



TITLE:

日本の社債市場(Abstract_要旨)

AUTHOR(S):

松尾, 順介

CITATION:

松尾, 順介. 日本の社債市場. 京都大学, 1999, 博士(経済学)

ISSUE DATE:

1999-09-24

URL:

<http://hdl.handle.net/2433/181292>

RIGHT:

氏名	まつ お じゅん すけ 松 尾 順 介
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学位記番号	論 経 博 第 243 号
学位授与の日付	平 成 11 年 9 月 24 日
学位授与の要件	学 位 規 則 第 4 条 第 2 項 該 当
学位論文題目	日 本 の 社 債 市 場
論文調査委員	(主 査) 教 授 本 山 美 彦 教 授 古 川 顕 教 授 岩 本 武 和

論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、要約的序章と5つの章から構成されている。

第1章「社債受託制度の歴史の変遷とその役割変化」では、社債受託制度の歴史分析が行なわれている。1993年の商法改正が行なわれる前までの社債発行の分野で中心的地位を占めていたのが、社債受託制度であり、この制度によって、社債発行は、受託銀行によって総体として規制され、銀行融資を補完するものとして位置づけられてきた。そうした受託制度の導入と確立、戦後復興期における制度の存続と高度成長期での役割、安定成長期での既得権益としての受託制度が、第1章では、取り上げられている。

第2章「金融制度改革と社制度改革」では、1993年の商法改正に焦点が当てられている。商法改正によって、社債募集の受託会社は廃止され、社債管理会社制度が導入された。どのような過程を経て社債受託制度改革が実施され、その結果、社債市場にどのような変化が生じたのかが、説明されている。1992年6月に金融制度改革関連法案が成立し、業態別子会社方式による証券参入が認められることになり、93年の商法改正で追認された。社債受託受託銀行側は、証券業務への参入を念願どおり獲得したことで、社債受託制度改革に合意したのだが、こうした合意が成立するまでの業態間の力学が第2章で分析されている。

第3章では、銀行系証券子会社の参入によって、社債市場がどのように変貌したのかが説明されている。銀行系証券子会社が、社債引受業務に相次いで参入したことから、社債発行引受における競争が激化し、それまで排他的に引受業務を独占し、高い利益を得ていた証券会社の引受シェアが縮小することになった。引受シンジケート団から脱落する準大手中堅証券会社も増加した。この対抗策として、証券会社は、社債管理会社を設置しなくてもよい社債発行制度の新設を提案した。そして、いまでは、これが社債発行の主流として定着している。新規の銘柄も増加し、募集方式を発行企業が自ら提示するケースも見られる。銀行系証券子会社の引受業務への参入は、社債市場を大きく変貌させ、投資家や銀行に大きな影響を与えた。このことが、豊富なデータで実証されている。

第4章「普通社債発行と銀行借入」では、銀行系証券子会社の登場によって、従来のメインバンク関係は変化するのか否かの問題が吟味されている。しかし、銀行系証券子会社の社債引受業務への本格的な参入は、1994年11月以降とまだ日が浅く、そうした展望を現時点で確定することは困難である。実証分析できた期間も、95年と96年の2年間でしかない。それでも、本論文では、3つの視点から、メインバンク関係の変化を予測しようとしている。3つの視点とは、社債主幹事とメインバンクの関係、社債発行と金融機関借入金金の増減、社債発行と親銀行またはメインバンクからの長期借入金金の関係、である。ここで得られた結論は、主幹事会社が銀行系、非銀行系にかかわらず、メインバンク関係に顕著な差は見られない、つまり、大きな変化を摘出することはできないというものである。メインバンク関係の大きな変化を摘出することはできなかった。

むしろ、銀行系証券子会社を主幹事として社債発行が行なわれた場合には、非銀行系によるよりも、メインバンク関係の強化が図られているようにも見える。実際、銀行系の場合、社債手取金がメインバンクへの借入返済に当てられる傾向が大きいという傾向がある。親銀行にとって銀行系証券子会社は、依然としてメインバンク関係の強化を担うものである。

第5章は「社債デフォルトとディストレス証券市場」である。戦後のデフォルト社債の処理は、受託会社による一括買取りで行なわれるという慣行として定着していた。しかし、社債受託制度が消滅すると、親銀行によるデフォルト債の買取りは行

