

戦間期日本の「社債大衆化時代」における社債法

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2015-06-15 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 椽川, 泰史 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.14945/00008695

論
說

戦間期日本の「社債大衆化時代」における社債法

橡
川
泰
史

- 一 はじめに
- 二 第一次世界大戦期から昭和初年までの社債をめぐる情勢
- 三 社債の引受機構の発展と社債法
 - 1 社債法制の基盤整備
 - 2 反動恐慌以降の社債市場拡大と引受機構の整備
 - 3 引受機構への社債法の対応
- 四 結語に代えて

一 はじめに

現在、社債流通市場の整備が必要であることについては、多くの論者の指摘するところである。^①すなわち、平成五年の商法等の改正において、社債発行の仕組みを合理化して、社債による資金調達コストを低減したにもかかわらず、流通の仕組みの不合理さ、とりわけ社債の受け渡しと売買代金決済の方法の面倒さが残されている。そのため流通市場が機能せず、普通社債発行残高が順調に伸びているのに対して、売買回転率は低い数字にとどまっている。^②

ところで、大正後期ないし昭和初年の時期から敗戦までの期間、日本企業にとつて、直接金融に関しては新株発行ではなく社債発行によるところが大きかったことは、日本金融史上よく知られた事実である。すなわちこの時期の社債市場は、発行市場も流通市場も大変に盛んであり、むしろ現在の社債市場よりも、社債が有価証券らしく振る舞っていたと言えよう。

これに関して注目すべきことは、商法の社債に関する規定および担保付社債信託法は、明治四〇年代から大正前期にかけて整備されて以降、上述の平成五年商法改正まで、骨格の部分は変更されていないという事実だろう。むしろ、戦前は証券取引法がなかった分、社債という有価証券の発行・流通の仕組みに関する重要な法規定が欠けていたとも言えるだろう。ところが、戦後になって、証券取引法も整備されたのに、かえって社債は流通しなくなってしまったのである。そもそも企業が（電力業界のような特定業種を除けば）社債による資金調達には積極的ではなくなつた。確かにいわゆるバブル経済の時期には直接金融による資金調達の一環として社債も企業金融の柱の一つとなつてはいたが、それもワラント債などエクイティ・ファイナンスに偏っており、普通社債の発行は依然として活発ではなかつた。有価証券法は、証券が輾転流通することを前提としていることから生じる証券特有の利害衝突を調整するために、

民法の物権法や債権法だけでは与えることのできない救済を当事者に提供する法領域である。しかし、一片の法律で、ある証券を流通性ある証券であると規定しただけで、証券が流通しだすはずがないことはほぼ自明であろう。証券が流通性を帯びるためには、証券を発行する需要、有償で証券を取得する需要、証券の流通の仲介と決済を行う機構など、その証券を流通させるための様々な社会制度によって支えられていなければならないからである。逆に、こうした制度が用意されているのなら、法が流通性を与えていなくても証券が流通しだすということも、実際に起こり得ることである。³⁾

戦後、社債の流通性に何が起きたかについては、右の点に留意すれば説明がつくのではなからうか。すなわち、社債という証券の流通性を支える種々の制度が、いろいろな事情から機能しなくなり、その結果戦前にみられたような活発な社債市場も廃れてしまったと考えるわけである。

さて、右のような見方が正しいとすると、上述のような意味での有価証券法の一部として社債法を考える場合には、社債の発行・引受・流通の仕組みが戦前から戦後にかけてどのように変化してきたのかをみるが大変重要になる。この意味での有価証券法が提供する種々の法原則は、そうした実際の仕組みの中で生じる紛争について有効に機能するように設計されていることが要求されるはずであり、その仕組みが変容してきているのであれば、社債法自体の妥当性を再度検証することが肝要になるからである。とりわけ、冒頭述べたとおり、ようやく無担保社債の発行残高が延びてきている現在、社債法が現実の流通システムと整合性をもった法原則を提供できるか否かは、ますます現実的な問題となるはずである。

本稿の目的は、こうした問題意識から、まずは大正後期から昭和初期にかけての社債大衆化時代に焦点を当てて、その当時の社債法規整のあり方と、市場の実態とを整理・検討することにあてる。戦後以降の社債法規整や社債法理

論の進展と、戦前期の社債法理論との比較検討など、理論的な整理は次稿の課題としたい。⁴⁾

二 第一次世界大戦期から昭和初年までの社債をめぐる情勢

上述のとおり、第一次大戦後のいわゆる反動恐慌が起きた大正九（一九二〇）年前後から戦時金融統制時代に至るまでの時期の日本企業は、資本市場から直接資金を調達する場合、株式よりも社債に多くを負っていたことを特徴としていることは、つとに知られた事実である。⁵⁾

ところがこの時期、日本では、明治二六（一八九三）年制定の取引所法はあったものの、これは証券取引以外の商品取引をも包含した取引所の組織と、そこでの取引方法を一般的に規律したものであり、いまだ証券取引法は制定されておらず、明治三八（一九〇五）年制定の担保附社債信託法の他は、明治四四（一九一一）年商法そのもので証券の発行・流通を規整していた。そしてこの商法の社債に関する規定は、基本的な部分についてはその当時から平成五（一九九三）年改正までの間、改正されてこなかったのである。

つまり、第一次大戦終結後から金融恐慌を経て戦時体制が確立するまでの期間、日本企業は、直接金融に関しては主として社債に依存して資金調達をしていたのだが、有価証券としての社債の権利義務関係を定める法規自体は戦後、社債が企業金融の世界ではほとんど顧みられなかった時期のものとそう変わりはなかったし、むしろ、証券取引法が欠けている点は、今日からみると明らかに未整備な部分と評価せざるを得ない。

実際、昭和初年の金融恐慌期には、多くの会社の普通社債が元利払不能（デフォルト）に陥り、とりわけ無担保社債については、もともと償還能力が乏しかったことがデフォルト後に明らかになり、当然債権回収もほとんど不能と

なる例が頻発したため、担保附社債も含めた社債全般への不信感が増大した。しかしこうした不信の念は、昭和五八年頃（一九三〇〜三三年）のいわゆる社債浄化運動を経て鎮まり、むしろ優良な社債への人気が高まり、とりわけ昭和九〜一〇（一九三四〜五）年の時期には社債市場は再び活況を呈し、また、この時期発行された社債にはデフォルトの事例は見られなかったのである。⁶⁾

さて、大正後期から社債浄化運動に至るまでの時期の社債市場の目立った特徴は、一般投資家の社債保有が比較的多いことと、無担保社債が主流であるという点である。一般投資家の保有が多い原因としては、大正九年の大戦終結後の反動恐慌以降、日本経済が全体として不況期にあり預金金利も株式市場も低調であったのに対して、社債は相対的に高利回りで発行されたため魅力ある投資先として現れたことに求めているまい⁷⁾。また、無担保社債が社債の主流を占めていた原因として、担保附社債が二、三流の社債に多かったため、無担保社債ならば優良社債、無担保なら不良社債と一般に観念されていたためと言われている。⁸⁾

