

# 社債・CP・融資法制の構造と改革への視点

社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト報告

2004年6月

---

企業財務協議会 日本資本市場協議会

---



# 社債・CP・融資法制の構造と改革への視点

社債・CP 等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト報告

## 神田秀樹東大教授の集中講義と 企業財務実務経験者との連続対話

講演者： 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授  
コーディネーター： 犬飼重仁 日本資本市場協議会事務局長  
(三菱商事・総合研究開発機構)  
事務局・進行： 内山昌秋 トレードウィン株式会社社長  
協力： 総合研究開発機構  
早稲田大学 企業法制と法創造 総合研究所

2004年6月

企業財務協議会・日本資本市場協議会

## 序

### 1. はじめに

企業財務協議会と日本資本市場協議会では、このたび、民商法ならびに金融・証券取引法制、国際商取引法など、金融資本市場法制全般に詳しい東京大学大学院法学政治学研究所神田秀樹教授のご支援とご協力を得て、プロジェクト事務局業務を Tradewin 株式会社に委託し、2003年12月より2004年3月までの平成15年度下半期の4ヶ月間、4回に亘る主題のプロジェクト研究会を、当協議会の「平成15年度の資本市場分野の委託研究」として実施した。

### 2. 調査研究プロジェクト実施の背景・目的

昨2003年には電子CPが実現し、2006年初頭に電子社債、そしてその後2009年前後には電子株式が登場しようとしている現在、たとえば、電子CPなど券面の存在しない投資商品に関する債権債務の相殺の可能性について、および電子CPなど証券の商品性の公示手段が曖昧であるなどの不確実性の存在から、発行体は、電子証券第一号として登場した電子CPプログラムへの切り替えを躊躇するなど、実務を遂行する上で弊害が生じている。また、競争制限的で時代の要請に適合しなくなった社債と融資についての現行の法制度は、構造的に曖昧さと不確実性を抱えたまま延命し、必要な法システムのイノベーションをさまたげ、市場型間接金融の促進、さらに金融市場自体の高質化を阻害する要素ともなっているのではないか。

このような認識を踏まえ、プロジェクトの検討項目として、電子化された社債・CPなどの証券類にとどまらず、融資法制にまたがる金融資本市場関連の分野の今日的課題を取り上げ、これらの問題点を整理することとした。具体的には、

- |   |       |
|---|-------|
| (1) 電子CPおよび電子社債の相殺の可能性について                                | P.003 |
| (2) 電子CPの私募を含む短期社債の商品性の電子開示など公示手段のあり方、短期社債要項の法的効力などに関する問題 | P.055 |
| (3) 「社債法制と融資法制の連続化」に関する問題                                 | P.118 |
| (4) 「動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化」についての論点<br>および産業金融法制のあり方       | P.153 |

を中心に、あるべき方向性を示し、関連の必要な法規制改革に向けた視点・将来展望を取りまとめた。

またこれに加え、神田教授の講演内容の理解を深め論点をより明確にするため、早稲田大学21世紀COE 企業法制と法創造 総合研究所の協力の下、同研究所における企業法制と資本市場法制研究企画部門に参加する若手研究者に協力を依頼して、以下の論文を掲載した。

- |   |       |
|---|-------|
| I. 電子CP及び電子社債の相殺の可能性についての論点整理                   | P.195 |
| II. 電子CPの私募を含む短期社債の商品性の電子開示など公示手段のあり方に関する問題点の整理 | P.201 |
| III. 米国法制度面（UCC）からの担保法制の考察                      | P.207 |

### 3. 研究報告の協力体制

この研究報告は、昨年12月から本年3月までの4ヶ月にわたる研究会終了後、6月までの期間、事務局を日本資本市場協議会事務局とトレードウィン社が担当し、報告書のとりまとめにあたったが、その間、東大神田教授、総合研究開発機構、及び早稲田大学 企業法制と法創造 総合研究所の協力を得て、最終的に報告書がまとめられた。

### 4. 最後に

本報告書は、理論と実務の第一線の連続的対話を通じ、社債・CP・融資法制の構造と改革への視点を包括的にレビューしている。神田教授のご配慮と協議会参加企業の企業財務実務家の協力を得て、過去にも例のない、比類のない内容のものとするのができたのではないかと考えている。またこの内容は、今後、わが国金融資本市場法制のグランドデザインを考え、設計するに際して、きわめて重要な視点を提供するのではないかとと思われる。またこの視点は、わが国のみならず21世紀のアジア地域の金融資本市場インフラ構築に際しても同時に重要であり、昨年秋に日本資本市場協議会が母体となり設立したアジア資本市場研究協議会の今後の活動にも資するものと思料される。

東大神田教授はじめプロジェクト関係者に、改めて厚く御礼申し上げる次第である。

2004年6月

日本資本市場協議会事務局長 兼 企業財務協議会幹事

犬飼 重仁

「2003年12月26日 10:00～12:00 第一回講義 トピック」

## 第一回 電子CP及び電子社債の相殺の可能性についての論点整理

(序論)

1. 融資と社債の法制の連続化
2. 銀行と事業法人との間の基本約定のあり方
3. 倒産法制のあり方

(本論)

1. 電子CPの要項、発行に当たっての情報提供について
2. 相殺について
3. 社債は相殺になじむか
4. 当事者間の契約で何を定めるか
5. 貸付金と金融債の相殺の判例について
6. 間接保有構造におけるネットティングについて
7. 当事者間で何を決めるのか - クローズアウト・ネットティングの流れ
8. システミック・リスク、セトルメント・リスクとは
9. クローズアウト・ネットティングと他の債権者との関係について
10. 見直し要する銀取約定
11. 相殺できる場合
12. 協議会の活動と銀取約定(マスター・アグリーメント)の見直し
13. 第三者に対する効力とクローズアウト・ネットティングと公示について
14. 相殺金額の決定について
15. 社債契約の相殺関連条項について
16. 相殺適状、期限の利益の喪失
17. 私募の引受・斡旋について
18. ベスト・プラクティス創りへの努力
19. 社債と手形の相殺
20. 相殺における平時と有事の取扱いについて
21. ISDA アグリーメントの相殺について
22. EDINET との関係と具体的なディスクロージャーについて

(犬飼事務局長) 「社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト」研究会の、今日が第1回でございます。非常にお忙しい神田先生にご配慮を賜りまして、今回開催させていただくことが可能になりました。

本日は、電子コマーシャルペーパーの相殺の問題、

第2回は、電子の社債・コマーシャルペーパー等電子的な金融商品の商品性の開示の問題、

第3回は、社債・融資法制の連続化などの問題、

第4回は、動産担保・債権担保法制との絡みの問題等まで、CP・社債・融資など企業金融関連法制に関する論点整理と将来に向けての課題、

など、本日を第1回目として、3月まで4回ほど、こういう形で先生からお話をいただけることになりました。非常にありがたいことだと思っております。

本日はコマーシャルペーパーの相殺の問題を中心にお話をお伺いしますが、この問題はある意味で非常に複雑といえますが、実は、日本資本市場協議会の毎週のミーティングでもいろいろな意見が錯綜しておりまして、いろんな方がいろいろな意見をおっしゃるということで、どういう方向性をとっていったらいいのかがよくわからない(日本資本市場協議会内の意見を羅列したメモ P.9以降のコラムご参照)というのが現状です。

ということで、今日は2時間のお時間をいただいておりますが、先生のお考えを、まずは1時間程度、お聞かせをいただければと思っております。

また、今回の研究会の司会・進行は、トレードウィン社の内山昌秋社長にお願いし、私犬飼は全体のコーディネーターを務めさせていただきますので、宜しくお願いします。

それでは先生、よろしく願いいたします。

(神田先生) おはようございます。東大の神田と申します。お招きいただきまして大変光栄に存じます。いま犬飼さんからご紹介いただきましたように、年明け以降あと3回ほどお話させていただけると思います。

(序論)

## **序論1．融資と社債の法制の連続化**

各テーマの中で、私自身が一番関心持っておりますのは、「融資と社債の法制の連続化」という問題です。これについて、今日はあまり触れないでおきたいと思っております。ただ、問

題意識だけ冒頭申し上げますと、わが国において融資にかかわる法制度と社債にかかわる法制度というのはまったく別個の世界を形成しており、これほど別の世界を成している国は珍しいと思います。また、一方で、融資、貸出債権が流動化して流通市場が生じております。他方、社債でも流通しない社債が昔からあり、縁故債とか私募債とか呼ばれております。しかし、あるものを「社債」と呼ぶと全然違う法制度ルールで、あるものを「融資」と呼ぶと全然違う法制度ルールということでは、日本の将来にとって非常に問題があるという意識を持っております。

今日お話しませんと言いながら、どうしてこういう問題に関心があるか、CPの話にもいずれ影響しますので、一つだけ具体的に例を挙げさせていただきます。例えば「社債」と呼んでしまうと、その社債に担保<sup>1</sup>をつけるということは、担保付社債信託法<sup>2</sup>(担信法)と呼ばれている非常に硬い世界のルールを守らないとできないのです。しかし、他面、社債に担保をつける場合の利点というのは、担保は動かさずに担保の受託会社と呼んでいます、いわゆる法的に言えば、被担保債権というのでしょうか、その担保物件によって担保される社債は自由に動かすことができる。当たり前ですが。これが貸出しの世界になると非常にやりにくい。なぜなら、「民法の基本原則<sup>3</sup>」で、「貸した人が担保権者でなければいけない」、いわゆる「被担保債権の債権者イコール担保権者でなければいけない」という“書かれざる”と言うと怒られるのですが「民法の大原則」があるからなのです。

しかし、私に言わせれば、「貸出金の管理と担保の管理は別の人でも構わない」わけですから、そういうことで言うと、貸付取引の、私は「アンバンドリング<sup>4</sup>」と呼んでいるのですが、「私は貸します。しかし、その債権の管理だって、専門家がいればその人に委ね、担

<sup>1</sup> 1. **意義** 一般には、債務者が債務を完全に履行しない場合に受ける債権者の危険を考慮して、あらかじめ債務の弁済又は給付の履行を確保し、債権者に満足を与えるために提供される手段をいう。しかし、給付が完全でない場合に債務者が負う義務も担保と呼ばれることがあり、この場合には「担保責任」ということが多い。

2. **担保物権の担保** 債権の実現を確実なものとするために特別に考案された法的仕組みを担保と呼ぶことが多い。例えば、債権者が債務者に対して有する債権のために、「抵当権」を設定すること又は第3者と「保証」契約を締結することは、債務の弁済がない場合に債権の実現を確実にするための法的な仕組みであり、これらが担保の例である。この意味の担保には、「人的担保」と「物的担保」が含まれる。「担保物権」の担保もこの意味にかかわり、「相殺」には担保的効力があるという場合もこの意味である。ただし、債務者の財産は債権者が債務者に対して有する債権を担保するという用いられ方もあり、この場合の担保は、債務者の財産が最終的には債権の弁済にあてられるということの意味するに過ぎない。

<sup>2</sup> 担保付社債の発行及び管理について規定することを目的とする法律。明治38年にできた法律。最終改正は平成15年。商法の“社債”についての規定は原則として担保付社債にも適用はあるが、担保付社債についてはこの法律が重要な意義を有しているため、結果的に商法は“無担保社債”を対象にしているかの様相を呈している。

<sup>3</sup> わが国民法は、近代民法典の特色を受け継ぎ、すべての人の法の下における平等、私有財産権の絶対的不可侵、契約の自由(私的自治)、過失責任が基本原則とされている。しかし、これらの基本原理も、資本主義の変容とともに修正を迫られている。

<sup>4</sup> 機能分化。機能ごとに分解すること。

保の管理も、専門家がいればアウトソースします」というのは、認められて当然だと私は思うのです。しかし、それが現在の法制の下では認められない。これは、問題と認識させて頂いているごく一部です。

ですから、社債に入ると、一方で硬い面もあれば、先ほど述べさせて頂いたような面もあり、貸出しの世界と全然違う世界を形成しております。これはやはりいろいろな意味で、実際にも不都合を生ぜしめているのです。

そういうことで、「社債と融資の法制の連続化」というのが、私としては一番関心があるし、いろいろなところに働きかけているつもりなのですが、そういう実際の不都合、その他詳細は年明けの第3回に説明させていただきます。

もう一つ、事務局長の犬飼さんから、いままでの日本資本市場協議会の皆様方のご議論を伺った中で、かなり大きな問題として、これは単にCPだけの問題ではありませんが、今日ちょっと触れさせてはいただきますが、やはり年明けの第2回以降に委ねたいと思う問題が、あと二つぐらいあります。

## **序論2．銀行と事業法人との間の基本約定のあり方**

一つ目は、これは、どういう言い方をしたらいいかわからないのですが、抽象的に言えば、銀行と、CPで言えば発行体企業、一般的に言えば事業法人、いわゆる非金融機関の間の「基本約定のあり方」みたいな問題です。伝統的な言葉で言うと、銀取約定（銀行取引約定書）の“見直し”と言うとちょっと言い方が強過ぎますが、銀取約定みたいなものが現代にフィットする基本契約書か、という問題です。これも言い出しますときりがないのですが、今日若干出てきます「相殺みたいなもの」については、伝統的には、銀行側からする相殺しか規定がなく、反対側からする相殺、名前自身がやや変なのですが、「逆相殺」などという規定は置いていない。ご存じのように公正取引委員会から注意がありました結果、銀行取引約定書<sup>5</sup>は、平成12年、形式的には廃止された。いわゆる“ひな形の廃止”というものですが、「個別の当事者の交渉に委ねる」というふうに変更した。いずれにしても、この話は非常に大きな話だと私は思っていますので、これも年明け以降の第2回にまとめてお話させていただきたいと思います。

---

<sup>5</sup> 銀行取引約定書。ひな型は昭和37年に全国銀行協会連合会によって作成され、昭和52年に改正された。平成12年に廃止されたが、そのまま利用されているケースが依然多い。

### 序論3．倒産法制のあり方

もう一つ大きな話は、今日の話に多少は関係するのですが、これも抽象的に言えば倒産法制のあり方みたいな話です。相殺に限らず、倒産法制の見直しが世界的な規模で動いていますし、日本もいま破産法の大改正が、本来、今年（2003年）の臨時国会で成立する予定だったのですが、解散総選挙になりましたので、2004年1月20日前後に招集される通常国会に法案が提出<sup>6</sup>されますが、その中でも、例えば**ネットィング**<sup>7</sup>みたいなものについての新しい規定が設けられております。倒産法制におけると申しますか...、抽象的に申しますと、市場価格のある取引、もうちょっと違った言葉で言うと、「金融商品の担保取引は担保か」というか、何を言っているのかよくわからないと思うのですが、市場性のある取引の場合には、ご存じのようにスワップ取引などでもいろんな担保を、有価証券を差し入れたりしますが、市場価格があるわけですから、そのものは伝統的な担保とは違うわけです。

伝統的な担保は、「私にとって大事な時計を担保に入れます」というのが、ある種担保権者（私）にとって、理屈だけ言えば、時計に、より価値があるので、「人質理論」と言っています。担保に入れることに意味があるのだという説明なのですが、金融商品の場合は時計の価値はない。価値は市場価格だけですから、非常に抽象的に言うと、**担保取引か、譲渡取引か**、何でもいいわけです。キャッシュフローだけが問題なので、どういう条件で、何が起きるかだけが問題ですから。

そういう世界があるときに、ネットィングですとか、相殺ですとか、いろんなことがありますけれども、倒産法上、それをどういうふうに認識したらいいのかという、これもかなり大きな問題で、結構世界レベルでいま議論されている話です。これはまたまとめて第4回の講義（第4回講義参照）にて、お話をさせて頂きたいと思っています。

そこで今日は、大きく言って2点、お話をしたいと思います。2点目はいわゆる相殺についての話です。1点目は、CP、とりわけ電子CPの要項というか、発行にあたってのプラクティスの問題だと思うのですが、ある種の情報提供みたいな話です。

---

<sup>6</sup> 破産法案（平成16年2月13日国会提出・閣法41号）による改正後の破産法58条、及び証券取引法等の一部を改正する法律案（平成16年3月5日国会提出・閣法83号）による改正後の証券取引法156条の11の2

<sup>7</sup> お金の受取りと支払いを帳簿上で相殺しあうことで、実際の取引金額を小さくするもの。一定の期日に、債権から債務を差し引いた差額を決済することから、差額決済とも呼ばれている。

(本論)

## **本論1. 電子CPの要項、発行に当たっての情報提供について**

たぶん皆様方これまでもご議論されたと思うのですが、まだ日本は、存在していないと言うか...、何でも欧米がいいとは思いませんが、犬飼さんから伺ったところでは、CPを発行するときに、いわゆる“インフォメーション・メモランダム”と向こうで呼んでいます。要するに基本的な条件みたいなものを、紙に書いて渡す。紙でも電子でもいいのですが、そういうのが向こうのプラクティスです。一般に欧米も日本もCPは私募ですので、証券取引法の適用が仮にあるとしても、硬いディスクロージャー制度の適用は当然ないわけで、なければ相対の世界なのです。当然、相当大量の資金調達が行われますし、そういうことを考えますと、ある程度、例は悪いかもしれませんが、ISDA<sup>8</sup>のマスター・アグリーメントのような標準書式があって、その上で向こうではインフォメーション・メモランダムと呼んでいます。ある種の情報提供が行われるというプラクティスがあります。

ただ、法的に厳密に言えば、アメリカの私募規制は、とりわけコマーシャルペーパーについては、証券取引法上の適用除外となり、免除証券とか除外取引とか、33年法<sup>9</sup>と34年法<sup>10</sup>、即ち、発行規制と流通規制で違うのですが、しかし、結果としては、証券取引法上のディスクロージャーについて、適用除外となります。

ただ、そのディスクロージャーが「適用除外になるための要件<sup>11</sup>」というのが四つぐらいありまして、これはSECが定めており、かつ現在でも必ずしもはっきりしない部分があるのですが、そこでその要件をクリアすることを確実にするための一つのプラクティスとしてインフォメーション・メモランダムというプラクティスが誕生した。アメリカの場合にはそういう経緯があります。

ヨーロッパは、私もあまり細かいところまでは知りませんが、アメリカの方が先でしたので、後から発達したのですが、多かれ少なかれ、やはり何かないと売れませんので.....

<sup>8</sup> ISDAとは、International Swap and Derivatives Association (国際スワップデリバティブ協会)の略称で、銀行や証券会社が加盟している団体を指す。また、通常業務でISDAは、「ISDAマスター・アグリーメント」を意味する。「ISDAマスター・アグリーメント」は、ISDAが作成したデリバティブ取引の基本契約書。これは、デリバティブ取引を相対で行う場合に、あらかじめ相手方と「基本的ルール、枠組み」を決めておこうという考え方に基づいている。その上で、個々の取引については、取引毎に簡単な「取引明細 = 内容確認書(コンファメーション)」を交わし、「基本的ルール、枠組み」と合わせて契約書を機能させる。現在、「ISDAマスター・アグリーメント」は、世界中でデリバティブ取引の基本契約書として利用され、「市場標準」としての確固たる地位を築いているが、わが国企業の利用は限界的なものにとどまる。

<sup>9</sup> 満期が270日までのコマーシャルペーパーは、33年法に基づいてSECへの登録の義務を免除されている。

<sup>10</sup> アメリカの大恐慌(1929年以降)の中、施行された証券法(33年銀行法改正法)と証券取引所法(34年法)

<sup>11</sup> 詳しくは第2回講義参照。(具体的には、短期、小額、少人数、プロ、の4つの要件)

というか、企業から言うと資金調達できませんから、これもディーラー発行の場合と直接発行の場合と多少違いますけれども、インフォメーション・メモランダム的なものをやりつけているように聞いています。

これについてどう考えるかということですが、やや話が飛んで大変恐縮なのですが、私が大学でいまプロジェクトを立ち上げた、「ソフトロー」というプロジェクトがあります。法律が要求しているようなものでは必ずしもないのですが、当事者間の慣行として、市場慣行と言ってもいいかと思います。「ソフトロー」という言葉を使うのは、法律が強制しているようなものは「ハードロー（硬い法律）」と呼んでいるのに対して、当事者間の慣行とか、そういうもので動いているような世界を、“柔らかな規範”という意味で「ソフトロー」という言葉を使っているのです。そういうものとして日本でも「ベスト・プラクティス」をたぶん育てていく必要があるのではないかと。いわば、日本版インフォメーション・メモランダムみたいなものを、おそらく考えていくことになるのではないかとこのように思いますし、それが望ましいように思います。それが一つ目の話です。

## 本論2．相殺について

二つ目は相殺<sup>12</sup>の話です。相殺の話はいろんな話が絡んでいますが、日本資本市場協議会で議論されているメモ（下記）を見させていただくと、簡単に言うと、二つ大きなポイントがあるのかと考えます。

### 日本資本市場協議会の議論メモ - ディーラー契約書(相殺)についての疑問

#### 電子CPの相殺は可能か否か

・ 電子CPのディーラー契約に関しては、先般全銀協が作成した電子CPのディーラー契約書の作成例の中には貸付契約に見られる「期限の利益の喪失」や「相殺」に関する条項が含まれています。これらは、これまでの手形CPのディーラー契約書には記載がなかった条項です。電子CPを発行しようとする企業は何処も、ディーラー契約書の締結のところでつまずき、それ以上先に進めず、保振（証券保管振替機構）への電子CP登録が増えないネックの一つとなっております。発行体企業でも、銀行との契約内容の合意までにはかなり時間がかかりました（発行体の中にはいくつかの銀行の抵抗にあっておりながら、別のいくつかの銀行との間でこれらの条項をはずさせることに成功しているところもあります）。ディーラー契約書はあくまで発行体とディーラー間の契約です

<sup>12</sup> 意義 2人のものが互いに相手に対して同種の債権を持っている場合に、一方から相手方に対する意思表示によってその債務を対当額で消滅させること（民法505条）。

から、例えば「相殺」条項を例に挙げると、それら発行体の電子 CP をディーラーである銀行が自己保有していた場合は、ディーラーである銀行は発行体企業に対して負っている債務(例えば発行企業がその銀行に行っている預金)との「相殺」が可能ですが、一方、転売され投資家が保有していた場合には「相殺」はできません。結果的に、法的ポジションが最終投資家とディーラーでアンバランスになるのではないが、そして、このことは、電子 CP の流動性低下にも繋がりがねないとの懸念があります。こうした背景もあり、ディーラー契約の締結に長時間を要しております。現在、発行体とディーラーの間で、電子 CP のディーラー契約書締結に向けた交渉が本格化していますが、この交渉の中で、ディーラーは、これら条項が入った雛形を提示してきています。これは、全銀協が作成したディーラー契約書の作成例にこれら条項が記載されているからです。しかし、全銀協が提示しているのはあくまで「作成例」である。全銀協は、手形 CP のディーラー契約書に関しては、いわゆる「雛形」を提示していたと記憶しておりますが、今回は「作成例」とステータスを下げてきています。発行体のみならず、銀行もこの「作成例」に束縛されるものではないということで、我々日本資本市場協議会では、銀行の貸付契約(従来型の銀行取引約定書)に囚われた「作成例」からこれら条項を外すことを奨励することで、今後、ディーラー契約締結もよりスムーズになると考えております。また、電子 CP 市場の健全なる発展のためにも、全銀協の方々には、「作成例」改訂の方向で、検討願いたいと思っております。

しかし、**最近、銀行の発行する金融債を受働債権とする、破綻した証券会社への銀行の貸付債権との相殺についての係争に関して、高等裁判所の判決(平成 13 年 12 月 11 日)を覆して金融債の相殺を認める最高裁判断<sup>13</sup>が示された(平成 15 年 2 月 21 日)**ことで、その判決を敷衍して、社債一般に相殺が可能であるとの説が巷に流布してきております。当方に誤解があるのかもしれませんが、「最高裁は資本市場の機能を分かっていないのではないかとさえ感じられます。

<sup>13</sup> Y 銀行(長期信用銀行)は A 証券会社に対して合計 168 億円余りの貸金債権および保証債務履行請求権(以下貸金債権等)を有していた。一方、A は Y 銀行の発行する金融債 7 億円を有し、Y 銀行の社債登録簿に社債権者として登録されていた。A は、平成 9 年 11 月 3 日、会社更生手続開始の申立てを行い、Y に対する債務につき期限の利益を喪失したため、Y は、平成 9 年 12 月 2 日、銀行取引約定に基づき、A に対する貸金債権等を自動債権とし、A の Y に対する金融債の償還請求権を受働債権として、相殺の意思表示を行った。A の更正手続開始申立は棄却され、A は破産宣告を受けて、X が破産管財人に選任されていたが、X は、上記相殺は違法であるとして、Y に対し、不法行為に基づく損害賠償を求めて提訴。第一審は X の請求を棄却。(東京地判平 13.2.28) X が控訴。控訴審係属中に金融債の償還期限が到来したため、X は本件金融債の元利金償還請求権を主位的請求として追加し、不法行為に基づく損害賠償請求を予備的請求とした。控訴審は、おおむね次の理由により、相殺の効力を否定し、X の主位的請求を認めた。(東京高判平 13.12.11) 金融債は社債の一種であるが、社債について相殺が可能であるとする、相殺の抗弁が付着した社債は、他の社債と異なる個性を有するものとなり、それは社債の大量性、集団性および公衆性という性格に反することになる。銀行取引約定の相殺条項中の対象債権に社債が含まれるか明確でないし、仮に含まれるとすれば、その旨の約定は公序に反し無効である。Y が上告、上告受理申立。最高裁は、Y の上告を受理した上、次の理由により、控訴審判決を破棄し、控訴審における X の主位的請求を棄却し、X の控訴を棄却した。(最二小判平 15.2.21) 「相殺の受働債権が金融債の償還請求権であることをもって、相殺ができないとする理由はないというべきである」。「受働債権が金融債の償還請求権である場合に、相殺が許されない根拠として、原審の判示する理由は、いずれも相殺を否定すべき根拠となり得るものとはいえない。そうだとすると、上告人発行の金融債の償還請求権を受働債権として相殺ができる旨の本件約定の中の定めが公序に反して無効であるということとはできず、他に本件相殺を無効とすべき事情もうかがわれぬ。したがって、本件相殺は有効というべきである」。

なお、今回の電子 CP の件は、上の金融債の事案とは債権債務の向きが逆向きであり、短期かつ私募であるという点で異なりますが、社債であるという点では同じともいえ、どのように考えたら良いのか悩んでおります。どうも、相殺が可能であるという説が有力です。一方で、発行体企業の中にも、一概に相殺できないとしない方が良いとの意見もあります。

例えば、預金を預けている銀行が破綻した時、銀行の引受けた電子 CP は相殺対象として適当であるとの考え方もあります。また、商社など取引相手先への買掛金・受取手形債務のある会社では、相対の相殺可能契約を入れることである程度までリスクなしでその取引相手会社の電子 CP を保有することができるという意見もあります。また、ディーラー契約締結上の当該クローズをはずすかははずさないかの問題は、ビジネスジャッジメントの問題であると割り切ることも可能という意見が太宗です。