なわれなくなる。「デフォルト債の不買取」が今後の慣行となるものと思われるが、しかし、デフォルト債の売買市場は現在のところ存在しない。自己責任原則で社債投資が行なわれている米国市場では、デフォルトした社債の市場が存在している。社債だけでなく破綻した企業の株式やその他全ての債権を売買するディストレスト証券市場が存在し、相当に厚みのある市場が、米国では、形成されている。日本でも、米国で見るとような破綻企業を対象とする市場が形成される客観的条件が整いつつある。この章ではこうした視点から、日本における社債デフォルトの近況を概観し、米国のディストレスト証券市場とを対比させ、日本でも今後は、「デフォルト債の不買取」が定着すると思われるが、そのさい、デフォルト後の処理ルールの整備が必要になるとの主張が展開されている。

論文審査の結果の要旨

本論文の成果は以下の点である。

第1に、本論文は、経済書で社債を扱ったモノグラフとしてはほとんど初めてのものである。社債（とりわけ普通社債）はこれまでの金融・証券研究においてはほとんど研究対象とならなかった。その理由は、社債それ自体が限界的資金調達手段であったことによる。しかし、1990年代以降の普通社債発行の伸びは著しく、国内主要企業約600社の長期残高に占める普通社債残高に占める割合も増大している。こうした歴史的転換期を迎えている社債市場の全体像を浮き彫りにしたことが、本論文の第1の貢献である。

第2に、社債市場の新たな展開を「制度改革の政治経済学」として捉えていることも本論文の貢献である。単なる金融自由化の一環としてのみ、社債市場の新たな展開を理解しようとするかぎり、なぜ社債市場の自由化だけが最後まで取り残されたのかという問題に答えることができない。制度改革が遅れた唯一の理由が、業態間の利害調節と既得権益擁護にあったということを示し、本論文は、政治経済学的に明らかにした。

第3に、本論文は、社債市場を通して、日本型経済システムの重要な構成要素をなすメインバンク制を裏側から扱ったことも、本論文の貢献である。社債市場は、間接金融の限界的、ないしは、補完的部分であったことから、かなり正確に日本の間接金融のあり方を反映しており、社債市場を分析することによって、本論文は、メインバンク制について従来とは異なる視点を提供することになったといえる。

第4に、今後急増すると思われる不買取のデフォルト債を検討したという貢献を本論文はした。本論文は、米国のディストレスト証券市場を紹介し、日本におけるデフォルト債の処理についての示唆を行なった。現在のところ、ディストレスト証券市場という言葉は、まだ日本では馴染みのない用語であるが、こうした市場にいち早く着目し、研究を進めてる点は、高く評価できる。

ただし、以下の諸点において疑問が残る。

まず、受託制度がどの時点で成立したのかという点について、著者は、1931年から始まる社債浄化運動を通じて受託制度が確立したとしている。社債受託制度の役割を、著者のいうように銀行による社債市場のマクロ的かつミクロ的な規制（マクロ的規制とは、起債市場全体に対する統制を意味し、ミクロ的規制とは、個別発行会社への関与である）に求めるとすれば、こうした統制が開始されたのは、1937年9月の臨時資金調整法の施行によるものである。本論文は、戦時金融統制期において、より強化されたとして述べているが、強化されたのではなく、この時点から開始されたとするほうが適当ではないのか。

第4章のデータ処理にも不満が残る。ここでは膨大な調査が行なわれ、作成されたデータが数多く収録されており、このデータは極めて魅力的ではあるが、いまだデータに整理が加えられるべきであり、その上で統計学的手法に基づく分析も試みられるべきであった。

第3に、最近の大銀行の動きは、さまざまな手数料関連業務や外為取引、デリバティブ関連の取引など、収益性の高いビジネスを顧客に提供する総合金融サービスという点での新たな関係樹立に向けての競争へとシフトしており、メインバンク関係も従来の融資を基礎としたあり方から、総合金融サービスを提供するものへと変容しているとも見られる。本論文の結論は、このような動きと矛盾するものではないが、社債市場の拡大とメインバンク関係の変容について将来の研究が待たれるところである。

以上のような若干の疑問点も残るが、本論文が日本の社債市場研究の分野で輝かしい貢献をしたことは否定できない。

よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。

なお、平成11年8月3日、論文内容と、それに関連した試問を行なった結果、合格と認めた。