こうした見方は、この当時の社債市場が、利回り計算と発行会社の償還能力とを勘案して投資を決断した投資家によって形成されていたことを示唆している。そうした投資家の判断が市場に反映するためには、市場の側が投資判断を適切に汲み上げるだけの仕組みを備えていなければならない。そのような仕組みが、どのようにして提供されていたのかを以下で概観していこう。

三 社債の引受機構の発展と社債法

1 社債法制の基盤整備

戦間期日本の「社債大衆化時代」における社債法

我が国における社債発行の嚆矢とされるのは、明治二三（一八九〇）年四月大阪鉄道会社による総額二六万八五〇〇円の社債発行であるが、これは同月公布された旧商法二〇六条の規定に基づいていたとはいえず、同法はまだ発効しておらず、法律の明文の根拠なく発行されたことになる。⁹⁾

社債という証券そのものの根拠規定は、実際には、同年八月の「商法第二百六条ニ依り発行スヘキ債券ニ関スル件」（明治二三年法律第六十号）が最初のものである。その後、旧商法（明治二六年）、新商法（明治三二年）を経て、明治四四（一九一一年）改正商法の一九九条に引き継がれたものが、本稿が主に対象とする時期において、社債という有価証券が存在するための根拠規定であった。¹⁰⁾

同条では、社債は「募集」されるものであり、しかもその発行には総会の特別決議を要するとされていた。¹¹⁾

当時の一般的な学説では、特別決議を要するとされた趣旨については、社債の募集が会社事業・会社の財政状態に従って株主の利益に影響するところが大であるため、通常の個別的消費貸借等と異なり、取締役の自由裁量に一任せず株主の意思を問ひ、株主保護を講じたものであると解されていた。¹²⁾これは社債が公衆に向けて大量に発行される証券であることを前提とした理解である。¹³⁾すなわち、同条の「募集」という文言は公衆への証券の売り付けを意味すると解されていたわけである。¹⁴⁾

従って、当時の商法において、社債は「会社が公募する債券」と定義されていたと言つて良からう。

さて、公募するためには投資家が「公衆」として集まっている場、すなわち資本市場に対して売り出さなければならぬ。資本市場では資本はただ単に投資家から資本調達者に向けてのみ流れているわけではない。投資家同士の間でも、投資そのものが資金調達者への「権利」として、証券という形をとつて取引されている。したがって、社債を公募される債券として位置づけたということは、社債というものを資本市場に対して、市場参加者同士の取引の対象と

して供給することを意味していたと言える。

実際、国債の上場及び流通価格の維持を主要な動機として、明治一一二(一八七八)年には早くも東京株式取引所が債券の流通市場として成立し、これに次ぐ約十年の間に、大阪、横浜、神戸、名古屋などに次々と取引所が成立していた。⁽¹⁵⁾すなわち、公募される債券という社債の定義は、現実に成立している債券市場を前提としたことであつた。⁽¹⁶⁾

しかし、法律によつて公募される債券と定義されただけでは、社債という証券が現実に市場に供給されることは保証されない。公募による起債を成功させるためには、会社側と投資側の需給が一致しなければならぬからである。すなわち「公衆」という觀念で表されているのは、たまたま余裕資金を有している投資家や他の企業であり、その余裕資金をどれくらいの条件でなら社債に投入しても良いと考えているのかは、個々の投資家・企業によつて当然まちまちなはずである。起債が成功するためには、こうした「公衆」のバラバラの欲求を睨みながら、会社に必要な資金量を、しかも償還可能な条件で不足なく集められなければならない。こうした作業は、市場の情勢に通暁している者でなければできないが、一般の事業会社がこうした人材を常に雇い入れるのは無駄である。

とりわけ、巨額な起債をもくろんでいるような場合には、日常的に市場と接している者の助けが切実に必要になる。そこで実際には、会社が直接市場に向けて投資家を募集するのではなく、市場の情勢に通じた業者に市場への売り付けを委ねる方が良いと判断されることになるわけである。

このとき、売れ残りがでた場合の残額について責任を負いつつ社債の売り出しを行うのが、アンダーライティング(underwriting)といわれる業務である。この業務を行う業者(アンダーライター)に頼れば、アンダーライターが発行危険を負担することになるから、発行会社と専門のアンダーライターとの相談で起債条件を決定することになり、常時資本市場とのつながりはない発行会社が自ら起債条件を決める場合よりは、より適切な起債が可能になる。すなわ

ち、アンダーライティングが可能になれば、発行会社は市場に対して、より流通しやすい社債を供給できるようになる。それでは、明治四四年改正商法は、こうしたアンダーライティング業務に対する配慮をどのようにしていたのだろうか。

アンダーライティングのための法的な形式としては、アンダーライターが債券売出し業務を請け負いつつ売れ残りが出た場合に残額全額買い取ることを約する方式、アンダーライターがはじめから全額買い取って市場に分売する方式、の二つのものが考えられる。

日本の実務では、前者の形式は引受募集、後者の形式は総額引受と呼ばれる。

このうち総額引受に関しては、明治三八（一九〇五年）に制定された担保附社債信託法（以下、担信法）ですでに、いくつかの規定で配慮がなされていた。

同法の関連条文をまとめて掲げておく。

第三条

委託会社ハ信託契約ニ依リ社債ノ募集ヲ受託会社ニ委任スルコトヲ得此ノ場合ニ於テ信託契約ニ別段ノ定ナキトキハ受託会社ハ債券ノ発行、社債ノ償還及利息ノ支払ニ関スル一切ノ行為ヲ為ス權限ヲ有ス

第二四条

前条ノ場合ニ於テハ第二十二條ニ掲ケタル公告ハ受託会社ニ於テ之ヲ為スヘシ
前項ノ公告ニハ受託会社力委託会社ニ代リテ社債ノ募集ヲ為ス旨ヲ記載スヘシ

第二五条

受託会社ハ信託契約ノ定ムル所ニ依リ社債ノ総額ヲ引受クルコトヲ得

前項ノ場合ニ於テハ第二十二條及前條ニ定メタル公告ヲ為スコトヲ要セス

第二七條

受託会社力第二十五條第一項ニ依リ引受ケタル社債ヲ讓渡サムトスルトキハ其ノ旨ヲ公告スヘシ

前項ノ公告ニ記載スヘキ事項ニ付テハ第二十二條ノ規定ヲ準用ス

受託会社ハ社債ヲ讓受ケムトスル者ノ請求アルトキハ營業時間内何時ニテモ信託証書又ハ其ノ謄本ヲ閱覽又ハ謄写セシムヘシ

第二八條

受託会社力前條ノ規定ニ依リ社債ヲ讓渡シタル場合ニ於テハ委託会社ニ代リテ其ノ社債ノ償還及利息ノ支払ニ関スル一切ノ行為ヲ為ス權限ヲ有ス

第二九條

委託会社又ハ受託会社ハ信託契約ノ定ムル所ニ從ヒ第三者ヲシテ社債ノ総額ヲ引受ケシムルコトヲ得

前項ニ依ル社債総額ノ引受ハ之ヲ商行為トス

第一項ニ依リ社債ノ総額ヲ引受ケタル者ハ其ノ引受ケタル社債ヲ分割シテ之ニ相当スル債券ノ發行ヲ委託会社ニ請求スルコトヲ得

受託会社力信託契約ニ依リ債券發行ノ權限ヲ有スルトキハ受託会社ニ對シテ前項ノ請求ヲ為スコトヲ得

第三二條

会社ハ合同シテ社債ヲ發行スルコトヲ得此ノ場合ニ於テハ社債ノ募集ヲ受託会社ニ委任シ又ハ受託会社ヲシテ社債ノ総額ヲ引受ケシムヘシ

二五条では、受託会社が総額引受できると定めているが、ここで言う受託会社とは、社債に付される物上担保の信託受託者たる信託会社のことである。即ち同条は、発行会社と信託会社の間に行われる信託契約中に、物上担保設定のための条項と併せて、発行する社債券の総額を信託会社が引き受ける旨の約定を設けることを要件として、総額引受を認める。