しかし、折角作った電子 CP をこれから大々的に啓蒙していこうとするものとしては、銀行の対応と最高裁の判決は逆風であると感じます。

なお、協議会での議論としては、アランダムですが、

- (1) 金融債は長期預金であって社債とはいえないはずではないか。金融債自体を早く消し去る必要があるのではないか。(今回の最高裁の判決は社債一本に拡大解釈すべきではなくあくまでも預金保険法の対象となる金融債の預金的側面を重視した判決ととらえるべきではないか)
- (2) 公募と私募で取扱いが異なるのか異なるらないのか。
- (3) 短期と長期では取扱いが異なるのか。
- (4) 社債の固有の性質とは何か？ 相殺を広く認めたら社債ではなくなってしまうのではないか？
- (5) 電子 CP・電子社債などのペーパーレスの新しい証券市場をつくり広めていこうとするときに、今度出た最高裁の判決は足かせとなるのではないか？
- (6) 相殺条項をなぜディーラー契約だけに入れるのか？ 入れる銀行と入れない銀行が出てきてしまう問題をどうするのか？ また、その銀行とそれ以外の投資家の間の不平等をどう考えるか？ (ディーラー契約書に入れても入れなくとも、相殺を可能としないとの特約のない限り、結局相殺は可能になるのではないか)
- (7) 電子 CP の要項が何処にも記載されていない問題を解決する必要がある。(欧米のインフォメーション・メモランダムプラクティスがまだ日本にはない) 関連の CP(社債)要項の開示の問題も未整備
- (8) 民法学者は相殺可能と考えやすいのか？ (民法上の任意規定としての第 2 編債権についての提要の問題)
- (9) 倒産法学者は相殺できないと考えやすいのか？
- (10) 証券実務家は社債である限り相殺できないと考える？
- (11) 諸外国のプラクティスと一致しないのではないか。

(12) 融資と社債の法制の連続性を履き違えているのではないか？

(13) 相殺は ISDA のアグリーメントでも重要な論点になっている。(親子・関係会社間、商品間の問題も未解決)

(14) 証券のオリジナルの満期が到来し、あるいは期限の利益を喪失した後では通常の債権債務として考えればいいのか？

などです。

本件、民商法の基本的なあり方と証券法理の基本的な考え方の整理を迫る問題のような気もしますがどうでしょうか。これから電子 CP の啓蒙を発行体・投資家に対して大々的に行っていこうとする場合に、この問題をどのように整理し、また発行体企業に説明していけば良いのでしょうか？

以上

上記の協議会作成のメモを見させていただいて私が思った、二つのポイントは、

(1) 第一は、およそ社債というのは相殺に、本来マーケットの常識から言うとなじまないのではないのか。

(2) もう一つの問題は、相殺になじむかなじまないかはともかくとして、実務的に、例えば銀行と発行企業体との間で何らかの契約をするのが“望ましいのか”どうか。

“望ましいのか”という言い方がいいかどうかわからないのですが、“望ましいか”という言い方で差し当たり言わせていただきます。

それはどういうことかという、相殺と言っても、民法 505 条という法律が定めている**法定相殺**というのは民法の条件を満たせばできますけれども、満たさなければできないという世界である。しかし、伝統的な銀取約定をはじめ、あるいは金融機関間の取引等も含めて見ますと、この法律の要件を緩めたり強めたり、**当事者間の契約で変えている**のですね。これを「**相殺契約**」と呼ぶ人もいますし、「**相殺約定**」とか「**約定相殺**」とか、いろんな言葉で呼びます。

そこで、これを変えるのは両方あります。

(1) 緩める方。すなわち法定相殺 = 法律上の要件は満たしていなくても相殺をしましょうという、そういう合意をする場合。それから、

(2) 逆に強める方。法律上の要件は満たしているけれども相殺はしませんという合意をする場合。

と、両方ありまして、この辺の問題をどう考えるかという問題があります。

脈絡なく話していますが、話しかけたついでで申しますと、**相殺をしにくくする方の合意**は、一般には「**相殺禁止特約**」と呼んでいます。すなわち、民法の法定相殺の要件を満たしていたとしても、我々の間では、AさんとBさんとの間で合意するわけですが、AとBとの間では相殺はしません。一方的にAがしませんという合意もあり得るとは思いますが、普通はAもBもしませんという相殺禁止特約を結ぶということがあります。

他方、**相殺を広げる方の合意**はまったく逆でして、民法の**法定相殺の要件**を満たしていないシチュエーションにおいても、「相殺をします」という、そういう合意です。

この合意は、民法の要件のうちの何を緩めるかということ、一般的には三つあります。民法の**要件**というのは、**相殺適状**と言っているのですが、三つ要件があり、

- (1) 民法の法定相殺の要件の第一は、「**二当事者である**」という、いまの例で言うと「**AとBが互いに向き合ったもの**」であるということです。
- (2) 第二の要件は、相殺の対象となる債権は、**同種、同量**と言っていますが、普通の金銭債権なら問題になりませんが、同種同量の債権を、「AはBに融資」、「BはAに融資」というもの。
- (3) そして第三の要件は、**弁済期が来ている**、つまり払わなければいけない状態に両方の債権債務があるということ。

この三つの要件が備わらないと**法定相殺**、すなわち**当事者の合意がない世界で法律の規定に基づいた相殺はできない**わけです。これを緩めましょうというのが、「**合意相殺**」とか、「**約定相殺**」とか、「**相殺契約**」と呼ばれているものです。

歴史的に言うと、日本で、従来の**銀取約定**で一番有名なのは、**三番目の、まだ弁済期が来てないけれども相殺しますという合意**で、これは、いわゆる「**期限利益喪失特約**」などと呼んでいるものです。

すなわち、銀行の方は、銀行と伝統的な企業との関係で言いますと、預金は、普通は弁済期にあるわけですが、貸付金の方はまだ弁済期が来ていない。したがって、民法の規定では相殺できませんが、手形貸付けをしている相手企業の信用が悪化したときには、英語で「**アクセレレーション**」と言っていますが、「**期限の利益を喪失**」なりさせて “させて” というのも、自動にそうなるか、請求によってそうなるか、細かい問題がありますが、  
「**両方とも弁済期が来た**」ことにする。その上で相殺する。

これがさらに進んで、有名な昭和45年6月24日の最高裁の大法廷判決<sup>14</sup>で、制限説、無制限説というのがありますが、どちらもまだ弁済期が来ていないというようなときに、ある事態が生じた場合、両方弁済期が来たことにしましょうということにする。一方を当事者、普通は伝統的には銀行の顧客側ですが、主に信用悪化事由が生じたときに、そういう条項が有効かどうか 有効かどうかというのは、当事者間では有効なのですが、第三者との関係、とりわけ倒産した場合に、管財人に対抗できるかという問題です。ただ、日本の判例では、争われるのは大体税金が差し押さえてくるケースですので、差押債権者との関係で有効かという形で問題になったわけです。

しかし、残りの二つの要素についてもあり得るわけで、同種同量かどうかがよくわからないというのは、ISDAのスワップの契約書などでよく言われていることですが、例えば金銭債権らしいのですが、担保に入れているようなもの、「国債をデリバリーする義務(債務)」と、「普通の借り入れ債務」とを相殺できるのかとか、あるいは、「日本円を渡す債務」と「アメリカドルを渡す債務」というのを相殺できるのかといったことです。

同種同量なのか、解釈問題はいろいろ分かれるかもしれませんが、念のため当事者間で合意しておきましょうというときに、いまのような場合には「円を渡す債務」と「ドルを渡す債務」がAとBの間にある場合には、これは全部例えば円に換算して相殺しましょうということにする。同種同量性の要件を満たすように、解釈論でも満たせるのかもしれませんが、しかし、通常においては、為替取引というのはもちろん円換算しないところに意味がある。ドルを渡す、ユーロを渡すというところに意味があります。“渡す”というのはやや言い過ぎかもしれませんが、弁済期が来ればネットティングして渡します。しかし、いずれにしても、渡すものはドルであり、ユーロであるのです。こんなふうには何か起きた場合、信用悪化事由が生じた場合には全部清算して、円換算して、差し引き計算しましょうというようなことを定めるわけです。

三つ目の、法定相殺の要件は、二当事者ということなのです。三当事者でもいいでしょうと言っても、AがBに債務を負い、BがAに債務を負うのではなくて、CがAに債務を負っている場合に、AのBに対する債務と、Cが負っているAに対する債務を、民法では相殺できません。なぜなら、先ほど言いましたように、法定相殺の要件は、「互いに二当

<sup>14</sup> 第3債務者は、その債権が差押後に取得されたものでない限り、自動債権および受働債権の弁済期の前後を問わず、相殺適状に達しさえすれば、差押後においても、これを自動債権として相殺をなしうる。(判例変更)(民集24-6-587)

事者が向き合っていること」が要件だからです。

これも、契約で合意しておけばいいでしょう、ということになるわけです。これは金融の分野で一番有名なのは、いまのBとCというのが**ブランチの関係にある場合**です。普通、大陸法系は、日本などは、ブランチにあったって法人は一つだということになるのですが、クロスボーダーになりますと、何語が適用になるのかという難しい問題があるものですが、プラクティスとしては、ブランチをあたかも単体のように捉えて、いまの例で言うと、BとCは別法人であるかのように捉えて、実務が動いているという実態があります。

“あります”という意味は、もう少し厳密に言わないといけません、**どこの国の法律が適用になるか**によって、あたかもそれと同じような効果が承認される場合が少なくないと思います。そういう場合には、**あらかじめお互いに契約で合意しておきましょう、さもないと民法で相殺できません**ということです。

しかしながら、今日の話の問題意識に戻れば、要は当事者が民法では二当事者でなければいけないけれども、二当事者でないような場合について、あらかじめ合意しておいたら、そういう合意はいいかどうかという問題があります。

三番目の問題については、日本では、いまのような文脈ではまったくありませんが、「日通事件」<sup>15</sup>と言っていますが、ある種、**親子会社にかかわるようなケースで、三当事者間の相殺の合意を否定した有名な最高裁の判決**がありますので、その“**射程距離**”と我々言っていますけれども、そういうものがこの**金融取引における相殺の合意の有効性**にどこまで影響を及ぼすかという形で問題になっています。

### 本論3．社債は相殺になじむか

話を大きく戻すと、

- (1) 「社債は相殺になじむか」という点が第一点で、
- (2) 第二の点は、なじむかなじまないかわからないが、当事者間で何らかの合意を、“すべきか”、とさっき言いましたが、“すべきか”を議論する前提とした場合に、(そういった合意は、相殺を狭める方向もあれば、広める方向もありますが)第三者との関係で有効か？

<sup>15</sup> **日通事件とは**、日通およびその子会社とそれぞれの取引先を関係者とするいわゆる三者間相殺契約に関する事案。最高裁判決年月日(平成7年7月18日) <http://www.eiko.gr.jp/ronbun/es05.pdf> 参照。詳しくは第一回講義の最後の脚注 参照。

という、この二点に絞られるのではないかと思います。

それで、たぶん皆様方のこれまでのご議論は、簡単に言うと、**やっぱり社債というのは相殺になじまないのだという感覚**を皆さんはお持ちのようで、金融債についての有名な最高裁判例（平成15年2月 日本長期信用銀行判決）があるのですが、**最近相殺を認めたものについては違和感がある**という感じを受けます。もちろん、必ずしもそういう意見ばかりではないのかもしれませんが。

それから、もう一つは、これは“感覚”という言い方がいいのかどうかよくわからないのですが、少なくとも**電子CPについては、相殺条項は外した方がいいという、そういう感覚**を受けるのです。そこで言っている相殺条項というのは、いま私が申し上げたうちのどれかというのは、私は必ずしも正しく理解してないかもしれませんが、伝統的には、ディーラー発行の場合で言えば、あるいはディーラー契約書の場合で言えば、おそらく先ほどの三つで言えば、**伝統的な銀取約定に入っている期限利益喪失約定のことを言っているのではないかと私は理解します。**

これに対する私の答えを最初に、若干の参考図<sup>16</sup>を描いて申し上げます。私も自信があって申し上げているわけではないのですが、やや問題の立て方が混乱を招いているのではないかと思います。

私の理解では、「**社債も相殺は可能だ、それはCPであれ何であっても**」、という考え方が基礎にあることになると思います。

“思います”という意味ですが、それはしかし、**社債の流通とか、社債の商品性**というものの制約になってはいけません。言葉を換えて言うと、この両者は両立しなければいけない話だというのは、前の方の話についての私の感触です。

#### **本論4．当事者間の契約で何を定めるか**

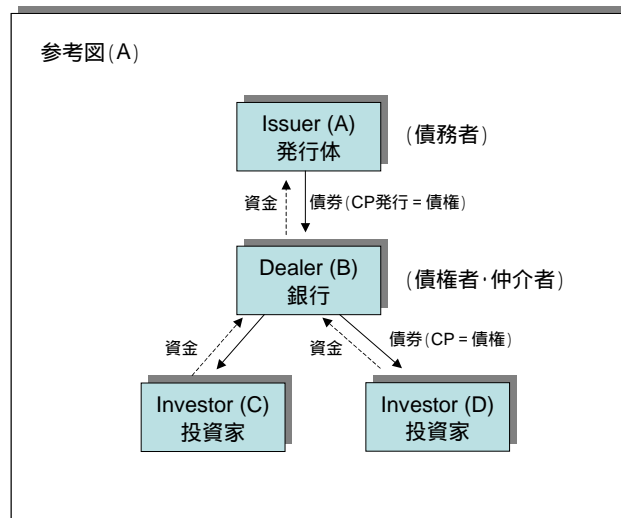
第二の、**当事者間の契約で何を定めるか**は、よくわからないというのが私の正直なところで、一方では、私は、**当事者間の法定相殺、あるいは約定相殺**というものも、ある程度まで両方が双方向であれば、つまり、一方に有利な、例えば銀行側に有利なものというのは適切かどうかよくわかりませんが、反対側からも相殺できますという、同条件の双方向のものであれば、これは普通置かれる方が金融実務から言うと自然ではないかと思うの

---

<sup>16</sup> 参考図(A) 参照

です。それはCPだけでなく、ほかにもいろんな取引が行われるのではないかと思うからです。

参考図(A)のとおり、多数の金融取引がAとB、例えばAが発行企業でBが銀行だとし、取引が行われているとしますと、どっちかに何か起きた場合には、「一括清算ネットティング」と言いますが、そういうようなことをするという方がマーケット・プラクティスではないかと私は思っているからです。



しかし、当事者間でも、CPを相殺の対象とするようなプラクティスでないということであれば、これは先ほどの言葉で言えば、相殺禁止条項を当事者間に入れるべきだという結論になります。

したがって、二つ目の、当事者間でどういう条項を入れるかという話については、正反対の可能性がありますが、ちょっと私にはわからないので、また皆さんと議論させていただければと思います。どうも当事者間では、どちらかが倒産のような状況になる場合には、その時点で向き合っているものは、少なくとも金融取引的なものについては、全部差し引き計算というか、相殺なりネットティングなりをします、というのが普通の実務ではないかという気がしています。これが二番目です。

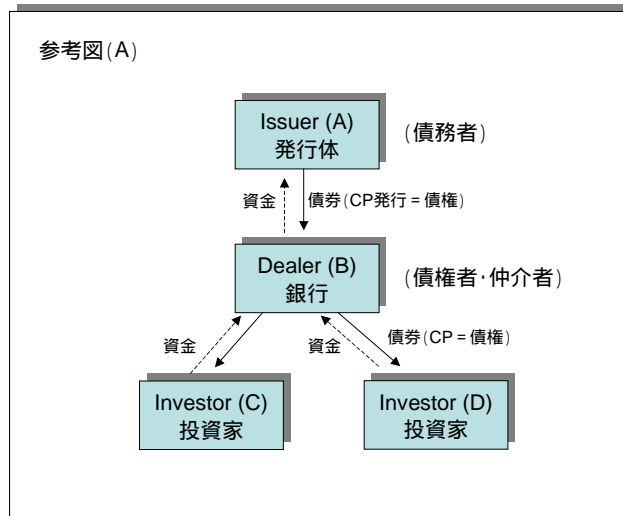
そこで、一番目の、「社債が相殺の対象になるか」、そしてその前提として、「CPは社債か」という問題があるのですが、これは今日お話していると收拾つきません。

日本のCPの歴史は、ご存じのように、紙があるものについては約束手形というところに入って、電子CPになって、短期社債と位置づけをした。しかし、先ほど申し上げた社債法<sup>17</sup>の硬い世界、硬いルールは、全部かどうかはともかくとして、ほぼ全部外しましたので、名前は「短期社債」なのですが、商法の社債の規定では、ほとんど適用される部分はありませんので、社債か約束手形かという話は、ご質問があれば後でまたお話しますが、

<sup>17</sup> 商法の社債関連部分及び担保付社債信託法を指す。

ここでは社債ということで普通に言わせていただきます。

さて、相殺で、ちょっと誤解があるのではないかと私が感じる点について申し上げます。Aが発行体企業だとして、ディーラー発行の場合、法律家は普通「債権」の方を矢印に書きますので、BはCPの債権者であり、Aは資金調達する方（お金の流れは逆）ですが、それはともかくとして、こういう債権をBがAに持っているとします。



社債ですから、一般論としては流通するわけですね。ただ、私募の場合には適格機関当事者以外への転売制限がありますから、B、C、Dは適格機関投資家でなければいけないだとか、そういう細かい話がありますが。

相殺可能かどうかという問題は、「AとBが向き合っている」ときに、たまたま例えばBが倒産したとか、あるいは逆な例ですがAが倒産したとかという、そのときにBのもつCPの債権と、他の債権がAのもつB銀行に対する預金債権だとしますと、それらが、この場合に相殺可能かという問題にすぎないのです。問題は、この場合に相殺を認めると、これはCPを離れて社債の一般論ですが、社債の本質が害されるかが、一応問題になります。

## 本論5．貸付金と金融債の相殺の判例について

さっきの協議会のメモにありました金融債の例<sup>18</sup>で、皆さんご存じだと思いますが、東京高等裁判所は、有名な学術論文のような判決で、縷々言っているのですが、要は、「相殺というのは社債になじまない。だから法定相殺のみならず、相殺契約のすべて、公序良俗違反で無効だ」、そういう画期的というか、驚くべき判決を出したのです。それで、最高裁へ行ってひっくり返って、最高裁は、「いや相殺可能だ」と言って、高裁判決に全然答えてない最高裁で、「およそナンセンス」の1行で終わり。普通はもう少し何か言う。「こ

<sup>18</sup> P.10の下線で示された事案。脚注番号13参照。

ういう点において原判決に誤りがある」とか言うのですが、最高裁はほとんど1行、「ナンセンス、相殺できて当たり前。終わり」という、そういう判決が出たのです。もちろんこのケースは金融債のケースであり、(銀行の融資先である証券会社もっていたその銀行発行の)金融債を銀行(B)の方が保護預かりしているようなケースでもあるので、およそ流通があり得ないようなケースですから、特殊なケースなのですが、高裁判決の裁判官は正しいかどうかということが問題になります。

私もよくわかりませんが、「相殺を認めるとおよそ社債の本質を害する」という意味は、少なくとも高裁判決を読む限り、「(売買の流れが)一個切れるという意味では、社債はおよそ流通しようがない。相殺の対象になり得ると言ったらマーケットのプライスがつかない」とか、どうもそういうことを言っているかのように理解されます。

ただ、それは、誤解があるのではないかと私は思うのですが、それは皆さんの感覚から言うと、私の方がおかしいというふうになるのかもしれませんが。しかし大事なことは、Bが、いったんCとかDに譲渡されて、いわゆるAとBとが向き合っている関係が消えたら、もう相殺できないのですね。これは非常に大事なことです。たまたまAとBが向き合っているときだけ相殺ができる。“だけ”という意味は、そういう状態で、例えばBがおかしくなったり、Aがおかしくなったりしたときにのみ相殺ができるので、いったんBがCに譲渡したら、CP債務は、AのCに対する債務になりますから、AのCに対する債務とAのBに対する債権は相殺できないわけです。いまの話は、法定相殺の世界で言わせていただきたいと思いますが。

したがって、CとかDがこの社債を買うときには、他の債権によって相殺されるリスクはゼロです。ということは、**社債の流通性と相殺を認めることは、私に言わせれば両立。相殺を認めたからといって社債の流通性が害されるということはない、**ということです。

これも本当は厳密に言わなければいけなくて、AとBが向き合っている段階で、民法に言う相殺の要件がまだ満たされていない、すなわち相殺適状と言っていますが、それがない状態で譲渡されれば、もともとAとBは特別な契約でもない限り相殺適状になりませんので、相殺できません。したがって、そのうちに譲渡されるのは問題ありません。

あえて言えば、法律家の細かい議論で恐縮ですが、相殺というのはオートマチックに生じるものではありません。当事者が相殺するという意思表示をして、日本の法制度の下では、相殺が生じます。イギリスなどはオートマチックですので、そういうクロスボーダーの話はきちんと議論しないといけないのですが。

ですから、仮に、民法の相殺適状を満たしていた、つまり端的に言って、この場合で言うところ、両方の債権債務が、弁済期にあったとします。しかし、AもBも相殺の意思表示をしなかったとします。しないままBがCにCP債務を移転したらどうかという問題が、一応法律家の議論としてはあります。こういう議論はどう法律家が表現するかというと、「**抗弁の接続**」と言うのですが、法律家が普通に言う言葉で言うと、AはBに言えたであろうことを、移った先のCに言えるか。言える場合は、「**抗弁の接続**」と言って、「言えない」という結論を導く場合を、「**抗弁の切断**」と言っています。

この問題は、いわゆる伝統的な意味での商業手形とか小切手についてよく議論される問題です。大学などでは、手形法の適用があれば、こういうものは、抗弁は切断されます、と。Cが特に事情を知っている場合は別ですが、そうでない限りは、「**抗弁が切断されます**」という言い方をします。社債についてどうかですが、答えは、常に切断されます。というか、されなければいけない。ということは、仮に相殺適状であったとしても、AとBが相殺権を行使しない場合には、譲渡されたら、もう相殺できないということです。

それは、**社債のマーケットの感覚から言うと、流通して相殺できたら困る**。流通したら常にできない。これは私募の転売制限であろうが、その範囲の流通であろうが、あるいは公募で一般流通であろうが、あるいは、非常に極端なケースで言うと、転売制限に違反した譲渡であろうが、これは**民商法上のルール**としてそうでなければいけないと思います。

法律のどこに書いてあるのですかとおっしゃるかもしれませんが、手形と違って、商法の規定の、社債の部分には、正面からこれはたしか書いてないと思います。私の探し方が悪いかもしれませんが。しかし、この結論は明らかです。

ヒントとなる規定は、実は民法の「**証券債権<sup>19</sup>**」と我々呼んでいるのですが、証券債権についての規定のところにあります、472条<sup>20</sup>と473条<sup>21</sup>だったと思います。民法の472条と473条は、有価証券についての規定かどうかという、学者がわけのわからない議論をしていますので、直接適用かどうかはともかくとして、少なくとも社債が準用されるか、あるいは準用しなくても、商法の社債の規定の趣旨からそうなるか、どちらかですが、少なくとも民法の世界ですら、証券債権と呼ばれている、ちょっとわけのわからない世界で

<sup>19</sup> ‘債権’の成立・譲渡・行使などが原則として証券によって行われなければならない債権。証券と債権とが一体として取り扱われるところから証券に化体した債権などと呼ぶ。

<sup>20</sup> (指図債権の譲渡における抗弁の制限)

<sup>21</sup> (無記名債権の譲渡における抗弁の制限)

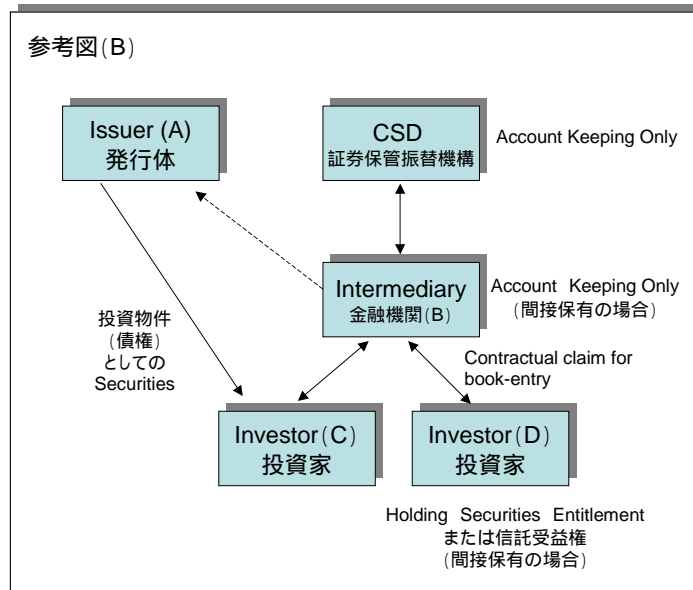
すが、その472条と473条がありますので、これはもう適状の後譲渡されても相殺はできません。

したがって、相殺可能な状況であれ、まだ要件を満たしていない状況であれ、向き合っているところで相殺適状であれば相殺できますが、そういうことは、社債の流通性は一切害しないというふうに考えるべきというのが私の整理です。

したがって、これは、民法学者が何でも相殺可能と見るかどうかという話ではない。もうちょっと大きな話は次回以降にさせていただきたいと思います。「相殺とは何ぞや」というところが、もう少し考えるべき問題だと私は思っているのですが、その話は、この次の第二点として申し上げます。

## 本論 6 . 間接保有構造におけるネットティングについて

なお、第一点のおまけなのですが、CP が、CSD<sup>22</sup>、日本で言えば証券保管振替機構のような、**間接保有構造**<sup>23</sup>になっている場合にどうなるのかという問題が、諸外国では一応、“一応” という言い方がいいかわかりませんが、議論されています。アメリカの場合で言いますと、A が発行した社債が CSD に行っている。アメリカでは DTC という場合が多いですが、ヨーロッパですとユーロクリアになります。



A を発行者として、CSD からインターミディアリー B (金融機関とか証券会社) を通じて、インベスター C に CP が売られるケースです。

形式的に言うと、誰がこの CP についての権利を有するかというと、当然のことですが、C (投資家) が A (発行体) に対して、CP の場合は短期の話ですが、債権を有するのですが、債権は、CSD が A に対して払えと言うことができ、ここはカネの流れは国によって違うので何とも言えませんが、アメリカ的に図式的に描けば、この下の方にいるインベスターは、いろいろ国によって違いますが、イギリスですと信託一本でやっていますから信託の受益権になりますし、アメリカですと、UCC の 8 編が適用になりますので、これは特殊なセキュリティ・エンタイトルメントという権利になるのですが、要するに、法的には、インベスター C は A に対して直接の債権を持たない。これを**間接保有**などと言っています。

