

Title	アメリカに於ける証券信託社債
Sub Title	
Author	金原, 賢之助 佐々木, 暁秀
Publisher	慶應義塾理財学会
Publication year	1936
Jtitle	三田学会雑誌 (Keio journal of economics). Vol.30, No.10 (1936. 10) ,p.1451(45)- 1483(77)
JaLC DOI	10.14991/001.19361001-0045
Abstract	
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234610-19361001-0045

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.

アメリカに於ける證券信託社債

金原賢之助
佐々木曉秀

一 序

二 Collateral の語義と證券信託社債

三 銀行の證券擔保貸付と證券信託社債

四 證券信託社債の發生とその發達

五 法律上の特質

a 一般的性質

b 基本的條項

c 擁護條項

六 證券信託社債の體様

a 發行會社

b 發行の目的

c 發行方法

アメリカに於ける證券信託社債

d 從屬關係

e 擔保證券と期間

七 投資價值

八 結語

一 序

社債の擔保として有價證券を供することは五十年來アメリカに於いて實用されてゐる。發行會社の性質上、その他の理由から、社債の擔保の内容に有價證券を提供することを便宜とし、又は右以外の擔保物を提供出來ぬ場合もある。

我國に於いて數年來、所謂社債の淨化運動の一題目に擔保附を原則とするやう提唱されてゐる。右運動の當否は兎も角として、之を認めるとすれば、社債に附し得る擔保物を豊富にすることは、或る種の發行會社にとって肝要な問題とならざるを得ない。蓋し有價證券以外の資産を保有し難い性質の發行會社が存するからである。

既に實用化されてゐるアメリカに於ける證券擔保の社債を検討したいと思ふ。この社債を茲では證券信託社債と假譯して用ひることとする。(1)

(1) 本論に於いて mortgage bonds を抵當附社債と假譯したがこれに對し collateral trust bonds を證券質附社債と言つてもよいと思ふ。

II Collateral の語義と證券信託社債

Collateral の法律上の語義は、主たる法律行為に附屬する又は追加する意味を有してゐる。一例を挙げれば colla-

teral agreement の意味は主たる同意に附屬する同意である。但し collateral は附屬的法律行為ではあるが、主たる法律行為より獨立してゐる別個の法律行為である。通例我が國に於いて「附隨」と譯されてゐるやうである。

擔保に關しては collateral security なる言葉が用ひられてゐる。主たる擔保によつて借入をなした者が、別に證券を債權者に預託する時、その證券の預託を指してゐるのである。この collateral security の實體は證券のみに限られるやうである。證券とは株券、社債券、並に倉庫證券、船荷證券、受取手形類を指稱するのである。我が國に於いては、附隨擔保を右の内容から見て、證券擔保と名付け、又は見返擔保とも呼ぶのである。擔保に供した證券を擔保證券又は見返品と呼んでゐる。

證券を擔保とする金融が一般に行はれてゐるのは銀行業務に於いてである。その貸出に當つて、擔保として證券を提供せしめることは、各國に普遍的に行はれてゐる事實である。我が國に於ける所謂擔保貸付の主要部分を占める證券擔保貸付が是れである。アメリカでは之を bank collateral 又は collateral loan と稱してゐる。

右の證券擔保の方法を社債に應用したのが茲に論ずる證券信託社債である。普通 collateral trust bonds と呼ばれてゐるが、往々にして collateral mortgage bonds 乃至 mortgage collateral bonds とも呼ばれることがある。單に collateral bonds とする例もある。勿論その各々の場合に於いて些少の特性を認められることもある。甚だ紛はしいものでは first lien bonds なる名稱を冠せられてゐることもある。最も誤用されてゐる場合では、first mortgage bonds と名付けられてゐて、實質上證券信託社債に他ならず、その名稱から推定されるやうな第一順位の抵當權が設定されてゐない場合がある。單に擔保證券が第一順位の抵當附社債であるとの理由に過ぎないのである。かやうにその名稱に關して頗る誤用されてゐる所があるやうである。(1)

是れに反し、證券信託社債と單に稱せられてゐるだけで、事實上は證券擔保のみに止らず、資産上に抵當權の設定されてゐるものも存する。或は又、抵當附社債にあつては、屢々證券の擔保を包含してゐる。兩者とも、一方の名稱のみを冠してゐるだけではあるが、抵當權並に質權の二つを設定してゐるものである。前者の例は少く、後者の例は非常に多い。(2) 何れの場合も、單に擔保權の強化と云ふ見地からは好ましいことであらう。

アメリカに於ける社債の名稱は、その内容を如實に表現してゐるものではない。種々雑多な名稱が存するので、一見すると、正確に分類指稱されてゐるやうに考へられるのであるが、事實は反對であつて、信託證書を夫々檢索しなければ、誤認を來たすことが屢々ある。證券信託社債の場合も、前述のやうに紛亂してゐて、證券信託社債の名を用ひないものであつて、實質上證券信託社債に他ならざるもの、又は證券信託社債を併用してゐるもの等が存してゐるのである。

(1) Dewing, A. S., The Financial Policy of Corporations, 1926, pp. 135-6

" A Study of Corporation Securities, Their Nature and Uses in Finance, 1934, p. 274.

Lagerquist, W. E., Investment Analysis, Fundamentals in the Analysis of Investment Securities, 1922, p. 677.

(2) Stetson, F. L. Some Legal Phases of Corporate Financing, Reorganization and Regulation, 1922, p. 39

Sakolski, A. M., Principles of Investment, 1925, p. 74.

Bishop, I. A. L., The Financing of Business Enterprises, 1929, p. 225.

アメリカに於ける社債の目録見書を實地に檢索した結果も大體同様であつた。

三 銀行の證券擔保貸付と證券信託社債

銀行の貸付に證券を擔保として提供せしめるものがある。前節に論じたやうに、銀行業務に於いて極めて重要な部分を占めるものであつて、各國ともに普遍的に行はれてゐる所である。

貸付金の元金又は元利を保全するために、貸付先に對して、證券を預託せしめる。即ち現實の支拂の約束を補足する追加的保證であると見ることが出来る。(1)