その効果は、発行会社による公告が省略され得るところである。しかし、この条文は総額引受の場合について一切公告を不要としたわけではない。二七条一項では、総額引受した社債を他に譲渡するときには、発行会社がなすのと同様の公告が要求される旨規定されている。¹⁷⁾

そして、ここで注目すべきことは、受託会社以外にも総額引受をすることができるとし、かつ、これを商行為であると定めた二九条一項・二項である。信託会社以外の業者、すなわちアンダーライターにも総額引受ができるものとされているわけである。そして、この第三者が社債券を売り出す場合も、信託会社の総額引受と同様の規制を受ける。つまり担信法では、発行会社ではなくて他のアンダーライター（受託会社である場合も、そうでない場合もある）が社債を売り出すことが認められ、この場合には、アンダーライターが市場に対して社債の内容を開示する義務を負うことになつてゐるのである。

これに対して引受募集の方式に関する規定は、明示はされなかつた。しかし信託契約中で受託会社に債券発行を委託でき、その場合も公告は受託会社が行う旨の規定は置かれており（二三、二四条）、信託契約中で残額についての受託会社の買い取り義務の取り決めることについて禁止もしていないわけだから、消極的には引受募集方式による発行も認めていると言えよう。¹⁸⁾

このような規定は、明治三二（一八九九）年の新商法制定時には存在していなかつたのに、なぜその六年後になつ

て、このような詳細にわたって総額引受に関する条項が設けられたのであろうか。

担保法成立の目的は、外資導入であつたといわれる。すなわち、外債発行については担保を付することが絶対的の要請であつたため、財団抵当の制度と同時に担保法が制定された。¹⁹⁾ 事実わが国の担保付社債発行の嚆矢をなすのは、明治三九(一九〇六年一月)に日本興業銀行を受託会社として北海道炭礦鉄道株式会社がロンドンで募集した一〇〇万ポンドの社債である。²⁰⁾

もともと社債制度発足のころは発行企業による直接募集による発行が普通であつた。²¹⁾ しかし、外国市場で起債するために、専門のアンダーライターに頼らざるを得ないことは明らかである。したがつて、外債発行を念頭において制定する以上、アンダーライティング業務に対する何らかの配慮をすることは、むしろ当然であつた。²²⁾ こうした背景から、担保法には商法に欠けていた募集手続への配慮が盛り込まれたのであつた。

さて、明治四四年商法改正での社債法改正の眼目のひとつは、社債申込について公告主義を捨てて社債申込証制度に切り替へたことであつたが、もう一つの眼目は、担保法の制定を受けて、社債の募集形態について、直接募集以外の募集方法について規定することにあつた。

以下、関連条文を掲げよう。

明治四四年改正商法

第二〇三条

社債ノ募集ニ應セントスル者ハ社債申込証ニ通ニ其ノ引受クヘキ社債ノ数及住所ヲ記載シ之ニ署名スルコトヲ要ス
社債申込証ハ取締役之ヲ作り之ニ左ノ事項ヲ記載スルコトヲ要ス

一 会社ノ商号

二 第一百七十三条第三号乃至第七号ニ掲ケタル事項⁽²³⁾

三 社債発行価額又ハ其最低価額

四 会社ノ資本及ヒ払込ミタル株金ノ総額

五 最終ノ貸借対照表ニ依リ会社ニ現存スル財産ノ総額

六 前ニ社債ヲ募集シタルトキハ其償還ヲ了ヘサル総額

社債発行ノ最低価額ヲ定メタル場合ニ於テハ社債応募者ハ社債申込証ニ応募価額ヲ記載スルコトヲ要ス

第二〇三条ノ二

前条ノ規定ハ契約ニ依リ社債ノ総額ヲ引受クル場合ニハ之ヲ適用セス社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社カ自ラ社債ノ一部ヲ引受クル場合ニ於テ其ノ一部ニ付亦同シ

第二〇四条

社債ノ募集力完了シタルトキハ取締役ハ遅滞ナク各社債ニ付其ノ全額又ハ第一回ノ払込ヲ為サシムルコトヲ要ス

第二〇四条ノ二

社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社ハ自己ノ名ヲ以テ会社ノ為ニ第二〇三条第二項及前条ニ定ムル行為ヲ為スコトヲ得

この改正でも、総額引受については明示的に定められたが（二〇三条ノ二前段）、引受募集については間接的な規定しかされていない。すなわち、二〇三条ノ二後段の「社債募集ノ委託ヲ受ケタル会社カ自ラ社債ノ一部ヲ引受クル場合」には、あらかじめ募集委託契約中に受託会社の残額買い取り義務が約束されていたために、その契約の履行とし

て受託会社が社債を買い取った場合も含み得るだろうと思われる程度である。²⁴⁾

二〇四条ノ二により、発行会社から社債募集の委託を受けた者は、社債発行会社の為に社債申込証を発行し、払込を受けることができるとはされている。しかしここで問題は、総額引受および引受募集に際して、受託会社自らが引受人となった分の売出に関しても、同条の適用があるかである。条文の文言だけからは、募集について委託を受けた分についてだけ社債申込証の作成ができるように読むのが自然であるし、当時の学説も、募集受託者が自己の引受分を再度市場に売出す場合については、商法にはなんらの手当がないものと解していたようである。²⁵⁾

2 反動恐慌以降の社債市場拡大と引受機構の整備

この明治四四年の改正以後、社債の発行高は、大正三（一九一四）年に勃発した第一次世界大戦の頃から急激に膨張しはじめた。大戦中は日本は非常な好景気になり、証券市場も大いににぎわったが、大戦終結後の大正九（一九二〇）年の反動恐慌により株式市場は崩壊状態に陥り、その後も株式市場は低調であった。しかしこれに対して、社債市場は恐慌発生後も依然として、発行市場も流通市場も非常な活況を呈したのであった。²⁶⁾

先述したとおり、反動恐慌後の日本の社債市場の特色は、無担保社債が主流であった点と、一般投資家の保有が比較的多かつた点が挙げられる。無担保債を保有しようとする一般投資家は、発行会社に関する投資情報を何らかのかたちで入手していなければ、そういった決断を下しにくいはずであるが、この時期の社債法制で、そうした投資情報開示の制度が充実していたようには思われない。右に見た商法や担信法が要求する社債申込証または公告により開示される情報だけで、投資判断の基礎になるとは到底思えないし、当時の取引所法には、開示規定はまったく欠けていた。それでは当時の投資家は、全くの投機目的で無分別に社債市場に参入していたのだろうか。