そこで、仮に発行体で債務者である A が反対に債権を持っていた場合にどうなるのが問題になります。こういう問題意識が非常に強く持たれるのは、ISDA (P. 8 の脚注 8 参照) とかで当然ありまして、インベスターも金融機関、A も金融機関ということ想定しているからです。先ほど相殺と言いましたが、実はこの「相殺の話」は、**現在では「ネットティング」と呼ばれている話に移っているのです。**

<sup>22</sup> Central Security Depository

<sup>23</sup> 参考図(B)

ネットィングにもいろいろありますが、「クローズアウト・ネットィング」と呼ばれて、日本で言う「一括清算ネットィング」と呼ばれているもので、相殺と同じような効果を、法律構成はどうするにせよ、当事者間の契約で定めておいて、それが第三者との関係でも、倒産法上の有効性を承認されるようにするべきだという流れで動いています。

先ほども言いましたが、新しい破産法は、いままであった「一括清算ネットィング法」<sup>24</sup>という特別法を超えて、より広くクローズアウト・ネットィングの効力を、破産法上は承認しようというものです。

問題は、間接保有の場合には二当事者間が向き合っていないじゃないかということです。ディレクト・ホールディング（直接保有）であれば、向き合っていて、反対債権の破産処理にあたるわけですが、この話は世界的な議論がある話です。

答えは、世界の議論はどういう潮流にあるかということ、文章で言うと次のような言い方になります。「相殺の要件である二当事者が互いに相対して債権債務を持っているという要件は、その対象となる債権が証券上の権利であって、かつ、その証券が間接保有されていることによって、そのことのみを理由としては失われてはならない」と、普通は表現します。

ということはどういうことかということ、ある証券が直接保有なら相殺でき、間接保有なら向き合っていないから相殺できない、というのはおかしい。やはり間接保有であって、形式的に言えばインベスターはAに対して直接権利を持たないかもしれないが、しかし、これは別の理由で間接保有になっているので、特にCPではなくて、もうすこし長期に流通するものの証券決済システム、そういう関係でこうなっているわけですから、やはりこれは、インベスターはAに対して何らかの権利があるべきはずのものであって、こと相殺との関係では、Aとインベスターとの間での相殺は認められてしかるべきである。

繰り返しになりますが、この図の場合はBが相手であって、もちろんC、Dに譲渡したら終わりです。たまたま向き合っているときにどうかということだけの問題です。

日本では、社振法（社債等振替法）は、アメリカ法と違いましてこういう法律構成をしないのです。社振法は直接インベスターがAに対して権利があるというのが、これは日本法の理論構成ですから、アメリカ法やイギリス法のような問題は生じないということにな

---

<sup>24</sup> 平成10年6月、金融機関等が行なう特定金融取引の決済の安定性の確保とこれによる特定金融取引の活性化を図り、もってわが国の金融機能に対する内外の信頼の向上と国民経済の健全な発展に資する事を目的とした、金融機関等が行なう特定金融取引の一括清算に関する法律（一括清算ネットィング法）が成立した。

ります。なぜなら、形式的に見て、インベスターが直接Aに対して権利を有するということになるからです。ですからこれは日本法の下では、フットノートというか、「ちなみに言うぐらいです」の話であります。しかし、AとBとの関係の話で、譲渡されたら、一切相殺の可能性はありません。社債はそういう意味での流通性があるということです。

### 本論7．当事者間で何を決めるのか - クローズアウト・ネットィングの流れ

もう一つの大きな問題の、当事者間で何を決めるのかは、今日にとっては付随的な問題だと思っておりますが、当事者間では、私の理解では、どちらかというとな別な話になるかもしれません。先ほど冒頭いろいろ言い訳をしながら来年1月の次回以降にというふうに申し上げたような話になるのですが、要は、「AとBとの間でどのような合意をすべきか」ということなのです。おそらく、私の感じでは、AとBの間にはいろんな取引があって、担保取引もあり、貸付取引もあり、預金取引もある。A、Bは、両方金融機関の場合にはISDAみたいな話が典型的ですが、これは皆様の所属しておられるような大きな事業会社のような場合だって同じだと思っております、私に言わせれば。

いろんな取引があります。もちろん、社債のように流通市場に出ていけば、もうそれは相殺の対象にはならないが、抽象的に言うと「ある瞬間、今日この時点で向き合っている取引がいくつかありますというときに、相殺できるように合意すべきか、できないように合意すべきか」という問題ですね。相殺禁止するとどうなるかということ、キャッシュフローというのは一本一本履行しなければいけないことになります。だから、仮にAとかBが倒産しますと、自分の持っている方は破産債権になるので全額取れませんが、払うべき方は全部払わなければいけないですね。果たしてそれが適切かどうか。これは円建て、ドル建て全部含めてですけれども。

しかし、円やドルなどいろいろあるけれども、いま世界の流れは、この手のものはクローズアウト・ネットィングでしょう。

クローズアウト・ネットィングは、どちらかに信用悪化事由が起きて、とりわけ倒産した場合には、全部計算し直して、円なら円、ドルならドルに計算し直して、差し引き計算して、一本あったことにしましょうというものです。クローズアウト・ネットィングした結果、これは双方向ですから、最終の差引戻は債権か債務かどっち向きかわかりません。または、差し引きしてみなければどっちになるかわかりませんので、どちらか一本にしましょう、というのが世界の流れなのでですね。

## 本論8．システミック・リスク、セトルメント・リスクとは

その理由は、いろいろあるのですが、大きく言うと、たぶん二つあって、一つは、それこそ国レベルなのか、市場インフラの話なのかもしれませんが、普通この（参考図Bの）中にはいろんなことをやっている人たちがいて、こっちのリスクをヘッジするためにBが別の人と、別のXという銀行と、今度はヘッジのためのスワップ取引をしたり、デリバティブ取引をしたりしている場合も少なくないわけです。そうだとすると、本当はこちらにリスクヘッジの要請がなければこういう取引はしませんけれども、こちらにリスクヘッジの取引があるためにこういう取引をするという、取引当事者は非常に増えていて、網の目のようになっている。

そうすると、こちらが予想どおりいきませんと、BのXという銀行に対する債務の履行にも影響を及ぼし、システミック・リスク<sup>25</sup>とかセトルメント・リスクと言っているのですが、これは要は、受渡・決済を予定して次の取引をしているということがありますものですから、結局私はこういうのを、英語でインターディペンダント・リスクと呼んでいるのですが、金融機関あるいは金融市場に登場する大きな事業法人も含めて当事者間が増え、お互いに一つが履行できないと、ほかが履行できない。本来信用悪化の話ではないのですが、そういうことがより起きやすいというので、昔「ヘルシュタット・リスク<sup>26</sup>」と呼んだ人もいます。いずれにしても、そういう問題がある。そのために、この手のものは、むしろクローズアウト・ネットティングみたいなものを認めた方がシステミック・リスクを抑えることになるし、当事者も普通はそれを望むだろうというのが一つの理由です。

## 本論9．クローズアウト・ネットティングと他の債権者との関係について

もう一つの理由は、これは倒産法の話にもかかわってきますが、クローズアウト・ネットティングなり相殺なりを認めるということは、他の債権者との関係では、こっちの人が有利になるということですね。当たり前です。優先的な回収はその限りで認められるということですから。これがどう正当化されるかという問題があります。

<sup>25</sup> システミック・リスクとは、個別の金融機関の支払不能等や、特定の市場または決済システム等の機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスクのことをいう。特に、金融システムにおいては、個々の金融機関等が、各種取引や決済ネットワークにおける資金決済を通じて相互に網の目のように結ばれている。そのため、一箇所で起きた支払不能等の影響は、決済システムや市場を通じて、またたく間にドミノ倒しのように波及していく危険性がある。

<sup>26</sup> G10 諸国の中央銀行総裁は、1974年のヘルシュタット銀行の破綻を契機に、金融機関の海外拠点に対する各国中央銀行当局の監督責任配分について、パーゼル協定によってガイドラインを取り決めた。

この話は、担保の話をしなければいけないので、詳細は来月以降にさせていただきたいと思いますが、現在の世界的な流れとしては、円かドルか知らないけれども、この手のものは、時計を担保に入れる場合と話は違う。したがって、時計を担保に入れるようなルールではなくて、双方向にこれは消します、差し引き計算しますというルールがたぶん倒産法上も認められてしかるべきではないかという流れで、いま世界的に議論が行われていると思います。

地方銀行や、レギュレーター、規制当局から言えば、システミック・リスクの方に関心は当然ありますが、それではなぜ市場関係者からなる ISDA がマスター・アグリーメントでクローズアウト・ネットティングを定めているのか。クロスプロダクト・ネットティング、クロスブランチ・ネットティングということまで言おうとしているかというのは、それはやっぱりマーケット・プラクティスとして、「どちらかに信用悪化事由が生じた場合には、消して一本にしましょうということが、合理性がある」というふうに当事者が思っているからだと考えています。

ただ、ここは、繰り返しになりますけれども、私は自信がありませんで、ことこれ CP とかに限定して考えた場合には、いや相殺したくないと言うなら相殺禁止約定を結ぶべきであって、そうすればその相殺禁止約定の下でも、もちろん A B 間が向き合っていたって相殺できるわけではありません。

## **本論 10 . 見直し要する銀取約定**

この契約の話は、冒頭ちょっと申し上げた、もっと大きな話として言うと、銀取約定のあり方のような話でありまして、一括清算ネットティング法に関しては、議論が若干あり、私も書いたものがありますので、ご紹介させていただきます。<sup>27</sup>

けれども、私の基本的な感覚は、銀取約定書は、もちろんそれなりに非常に意味を果たしてきたし、いい情報も多数あると思いますが、CP を発行するような（大手の）企業との関係で言いますと、やはりちょっと見直された方がいいのではないか。銀取約定は銀行に有利な条項しか書いてないようなところがあって、それは別に悪意でつくっているわけではないので少しも悪いわけではないのですが、中には、双方向にあるような取引に向かないようなものもあるのです。この話は来年 1 月以降の第 2 回にさせていただきたいと思

<sup>27</sup> 東京大学法学部教授神田秀樹「一括清算法の成立」金融法務事情 1517 号(1998 年)

います。

ですから、要は、銀取約定とは読まないにせよ、どういう契約を当事者間で結ぶかという事です。そして、例えば銀取約定を結んでいても、CPをその対象に入れるかとか、あるいはCPについてどういう約定を結ぶか、相殺禁止にするのか、あるいはむしろ期限利益喪失とか含めて広げるのかというのは、抽象的に言えば**当事者のネゴシエーションの問題**です。いろんなバラエティがあっていいと思うのですが、この協議会の立場は、私はよくわかりませんが、一般論として言えば、この会は事業法人と金融機関の代表の方が準備しておられるのだと思いますから、できればこういうところで何か、**スタンダード**というか、**ベンチマーク**というか、**標準書式**みたいなものをおつくりになるということは十分あり得ると思う。あるいは、「そうではない。当事者によって全然違う。ある当事者は相殺禁止したいし、他のシチュエーションでは当事者間では期限利益喪失などを含めてむしろ相殺を広げたい」ということであれば、これはしょうがない。当事者間に委ねるということで、バラバラというか、いろんなケースがあっていいのではないかと思います。

### **本論 11 . 相殺できる場合**

繰り返しになりますが、第一点に戻らせていただくと、相殺できる場合は、法定相殺であれ、約定相殺であれ、譲渡されたらできません。これは、相殺可能な状態に既になっている状態で、しかし、相殺権を行使しないという状態で、だから譲渡されなかったらすぐ相殺できた状態の社債が譲渡された場合であっても、いったんされたら相殺はできません。ですから、それはベースのルールだというのが私の理解です。

そうだとすると、先の事案（P.10の脚注13参照）における（平成15年2月21日の）最高裁の判断は、結論としてはあれでいいということになります。

（平成13年12月11の）高裁判決は、相殺を認めると社債の流通性を害するとか、言わんとしていることは正しいのですが、実は**相殺を認めても社債の流通は害しない**。

おそらく暗黙の前提は、相殺を認めると値付け（プライス）がつかないとか、C<sup>28</sup>の投資家に及んでくるといふ前提があるから値付け（プライス）がつかないので、外へ譲渡するときは一切影響なければ、私の理解では、値付け（プライス）はつくような気がします。

但し、ディーラー契約書に定

めるこれらの内容によっては、電子CPの流通を阻害せず、又、値付け（プライシング）もされとしても、値付け（プライシング）の水準にマイナス影響を及ぼす可能性を100%は排除できないことは、別途認識しておく必要があるかと思ひます。その意味で、全国銀行協会のディーラー契約作成例の中に存在する「期限の利益の喪失」と「相殺」に関する特約条項については、これらを除外する選択肢も十分にあり得るものと考えられます。

あと細かい問題がありまして、これは相殺の問題なので今日お話すべきなのかもしれませんが、あまりに細かいので、準備してきていないのですが、最高裁もそうなのですが、相殺したときに、利息とか、その辺の計算が一体どうなるかという問題はちょっとある。誰がいくら払うのか、どういうふうに計算するのかという問題があります。それについては省略させていただきます。

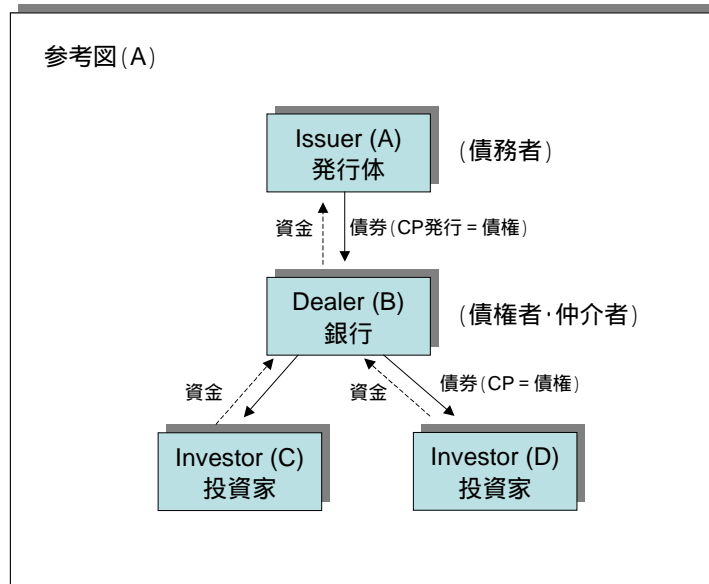
できるだけ皆さんとディスカッションしたいものですから、このくらいで話を切らせていただければと思います。

（犬飼事務局長） どうもありがとうございます。

## 本論12. 協議会の活動と銀取約定（マスター・アグリーメント）の見直し

一つ、我々の活動のご紹介という意味も含めて、先生にお知らせしたいと思うのですが、企業の資金調達円滑化に関する協議会（通称：企業財務協議会）が、実は銀取約定問題について、平成10年から11年にかけて非常に広く議論をいたしました。実は、片一方

参考図(A)



<sup>28</sup> 参考図(A)

だけではなく相互に相殺が可能になるように、いわば不平等条約的な銀取約定の状況を改めなさいということ、初めて包括的にまとめて言ったのはこの企業財務協議会でございます。平成11年3月に「銀行取引約定書のあり方について」という要望書（第2回の講義の最後に添付）を取りまとめております。

それを受けまして、約1年後に、銀行協会の方が、銀取約定のひな形というものは強制するものではなくて、お互いにそれぞれが結べばいいのだから、内容についてはまったく縛るものではない、という意見書を平成12年4月に発表しました。その辺のやりとりや、どういう標準型の銀取約定にしたらいいのかという協議会の対案は、実はこちらの協議会のホームページ<sup>29</sup>に全部載っております。実は、先生に本日ご指摘をいただいた点も踏まえた新しい銀取約定のフォーマットを、この協議会が最初につくりましたことをご紹介します。

（神田先生） どうもありがとうございました。ちょっと一言つけ加えさせていただきます。参考資料として見せて頂きました企業財務協議会の「銀行取引約定書のあり方について」という資料に、「平成11年4月5日に銀行協会に対して意見具申及び組織的な対応の検討を要望」と書いてあったのですが、私、当時規制改革委員会（現在の総合規制改革会議）というのをやっています、あれは政府の規制の見直しということをやっているのですが、当時「民規制」と称して、この手のものは、さっきの不平等条約みたいな話ではないかということで、銀行協会からヒアリングをし、公正取引委員会からもヒアリングしたのです。それで、ちょうど時を同じくして、先ほどちょっと申し上げました公正取引委員会からの注意が銀行協会に対してなされたのです。おそらく、もともと声をあげておられたのがこちらの協議会で、それが結果として平成12年に銀取約定のひな形の廃止ということにつながったのだと思います。

（犬飼事務局長） ありがとうございます。大変参考になりました。ディーラー契約書に相殺条項を盛り込むべきか、どうするべきかという話については、本日のお話をお聞きしたところでは、“あ、逆にもっと単純に考えればよかったのか”みたいな印象が強くて、別に、特別に必要性があって二者間で約定を結ばない限りは、書いてあろうがなかろうが、と言うと変ですけども、**特段書く必要すらないのだな**という印象を私は持ったわけです。その意味で、**全国銀行協会のディーラー契約作成例の中に存在する「期限の利益の喪失」**

---

<sup>29</sup> [http://www.enkt.org/yobo\\_06.html](http://www.enkt.org/yobo_06.html)

と「相殺」に関する特約条項については、当事者である我々としては、これらを除外するという選択肢も十分ありうるものと思います。やはり高等裁判所が、錯誤というか、誤解をしていた点を、我々自身も同様に誤解していたのではないかなという印象を強く持った次第です。

実は、本日は非常に込み入った話になるかもしれないし、もしかしたら2時間では足りないかもしれないということで、出席の皆様には質問は控えてくださいというふうにあらかじめ申し上げていたのですけれども（笑）。

まだ時間が十分ございますので、内山さんの方に司会をしていただいて、適宜ご質問を受け付けるようにしたいと思います。よろしくお願いします。

（内山氏） 神田先生、ありがとうございます。今日は、非常に幅広い形で、動産法制とか、連続化とか、広い範囲の質問に行きそうだったので、質問等は控えさせていただこうと考えていたのですけれども、神田先生からも現場、発行体サイドとしてのご意見をいろいろお聞きされたいというお話もございますので、この際、何かご質問等いただければと思います。

（中村氏（ソニー）） いまの「相殺について」に限らないかもしれないのですが、仮に**当事者間での合意**を行う場合、特にコマーシャルペーパーの場合に、どのような契約において行えば良いのか。すなわち、相殺ができるかどうか、あるいはその他の商品性にかかわる問題や、発行体とホルダーとの関係の規律は、どのような契約で行うべきか、ということが質問でございます。

と申しますのも、ディーラー契約書は、ファイナルインベスターとの契約ではございませんので、また、ファイナルインベスターはその契約を見られませんので、本当にそういうものを約定する場として適切なのかという疑問がございます。

では、**無券面化になったコマーシャルペーパーの場合**、どのような契約や書面でそれを合意すれば良いのか。また、それを第三者に対抗できるようにするにはどうしたら良いのか、というところが質問でございます。

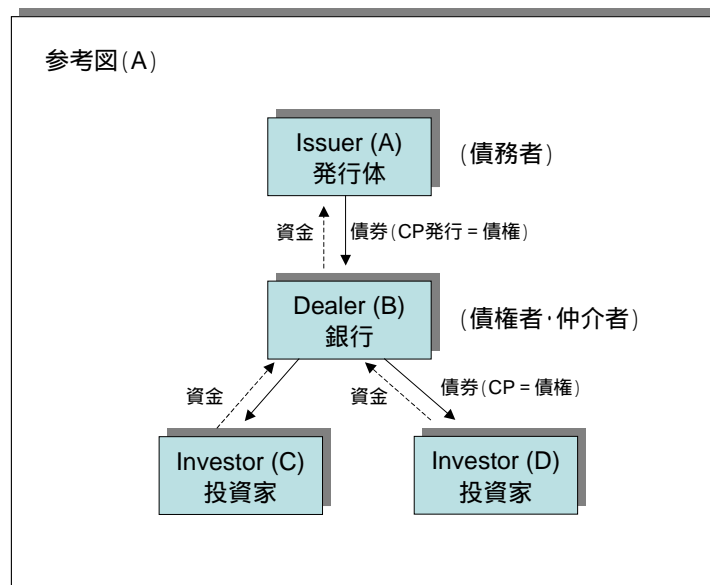
（神田先生） 私は実はそのことはわからないものですから、ご質問に適切には答えられないのです。感覚だけ申し上げますと、合意の内容を、先ほど説明させて頂きました参考図Aを用いて、もう一度、確認させていただきます。

日本の法定相殺は、民法505条という世界があるわけです。契約の仕方は二通りあって、条件を広げる契約か、狭める契約か。内容は、期限利益の喪失など概ね三つです。つまり、

期限利益の喪失、同種同量を広げる、そしてブランチ（子会社も含む）のような三当事者みたいな、二当事者でない場合、少し不透明な場合ですけれども、広げる。あるいはこの場合も、相殺しませんといって、逆に相殺を禁止する。民法の要件を満たしていても、相殺は私どもの間ではやりませんと、相殺禁止とするなど。合意内容として条件を広げる方が、狭める方が、両方選択肢がある。私はどちらがいいのかよくわからないのですが、感覚から言いますと、たぶん期限利益喪失ぐらいまでは広げていって、つまりクローズアウト・ネットィングの世界ですから、CPだけではなくて、あらゆるものが向き合っているものが、どちらかがおかしくなったら、双方向で消しますよという方が流れのような気がするということです。

それとは別に、ディーラー発行の場合は、ディーラーは銀行になりますけれども、いずれにしても、例えば銀取約定の世界というのが、これは改定されて、いま個別化されていますけれども、あるはずなのです。

ですから、まずCPの場合は、ディーラーですから確かに究極の投資家というか、仲介者Bが投資家Cに渡したら、もう関係ないのです。相殺があろうがなかろうが、どうせ相殺できませんから。もちろん投資家Cと発行体Aが向き合っていれば話はまた別ですが、それは関係ないことです。



ですから、本当に問題になるのはディーラー発行するまでの間にどうなった場合だけです。それで、かつCPが成立しているという、そういう前提です。ですから、CPがもし投資家Cの下で直接Cに対して発行するなら、相殺はおよそ問題にならない。しかし、Bの下でいったん成立したCPをCに譲渡している、そういう構成だと私は理解しているのですが、そうだとすると、Cに渡すまでの間、ほんの数分間か、数時間か、数日が知りませんけれども、その間だけの問題ですから、簡単に言えば、犬飼さんがおっしゃったよ

うにどうでもいいことではあるとは思いますがね。

そうはいえ、もし成立していたとすれば、これはBがCに渡す前にどっちかがつぶれたら、やっぱり払わなければならないことですので、ということはつまり債務としては成立しているわけですから……、これはお金が先に来るわけですよ、CPの場合は。「T + 0<sup>30</sup>」だから、数秒の話ですよ。

(犬飼事務局長) 「T + 1<sup>31</sup>」ないし「0」。

(神田先生) 微妙ですね。いずれにしても、お金を受け取ったら返さなければならないお金ですから、言うまでもないことですが、つまりCPは成立しているということです。ですから、Cへ行く前の間のほんのわずかなことで、そういう意味ではどうでもいいような気はいたします。

話は、昔からの銀取約定の世界があって、新しい銀取約定の世界がいろいろありますのでよくわからないのですが、いまおっしゃった点との関係で言うと、まず相殺条項。CPに関して言えば、広げるにせよ狭めるにせよ、こういうものについて言及するかどうかです。何にも触れないとどうなるかというと、まったく一般の会社と同じです。ですから、他の銀取約定の債権債務と同じ扱いになりまして、かつ、CPはそれにカバーされるかどうかという、銀取約定がカバーする取引の範囲の問題になります。伝統的には、カバーする取引の範囲は、すべての契約を、取引をカバーしているはずですから、何も言わなければCPは入ってくるというのが普通ではないかと思えます。

銀取約定を一般に交わしている場合に、どういう銀取約定かにもよりますが、例えば**デリバティブ取引**。そのためにもう一本、ISDAの基本契約書も仮にあったら、事業法人と銀行の間ですのでよく知りませんが、マスター・アグリーメントが(銀取約定とISDAの)二つあった場合には、こっちのISDAの方でカバーされる取引、そっちの銀取の方でカバーされる……、というように、これは来年1月以降の話ですが、どの取引がどっちへ行くか、それを整理しなければいけない。おそらくデリバティブ系はこっちのISDAの基本契約書で、そうでない系統はマスターの銀取約定ですということになる。そうするとCPについての相殺条項等は、何も言及がなかった場合、あるいは明文で置いた場合というのは、私はこっちのISDAマスター・アグリーメントの方へ入ってくるべきだと思っています。こっちのISDAマスター・アグリーメントは双方向の**クローズアウト・ネットティング**を定

<sup>30</sup> Trade+0: 証券の受渡しと資金の受渡しが同日におこなわれること。

<sup>31</sup> Trade+1: 証券の受渡しの翌日に資金の受渡しがおこなわれること。

めていますから。

ただ、現実問題としては、マスター・アグリーメントを銀取約定と呼ぶかどうかは名称の問題なので、一つの契約であればこういう問題は生じないと思います。

CPに関する限りは、短期で「T+0」か、そこらの話ですから、あってもなくても私は同じだと思います。何にも書かなければ民法の要件の相殺です。禁止すれば相殺がないということですが、広げたところで大したことはない。

### 本論13. 第三者に対する効力とクローズアウト・ネットティングと公示について

第三者に対する効力ですが、これは一般的な問題で、相殺だけが問題になるわけではありませんが、二者間で何か決めていた場合に、仮にAが倒産した、Bが倒産したという場合に、第三者に対抗できるかですが、これは法律論としては非常に難しい問題です。しかし、相殺についての最高裁判決があるように、……という言い方はいいかわかりませんが、法律に、例えば倒産法上、相殺というのは現在承認されています。今度、倒産法上クローズアウト・ネットティングも承認される規定が置かれます。したがって、倒産法上は公示がなくてもこういうものは管財人には対抗できます。

そうすると、倒産外の差し押さえ債権者等に対抗できるかどうかは、法律からながめていても答えは出てこないのですが、昭和45年の有名な最高裁判決<sup>32</sup>があるために、倒産外でも差押債権者との関係でも、おそらく相殺だけではなくて、クローズアウト・ネットティングについても対抗できるであろう、というふうに考えられます。ただし、このことは、

<sup>32</sup> **相殺**: 最大判昭和45年6月24日民集24巻6号587頁【要旨】 債権の差押前から債務者に対して反対債権を有していた第三債務者が右反対債権を自働債権とし被差押債権を受働債権としてする相殺の効力 相殺に関する合意の差押債権者に対する効力(積極) 債権が差し押えられた場合において、第三債務者が債務者に対して反対債権を有していたときは、その債権が差押後に取得されたものでないかぎり、右債権および被差押債権の弁済期の前後を問わず、両者が相殺適状に達しさえすれば、第三債務者は、差押後においても、右反対債権を自働債権として、被差押債権と相殺することができる。(補足意見、意見および反対意見がある。)

