

Title	社債の平等担保に就て
Sub Title	
Author	佐々木, 暁秀
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1932
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.26, No.7 (1932. 7) ,p.1244(124)- 1265(145)
JaLC DOI	10.14991/001.19320701-0124
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19320701-0124">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19320701-0124</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

## 社債の平等擔保に就て

佐々木 曉 秀

本稿は米國の平等擔保制度を主として論ずるものである。

## 目次

- 一 緒言
- 二 根抵當と平等擔保
- 三 爾後取得財産約款
- 四 閉鎖擔保と爾後取得財産約款
- 五 制限平等擔保
- 六 結語

第一順位の抵當權によつて擔保せらるゝ社債は第二若くは夫以下の順位の抵當權によつて擔保せらるゝ社債に比して優越するものである。蓋し、發行會社の整理或は該社債元利不拂による抵當權の實行に際して、劣等順位抵當の社債權者に對し、第一順位抵當の社債權者は強者の地位を保持するからである。(1) 従つて將來該擔保物上に設

定し得る抵當權は既設抵當權に比し、劣弱なる保障をその債權者は與ふるに過ぎぬ。第一順位の擔保附社債は右の優秀なる保障によつて、其の他の發行條件は債務會社に對して比較的寛大に取極めらるゝ。之が爲、市場の狀勢等(2)により、擔保物の充分なるに拘らず、所要全額の發行が困難である際に、順次發行可能額に付き之に抵當權を設定する時は、劣等順位の擔保附社債權者に對して劣弱なる保障を與へ、従つて其の他の發行條件に付き債務會社の負擔を加重するに到る。此の場合に、豫め該擔保物上に爾後に於ける同一順位の抵當權の設定を抵當證書又は信託證書に於て認容する時は、債務會社の蒙むる不利益は除去せらるゝ。擔保附社債は右の手段を用ふる事は米國に於て既に實用に供せられて居る。斯かる擔保附社債を Open-end mortgage bonds, 又は open mortgage bonds, (3) 又は單に open bonds (open-end mortgage は平等擔保と假譯する)と稱して居る。而し乍ら二十世紀以前には余り行はれなかつた(4)と云はるゝ。蓋し千九百十年代に於ける整理改造の時代に於て當時充分なる所要額に對する抵當權の設定も事業伸張時に至つては不充分である事が分明となり、今日の如く或事業に於て相當盛んに行はるゝに到つた。二十年前(本講述は千九百十六年になされた)の改造の時代に創設された一般抵當(General mortgages)(5)は當時に於てこそ充分なるものと考へられたものであるが、金額に於て又伸縮性に於て不適當なものとなつた。(6) 茲に於て平等擔保が一般抵當に代つて重要な金融手段として現はれたのである。千九百二十年より二十四年に亘つて公衆に提供された四百八十件の擔保附社債に就て調査した所によると、(7) 平等擔保による發行は鐵道業に於ては三分の二、公益業に於ては六分の五、而して工業に於ては五分の一を占むる。即ち鐵道業並に公益業に於て平等擔保發行を普通とする盛況を來して居る。之に對し、我國の擔保附社債に行はれて居る如き既設擔保物上に爾後同一順位の擔保附社債を認めぬものを Closed mortgage bonds, 又は單に closed bonds (closed mortgage は

本論にては閉鎖擔保と假譯す」と稱する。尙平等擔保は二種に分たる。則ち該抵當證書若くは信託證書に從つて爾後發行し得る社債を無制限に認むるものと、一定の制限の範圍内に於てのみ認むるものとが之である。前者を無制限平等擔保 (unlimited open-end mortgage) と謂ひ、後者を制限平等擔保 (limited open-end mortgage) と謂ふ。更に制限平等擔保のものに於て、豫め同一順位抵當權によつて保障せらるゝ社債の總額を限定するものと、總額を限定する事なく一定の條件を具備する時は必要に應じ發行を許すものとがある。總額限定のものは既にその限度に到達せる際は平等擔保の特質を失ひ、閉鎖擔保となるのである。(8)

- (1) E. S. Mead, Corporation Finance, 6th ed., vol. I, pp. 119-120 (1928), and 2nd and 3rd ed., pp. 66-67 (1912 and 1917). 栗栖越夫氏による。我國に於ては商法第二百條並に第二百條の二の規定に依り社債發行總額の限度に達したる場合を之に加へられて居る。——物上擔保附社債とオープン・エンド・モーアゲージ(銀行研究第八卷第四號)一五三—一五四頁——但し、鐵道及び軌道業(地方鐵道法第七條第二項但書、軌道法第二十六條、鐵道抵當法第六條但書、軌道ノ抵當ニ關スル件第4條)電氣事業(電氣事業法改正法律第十九條第一項)並に二三の特殊銀行其他(日本興業銀行法第十二條、第十二條ノ二、第十六條、日本勸業銀行法第三十四條第一項第二項、第三十七條、北海道拓殖銀行法第十二條第一項第三項、第十五條、農工銀行法第二十六條第一項第三項、第二十八條、東洋拓殖株式會社法第二十三條、第二十八條等)を除く。

