

氏 名	ふな ばし けん じ 船 橋 健 二
学位(専攻分野)	博 士 (経 済 学)
学 位 記 番 号	論 経 博 第 263 号
学位授与の日付	平 成 13 年 1 月 23 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	社 債 資 本 の 研 究

論文調査委員 (主 査)
教 授 下 谷 政 弘 教 授 古 川 顕 助 教 授 島 本 哲 朗

論 文 内 容 の 要 旨

戦前以来、日本では欧米諸国に比べて一般に借入資本への依存傾向が強く、社債制度の整備は遅れていた。本論文「社債資本の研究」は、日本における明治期の社債資本制度の確立から今日の証券多様化の時代にいたるまでの変遷プロセスを、とくに法制度の側面に重点を置いて追跡したものである。全体は8章および補章から成る。

第1章「社債資本制度の確立と〈社債浄化運動〉」では、明治23年の最初の商法において社債に関する規定が明文化されたこと、その後の数次にわたる商法改正において内容変更のあったこと、そして明治38年制定の担保附社債信託法にいたる経過を明らかにした。さらに、社債償還不履行の発生による担保附社債権者および無担保社債権者への影響を分析し、それにとまなう「社債浄化運動」および担保附社債信託法の改正による開放担保制度(open-end mortgage)の創設過程の意義を解明した。

第2章「担保附社債信託法と外貨社債」では担保附社債信託法制定の背景を論じ、また商法および信託法との制度的関連性について分析した。さらに、担保附外貨社債の発行による外国資本の導入の実態について、第一次大戦までの時期、および満州事変までの時期に分けて考察した。たとえば、後者の17年間における外貨社債発行高のほぼ50%が担保附、25%が政府保証と、前者の時期の場合と逆転したことが述べられる。

第3章「社債市場の国際化過程と会社資本」では、第二次大戦後における社債市場の国際化について、昭和40年代の資本取引の自由化、そして50年代初での体制整備の内容を分析しながら、発行市場そのものの弾力化と限界性を明らかにした。とくに、その国際化プロセスを社債発行および社債投資の両面から考察することによって外債発行市場の拡大化の諸要因、およびその多様化の意義について検討を加えた。

第4章「〈円建外債〉市場の多様化と国際資本移動」では、国際経済環境が落ちつきを取り戻した昭和52年以降に円建外債の発行高が国内社債のそれを凌駕したことから、円建外債に関する諸制度およびそれによる国際的な資本移動の実態を分析した。同時に、日本企業によるユーロ円債市場の活況についても言及した。

第5章「社債発行市場の自由化と〈格付〉制度」では、社債市場の国際化にともなって社債の無担保化が進展し、これまでのいわゆる「有担原則」が見直されはじめたこと、したがって社債権者保護の立場から客観的な社債格付制度の確立が必要となった経緯を考察した。とくに、100年余の歴史をもつアメリカの格付制度の基準や決定方法との比較を試みながら、従来の日本の格付制度の変遷をたどって、これまで起債会によって行われた格付けがきわめて日本的なものであったこと、今後の同制度の整備確立の急務であることを論じた。

第6章「社債発行限度の拡大と社債権者保護」では、社債発行限度の拡大に関してその規制緩和の社債権者の利益に対する影響を考察し、社債の無担保化が進む中での前提諸条件の設定および発行市場の改革の必要性を論じた。また受託制度の現状とその問題点をもあわせて検討した。

第7章「転換社債の発展過程とその特性」では、近年のエクイティ・ファイナンスの急速な普及問題を取り上げ、その実態とそれが資本調達に与える影響について全般的に検討した。とくに、米国および英国における事例を参照しながら、「エ

グイティ債」と呼ばれる転換社債および新株引受権附社債について、その特性を転換条項ならびに転換権保護などの諸点から明らかにした。

第8章「新株引受権附社債の特性と活発化」では、社債形態多様化の一環として昭和56年の商法改正により創設された新株引受権附社債について論じた。とくに類似点が多い転換社債との異同を考察しながら、その発行過程やエクイティ債としての特殊性を解明した。さらに、日本の新株引受権附社債の源流ともいわれる米国の株式買取権附社債（bond with stock purchase warrants）について米国会社法を参照しながらその特性をも分析した。