銀行の貸付債権について、債務者の信用を悪化させる一定の客観的事情が発生した場合には、債務者のために存する右貸付金の期限の利益を喪失せしめ、同人の銀行に対する預金等の債権につき銀行において期限の利益を放棄し、直ちに相殺適状を生ぜしめる旨の合意は、右預金等の債権を差し押えた債権者に対しても効力を有する。(意見および反対意見がある。)

【解説】千種秀夫・判解50事件・曹時23巻5号207頁・金融法務584号13頁・ジュリ460号88頁、四宮和夫・法協89巻1号126頁、林良平・民商67巻4号678頁、石田喜久夫・法時43巻1号115頁、新堂幸司・金融法務1433号116頁・1581号182頁、平井一雄・金融商事235号2頁、石井眞司・ジュリ460号82頁、米倉明・ジュリ460号90頁・別冊ジュリ38号185頁、前田庸・ジュリ481号152頁・商事法務533号2頁、石川利夫・ジュリ臨増482号50頁・別冊ジュリ47号100頁・105号94頁、山本進一・ジュリ増刊(民法の判例第2版)129頁、塩崎勤・ジュリ増刊(担保法の判例2)278頁、小林資郎・別冊ジュリ79号188頁、早川眞一郎・別冊ジュリ120号180頁、河野正憲・別冊ジュリ127号154頁、平野裕之・別冊ジュリ137号98頁・160号96頁、深井剛良・税通743号204頁

もっと違う合意は、何を決めたとしても、第三者に公示なくして対抗できますかと言われたら、それは、もちろんそうは言えません。むしろ最高裁の判決が言っているように、例外的な場合、それは市場慣行としてかなり確立していて、第三者は大体わかっているというか、そういうものだというふうに、第三者との関係での一点を、不合理がないような状況にある場合には、これは相殺の方から言うと、「合理的な相殺機会」とかいう表現を使いますけれども、第三者との関係でそういう合理的な相殺機会が当事者間にあることがある程度周知性があるというか、わかっているような場合は、問題ないと考えます。

但し、最高裁をどう理解するかについてはいろいろ争いがありますが、何でもありでないことは確かなことです。ここで、45年判決を前提とすれば、相殺契約、広げる方を含めてですが、プラス、クローズアウト・ネットィングのところまではおそらく大丈夫であろう。公示なくして第三者に効力を主張できるでしょう、というふうに大体考えられます。

ただし、若干のリーガルリスクは否定できないと考えます。クローズアウト・ネットィングが第三者との関係で、倒産はいいのですが、倒産外で争われた事例はありません。

そこで、私が伺いたいのは、この辺の実務の感覚、「そんなことなら何も書かないでいいじゃないか」なのか、「禁止までは書いておこう」なのか、「条件を広げて書いたところで、いいじゃないか」とか、それから何も触れない、それからこの辺の約定自体を、全部双方向になっているのかどうか知りませんが、このものがないという手もあるかと思えます。

銀取約定のようなマスターは無くしておいて、むしろ ISDA 的なマスターだけ、金融取引についてだけ双方向を見たマスター、基本契約書を結ぶというやり方も実務としてはあると思いますので、どういうふうに動いているのか、企業によって違うのかどうかはむしろ教えていただきたいのですけれども。(本件に関する企業側の現状については P.46 の犬飼事務局長コメント参照)

#### **本論 14 . 相殺金額の決定について**

(藤本氏(トレードウィン)) 参考までに、最後にコメントいただいた、相殺可能になった場合の、**実際いくら相殺できるのか**という点に関して、テクニカルな質問で大変恐縮なのですが、ご意見を伺いたいと思います。

ちょうどホワイトボードに書かれている例で申し上げますと、Aが発行体です、Bが例えば銀行でディーラーです、Cが、銀行Bのお客の投資家であったとします。そうすると、ちょっと気になるのが、ISDA とかマスター・アグリーメントですと、時価で全部相殺す

ということになっているのですが、例えば社債の時価とは何かというところにちょっと関係するのですが、最初Aが発行して、Bが引受けた。額面発行だとしましょう。そうすると、額面で債権債務が最初あります。これをBが投資家であるCに転売します。ところが、Bの銀行のお客、例えば機関投資家だったとしますと、Aにどうも信用悪化事象が起きそうだということが起きると、実際の流通市場ではレートがどんどん下がってきて、ディスカウントの状態になります。CがBにどうしても買取ってくれと言って、例えば10億円で発行された社債が、Cに当初10億円で転売したのですが、信用不安のようなものが、何らかのことがあって、すごいディスカウントになって、5億円でいいから買取ってくれと言いました。Bが5億円で買取りました。その後に信用イベントが発生しましたといった場合、当初は10億円でBが引受けておりますというケースで、じゃここで信用イベントが発生して、はい相殺ですとなったら、これは一体10億円で相殺できるのか、5億円で相殺できるのか。これはどう考えればよろしいのかというのがちょっとわからないのですが。

(神田先生) それは、答えは比較的簡単だとは思うものの、実は最高裁は明らかにしてないのですね、その点を。ですからよくわからない、というのが答えなのですけれども、答えは、当事者が決めていれば、それによる計算におそくなるだろうと言っていいと思います。ですから、ISDAのように、計算を全部時価で計算しますということならば、「時価とは何ぞや」という問題は一応ありますけれども、それでいい。

決めてない場合はどうかですが、どうもその場合には、どういうふうに数字が減るかは民法の規定を適用するしかしようがないのですが、民法の規定は、形式的には債権額、券面額、いまの例で言いますと額面額を問題にしていると思われるので、残った債務額と言うべきですが、まだいま元本の償還をしてないという例で、いま利息はCPで「無し」とします。仮に10億円で発行したものが、実際の価値としては3億円ぐらいしかないかもしれないということはあるのですけれども、これは10億円として、相殺の対象になるというふうに考えるほかない、ということだと思います。

だから、それは逆に言うと、Cにとっては朗報です。Bが買取ってくれる限りにおいては、Bは高く買ってくれるはずですから。ただし、もちろんマイクロで議論すべきことではないとは思いますが、Bが、反対債権をどのぐらい持っているかにもよります。完全に相殺できれば、10億円として使えるわけで、Bにとっては10億円の価値がある。マーケットにとっては、Cが持っていて、Aがつぶれたら、3億円しか回収できないのでゼロかも

しませんが、Bが持っていれば、10億円の価値があるわけです。ですから、Bだけにとっては高い価値があるけど、ほかの投資家にとってはマーケットプライスしかないという、そういう商品になりますので。

そういうふうな方向で、Bにとってだけ価値がある場合に、市場がゆがむかどうかということを、むしろ私は、いまお話を伺って、教えていただきたいというふうに思ったのです。

CやDとか、担当者にとっては、ありがたいことだって、〔向こうも売らない?〕のかなとも思うし、混乱を招くかどうかですね。

(犬飼事務局長) ここで皆さん、ほとんど全員おわかりと思うのですが念のため補足させて下さい。先生にボードの上に書いていただいた、このAとBの関係なのですが、どちら側が発行体になるのかというのが、いろんなケースがあります。AがBに対してCPを発行する(債券が上から下に向かう)ケースとは異なり、冒頭先生にご説明いただいた銀行貸付と金融債の相殺のケースで言うと、債券発行と言う意味では、CPが金融債になるわけですが、この参考図Aにそって言うと、金融債の発行の向きはBからAへと下から上向きになる。その場合、CPに当たるのが借入金になり、預金に当たるのが金融債になる。Bが長期信用銀行、Aが証券会社です。それで、Bの銀行がお金を貸しているその証券会社Aがつぶれた。そのときに、実は銀行Bの発行する金融債を証券会社Aが持っていて、そのAの持っている金融債が、Bの銀行の保護預かりになっていた、そしてひな型の銀取約定で期限の利益の喪失と相殺をあらかじめ合意していたというケースです。銀行Bから見て、A宛の融資金債権とAから保護預かり中の自行が発行した金融債(預金代替の債務)を相殺できるかという話です。

一方で、我々が、コマーシャルペーパーは相殺できますかと言ったときには、この関係、つまり誰が証券を発行するかと言う意味で債券の向きは逆になりますので、わかりにくかったかもしれませんが、そこをちょっと補足させていただきました。

(神田先生) コマーシャルペーパーだけの関係で言えば、いま藤本さんがおっしゃられたとおりで、私もそういう頭でお話をして、Aが発行体であり、Bがディーラー、Cが当初機関投資家ということでした。

## 本論 15 . 社債契約の相殺関連条項について

(鈴木氏(パークレーズ・キャピタル)) 今日貴重なお話をありがとうございました。私は、(仲介業者として)社債実務の方なのですけれども、先生のおっしゃることはすごくクリアで、感覚的にもメイクセンスすると思うのですけれども、実務に落とし込んでいったときに、ちょっと感想なのですが、電子CPについては、現在(平成13年制定)の短期社債法(実際は、翌平成14年に制定された社債等振替法の短期社債の部分)というのは、商法で言うところの「総額引受け<sup>33</sup>」でやっているのですけれども、実は、社債の方も「総額引受け」……、これが「買取り引受け<sup>34</sup>」と言い切れるかどうかという点は(引受手数料が別建てになっていないので)、私、100%確信してないのですけれども、一応、買取引受契約書なるものを我々使っているのですね。その中に、それでは相殺条項なんて入れているかということ、そんなものまったく入れてないのですね。ですから、その点が一つ、私の立場からすると違和感がある。

振り返ってみると、短期社債のディーラー契約書は、そもそも引受契約書なのか、それとも、単なる商品購入保有契約みたいなものであれば、その持っている人が持っている間においては相殺ができますよというのはすごくわかるのです。

私もCPのディーラー契約書(第二回講義の最後P.104-106に参考資料として添付)を詳しくのぞいたことがないものですから、B5版のペラー・二枚で、30秒もあれば目を通してしまうようなものなので、あまり真剣に見たこともなかったのですけれども、そういう意味では、ちょっとこの契約書がどういう位置づけの契約書になるのかというのは、引受業者として勉強し直さないといけないなというふうに今日は思いました。

それから、先ほどのソニーの中村さんのご質問にも関連してくると思うのですが、先生もちょっとコメントされておられましたが、**優先的な回収**についての問題という点で、実は社債の場合は、「社債間の同順位」という契約が非常に多いのですね。例えば三菱商事は、

<sup>33</sup> **総額引受け**：社債募集の1態様で、特定人が、起債(発行)会社との契約によって、社債総額を包括的に引受ける場合をいう(商法302)。これによって、起債会社は直ちに資金を入手でき、引受人は、機をみて取得した債券を公衆に売り出せばよい。間接発行に属する。当初から転売目的があればこの引受けは証券取引法上の引受けに該当する(証券法24四)が、転売目的がなければ単なる商法上の引受けである。総額引受けについては、社債申込証の作成は不要とされる(商法302)。

<sup>34</sup> **買取り引受け**：新株や社債など証券の発行の際に、発行する証券の総数をいったん一括して証券会社と引受契約を交わして証券を発行し、それを引受価額と**同一の価額**で一般公衆に売り出させ、売れ残りが生じた場合には、当該証券会社がこれを引受けるというやり方。**証券会社は、発行会社から別途引受手数料を受け取る**。総額引受けの一種。商法上の証券の引受人として払込義務を負担するのは、証券会社だけであるが、実質は公募であり、このような内容の契約は、証券取引法上の元引受契約(証券法29)に該当する。

社債発行に際して、従来からそういう**財務上の特約**（**ネガティブプレッジ**<sup>35</sup>）はまったくなしということですが、これは世界中のソブリンの要項を見てもあんまりないような、すごいものなのですけれども、ただその社債も一般的には同順位（パリ・パス<sup>36</sup>=通常社債間同順位特約ある社債と変わらないもの）ということをやっている。

実は、短期社債の相殺が、例えば「可能」と書き込んでしまうと、保有する人によって、優先相殺権が発生する。では、そうでない方は……、私は別に差別とかいう考え方ではなくて、仕事のキャリアとして、社債から入ってきているので、どうしても同順位という考え方でいきますと、非常に違和感を覚えてしまう。ですから、短期社債の位置づけが、証券法上の有価証券ということでは私イメージしているものですから、さはさりながら、特約というのはそれぞれの社債を発行するときに、発行体と引受人の間で社債保持をすることになる投資家のために契約してやるもので、一度決めたものは、通常ずうっと同じ特約で出しますよみたいな形にはなっているのですけれども、そここのところの整理が私まだついてないのですが、何かご意見をいただけたらと思います。

（神田先生） 非常に実務的なご質問で、またうまく答えられませんが、前者の方は、私は、簡単に歴史だと思うのですね。まず**大事なことは、相殺条項が入ってなくたって相殺はできる**のです。民法による法定相殺が。ですから、相殺条項というのは、できない場合にもできるというか、できる場合にできないと言うか、どちらの場合のみに意味があるので、さてそれを入れるかということですが、繰り返しになりますけれども、伝統的に銀行が（自己の債権として）引受けるものについては、単に期限利益喪失 銀行は（自己の債務として）預金を持っていますから、その一点にほとんど収斂されて、それを入れるか、期限利益喪失しない場合には、民法の法定相殺だけになって、この場合は特約無しなんです、それだけの違いだと思うのですね。

伝統的な社債の引受けは、銀行は禁止ですので、**証券取引法 65 条**があるために、証券会社が引受けなり総額引受けなりをするのです。証券会社は、預金を預かることはできませんので、そういう条項はないわけです。しかし CP の場合には、引受をするのは普通銀行ですから、預金を持っているために、伝統的に言えば……、言葉を換えて言うと、証

<sup>35</sup> **Negative pledge clause**: 債権者と債務者の間で、他の債務に対する担保として債務者のいかなる財産に対しても担保物権を設定しない旨を定める条項。財務上の特約の一種で、担保化否定条項又は担保提供制限条項ともいわれる。無担保社債の発行条件の中に定められることが多い。通常は、これに違反して担保を設定すれば期限の利益を喪失する旨の条項を伴う。(第4回講演の P.155 参照)

<sup>36</sup> 脚注 37 及び、第四回講義の P.156 及び P.162 参照。

取法 65 条がなくて、仮に銀行が一般社債の引受けができたとすれば、やっぱり引受契約書に相殺条項が入るか入らないか、CP と同じような議論になっていたはずだと思うのですね。引受け契約に基づいて引受人が CP や社債をもっている間、売り払うまでの瞬間、数日だとは思いますが、万が一何か起きたときには、民法でいくなら要らないですけれども、もし多少とも広げて、期限利益喪失するのであれば、預金面の方も社債の方もありますけれども、それは当然問題になっていたはずなのであって、それは証券会社が預金を扱ってこなかったから伝統的な社債には入ってなくて、こちらは民法からスタートしているから入っているという、それだけだと思うのですね。

ただ、ルールとしては、どっちがいいのかというのは、長期か短期かで、伝統的な社債に入っていなかったから今度は入るのに違和感がある、そういう問題ではなくて、対銀行との関係で、銀行が証券ビジネスをする場合、銀行が引受けをする場合にどういうふうに見えるのかという、そういう問題だと思います。

それから、後者の方の問題は、私の感覚では、**パリ・パス条項**<sup>37</sup>というのはもちろん、倒産した場合としない場合と分けて考えるべきだと思うのですけれども、**相殺適状**になっていた場合に相殺したからといって、それが**パリ・パス違反**になると考えるべきではないと思います。なぜなら、これはたまたま向き合っていたから相殺したので、もし倒産してなければ経済効果は同じですね。ほかの人にはお金払うなりしているのに、こちらは相殺で払っていますということです。

優先したように見えるのは、有事のときだけです。平時においてはパリ・パスなので、有事のときに優先しているように見えるというのは、結果としてもそのとおりで、他の社債権者はもらえないわけです。銀行ももらえませんが、預金が減る、払わずに済むという意味においては優先弁済を受けることは確かです。相殺は常にそうですよね。

ですけれども、これは、相殺というのは、当然のことですけれども、条項があろうがなかろうが、置いてなければ法定相殺になりますけれども、当然パリ・パス条項に、その限りでは優先するのですね。そういうふうに解釈しないわけにはいかないもので、したがって

---

<sup>37</sup> 債券の発行に関して取り決められた約束事項のひとつで、**pari passu clause**(社債間同順位特約)のこと。債券の発行にあたって、投資家に対する約束事項は「債券の要項」に明記されるが、この約束の中にある「財務上の特約」という事項の一つがパリ・パス条項である。一般的に、無担保社債には「担保提供制限条項(ネガティブプレッジ)」があり、その無担保社債を発行している会社が発行する他の社債(将来発行する社債も含む)についても担保を提供しない旨(無担保)の約束がなされている。もし、他の社債に担保を付すことがあった場合には、すべての社債が同じ条件になる(すべての発行された社債は同順位で同一発行体による他の社債に劣後しない)ようにする約束が**パリ・パス条項**と呼ばれている。(第四回講演の P.156 及び P.162 参照)

そういうものが社債実務に違和感があるとおっしゃる気持ちは、私は、半分ぐらいはわかるのですけれども、社債権者の一部だけを優遇しているような結果になりますから。しかしそれは有事のときですから、私に言わせれば、有事のときにはパリ・パスがあろうがなかろうが関係なく当然倒産法的なルールはかかっていきますので、その場合に、一部の人が反対債権を持っていたから相殺を認めました、ということ自体は、別にパリ・パス条項の安定性とか、そういうものを平時において害することにはならないというふうに思います。

一番大事なことは、とにかく向き合っている状態が解けて、一遍(二社間の関係の外へ)出たらもう相殺はナシという、そこだけはっきりしていることが非常に重要だと思います。それが確保されないということだと、根本的に物事を考え直さないといけないと思うのですが、そこさえ確保されていれば、たまたま瞬間向き合っていたときに有事になった場合に相殺を認めたからといって、それは別にパリ・パス条項その他社債実務へ影響はないというふうに私は思うのです。

#### **本論 16 . 相殺適状、期限の利益の喪失**

(加藤氏(住友商事)) 相殺適状の話の中で、「期限の利益の喪失」のところなのですが、弊社の場合、社債を発行した場合は、社債要項の中で、「期限の利益の喪失」に関して条項を設けておまして、先ほどの図で言うと、B、C、Dいずれも弊社の社債を保有していた場合というのは、期限が来てなくても、その要項を見て、「期限の利益の喪失」で、仮にそれ以外の相殺適状を満たしていれば、BもCもDも相殺は可能と、そういうことになるのでしょうか。

(神田先生) そうです。

(加藤氏(住友商事)) そうすると、いま我々の中で問題になっているCPの場合に、銀行との間で「期限の利益の喪失条項」をディーラー契約書に入れてほしいという話があって、一方で、Cに転売した場合というのは、投資家Cというのは、「期限の利益の喪失条項」というのはないので、そうするとBとCとの間で言うと、弊社の例えばCPを同じ保有するにしても、そこに劣後が発生する、というふうな理解でよろしいのでしょうか。

(神田先生) 劣後は発生しませんで、取扱いの違いが発生するということですね。つまり、CとかDが相殺できるかどうかというのは、CとかDも反対債務を持ってないともちろんいけないわけです。CとかDが相殺できるかどうかというのは、法定相殺であれば、

おっしゃるように弁済期が来ているかどうかですから、喪失条項があれば、自分の債務の方は放棄すればいいですが、債権の方は、数カ月、最大1年までだと思いますけれども、放棄してもらわんと困るわけです。

ですから、もし社債要項に期限利益喪失要項が入っているなら、だれであれ、自分がおかしくなったら期限利益放棄しますと言っているわけですから、ディーラー契約に入れる必要はないですね、二重になりますから。社債要項に入っていない場合に、ディーラー契約にだけ入れたら、Bとの関係では相殺可能になりますけれども、Cとの関係では入っていないわけですから、Aに信用悪化事由が生じて、CとかDは仮に反対債務を持っていたとしても、その時点では相殺できず、期限がこないと相殺できない、こういうことになるという意味での違いがある、ということですね。

### 本論 17 . 私募の引受・斡旋について

(犬飼事務局長) 感覚的な発言で申し訳ないのですけども、ディーラー契約をするのは相手が誰かというところで、“銀行だから”というところで非常にもやもや感が増しているのだろうというふうな気がします。たしかアメリカでは、1980年台に、バンカーズトラストがコマーシャルペーパーを引受けできるのかというところが問題になりましたよね。バンカーズトラストは当時商業銀行で、いまはドイツ銀行に買収されてバンカーズトラストという名前はなくなってしまいましたが、当時は、連邦控訴裁で争われ、公募の場合の引受け(いわゆる証券の引受・分売業務)ではなくて、ブローキング(商業銀行業務またはこれに付随する業務としての、完売の責任を負わないいわゆるベストエフォートベースの私募のプレースメント(売りさばき)業務)としてコマーシャルペーパーのディーラー業務ができるのだという取扱いになったように思います。これはアメリカの銀行法に相当するグラス・スティーガル法上で商業銀行の証券業務参入を完全に禁じていた時代の随分昔の話です。その後、コマーシャルペーパーの仲介をするのは誰でもいいよという話になったかと思うのですが。

日本の場合には、銀行がコマーシャルペーパーを引受けるといふ、この「引受け」という言葉が、ある意味非常に安易に使われてきた。「手形CPを引受けるといふ、その場合の引受けって何なのだというところが明確になってないまま、これまで来たというのが一つ大きい問題として背後にあるのかなという気がします。引受けといふのは、さっき鈴木さんがおっしゃったように、一般の社債を引受けるといふことは、引受け責任を双方に、

発行体側をきちんと見るという意味において、それと投資家に代わってという意味において、引受け責任を持つ証券会社の当然の責務みたいなものが、「引受け」という言葉の中に入っていたと思うのですけれども、じゃコマーシャルペーパーの場合の引受けというのはどういう意味があるのか、というのがまだもやもやしたままわからないというところにも、もやもや感を増す背景としての問題があるのではないかなという感じがいたします。

(神田先生) いまの話は、私も前からわからないのですけれども、銀行と企業との関係というのが日本は歴史がありますから、伝統的にはやはり銀行が、少なくとも文書の上では非常に有利な書面を交わしてきたのですね。何かがあったときにそのとおり行動してきたかどうかは別の話ですけれども。

ですから、コマーシャルペーパーの場合もそうですけれども、社債一般で言えば、私募については、伝統的には「**私募の斡旋**」という言葉を使ってきて、それがそのまま証券取引法に入ったときも、「**私募の取扱い**」という、わけのわからない概念で、それとは別に証取法には「**引受け**」という概念があり、また「**売りさばき**」という、これも欧米でセリングでのリスクを取らないのかどうか、はっきりしない概念なのです。

ですから、結局もやもやとしているのは、一つは言葉もはっきりしないということもありますが、結局言葉よりも、実質売れなかった場合に、投資家Cが出てこない場合とか、何かの事情でうまくいかなかった場合に、(仲介者である)Bがずうっと持ち続けるかという問題ですよ。実はそれがもやもやとしているのではないかという気が私はするのですけれども、日本の銀行実務からしますと、売るつもりで約束しているのだから、どうも「**売れなかったら返しますよ**」と言っているのではないか。しかし、形式は引受けみたいな感じになっているのではないか。

だから、それが割り切れれば、欧米の意味でのリスクを取る、「売れなかった場合には、自分が期限までずっと持ち続けます」という話なのか、「そうでない場合には、私は持たないから返します」という話なのかははっきりさせるべきことなのでしょうけど、それが全体の中で曖昧になっているのではないのでしょうか。ほかのファイナンス取引とも一緒になって。

(鈴木氏)(パークレーズ・キャピタル) いま先生がおっしゃられた、「売れなかったら返す」みたいな発想は、わが国商法では実際に**募集をかけるのは発行者**という前提になっています。実は、「**募集の取扱い**」という形で、間接的に証券会社が募集をかけるときに、新しい有価証券の購入の勧誘をする取扱いみたいな形で、100億円の発行に対して、80億

円までは応募があったのだけれども、20億円分の応募がないという場合には、払込み日以降、時間をかけて投資家を見つけなきゃいけないので、時間的なリスクと在庫リスクを証券会社で取りましょうということで引受けという行為が発生するのですけれども、これは私の個人的な感覚ではありますが、**銀行さんは最初から直接応募の投資家**というふうに考えると、わりと話はすっきりするのかなと。

そういう意味で、さっきの私のディーラー契約をもう一度見て勉強しなきゃいけないというとき（P.37）に申し上げた、商品購入保有契約みたいなのは、まさに**投資家としての契約をイメージしている**ということでございます。

（神田先生） 私も CP については同感ですね。特に短期のもの。将来仮に、証取法 65 条みたいなものがなくなるなり改正されるなりして、銀行が長期の社債を引受けるということになったときに、どういう対応になるかですよね。買取ってしまうのか、あるいは依然として「取扱い」ということになるのかというのは、私も関心があります。

CP は最大 1 年ですものね。「最初から買取る」と言った方がわかりやすいですよ。

## 本論 18 . ベスト・プラクティス創りへの努力

（犬飼事務局長） いずれにしましても、今日いただいたお話も含めまして、やっぱりベスト・プラクティスを誰かがつくっていかねばいけない。まさに我々の企業財務協議会・日本資本市場協議会というのは、**ソフトローをつくる協議会でありたい**というふうに思っております、その感を、今日お話を聞かせていただいて、より強くしたわけです。銀取約定なり、ISDA のアグリーメントなり、ディーラー契約なり、それとコマーシャルペーパーや電子社債のインフォメーション・メモランダム、あるいはプロスペクタスなり、そういうものの日本におけるベスト・プラクティスを当事者として提案していく人たちというのは、我々以外にたぶんないのだろうと思うのです。

電子コマーシャルペーパーについても、とにかく私募で、簡単にできるようにということで、手形 CP の流れをくんで、そのままペーパーレス化をした。ところが、そのことによって、社債要項に当たるような欧米の CP プログラムのインフォメーション・メモランダムに当たるようなものが、どこにも存在してないよねということに改めて気づかされて、そういうものをつくっていく努力、提案していく努力というのは、我々がやっていかないといけないのだろうな、と感じます。

ただ、そういうものをつくっても、どこに載せるのだということが問題になりまして、

これは次回以降かもしれませんが、発行体会社がホームページに載せるプラクティスをつくるか、EDINET（エディネット）これは有価証券報告書みたいなことで、要するに公募を前提にした書類関係というか、ディスクロージャー関係資料しかいま対象になっていませんけれども、私募であっても、当該会社が公開会社であって、そういうところがついているプログラムのインフォメーション・メモランダムについてはEDINETに載せるとかあるいは協議会がそういう情報の取りまとめを行うとか、そういうことをどんどん考え、議論し、また提案をしていったらいいのではないかというふうに思っております。