- (3) 此の用語に就き栗栖越夫氏は open-end mortgage と open mortgage とを區別され、前者は「將來會社の需要資金に充當するに足る限度に於て該擔保財産に依つて、發行する事が出来る社債の最高額を豫め限定し、其の範圍内に於てのみ逐次同一順位の社債を發行する事を許すもの」であり、後者は「將來無制限に同一順位の社債を發行する事を認容するもの」である。——社債及其救済論二七七頁、歐米社債法概論三〇頁、信託及證券「第七集一二三頁、——右の分類は恐らくラガーキストに依據されたものであらう——W. E. Lagerquist, Investment Analysis, Fundamentals in the Analysis of Investment Securities, pp. 111-112 (1922)——而し乍ら、右の分類は他の著者により別の名辭を以て表現する事がある。——Lagerquist, *ibid.*, p. 111 foot-note——仍ち、本稿に於ても右の分類に於けるが如き名辭を用ひなかつたのである。而るに栗栖氏は他の論文に於て、ツルル・オープン・エンド・モーアゲージ (true open-end mortgage) (若くはアンリミッタド・オープン・エンド・モーアゲージ (unlimited open-end mortgage) ヲリミッタド・オープン・エンド・モーアゲージ (limited open-end mortgage) と區別されて居るが、——前掲、物上擔保附社債とオープン・エンド・モーアゲージ、一五二—一五三頁——それぞれの内容は上述の open-end mortgage と open mortgage の夫れを全然同一である。同氏の前の分類に於ける open-end mortgage 並に後の分類に於ける limited open-end mortgage が必ずしも「最高額を限定したものに限らるゝもの」ではなからず、此の點に就ては後に本論にて觸るゝ所がある。尙、本論にては open-end mortgage と open mortgage とを無差別に用ひたのであるが、例へば「ミームの如きは舊版では open-end mortgage を使用し、——Mead, *ibid.*, 2nd ed., pp. 65-71, 75-76, 315-320, 3rd ed., pp. 65-71, 78-79, 315-320——新版では open mortgage を用ひて居る。——6th ed., vol. I, pp. 82-86, 118-127.

- (4) A. S. Dewing, The Financial Policy of Corporations, p. 91 (1926).

- (5) 一般抵當によつて擔保せらるゝ社債は主に鐵道業に行はれて居るものであるが、その成因を見るに、斯業發生の初期に於て各地に數多の小距離鐵道會社建設され、之等が總て數系統の鐵道に統一されたのである。此の際に短區間の鐵道會社の既發擔保社債が之等の合併後に殘存して居り、而も新に會社の全財産を擔保とする社債を發行した、かゝる擔保を一般抵當と謂ふのである。従つて既發擔保のある部分の財産に付ては第二順位又は夫以下の順位の擔保權となり、然らざる部分に付て第一順位となる。特殊の内容を有する抵當である。

社債の平等擔保に就て

(e) F. L. Stetson, Preparation of Corporate Bonds, Mortgages, Collateral Trusts, and Debenture Indentures, in "Some Legal Phases of Corporate Financing, Reorganization and Regulation," p. 34 (1922).

(f) Dewing *ibid.*, p. 91.

(g) Dewing, *ibid.*, p. 87.

二

平等擔保は我國に於ける根抵當と本質上同じものであるが、其内容に於て平等擔保は根抵當に比し一層包括的である。蓋し、抵當權設定に關する我國の法制上の必要に依つて其内容を狭くせらるゝのである。

社債の平等擔保は其抵當證書又は信託證書に隨つて爾後發行する事のあるべき社債を認めて居るものを謂ふのであるから、一般に平等擔保と云ふ場合必ずしも該擔保附社債の發行總額は限定せらるゝものとは云ひ得ない。平等擔保に於けるその發行總額の限定は右の證書に記載せられざれば、發行總額の制限なきものと見られ、而も其抵當權は有効に設定せらるゝ(1)。

我國に於て根抵當は一般に有効に成立するものと認められて居る。(2)「將來債權ノ爲メニ擔保物權(質權又ハ抵當權)ヲ設定スルコトニ付テハ別段ノ禁止規定ナシ 却テ之ヲ許ス爲メニ法律ハ屢々特別ノ規定ヲ設クルコトアリ (民法第二十九條、第二百二十九條、第四百六十一條、第九百三十三條、商法第六十三條ノ三、第七十八條第二項、第二百八十一條、擔保附社債信託法第七十二條、取引所法第十四條其他) 是レ將來債權ヲ擔保スルコトノ可能性ヲ確認シタルモノト云ハサル可カラス」(3) 而るに我法制上抵當權設定の手續として登記するを要する。質權又ハ抵當權ヲ豫メ設定シ之ニ因リテ擔保セラル、債權ノ最高額ヲ登記シ置クトキハ第三者ニ害ヲ加フル

コトナクシテ將來債權擔保ノ目的ヲ達シ得ルハ明ラカナリ」(4)

「根抵當權設定の登記手續は原則として通常の抵當權設定の登記手續に準ずる。併し根抵當權設定を以つて第三者に對抗するには、其登記に登記原因として根抵當權設定契約の記載ある事を要する。従つて、申請書には登記原因として根抵當權設定契約の記載を爲す事を要す。尙申請書に記載すべき債權額は根抵當權設定契約によりて定まりたる最高限度の金額を以てすることを要する。」(5)