アメリカの商業銀行に於ける證券擔保貸付の内容たる擔保證券は凡そ三つに分類出来る。(2) 則ち、

一、株券及び社債券

二、倉庫證券及び船荷證券

三、受取手形及び受取勘定

の三者である。

第一の株券と社債券は本質的に言へば、二つに分けて考察すべきであるが、茲では纏めて掲出することとした。社債券は原則として確定利付であり、従つて他のものに比し、價格の變動少く、擔保價值は比較的に大きいものと認められる。信用ある社債であると、擔保證券の市場價格と貸付額との開きは至つて少い。この點に於いて株券は原則として不確定配當付であり、且つ其の他の事情を鋭敏に反映するものであるから、價格は絶えず變動してゐる。従つてその市場價格と貸付額との開きは、場合により、四割から五割に及ぶのである。(3) 社債券並に株券は擔保物として最も歡迎されてゐる。(4) 殊に取引所上場の銘柄を喜ぶのである。此等の有價證券は流通性に富んでゐるものであるが、上場されてゐるものは、更にその刻々の價格の變動を跡付けることが容易である事情による。(5) 次に第二の倉庫證券並に船荷證券は商品を表象してゐる證書であつて、實質的には商品擔保と見られる。併し商

品を直接に擔保とするものは稀である。アメリカに於いては倉庫證券を普通とする。其の額面價格に對する貸付の割合は五割乃至八割と言はれてゐる。(6)一般に銀行の商品に對する知識は有價證券に關するものより乏しいと見なければならぬので、右の貸付率は有價證券の場合より低下して来る。尤も低下の理由の中に商品の保存に要する費用等も含まれてゐる。

第三に擧げた受取手形並に受取勘定は、言はば第三者の借用證書であつて、慣例上健全な擔保物と目されてゐない。一流手形以外は流通性を缺き、確實性に乏しく、更に請求權が極めて間接的となつてゐるからである。寧ろ信用貸付による方が低利となつてゐる位である。かゝる擔保は却て條件を惡くする實情にある。斯うした慣習は嚴密な理由があるのではなし、偏見に基くものである。従つてかやうな擔保貸付は銀行によつて行はれ難くなつてゐる。(7)

商業銀行の證券擔保貸付は手形の割引と相並んで、その業務の主なる一つに數へられてゐる。勿論、商業銀行の貸付であるから、期限は三十日乃至九十日拂である。長期貸付は原則として行はれない。尤も期限の更新は常に行はれる所であつて、實質的に長期貸付となつてゐる場合もある。

右の三者の内、第二と第三はその本質より見て、短期の證券であるから、短期貸付の擔保以外に用ひることは出來ない。併しながら、長期證券である社債券並に株券は長期貸付の擔保物として好適と言へないであらうか。商業銀行の短期貸付の擔保として、此等の有價證券が極めて優良なものと認められてゐるが、之を轉じて、長期貸付又は長期債權の擔保として用ひて不可であらうか。

寔に證券信託社債は、その濫觴を商業銀行に於ける證券擔保貸付に發して來たものであつた。前世紀後半、アメ

リカ鐵道業界に於いて、之を發案し、長期債務たる社債の擔保物として社債券並に株券を用ひるに到つたのである。(8)

社債の存續期間は短きも數年、長きは數十年又はそれ以上の年限に亘つて繼續して行くものであるが、手形乃至商品表象の證券類は長くも數ヶ月に過ぎないから、擔保物の代替等手數多く、不適當と認めざるを得ない。但し證券信託社債の存續期間に比し、擔保證券の期間が短いことも例外としてあり得る。(9)従つて煩雜な擔保物代替の手續を避け、長期證券を選ばざるを得ない。その結果、銀行の證券擔保貸付と比較して、擔保品目に關し制約を受けてゐる。

以上は期間並に擔保物の品目等に就いての相違であるが、その他、法律上重要な差異がある。即ち銀行の證券擔保貸付に於いては、擔保證券を債權者たる銀行に質入する。然るに證券信託社債に於いては、擔保證券を受けるものは、債權者以外の第三者になるのである。又抵當附社債の場合に於いても、擔保物保全のため、第三者の介入を必要とするものであるが、證券信託社債であると、質入を要するため、自ら別個の問題を生ずる。

(1) Bishop, *ibid.*, p. 221.

(2) Lough, W. H., *Business Finance, A Practical Study of Financial Management in Private Business*, 1917, pp. 120-3.

Conyngton, T., *Corporation Procedure, Law, Finance, Accounting*, 1923, p. 862 (本書は前掲ランの著と内容同じである)。(3) Bishop, *ibid.*, p. 222.

(4) Lough, *ibid.*, p. 120. Conyngton, *ibid.*, p. 862.

(5) Lagerquist, *ibid.*, p. 30.

アメリカに於ける證券信託社債

(e) Lough, *ibid.*, pp. 121-2. Conyngton, *ibid.*, pp. 863-4.

(f) Lough, *ibid.*, pp. 122-3. Conyngton, *ibid.*, p. 864.

(g) Mitchel, T. W., *The Collateral Trust Mortgage in Railway Finance* (Quarterly Journal of Economics, Vol. XX, No. 3, 1906, pp. 443-67.

(h) 斯る場合に就いては五、b、に論ずる。

四 證券信託社債の發生とその發達

前述の如く、短期の證券擔保を社債の擔保に應用し、證券擔保の社債を發行する意圖はアメリカに於いて夙に現はれてゐたのであつた。證券擔保貸付は銀行によつて營まれ、アメリカに於けるその當時の利用者は株式仲買人、實業家及び鐵道會社であつた。その返済期限は三十日乃至六十日であつて、形式は普通の約束手形であつた。かやうに商業手形に關して證券擔保が妥當であるならば、之を社債に利用して不可であるとする理由はないであらう。

(1) 證券信託社債に對する漠然とした待望によつてその發生の機會を待つばかりの氣運にあつた。

一八七九年にユニオン・パンフィック鐵道會社の發行したものがその嚆矢をなすのであるが、その發行の契機をなしたものは、法律上の制限を如何にして免かれるかに腐心した會社當事者の金融方法の一つであつた。同社は聯邦政府から補助金を受け、又同社資産に第二順位の擔保權を附した貸付をなしたのであるが、一八七三年に至つて、右の擔保權の侵害を豫防する目的を以つて、聯邦議會は該擔保權設定物件を擔保とする社債の増加を禁止した。これまで同社は主として社債の發行によつて建設資金を調達して來たのであるが、右の法律の結果、同社の特許狀の下に於いて、新線の敷設も、又擴張も總て實際上不可能となつた。(2) 一八六二年に創立された同社の敷設

線は一八六九年に開通したオマハからサクラメントに至るものであつたが、(3) 當時は中西部開拓時代に屬し、他社との對抗上聯絡線並に培養線の敷設に迫られてゐる實情であつた。従つて右の支線建設に當つては、別個の特許狀に基いて實現を計る以外の方法はなかつた。而も新設會社は子會社として置く必要がある。又一般に子會社債は親會社の元利拂に付いての保證がなければ、賣出すことは不可能と豫想される。然るに既に法律によつて、資産上に義務を生ぜしめることを禁ぜられてゐるため、保證することは、同社の收益に突發的義務を課せしめる故を以つて、合法的にこの事も實行し難い。(4)