反動恐慌や震災不況の中でも社債市場が拡大を続けた要因としては、資金需要の減退に伴う金利低下にもかかわらず銀行貸出金利があまり下がらなかつたこと、株式市場からの資金調達が困難であつたこと、鉄道・海運などの業種の起債意欲が恒常的に存したことや他の事業者も震災復興資金や借換需要がそれなりにあつたこと、電灯電力会社の統合により巨大な資金需要者が生じたことなど、資金調達側の事情もあがるべきであろうし、また銀行貸付高の低下により銀行の余資産運用先として債券への需要が高まつたことも見逃せない。

しかし、こうした企業—銀行間の資金の循環だけではなく、一般投資家の資金投下先として社債が機能していたことが、社債法との関連では重要である。こうした環境の下では、アンダーライターの意味での引受業者が発行会社と一般投資家とを繋いで、一般投資家による社債への応募が円滑に行われるように取り計らうことが、社債を實際に有効に利用される有価証券とするために重要になるからである。

右に述べたように、大正後半期を通じて社債市場は拡大を続けていたが、昭和二—三（一九二七—八）年の金融恐慌時には、大正一五（昭和一）年の事業債発行高が五億二千万円余だつたものが、昭和二年には六億二千万円余、さらに翌昭和三年には一二億円余と前年から一挙にほぼ倍増するなど、まさに空前の社債ブームが到来し、大量の社債が市中に向けて発行された。²⁸この時特徴的であつたのは、金融恐慌により五大銀行を中心とした大銀行への預金集中が起き、これによつて巨額の余資を生じた銀行が、大量の債券を保有したことである。大正一三（一九二四）年には社債現在高に占める普通銀行の保有割合は一五・五%であつたのに対して、昭和三（一九二八）年には三三・五%にまで伸びていることから、²⁹金融機関、とりわけ普通銀行への資金集中が進んでいたことが看取できる。しかし、金融機関および政府預金部以外の株式保有も四割以上、額にして一八億円にも達していた（ただしこの中には預金部以外の政府資金や地方公共団体の保有も含まれるので、全額が一般投資家の保有分とは言えないが）。³⁰こうして反動恐慌に

始まる社債の大衆化は、金融恐慌期にピークに達したのである。

大正後半期から昭和初年にかけて投資家が社債への投資を愛好した理由としてよくあげられることは、まず第一に預金や株式に比べて好条件の社債発行が相次いだこと、第二にこの間の発行企業の業種が鉄道、造船、電気など不況に比較的強い産業を中心としていたため投資家の信用が集まったこと、第三に低金利の中で銀行・信託などの大口の投資家が、余資運用先を社債に求めざるを得なかったことなどである。もつとも昭和三年の社債ブームの時期は、市場金利の急速な低下による借換債の大量発行と、更なる金利低下への期待からの投機的社債購入とが組み合わさった一種の社債バブルの時期だったということは大いにあり得ることだが、こうした投機的な投資行動のみで大正後半期の着実な社債投資の伸びを説明することは余り一般的な認識ではないように思われる。

では、この間、社債への投資にに応じてきた一般投資家は、社債への資金投下という判断の合理性をどのような仕組みで担保してきたのだろうか。

これには、引受（アンダーライティング）機構の整備が、とりわけ発行市場において大きな役割を果たしたと思われる。

この時期の社債発行形態としては、引受募集によるものが比較的多かったようである。⁽³²⁾ 外債発行の形態に関しては、国債の経験が先行しており、これが担信法制定や商法改正にも影響したと思われることは先述したが、内国債募集の形態に関しても国債募集の慣行が社債に大きく影響し、大正初年の頃から引受シンジケート団（以下、シ団と略す）の結成が多く行われるようになっていた。⁽³³⁾ 例えば満鉄は大正八（一九一九）年七月第八回社債二千万円の公募に際して引受シ団を結成したが、そのメンバーは、日本興業銀行、横浜正金銀行、台湾銀行、朝鮮銀行、第一銀行、三井銀行、三和銀行の七銀行であった。⁽³⁴⁾

当初、シ団メンバーは銀行により組織されるのが普通だったが、大正一二（一九二三）年に信託業法が施行されて以降は信託会社の引受業務への進出も著しく、また、銀行証券部や株式仲買店から発生した公社債を主業とする機関が本格的に引受業務に進出してきた。³⁵ こういった証券業者は、もともとは取引所外で行われていた現物取引を扱う現物商と呼ばれる業者であったものも多かった。現物商は取引所法の規制の下になく、場外で自由に現物取引を行っていた業者で、はじめは両建玉の方法で顧客の証拠金を取引所につながらずに吞んだりといった取引手法をとったりしたいかがわしい業者も多かった。しかし、第一次大戦期に証券市場が膨張したことや、銀行による株式担保貸付が一般的に行われるようになったことなどから、一部の現物商が資本力を増強して株式会社組織をとるようになり、さらに反動恐慌後も社債市場が拡大したことを契機に、増強された資本力を引受業務に振り向けられるようになったわけである。³⁶

こうして、大正後半期の社債市場の拡大は、同時に社債引受機構の整備を伴って進行していったわけである。そしてこれらの債券業者は、店頭での社債募集に際して、買い戻しや債券担保貸付の制度や、その他個人投資家への便宜提供などを通して、小額債券投資家や一般投資家の市場参入を促したのであった。³⁷

引受業者の構成を見てみると、大正後半期には、引受形態がはつきりしないものや引受機関を介在させないものが多かったが、引受のはつきりしているものは銀行の単独引受が大半を占めていた。³⁸ 金融恐慌期以降は引受シ団による共同引受が中心なつていき、引受シ団は銀行、信託会社、証券会社によって構成されたが、引受金額のシェアで見ると、中心はやはり銀行にあった。中でも興銀は、電力会社や、財閥系銀行が引受対象としない、あるいは財閥系銀行といえども単独引受できない巨額の社債発行に加わるなど、金額の大きな起債に大きな役割を果たしていた。また、五大銀行（三井・三菱・第一・安田・住友）は製造工業の起債で中心となり、三井銀行は、電力会社でも興銀と並んで引

受の中心となった。³⁹⁾

このように、発行市場においては、銀行、それも興銀や財閥系銀行などの資金力豊富な大銀行が中心となった引受シ団が生まれ、社債への信用と引受シ団への信用とが結びつけられて投資家に理解されたという点が指摘できる。この信用は、前述の如く、店頭において買い戻しや債券担保貸付などのサービスが提供されたことよって、より増強されたと考えられる。

このことは、後に昭和五(一九三〇)年の昭和恐慌時に頻発した元利支払不能(デフォルト)の際に、社債権者が発行会社のデフォルトの責任を引受会社を負わせがちであったという点からも、⁴⁰⁾間接的に裏付けられよう。