従つて我國の根抵當は其の主たる債務額に於て豫め限定せられて居るものである。則ち平等擔保の内發行總額限定のものとは性質を同じくする。併し乍ら、果して右の制度が擔保附社債に應用し得るや否やに付き多少問題とさるゝやうである。栗栖氏は之を積極的に解して「擔保付社債信託法は固より、民法、商法、其の他の關係法規も、主旨に於て、オープン・エンド・モーアゲージを禁止するものでないと思はれる。従つて此等の法規は恐らく其の制定當時に於て、オープン・エンド・モーアゲージを豫想しなかつたやうに思はれる。従つて此等の法規が主旨に於て、オープン・エンド・モーアゲージを禁止するものでないとしても、之を實行するに付ては、法規に色々不備の點が伏在する。法規に色々不備の點が伏在するが故に、或は不可能ではないかとの疑すら挿まれるのであるが、私はオープン・エンド・モーアゲージは擔保附社債信託法第七十二條及不動産登記法第四十七條但書の規定に依れば恐らく實行不能ではあるまいと考へる。」(6) 不動産登記法の適用又は準用を爲すを得ない物上擔保は之を除く。而して其手段として論ぜらるゝ所に從へば、一工場財團上に第一順位の抵當權を設定する旨を記載した二種の信託證書を別々に作成する、而して工場財團は一個の不動産と看做さるゝ(工場抵當法第十四條第二項)から、不動産登記法第四十七條但書によつて同一工場財團上に二つの抵當權設定の登記申請を同時に夫々なす時は、登記官吏は兩者に

對して同一の受付番號を記載する。而して登記官吏は受付番號の順序に従つて登記をなすを要し(不動産登記法第四十八條)、且つ抵當權の順位は登記の前後に依るべきものである(民法第三百七十三條)から、右の二つの抵當權は共に第一順位のものとならう。斯くて一の信託證書によつて擔保附社債を募集又は引受せしめ而して其拂込をなさしめて、商業登記を完了する。後に至つて他の信託證書によつて次回の募集又は引受をなさしむる事を得る、則ちかくして商法二百條ノ二を回避し得る。尙募集又は引受條件の變更は工場抵當法施行細則第四條によつて信託契約事項を變更し得る故に可能であると。(7) 右の如く擔保附社債に平等擔保を認め得るとしても、擔保附社債信託法第一百九條によつて社債の總額を登記するを要するから、發行總額制限の平等擔保たる事は疑ひなき所であらう。社債の平等擔保制度を我國に移植するに當つて、上述の理由より總額制限のものに限らるゝ。更に不動産抵當によつて處理せらるゝ社債の擔保は擔保附社債信託法第四條に列擧さるゝ不動産抵當船舶抵當、(船舶登記規則第一條)、工場抵當(工場抵當法第十四條第一項)、及び鑛業抵當(鑛業抵當法第三條)である。然るに鐵道財團、軌道財團は夫々一箇の物と看做されて居る(鐵道抵當法第二條第三項、軌道の抵當に關する件第一條、運河法第十三條)から、登記に關する限り前説を應用して之等を擔保とする社債に平等擔保を移す事は不可能である。此點は他日に殘された問題である。(8)

投資保全の見地より見れば、平等擔保の斯かる二種の形式も畢竟本質的に何等の差異はない。(9) 蓋し米國の實際に於て總額限定以外の平等擔保に其財産に付き、其收益に就き一定の制限を附するからである。則ち總額限定以外の制限平等擔保とするからである。

(1) 紛亂を避くる爲に、一言するが、發行總額の限定とは、本稿に於て、該抵當に従つて發行せらるゝ社債額の規定され

たものを謂ふのである。従つて、米國の州法の或るものが規定する所の、債券債務の株式資本に對して一定の比率を保つべしとなし、又は固定財産價值に對して一定の比率を保つべしとなす如き外部的制約に關しない。同様に、我國に於ける所謂商法上の社債の發行總額の制限も亦此處では問題とならぬのである。

- (2) 根抵當の我國に認めらるゝ事に就て異説はない。既に當座貸越契約に於て實用に供せられて居る。
- (3) 遊佐慶夫、全訂民法概論物權篇第四版三六三頁、(高窪喜八郎、法律判例學說總覽第二卷ノ二昭和六年版による)
- (4) 遊佐慶夫、同前三六二頁、及び不動産登記法第一百七條、擔保附社債信託法第十九條參照。
- (5) 杉之原舜一、不動産登記法(現代法學全集第十九卷)二二二—二三三頁。
- (6) 栗栖越夫、物上擔保附社債とオープン・エンド・モーゲージ一五五頁。
- (7) 栗栖越夫、同前一五六一—一五八頁。
- (8) 此等の財團には登記に代つて登録なる制度が設けられて居る。尙其他動産質、及び證書ある債權質に就いても疑を貽す。栗栖越夫、同前一五五頁。
- (9) Mead *ibid.*, 6th ed., vol. I, p. 127, 2nd ed., p. 76, and 3rd ed. p. 79. 第二版及び第三版には "There is no essential difference between a large bonds reserve and an open-end mortgage." 第六版には "There is no substantial difference in point of security between an open-end mortgage and a mortgage providing for a large bond reserve." 因に社債保留 (bond reserve) とは將來に發行の保留せられた社債を謂ふ。

三

後節に論ずる如く、一契約事項たる爾後取得財産約款 (After-acquired property clause) 又は單に after-acquired

社債の平等擔保に就て

(Case) は抵當權の及ぶ範圍に極めて重大なる關係を有し、従つて平等擔保の採用が適當であるか否かは、該契約事項の存否或は其内容の寬嚴に依つて定まると斷言し得る。