### **本論 19 . 社債と手形の相殺**

（若林氏） 神田先生のお考えでは、金融債による相殺の可否に関する2つのケースにおける平成13年と平成15年の最高裁判決について、基本的には、金融債であろうが社債であろうが、短期社債あるいは約束手形のCPであろうが、相殺は可能である、その点について基本的な違いはないということによろしいでしょうか。

（神田先生） はい。平成15年2月21日の最高裁判決は、平成9年11月に破綻した三洋証券と長信銀（日債銀。現、あおぞら銀行）との事案<sup>ii</sup>（第一回講演の最後の脚注 参照）に関して、平成13年12月（11日）の東京高裁の判断<sup>38</sup>をひっくり返した方の判決ですね。その前に、平成4年6月に破産した別の証券会社の保有する金融債に関する同じような事案<sup>iii</sup>（第一回講演の最後の脚注 参照）があって、それについては平成9年12月（17日）の大阪高裁の原審に対して、平成13年12月（18日）の最高裁判決で、有価証券を保有していない者が権利行使できるかという観点<sup>39</sup>からの判断が示されて相殺が可とされています。この判決は、事案は異なりますが先の東京高裁の判決（12月11日）が出てから数日後（12月18日）に出まして、その判断をひっくり返す判決があったということで、その最高裁の判決が一応相殺できることを前提にしていたので、それが出たために、それからするとたぶん東京高裁の判決は最高裁でひっくり返るであろうということが言われていましたが、やはり平成15年にひっくり返ったということです。それが三洋証券の方のケースですね。

ただ、いま若林さんに言っていたので、念のために言いますと、商法学者の中には、高裁判決を支持する見解もあります。それは、高裁判決とは同じ議論です。相殺を認

<sup>38</sup> 受働債権とされた社債の性質の観点から論じて相殺を不可とした。

<sup>39</sup> 社債の性質の観点には触れず、社債の占有の要否の観点からのみ論じてこれを可とした。

めると社債の商品性、流通性を害するという、あるいは、社債になじまないという議論ですね。私は、それは誤解だと思っていまして、社債でも何でも向き合っていたら相殺できる。いやなら禁止すればいいし、広げなければ……、広げるといったって、これ以上はあんまり考えられないということであって、それだけのことで、そのかわり社債のキーポイントは、一遍でも横へ出たらもう終わり、相殺ができないということですね。そこは確保されてないと社債として成り立たないと思いますけれども、どうなのですか、若林さんの周りでは反対説が強いのですか。

(若林氏) いえ、私は、判例評釈を読んだ限りでは、やっぱり相殺できるということを書いています。(若林氏による論点整理論文1(P.194以下)参照)

(神田先生) そうですかね。ただ、民法の先生が多いですよ、書いておられるのは(笑)、あるいは銀行の実務家とかね。

(若林氏) はい。

## 本論20．相殺における平時と有事の取扱いについて

(江寄氏(新日鉄)) 先ほどの、相殺する場合、第三者に優先するのか劣後するかという話のときに、平時の場合は、どっちにしても経済的に変わらないから別に優先・劣後関係はない、と。有事の場合は問題になるけれども、それは倒産法上のルールが優先するのだというお話だったと思うのですが、その平時と有事の中間点みたいなところがあるのではないか。例えば銀取約定のひな形みたいな一般的なものとか、今回ディーラー契約で全銀協が出したひな形というのは、全部きちんと覚えていませんけれども、銀行側が危ないと思ったときとか(笑) そういうようなときを、期限の利益が喪失する可能性があるといったときに、やっぱり優劣が出てくるのではないかなという気がするのですが、どうでしょうか。

(神田先生) おっしゃるとおりで、冷たい言い方をすると、**有事のときというのは、要するに優劣が出てくる**ときということですよ。何が有事かといったら、当事者が決めるということですから、銀行側が一方的にそう言っているかもしれませんが、そういう契約に合意すれば、それは当事者間がそういう場合を有事と決めたということですから、その場合は当然有事の世界なのですね。

だから要は、やや冷たい言い方で言えば、それは**交渉の問題**なので、「銀行の方が、力が強ければのまざるを得ない」という話でしょうし、そうでなければ、「なんでそんなもの

を入れるのですか」という話になるのだと思うのです。

(江崎氏(新日鉄)) そこは、倒産法上じゃない世界でも、そういう二者間の取引関係の中で、いわゆる有事というのが、倒産じゃないケースでも出てくる……。

(神田先生) 「倒産」という言葉が悪かったと思うのですが、倒産法と言った場合には、「相殺の効力を認める規定がある」という意味も含めて倒産法と申し上げたのですね。ですけれども、倒産法を出れば、認めようが認めまいが、普通は相殺しないのですね、必要がないから。ペイメント・ネットィングはするかもしれませんが、たまたま同じ弁済期で預金と両方あると、お金を一遍渡して、またもらわないでしょうから。しかし、相殺というのは、普通はしないですね、必要がないから。ですけれども、相殺が必要になるときは有事のときですよ。

ですから、それは銀行から見て、例えばそういう条項があって、銀行の方が、相手が信用悪化したと思って、相殺してきましたと言ったら、それはもちろん当事者間で有効ですが、それは第三者との関係でも有効です。45年の最高裁判決を前提とすればですが。もしそうだとすれば、相殺契約条項というものは有効だと思いますが、仮にそれが発動されたということは、法形式的には倒産手続きは起きてなくても、それは有事ということで、そこまではいわば倒産の世界と私が呼んでいたものを、当事者間で広げている形になります。でも、それは当事者が、どこまで広げて第三者の関係で有効か、限界がありますが、最高裁のこれまでの判例理論を前提にすると、その程度までは大丈夫なのですね。

ですから、要は、そこから先は「何がトリガーリング・イベント、発動事由になるか」というのは、当事者間の交渉だということになると思いますね。

でも、信用状態が悪くなったときに相殺しますというのは、いかにも古いパターンですよ。お互いさまに組むならいいのかもしれませんが。それだったら、不平等条約解消の発想から言えば、銀行の方だって、自己資本比率が9%割ったらトリガーしますよとかね(笑)。トリガーするかしないか自由なわけですから、お互いさまに入れるのが対等というものだと思いますけれども……。

## **本論 2 1 . ISDA アグリーメントの相殺について**

(犬飼事務局長) 先ほどのクローズアウト・ネットィングの話、これは大きな流れとしてはそのとおりだなというふうに思っているわけですが、これは今日の話ではないのですが、ISDA のアグリーメントなんか、私の知る限りでは、親子会社も含めた包括

的な ISDA アグリーメントを結べる会社というのはほとんどないというのがいま日本の現状で、各個別の親会社、子会社ごと、しかも、例えば金融関係は金融関係だけ、商品先物は全然別とか、また同じ本社においても取扱い部門ごとに別々の ISDA アグリーメントを結ぶとかそういうのが現状ほとんどのケースではないかなと理解をしております。「言うは易く行うは難し」で、なかなか実態を伴ってクローズアウト・ネッティングというものが日本に導入されていくのは難しい問題だなと感じます。そういうことについても我々として、いいベスト・プラクティスというか、そういうものの流れを協議会としてつくっていく必要があるのかなということも同時に感じた次第です。

## 本論 2 2 . EDINET との関係と具体的なディスクロージャーについて

(内山氏) 第2回は、発行体から見た開示における課題問題について、ここでもう一度議論をしたいと思っています。要は、公募を含めた形での取扱い、開示であるとか、証取法4条・5条・13条等々で、発行体が、目論見書の作成、交付ということを義務づけられていますよということと、それに伴って、先ほど社債間の相殺であるとか、同順位の特約などの情報開示などを、例えば EDINET に載せるとか、また、一緒に目論見書に載せていくとか、そういった点を含めて、公募等で開示するにあたって、EDINET 等を使ったなど、いい方法はないのかとかいうことです。あと、短期社債の場合において、購入者が、いろんな特約とか財務制限条項とかを合意のもと、今後公募するときには、そういったものをどうやって開示していくのかというところが結構議論になったりしています。

そういった論点を整理しておりますので、神田先生にその点を中心にしたご意見等をいただければと思います。

(犬飼事務局長) それと、今日もお話がどんどん進んで、我々が想像していた以上にすっきりした形でお話をいただきましたので、場合によっては、第2回に用意していたメニューに加えて、第3回目の社債・融資法制の連続化についてのお話も、もし可能であれば若干加えていただいてもいいかなと思っています。

(神田先生) いまお話のディスクロージャーの部分というのはかなり実務的な問題なですね。ですから、皆さんで、できればひな形、ベスト・プラクティスをつくれれば一番いいと思うのですよね。そういうものが提言になれば。あとは非常にテクニカルな問題で、日本資本市場協議会のホームページでやるか、各社企業のホームページでやるかですね。法律が要求していないような場合ですけれども。

それから、一方で法律が要求しているものをやる場合には、いまの書式でいいかということですね。そういう中でパリ・パス条項をどうするか、いろいろなものがありますし。そういうのはかなり実務的な問題で、あまり法的な問題はない。法的な問題というのは、当事者間契約が、大体何でも、公序良俗にでも反しない限りできますし、他方、どこまでディスクローズするかは、証取がここまでやれと言っているものはやらなければいけません。もしそれを変更すべきだということになると、法改正 法改正というのは府令の改正です。そうでないものについては、どう自発的にやるのがベスト・プラクティスかということですね。

(犬飼事務局長) そうですね。最後に、もう一つ確認なのですが、今日の話的前提としての電子CPは私募の世界の話、それとディーラーが存在するという前提でお話をいただいたと思いますけれども、これはオリックスさんだけではないと思うのですが、公募で、かつディーラーなしの、1対Nではなく、1対1のダイレクトイシューみたいなものをお考えになられている会社さんも当然あると思うのですが、その場合でも、原則をお話いただいたことと同じであるというふうに理解をいたしました。それでよろしいですね。

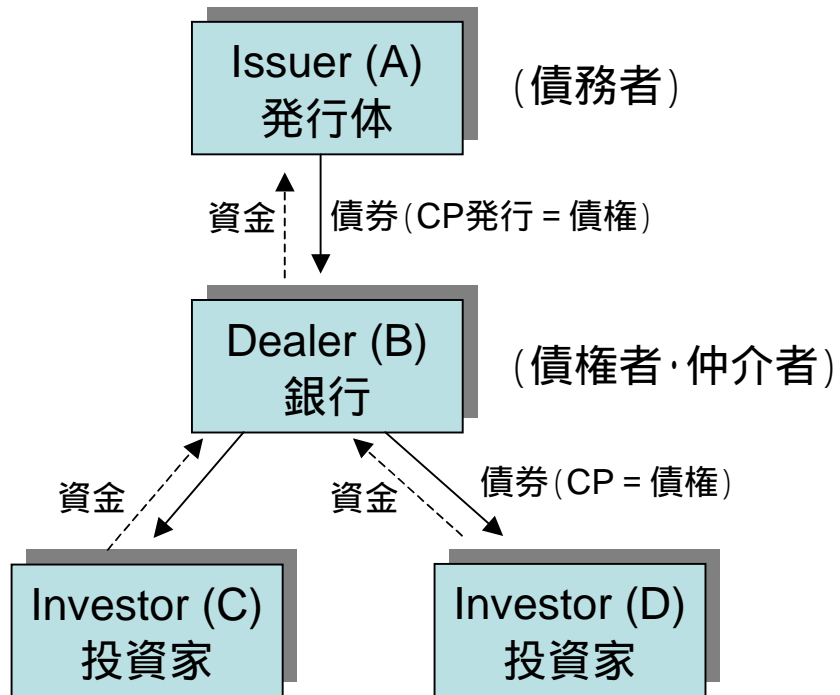
(神田先生) はい。

(内山氏) 本日はお忙しいところをありがとうございました。

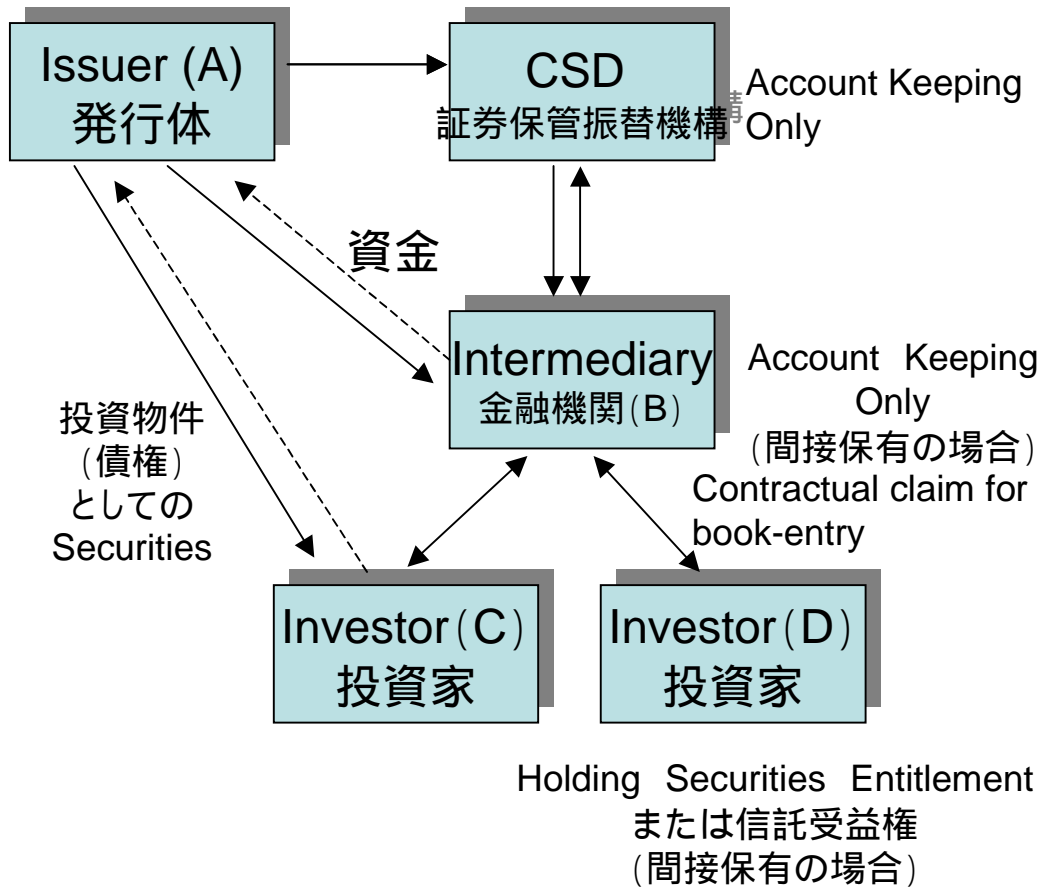
(第一回 了)

【別紙】

参考図(A)



参考図(B)



## 【第一回講義 配布資料及び、参考文献】

### ■ 配布資料 (P.9-12 参照)

日本資本市場協議の議論メモ - ディーラー契約書(相殺)についての疑問

### ■ 参考文献

金融法務事情 1517号(1998年)

一括清算法の成立

東京大学法学部教授 神田秀樹

### ■ 参考文献

旬刊 金融法務事情 2003年6月25日号

金融債による相殺の可否 -最小判平15・2・21を契機に-

前横浜国立大学教授 秦光 昭

---

1 日通事件は日本通運と国との間の訴訟事件。

### 事案:

日本通運の子会社である甲は、運送会社である乙に対して石油代金債権を有していたところ、この債権を保全するため、乙との二社間で、この石油代金債権と乙が日本通運に対して有する積荷作業等の請負代金債権とを甲が相殺できるとする、相殺予約を締結していた。その後、乙が倒産したため、この請負代金債権を差し押さえた国(丁)が、この丁と甲による相殺を主張する日本通運が優先関係を争ったもの。便宜上、日本通運を丙とする。

まず、地裁判決は、差押債権者は被差押債権に相殺予約の効力が付着しているという債務者の有していた状態を引き継がなければならないという道理は二当事者間の債権の相殺でも本件のような相殺においても異なることはないとして、丁の主張を退けた。

次に、高裁判決は、まず、二者間の相殺について、差し押さえに対抗できる理由として、相殺の担保的機能、すなわち、二者はそれぞれが有する債権について、簡易、公平な決済ができるとの信頼関係を保護すべきであると説示した後、本事件の事案について、甲乙丙の三者に跨る二つの債権は互いに相対する関係になっておらず、甲乙丙の三者間の合意で相殺予約する場合はともかくも、甲乙の二者間の合意を行っても、丙の意思表示が欠落しており、三者間には債権が対当額で簡易、公平に決済できるとの信頼関係が形成されるものではなく、差押債権者に対抗するための基盤を欠いている、と判示し、丁の請求を容認した。

最高裁判決は、原審の高裁判決の結論を是認し、差押債権者の請求を認容した。本件相殺予約の趣旨は必ずしも明確ではなく、その法的性質を一義的に決することには問題もなくはないとしながらも、相殺予約に基づき甲のした相殺が実質的には丙に対する債権譲渡といえることをも考慮すると、丙は、甲が丁の差押え後にした右相殺の意思表示をもって丁に対抗することができないと判示した。つまり、最高裁は、甲の相殺通知をもって甲の乙に対する債権の甲から丙への債権譲渡とみて、甲乙間、乙丙間の法律関係を乙丙間の法律関係に還元し、民法511条を適用して乙の日本通運に対する債権につき丁の差押えを受けた日本通運は、差押え後に取得したA債権により相殺をもって丁に対抗できないとした。

地裁判決と高裁判決は、民法474条の第三者弁済を適用し、甲が丙のためにB債権をA債権と相殺して弁済するとその法律構成をとり、結論が分かれたが、最高裁は、これらとは異なった法律構成を採用した。

この最高裁判決によれば、丁の差押え後に甲が相殺の意思表示をした場合には、丙は丁に対抗できないが、逆に丁の差押え前に甲が相殺の意思表示をすれば甲の相殺が優先し、丙はこれをもって丁に対抗できることになる。学説は、日通事件における三者間相殺予約の法律構成について、地裁判決、高裁判決と同じく第三者弁済とする説のほか、債務免除、免責的債務引受、

代物弁済、債権質、債権譲渡担保などB債権の消滅、処分を論じる説がある。多数説は、相殺予約契約が危機時期に締結されたことを評価しているが、最高裁の結論を支持している。地裁判決は、差押え前に締結された相殺予約の効力は債権に付着するものとして丁に引継がれるとして丁の請求を棄却したが、これを支持する説は、多くない。

ii 平成15年2月21日最高裁判決の事案。

#### 事実関係：

- (1) Y(長期信用銀行)は、A(証券会社)に対して、銀行取引約定書の差入れを受けた上、手形貸付、証書貸付等の取引を行い、一方Aは、Yが発行する社債(金融債)を購入してきた。この金融債は、償還期限5年であるが、発行日から一年経過後は、いつでも期限前償還ができること、一部の期限前償還の場合は、抽選によること、Yはいつでも買入消却することができること、という条件が付されていた。
- (2) Aは、平成9年11月3日、会社更生手続の申立てをしたが、これが棄却され、同月28日、破産宣告を受け、Xが破産管財人に選任された。
- (3) Yは、平成9年12月2日の時点で、Aに対して、前記会社更生手続申立て前の原因に基づき、貸付金元金5億9千万円弱及びその遅延損害金6百万円強ならびに保証債務履行請求権163億円余り(以上を貸金債権という)を有し、一方、Aは、平成11年4月を償還期日とする3億円、平成11年7月を償還期日とする3億円、平成13年4月を償還期日とする1億円、計7億円のY発行の金融債を保有していた。これらの金融債は、いずれも登録機関であるYの社債登録簿に登録されていた。
- (4) Yは、平成9年12月2日、当時のAの保全管理人に対して、銀行取引約定書5条1項1号(会社更生手続きの申立てがあった場合の期限の利益の喪失特約)に基づき、本件貸金債権については、期限の利益を喪失したとし、また、同約定7条(相殺特約)に基づき、本件貸金債権と本件金融債の償還債務とを対当額において相殺する旨、その場合の計算実行日を同日とする旨の意思表示をした。
- (5) これに対して、Xは、Yの相殺は違法であり、その結果、Xが本件金融債を換価することが事実上できなくなり、本件金融債の額面金額および利息金額の合計額の損害を被ったとして、Yに対して、不法行為に基づき、損害賠償金7億円余りおよびその遅延損害金の支払を求めて提訴した。
- (6) 第一審がこれを棄却したため、Xが控訴し、訴えを変更し、本件金融債の元金償還請求権に基づく元金合計7億円、各償還期日までの利息合計46百万円余り及び各元金に対する償還期日後の遅延損害金の請求を主位的請求として追加し、不法行為に基づく従前の請求を予備的請求とした。

#### 東京高裁による(平成13年12月11日)原審判決の内容：

原審判決は、Xの請求にほぼ沿う形で、Yの相殺を無効とし、Xの主意的請求を認めた。その理由として、原審判決は、詳細な論理展開を行っている。その要点は次のとおり。

- (1) 社債は、消費貸借が極端に定型化され、大量性、集団性、公衆性といった色彩を帯びたものとなった結果、各社債権者の権利が定型化され個性を喪失し、金額以外の点においては一つのものが他のものと全く異なるところのないものとなっていることからすると、「社債について相殺が可能であるとすると、相殺の抗弁が付着した社債は、他の社債と異なる個性を有するものとなり、それは上記の社債の性格と相容れないものとなる」。
- (2) 発行会社と社債権者の権利関係は、社債申込証または社債契約の内容によって同一に決せられ、それ以外の個別の法律関係の影響を受けないことが商法の予定しているところであり、「社債について相殺が可能であるとすると、社債が社債権者毎に異なる個別の法律関係の影響を受けることになり、発行会社と社債権者との間の権利関係が社債申込証または社債契約の内容によってのみ決せられるという法の趣旨に反することになる」。
- (3) 社債は、市場において売買され、それによって投資家が容易に資金を回収できることが

要求され、社債は市場における取引に適したものでなければならないが、そのためには、ある社債が他の社債と全く異なることがないことが適正な市場価格の形成のためにも必要であり、社債の消滅原因についても定められた償還や時効以外の消滅原因を認めるわけにはいかない。「ある社債について相殺が可能であれば、社債の譲渡があった場合にも譲受人は相殺の対抗を受けることがあり得る。それでは、その社債と他の社債とが全く異なることがないとはいえず、価格形成が困難になる。…これは、単に取引の安全の問題ではない。社債を社債として成り立たせること、すなわち一般公衆の投資対象たらしめる公衆性、すなわち取引市場による市場価値を成り立たせ、投資の尺度を提供し、換金の可能性を保障することがここでの問題なのである。したがって、善意取得や抗弁の切絶の法制度によって、一定の条件の下に社債の流通が保護されているからといって、社債について相殺を認めるわけにはいかないのである」。

- (4) 商法は、社債権者の団体的保護のための制度として社債管理会社および社債権者集会の制度を定めているが、これらの制度は、各社債の内容が同一であることを前提としている。社債権者集会においては、各社債権者は社債の最低額ごとに一個の議決権を有することとされているが、相殺が可能であるとすると、自働債権が社債の額を下回る場合に、この社債に対して議決権を認めることが困難になる。社債権者集会の決議は総社債権者に対して効力を有するが、相殺を認めることになると、すべての社債を同様に扱うという社債権者の団体的保護の前提に反することになる。
- (5) 社債については、証券が発行されるのが原則形態であり、発行会社にとっては社債権者が誰であるかを把握することは事実上不可能であり、社債については、発行会社がこれを相殺で消滅させることや、相殺可能を前提に取引するなどの、相殺の担保的役割を期待できるような一般的な状況は存在しない。登録債の場合であって、発行会社が登録機関となっている場合には、社債権者を知ることができるとしても、そのことから発行会社が相殺の期待を有するということはできない。また、社債について相殺を認めると、登録債については権利者の確定が事実上可能であり、相殺の可能性が生じるため、登録債とそれ以外の社債が価値の異なる二つの商品になってしまう。これは、前述の社債の市場性を失わせるものであり、社債の公衆性に反するものである。
- (6) 発行会社からの相殺は認められないが、社債の差押えをして市場で換価することは認められるから、相殺が認められなくても特段の不都合は生じない。
- (7) 相殺が認められないのは、社債の公衆性からして、償還期後においても変わりがない。
- (8) 社債登録法施行令は、社債が償還により消滅したときに発行会社から登録機関への通知義務を規定しているが(同令 65 条)、償還以外の方法により社債が消滅した場合の規定を設けておらず、商法および社債登録法は、相殺による社債の消滅を予定していない。
- (9) 銀行取引約定書 7 条 1 項で相殺の対象となる「その他の債権」に社債の償還債務が含まれるか明白でない。仮に含まれるとしても公の制度である社債制度の趣旨に反する約定として、公序に反するものとしてその効力を認めることはできない。

#### 平成15年2月21日最高裁判決の内容：

最高裁は、Y から上告および上告受理の申立てをしたのに対して、上告を受理した上、次のような理由により、原判決を破棄した。「相殺の受働債権が金融債の償還請求権であることをもって、相殺ができないとする理由はないというべきである。受働債権が金融債の償還請求権である場合に、相殺が許されない根拠として、原審の判示する理由は、いずれも相殺を否定すべき根拠となり得るものとはいえない。そうだとすると、上告人発行の金融債の償還請求権を受働債権として相殺ができる旨の本件約定の中の定めが公序に反して無効であるということとはできず、他に本件相殺を無効とすべき事情もうかがわれない。したがって、本件相殺は有効というべきであり、論旨は理由がある」。

iii 平成13年12月18日最高裁判決の事案。(本件、上記の の事案とはケースが異なるので注意)

**事実関係：**

Y(長期信用銀行)は、銀行取引約定書の差入れを受けた上、A に対して多額の貸付をしていたが、A は、平成3年8月5日、従前の担保に代わるものとして、当時の時価で85億円相当の株式を差入れたほか、額面合計10億円のY発行の利付金融債および額面合計5億円強のYに対する自由金利型定期預金を担保に提供した。

Yは、平成3年8月15日、A に対し、その銀行取引約定書に基づき、A に対する元本合計437億円余りの貸付債権について、期限の利益を喪失させ、同債権を自働債権とし、本件債権(金融債)および本件預金にかかる債務を受働債権として相殺する旨の意思表示をするとともに、本件株式を処分して、本件貸金債権の弁済に充てた。

その後、A は、平成4年6月12日、破産宣告を受け、X が破産管財人に選任された。そこで、X は、訴えを提起して、本件担保供与等に対して否認権を行使し、Y に対して貸付債権の弁済に充当された本件株式の価額合計、本件債券の元利合計額および本件預金元利合計額の総計97億円余りの支払いを求めた。

平成9年12月17日の原審は、X の本件担保供与に対する否認権の行使を認め、本件株式の処分および本件債券との相殺による回収額について、Y は、X に支払うべきであるとしたが、本件預金との相殺については、利息部分を除き相殺を認めた。その理由として、原審は、次のように述べていた。