同社がこの際採つた手段を略述すれば、必要とする諸線路を法律上別個の株式會社とし、夫々特許狀を得て創立し、同社は之等支線會社の創立資金としてその收益金より出資し、その代償として支線會社の株式と第一順位の抵當付社債を得た。斯く支線會社を自己の統制下に隨へた同社は、支出資金を回收するため、その得たる株券並に社債券を擔保として約七百萬弗(5)の證券信託社債を發行して、賣出したのである。その利拂は子會社發行證券たる擔保證券よりの収入金を以て充當し得た。(6)

かやうにして、法律上の制約を免かれ、事業上の目的を達成することを得た。併しながら、右の證券信託社債も究極に於いて、同社の資産に義務を課することになるのではないかの懸念があつた。一八八二年に同社が第二回證券信託社債の發行をした際、一株主によつて社債發行停止の訴訟が提起された。その理由とする所は、右の發行は事實上同社の資産に對する社債債務の増加を來たすものであるから、成文法規の侵害になると謂ふのであつた。然るに原告の提訴資格に就いて疑義があつた。即ち右の原告は該社債發行日前に株主ではあつたが、その後原告所有株券を賣却し、再度株主の資格を得たのは、該社債發行の認可があつた後のことである。このため、該社債に對

する公訴権なきものと判決され、遂にその訴訟の内容の検討に及ばなかつたのである。其の後、提訴なきため、右に關する問題は起つて來ない。(7)

證券信託社債の發生事情は一鐵道會社の法律上の制約を回避する手段として、止むを得ず、採用した所に存したのである。當面の契機をなしたものは法律的歪曲に在つた。(8) 然るにその後、に於ける發達經路を見ると、法律上の回避策として用ひられることも相當あるが、主として經濟的效用を有することが追々認められ、遂に產業界に全般的に用ひられ、又その用途も廣般なものとなるに至つた。

當初、證券信託社債は、専ら鐵道業界のみに利用され、その擴張資金及び合併資金の調達に寄與してゐた。(9) 尤も右のうち、合併資金調達に用ひられるやうになつたのは一八九七年の好況以來のことである。(10) 同年以後、工業界にも或程度利用されるやうになつた。一九〇六年以降盛に發行されてゐる部門は公益業界に於ける特殊會社である。或る場合には、證券信託社債を順次同系統會社で發行して、所謂ピラミッド式構成をなしてゐるものがある。降つて一九二七年からは、鐵道業界に於ける持株會社にその使命を認められ、大系統の支配を實現するやうになつて來たのである。(11)

既述したやうに、抵當附社債に於いても、證券の質權設定の條項を設ける場合が多いのである。従つてこの性質を有する社債の普及状態は決して閑却出來ぬ問題である。併しながら、この社債の近代的意義は、業界に於ける統制の問題と結びつけて、考へねばならない。(12)

- (1) Mitchel, *ibid.*, p. 445.
- (2) Mitchel, *ibid.*, p. 444.

- (3) Owens, R. N., *Business Organization and Combination*, 1934, p. 399.

- (4) Mitchel, *ibid.*, p. 444

- (5) マーシャル前掲書四四三頁には七十萬弗と記されてゐる。

- (6) Mitchel, *ibid.*, pp. 444-445.

- (7) Mitchel, *ibid.*, p. 445.

- (8) 證券信託社債は鐵道業界に於いて當初、諸支線會社の證券を市場性を有する單一の發行に纏めるために利用されたと
も言はれてゐる。

Dewing, *Financial Policy*, p. 7.

" , *Securities*, p. 263

- (9) Dewing, *Financial Policy*, pp. 127-8.

" , *Securities*, p. 263.

- (10) Ripley, W. Z., *Railroads, Finance and Organization*, 1927, p. 146.

- (11) Dewing, *Securities*, pp. 263-4.

- (12) この問題に就いては本論に於いては割愛する。

五 法律上の性質

a 一般的性質

證券信託社債の擔保に供し得るものは、株券、社債券又はその兩者である。株券は、言ふまでもなく、事業に對する持分權を表象するものである、社債券は會社の債務證書に他ならない。併しながら、之を所有する者から見

ならば、等しく資産として所持してゐるのであつて、投資上動産の如くに取扱はれてゐる。

アメリカに於ける法律上の解釋では、兩者共に一種の請求權(things in action)の化體と見てゐる(1)やうである。この請求權の表象たる株券並に社債權は勿論、不動産並に其の他の有形物と普通に區別されてゐる。更に特許等の如き無形物とも峻別されてゐる。投資物としては、恰も動産の如くであるが、法律上請求權、即ち事實上の債權の一種と看做されてゐる理由があると考へられる。

抵當附社債は右の内、有形物又は無形物上に設定された直接的擔保權である。然るに、證券信託社債に於いては假令擔保物は抵當附社債であるとしても、有形物又は無形物上の擔保權ではない、有價證券上に設定された間接的な擔保權である。(2) 擔保物が株券の場合に於いても同じであつて、會社の持分權の證書を擔保としてゐる。(3) 斯くの如く、擔保權の性質に關して、抵當附社債と著しく相違する。この間接的な點を利用して、自己證券を擔保とするものである。多くの場合、自社の既發抵當附社債を擔保として起債する。新規發行債は既發債と本質上何等の差異はなし、一見短期な手續を採るやうに考へられるが、發行會社側から見れば、支拂不能となつた際、證券信託社債であると、直ちに抵當權の實行に移ることを得ない、その預託證券を取得するに過ぎない。その所有權を得るに止まるのである。時間的に見て、抵當權の實行に移る時期が相當延長される效果を生ずる。大體法律的にはかやうな效果があるので、自己證券を擔保とする社債は不良會社に多いものと認めざるを得ない。間接的擔保權である故に行はれる手段である。(5)

抵當附社債と比較して、第一に論じなければならぬ事實がある。一方は抵當權であり、他は質權であることである。又この相違點から、信託機能の變化を生じて来る。抵當附社債はその名の示す如く、抵當權に基くものであ

るから、抵當物件は抵當權設定者たる債務(發行)會社の占有するところである。證券信託社債は質權に基くものであるから、質物たる有價證券は理論上社債權者の手に預託しなければならない。(6) 抵當附社債に於いても、受託者の介入することは勿論であるが、證券信託社債では受託者の機能が著しく變化して来る。即ち受託者は社債權者の共通法定代理人たる資格に於いて、社債の期限に至るまで、質物の占有を持續するのである。擔保物に對し直接的責任を持つことになる。責任は一層加重される譯である。従つて業者間に於いて好評ある信託會社を受託者として選ぶやうである。(7)