特に店頭における買い戻しのサービスは、この当時の社債流通市場へ間接的に投資家がアクセスする機会を提供していたと思われる点で、重要である。

この当時の社債流通市場は、主たる買い手は低金利下でもコール市場の金利動向を睨みながら短期の余資運用先を探る銀行であったし、また売り手としても、社債の利払い期が六月か一月に統一されていたため、三・九月が決算期の銀行が未収利息の発生を嫌って手持ちの社債を決算期前に売却するといった行動もとっていた。しかし、流通市場そのものの担い手は証券会社であった。当時は無担保社債も取引所に上場されていたが、取引所における債券取引は値付け程度にしか用いられず、その数倍の規模で現物取引が場外の店頭取引市場で行われていた。株式の場外市場が投機的性格が強かったのに対して、債券の場外市場はむしろ実物大量取引の場として、値付けの場である取引所市場の外に存在する意味があったと言われる。⁴¹⁾店頭取引は前述のとおり現物屋と呼ばれていた証券業者によって売買が仲介されて成り立つ市場であり、現物屋が証券会社へと形態を変えてもその点は変わらなかった。そして、証券会社は国債担保によるコール業者からの借り入れや、親銀行からのコール・レートでの低利借り入れなど、証券金融レート

での調達資金と、店頭市場での債券利回りとの鞘をとることを主要な収益源としており、流通市場は主として証券会社の利鞘稼ぎの場として存在していたとも言える状況だったのである。⁽⁴⁾

このように、流通市場そのものは、買い手も売り手も金融業者であったわけだが、市場が成立するためには常に債券が市場に提供されていなければならない。引受業者による債券買い取りサービスは、そのための窓口の一つになっていたと考えられる。一般投資家の側から言えば、これにより間接的に、自己の手持ち債券を流通市場に売り出して、償還期前に資金を回収できたわけである。

3 引受機構への社債法の対応

以上見たように、第一次大戦後から金融恐慌期にかけて、日本の社債市場は非常な活況を見せたが、その活発な取引を支えたのが、銀行を中心とする引受機構であった。とりわけ、引受シ団による共同引受は、大量巨額の起債に対する一般投資家の応募を確保するために必須の仕組みであったし、さらには、流通市場と一般投資家とを繋ぐ役割をも果たしたのである。

しかし、前述1で見たように、この時期の社債法は、こうしたアンダーライターとしての引受業者のする引受について、必ずしも整備されたものではなかった。とりわけ、引受業者が発行危険を負担するという点について、配慮がされていなかったきらいがある。確かに、担保付社債の総額引受に関しては、引受業者が市場に対して債券を売りつける際には公告を要する旨の規定があったが、無担保社債の総額引受や募集引受に関しては、引受業者のいわゆる親引分けの再度の売出に関しては何の規定もない。そもそも、この時期に多く行われていた募集引受については、それが禁止されていないことを窺わせる規定（担信法二三、二四条、商法二〇三条ノ二）があるので、詳細な立法上の手

当はないに等しい状態だったのである。

それでは、引受シ団が組まれる場合、実際にはどのような取引がなされていたのだろうか。

まず、引受シ団と発行会社との間で元引受契約が結ばれる。この契約で、社債の募集要項、引受シ団が社債募集事務を受託しかつ発行危険を負担する旨、引受手数料などが約定される。これと同時にシ団内部で引受会社間契約が締結され、組織、幹事、責任分担、報酬および諸費用の配分、下引受をなさしむる場合にはその旨、下引受手数料に関する事項などが規定される。そして、この元引受契約が成立すると、元引受会社（またはシ団幹事）は下引受業者を招集し、募集要項及び下引受手数料を提示して下引受を勧誘する。下引受業者は希望下引受額を予約申込期限までにシ団幹事に申し込み、シ団幹事は社債の総額を大体申込額に応じて案分して各下引受業者に割り当てる。これを受けて下引受契約が締結され、予約決定額を限度とした発行危険を下引受業者が負担する（「背負い込む」と言われた）とともに、責任負担料として手数料が下引受業者に支払われる。この手続が終わると、各下引受業者が一般公衆に対して募集を開始し、下引受業者とシ団メンバーの店頭で募集がなされる。申込期間終了後は、シ団において応募申込額がとりまとめられ、最終的に割当がなされる。⁴³⁾

さて、これを先述した商法乃至担信法の規定と照らし合わせて考えて、法的にどのように構成されることになるだろうか。

まず引受シ団と発行会の引受契約をどのように解すればよいだろうか。

商法および担信法では「引受」という概念が用いられているが、これはアンダーライティングの意味での引受とは意味がずれていると解されていた。確かに商法二〇三条一項における「引受」は、社債の募集に応募し債券を割り当てられた者と発行会社との債権債務関係を意味している。引受シ団メンバーは、この意味での「引受」をするとは限

らない。起債条件が市場の需要とよく合致しているような場合には、下引受契約で全社債について下引受業者が発行危険を負う（「背負い込み」）こともあり得ることであり、そのような場合には元引受シ団メンバーは同条の意味での「引受」はまったくしないわけである。

それ故、学者には、例えば「今日一般に行はるる方法に引受募集又は募集事務の引受と称するものあり。引受募集又は募集事務の引受なる言葉は用語甚だ不適当にして屢々社債の総額引受と混同せらると雖も、其の内容を見るに引受募集又は募集事務の引受は社債募集の請負にして寧ろ請負募集と称すべきものなり」と論じられたりもした。⁴⁴

引受契約を発行会社と締結した者は、商法でも担信法でも、発行会社に代わって自己の名をもって社債申込証の発行（担信法では公告）をなすものとされる（商法二〇四条ノ二、担信法二四条第一項）。しかし、それ以上詳細な契約内容については規定されていない。それ故下引受に関しても法の規定がない。しかし、共同引受に際して下引受がなされることは商慣習として確立していたから、引受契約中で下引受に言及されていたか、あるいは発行会社が黙示的に承諾していたと見て差し支えなからう。

いずれにせよ、引受シ団の名で作成された社債申込証が作成され、これを利用して、引受シ団メンバー及び下引受会社の店頭で社債の募集が行われる。申込期間が終了しシ団幹事において割当がなされると、社債発行ということになるが、このとき応募が発行総額に達しなかった場合の元引受・下引受業者の責任については、法は一切触れていない。引受シ団を組むことの最も大きな意義は、これら引受業者が共同で引受危険を負担することによって、引受危険を分散し、巨額の起債をも可能にすることにあつたのだから、この「背負い込み」の責任は必ず元引受契約にも下引受契約にも盛り込まれていたはずである。

この引受業者の「背負い込み」の責任については、当時の法律学者の社債に関する研究でも言及されており、法が

対応していないが広く行われている募集方法として、法の不備の問題と認識された。⁴⁵⁾

そのため、昭和一三年の商法改正では、この「背負い込む」責任について、社債申込証に、社債の応募額が社債額に達しない場合にはその残額を請負者たる受託会社が生引受ける旨を記載すべきものとした（同改正法三〇一条一項一五号）。但し、昭和二三（一九三八）年の時点で、社債市場は既に企業金融統制の一環として起債統制がかけられ、完全な自由市場ではなかったことには注意を要する。⁴⁶⁾すなわち、この条文はそれ以前から広くおこなわれていた引受の実態を取り入れたものであったが、改正法それ自体はもはや自由な社債流通を担保するための法としては運用されなかつたわけである。