「本件利付金融債は、有価証券であるから、これが表章する債権を受働債権とする相殺は有価証券の所持人に対抗することができず、したがって、自働債権の債権者である Y が本件金融債の占有を取得するまでは、その表章する債権を受働債権とする相殺によって自らの有する債権の回収を図ることを期待することは認められないところ、本件においては、占有を取得した原因である担保取得行為が否認された以上、本件利付金融債を受働債権とする相殺も認められない。

平成13年12月18日の最高裁の判決内容：

13年の最高裁判決は、次のように述べて、一部棄却、一部破棄自判とした。

「有価証券に表章された金銭債権の債務者は、その債権者に対して有する弁済期にある自己の金銭債権を自働債権として相殺するに当たり、有価証券の占有を取得することを要しないというべきである。けだし、有価証券に表章された債権の請求に有価証券の呈示を要するのは、債務者に二重払の危険を免れさせるためであるところ、有価証券に表章された金銭債権の債務者が、自ら二重払の危険を甘受して上記の相殺をすることは、これを妨げる理由がないからである。したがって、上告人が本件金融債券の占有を取得した原因行為である本件担保供与が否認されたとして、上告人による本件債券元利合計10億2千数百万円を受働債権とする相殺は有効であって、本件債権は、これにより消滅したものである」。

「2004年1月23日 10:00~12:00 第二回講義 トピック」

第二回 電子CPの私募を含む短期社債の電子開示など公示手段のあり方、  
短期社債要項の法的効力などに関する問題点の整理など

(序論)

1. 本日の進め方
2. 相殺について
3. 銀行と事業法人との間の基本約定について
4. 銀行取引約定と銀行行動について
5. 今後の銀行取引基本約定のあり方

(本論)

1. 電子CP要項について
2. 投資サービス法について
3. 公募と私募について、および適用除外取引の作り方について

コラム 日本における私募債ルールの歴史について

4. 融資法制と社債法制の問題認識について
5. 直接発行された電子CPの公募について
6. 企業情報および、証券情報の開示について
7. MTN(Medium-Term Note)の発行について
8. コベンツ(財務特約)を含む電子CPのディスクロージャーのあり方について
9. 商法および、証券取引法から見たプログラム発行について
10. 電子CP(無券面)における実務上の課題(日銀担保適格問題)
11. 将来の投資サービス法の適用範囲、適格除外証券と適用除外取引について
12. ディスクロージャー制度の再整理について
13. 公示手段のあり方について
14. ファイナンスの分類について

(内山氏) 社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクトの第2回、「電子CPの私募を含む短期社債の商品性の電子開示など公示手段のあり方、および短期社債要項の法的効力などに関する問題点の整理など」について、東京大学法学部神田教授からご講演を頂きます。

今日のお進め方および、内容について簡単に説明させていただきます。まず、最初に、前回第1回の「電子CPおよび電子社債の相殺の可能性についての論点整理」について神田先生からご講演いただいたのを受けて、その後企業財務協議会・日本資本市場協議会にて取りまとめさせて頂きました各種質問などについて、神田先生からご回答を頂ければと考えております。具体的な質問内容としては平成11年3月に企業財務協議会でまとめさせて頂きました銀取約定書のあり方等を神田先生にご覧頂き、前回神田先生にご講演いただきました内容とすり合わせて頂くと共に、銀取約定書との関係について、もう一段深彫りしたところの神田先生のご意見を頂ければと思います。

次に、「電子CPの私募を含む短期社債の商品性の電子開示の公示手段のあり方、および短期社債要項の法的効力などに関する問題点の整理」といった今日の本題のお話を頂ければと考えております。最後に、第三回「社債法制と融資法制の連続化」の頭だしについて、お話を頂ければと考えております。本日の講演時間は10時から2時間を予定しております。

また、本日の配付資料として4点用意させていただいております。

まず一点目、ディーラー契約書について、2003年10月9日に日本資本市場協議会の中で議論となった内容が盛り込まれたメモ<sup>1</sup>を抜粋・添付させていただいております。

二点目といたしまして、日本資本市場協議会で「電子CPに関する再改訂Q&A集」<sup>2</sup>を取りまとめさせていただいておりますが、その中で今回関係する短期社債ディーラー契約書(雛形)については、(今回第二回講義の最後 P.103-106 に)添付資料としてつけさせていただきます。

三点目といたしまして、先ほど申しました平成11年3月に企業財務協議会でまとめさせて頂きました銀取約定書あり方について、当協議会のホームページ<sup>3</sup>にアップされている要望書を(今回第二回講義の最後 P.107-115 に)添付させていただいております。

---

<sup>1</sup> 第一回講義 P.9-12 参照。

<sup>2</sup> PDF版のフルセットは、「企業の資金調達の円滑化に関する協議会(企業財務協議会)」ホームページ参照。  
([URL://www.enkt.org/katudou/index.html](http://www.enkt.org/katudou/index.html))

<sup>3</sup> 要望書 平成11年3月 銀行取引約定書のあり方について「企業の資金調達の円滑化に関する協議会(企業財務協議会)」ホームページ参照。( [URL://www.enkt.org/yobo\\_06.html](http://www.enkt.org/yobo_06.html) )

4点目は、3回目の講演の頭だしというところですが、神田先生からいただいております資料<sup>4</sup>を、A,B二つの括りになっておりますが(今回第二回講義の最後 P.116-117 に)添付させていただきます。

最後に時間があれば、ご質問等を受けさせていただきますので、途中でのご質問は控えていただければ幸いです。それでは神田先生、よろしく願いいたします。

(序論)

### **序論1. 本日の進め方**

(神田先生) おはようございます。次回お話をする頭だしのための若干の資料を、いま内山さんからご紹介いただきましたように用意させていただきました。

「社債法制と融資法制の連続化」と言っても、あまりに抽象的で一体何を考えているのかわからない。重要なのかもわからないと言われると思います。実は私も重要かどうかあまり自信があるわけではないのですが、どうも日本の法制度は、特に海外の法制度と比べた場合に、ややこの辺は整備されていないと思ってまして、「連続化」は重要ではないかと私は思っています。

いずれにしても、誰もこれまで、あまりこういう言い方はしていなかったと思いますので、どういうことを考えているかというところが、なかなかわかりにくいといけないと思いますので、若干参考資料を用意させていただきました。それは最後に触れさせていただきます。

今日は最初に前回の議論を受けて、銀取約定等との関係をちょっとお話して、次に、そこには公示手段のあり方という書き方をさせていただいていますが、電子CP要項みたいな話をさせていただいて、そして3番目に「社債法制と融資法制の連続化」の頭だしをさせていただきます。

### **序論2. 相殺について**

前回お話したことを一言で申します。社債であれCPであれ、非常に流通性の高い資本市場商品であっても、一方当事者から見れば債務なわけですから、それが例えば流通性が低いか高いかは別にして、反対債権、例えば預金債権等と対等の状況にあれば、相殺につ

---

<sup>4</sup> 第二回講義の最後の P.116-117 参照。

いて原則、法定相殺はその限りではできるといふふうに普通は考えるし、諸外国でもそう考えています。ただし、流通したらもうできません。それはいわゆる相殺適状と呼ばれている、二当事者間の債権債務の状態ではなくなるわけです。

ちょっと細かい話を前回しましたが、それ以上付け加えていると、それだけでまた話が長くなりますので、今日の話とのつながりの部分を主にお話します。

相殺が可能であるといったのは、当事者間で相殺についての契約とか約定が何もなければ、民法の一般の規定に基づいて相殺ができるということです。これは法定相殺と言っています。そこで次に問題になるのは、当事者間において、例えばAという企業とBという銀行だとしますと、このAとBとの間で、相殺について何らかの特約なりをすべきかどうかということです。

### 序論3. 銀行と事業法人との間の基本約定について

伝統的には、ご承知のように日本の企業、Aという企業とBという銀行は銀取約定（銀行取引約定書）を結んでおります。およそ取引先と銀取約定を結ぶというのはいつからか、歴史を調べていないので申し上げられませんが、少なくとも戦後のある時期から確立した慣行になってきたわけです。しかも、その銀行取引約定書は、ご存じのように昔の全銀協がひな型をつくり、全都市銀行等はそれにならい、信用金庫等は若干、一部変更しました。しかしいずれにしてもひな型ベースで、相手方が大企業であれ中小企業であれ、つまり同じ書式、標準書式を使ってやってきたということであったわけです。

もちろん理屈だけを言えば、個別交渉で一部の条項を外したりすることは不可能ではないわけですが、戦後長らくの間、そういうことは行われず、しばらくたった後、初めて個別交渉で一部の条項を変えるというようなことが起きたわけです。

銀取約定の話は後でまた戻りますが、相殺との関係で申しますと、一般に銀行取引約定書というのは、もし規定が何もなかったらできるであろう民法の相殺、いわゆる相殺適状と呼んでいますが、これは

- (1) 二当事者間であり、
- (2) 同種同量の債務であり、
- (3) 両方の債務が弁済期にあること。

この3条件と言っていると思いますが、二当事者を前提にすれば2条件で、同種同量の債権・債務である、そして両方が弁済期にあるということですが、銀行取引約定書は法定相

殺の要件を緩めていまして、しかも規定上は銀行側から相殺できやすい形にだけ緩めてきたというのが伝統的な銀取約定であります。これはご存じのことだと思います。

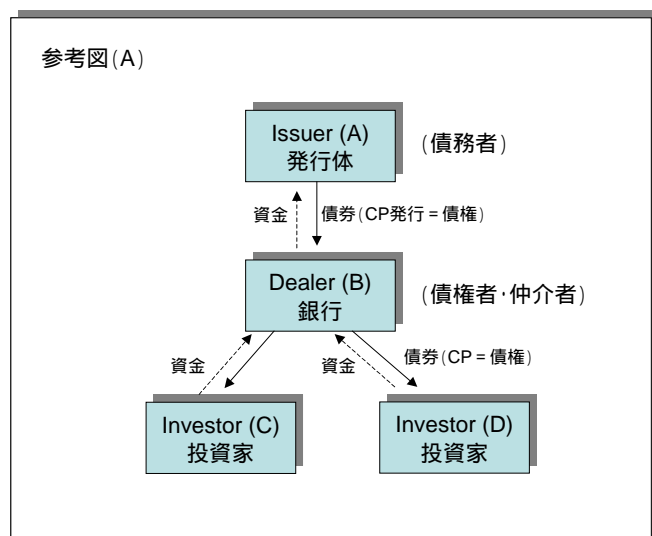
どの点を緩めているかと言うと、同種同量の点は別に緩めていないのです。単に弁済期という点だけを緩めていまして、弁済期が来ていなくても期限利益の喪失と言いますが、弁済期が来たことにして相殺します。しかもそれは請求によりというか、細かい点はいろいろありますが、相手の状況が悪くなったら期限が来たことにして相殺します。

大変有名な最高裁の判決(相殺:最大判昭和45年6月24日民集24巻6号587頁)によれば、国税債権が差し押さえたときには弁済期が来ていないのですが、その1秒前に来たことにする。そこで相殺をしますと書いてあるのだとがんばって、銀取約定のほうが勝ったのです。しかし、そういう最高裁の話は別にしまして、ポイントは銀行取引約定書というのは、民法の法定相殺をよりやりやすくするように、しかもそれは弁済期の点だけについて特別規定を設けている。これを約定相殺とか相殺契約と呼ぶ人もいます。しかもそれは銀行側からのみやれるというふうに書いてあったわけです。

問題は、前回の話との関係で言うと、一般の法定相殺はできるとしても、約定でこれをやりやすくするのか、やりにくくするのは政策的な問題というか、当事者間の問題としてあると思います。この協議会で何らかのCP要項をひな型として出すときには考えなければいけない問題です。ただし、CP要項に書いておかなくても銀取約定のほうに書いてあれば、もちろん(相殺は)できるわけですし、銀取約定にもなくても、例えば預金約定とか、反対債権のほうの約定に書くことによってもできるわけですから、およそ約定と言った場合には全部見なければいけません。

しかし私のいまの例で言うと、発行体Aと銀行Bの間での相殺については、一般論は前回申し上げたとおりで、前は若干特則の話もしましたが、特約で、例えば相殺を禁止するという特約を結ぶことも考えられ

ますし、逆に相殺をよりやりやすくすることも考えられます。ただ仮に相殺をよりやりやすくすることを考える場合には、いわゆる片務的というか、銀行Bの方からだけやりやす



くするのではなくて、企業Aのほうからも銀行に何か起きた場合には相殺できるようにするという、双方向で物事を考えるのが最近の普通のやり方です。

実際のところ銀行取引約定書についても、ひな型は平成12年から廃止されましたが、最近、いわゆる逆相殺という言葉で言われている顧客のほうからする相殺についても、銀行のほうからする相殺についても、双方向で相殺を民法の条件を緩めてやれるように規定しているわけです。

銀取約定の話は、私がこのプロジェクトをお引き受けしたときに全然念頭になかったのですが、こちらの日本資本市場協議会・企業財務協議会でも、銀取約定を取り上げられて、今日お配りいただきました資料を拝見すると、「銀行取引約定書のあり方について」(平成11年3月)を作成され、また、個別には、さらにそれに先立っているいろいろとご努力があったようで、結局、銀行取引約定書というのは当時、規制緩和ですとか構造改革という話の中で、民・民規制であるということが言われたりしつつ、具体的には公正取引委員会から文書での注意がなされまして、それをきっかけとして廃止ということになりました。

廃止になったのは、もちろんひな型が廃止になっただけです。そのこと自体はシンボリックな意味ではあるかもしれませんが、私は、シンボリックな意味として大きな一歩と思います。但し、実務を行う上で、実際上どのようになったのかまでは、理解しておりません。と申しますのは、銀行取引約定書のほかにも当座勘定規定とか、ひな型として残っているものはありますし、銀行取引約定書はひな型が廃止になったところで何らかの基本契約書はなければいけませんので、当然のことながら銀行によって内容は多少変わってきたようですが、『金融法務事情』などの雑誌を見ますと、いろいろ比較した記事なども当時はありましたが、いずれにしても、合意の中身が問題であって、いろいろな銀行取引約定書があっても良いという問題ではないので、そういうものがそろっているかそろっていないかというよりも、銀行取引約定書の内容が問題だと思います。

内容は、ご存じのように銀行取引約定書は、良くも悪くも銀行の立場に立って書かれているものですので、銀行取引約定書の内容全てが銀行に有利だと言うわけではありませんが、やはり、片務的と言うか、銀行に有利な条項が多いかと思います。

伝統的な銀行取引約定書というのは、ご存じのように高度成長期の古き良き時代の日本のものですので、あまり使われることを予定していないのです。そういう言い方をしているかどうか、またこれも微妙ですが、銀行取引約定書をつくられた方と議論をさせて頂いたことがあります。ギリギリ詰めていくと顧客のほうは本当に争ったら訴訟で勝てるか

どうか、やや疑問の条項中にはあるように思われます。

それはともかくとして、日本の裁判所はご存じのように、第一審、第二審、最高裁へ行くと、最高裁は銀行に厳しく、先ほどの相殺は、その中では例外で、相殺だけは非常に広く認めております。これは銀行のケースだけではありませんが、大体、銀行が最高裁まで行くと負けるケースが多い。ただし、銀取約定について銀取約定が無効だと宣言したケースはほとんどないのが現状です。ただし、銀行取引約定を制限的に解釈した、約款の制限解釈と言っていますが、そういうものはあります。

#### **序論 4. 銀行取引約定と銀行行動について**

それはもう昔の話だということで話を戻しますと、結局、銀行取引約定書も古き良き時代は銀行のほうが非常に有利なようなものを交わしていたが、銀行行動がどうだったかは、これは法学者の領域というよりも経済学者の分野かもしれません。メインバンクの行動は、必ずしも銀行取引約定どおり行動することを予定したのかどうかもわかりませんし、そういう行動があったかもわからない。仮に行動したら法的にその効力がそのまま認められていたかどうかは、必ずしもはっきりしないような状況が続いていたわけです。

私が一番よく挙げる例では、銀取約定と直接は関係ないのかもしれませんが、銀行行動で、一番法的な契約書とかの取り決めで矛盾していると思いましたが、銀行が社債の受託会社 現在は社債管理会社とっていますが になっているような場合、その銀行は普通、メインバンクの場合は当然そうでしょうが、融資をして、通常は、第1順位で顧客の土地等の不動産に抵当権を設定しているわけです。それで銀取約定がある。こういう状態で、その後で、先ほどのAならAという企業が公募社債を発行する前には、その銀行がメインの受託会社となって、普通「三行受託」と言っていますが、三つぐらいの銀行が、現在で言えば、無担保債なら社債管理会社となって、 は社債を発行するわけです。

しかし、当時は有担原則でしたので、融資も有担原則ですが、社債も有担原則であって、必ず社債には担保をつけていたわけです。これは銀行の立場からすれば、既に第1順位の抵当権を取っているのです。社債で担保を入れるものはないのです。しかしそういう状況で、公募債を発行して、第2順位の、あるいは第3、第4順位の、ほかにも融資している銀行は既にありますから、担保権を社債につけるのかというと、ここの銀行行動というのはなかなか難しいところです。私の理解している限り、典型的な銀行行動のパターンというのは、融資について取っている担保を任意に放棄して、順位を譲渡して社債のために第1順

位の抵当権、担信法（担保付社債信託法）に基づく担保権を設定してきたという歴史があります。

そのために、普通融資しているのはもちろんメインバンク1行ではありませんから、例えば三つ四つの銀行が融資している場合には、メインバンクがそれを取りまとめて抵当権の順位を下げて、社債に第1順位の抵当権をつけるという話し合いをする取りまとめをしてきたわけです。

そして、社債に第1順位の抵当権をつけておいて、ご存じのように万が一、そんなケースはほとんどありませんが、社債がデフォルトしたような場合には、メインバンクはその社債を券面額で買い取る。しかし第1順位の抵当権がついていますから、それは例えば会社更生手続とかになった場合には、もちろん第1順位の優先権として更生手続の中で権利の届出をするというのが、私などから見ると一番おもしろい銀行行動で、外国などで、「書かれたとおりに行動しない、その経済合理性はどこにあるか」というようなレベルで議論するときに挙げる例はこういう例なわけです。

いずれにしても、これも銀取約定と直接は関係ないかもしれませんが、銀行行動という意味では、書かれたこととは違った行動を取っているわけです。しかしそれはもちろん経済合理性の面から説明できなくはないわけで、その話をしはじめますと長くなりますので、事実の指摘のみに今日はとどめさせていただきたいと思います。皆様方も既にご存じのことかと思えます。

そういう古き良き時代があったということで、いまは時代が変わりましたので、社債も無担保債が主流になりましたし、デフォルトして銀行が買い取るなどということは考えられません。世の中はどんどん変わりました。

#### **序論5. 今後の銀行取引基本約定のあり方**

銀取約定の話に戻しますと、先ほど申しましたように、現在ではこちらの協議会のご努力もあって、ひな型は廃止ということになりましたが、問題は中身ですので、廃止された後、企業と銀行との間で片務的な内容の銀取約定が結ばれているのか、より双務的になっているかどうかは、後で日本資本市場協議会の方々をはじめいろいろな方々へ伺ってみたいとわかりません。強い発行体企業は当然双務的になっているでしょうけれども、一般的な内容についてどうなっているかなど、皆様に伺ってみたいと実務上はわかりません。また、これらの合意内容については交渉の世界なので、私は片務が悪いと言っているわけで

は決してありません。要はネゴシエーションの結果、どういう状況になっているのかというところであります。

実は片務か双務かというのは、相殺条項をめぐる場合には、やはり一例として関係すると思います。銀行取引約定についてはとりあえずその程度にさせていただきたいと思えます。またご議論等あれば、本当は具体的な条項でどれが片務でどれがどうだという話をしたほうがいいのかもしれませんが、それは日本資本市場協議会の今日お配りいただいている「銀取約定書のあり方」についての資料（第二回講義の最後 P.107-115 に添付）をお読みいただければ大体わかると思います。ただその後、実務がどうなっているのかは、私も、廃止された後、個別には知りません。例を聞いたことはありますが、全体的な雰囲気はどうなっているのかということとはわかりません。

繰り返しになりますが、片務がそれ自体悪いと言っているのではなくて、片務があるということは、やっぱりそれだけ銀行が社会的に言えば、強いということですから、それ自体は悪いことではないかもしれませんが、その結果として当然のことながらある種の法的インプリケーションを持つわけです。例えば、相殺について言えば、銀行側から約定相殺ができるけれども反対側からはできないとか。それは、現在の金融資本市場の普通の実態というか慣行からいうと、少なくとも相殺とか何かについては望ましいとは言えない。双務的なほうが世界の慣行には合っていると思います。

とりわけ現在は相殺を超えてネットティングと呼んでいますが、さっきの相殺の言葉で言えば「何かが生じた場合には、弁済期だけではなくて、同種同量のところも緩めて相殺しよう。同種同量でない債権・債務も金融取引から生ずるものについては相殺しましょう」という合意をするのがネットティングと呼ばれている取り決めです。

異なる通貨の債権・債務、これは同種同量だと言う人もいますが、ドルと円とか、あるいはスワップ取引その他について、同種同量の点、および弁済期の点、この両方について相殺を緩めて差し引き計算しましょうというのが、いわゆるネットティングと呼ばれている取り決めであります。当然これは双方向になりますので、この辺はいろいろ細かい議論はありますが、そしてまたこれについては別途、ISDA とかに基づく基本契約書を結ぶことが国際的には多いです。そうなりますと、事業会社はいま法人を考えていますが、まだ ISDA というのは日本ではほとんど金融機関間の基本契約書であって、銀行などの金融機関と事業法人との間では使われていないかもしれませんが、銀取約定に書いてなくても、何か別の契約があって、そっちで手当てされていれば、いずれにしても、それで問題はありませ

ん。

最後に申し上げたいのは、銀取約定については、銀取約定で何か書く、書かないということの問題ではなくて、抽象的に言えば、どこかの契約で何か書いてあればそれは意味を持つので、それらの契約はコンシステント（一貫）していなければならないという、そういうことであります。したがって、事業法人Aと銀行Bということ言えば、「銀取約定もありますし、発行要項もあります。通常の社債発行要項もあります。預金約定もあります。融資約定もあります。なんともあります」ということで、どれがマスターなのかよくわかりません。銀取約定はある種アンブレラになっていまして、あらゆるものをカバーするような条項が多い。あるいは、今度は金融取引の中で ISDA 的な、仮に標準契約書があれば、それはそれでまたある種のものをカバーします。契約の本数ということ言えば非常に重層的になっていて、マスターみたいな基本契約書がいくつかあって、個別の融資契約とか預金約定とかそういうものがある。それもまたアンブレラ的に、さらに預金といっても一本あってさらに個別にあったり、融資についてマスターの融資があったりする。この辺はどうつくるかが契約事情ですが、その辺を整理してみるとおもしろいかと思います。

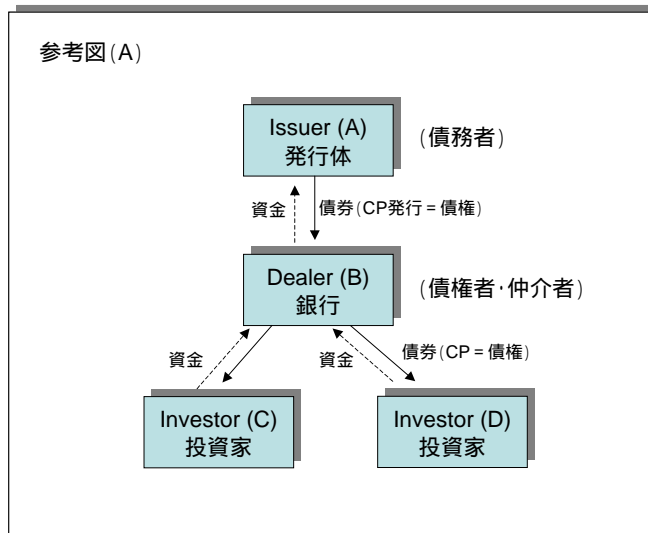
## 本論 1. 電子CP要項について

さて、電子CPの話をしていただきたいのですが、電子CPはもちろん、非電子CPと電子CPから本当は始めなくてははいけません。

非電子CPは変な経緯から1987年に導入されたものですが、約束手形と位置づけられたわけです。しかし電子CPについては現在の社振法、その前の短期社債振替法によって短期の社債という位置づけをしました。しかし商法の社債に関する規定は非常に重いものから、そのほとんどは適用除外として外したということでもあります。

電子CP（短期社債）の私募とか、要項の法的効力とか、公示手段ですとかを考えると、何から物事を考えるかは、なかなかよくわからないところがあります。法的効力を考えるときは当然のことですが、当事者間の効力と当事者以外の、一般には第三者と呼んでいます。当事者以外の者との関係での効力と分けて考える必要があると思います。

当事者間の効力が、当事者間には効力があるに決まっているのではないかとされるかもしれませんが、私の問題意識で言うと、参考図(A)でいうAがCPを発行し、Bが当初CPの所持者になるのか、あるいはCが最初の投資家になるディーラー発行なのか、いろいろバラエティがありますが、当事者間の効力という場合



に一番問題になるのは、抽象的な問題が二つあると思います。二つの問題の中でも、主として2番目の問題は、重要と考えます。

(1) 一つ目の問題は、先ほどお話をさせて頂きました、一般にある片務・双務の言葉で言うと、一方が非常に強い立場にあって、一方は非常に弱い立場にあった場合には、書かれていてもそのとおりの効力はないのではないかとということです。つまり、非常に極端な場合は公序良俗違反<sup>5</sup>で無効ではないか。抽象的ではありますが実際にはあり得る話です。もうちょっと弱い意味で、一方が非常に強く、一方が弱い場合には、書かれたとおりに行動しないのではないかと話です。しかしそれは今日、実際にはほとんどあり得ませんから考慮しなくても問題ないかと思えます。

(2) 第2点として私が重要だと思うのは、そこ(電子CP要項)に書かれている条項が、A - B、あるいは別のA - Cの関係で話をしたほうがいいかもしれませんが、最初の投資家Cも金融機関としますと、いずれにしても他の契約があった場合、他の契約と内容が矛盾する場合にどちらが勝つかという場合です。特にマスター・アグリーメント、例えばISDAのマスター・アグリーメント的なもの、銀取約定的なものがアンブレラとしてあり、そしてCPの発行要項があって、それらの内容が違う場合には一体どちらが勝つかという問題が、もしあるとすると、その方が、私は当事者間の効力としては、問題になるような気がします。

実は今日いただいているお手元の資料のなかに「ディーラー契約書の日本資本市場協議会の作成例(第二回講義の最後P.103-106に添付)〔電子CPに関する再改訂Q&A集より)〕」