古き形式の本約款は將來取得すべき總ての財産に其抵當權の及ぶべき旨を抵當證書に記載したのである(1)が、今日に於ける其記載形式は先づ該抵當權の及ぶ財産を列舉し、次に將來當社の取得すべき財産中共及ぶべきものを列舉するを常とする、而して本約款は抵當證書記載の任意事項に屬する。従つてその列舉せらるる財産の選定は任意である。我國に於ける法律上強制せらるる所の抵當權の將來取得する財産に及ぶものと此點に付き異なるものである。又任意であるが故に債務會社の取得する全財産に及ぶべき旨記載せられ、頗る過酷となる場合も生ずる。通常爾後取得財産約款に列舉せらるる財産は原擔保物の附屬財産、取換用の財産、及び改良施設に限らるるやうである。則ち「一般に爾後取得財産約款は事業の運営上取得せらるる財産に關するに過ぎず、株券及び債券に關しな  
So far)

本約款を設くる趣旨は社債權者の保護に存する、更に債務會社が社債權者に充分なる保護を與へずして新たに重要支出をなす事を困難となさしむるに存する。(3) 蓋しかる保護は純粹の不動産抵當には必要な事であるが、工場、鐵道等の如き減價する財産を以て抵當權の對象となす時は、此等は何れ減價を來し、或は新規設備によつて原擔保物を著しく其價值に於て低下せしむるを以てある。本約款の存在は投資者の利益を擁護するものとして該社債の價格を高め且つ容易に賣却し得るものとなすのである。(4) 併し債務會社より見るならば、本約款の内容如何によつてその蒙る金融上の障害は多大ともならう。則ち本約款記載の財産を取得するには相當の資金を要すべく、而も之等の財産は既設第一順位抵當權に包括せらるる爲、之が調達に當つて擔保權の設定が實際上不可能とな

らう。(5) 蓋し劣等順位の抵當權による時は債務會社に不利なる條件で發行せねばならぬ、而もかゝる追加財産の價格と原擔保物の價格とは極めて大なる隔りをその間に挿むものと信ぜらるるを以てある。要するに其内容は何を標準とすべきか、是は貸借兩當事者に容れらるべき條件を以て社債を準備する事の問題である。(6)

本約款を包含する抵當を包括抵當 (Blanket mortgage) と一般に呼稱するやうである。(7) 併し、包括抵當を以て既發社債を償還する事により一個の擔保附社債を大量に發行する、則ち種々の既設抵當權を廢して一個の抵當權となすとの意味に解するものもある。(8) 或は又、一般抵當と同一視するものもある。(9) 如何なる理由により斯く異説の生じたるか詳らかでないが、第一の意味に於ける包括抵當社債は上述の如く發行會社(債務會社)に對して重大なる金融上の障害を與へ、擔保權の設定を事實上不可能とするとさへ云はる。之が爲發行會社は種々なる方策を設けて其金融難を免がれやうとするが、之等を凡そ二つの方法に概括し得る。(10) 第一は子會社を設立し、之に必要とする財産を第一順位抵當社債によつて得たる資金を以て取得せしむる、則ち該財産は子會社の所有に係り、親會社は之を賃借するのである。此場合第三者に右の證券を處分する事もあり、又之を擔保として自己の社債を發行する事もある。而して前者の場合に親會社は該證券を保證し、又は之を承繼するを常とする。後者の場合は證券信託發行 (Collateral trust issue) であつて、所謂證券代位制の一形式と云ひ得やう。而して包括抵當社債は鐵道業に多いと云はれ、工業には尠いと云はれて居る。(11) 此の故に鐵道業に於ては子會社が多數存在して居るのである。(12) 第二の方法は所謂機械信託社債 (equipment trust bonds) であつて、必要器具又は車輛を割賦にて濟崩し、之に抵當權を設定するものであるが、その權原は全額償還済となるまで購買者に移轉しない。右の社債が直接に自己の發行に係るか、間接に第三者が之を發行するか等に關しては、茲に觸れな。

米國に於て本約款の効力は衡平法上認められて居るものであつて、一般に有效視されて居る。併し如何なる事項に就て自由奔放に規定するも、并は必ずしも有效とさるゝものではない。概して不動産に關する規定は當事者間にも、第三者に對しても有効に成立する。(但し繼承者・特殊な會社に關しては特例が存する)然るに動産に關しては履行契約 (executory contract) と看做され、種々なる制限を附せられて居る、例へば、第三者 (債權者) の利益を害する時は無効とされる等の如くである。従つて、本約款の効力が總ての財産を通じて同一効果を擧ぐるものと見る事は出来なす。(11)

四

- (1) Dewing, *ibid.*, p. 116, footnote.
- (2) R. H. Montgomery, *ibid.*, p. 571.
- (3) W. H. Lough, *Business Finance, A Practical Study of Financial Management in Private Business Concerns*, p. 135 (1917).
- (4) J. O. McKinsey, *Financial Management, An Outline of Its Principles and Problems*, vol. I, p. 148 (1922).
- (5) Lough, *ibid.*, p. 135.
- (6) McKinsey, *ibid.*, p. 148.
- (7) H. Lyon, *Corporation Finance, Part I*, p. 114 (1916), H. L. Reed, *Principles of Corporation Finance*, p. 33 (1925), E. F. Lincoln, *Applied Business Finance*, p. 111 (1929), and I. Chamberlain and G. W. Edwards, *The Principles of Bond Investment*, p. 98 (1927).