この發行も信託證書によつて取極められる。その内容には獨特の性質を有する事項があることは勿論である。次節以下にその特有の條項を觀察した。

- (1) Sakolski, *ibid.*, p. 293.
- (2) Dering, *Financial Policy*, p. 127.
- (3) "Securities, pp. 262-3.
- (4) "Corporation Finance, 1931, p. 34.
- (5) Bishop, *ibid.*, p. 225.
- (6) Lincoln, E. E., *Applied Business Finance*, 1929, p. 29.
- (7) 自然證券擔保の金融上の意義に就いては、六、參照
- (8) Sakolski, *ibid.*, pp. 73-4.
- (9) Bishop, *ibid.*, pp. 293-4.

b 基本的條項

證券信託社債を發行するに當つて、擔保物たる株券又は社債券を受託者に預託することは既に述べた所であるが、この際擔保物より生ずる果實、即ち社債利子又は株式配當に付き、更に又株式の場合はその議決權に付き、特約を信託證書に於いて締結するを常とする。換言すれば、發行會社は擔保證券の享益權と投票權とを自己の手に保留して置くのである。

擔保證券の配當又は利子に就いて見るならば、一般の法律上の規定に於いては、質權者は質入證券より生ずる果實に付き、當該債務の支拂に之を充當する權能を有してゐるものであるから、發行會社の事情により、特約を結んで置く必要がある。この特約條項には、質權設定會社(發行會社)は支拂不能に陥らざる限り、自ら配當又は利子を徴し、又必要の際には、この目的を達成するため、受託者より充當命令書(appropriate orders)を受くる權利を有する者を記載するを普通とする。(1)

尚ほ右に關聯して忘却出来ないのは、元金に就いての條項である。社債券擔保の場合であると、擔保社債の一部又は全部の償還によつて元金の收受を見ることがある。株券擔保の場合、擔保證券發行會社の解散其の他によつて、資本金の分配が行はれ、元本に付き相當額の收受を見ることがある。かかる場合を豫想して、一定の條項を設けて置く必要がある。即ち右の収入金は受託者之を領收し之を以て擔保證券の買入補充をなすか、又は當該債務の一部又は全部の償還をなして、擔保權保全の用に充つべき者を規定するのである。(2)

擔保證券發行會社の支拂不能の場合を慮つて、之に對する規定を設けて置く必要がある。手續上の事項に屬するので、細心の注意を以て取極めることが肝要である。閉鎖手續(foreclosure)、解散、又は清算の件に際し、受託者

に對して質入社債又は株式の占有者として法律上の手續により、その權利を行使し、その占有權を利して、擔保證券發行會社の資産を取得する權能を附與する旨規定するのである。(3)

株式擔保の議決權の問題であるが、議決權は發行會社としてその保有を計るものである。殊に特殊會社又は親會社の發行に係る際には、最も肝要な事となる。このため、受託者から委任狀(proxyes)を受取るべき旨規定して置くのである。(4)

擔保證券の代替(substitution)に就いての規定を設けることもある。信託契約に際し、受託者に預託した有價證券を將來他の有價證券と入れ換へる場合の規定であるが、之は實例に乏しい。(5) 唯かかる規定があると、質權設定會社にとつて便宜なことがある。證券信託社債の存續中に、解散、期限の到來其の他の事情により、擔保證券の消滅を來たす場合、擔保物を代替する必要があることもある、又擔保證券發行會社の合同等によつて、擔保證券の消滅を來たし、従つて合同會社に承繼されることによつて、擔保證券の銘柄が當然變更する場合もある。この條項には、適當な制限を附する必要がある。即ち代替された擔保物の價格の低減を許さぬ旨、又その手續に際し、法律顧問の意見を徴すべき旨を規定する。(6) その處理は受託者と發行會社との協議に委せられて居る、協議が纏らぬ時は鑑定大會(board of appraisers)に於いて最後の決定をなす旨規定するのである。(7)

擔保證券發行會社が發行會社に合併若くは買收された時は、當然右の被合併若くは被買收會社の資産は發行會社の手に移る、斯様にして得たる全資産は質權たる擔保權に従屬すべきものである。(8)

擔保證券に關する事項はその基本的なものに就いては大體以上で盡し得たと思ふ。唯同一擔保證券の上に更に劣等順位の質權を設定しやうとする場合即ち質權の順位に就き補足して置きたいと思ふ。

質権は、原則として、其の擔保物を相手方に引渡すことによつて、質権の效力を發生するのである。この點が抵當權と異なる所であつて、擔保物件の現實的授受が效力發生の第一要件となる。債權者と債務者の二當事者間に於いて擔保權が設定された場合、抵當權ならば、第三者に對して更にその物件に付き、抵當權を重ねて設定することが可能である。質権であると、質物の引渡を要するのであるから、第三者に對して質權を重ねることは本質的に不可能と能はねばならない。

證券信託社債に於いては、信託の介入があるので、擔保物件は受託者に引渡され、債權者に對して直接に引渡されることはないのであるから、第三者に對する質權設定が可能となつて来る。殊にアメリカに於ける實際を見るに、抵當は社債に於いて有價證券を擔保に提供するものが多い現狀に省みても、かゝる劣等順位の質權の設定を許すことが實情によく適合してゐる次第である。

その手續は債務會社に残存する發行余地を受託者に移し、第一順位質權消滅の際、第二順位質權者にその利益を享受せしむべき旨を記載するのである。受託者は技術的に見て、同一人であることが望ましいのである。(9)

最後に附加したい事は、受託者は質權設定に際し、其の證券の權原を得るに必要な手續を採り、受託者は擔保社債券に關しては、自名社債を自己の名義に變へ、無記名社債を記名社債に更へ、又擔保株券に關しては、自己の名義、又はその指定人の名義に變へることが出来る。又斯くすべき旨主張されてゐる。(10)

(1) Stetson, *ibid.*, p. 59.

配當、又は利子の徴收を信託會社に於いてなす例もある。極く少數ではあるが、この場合には、之等の收入金を以て利拂に充て殘餘は減價基金に積立てる。—Ignatius, M. B., *The Financing of Public Service Corporations*, 1918, p. 179.

(2) Stetson, *ibid.*, p. 60

(3) Stetson, *ibid.*, p. 60.

(4) Stetson, *ibid.*, p. 60.

(5) Bishop, *ibid.*, pp. 224-5.

アメリカに於ける銀行の證券擔保貸付に於いても、勿論かやうな規定は普通見當らない。Mead, E. S., *Corporation Finance*, 1928, pp. 74-5.

(6) Stetson, *ibid.*, p. 60.