最後に、終章「証券の多様化と会社財務」では、借入資本過度依存傾向にある日本企業の財務体質の特質および現状を検討し、いわゆる資本構成は正や自己資本充実の必要性について述べた。また、証券の多様化による自己資本充実および資産再評価による資本構成の問題を会社財務との関わりで明らかにした。

論文審査の結果の要旨

本論文「社債資本の研究」は、日本の社債制度および発行市場について、明治23年の商法制定時における最初の法規定から、昭和50年代における社債発行市場の多様化の時期にいたるまでの変遷を、精力的に追跡した業績である。社債資本に関する制度的あるいは歴史的な研究としては、これまでもいくつかのものが挙げられる。しかし、本論文のように歴史スパンを長くって展開したものはなかったと言えよう。その意味で、本論文は日本の社債制度が経済の時代環境の時々の変遷に応じてどのように姿を変え、今日のものにまで変化してきたかを概観するには恰好の内容となっている。

とくに、各種資料を用いての事実の発掘は興味深い。たとえば、明治期における最初の法規定の誕生をめぐっての経緯、大正後期から昭和初期にかけての社債償還不履行の続発への対策としての社債浄化運動の展開、あるいは社債権者保護のためのいわゆる「有担原則」の定着への動き、さらには、昭和期前半における外債発行による海外資本調達の高潮の背景、などについての分析には数多くの新たな具体的事実が盛り込まれており、本論文の大きな貢献であるといえよう。

さらに、戦後についても、社債市場の国際化の進展に対応する国内制度および市場の整備について各側面からの検討が行われた。それはほぼ昭和50年代初までに完成することになるものの、そのプロセスの中で、国際債行の導入の影響によってこれまでの国内制度上および政策上の諸問題が表面化していく様子を具体的に述べた箇所は本論文の最も興味深い部分である。筆者はこうした論点について、たとえば円建外債やユーロ円債の市場動向、社債発行限度の拡大、などに関する地道な実証を積み重ね、また独自の論点を具体的に明らかにしたのであり、この面でも本論文の寄与は小さくない。たとえば、本論文は、戦後の社債市場の国際化の波が社債発行の無担保化傾向を余儀なくさせたことをとくに重要視している。すなわち、それまで日本に定着してきた「有担原則」の後退減少について、それが新たな社債権者保護の問題を発生させた経緯を詳細に分析しながら、いわゆる社債格付制度、財務制限条項、受託会社制度などへとつながっていく道筋を明らかにしたのである。この点も本論文の一つの貢献である。

以上のように本論文の成果は貴重なものであるが、いくつかの問題点も指摘しなければならないであろう。

たとえば、本論文では主として社債発行側（企業）からの社債市場や制度の変革については詳細に論じられているが、他方、社債の需要側（投資家）の観点からの問題点についてはほとんど言及がない。また、日本の社債市場の発展を抑制した特殊な要因として社債受託制度に代表される社債発行企業とメインバンクとの関係が重要であると思われるが、これもふれられていない。

あるいは、本論文は戦前戦後を通じる長い歴史スパンをとっているが、必ずしもすべての時代をおおっているわけではない。たとえば、戦時統制経済期や戦後復興期についてはまったく叙述がなく、何よりもまた、最後の章が昭和50年代までにとどまっているため、その後における「ビッグバン」を含む日本社債市場のダイナミックな展開状況の分析にまで届いていないことが惜しまれる。さらには、本論文のような各時代ごとの社債制度および市場の変化を取り扱う場合に当然参照されるべき基本的な文献のいくつかが抜け落ちている点も指摘しておく必要があるであろう。しかし、これらの点は、筆者一人で長い歴史スパンの全体を意欲的に取り上げようとしたことからくる限界を示しているものとも考えられる。

本論文はこうしたいくつかの問題点を残している。しかしながら、先述したように、本論文がもたらした貢献の度合いが、小さくないことは断るに及ばない。

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られる。なお、平成12年11月9日、論文内容とそれに関連する試問を行った結果合格と認めた。