業への進出である。年代順に例をあげると次のようになる。

- 1917年 山一合資(もとの小池合資)系の小池銀行(資本金300万円、もとの商栄銀行)の設立
- 1918年 東京現物団のリーダー神田鑑蔵による神田銀行(資本金200万円)の設立
- 1918年 有力仲買人織田昇次郎による織田信託の設立
- 1918年 大阪現物団のリーダー野村徳七(二代目)による大阪野村銀行(資本金1000万円)の設立
- 1920年 勸業債券月報社による日本勸業信託の設立

これらのうち手許の情報では、大阪野村銀行と神田銀行は、担保付社債信託業法上の受託会社の免許を受けている¹⁴⁾。

こうした事情からみると、証券業のトップ企業にとって有担化は必ずしも不利な動きではなく、かえって中小証券との格差を拡大するための好機ととらえられた可能性も否定できないであろう。さきにもたように結城総裁の要請に対して、主要証券会社は、条件付ながらも基本的には賛意を表明していることはこうしたことから首肯できるのである。

4. 金解禁

1930年代初頭の社債の有担化運動ないし社債浄化運動を推し進めた力が必ずしも銀行対証券という産業間の利害対立(special interest politics)によるものではないとしたならば、その運動の真の推進力は何であったのか、以下では、この問題が当時の金解禁政策や満州事変以後の軍事経済化への萌芽的動きにかかわる経済体質の強化運動と密接にかかわりをもっていたことを示唆しておきたい。

まず第一に注目すべきことは、この有担化運動の発端が井上準之助の1927年2月24日の信用調査講究会例会での講演および日銀総裁(在位1919年3月～1923年9月、1927年5月～1928年6月)としての1928年1月30日の東京手形交換所新年宴会演説にあったということである。これらの演説において井上は、社債引受における抗争が無担保債の発行を助長し、社債の不渡りが財界困難をさらに悪化させているとして、無担保債を絶滅すべき旨を主張したのである。井上のこうした主張は、井上の後を継いだ日銀総裁土方久徴の演説(1929年4月)に引き継がれ、さらに興銀総裁結城豊太郎(在位1930年9月～1937年2月)によって上述の申し合わせのかたちで実行に移されるのであるが、結城をかつて専務理事として安田保善社に送り込み、その後興銀に推挙したのはほかならぬ井上であった。井上は周知のように金解禁論者であったが、即時解禁論ではなく十分な準備を行なって解禁というのが持論であった。井上の言葉をかりると即時解禁論は「肺病患者にマラソ

ンをさせる」ようなものであるとされた。金解禁は浜口雄幸と井上蔵相によって1930年1月30日に実行されるが、社債有担化の主張は、そういった背景のもとで、金解禁実施以後次第に「広く世論」となって行ったのである(山一証券1956, p. 156)。社債の有担化と減債基金の採用によって社債権者を保護すべしという主張が1930年6月から1931年3月頃にかけて多くの新聞でみられるようになる。五日会による1931年6月5日の申し合せはこうした状況の中でなされたのである。金解禁は1931年12月13日に停止され、井上は1932年2月7日に暗殺されるが、以上からわかることは、有担化は「当時の政策担当者の見解」であったということである(松尾1999, p. 37)。

こうした背景から考えると、社債の有担化は金解禁実施のための政策として実施され人々に受け容れられた可能性が強い。デフレ政策の下で予想される社債デフォルトに対処するため、処理コストが少しでも低い担保付化が必要とされたのであろう。この意味で、社債有担化運動は金本位制復帰ないしその背後にあるマイクロ経済改革の一環としてなされたと考えられるのである。ラジャンとジンゲイレスの依拠する利害集団論(special interest politics)は、おそらくはこの問題に対しては限られた説明力しか持っていない。1930年代の経済政策は、政府介入思想の浸透とそれを回転軸とする各種政策構想間の対抗関係を抜きにしては語ることはむずかしいと思われる(寺西2003および2005)。