(7) Bishop, *ibid.*, p. 225

(8) Stetson, *ibid.*, p.

(9) Stetson, *ibid.*, p. 59.

(10) Stetson, *ibid.*, p. 59. Ignatius, *ibid.*, p. 179.

c 擁護條項

抵當附社債の信託證書に於いて、社債權者の利益を害せざるため條項を設け、社債權者を保護することは衆知の如くである。證券信託社債に於いても、種々の擁護規定を設けるのが普通である。既に基本的條項に附屬する二三の規定に就いては、前節に於いて觸れる所があつた、茲では其の他の規定に就いて擧げて見たい。但し抵當附社債乃至一般の社債と共通する擁護條項は略すこととした。

之は二つに分けて考察するのが便宜である。即ち擔保證券が社債券である場合と株券である場合とである。先づ社債である場合には、

一、擔保證券發行會社に對し、擔保社債券に優先する社債の發行を禁止する。

二、發行會社が擔保證券發行會社の株式を有し、之を支配してゐる場合には、所有株券を受託者に預託せしめて、受託者に支配權を有せしめる。

即ち兩規定共、擔保證券の價值を減損することを怖れて設けるところである。(1) 次に株券の場合には大體次の如くである。

一、擔保證券發行會社は貸貸借契約を結ばぬこと。鐵道會社の場合その線路に關する規定である。

二、擔保證券發行會社の資産賣却の場合、同額の償還をなすか、又は同額の資産を買入れること。或は所有株券の總株數に對する比率と同比率の現金を受託者に預託すること。

三、擔保證券發行會社増資の際には、株券預託の株數を一定の割合を以て増加すべきこと。

四、擔保證券發行會社はその收入より、所用資産に對し總ての必要な修繕、改良並に取換をなすべきこと。

以上の如く、擔保證券發行會社に對し、現在及び將來に亘つて、社債權者保護上、種々の制約を加へるのである。(2) 右は質權設定會社に對する直接的制約ではなく、その被支配會社に對する拘束であるから、從屬關係のない單なる他社證券の擔保はこの際問題とならないのである。之によつて見ても、從屬關係によつて發行せられてゐることが多いと認むべきである。換言すれば、單なる他社證券の場合、右の如き條件を發行會社に課する譯に行かないので、一流證券を擔保する場合を除き、頗る薄弱な擔保になると斷言出来る。

擔保證券發行會社と從屬關係にある場合、親會社が擔保證券に對し保證をなす場合もある。

證券信託社債は擔保權の實行に當つて、迂迴的手續により、利益の回復を期待し得る。その間相當の時日と費用

とを要するのである。従つてその時日を惡用して、親會社はその議決權を用ひ、子會社の資産に抵當權を新たに設定する虞れがある。これに就いても相當の制限規定を附すべきである。(3)

最後に、自社證券の質入の合法性如何の問題がある。この金融方法は既に十九世紀中葉から行はれて來たのであるが、之に關して實際には、成文法規に於いても、又判例に於いても、明確なる規定乃至定説が存してゐないのである。而も今日では、借入金並に短期社債の擔保として、極めて重要な地位を占めてゐるのである。(4)。

(1) Mead, *ibid.*, pp. 73-4. Bishop, *ibid.*, p. 224.

(2) Mead, *ibid.*, p. 74. Bishop, *ibid.*, p. 224.

(3) Michel, *ibid.*, p. 467.

(4) Hatch, S., A Form of Depression Finance—Corporations Pledging Their Own Bonds, *Harvard Law Review*, vol. XLVII, 1934, No. 7, pp. 1096-7.

六 證券信託社債の體様

a 發行會社

有價證券を擔保に供して、自社の金融に資するのが、證券信託社債發行の第一義である。即ち總ての證券信託社債に共通な屬性と見ることが出来る。但しその擔保の内容が證券のみに限られず、他の資産と共に擔保に供せられてゐる場合をも包含することは言ふまでもない。擔保に有價證券を含むものは、茲ではその名稱の如何を問はず、總括的に證券信託社債と名付けてゐるのである。

而して如何なる方面の會社に利用されてゐるかを觀察したい。先づこの際、注意しなければならないことは、他

の資産と共に擔保權の目的とされてゐる場合、多く抵當附社債に包含されてゐるが、かかる場合には抵當附社債の用途に使用される可能性が多いのである。尤も擔保物件中質權の目的である有價證券の他の擔保物件に對する比率の大小によつて、何れに屬すべきかを劃定する必要がある。之にも絶對的な基準を求め難い。

證券信託社債の用途を觀察するに當つて、各種の標準を設けることを得るが、その主要なものとしては、發行會社の屬すべき分野、會社の性質、其の他各社の内在的理由等を擧げることが出来る。第一に産業部門別であつて、如何なる産業に用ひられてゐるかを調査することである。第二のものは持株會社と事業會社との區別である。その利用される會社の性質の問題である。第三には各發行會社の内在的理由であるが、これには數多くの理由を擧げることが出来る。本節に於いては、その最も緊要な第一義的なものとして、金融上の目的を擧げるに止める。その他の第二義的理由に關しては、後節に於いて觸れることとしたい。この目的は會社金融に於いて、第一に採り擧げねばならない研究部門に屬する。前二者に比して、内在的な利用の問題である。大膽に言へば、前二者は第三の理由によつて生じた派生的な、外形的な現れと見ることが出来るからである。

第一の産業部門に關しては既に述べた所である。大體の傾向を云へば、鐵道業に於いて最も多く利用されてゐるやうである。次に公益業である。工業部門では比較的に少いやうである。

第二に、持株會社又は事業會社の何れに屬するかの點である。持株會社は、衆知の如く、勿論事業會社と見ることとは出来ない、又純粹の投資會社乃至金融會社として取扱ふことも妥當でない。蓋し持株會社は事業上の支配的意圖を以て結成されると同時に、投資利益をも目論んでゐるからである。この故に持株會社と事業會社とを區別するを便宜とする。勿論、既述したやうに、持株會社の發行に係るものが多數である。上述の鐵道業並に公益業界に於

いて、何れも持株會社の發行額がその主たる部分を占めてゐる。併しながら、事業會社にして持株會社を兼ねるものは茲では持株會社と看做すのである。その他の事業會社の發行に係る證券信託社債は多く抵當附社債と兼ね、而も抵當附社債の屬性を多分に有してゐるものと考へられる。