(8) ランによると社債の大量發行は其市場を廣くし、從て其價值を大ならしむる事實を述べ、此の故に、米國に於ては種々の社債發行を『包括』抵當として一發行に合同する傾向が強い。斯くして單一性並に容易なる賣却性の大きな利益を保持するものである。——Lough, *ibid.*, p. 137——「ライニングも亦この説に隨ふやうである。」「一般合同抵當社債 (General and consolidated bonds) は誠に總ての先行の抵當に續く包括抵當に從て發行せらるゝ。例へば、ヘリー鐵道の千九百九十六年満期の一般擔保附社債 (General Lien Bonds) は先順位擔保附社債の巨額の發行、少くとも六箇以上の種々なる連續的包括發行、及び多種なる分割抵當社債 (divisional mortgage bonds) の多數によつて先行せらるゝ。……近年、特に千九百十年以來、多くの鐵道系統は一個の一般借換抵當 (general and refunding mortgage) によつて保障せらるゝ社債の賣却に依つて先に發行したる全社債を償還し、而して將來の改良をなす意圖を以て改良を金融する或る漸進政策を廢棄し、代つて長期の大包借換抵當を發行したのである。」「Dewing, *ibid.*, pp. 123-124——之等はリブローの『包括』資金 ('blanket' loan) を呼ぶ包括なる意味と同様である。——W. Z. Ripley, *Railroads, Finance and Organization*, p. 132 (1927)。

(9) ショップに依ると包括抵當社債は一般抵當社債と殆んど同一の性質を有するものである。而し乍ら二三の權威者 (M. Rollins, *Municipal and Corporation Bonds*, pp. 13-14 (1920), and W. E. Lagerquist, *Investment Analysis*, pp. 675, 686 (1927)) は兩者間に専門的區別をなす。一般抵當社債は單一の株式會社に依て一單位として所有經營並に運用 (operated) せらるゝ各種の財産に對して發行せらるゝ、而るに包括抵當社債は、其典型の場合に於て、相互無關係なるに從つて實際上相互に何等共通の用途を有せざる數個の別種財産上の抵當に依つて保障せらるゝ。包括』抵當なる語は現在米國に於て金融術語の中で親交して居らぬものである。従つて、鐵道業界に於て、此語は一般抵當なる語に依て廣く置き換へられしめる。——A. L. Bishop, *The Financing of Business Enterprises*, p. 216 (1929)。

社債の平等擔保に就て

- (10) 其詳細は省略する、本文は下記に依る。Bishop, *ibid.*, pp. 211-212, Dewing, *ibid.*, pp. 116-117, 119, 130, 187-188, and Lough, *ibid.*, p. 135.
- (11) Bishop, *ibid.*, p. 247. 尙、ビンショップが該頁記述の文によるに包括抵當を以て爾後取得財産約項を包含するものならず見解を有して居るが如くである。之は註(9)に於て記したる前言を破棄するものである。則ち、包括抵當は工業界に於ては鐵道業界に反し比較的普通に於て行はれぬ故、工業の分野に於て舊抵當に於ける爾後取得財産約款を避くる金融策の必要を一般に見ぬものである。
- (12) Dewing, *ibid.*, p. 117.
- (13) F. White, *White on Corporations, State of New York Containing the Laws as Amended to January 1, 1930, Together with Decisions, Commentaries, Forms and Precedents, vol. 2, pp. 169, 173 (1929), and 1931 Supplement to Vol. 2, p. 6* に據つた。第五節註(4)参照。

四

會社は普通に經營せらるゝ限り、其業務の擴張に伴ひ、其資本も擴大する。此擴張に應ずる資本を如何なる證券を以て金融するか、又その資本化額は幾何なりや等の問題は茲に之を省くが、(1)米國に於ては擔保附社債に依據する場合が多い。此際閉鎖擔保の社債が既に存して居るならば、新社債の賣却上の一障害をなすは明らかである。強ひて此障害を除去せんとすには、該既設抵當の義務の緩和を社債權者の同意を得て發行總額の變更に依り實現せねばならぬ。而し其同意は容易に得難い。此故に將來の發行に付ての規定を設けざる場合、則ち閉鎖擔保なる時は右の擴張施設を直接に抵當として其資金を得るか、或は新設子會社に之を所有せしめ其擔保附社債となすか、其

何れかを採用するを當然の手段とする。(2)閉鎖擔保の利益とする所は投資者にとり安全の觀ある事と價格の安定を得る事の二點に存する。而し乍ら斯る嚴重なる擔保は後論の如く債務會社の不健全なる金融策を招き易い。第二の價格の安定は該擔保附社債にあつては將來その供給の増加は全然ないのであるが、之に反し平等擔保に依るものは將來其供給俄に増加すべき事、而も一層投資者にとり有利なる條件が將來發行のものに賦課せらるゝならん等の懸念により、閉鎖擔保附社債が比較的安定せる價格を有し、或場合に於て其價格は昂騰する(3)ものである。