このように、アンダーライターとしての引受業者が、発行危険を負担する（背負い込む）ことは引受機構の最も中心となる役割だったが、これについても法の整備は遅れ、実務は社債募集委託や下引受（下請負）契約の約定で対応していた。

ただ、前述のとおり、こうした実務の対応は、社債、とくに無担保社債に対する信用を、発行会社ではなくて引受業者たる金融機関の信用と結びつけるという効果をもたらしていた。社債市場の活況は、こうした引受業者に対する公衆の信用の与るところが大きかつたと思われるのである。

もちろん法的には、アンダーライターは発行危険は負担するが償還不能の危険についてまで負担するものではないから、この信用は法的な裏付けを欠くものである。こうした市場の認識と法制度とのすれは、前述のとおり、昭和五（一九三〇）年、昭和恐慌下で頻発した無担保債のデフォルトに際して実際大きな問題になったのだが、その前年の昭和四年にこの問題に着目していた論文が、田中耕太郎「社債の法律的特異性」⁴⁷⁾である。

該当部分を引用しよう。

「現行法上に於て担保付社債の場合以外に於て社債の間接募集に際して会社と公衆との中間に立ち募集事務を遂行したる者が公衆たる社債権者に対して一般不法行為上の責任を負担するは格別、其の以外の責任を負担するものと認むることは少々無理なことに相違ない。然しながら此の点に關し立法論として考慮に値するものが存しないであらうか。蓋し社債募集の中介者の業務の如き最も専門的のものであり、此の者の信用、知識、経験には単に会社のみならず広く一般公衆が信頼しているのである。澳太利の社会法学者ユリウス・オフネルも認めてゐる如く分業の存立要件として各人は他人が其の者に委せられたる分業を誠実に果すと云ふ信頼 (Globe) を前提とし、此の信頼が法律秩序の普遍人類の基礎を為してゐるのである。他人に於て端倪すべからざる程分業の一々が技術的専門的に微妙化さるるに比例して、公衆の信頼の程度、反面より云へば分業負担者の責任の程度が増大するに至る。私は所謂証券売出人 (Emitieren, Emissionshauser) が為せる公告、目論見書其の他の不正記載に就き故意又は過失ある場合に於て証券所持人に対して損害賠償の責に任ずる旨を明にし又会社理事者にも過失あるときは理事者及び証券売出人をして連帯責任を負担せしむるが必要ではないかと憶測する。尚ほ不良の社債の中介を防止する一策として中介者に保証の責任を負担せしむると云ふ意見もあり得べきが、斯くすることに因りて社債募集の手数料の膨張を来すか、或は其れに止まらず銀行や信託会社は社債募集の事務を引受けざるに至り、却つて社債の發達を阻害することになる故に、此の点まで中介者の責任を重くすることは考慮を要する事柄である。——要するに私は社債募集自体が一の技術的業務に分化發達し、従つて其れが専門の營業として行はるるに至り、社会公衆も亦其の中介者の信用、知識、経験に信頼する以上、一般的に見て此等の者の責任を重くし以て公衆の保護に遺漏なからしむる必要があると考ふる。」（一部旧字体を新字体に変えてある）⁽⁴⁸⁾

ここでは、社債募集に際する発行会社と市場の仲介の専門家としてのアンダーライターの重要性が強調されていると解されよう。すなわち、アンダーライターは市場に対して社債に關する公正な情報を伝えるべき者として、公衆か

らも信頼されており、その信頼の下に市場が成り立っているのだから、信頼を裏切るようなかたちで、すなわち不良な社債であることを隠して市場に社債を提供するなどしたアンダーライターは、法的にも責任を負わされるべきであると論じられている。このとき、アンダーライターには保証責任までは負わせず、あくまでも社債申込証や目論見書への不公正な記載について責めを負わせるに留めるべきである、としていることは、市場に対するアンダーライターの役割と投資家の自己責任とのバランスをとるべきことを示唆している。

しかし、それは立法論として述べられていたにとどまり、商法や担信法それ自体は、むしろ整備が遅れているものと解されていた点も注意されるべき点である。

さらに、債券割当の法律構成をめぐっては、消費貸借か売買かをめぐって対立が見られた。すなわち、社債の本質を、集団的で無個性かつ附従契約であることは認めながらも、あくまで諾成契約と解し、債券はこの契約が表章された有因証券であるから、債券交付は社債成立の要件とはならないとする立場と、社債を社債総額の分割債務証券と考へ、この債券はこのような無因的債務証券であるとする立場である。

四 結語に代えて

最後に、当時の法文上の「引受」概念に関する法状態について若干検討して、結語に代えたい。

右に見たように、その当時から商法の「引受」と、一般の引受概念とが食い違っていることが指摘されていた。確かに、商法二〇四条の「引受」は、一般の引受業者の業務内容とは内容がずれている。しかし、担信法においては「引受」の文字は、総額引受との関連でしか登場しない。すなわち、同法においては、引受は社債の応募者が債券を引き

取ることという意味の他に、会社に代わつて発行危険を負うという意味もまた含まれる場面で、引受の文字が使われているわけである。とすると、ここでは別に概念の食い違いは見られない。そして、この総額引受の概念は、机上の概念として持ち出されたのではなくて、既述のように、実際にロンドンやニューヨークで外債を起債した経験の下に規定されていたわけだから、アンダーライティングとしての引受業務は十分に視野に入っていたはずである。

したがって、この条文の制定以降、国債引受の方式を取り入れて盛んになったアンダーライター業務を引受と称したことは、それ自体は概念を混同したものとは言いがたい。むしろ学者の方が、商法との条文の文言上の整合性ばかりが目がいっていたとも評し得るように思う。

むしろこの時期の法状態を考えると、引受シ団は商慣習上当然に発行危険を引受け、そのことによつて、その強大な資金力への信用が、やはり商慣習上、社債、とりわけ無担保社債に流通性を与えていたと解される。すなわち、「引受」という用語の意味としては、総額引受における引受、すなわち公衆に全社債を売り出す責任を負うことがむしろ本義であつたのであり、その結果、社債申込証や目論見書の記載の正確さについて責任を負うことも、商慣習上当然であつたと解してもさほど不自然ではない状況であつたと言えよう。

実際この後、昭和恐慌に際して頻発した無担保債デフォルトに際しては、引受シ団が共同して買い戻しにあたり、一般投資家の救済に努めた。そして、この事件を契機にして、いわゆる社債浄化運動が起き、昭和六（一九三二）年および昭和八（一九三三）年の二度にわたる銀行・信託会社間の申し合わせにより、以降、償還不能に備えた基金を備え、且つ、担保付の社債のみを引き受けることとされたのである。

このような動きは、公衆の無担保社債への誤解にもとづく引受銀行への非難に妥協したとも言えるかもしれないが、金融恐慌期の安易な借換債の大量発行に引受業者として関わったことに対する責任として当然の処理であつたとも評