<sup>5</sup> 民法90条「公の秩序または善良の風俗に反する事項を目的とする法律行為は無効とす」

がありますが、私がパッと見た感じでは、特に矛盾するようなことはないように思います。例えばCP発行要項のほうで相殺を禁止していたとします。それで、銀取約定のほうで、双方向で相殺を広く認めていたとします。その場合にどちらが勝つのかということが問題になるかだと思います。しかし、その場合は非常に合理的な解釈としては、そのCP債務については当然、特別法は一般法を破るといって、個別の規定のほうで禁止しているわけですから、それについては相殺しないという合意をしているというふうに解釈することになるかだと思います。そういう問題が当事者間ではあるということです。

第三者との関係では、社債要項一般に共通の話ですが、AとBが結んだ社債要項が、その後、転々流通する社債権者を拘束するかであります。答えは普通 Yes というふうに単純に考えられていると思いますが、それはそういう商品として社債がつくり出されたわけだから、それをわかって購入する社債の取得者は、当然その条件に縛られる。普通は確かにそういうふうに考えます。

但し、債券面に書いていなかったらどうなるのかなどというのは、紙が流通している古い世界での話ではありますが、徐々に電子の世界へ移行されて行きますので、そういう議論はなくなりますが、このような問題が一応あるということです。ただCPの場合には短期で、あまり流通もしませんので、転々流通するということはあまりありませんので、問題にはならないかだと思います。

ということで、ごく簡単に言えば、短期社債（電子CP）要項の場合には、あまり法的効力が先鋭に問題になる局面というのは、相対的に見れば少ないと私は思います。したがって一番の問題は、何をどう書くかが非常に重要になるかだと思います。そしてまた社債要項自体は当事者間の社債契約の内容を成すものですから、その話と証券取引法その他に基づく開示、公示の話、これは買ってくれるかもしれない人にディスクロージャーの話ですので、証取法の言葉で言えば、勧誘の相手方に対して、勧誘というのは公募の概念ですので正確ではないかもしれませんが、買ってくれるかもしれない人にお願いをするときに情報開示するものですので、その内容をどう定めるかというほうが重要な問題だと私は認識しています。

## **本論2. 投資サービス法について**

次に、非常に大きな話として、私募の話があると思います。私募・公募の話は非常に大きな話で、今回はとてもまとめ切れなないと思います。また、場合によっては、4月以降、

日本資本市場協議会にて取り上げられるのも良いかと思えます。と申しますのは、証券取引法の方は、組み換えようという議論を国の審議会（金融審議会第一部会）のレベルではしておりまして、名前もやめましようと言っているのは私だけかもしれませんが、証券取引法だの、有価証券だの、ということと言っていると全然広がりを見せません。しかし、実務の面では、証券取引法の適用範囲のないような範囲で、金融資本市場というのは爆発的に伸びております。再生ファンドとかいろいろありますが、新しい分野では、一つも証券取引法の適用はありません。したがって銀行分野と保険分野はそれなりにカバーされていますが、資本市場分野は証券取引法がカバーしているのは3分の1ぐらいでしかありません。しかもその範囲が、どんどん狭まっているというのが現状です。したがってこれは証券とか有価証券という言葉をやめて、銀行、保険を除く分野は横断的にカバーするふうに改組していきましようと言っているのです。投資サービス法、あるいは金融サービス法と呼んでもいいのですが、金融サービス法と呼ぶと銀行系も含むのではないかと若干混乱しますので、しかし銀行、保険も含めるべきだという議論ももちろんあります。そういう話は別途NIRA<sup>6</sup>のほうで研究をやっておられますので詳しくは申し上げませんが、そういうことから言いますと、そうなったときには当然、新しい投資サービス法なり証券取引法というのは、私の言葉で言うと柔構造化していないと到底対応できないと思うわけです。

すなわち伝統的な株とか社債とか、そういった世界というのは、硬い世界で「ワンセット」と我々は呼んでいますが、

- (1) 投資家保護のためのディスクロージャー性。これは企業内容開示です。そして
- (2) 不公正取引の禁止。これも株のような高度な流通性を前提としていますと、相場操縦とかインサイダー取引とかいうものがあります。そして
- (3) 業の規制。いわゆる証券業の規制と言っています。それから
- (4) 場の規制。証券取引所とかPTSとかの場所。そういうものは大体「ワンセット」で硬くつくれますけれども、セキュリタイゼーションみたいな話になってくると、途端にディスクロージャーも企業内容開示ではうまくいきません。

既にこれらの「ワンセット」規制は崩れてきていますが、これが投資サービス法ぐらいになってくると、そもそもディスクロージャー制度の中でも弱め、また公正取引といって

<sup>6</sup> 2004年5月24日NIRAマーケット・ガバナンス・フォーラムの内容を参照。  
(NIRA(総合研究開発機構)のホームページ <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/130/135/mgtindex.html>)

も適用のあるものとなないものがあるし、業規制も緩めていかなければいけないということで、規制の構造自体を柔らかくしていかないととても新しい法はつくれないというふうには思っています。その中で私募をどう考えるかというのは非常に難しい問題だと思います。

### 本論3. 公募と私募について、および適用除外取引のつくり方について

今日は大きな話はともかくとして、私が普通、どういうふうに私募の問題を考えてきたかということの一端をちょっとだけお話して次の話に進みたいと思います。

私が考えてきたのは、一般に公募か私募かというのは、証券取引法に基づく強制ディスクロージャー制度についてです。すなわち目論見書、および日本で言えば有価証券届出書を出さないと、あるいは目論見書は渡さないと証券の発行ができない。しかもそのディスクローズをするのは発行者で**発行者開示主義**です。これは非常に重要な概念でして、アメリカの系統を受け継ぐ証券取引法は、発行者がディスクロージャー書類をつくることを設定しています。したがって、よく「**売出し**<sup>7</sup>」という概念で問題になりますが、発行者はAとして、Bという人が売る場合に、クロスボーダーで例えば外国で発行された証券を、日本の証券会社Bが日本の投資家Cに売る場合に、ここでディスクロージャーは日本の証券法に基づいてなされていないということになると、BがCに売った場合に、現在の証券法の考え方ではこれが「**売出し**」に当たり、公募だということになっています。

公募になるとどうかと言うと、有価証券届出書を出し、かつ目論見書をCに渡さないと販売することができないというのが、ご存じのように証券取引法の趣旨です。しかし、だれがディスクローズするのかと言うと、発行者開示主義なのでBではなくAなのです。これは非常に重要な話でして、普通はBが何を売っているかAは知らないということはありません。同じような問題は私募にもあるわけです。

例えば、AがBに出したのは私募です。Bが適格機関投資家の間に売っている分には、昔は転売禁止でしたけれども、今の法制で言えば問題ないのですが、Bが一般の投資家に売ったら、これは**私募違反**です。実はその先がはっきりしないのです。**私募違反**というのは何なのかということです。転売制限のあのルールに違反して、適格機関投資家以外に売ったらどうなるか。

私募違反の場合に、アメリカのルールははっきりしています。私募違反の場合は公募に

<sup>7</sup> **売出し**とは、既に発行された有価証券の売付けの申込み又はその買付けの申込の勧誘のうち、均一の条件で50人以上の者を相手方として行うもの。(証券取引法第2条第4項、同施行令第1条の8)

なる。つまり私募でなければ公募であり、公募でないのは私募だと言っている。私募違反が公募になったということは、その時点でディスクロージャー義務が生じるということ。そのディスクロージャー義務を負うのはBではありませんで、Aです。なぜならAが発行者だからです。

したがって、AはBと私募発行を実行するときには契約を結んでおいて、何かあったときにはすぐ知らせるとか、とにかくAが対応するようにして一応尽くしています。そうでないとAがディスクロージャー義務違反で訴えられますので、そのときにAは瑕疵責任なのですが、あらゆる手を尽くして頼んだから大丈夫だと立証する必要があるからであります。

日本がはっきりしないのは、株については「私募なし」という世界で出発していましたが、平成4年にプロ私募を導入したときに、最初に公募か私募か分けられたら、もう戻らないという理解でしたのです。ですから一遍私募のほうに行ったら、当時は債券ですが、例えば私募規制違反があったとしても、それは規制違反としてもちろんとがめられますが、**違反のものが戻って公募になるということはないという頭の整理**だったようです。

この整理は、上場しているものは入りません。去年（平成15年）まず新規事業が初めて公開していく過程において私募が可能になったわけですが、株式とかエクイティものについて、去年私募を認めた（同時に、いわゆるプロ私募における適格機関投資家の範囲を拡大し、ベンチャーキャピタル、ベンチャーファンドを加えた）ときに、金融審議会では公募か私募かの問題は、不思議なことに全然議論されていないのです。一体どっちの考え方なのだとすることを本当は整理しなければいけないのですが、よくわからないままです。

私の個人的な意見は、去年のようにだんだんってきたら、平成4年の金融制度改革のときの「**私募債ルールの見直し**」の考え方を改めて、日本法上も**私募規制違反だったら公募になるという考え方**に立ったほうがいいと思っていますが、そういう考え方の変更があったということは、正式には表明されていませんし、何よりも平成4年のプロ私募導入のときにそういう考え方であったということすら、正式に報告されていません。

さて、**私募**というのは一般に「**適用除外取引の一つ**」と言われています。証券取引法の作り方は、普通まずあるもの、日本で言えば有価証券、諸外国では投資物件というような言葉で呼ばれるものに当たりますが、そういうものについて、強制ディスクロージャー制度が適用になるまでに二つのハードルがあります。

第1が、エグゼンプト・セキュリティーズと呼んでいる、**適用除外証券**と呼ばれている

もので、日本で言えば例えば国債ですとか、証券取引法の3条に書かれているものです。

第2は、**適用除外取引**と呼ばれるもので、当該発行取引には強制ディスクロージャー制度は適用にならない。ただしほかの発行取引、つまり2回目に公募すれば適用になる。それに対して**適用除外証券**というのはおよそ強制ディスクロージャー制度から除外されているものです。しかし、強制発行ディスクロージャー制度から除外されたからといって、流通ディスクロージャーは、株主が500人以上<sup>8</sup>になると、例えばエクイティものならば義務を負いますし、もちろん不公正取引禁止の適用はあります。

そこで、適用除外証券は法律で明定しますのであまり争われないのですが、**適用除外取引**のほうのつくり方が、世界の証取法は非常に分かれており、大体4類型<sup>9</sup>あります。それは**短期**、**少額**、**少人数**、**プロ**<sup>10</sup>です。大体この四つの類型が適用除外、すなわち発行ディスクロージャー制度を適用しない、その形での発行取引として分類されるものです。

しかし、日本の証券取引法はご存じのように、どこに線を引くかという問題は別途ありますが、平成4年までは（適用除外取引に）**少額**、**少人数**しかなかったのです。それで去年、平成15年に初めて（エクイティ関連取引の世界に）**プロ**を入れました。ただ**プロ**を直接合算して

いいかとかいろいろ揉めていますが、この点については少人数と**プロ**は除いて人数は計算していいので、**プロ**を合わせて250人までいいとか、かなり大幅に緩和されました。

参考図(B)

**発行時ディスクロージャー適用除外取引の条件について**

短期	
小額	
少人数	
プロ	○

**適格機関投資家（いわゆるプロ）**の範囲も、最初は金融機関限定でしたが、金融機関および証券会社とだんだん広がって、事業法人でも届け出ればいいのか、厚生年金かどこかがかわったとかありますが拡大されてきた。**少額**は上へ行ったり下へ行ったり、一遍上がったのが下がったり、ITの関係で下がったり、いろいろしていますが、現在は100万円というところですが、問題は**短期**という考えはなかったのです。平成4年に、**短期**は免除にはなりませんでした。

<sup>8</sup> 証券取引法 第24条「有価証券報告書の提出」

<sup>9</sup> 参考図(B)

<sup>10</sup> 金融取引にかかる知識・経験等を有しており、自ら情報を収集したり、リスクを分析したりできるもの（ホールセール・リテールに関するワーキング(平成11年1月)参照)

アメリカはどうかということですが、上の参考図(B)の4つの条件のうち、昔からあったところ(小額、少人数)に をしておきます。

いろんな問題は一般論としてあります。例えば IT の時代になったら何で**少人数私募**というのはディスクロースしなくてもいいのか。本当なら非常に疑問があるはずなのです。例えばこの部屋にいらっしゃる方、たぶん 50 名ちょうどおられなければ、少人数だと思えますが、49人に売るのには何でディスクロースしなくていいかと言うと、説明がつかないと思います。アメリカは 35 人ですが、説明は**縁故**という説明で、「知っている人に売っているのだから情報は相対で取れるはずだ。なぜならば知っている人だから」というのが伝統的な説明です。

しかし、ある日突然インターネットファイナンスというものができまして、ウェブページの上で 49 人までアクセスしてきたら、50 人目でウェブページが落ちるとい仕組みを考えた人がいて、アメリカには賢い人がいるものだと思うのですが、これなら少人数私募で問題ないだろう。でもそれは、考えてみると知らない人に売っているわけです。

ですから、実は、**少人数私募**は IT の時代には、縁故という理由はちょっと成り立たないと思うので、理論的には説明不能になっています。しかし経緯もあって、一人でもディスクロージャーしろというわけにはいきませんので、人数の基準は変わるかもしれませんが、残っているということがあります。

**少額**も同じような問題です。昔は例えば 5 億円とか何とか言っていた届出書は、こういったものは確かに考えてみると IT のない時代でしたが、インターネットで 100 万円ずつ少しの人に売ったって、やっぱりこれは証取法的な投資家保護は必要じゃないかという議論になってくれば、当然のことですが少額免除も下がってくる。

**プロの範囲**というのは非常に違って、アメリカは**個人**<sup>11</sup>も含まれています。個人でも一定以上の資産を持っている人というのが含まれていますが、日本では個人はおよそあり得なくて、プロ私募に入ってくる事業法人ですら極めて限られていて、しかも金融庁長官への届出制になっています。これに対してアメリカは非常に広い。

**短期**ですが、なぜ短期は除外するかというのは、巨額でも除外しますので固有の理由が要ると思うのですが、短期は、大きいのはいわゆる**コストベネフィット**です。というのは、いちいちディスクロースしていてもすぐ満期が来ますから、例えば 3 カ月の短期証券を

---

<sup>11</sup> 企業財務協議会・資本市場協議会では、既に一定の要件を満たす個人を適格投資家とすることを要望している。2002 年 11 月 証券市場のディスクロージャーに関する要望書参照。( [http://www.enkt.org/yobo\\_19.html#5](http://www.enkt.org/yobo_19.html#5) )

出すことを考えてみますと、ディスクロージャーしなければとやっているうちに1カ月たって、3カ月たったらもう償還しているわけですから、あまり投資家を保護しているとディスクロージャーしているコストのほうが大きくて、ベネフィットがほとんどない。かなり巨額の証券を仮に3カ月発行するとすれば、普通の人を買うことはまず考えられませんし、そういうことからいっても、アメリカも短期証券は、1933年法という発行ディスクロージャー法上は、適用除外取引になっています。

ただ、ご存じかと思いますが、先ほどの参考図(B)をもう一度ご覧いただきたいのですが、アメリカも、、ということを書けば、は適用、は除外ですけれども、やっぱり短期はなのです。

参考図(B)

## 発行時ディスクロージャー適用除外取引の条件について

短期	<input type="checkbox"/>
小額	<input type="checkbox"/>
少人数	<input type="checkbox"/>
プロ	<input type="radio"/>

適用除外取引ではあるのですが、

SECは適用除外するに当たって4要件というのを付けております。したがって法律上は何もディスクロージャーしなくていいのですが、しかしそのためにSECは使い方とかその他についての条件を課しています。

ユーロの実務ですけれども、ユーロではインフォメーション・メモランダムというか、どう呼ぶかはともかくとして、ある種の情報をつくってそれを投資家に見せて、その上で売っていくというのが、大体慣行化しているようであります。

私募の話に戻させていただきますと、日本の証券取引法が将来、投資サービス法に仮になっていくとしますと、私募というのは、普通はだけでしたけれども、こういった適用除外取引をどう整理していくのかは、大きな課題としてあります。国によってギャップも非常に違うものですから。

それともう一つさっき言いました、**私募と公募の整理**。私募でないものは公募なのかということをもう一度確認する必要がある。

もう一つは、**ディスクロージャー制度そのものが発行者開示主義**であります。Bの仲介業者に開示義務を課してもいいわけです。これはいわゆる消費者保護でよく問題になります。薬とかおもちゃとかの世界というのは、製造業、つくった人が開示すべきなのか、売る人が開示すべきなのか。金融の世界で言えば、いわゆる腐った魚も腐っていると言え

売ってよしいという**自己責任の原則**ですが、それはともかく、Aが言うのかBが言うのか。日本ではB（仲介業者）については**説明義務**というふうに呼んでおり、A（発行者）については**証券取引法上のディスクロージャー制度**と呼んでいるのですが、この辺をどう整理するのかというものがあります。

特に、ストラクチャーものとか、リパッケージしたものなど、仕組み債などともいわれる証券化商品のようなものについて、何が発行体かよくわからないという問題があります。例えば「Bがファンド」だと思っていただければわかると思いますが、Aの発行した証券をリパッケージしてBが売った場合、Bは発行者なのか、Aが発行したものを売っているだけなのかという問題もあります。そういう問題はいずれにしても全部を整理しないと、柔構造化はできないという問題はあるのですが、非常に大きなテーマですので、また場合によっては改めてお話するという事かと思えます。

**電子CPの要項**の話にいきますと、第一に、法制度上、**強制ディスクロージャー制度**の適用を受けるかどうかという問題は、もちろん現行法の解釈問題として当然のことながらあります。第2に、仮に法制度上、適用を受けないとしても、あるいは受けたとしてもと云ってもいいのかもしれませんが、ディスクロージャー制度の適用がないとしたら、何も渡さなくていいのかという、いわゆる**市場慣行**の問題が当然あります。

そして法制上、強制ディスクロージャー制度の適用を受けるとしたら、**強制ディスクロージャー制度のあり方**は何かという問題はもちろんありますが、仮にそれをギブン（所与）だとしますと、それを超えて**どういう情報をディスクローズするのが望ましいのか**という問題があります。

そういうコンテキスト（文脈）で**電子CPの発行要項**が問題になるわけですが、当然のことながらという言い方がいいかわかりませんが、巨額の資金調達を短期で行うわけですから、そういうことから言えば、私はある種の市場慣行として発行要項みたいなものについてのある程度のスタンダードなものはあったほうが良いように思います。

協議会のほうでもそういうものをつくっておられるのか、考えておられるかということだと思いますが、その際、何が参考になるかなかなかよくわからないところですけども、幸か不幸かユーロ等での慣行がありますので、日本企業も、関係会社等も含めてですが、向こう（ロンドンやオランダなど）で出していると思いますし、そういうものを参考につくられることが望ましいのではないかと思います。

私の直感的な方向としては、CPというのは短期ですので、証券取引法における既存の

枠組みで強制ディスクロージャー制度をかけるような世界ではないように思います。短期といっても何が短期か、9カ月か、1年か、1年3カ月か。厳密に定義しなければいけません、とりあえず1年としておきます。それぐらいのものについては証取法で強制するのは、どうもコストのほうがかかるのではないかと思ひまして、当事者間での任意の開示環境みたいなものをつくっていけば、そっちのほう望ましいような感覚を持っています。

## **コラム - 日本における私募債ルールの変遷<sup>12</sup>について**

### **昭和 62(1987)年まで:**

日本では、私募債は昭和 62(1987)年までは銀行だけが取り扱っていた。昭和 55(1980)年度、国内私募債の発行額は全体で 83 億円に過ぎず、当時の発行ロットは 10 億円程度であった。銀行は証券業務ができなかったため、貸付の付随業務として総額引受けの形態で、貸付の変形として行われていた。当時は、証券取引法 65 条の下で、「私募債の取扱いが証券業に当たってはいけない」との考え方のもと、「公募債市場の育成」の目的をくずさない範囲で銀行にも私募債取扱いのメリットを与えることとして、様々なルールが定められていた。そのルールとは、以下のようなものであった。

- (1) **買受上限**の規制: 発行ロットが 20 億円以上の場合、発行額の 10% までしか斡旋人は買受できない。(銀行は証券業務ができないにもかかわらず、私募の世界は自分で斡旋をし、しかも買受けることができる。つまり、これは証券業務たる残額引受けになりかねないという懸念があった。つまり買受者が純粋に投資目的で買っている場合には差し支えないが、それは実際には判然としないので、実質的に残額引受けとならないよう買受額の制限によってその点を形式的に担保することとした)
- (2) 買う人は投資目的でなければいけない。
- (3) 買う人は機関投資家でなければいけない。
- (4) 勧誘先は 50 人程度未満でなければいけない。

### **昭和 62(1987)年の見直し:**

昭和 62(1987)年に、私募債が、銀行の証券業務に当たらないようにしながら発行ロットの拡大にも応え、しかも公募市場とのバランスを取っていくとの考え方のもとで、発行ロットの上限が 100 億円に見直された。ただし、公募発行実績のある発行体は 3 年間のうちの 1 年間の公募発行実績の最高額を上回らないものとするとのルールが設けられた。

### **平成 4(1992)年、金融制度改革における私募債ルール的大幅見直し:**

<sup>12</sup> (財)資本市場研究会 CaMRI レポート 1993 年 6 月 14 日よりの抜粋をもとに事務局がコラムを作成。

その後、平成 4(1992)年の大規模な金融制度改革のときに「私募債ルールの見直し」が行われ、私募を初めて証券取引法の下で位置づけることとなった。この時点で、大蔵省は、私募債ルールについて、公募債市場と私募債市場の適正なバランスを確保しつつ、私募の取扱い業務の適正な遂行を確保する観点から、ルールの見直しを行ったと説明している。

(1) **プロ私募**の導入: 有価証券にかかわる知識経験の豊富な者という定義の適格機関投資家というものを定め、その範囲であれば勧誘する人数の制限を設けずに私募債が発行できることとした。

(発行時プロ私募) これにより、私募債は原則としてディスクロージャーのない世界であるが、特別の開示をせずに出せ、しかも人数の制限がなく出せるという私募の世界をひとつつくれた。これをプロ私募と呼んでいる。債券を買う人がプロであるために、特別の開示がなくてもその債券のリスクや商品性を十分理解して購入することをみなし想定した。

(2) **少人数私募**の導入: 縁故債のような少人数の人だけが買うような私募も、縁故者は債券の内容をよく知っているはずであり、特別の開示を行う必要はないと考えて、少人数私募という形態の私募も証取法上位置づけることとした。

(3) **発行ロット**の拡大: 発行ロットの規制は維持しつつ、発行ロットを従来の 100 億円以下を 200 億円以下に拡大し、年間発行上限も 200 億円、ただし過去 3 年間に年間発行額が 200 億円を超える公募実績がある企業は、ロット 200 億円×年 6 回で計 1200 億円、また公募実績のどちらか少ない額まで発行可能とした。この規制は、公募私募の適正なバランスを確保すること、すなわち銀行による私募債市場だけを肥大化させないための措置であった。

(4) **適格機関投資家**の導入: 適格機関投資家の範囲については、有価証券投資にかかわる専門的知識経験を有する者ということを一のメルクマールとし、ディスクロージャー制度の実効性の担保という観点も考慮して、銀行、証券会社など、金融機関を中心に政令で定めた。

(5) **転売制限**の維持: 発行後、2 年間の転売制限を課することとした。従来は、証取法で私募を定義する前の世界では、公募になってはいけないということから、買受ける人が転売目的、販売目的で買ってはいけないというルールがあった。言い換えれば投資目的で買わなければならないということであり、投資目的である以上、普通は 2 年間くらい保有をし続けるとみなして、取得後 2 年間の転売制限と、転売時の細かく分売されることによる公募への変質を防ぐ目的で、一括のみの転売に限り認めるルールとした。ただし、2 年後の一括転売後は、自由に転売を可能となるが、これは激変緩和のひとつのルールとして導入された。

(6) **買受総額**の制限: 私募の斡旋(取扱い)も、受託も、買受けも、すべて同じ銀行ででき(いわゆる銀行の 3 機能のあり方の問題)、それぞれで手数料を取るような状況では、私募債について、マーケ

ットメカニズムが阻害されないか、また、発行条件の設定がうまく機能するか、という問題が指摘されていた。このため、マーケットメカニズム機能確保の観点から、私募の取扱い業者が全体として買受け得る金額を発行額の50%に制限した。また、同様の問題意識から、買受手数料は、発行条件の一部として組み入れ、発行条件すなわち買い取り価格で調整することとされた。

(7) **受託から社債管理へ**: 上記の問題意識もあり、受託銀行を、純粋に社債権者のために社債を管理する会社とするために、その機能を社債管理会社に純化・再構成することとし、設置を原則として義務付けることとした。

(8) **買受上限の見直し**: 発行ロットの上限が200億円に引き上げられたことを受けて、発行ロットが100-200億円以下の場合には、斡旋人の買受上限を発行額の5%までとすることとした。

#### 平成9(1997)年:

大蔵省は、資産流動化証券である社債の取扱いに係る転売制限を撤廃することを主な内容とする通達を発表。

#### 平成10(1998)年:

大蔵省は、「金融関係通達の見直しについて」等を発表。適格機関投資家向け私募債の転売制限の撤廃、およびCP発行の完全自由化が実現。

#### 平成15(2003)年:

金融庁は、企業の事業資金調達の手続きの円滑化の観点より、適格機関投資家の範囲の拡大、エクイティ関連商品にかかわる適格機関投資家私募(いわゆるプロ私募)の適用等の私募制度の見直しを実施。「金融審議会第一部会報告に基づく、ディスクロージャー制度の改正、および経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備」(詳細は以下のとおり)

エクイティ関連商品(株券、新株予約権付社債券等)を「プロ私募」の対象とする【政令改正】。

「**適格機関投資家**」の範囲の拡大【内閣府令改正】

- ベンチャー企業、中小企業の事業資金の私募調達を認めるとともに、その担い手としての適格投資家の範囲を拡大。

ベンチャーキャピタル会社(資本金5億円以上)の追加

厚生年金基金(純資産額100億円以上)の追加

事業会社に係る要件(貸借対照表の「有価証券」および「投資有価証券」の合計金額)の緩和(500億円 100億円)など

少数私募における50名カウントからの「**適格機関投資家**」の除外【政令改正】

- 「有価証券の募集」に該当するか否かを判定する「勧誘の相手方の人数」の計算から「**適格機**

「**関投資家**」を除外。

#### **本論4．融資法制と社債法制の問題認識について**

(神田先生) 時間がだいぶたちました。皆様方からご質問もいただきたいと思いますので、最後に頭だしとして、第3のテーマであります「社債法制と融資法制の連続化」についての問題意識を申し上げます。これもある意味ではCPの話と銀取約定の話とも関係すると思います。お手元の資料(第二回講義の最後P.116-117に添付)ですが、一つが「社債法制と融資法制の連続化(添付資料A)」6月9日付の資料で、一つがパワーポイントの「社債法制と融資法制の連続化(添付資料B)」6月20日付の資料で、去年(2003年)のもので、私があるところで使ったもので申しわけないのですが、6月9日付の資料Aは読んでいただければと思います。これは私が総合規制改革会議で、人に質問をするためにつくった資料でして、ご覧いただくとわかると思いますが、関係する文献としては、一つは、パワーポイントでないほうの資料の下に書いてある、経済産業省の「企業法制研究会の報告書」というものがあります。次のページの(5)にある貸出債権市場協議会によるものであります。そして昔私が書いたもので(1)に引用してある日銀の金融研究というものの、93年で11年前に書いたものがありまして、それはやや理屈の議論なのですが、そういう問題意識を持っています。