金本位制復帰の動きは、当初1923年加藤友三郎内閣(1922年6月～1923年8月)の下ではじまったが、これは首相の病没と関東大震災によって断念される。その後本格的な復帰の準備工作が、若槻礼次郎内閣(第一次, 1926年1月～1927年4月)の下で片岡直温蔵相(1926年9月～1927年4月)によって実行に移された。これは、次のような内容をもつ政策パッケージであった。ひとつは外貨準備にかかわる財政の技術的工作であり、(i)為替相場のひき上げをねらった正貨の現送、(ii)在外正貨の充実のための外債募集の抑制緩和および(iii)投機資金の流入を阻止するための低金利政策。いまひとつは、財界再建のために予想されるすさまじいデフレ・インパクトへの対応のための基礎工作であ

り、(i)金融制度の整備のための金融制度調査会の設置(銀行法の準備)および(ii)金融機能の整備のための震災手形処理2法案の準備であった(片岡1934)。片岡による金本位制復帰も金融恐慌(1927年3, 4月)により頓挫するが、1927年2月の井上準之助の講演が、こうした動きを意識せよになされたとは考えにくい。井上はこの頃台湾銀行調査会の会長をつとめるなど、片岡蔵相と密接な関係の下に行動していた。そして、その後の井上自身による金本位制実施に至る過程での社債有担化への動きは、まさにデフレ・インパクトへの対処のための政策としての性格を色濃くもったと考えざるをえないのである。すなわち、予想される社債デフォルトの頻発にそなえてその処理を容易にすることで解禁政策のスムーズな実施をはかったと推察されるのである。

デフレ・インパクトに対する緊急措置、すなわち不況・企業倒産の激増・社債デフォルトの頻発といった予想される事態への緊急的準備として有担化は進められた。デフォルトの頻発はやむをえないものとして、その処理に伴うコストを少しでも小さくすることに政策の主目的があったのではなかろうか。

有担化は、その後長らくわが国の社債市場のあり方を規定した。少なくとも1985年に戦後最初の無担保債(TDKのもの)が発行されるまで、戦後の社債は全て担保付であった。このことは担保を多く保有する重厚長大の産業構造を強化したと思われるし、逆に知的産業などの資金調達を阻害する効果をもったと考えられる。しかし、これらのことはいずれも1930年代初頭の有担化推進の意図したものではなかったのである。

1937年以降戦後につらなる社債の信用割当のシステムは、市場の失敗を防止しようとする政府介入思想の立場から構築された。それに先だつ1930年代はじめの社債の有担化は、金本位制の自動調節機能により市場の規律づけを有効ならしめたいという政府介入否定の伝統的自由主義経済の立場にかかわり、金本位復帰のデフレ・インパクトの備えとしての性質をもつ。

5. 結びにかえて：経済政策思想の役割

ラジャンとジンゲイレスも述べているように、

彼等の援用する政策決定論である利害集団論は Stigler(1971)Becker(1983)などに代表される。シカゴ学派の伝統を受け継ぐものである(邦訳 p. 240 注(11))。

この理論は、しかし、関税や貿易政策などの明確に定義された比較的小規模の利益集団が存在する個別政策の決定論としては有用であるが、利益集団の定義があいまいでそのサイズが大きいつきは、フリーライダー問題が生じるため必ずしも有効でないことが指摘されてきた。すなわち、Olson(1965)は大集団については何らかの別個の非集团的便益や強制メカニズムがないかぎり、集団行動は成功しがたいとし、North(1981)は強いイデオロギーが存在するばあいフリーライダー問題は克服される可能性がある」と論じた。ラジャンとジンゲイレスの基本的ロジックはまさにこの点に注目したものであった。すなわち市場の発展の恩恵は容易には特定しえない大集団に帰するため、人々はそのための集団行動をとるインセンティブが小さくフリーライダー問題が生じるのに対し、銀行業界などの小集団はその既得権益を守ることに由る便益が相対的に大きくかつ明確であり、集団行動を効果的に行う。このため市場は既得収益者による反市場運動という攻撃に常にさらされているというのが、ラジャンとジンゲイレスの基本的主張であった。こうしたロジックから市場を守ることの重要性を広く周知し、強いイデオロギーとして政治に働きかけなければならないというグローバリズム推進の政策提言が導かれるのである。

しかしながらこのロジックは、経済思想ないしイデオロギー間のせめぎあいが、既得収益をもつ小集団をもまきこんで、影響を及ぼすという状況には適用不可能である。1930年代の日本は、おそらくこうした状況にあったのである。市場メカニズムの貫徹か政府介入による解決かという、大きな経済政策の構想間の対抗が前提としてあり、銀行界も証券界もその既得収益を追及したとしても、それは限定された意味しか持っていなかったのではないだろうか。1930年代に生じた経済政策のグローバルな大反動(“great reversal”)を分析するには、シカゴ学派的な利害集団論は必ずしも十分な道具立てではない。しかも、有担化を国家による経済介入