第三の金融上の目的に就いては、前述の如く、證券信託社債の利用價值に關する問題であり、従つてその存在の重要性に關する基本的考察をなすべきものと思ふ。次節に於いて詳論したい。其の他の理由に關しては、順次觸れて行きたい。

b 發行の目的

證券信託社債發行の目的は種々あつて、一個の目的に概括することは不可能である。本來の目的は事業の發展に伴つて必要とする資金の調達にあることは言ふまでもない。この本質的な目的に、有價證券を擔保とせねばならない事情が加つて、その起債を見る譯である。又その資金調達が事業の擴張のためでないことも少くはない。之等各種の事情のうち、發展のためになすものは積極的目的とすることが出来る。これ以外のものは消極的目的と稱していい。更に金融上の目的と法律上の理由との二つに分けて考へることも出来る。之が最も分類に都合がよいので、茲ではこの二つに分けて觀察して見ることにしたい。

唯補足して置かねばならないことは、左に列擧する此等の目的のうち、單一の目的を以て發行されるものは稀れあつて、多くの場合複合的である。例へばその濫觴をなすユニオン・パシフィック社債の如きも第一の目的は擴張で資金の調達に在り、第二の理由は法令上の禁止事項に觸れないためであつた。

一、金融上の目的

I、統制の必要によるもの

既設會社の株式買収其の他の方法によつて、他社を自社の統制下に収めやうとする目的を以て發行するものを謂ふのである。鐵道會社が自社線の聯絡に資する他社の線路を統制するに當つて、試みられたのを始とする。この場合、統制の意味は既設會社の支配を指すのであつて、從屬せしめる意圖を以て新設する會社の支配を意味しないのである。他社を支配する意圖を持つ持株會社の發行債はこの目的に外ならない。既設會社統制に當つての發行方法に就いては次節に論ずる。(1)

II、擴張の便宜上

事業の擴張の資金を得るためのものを謂ふのである。之に二つの場合がある。既に保有してゐる證券を擔保して自然の資産を増加させるもの、即ちこの場合であると、勿論形式上に於いても自然以外の會社に使用するものではない。他は擴張すべき資産を新設會社に保有せしめ、新設會社證券を擔保として起債する場合であつて、形式上自社の擴張と見難いものである。抵當附社債に併用されるものには前者の例が多いかと考へられる。證券信託社債には後者が重要である。この場合の特殊な發行方法に就いても後述する。(2)

III 市場性を得るため

數種の小額發行の證券を擔保とし、又は市場性に乏しい證券を擔保として發行するものである。持株會社の盛名を利用し、或は數發行債を纏めて、擔保の強化を計り、有利な條件で起債しやうとするものである。(3)

IV 負債整理のため

流動負債を債券化し、會社の金融的地位を鞏固にするために發行されることが多い。従つて期間も三年乃至

五年である。次に擧げる目的に包括されてゐる場合も屢々ある。(4)

V 恐慌直後の金融市場の情勢に基くもの恐慌直後であるため、長期の抵當附社債が賣却出來ぬ際、短期ものならば、比較的良好な市場を見出し得るのである。この期間を乗り切るため、手持自社抵當附社債に質權を設定して、短期債を發行する。従つて質入社債額面高が右短期債總額を著しく超過するのは止むを得ないことである。(5)

VI 其の他の目的

重要な目的に就いては以上の如くである。右以外の目的としては、例へば、經常費輕減のため、優先株と交換するため、貸貨者に交付するため、又は既發債の借替のためとか種々の目的があるが、此等は余り重要でない。(6)

二、法律上の理由

VII 擔保物が證券に限られてゐるもの

發行會社の擔保物として提供すべき資産が證券に限られるものを謂ふ。換言すれば、證券を除いて、擔保に供すべき相當の資産を有しない事情にあるものである。事業會社に於ける場合と持株會社に於ける場合とがある。前者は既發抵當附社債によつて擔保物の價格に發行余地を残してゐない場合である。後者は會社の性質上、分明のことである。

VIII 劣等順位を避くるため

投資者は第一順位の社債を希望し、又子會社社債よりも親會社の社債を要望するものであるから、第一順位

を採ることが極めて重要な事柄である。(7) 従つて會社資産の一部又は全部に付き、先順位の擔保附社債が存してゐる際、一般抵當(General mortgage)に基く社債を發行し、之に質權を設定した自社社債を擔保とする社債を發行するのである。則ちこの目的は劣等順位の名稱を持つ社債を避けるにある。この場合、自社の先順位社債を幾分手持してゐれば、之を一般抵當の内に包含せしめて、受託者に預託する。或は又、先順位社債がオープン・モーゲッジによるものであつて、發行余地を残してゐるならば、限度まで發行をなし、之を一般抵當に包含させることが出来る。時には質權のピラミッド式構成をなすこともある。鐵道並に公益業に最も普通に用ひられる方法である。(8)

IX 爾後取得條項(after-acquired property clause, or after-acquired clause)を回避するため

爾後取得條項を回避するため、證券信託社債を發行する場合が極めて多いのである。爾後取得條項とは、抵當附社債に於いて、抵當權設定の物件が時日の経過と共に、老朽化し、従つて擔保價值を減損するを豫防する目的のため、信託證書に於いて、新規取得資産にまで、抵當權の及ぶべきことを規定することが屢々である。或るものは極めて苛酷な取極をなしてゐる實情である。この場合、その規定に抵觸する新規物件を施設し、又は新線を敷設するに要する資金を抵當附社債によつて求める時は、當然第二順位又はそれ以下の順位となつて發行條件が著しく不利となるのは免れ難い。之を避けるため、子會社に右物件を取得させ、子會社の證券を擔保として社債を發行するのである。爾後取得條項に取得すべき株券並に社債券に及ぶべき旨規定した時はこの回避策は採る事は出来ないが、かやうな苛酷な例は稀れである。

X 法律上の禁止又は制限を回避するため

法律上の禁止又は鐵道業に於ける敷設位置又は距離に關する制限を免れるため、前項の目的によるものと同一く、子會社をして、禁止又は制限事項の業務を営ましめるのである。(9)

XI 法律上の責任を回避するため

當然自社の業務又は施設とすべきものを、法律上の責任の生ずべきことを虞れて、子會社にこれを所有せしめることがある。(10)

大體以上で目的の主なるものを盡し得たと思ふ。

- (1) Mitchel, *ibid.*, pp. 445-8.
- (2) Mitchel, *ibid.*, pp. 445, 454.
- (3) Dewing, *Securities*, p. 64-b.
" *Financial Policy*, pp. 123-9.
- (4) Ripley, *ibid.*, pp. 3121-2. Bishop, *ibid.*, p. 231. Mitchel, *ibid.*, pp. 445, 447-.
- (5) Hatch, *ibid.*, p. 1094.
- (6) Mitchel, *ibid.*, pp. 558-60.
- (7) Mitchel, *ibid.*, p. 456.
- (8) Hatch, *ibid.*, p. 1094.
- (9) Ripley, *ibid.*, p. 156. Mitchel, *ibid.*, p. 457.
- (10) Dewing, *Securities*, p. 266.
" *Financial Policy*, pp. 130-1.