価できる。

もつともこれ以降、引受シ団は資金力の豊富な大銀行・信託会社の独占するところとなり、証券会社は元引受から事実上排除され、もつぱら下引受に回ることとなり、また引受シ団も特定の銀行・信託会社に集中していった。そして、この独占状態を利用するかたちで、昭和二三（一九三八）年に至って、大蔵省、企画院、日銀、興銀からなる起債計画協議会がすべての起債計画を統制する、いわゆる戦時起債統制の時代となり、戦前の自由社債市場は消滅したのであるから、ある意味では社債浄化運動が結果的には自ら自由市場の首を絞める手助けをしたとも言えそうであり、単純な評価はできないだろう。

この集中と統制の時代を過ぎて、戦後証券市場が復活した後も、実質的な起債制限が続き、これが原因の一つとなつて、社債の流通性は著しく阻害された。その詳細と、それが社債法にいかなる影響（おそらくは歪み）をもたらしたかは、次稿において検討したい。

(1) 大蔵省証券局長の私的研究会である「社債受渡し・決済制度研究会」は、一九九六年五月二八日に全会一致で「社債受渡し・決済制度の改善に向けて——国際的な水準の流通市場の構築を目指して——」と題する報告書を了承、公表した。その概要、および今後のスケジュールについては、小海隆則（大蔵省公社債市場室課長補佐）「社債受渡し・決済制度の改善について」公社債月報平成八年八月号二頁以下を参照。

(2) 大橋圭造『社債制度の現状と今後の課題』ジュリスト一〇七二号四六頁

(3) たとえばJR新幹線の回数券など。

(4) 本稿は立教大学法学部の上村達男教授のご教示に多くを負っております。ここに記して上村先生に感謝いたします。なお、当然のこ

とながら、本稿の文責は一切筆者が負うものであり、とりわけ誤りや論証の不十分な点があるとすれば、まったく椽川の責任であること
を付言いたします。

- (5) 青木昌彦 〓 ヒュー・パトリック編（白鳥正喜監訳）『日本のメインバンク・システム』（一九九六年・東洋経済新報社 原題・
MASHIKO AOKI & HUGH PATRICK "The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies", 1994）
七二頁によると、一九二〇年における大企業（サンプル数は五〇〓七五）の全資金に占める払込資本金の割合は五一・三%、社債は
六・七%であったのに対して、一九二五年では各々四六・九%と一八・七%、一九三〇年には四二・三%と二六・二%で、年々株式の占める割
合は小さくなり、社債の占める割合が大きくなっている。同時期の事業債全体の現在高の推移を見ると、一九二〇年には五億九九二万円
余、一九二五年には一六億六一四〇万円余、一九三〇年には二九億三九八〇万円余と、わずか十年で五倍弱もの規模になっており（出所：
志村嘉一編『日本公社債市場史』所収「公社債基本統計」六〓七頁）、一次大戦以降、日本全体でも、個々の企業においても、社債による
資金調達額が急激に伸びていったことが窺われる。

柴垣和夫『日本金融資本分析』（一九六五年 東京大学出版会）三四〇頁以下によれば、この時期の日本の企業では、株式発行による
増資については、証券市場をまったく介しない直接発行ないし銀行・信託会社による代理発行による株主割当の方法での発行がほとんど
すべてを占めていた。それにも増して、財閥系企業においては資本の「封鎖性」がいちじるしく、傘下企業総株式資本の圧倒的部分が本
社および同系企業によって出資されていた（詳細な分析は同書三四二頁以下参照）ことが、株式の市場性・大衆性の阻害要因であったと
言う。

- (6) 志村嘉一編『日本公社債市場史』（一九八〇年・東京大学出版会）第二章および第三章による。

(7) 志村・同前七六頁によれば、明治四三年の東京預金協定金利（定期預金）は四・五%、同年発行社債は平均利回り五・九三四%、平均
期間一四年であったのに対して、大正一〇年にはそれぞれ、預金五・二〇%、社債八・四六%、四年八ヶ月となったという。

(8) 白井規矩雅『日本の金融機関』(昭和一四(一九三九)年)一九八頁、竹内半壽『我国公社債制度の沿革』(昭和三一(一九五六)年)七四頁。

(9) 志村・前注(6)一三頁

(10) 有沢広巳監修・阿部康二他編『日本証券史1』(一九九五年日経文庫)三四頁(伊牟田敏充)によれば、前出明治三年の大坂鉄道債発行は、株価下落により資金調達が困難になったため窮余の策として行われたもので、これを受けて泥縄式に「商法第二百六条二依り発行スヘキ債券ニ関スル件」が制定されたという。

(11) 「社債八第二百九条二定メタル決議ニ依ルニ非サレハ之ヲ募集スルコトヲ得ス」。この規定は、明治三二年の新商法制定時から置かれており、同四年改正でも特に変更されていない。

(12) 田中耕太郎『再訂増補会社法概論』(昭和七(一九三二)年)五七八頁。同旨、松波仁一郎『松波私論日本商法』(明治四〇(一九〇八)年)三七五頁、烏賀陽然良『社債法十講』五二頁。

(13) 例えば、松波・同前三七五頁は「社債ハ普通債權ト異ナリテ巨額ニシテ多数人ヨリ得ルヲ通常トシ会社、株主、会社債權者等ニ及ボス影響大ナルヲ以テナリ」と述べている。

(14) 例えば烏賀陽・同前五二頁は、特別決議を要する理由を「募集」すなわち多數人を相手とすること自体に求めている。この点、田中耕太郎「社債の法律的特異性」商法研究第一卷六〇二頁(昭和四年三月及び四月・法学協会雑誌四七卷三号及び四号所載)ではより端的に、「我が國に於て社債と呼はるるものは株式会社(及び株式合資会社)の募集する公債(öffentliche Anleihe)である。其れは國債、市町村債の如く公の性質のものではないが、一般公衆より募集せらるる意味に於て公債である」と述べられている。

(15) 志村・前注(6)二九頁

(16) 但し、新商法制定時の明治三二(一八九九)年や同法改正時の明治四四(一九一一)年の段階では、國債・地方債・社債をあわせた

債券の売買高は、極めて低調ではあった（志村・前注（6）三二頁を参照）。しかし、それは売買すべき債券が供給されていないか、または市場に流入すべき余裕資金が不足していたかを意味するものでしかない。ここで肝心なことは、債券流通の仕組みそのものは既に用意されていた、という点である。

(17) 公告すべき事項は以下の項目（二二条一項）。

- ・ 委託会社及び受託会社の商号
- ・ 社債の総額
- ・ 各社債の金額
- ・ 社債の発行資格またはその最低価格
- ・ 社債の利率
- ・ 社債償還の方法及び期間
- ・ 利息支払の方法及び期間
- ・ 物上担保付社債であること
- ・ 信託証書の表示
- ・ 担保の価値を知らしめるに必要な程度において担保の種類・目的物・順位・先順位の担保を付した債権の金額、その他目的物に関して担保権者に対抗することを得べき権利の概要の表示