に関連づけて、政府の市場介入と銀行の権益追求が合致したとするラジャンとジンゲイレスの主張は、おそらく全くの誤りである。1930年代初頭の有担化の動きは、民政党による市場メカニズム貫徹論にかかわるものであったからである。

以上われわれは、1930年代はじめの社債有担化が金解禁の下で予想されるデフレ・ショックへの緊急対策の一部をなすのではないかと論じた。このことは、当時の政策の選択肢として、情報開示推進などのアメリカ的な対策がありえなかったことを意味している。金解禁を押し進めた市場メカニズム貫徹論者の立場から言うと、情報開示は長期的な市場育成策としては、理論的に重要な意味をもったと思われる。しかし、当時の切迫した状況はそうした長期的対策をとる余地を与えなかったのではないかというのがわれわれの分析のいまひとつの含意である。最後に、われわれがラジャン・ジンゲイレス仮説にかかわるものとして提示した代替仮説であるが、この仮説の論証自体はまだ状況証拠に基づく間接的論証であることを明記しておきたい。たとえば、井上の講演などの中に金解禁と有担化を直接結びつけるエビデンスを発見することが残された課題である。

(一橋大学経済研究所)

注

* 本稿作成にあたって RA として計量分析を行ってくれた猪口真大氏(現在京都産業大学)と笠原哲也氏の協力に厚く感謝する。また1月25日の研究所定例研究会での所員諸氏からのコメント特に香西泰、清川雪彦、北村行伸、加納悟、黒崎卓、祝迫得夫などのコメントから多くの示唆を得た。コメントに基づき回帰分析をやりなおし、また解釈についても詳しい再吟味を行なった。分析のねらいと含意についても、初稿ではかなり誤解を招きかねない部分があったので大幅に書き直した。

1) 通常は一定の減債基金を毎期積立てるという減債基金条項を社債契約に付け加えることであるが、わが国ではそれまでの発行会社の都合による随時償還にかえて定時分割償還を行うことを意味した(竹中 1956, p. 81)。

2) しかも、数次分割して発行される社債をいづれも同一順位に担保することが可能となった。従来はこの分割発行方式が認められないため、発行額に比し均衡を失する膨大な財団担保を組成せねばならず、かつ2回目以降の発行に際してはその都度後順位の担保権の設定が必要であり、一番抵当以外の社債の発行は実

際上非常に困難であった(竹中 1956 および板橋 1934)。

3) 大蔵省、日銀もこの方針に賛成し、日銀は無担社債を適格担保から除外する措置をとった。

4) 一般的に言う、担保付とすることで、社債への投資者のリスクは軽減されるだけでなく、社債発行企業のモラル・ハザードを防止することができる。しかし他方、担保とする資産を持たない新企業とか資産の担保化のむずかしい知的産業関連の企業の社債発行は抑制される。

5) これに加えて、担保付は発行手続きが大変で、簡便な無担保債が選考されたという事情もある。たとえば単名手形で融資を受けたあとこれを無担保社債化することがしばしば行なわれていた(小林 1980, p. 64)。

6) 「担保付で発行するのは業績に難点のある二、三流社債に多かったため、その信用は却って無担保債に及ばないという弊風が存していた」(竹中 1956, p. 74)

7) また1件あたり発行高がデフォルト額で有担無担には大差がないが、後に説明するように、無担保債には、多数の発行高の規模の小さい縁故募集や自己募集のものが含まれており、それを考慮すると無担のものが1件あたり発行額も大きく大企業の多くが無担保債を利用していった。

8) 社債募集の委託を受けた会社が、社債の償還を得るに必要な一切の権限をもつことおよび社債権者集会の招集、議事、決議などについての明確な規定が与えられたのは1938年の商法改正においてであった(松尾 1999, p. 43)。