以上は閉鎖擔保の得失に就て一般的に考察したに過ぎない、乃ち前節に於て概觀した爾後取得財産約款の存否により、閉鎖擔保の得失に重大なる影響を齎らすものである。此擔保を爾後取得財産約款との關係に於て能く觀察せるものはミッドである、以下暫らく彼に従つて考察を進める。閉鎖擔保に二種ある、(一)會社によつて今後取得せらるゝ財産が該抵當の擔保權(the lien of the mortgage)の下に包括せらるゝ場合、と(二)擔保權は證書(instrument)に列舉せられたる財産に限らるゝ場合とである。第一のものを包括的閉鎖擔保(inclusive closed mortgage)第二のものを除外的閉鎖擔保(exclusive closed mortgage)と呼ぶ事を得やう。(4)包括的閉鎖擔保に限らず、除外的閉鎖擔保に於ても其擔保物は抵當證書中に列舉せらるゝが如くである。而して除外的閉鎖擔保に従へば「社債の保障は抵當證書に列舉せらるゝ(enumerated in the mortgage)財産に限らるゝ。會社が望むならば、社債の賣却性を増す事則ち其保障を加重する事を得るのであるが、會社側に毫も其義務は存しない。(5)會社は例へば優良機械購入によつて原擔保物の價格を高むるが如き義務を負担しないのである。一般に閉鎖擔保に於て爾後取得財産約款を包含せぬを妥當とする、前節に於て觸れた如く、將來の取得財産に要する資金は第一順位抵當權を之に設定する事によつて調達する事を得ず、又他方に於て原擔保物への追加財産は既設抵當權の力を増大せしむるものである。



此の意味に於て社債の保障を加重せしむる義務を債務會社に強制せぬのは正當である。減債基金その他の償還規定の記載なき場合、原擔保物保全に要する財産を列擧したる包括的閉鎖擔保は例外として妥當視せらるゝであらう。

斯く除外的閉鎖擔保は爾後取得財産約款なく、従つて其爾後取得財産に付き會社は第一順位抵當權を設定する事を得る。而して此際如何にして其資金を調達するか、追加財産上に設定せる第一順位抵當權に原擔保物上の第二順位抵當權を加へて一般借換第一抵當 (General refunding first mortgage) 若くは合同第一抵當 (Consolidated first mortgage) (6) となし、擔保附社債を發行してその目的を達する。斯かる名稱の意義は既發先順位擔保附社債が期限に至り、本擔保附社債の手取金によつて償還せらるゝか、又は既發滿期社債を右の借換社債に乗換ふる事によつて償還せらるゝ際に、新社債は之等の財産上に第一抵當權を保有するに至る事を指稱するにある。則ち究極に於て第一順位の擔保附社債と同等なる効果を有するものである。(7) 斯かる社債は既發先順位擔保附社債の償還と共に其擔保權は強固となるものである。(8) 此の種の閉鎖擔保は他に比して妥當と見らるゝが、米國に於て今日一般に閉鎖擔保に爾後取得財産約款は挿入せられぬ實情である。(9)

第一順位の包括的閉鎖擔保に依る社債が既に發行せられて居る場合、發行會社が第一順位抵當權によつて保障せらるゝ社債を發行せんとするならば、其一般的手段は子會社をして追加財産を所有せしめ、之に擔保附社債を發行せしむるにある、而して該社債を保證する場合もある、或は爾後取得財産約款中に所有證券を包含せぬならば、證券信託發行に依る事も出来やう。此等二種の方法を結合する事もある。(10) 斯くの如く閉鎖擔保に嚴重なる制限を附するも、其の回避手段は存するのであるから、發行會社は之により何等の痛痒をも感じない。(11) 故に「過去に於て、抵當を閉鎖し、之を會社の財産に付き包括擔保 (Blanket lien) とする事(即ちミッドの所謂包括的閉鎖擔保)

に關して極めて嚴しいのが信託證書に對する習慣であつた。其結果は屢々會社をして自ら好ましからざる手段にて金融せしめ或は脱法策によつて其目的を達せしむるに至つた。(12) 今日包括的閉鎖擔保は前述の如く減じて來た。將來の必要に應ずる金融に對し一層自由寛大ならしむる傾向があると云へやう。(13)

- (1) 此等二種の問題は資本化論に屬する。—— Lyon, *ibid.*, Part I, Ch. I, and Reed, *ibid.*, Ch. IV, V.
- (2) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, p. 118, and 2nd and 3rd ed., p. 65.
- (3) Dewing, *ibid.*, Pp. 93-94, and W. L. Moise, *Inverting Surplus Funds*, in *Montgomery, ibid.*, p. 1419.
- (4) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, pp. 82-83, and 2nd and 3rd ed., p. 316.
- (5) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, p. 84.
- (6) 茲に於ける合同抵當の意味は「借換に依つて一財産上の數個の先順位抵當發行 (several prior mortgage issues on one property) を究極に於て合同たゞ發行」—— Chamberlain, *ibid.*, p. 102——を指し同じである。
- (7) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, pp. 84-85, and 2nd and 3rd ed., p. 318.
- (8) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, p. 86, and 2nd and 3rd ed., p. 320.
- (9) Dewing, *ibid.*, p. 116, and Bishop, *ibid.*, p. 211.
- (10) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, p. 84, 2nd and 3rd ed., p. 318, and Montgomery, *ibid.*, p. 572. 尙爾後取得財産約款の回避手段は前節所論の如くである。
- (11) Dewing, *ibid.*, p. 93.
- (12) Reed, *ibid.*, p. 34. 但し括弧内説明は筆者のなせる所である。
- (13) Reed, *ibid.*, p. 34.