(18) 条文を掲げておく。

担信法第二三条

委託会社八信託契約ニ依リ社債ノ募集ヲ受託会社ニ委任スルコトヲ得此ノ場合ニ於テ信託契約ニ別段ノ定ナキトキハ受託会社ハ債券ノ

発行、社債ノ償還及利息ノ支払ニ関スル一切ノ行為ヲナス権限ヲ有ス

同二四條

前條ノ場合ニ於テハ第二十二條ニ掲ケタル公告ハ受託会社ニ於テ之ヲ為スヘシ

前項ノ公告ニハ受託会社力委託会社ニ代リテ社債ノ募集ヲ為ス旨ヲ記載スヘシ

(19) 石塚一正『證券』(昭和三三(一九五八)年・有斐閣) 八〇頁

(20) 同前

(21) 前述の明治三年の大坂鉄道会社の例では、総額を株主から募集するという形態をとっていたし、その後のいくつかの起債例でも、申込場所としては銀行を指定するものの新聞紙上で一般公募し、応募価格の高いものより順次債券を交付するなどの方法をとったりしていた。竹内・前注(8) 一四〇一六頁。

(22) 国外で日本の債券を募集することに関しては、早くも明治三(一八七〇)年に、総額一〇〇万ポンドの九分利付外国債をロンドンで募集したのを嚆矢とする。もっともこの第一回外債募集は、御雇外国人の独走によるもので日本政府の望んだものではなく、明治六(一八七三)年にロンドンで募集された総額二四〇万ポンドの七分利付外国債が実質的には第一回であった。立脇和夫『明治政府と英東洋銀行』(一九九二年 中公新書)。このように、外貨建國債の募集というかたちで、日本政府は疾くから外債募集について経験を積んでいた。同年から明治三八(一九〇五)年までの三六年間で、外国債の発行総額は一億二千四十万ポンドに上っていたのである。栗栖魁夫「外債の研究」(同『擔保附社債論 附外債の研究』大正一四(一九二五)年文雅堂所収) 一〇六〜七頁。そして、そうした外債発行に際しては、英國東洋銀行(オリエンタル・バンク)、横浜正金銀行など当時事実上政府のために外国為替業務を行っていた銀行とならんで、イギリスの「パンミュール、ゴルドン商会」、アメリカの「クーン、ローブ商会」などが引受者として名を連ね、更に「紐育ナショナル、シテイ銀行」「紐育ナショナル、バンク、オブ、コンマース」などが、売出に従事した銀行として名を挙げられている。栗

栖・同前一一四頁以下参照。こうした経験があるため、外債発行に際しては信託会社以外のアンダーライターとの契約が必要であるといふ認識は、当時の政府にも当然備わっていたと推測して良からう。

(23) 第一七三条の三号から七号を掲げておく。

明治四四年改正商法第一七三条

(前略)

三 社債ノ総額

四 各社債ノ金額

五 社債ノ利率

六 社債償還ノ方法及起源

七 数回二分チテ社債ノ払込ヲ為サシムルトキハ其ノ払込ノ金額及時期

(後略)

(24) もっとも、田中(耕)前出注(14)六二二頁は、引受募集について触れて「之れに関しては商法及び担保付信託法には規定がないが、是れ最も普通に行なはるる所の方法である」とする。しかし少し後に書かれたものになるが、田中耕太郎『再訂増補 會社法概論』(昭和七(一九三二)年・岩波書店)五七五頁では、商法二〇三条ノ二について「此等の二つの場合に於ける社債引受の契約に付いては方に規定がないからして、別に方式を要せざるものと解する」とするし、これに先立つ栗栖・前注(22)二四〇五頁も「募集委託を受けた者が自ら社債の一部を引受けた場合に於いては(中略)商法は社債の引受に付何等特別を設けなかつた故に、之に付ては特別の方式を必要とせざるものと解さなくてはならぬ」としており、募集引受をも容認するようである。田中論文も引受募集を違法であるとまではしていないので、本文のように解されていたとして良いのではないか。

(25) 石井照久『社債法』(昭和二四(一九四九)年 勁草書房)一三四頁。

「なお、従来この総額引受が実質的には間接発行に属するという実態が顧みられず、総額引受をなした者が、さらに公衆に、その所有社債を転売する場合についての保護が十分でなかった」

(26) 有沢・前注(10) 八七頁(志村嘉一)

(27) 志村・前注(6) 三九頁、竹内・前注(8) 三六〇七頁

(28) 出所、志村・同前所収「公社債基本統計」六〇七頁

(29) 出所、志村・同前七七頁第II—5—3表

(30) 同前

(31) 竹内・前注(8) 三九頁によれば、社債償還高は、昭和二年に三億五五〇〇万円、昭和三年には六億四九〇〇万円であったが、このほとんど全部が借り換えられたと言われる。

(32) 前注(24) 参照

(33) 日清・日露の両戦争後、日本の財政規模が飛躍的に膨張したことともない、明治末期には国債発行残高は二六億円以上にも達し、一般会計歳出に占める国債費の割合も三〇%近くになっていた。このため明治四三年、桂内閣は金融緩慢、低金利傾向の進行、国債市場価格の高騰を背景にして、国債の低利借換を断行した。このとき、借換国債発行に際して結成された国債引受シンジケート団が、日本初の国債引受シ団である。このシ団は同四五年には解散したが、以後国債公募の定型となり、国債公募が決定すると、大蔵省と日銀が協議して発行条件を決めた上、シ団銀行を招致し、応募予約額を決定するようになった。以上、竹内・前注(8) 三一〜二頁による。

(34) 竹内・同前四〇頁

(35) 竹内・同前四一頁。証券業者がはじめて証券引受に参加したのは、明治四三(一九一〇)年の四分利公債の募集で東京の小池ほか二

社がシンジケートを組み興銀の下引受をした時であったが、その後、引受の対象は株式や社債にまで広がっていった。有沢・前注(10) 八〇頁以下（中山好三）。

(36) 有沢・前注(10) 一〇九頁以下（菊一岩夫）

(37) 志村・前注(6) 七六頁

(38) 志村・前注(6) 五八頁参照

(39) 志村・同前六〇頁

(40) 志村・同前六五頁

(41) 志村・同前七五頁。同書七四頁によれば、債券売買については、公正な価格による迅速かつ確実な実物売買を望む場合には、店頭取引が選ばれたという。

(42) 竹内・前注(8) 一〇二〜三頁

(43) 以上、竹内・同前八七〜九二頁によった。

(44) 栗栖超夫『擔保附社債信託論』（文雅堂）二〇頁

(45) 田中（耕）・前注(24) 参照。

また、栗栖・同前二二頁には、「英米に於て underwriting なる方法あり。underwriting なる語には二義あり。其の一は社債売出の保証 (to guarantee or insure the sale of the bonds) にして其の二は社債の買取 (to purchase the bonds) なり。我が引受募集は前者の義に近し。元來社債の引受募集方法は明治の末年より大正時代に亘りて発達したるものにして、担保付社債信託法は恐らく之を予想せざりしもの如く従つて之に付何等規定する所なしと雖も、引受募集者の信用其の他を利用し、社債を有利に募集せむとする点に於て、右述委任募集等と異なる所なく、且つ引受募集者は募集後も社債権者に対し、特殊の關係を有するものなれば、担保付社債信託法に委任募集等類似

の規定を追補するを至当なりと信ず」とある。

(46) そもそも昭和二三年の商法改正作業自体が、戦時金融統制政策の一環として行われたと理解すべきであろう。

(47) 田中(耕)・前注(14)

(48) 田中(耕)・同前六二三〜五頁