9) 戦後の数字(1956年6月から1985年4月にかけて)であるが、100円あたりの受託会社の収入は受託手数料30銭(当初経費)、信託手数料25銭(期間経費、毎年)、元金償還手数料50銭(償還時)および利金支払手数料(毎年、対利金額1円30銭と定められていた。利率7%の7年債100億円の担保を受託すると手数料は3億1800万円、年あたり4543万円であり、発行企業にとって0.45%のコスト上のせとなる(松尾 1999, p. 58)。

10) 大正11年(1922年)信託業法が制定され信託会社が設立されはじめた。信託業法に基づく信託会社も担保付社債信託業務を営業するには、あらためて担保付社債信託法の許可が必要であった。

11) アメリカについては、既得権益者は投資銀行であり、銀行の収益特に国立銀行による投資銀行小会社業務の兼営を働きかけたことは事実であるが、このことが何故金融市場の抑圧につながったのか、Rajan and Zingales(2003)の説明は必ずしも明快でない。

12) ただし、同時に「当時有力会社には、無担保債発行を以て「一流」会社であると考えた如き弊風が存在していたが……当時の経済情勢上引受業者の競争は激しく、社債発行者の立場は相当強固なものがあつたので、本行としてもやむをえず無担保債の発行に参画した場合もあり、浄化運動の真の奏功は、日華事変期に於いて初めて期待されることとなった」(pp. 356-357)とも述べている。

13) こうした銀行側の「弱腰」を非難されたため、1935年9月担保付債を発行することを拒否した台湾電力債の借換えの際、興銀は引受シンジケート団を脱退し、有担化への姿勢を示すという行動さえとっている。また王子製紙社債のばあいなどでは、当該無担保

債の償還までは他の担保の供与をせず、あるいは他に担保を供与するばあいは、それと同等の権利を当該無担保債の社債権者に与えることなどの特約付とした。

14) ただし、山一証券は、1934年に千代田信託を買収し、同社と担保付社債の受託会社とすべく大蔵省と交渉したが許可が得られなかった。

参考文献

- 藤野正三郎・秋山涼子(1977)『証券価格と利子率』一橋大学経済研究所日本経済文献センター。
 板橋菊松(1934)『社債の実際知識』千倉書房。
 片岡直温(1934)『大正昭和政治史の一断面』西川百子居文庫。
 小林和子(1984)「確立期」志村嘉一編著『日本公社債市場史』東京大学出版会。
 松尾順介(1997)「戦前日本におけるデフォルト社債処理——事例の紹介と検討——」『証券経済研究』第7号, pp. 61-82。
 松尾順介(1999)『日本の社債市場』東洋経済新報社。
 日本銀行(1984)「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——」日銀金融研究所研究資料(55), 研2-1。
 日本興行銀行(1970)『社債一覽』。
 日本興行銀行(1957)『日本興行銀行五十年史』。
 志村嘉一編著(1980)『日本公社債市場史』東京大学出版会(公社債引受協会『日本公社債市場市』)。
 菅谷隆介(1988)「社債浄化運動」有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社。
 竹中半壽(1956)『我国公社債制度の沿革』酒井書店。
 寺西重郎(2003)『日本の経済システム』岩波書店。
 志村嘉一(1969)『日本資本市場分析』東京大学出版会。
 薮見誠良(1989)「証券財閥」渋谷隆一・加藤隆・岡田和喜(編)『地方財閥の展開と銀行』。
 山一証券(1956)『山一証券史』山一証券。
 Becker, Gary S. (1983) "A Theory of Competition Among Pressure Group for Political Influence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.98, No. 3, pp. 371-400.
 Hoshi, Takeo and Anil Kashyap (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan*, The MIT Press.
 Konishi, Masaru (2000) "Bond Underwriting by Banks and Conflicts of Interests: Evidence from Japan During the Pre-war Period," *Journal of Banking and Finance*, Vol.26, No. 4, pp. 767-793.
 North, Douglas (1981) *Structure and Changes in Economic History*, New York: Norton.
 Olson, Mancur (1965) *The Logic of Collective Action*, Cambridge Mass: Harvard University Press.
 Rajan, Raghuram G. and Luigi Zingales (2003) *Saving Capitalism from the Capitalists*, Princeton University Press(堀内昭義他訳『セイヴィング・キャピタリズム』慶応大学出版会, 2005)。
 Stigler, George (1971) "The Theory of Economic Regulation," *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No. 1, pp. 3-21.
 Teranishi, Juro (2005) *Evolution of the Economic System in Japan*, Edward Elgar.