社債の平等擔保に就て

## 五

一般に平等擔保の爾後取得財産約款の存否に關する得失に就て云ふならば、閉鎖擔保に於ける場合と全然反する。則ち其存在は平等擔保を妥當ならしむるものである。蓋し原擔保物のみにつき平等擔保を認め、追加財産に付いて認めぬとする時は、將來の社債發行に依つて社債權者の權利を不當に害するに至るべきを以てある。而し乍ら、此妥當性如何の問題を個々の場合に就て云ふならば、該抵當證書に従ふ社債の今後の發行額に關する制限の内容に依つて定めらるゝが、斯かる制限は爾後取得財産に關して設けらるゝ事が多い。

其制限に二種存する。一は總額限定であり、他は一定の條件を充すならば、如何程に昇るも其發行を許容するものである。第一のものに就いて論ずるならば、爾後取得財産約款の存す事なく、而も其發行總額が原擔保物の價格並に收利力に關して充分に保障せらるゝ限り、此平等擔保附社債は妥當であると云へやう。蓋し事業の進展と共に原擔保物の追加財産が幾何の金額に上るか測知する事難く、第一順位抵當權に依る將來の所要資金額を豫定する事は妥當でないからである。但し其社債が減債基金その他に依り屢次償還せられざる場合は原擔保物の保全に要する追加財産にのみ該抵當權の及ぶものとなすは又妥當と認めらるゝ。而るに此種擔保に於て將來の發行を、第二のものに存するが如き一定の條件の充足に懸くるものがある、此者は當然爾後取得財産約款を有する、(1) かゝるものに對しても上述の所論は適用せられ、その妥當性如何は發行總額と此等の擔保物(原・追加)の價格並に收利力及び其條件の適否によつて決定せらるゝ。米國に於ける社債の平等擔保の實際を見るに(2)總額限定のものも平等擔保中に於て占むる件数は鐵道業に於て三分の二、公益業に於て約八分の三、工業に於て殆んど全部を占むる、而して平等擔保に於て爾後取得財産約款の存するを常とする(3)から、總額限定の平等擔保に於ても殆んど本約款を包

含して居るものと考へらるゝ。又我國に於て平等擔保を社債に移す時當然總額限定せられ、而も法律上本約款と同じ效力を生ずる(4)ものであるから、米國に於ける實情は大に參考とするに足り、従つて此種平等擔保の妥當性の標準を明らかにする必要があると思ふ。上述の爾後取得財産約款と將來の發行との双方に關する條件に就ては以下第二のものに關して引用するマツキンジ一並にミーチの説明を參照して戴きたい。

第二のものは將來の發行を一定の條件の充足に懸くるものである。更に之には條件の性質上當然爾後取得財産約款と包含するものと其約款を包含するものととは任意とするものとある。(5)前者は追加財産則ち爾後取得財産の價格に應じて將來の發行を許容するものであり、後者は右以外の條件に依るものである。先づ前者につきマツキンジ一並にミーチの説明を引用したい。

「最大限度が信託證書に設けられぬ事もあるが、追加社債(additional bonds)の發行は次の如く一定の事情の存在を條件とするであらう。

(イ)追加社債は純流動資産(net current assets)が既存並に發行せらるべき社債の十五割に維持せらるゝ事を前提とし、又更に直前三ヶ年の平均純收益(average net earnings)が既存並に發行せらるべき社債の利子並に減債基金費用の二倍若くは三倍の率にある事を前提として、純有形資産(net tangible assets)が其正當價值(sound value)に於て既存並に發行せらるべき社債の額面價值の二十割に等しいならば、新取得財産の正當價值の例へば七割五分若くは八割に至るまで發行せらるべし。

(ロ)追加社債は亦前文に示したる如き條件の存在する事を前提として、追加(additions)改善(betterments)並に改良(improvements)の原價の七割五分若くは八割に至るまで發行せらるべし。

(ハ)追加社債は既存社債の四分の三の社債権者(the holders)の同意に基き、追加等々の原價の七割五分若くは八割に至るまで發行せらるべし。右の(イ)に指示したるものの如き制限が此場合に附加せられやう。

(ニ)既存擔保附社債發行に屬する新財産は此抵當(即ち買手の制限平等擔保)に従ふ追加社債の發行に依つて取得せらるべし、但し新取得財産上のかゝる既存舊社債は此新財産を取得すべく發行せられたる社債に對する保障として償還又は借換及び預託せらるゝ事を要する(Must be retired or refunded and placed)。

右の(ロ)に指示したる制限は(イ)に概説せるものに比し一層満足なるものである。(6)

前述の如く、平等擔保に於て爾後取得財産約款の存する事を普通とするのであるから、右引用の如き例が多い事と考へらるゝ。尙鐵道業に於ては建設哩數に應じて平等擔保による將來の社債發行を許す事もある。(7)斯く社債収入金(Proceeds of the bonds)によつて取得する財産の原價の何割に限り、其發行を許すは豫期の收益が實現せられざる時の用意と見るものがある。(8)豫期の收益とは例へば、五百萬弗の六分利附社債發行によつて得たる利益一割とすれば、其發行可能の社債留保額は二百萬弗である、其發行實現の結果依然として一割の利益を保持するとすれば、同率の二百八十萬弗の社債留保が出来る。(9)即ちかゝる収益を謂ふのである。

次に後者の條件として則ち爾後取得財産約款の存在を必ずしも前提せざるものの條件として擧げらるゝものを二三論ずる。

各年度内に發行する社債額を制限する事がある。その理由とする所は原發行額に比し比較的大なる額の發行が數年内に實行せらるゝ時は其社債の保障に關して投資者の信頼を弱むるを以つてである。(10)又發行會社の收益が新規社債の利子を包含したる利子費用又は固定費を或程度に超過する事を條件としたものもある。(11)流動資産の常

に流動負債に對して一定の比率を保つべき事を規定せるもある。(12)或は普通株に對して既存社債が一定の比率を保持せば、其發行限度を設けぬ事もあるが、普通株を増す事は容易な事であるから、この規定に實際の重要性は存しな(13)

爾後取得財産約款の平等擔保に於ける普及の事實より見て、又マツキンジー等の所説の如き例の一般的なるを思ふ時、平等擔保附社債に課せらるゝ制限の相當嚴格なるべき事實を推察せざるを得ぬ。斯かる嚴重なる制限は反つて發行會社の金融方法を悪化せしむる場合が生ずる。蓋し、財産の評価を過大になし、虚偽の収益を計上する等の欺瞞的行爲を採らしむる虞があるからである。(14)

(1) Montgomery, *ibid.*, p. 571, quoted from McKinsey and Neech, *Controlling the Finances of a Business.*

(2) Dewing, *ibid.*, p. 91.