發行方法

本節に於いて論ずる發行方法とは擔保證券を獲得して、之を預託し、證券信託社債の發行に至るまでの方法を指すのである。之に二つの場合がある。第一は既に擔保とすべき證券を所有してゐる場合であつて、社債の擔保として所有證券を單に提供するに止まるものである。第二は擔保證券の所有は證券信託社債の發行を期して實現する場合である。

第一の場合は所有證券上に質權を設定するだけであつて、容易に行はれ得る。第二の場合であると、擔保に附すべき證券の獲得に當つて、種々の手段を廻らすのである。大體に於いて、その目的とする所によりその手段は相違して来る。

第一の場合に就いては問題はない。第二の場合は、更に又證券信託社債發行の時を標準として、三つに分けて考へられる。第一は本社債發行直前に擔保證券を買入れる方法であり、第二は本社債と擔保證券とを交換する方法である。實際的にも同時に行はれる。第三は本社債發行及擔保證券を購入する方法の三者である。

次にこの三方法に就いて説明を加へたいと思ふ。(一)

Ⅰ 直前の場合になす方法に就いては、又之を三つに分けて考へられる。

イ、自社の擔保附(抵當附を原則とする)社債を質入して、擔保證券となす方法であつて、主として前項にも述べたやうに劣等順位債を避ける目的のため、發行する方法であり、又は起債市場の情勢によつて、自社の抵當附社債を發行し、之を直に本社債の擔保とする場合である。後者の場合は短期債である。

ロ、現金購入法と稱すべき方法である。他社を支配しようとする際に用ひられる方法の一つである。則ち支配し

ようとする會社の株式を買入れ、この資金を證券信託社債の發行賣却によつて回収するのである。司配會社に相當の資金の餘裕又は金融上の餘裕がある場合に用ひ得る方法である。新設子會社の場合に於いても、子會社株を親會社が引受け、購入し、親會社の本社債を發行することが出来る。兩者の場合とも、司配會社又は親會社の發行に係るのである。

Ⅱ 交換法と呼ぶべき方法であつて、これは既設會社を統制しやうとする際に用ひられる手段である。被司配會社の株主に對し、その所有に係る株券を司配しやうとする會社の證券信託社債と交換させるのである。交換した株券が直ちに證券信託社債の擔保となるので、擔保證券の獲得と本社債の發行とが同時に行はれるものである。而も此等の株主をして交換を承知させるのであるから、株主に對して交付する本社債の評価は低くして、株券對社債の比率を株主に對し餘程有利に取極める必要がある。

子會社設立の場合にも、交換法がある。これは前者と性質が異つてゐる。蓋し新設會社であるから、株主の存在がない。従つて、子會社株を直接親會社の證券信託社債と交換するのである。この際の擔保證券は云ふまでもなく、右の子會社株である。その資金の回収又は獲得は子會社所有の本社債の賣却によつて實現するのである。

右の内、支配會社の場合は、資金の回収の必要は殆んどない。新設子會社の場合は、子會社による資金の收得があるので、この點Ⅰ、のロ、の場合とも相違してゐる。

■ 本社債成立後、擔保證券を獲得する方法は間接法と稱すべきものかと考へる。則ちこの方法によると、司配しようとする會社が被支配會社たるべき會社の株式買収を計畫した折、直接現金を以て購入せず、豫め受託者

に證券信託社債を賣却させる。多くの場合、受託者に引受させて、その収入金を以て被支配會社株を購入するのである。而して右買入れ株券を買入する。又はシンデケートに本社債を引渡すと共に、シンデケートより代金を得て、會社側で必要證券を買入れる場合もある。右の二つの方法が最も多く行はれてゐる所である。

受託者に賣却せしめる場合は擔保證券の質入を以て、證券信託社債となるべきもので、質入までは事實上無擔保社債である。嚴密に言へば、證券信託社債たるべき特約附社債であるとしなければならない。

(1) 大體 *Michet, ibid., pp. 48-55.* に據る所多し。

d 從屬關係

擔保證券發行が證券信託社債發行會社と如何なる關係にあるかを見るのである。本社債發行の目的中主要なものは、統制上及び擴張上の必要に基くものである。この場合に於ける擔保證券は子會社の發行に係るものであつて、從屬關係にあると言ふ事が出来る。

次に、從屬關係のない會社の證券を擔保としてゐる場合がある。證券信託社債發行會社の單なる投資上の必要から所持してゐるものであつて、その間、經營上の参加を期してゐない場合である。

最後に、自社の既發證券を擔保とするものがある。短期債に於いて多く見られる所であつて、普通、既述の如く、金融市場の情勢の悪化によつて、一時抵當附社債の發行を見合せる際、右抵當附社債を擔保として、短期の證券信託社債を發行して、金融の途を付ける。或は又、順位上短期の本社債を發行する事もある。これも既述した所である。(1)

自然證券を擔保とした短期借入金に就いて、シンクレア・ハッチの論ずるところによると、一九三二年の一ヶ

年に於けるアメリカの全鐵道會社の發行證券は十億弗を超えてゐるが、その大部分は借入金の擔保として使用されてゐる。右借入金は六億五千萬弗に達する。併し、總てが自社證券を擔保としたものではないが、州際商業委員會(I.C.C.)の調査によると、凡そ九〇パーセントは自社證券の擔保繰入によるものと云はれる。復興金融會社は、その最も促進的な金融機關である。(2) 但し借入金の中で社債形態によるものは幾何であるかは明らかではない。

(1) 六、b、參照。

Hatch, ibid., p. 1094.