(3) Dewing, *ibid.*, p. 116, and Bishop, *ibid.*, p. 211.

(4) 工場抵當法及び鑛業抵當法の規定に依るに、抵當權は其設定後に行はれた工場財團に屬する土地の附加物及備付物又は建物の附加物及備付物に及ぶものである——栗栖赴夫、工場抵當法(法學全集第五卷)三五二頁、工場抵當法第十六條第一項及第二條、鑛業抵當法第三條參照——から、その限りに於て法律上爾後取得財産約款と同じ効果を有する次第である。但し本約款の効果は抵當證書若くは信託證書に其旨列擧された財産に及ぶものであるから、我國の如き原擔保物の附屬物のみならず、獨立せる財産に及ぶを常とし、極端なる場合には所有有價證券にも及ぶものもある。概して我國の法律規定より嚴であり、茲に平等擔保と合しての妥當性が存する。其規定は寛大であるとしても我國の平等擔保は當然本約款を包含するものと同一効果を有するものと云へやう。不動産抵當及び船舶指當に就いても同じ

事が云へやうと思ふ(民法第三百七十條及商法第六百八十六條第二項)。鐵道、軌道及び運河等の諸財團抵當に於て平等擔保が認めらるゝや疑問であるが、之等に於ても本約款の如き効果が規定せられて居る(鐵道抵當法第十一條第一項及第二項、軌道ノ抵當ニ關スル件第一條、運河法第十三條)。而も鐵道及び軌道は鐵道抵當法に依らざれば其財産を擔保となすを得ない(地方鐵道法第八條、軌道法第二六條)故に之等に平等擔保を認むるが頗る妥當であるを考へる。

(5) 而るにドウィングの分類に従へば、此等の制限規定には通常社債元金を保障する財産に關するものと社債利子に充てらるゝ収入に關するものとがある。前者は財産の現在原價は元金保障の基礎たりとの理論に基き社債權者を保護せるものである。後者は收利力は利子保障の基礎たりとの理論に基くものである。——Dewing, *ibid.*, p. 88.

- (6) Montgomery, *ibid.*, pp. 571-572, quoted from McKinsey and Meech, *ibid.*
- (7) McKinsey, *ibid.*, vol. I, p. 147.
- (8) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, pp. 122-123, and 2nd and 3rd ed., p. 69.
- (9) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, p. 122.
- (10) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, pp. 121-122, 125, and 2nd 3rd ed., pp. 68, 71.
- (11) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, pp. 123, 125, and 3rd ed., pp. 69-70, 71.
- (12) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, pp. 124, 125, 2nd and 3rd ed., pp. 70, 71, and Lincoln, *ibid.*, p. 115.
- (13) Dewing, *ibid.*, p. 87.
- (14) Dewing, *ibid.*, pp. 92-93. 新發行の社債に對して設けらるゝ要件の充足を受託者が證明する場合に於て、其の財産の評價並に其の他に就ての監査が必ずしも受託者に依つて慎重に行はるゝものではない。——Tagerquist, *ibid.*, p. 112.

六

我國に於て平等擔保制度の便宜の方面を強調せられて、之に伴ふ種々の問題は閉却せられて居るやうに考へらるゝ。平等擔保は之を利益とするは専ら事業會社であつて、投資者にとつては寧ろ閉鎖擔保を利益とする。斯制度に伴ふ弊害も兩者に對し夫々存するものである。何れを以つて合理的となすかは或場合には平等擔保を他の場合には閉鎖擔保を推さねばならぬ。米國並に我國に於ける傾向を察するに、前者に於ては既に斯制度の全盛を齎らさんとして居る、後者に於ては一二の外債を除き未だ實行されて居らぬが、既にその氣運は既に萌ざして居る、而し乍ら制度上の障害に依り其盛行を期待し難い。

我國の現行法規上の制約は直ちに米國に於ける實績より見て期待し難きのみでなく、現今の如き事業の萎縮せる時に當つては整理、改造に要する資金の需要多きも、擴張の爲の資金の需要は蓋し尠きものであらう。又既設擔保物價格の低落は逼迫せる金融状態にある事業會社をして平等擔保を實用に供する餘地を無からしめて居やう。米國公益業社債の大部分は平等擔保に依つて居るが、其の理由は一に米國都市の發展に伴ふ事業の擴張なる事實に據るものである。(1) 斯かる事業不振の時期に於て輕率に平等擔保制度を採用するならば、反つて擔保附社債を墜落せしむるに到らん事を憂ふるものである。

(1) Mead, *ibid.*, 6th ed., vol. I, p. 127.

本稿に與へられた恩師金原賢之助教授の御指導に對し深く感謝の意を表します。