(2) *Hatch, ibid., p. 1095.*

c 擔保證券と期間

擔保證券の種類を見ると、株券・社債券に分たれ、公債券を擔保とした場合は皆無のやうに見られる。十數個の信託證書を閲覧した結果を見ても、右の様に斷定しない譯に行かない。

株券の用ひられる場合は、統制的意圖を以て投資してゐる會社の發行によるものが多い。従つて長期の證券信託社債であるのを原則とする。尤も投資的意圖を以て社債を擔保とする場合がある。

然るに短期債の方面を観察すると、原則として、抵當附社債を擔保とするものが多いので、株券の擔保は稀れであり、又無擔保社債の場合も、極めて少ないのである。唯社債權者に議決權を與へようとする際に株券の擔保が用ひられる位なものである。(1)

(1) *Hatch, ibid., p. 1093.*

七、投資價值

證券信託社債の投資價值を考へると、二三の重要な問題に到達する。その發行條件に關するものと、内容に關するものとの二つに大別して考へることが出来る。發行條件に關するものは、既に法律上の性質を論じた際觸れたので茲に再論はしない。その内容に關するものにも、本質的なものと、社債の一般的性に包括し得られるものがある。その一般的性質に關するものは、第一に本社債發行會社の信用、經營狀態、その他の金融的地位如何による觀察と、次に擔保物の吟味による觀察の二方面が存在する。(1)

本社債發行會社の内容の觀察が證券信託社債の場合に於いても、他の社債の場合と同じく、檢討の第一義的條件をなすものである。殊に子會社證券又は市場價值なき證券を擔保とする場合は更に肝要な要件とならざるを得ない。然らざる場合においても、發行會社に對する信用が究極の擔保をなすものであることは云ふまでもない。

次に重要なものは擔保物の吟味である。この際擔保物は擔保證券である。銀行の營む擔保貸付の場合であると、擔保證券は單なる元金擔保に過ぎないが、茲では擔保證券の收利力に依頼する場合が多いのであるから、擔保證券の充分な吟味を必要とする。持株會社(統制的意圖を以て證券を所持する事業會社をも包含する)の場合であると、子會社の議決權と相並んでその收利力をも目的とするのであるから、極端に云へば、親會社の信用が全然子會社の收利力に依存してゐることも多いのである。この點收益社債(Income Bond)と著しく性質が類似してゐる。殆んど異なる所がないと見てゐる者もある位である。(2) 例へばグエンシャーに従へば、收益社債と異なる所は本社債の利拂の強制されてゐる點である。實際に、擔保證券が充分な收益を齎らす間、利拂が圓滿に行はれる、收益が不充分となれば、利拂が延滞し、社債權者は正當な法律上の手續を踏んで擔保證券を取得するに至る。従つて取得者は擔保證

券の株主又は社債權者の地位を得るのであるが、利拂不履行になる根源が擔保證券發行會社の不始末にあるのであるから、投資の保全は望み難いと述べてゐる。(3)

かかる投資は、要するに擔保證券發行會社に直接投資するに異ならない。従つて、右會社の内容までに立入つて調査する必要がある。更に注意すべき點は、擔保證券が一會社のものに限られてゐるか、又は數會社の證券から成立してゐるか、或は夫々一單位として收益を擧げてゐるか等をも觀察する必要があると考へる。(4)

尙ほグエンシャーの論じてゐる如く、證券信託社債を危險なものとして取扱ふことは、今日の持株會社盛行の時に際しては却つて妥當性を缺くものと信ぜられる。

以上、一般的標準に就いて概論したが、次に本質的標準に就いて觀察したいと思ふ。

投資的見地より重要である元利金に關しての特質である。先づその利子に具有する特異性を二つの標準を置いて見ることが出来る。(5) 先づ擔保證券利率との比較であり、第二は他種社債の利率である。

質入せられる證券に屬する利率と比較すると、多くの場合、低率をなして居る。蓋し、從屬會社の信用に比し、本社債發行會社の信用の高きによるのである。殊に本社債發行の目的が市場性を得るに在る時は、更にこの事實が本質的になつて来る事は論ずるまでもない。或る場合には同率であることもある。たゞ一時的金融難を乗切る短期債の場合に限つて、擔保證券に比し、高利を要求せられるのは云ふまでもない。併しこの際、比較的近き將來に於ける金利の低下を豫想してゐるものである。

擔保證券による收益と本社債利拂額との差額は、普通減債基金として積立てられる。之は絶對的なものではなく、又實際から見ても相當の開きが存しないでは、それを實行し難いものである。即ち擔保證券利子の相當高率である

ことが要求されるのである。

他種社債との比較であるが、これは他社證券の場合と比較すると、種々の妨害的要素が混入して來るので、嚴正な比較の標準となり得ない。そこで同一時期に同一會社で發行された他種社債の利率と比較する他はない譯である。大體に於いて利率は同じであるが、若し同一會社、同一時期であつて同一利率の第一順位抵當附社債と本社債とを比較すると、第一抵當附社債が幾分有利に、則ち本社債より高價に賣却し得ると云はれてゐる。この微妙な差をなす要因は、擔保權實行に際して、本社債の手續が迂迴的である事實に在るのである。蓋し、本社債にあつては一旦擔保證券の株主又は社債權者となつて、然る後、更めて利益の回復に移る、煩瑣な手續によるのである。但し右は子會社同一會社證券を擔保とした場合であつて、從屬關係なき一流證券の場合は事情は逆轉すべきであるが、かかる例は稀有であるから、以上の如く斷定して差支へない。

第二の本質的標準たる元金に就いてあるが、發行價額と額面高とは、これも一般的金融市場の傾向と一致する事は利率の場合と異なる所がない。

本社債總額と擔保證券の總額との比較であるが、その大體に就いて言へば、短期債の場合にはその開きは極めて大であり、長期債の場合は比較的小さいと見られる。尤も種々の事情によつて異なるように觀察される。

證券信託社債は第一抵當附社債に比して、擔保の價値に於いて劣る所があるやうに觀察されてゐる。元金の保全の立場から、余り好ましい投資證券と見られてゐないやうである。既述のグエンサーの如きもその一人であつた。併しながら、子會社證券の場合、實例の示す所、同一會社の抵當社債の實行に比し必ずしも劣つてゐるとは限らない。要するにその子會社の親會社に對する培養的重要性が極めて大であると、却つて子會社の存続が強調されて、

親會社に犠牲を強ひられることがある。かかる際には第一順位の抵當附社債に比し、本社債の所持者であつた子會社の株主又は社債權者が有利に取扱はれる例もある。法律的地位より經濟的必要が重視される譯である。

- (1) Sakolski, *ibid.*, p. 74.
- (2) Guenther, L., *Investment and Speculation*, 1916, p. 85.
- (3) Guenther, *ibid.*, pp. 86-7.
- (4) Bishop, *ibid.*, p. 230.
- (5) 以下主として Michel, *ibid.*, pp. 461-6.

八、結語

アメリカに於ける證券信託社債の實情は持株會社によつて、その利用の極致を示せるものと言ふべきである。單なる事業會社の擔保物として供せられるのでは、その眞價を發揮してゐるものとは言へないのである。

我國に於いて、擔保物の内容擴充のため、株券(1)を社債の擔保として認めるよう、擔保附社債信託法を改正するやうなことがあるならば、それは短見と言はなければならぬ。前述した大企業形態を齎すべき持株會社の武器として、之を觀なければならぬ。その得失を検討するに當つては、より一歩高き見地よりなすべきである。

- (1) 社債券は、擔保附社債信託法第四條の證書ある債權質として認められてゐる。