簡単に問題意識を言いますと、そこに書いてあるとおりですが、日本では社債に関する法制度は非常に硬い世界を成している。融資というか借入についての法制度は全く違うのです。水と油ぐらいに違っています。それでよくやってきたなど、いま思うと不思議なのですが、まず昔からあることから言うと、社債と言っても流通しない社債はいっぱいあるのです。融資の代替物のようにずっと金融機関が社債を持っているというのがいくらかあります。こういうものに社債法を適用していくかというのは、私に言わせれば不思議でしょうがないのですけれども、たぶん適用してこなかったのだと思います。

それはともかくとして、他方、融資のほうは最近の現象ですが、シンジケート・ローンと言いまして、いわゆる貸出実績が既にある銀行の中で、シンジケーションを組むのを**クラブタイプ**と言うようですが、最近、**ジェネラル・シンジケートローン**と言って、そうでない金融機関等にもシンジケート・ローンの持ち分を売っていくのですが、そういうものが出ているようです。もっと一般的に言うと、貸出債券が流動化とか流通するような世界がだんだん出てきて、融資と社債の間ぐらいのところ、社債まではいきませんが、そういうものが出てきております。このときに法制度上の大きなギャップはいまのままでいいの

かということであります。これが大きな問題意識です。

私の直感は、いまのままだと大変な妨げになるのではないかという直感です。直感が当たっているかどうかはよくわかりませんが、そういう問題認識を持っております。

もう一つ問題意識を申し上げておきます。10年前に書いたものでパワーポイントのほうの表紙をめくっていただくとわかるのですが、融資については、現在は**与信**と言う融資の部分。これを**金銭消費貸借**と法律家は呼んでいます。それに対して**担保**を取る部分、これはとりあえず議論のために**物上担保**のことを考えていますので、人的な保証は考えていないのですが、これは別の法律になっている。金銭消費貸借というのは**契約法**であり、物上担保を取るところは**担保物件法**というふうに教科書では呼んでいます。

しかしこの融資（与信）と担保の二本立てで非常に重要なことは、例えば銀行がお金を貸すということと言うと、どちらも（貸出債権と担保権の）債権者は、同じ銀行でなければいけません。同じ人でなければいけません。これは、私は、少なくとも、なぜそれを要求するのがまずロジカルに理解できないところであります。と言いますのは、例えば、私が銀行だとして、貸出取引をした。担保付きで与信をした。当然のことですが、担保の管理は別の方をお願いしたいとか、同じ債権でも債権の管理・回収、より専門家がいればアウトソースしたいわけです。これを私は、「**担保取引のアンバンドリング**」と10年前に盛んに言ったのですが、いつものことながら全く無視されて、だれも相手にしてくれませんでした。読んでくれる人もいなかったのですが、10年たつとようやく読んでくれる人が出てくるというのはありがたい話です。

当然のことですが、より経済的に合理的であればアウトソースしたくなるわけです。この10年の間可能になったのは、一部、サービサー法と言っていますが、回収は、非常に厳格な条件のもとで外出ししてよろしい。しかし上記に書きましたようには全然なっていません。何よりも大事なことは、私は**貸出債権**を持っていて且つ**担保権**を持っているので、担保権は一括して別の方に管理してもらってくださいということは、「**民法の根本原則**」に反すると言った議論がなされています。

ところが、社債の世界になると、これは制度ができています。担保付社債信託法（担保信託法）というのは、非担保債権である**貸出債権**に当たるのが**社債権**で、これは転々流通しますから、いまの例で言えば、変動するわけです。しかし**担保権**は一元的に受託会社と称して信託の仕組みを使って別の方が管理をしている。ですから担保信託はその点だけは優れている。それ以外は、担保信託は硬過ぎて、取っていい担保は限定列挙です。これはやめ

てもらわないと困ると思います。

いまの例で言うと、担信法だけは世界があるけれども、担信法の世界の外へ出たら非担保債権の所持人と担保権の帰属者は同一人でなければいけないというドグマが、どこにも書いていないように思うのですが「民法の基本原則」らしくて、それを変えるわけにはいきません。でも、もしそうだとしたら、シンジケート・ローンは担保付では組めないです。無担保ならやれますが。シンジケート・ローンというのは貸出債権が流通するわけですから、それにいちいち物上担保をつけて流通するわけにはいきませんので、当然のことながら物上担保は別の方に一元的に管理していただいて、そして流通していくということではいけないと思います。要するに、私に言わせれば、「担保付のシンジケーションはやるな」と言っているようなものだと思います。

それでは、「担保付社債のほうを使えばいいでしょう」。それはそうかもしれませんが、担信法に入ったらガチガチの世界で、さっきも言いましたように担保に取っていいものが担信法4条で限定列挙ですので、取れません。セキュライゼーションで有名な話ですが、SPCをつくって担信法でアセットバックにするというときに、流動化の対象となる債権を担保にアセットバック証券を出したくても、担信法4条にだめと書いてある。「限定列挙に載っていません」のでやれない。ということでありまして、担信法のほうはそういうものを緩めなければいけない。なぜなら、担信法から外へ出れば別に担保に取る対象に何ら限定はないからです。こういう非常な落差が両方あって、「これでよくシンジケーションとか育っているなあ」。というのが、私にとっては驚くべき世界であります。

ほかにもあるのですが、私の問題意識はそういうことであります。1点、頭だしということですので、あとはパワーポイントの資料(P.117)をご覧くださいと思います。

今日はそのぐらいでやめさせていただきまして、まだ1時間程度しかたっていないのかもしれませんが、皆様方からご質問をいただくとかディスカッションさせていただいて、もし時間が残るようでしたら、もうちょっと社債法制と融資法制とか何かを追加しようと思います。一度ここで切らせていただきます。

(犬飼事務局長) 神田先生、どうもありがとうございました。ここで若干、補足をさせていただきます。

私どもの組織、企業財務協議会と日本資本市場協議会に関してですが、もともとは20年ほど前に通商産業省によって企業活力研究所というのができまして、当時、大手企業の財務担当の皆様の協力のもと、当時の通産省(現経済産業省)と一緒に、さまざまな規制

緩和等に取り組んでまいりました。その後、10数年前になります、その中に協議会をつくりました。それは「企業の資金調達の円滑化に関する協議会」という、舌をかみそうな長い名前の協議会で、円滑化協議会とも略しますけれども、その協議会が我々の現在の活動の母体になっております。この協議会自体名前が長くて覚えられないものですから、略称を企業財務協議会というふうに数年前に変えております。

その企業財務協議会には三つの分科会、委員会がございまして、資本市場委員会、企業金融委員会、企業年金委員会でございます。そして、その資本市場委員会と日本資本市場協議会というのは、ほぼ同じものと考えていただいて結構です。

日本資本市場協議会のほうは、数年前から、神田先生に大変お世話になりまして、日本コマーシャルペーパー協議会という名前で活動してはいましたが、一応電子コマーシャルペーパーの法制もできたということで、コマーシャルペーパーのみならず、社債、株式、その他の資本市場のいろいろな商品、市場メカニズム、証券決済システムなどに関してもいろいろと活動していこうということで、2年前(2002年3月)に日本資本市場協議会という名前に変えました。

日本資本市場協議会は、設立時は10数社からのメンバーしかいませんでしたが、いまは27社。それにオブザーバー・メンバーである金融機関等からの参加者を加えて全部でいま33社という大所帯になっております。オブザーバーを加えない部分を企業財務協議会の資本市場委員会と捉えていただいても結構ですし、オブザーバーを含めると日本資本市場協議会というふうに呼ぶということです。細かくてわかりにくいのですが、そういう状況になっております。

ここで一つ追加の質問ですが、先ほど私募のところでも適用除外取引の四つの条件があるということで、短期、少額、少人数、プロの四つをお示しいただいたわけですが、これは本協議会とは直接関係ないのですが、例えば最近、病院債、医療機関債みたいなものを私募的に売るとかと言っていますが、それらは、もともと社債でも何でもなくて、証券取引法の範囲外の証券の話ということですが、超長期で30年、35年とか、少額ではなくて何十億円、何百億円の世界だったりもする。これは一応少人数で縁故が中心かもしれませんが金額も大きいし少人数では売り切れないかもしれないし、発行体も特殊であるし本当にそれでいいのか。それと、発行する発行体も、規制する側の官庁も、買うほうの縁故の投資家も、基本的には金融のプロではないというようなことかと思えます。そういうものも一つの適用除外ということになりますと本当にそれでいいのか。このような全く予期して

いなかったような思わぬ金融商品が出てきているというのも、有価証券と私募の概念がおかしくなっている、あるいは現状に合わなくなってきたことの一つの証左じゃないかなというような感じを持ちながらお聞きをした次第です。

### 本論5．直接発行された電子CPの公募について

もう一つは、コマーシャルペーパーの場合には、発行体企業の中には、直接発行を前提にしまして、いわゆる短期といえども公募の扱いで販売をするということを構想されていらっしゃる方もおられます。これはいいことか悪いことかということを別にして、限りなく短期であるかもしれませんけれども、広く売っていくということで、これまでは我々の念頭にあったこととはちょっと違う動きになるのかもしれない。言ってみれば短期だからいいという話とはちょっと違う話になってくるのかなあという感じもしないでもないのですが、そういうものの取扱いをどう考えたらいいのかというのは、ちょっとわからないという感じがしております。発行体の対応としては、証券取引法上の開示規則、そして、発行登録制度を利用することとの組み合わせになるわけですが、そういう新しいものの取扱いをどう考えたらいいのかというのは、一つの新しい課題ではないかという感じを持ちながら聞かせていただきました。

(神田先生) 最後に犬飼さんがおっしゃった、一部の企業さんではということでしょうか、CPを直接発行で公募の形で発行したいということを考えておられるようですが、それはそれでももちろん現行法は何でもできるのですが、どう頭を整理するかということと言うと、私の方向感ではCPのような短期のものは、あまり証券取引法でディスクロージャーを強制するようなものではないと思うのです。そうではなくて、**市場慣行**としてある種の情報、それはインフォメーション・メモランダムと呼ぶかどうか名前はともかくとして、ある種のモデルができれば、それは公募であれ私募であれ、共通のものとして使われるので、公募、私募の区別というよりは、短期とそうでないものの区別のほうがクルーシャル(crucial)だというのが私の感じですが。

そういうものはディーラー発行であれ、いまの言葉で言う特定機関投資家向けであれ、あるいは公募であれ、そういうものが使われるのが望ましいと思っています。

それに対して病院債を含めて、医療機関債は適用除外証券ですから証取法の世界に入りませんが、長期の社債みたいなものについては、やはり公募、私募はなければおかしいのではないかと。あるいは、当然定義上は短期には入りませんので、この四つのうちの、少額

でなく、少人数でなく、プロ向けでないものについては、公募の硬い意味での、というのでしょうか、それでもいろんなバラエティはありますが、強制ディスクロージャー制度、すなわち法律がディスクロージャーを強制する制度が必要ではないかと思っています。

(犬飼事務局長) もう一つだけ感想ですが、私募か公募かということとあわせて、リスティングか非リスティングかということが曖昧になっていると思います。私はロンドンに6年余りおりまして、また企業財務協議会で3年ほど前に欧州の調査<sup>13</sup>も行いましたが、そこでロンドン・ストックエクスチェンジにリスティングするというのは、取引所で取引自体を行うこととは直接関係なくて開示の意味が大きい。日本における取引所上場とかなり違う意味だなということにびっくりしたのですけれども、そういうリスティングということの意味も、全くヨーロッパ、アメリカ、日本で違う。私募、公募ということは今後考える上には、そういうこともあわせて広くいろいろと考えていかなければいけないと思いました。それではここで、質問コーナーに移りたいと思いますが、ご質問はありますでしょうか。

## 本論6．企業情報および、証券情報の開示について

(鈴木氏(パークレイズキャピタル)) 私も最近いろんなお客様から、「私募って何ですか」という質問が多くて、今日は大変参考になりました。

開示免除証券のほうはちょっと置いておいて、開示免除取引についてですが、実は社債の関係をビジネスでやっていると、既に継続開示をされている会社さんがありますので、大きなアンブレラの中で継続開示をしている発行者さんというのは、自動的にある程度利用できる情報が既に開示されていると私は考えたいと、個人的には思っています。したがって、まさに先生がおっしゃるとおり、あとは発行する証券に関する要項だけを何かマーケット・プラクティスとして打ち立てて行ければ、回っていくのではないかというふうに関務の観点からも思うのですけれども、ここで問題になるのは、おそらく日本の会社さんということであれば、海外に子会社を持っていらっしゃるって、海外の証券を日本に持ち込んでBとかCが発生するようなケース。または、社債も何も発行していない、継続開示していない会社さんがCPだけを出そうとするようなケースなのかなと思うのですけれども、

<sup>13</sup> 企業財務協議会「欧州決済制度調査ミッション」関連報告中のロンドン・ストックエクスチェンジの項参照。  
([http://www.enkt.org/katudou/02\\_02\\_13.html](http://www.enkt.org/katudou/02_02_13.html))

MTNやユーロ債もロンドン・ストックエクスチェンジに上場されているが、実際に取引されるのはOTCマーケット。上場するのはレギュレーション上の要請によるもので、取引所において取引を行うためのものではない。

残念ながら私の会社のお取引しているお客様というのは、大体継続開示会社なものですから。そうなってくるとおそらく継続開示していないのにCPだけとなると、たぶん、銀行さんのお客様の先のほうが多いのかなという感じがいたします。いまのような考え方でいいのかどうかというのを伺いたかったのですけれども。

(神田先生) 考え方はそれでいいと思います。ただ厳密に法律論だけを言えば、いわゆる**企業情報、証券情報**と法律は言っていますけれども、企業情報のほうは継続開示している会社は入ってくるというか、有価証券報告書で開示されていますので、証券情報だけを開示すればよろしいということなのですが、問題は、それを法が**強制**する必要があるかどうかです。ここは公募と私募の分かれ目として、私の感じでは、現在は、日本の法制で強制をしなくていいといっているの

は、(小額) (少人数) (プロ)なのです。私は(短期)の強制は要らないのではないかと、いうふうに思うのですけれども、それは大きな方向感の話です。

それはともかくとして、では、何も情報を出さなくてマーケット

参考図(B)

## 発行時ディスクロージャー適用除外取引の条件について

短期	
小額	
少人数	
プロ	○

で売れるかということ、それはそんなことはない。いかに継続開示している会社だって、このCPが何でどういう条件かというのは当然言わなければいけませんので、そこにはメモランダムは要るでしょうということです。問題は継続開示していない会社の場合はどうですかということになります。そうすると、一般論としては、今度は証券情報と企業情報の両方を出さないと売れないと思いますから、その場合には、一般論としては通常の証券であれば、やはり公募の場合には両方を出す。これは法が強制するのが普通の制度であって、それは証券取引法に基づくディスクロージャー制度だということです。

CPについて言うと、継続開示もしていないような会社が初めてCPを出す場合には、実際問題としては証券情報だけで足りませんから、企業情報も必要になりますが、それも、法が強制すべきかどうかということ、私の方向感としてはそれも不要であると思います。というのは、どうせ出さなければ売れないのだと思うのです。CPというのはある程度まとまった額のもので、また短期ですから、そうでないと意味をなさないと、思うのです。

そうだとしますと、それはやっぱり、どう呼ぶかはともかくとして、ある種のインフォ

メーション・メモランダム、そこに含まれる情報は企業情報も含んでなければいけないということだと思うのですが、そういうものが市場慣行としてでき上がってくれば、これは法律が強制する世界ではない。短期証券の世界というのは、そういう感じではないかなあという感じを持つということです。ですから、考え方はおっしゃるとおりでよろしいのではないかと思います。

(犬飼事務局長) 補足ですけれども、もしほかの会社の方でプラクティスがわかったら教えていただきたいのですが。私どもの会社(三菱商事)では、ロンドンの金融子会社で出しておりますユーロ・コマーシャルペーパーについては、その発行会社がCPプログラムについてインフォメーション・メモランダムをつくっておりますけれども、アメリカの現地法人が発行するUSCPについては、アメリカの現地法人がつくるのではなくディーラーであるインベストメントバンクが簡単なペラペラのメモをつくっているというようなことが、プラクティスでした。一つのご参考ですけれども。

それでは、中村さん、コメントをどうぞお願いします。

(中村氏(ソニー)) まず1点目、短期についても参考図(B)の、 、 同様、同じ手当ては要らないのではないかと、私も思っております。

さて、非継続開示会社の場合に、いま犬飼さんがおっしゃった例と類似のものが弊社グループにもあります。

実務としては、ソニー株式会社は、日本国内市場も含めて、

CPを一切発行しません。ロンドンにある関社が円の場合はサムライCPの形でCPを発行しています。この場合に「何が継続開示の内容として適当か」という問題があります。

もちろん発行会社は存在します。私どもの場合には、ロンドンに、ソニー・グローバル・トレジャリー・サービシーズという会社があります。この会社の内容を開示してもよろしいのですけれども、それでは投資家にとって必要であると思われる、信用力の源泉であるソニーグループの内容を開示したことにはなりません。

CPの場合は、いま犬飼さんがおっしゃったとおりで、インフォメーション・メモランダムに記載される発行体の情報の分量は数ページぐらいですが、もうちょっと詳細に開示

参考図(B)

発行時ディスクロージャー適用除外取引の条件について

短期	
小額	
少人数	
プロ	○

している例として、MTN（ミディアムターム・ノート）があります。MTNプログラムにおいてもインフォメーション・メモランダムを作成します。そこでの開示内容は、キープウェルを入れているソニー株式会社、およびその連結グループのものが八割方ということになるわけです。

こういう場合、発行会社そのものは実際にはほとんど投資家から見られていない。究極の親会社の信用補完が入っていれば、投資家はそれで足りるという状況があります。

このとき、信用補完を入れている会社が継続開示会社であれば、すなわち日本あるいは米国で届出を行っているような会社であれば、証券情報はもちろん別途開示が必要であるにしても、発行会社情報の開示が本当に都度必要かどうかという疑問があります。この辺はどういうふうに整理したらよろしいでしょうか。

（神田先生）これはディスクロージャーの大問題ですね。先ほどの言葉から出発すれば、「発行者開示主義とは何ぞや」という問題です。そこでディスクローズされるべき情報というのは、投資家にとって有益な情報であるべきであって、いまの言葉で言うと、金融子会社は発行者でございますからと言って開示したって、何の意味もない。買うほうの人はソニーグループの信用を見て買っているという話です。

ここに挙げたのは、法による強制は除外するようなものの候補として、一般に議論されているものとしてありましたので、いまのお話は、整理の方向としては、法である種のプロスペクトスの作成等を強制することを想定した場合に、いまのような取引をどう考えるかなのです。私が従来考えてきたのは次のようなことです。

まず**企業内容開示**という言い方をしていたのは、当然発行者の信用力が源泉として、いわゆるアセットバックではない証券を発行する場ですから当然のことですが、そこには発行者の信用力だけが源泉であるという、非常に純粋的な形を考えているわけです。

したがって、今の金融子会社はもちろん入りませんし、のみならず親子関係にあって子会社が出すけれども親会社が保証しますという場合、金融子会社でない場合、そういう場合も含めて発行者だけを開示していたのでは意味がないはずなのです。ですから一番重要な考え方というのは、繰り返しよくアメリカで抽象的に言われることですが、**投資家の投資判断にとって重要な情報を開示すべきなのだ**ということです。それが制度なのだ。あとはそれを実現するために法は非常に苦勞してテクニカルなルールをいろいろ書いていくけれども、ポイントはそこなのだということに、おそらく尽きるのだと思うのです。

そうだとすれば、保証で出しているような証券の場合には、保証しているほうに信用力

があれば、当然保証している先はディスクロースされるべきですし、金融子会社の場合であれば、それは金融子会社を持っているグループの状況が開示されるべきですし、テクニカルにはいろんなやり方があると思います。しかし、その発行会社を連結の対象としているようなものを全部ディスクロースして、連結財務諸表を出しなさいといっても、しかし連結の範囲というのは会計的に決まっていますので、場合によってはカバーされていないような場合もあります。そこまで言っている法制は、私はないと思いますが、ディスクロージャー制度の観点からうまくつかまえていけるのか。あるいは法が追いかけていなくても、マーケットが動くのであればそんな無理をする必要はないと思います。法はきっかけだけつくっておいて、何かが起きたら事後的に損害賠償請求できますよというふうにだけつくっておけば、自然に動いていくのかもしれませんが。アメリカは比較的それに近いですが、現開示例にならって言えば、結局そういう整理だと思います。

それをさらに進めるといまのような議論になると思います。すなわち親会社のほうが継続開示会社であれば、その信用を見て子会社の発行する証券を買っているわけですから、その子会社の発行する証券については、あたかも子会社が継続開示を行っているものと同様な、簡易な開示でいいのではないかというのは、考え方としてはそのとおりだと思います。

ですから私のように実務に携わっていない人間から見て難しいのは、次のようなことです。考え方は投資家にとって重要な情報だといえ、それを具体的にルール化するときに、いろんなバラエティがあって、ある種典型的なパターンはあると思うのですが、最初におっしゃったような金融子会社みたいなものが海外にあって、常にサムライで出しているとか、そういうパターンはかなり類型化しているのかもしれませんが、どういうふうに書き込んでいったらいいかということなのです。たぶんあまりそこは法律に書こうとするから無理があるのかもしれないので、法律は、もう一つの方法としては、私は割とそういうほうが好きなのですが、ある種いい加減に書いておいて、しかし変なことをやれば当然そこでマーケットで制裁を受けるはずですから、しかし法的にも何の制裁もないわけではなくて、それはやはり何か変なことがあれば事後的に当然何か、アメリカ的に言えば訴訟が起きるとか、あまり起き過ぎても困るわけですが、そういう世界だと思うのです。その辺が一番難しくいつも迷うのです。

(中村氏(ソニー)) おっしゃるとおりだと思います。実際、例えばユーロとかアメリカの国内市場で、MTNの場合ですと、開示の実態は、究極の親会社が、ファイリング会社

であれば、「10 - K<sup>14</sup>」か「20 - F<sup>15</sup>」を開示していますから、その抜粋を開示情報として記載し、発行後は究極の親会社が「6 - K<sup>16</sup>」を届け出たらその事実を主幹事に送りますからそれを見てください、後は究極の親会社が発行会社に信用補完していますからそれで情報としては足りる、というものと思われます。信用補完がないときは発行会社の内容もきちんと開示する必要がありますが、信用補完が入っている場合の発行会社そのものの開示は、こんな会社ですという概要と、監査済み財務諸表の抜粋だけでも、実務は回っています。

今後日本でそのようなMTNみたいなものが出てくるときに、法制度で、目論見書のようなものの記載内容が決まるかと思います。そこで妙な決まり方をするとちょっと使いづらいものができるのかなという心配があります。

#### **本論7 . MTN (Medium-Term Note) の発行について**

(神田先生) MTN (Medium-Term Note) というのはなかなか悩ましい、中間のMというだけあって、何年がMなのか私はよくわかりませんが、10年超えてもMTNだと言う人がいるものですから、よくわかりませんが、信用補完が入る場合には、どちらかという従来仕分けで言うと、私の頭の中では明らかにそうですが、仕組証券なのです。というのは信用補完制度次第で格付けはどうにでもつくれるわけですから、これは信用補完にかかるコストと格付けの安い資金調達ができることと、どっちが、ベースポイント(1%の100分の1の単位)の世界ですが、ですから信用補完がある場合には、仕組み(ストラクチャード)証券が進みますので、企業の内容の開示というよりは仕組み、すなわち信用補完の開示のほうが重要になるのだと思います。

ただ、おっしゃるようにMTNについてはまだ信用補完してどうのこうのという点についての開示のルールというのは全くないです。ですから今後の課題だというふうに言わざるを得ない。

ご質問の冒頭の部分で気になったので、CPについて一言申し上げます。別の理論で、私はCPについてはいい加減でいいと思うのです。というか、いい加減にしかなりようが

<sup>14</sup> U.S SEC Form Types Used for Electronic filing on EDGAR.Table3. Securities Exchange Act-Registration and Report Submission types Accepted by EDGAR:ANNUAL, QUARTERLY, AND PERIODIC REPORTS: Annual report pursuant to section 13 and 15(d)

<sup>15</sup> REGISTRATION STATEMENTS: Registration of securities of foreign private issuers pursuant to section12(b)

<sup>16</sup> ANNUAL, QUARTERLY, AND PERIODIC REPORTS: Report of foreign issuer pursuant to Rules 13a-16 and 15d-16

ないと思います。それはやっぱり短期だからなのです。きちんとやっているうちにもう弁済期が来る。ですから、短期ってそういうものなので、それをいい加減と呼ぶか、あるいはある種、標準書式ができていると呼ぶか、そういう問題だというふうに私は認識しています。

(犬飼事務局長) 補足までに申し上げますけれども、MTNというのは、最初は確かにミディウムタームという中間の、例えば満期が3年とか5、6年までというようなものが10年ぐらい前とかにありましたが、いまは発行される証券の満期には特別の関係はなくて、プログラム方式で様々な個別債券を発行する仕組み自体を総称して固有名詞的にMTNと言うようになっております。MTNという言葉が定着する前にはNIF(ノート・インシュアランス・ファシリティ)だとか、ラフだとかいろんな言葉があって、MTNも最初はアメリカから出てきて、個別債券のマチュリティを合わせて、いわゆるファンジブル債みたいな感じのものができるといようなやり方から始まって、ヨーロッパに来て、そのプログラムのファシリティを使って普通のシンプルなプレインバニラのノートから仕組み債まで何でもできるみたいなものに発展していったという経緯がございます。

ちなみに当社の三菱商事のヨーロッパで出しているMTNについては、社債要項を含む開示書類にオファリング・サーキュラー(Offering Circular)という名前をつけています。ロンドンの金融子会社とアメリカの現地法人の両方が一つのユーロ・ミディウムタームノートプログラムの中でいろいろなノート(債券)を出せるような仕組みになっております。両方ともキープウェル・アグリーメント(詳しくは第四回講義のP.171参照)がついておりまして、このキープウェルは、「Deed Poll」<sup>17</sup>つきのキープウェルでございます。キープウェル自体も随分ここ十数年の間に発展して、最初は何もついていなかったのですけれども「Deed Poll」がついています。「Deed Poll」というのは、1対Nで、自分で宣誓してちゃんとキャッシュフロー上、面倒を見ますとか、いろいろな指標を維持しますみたいなことを一方的に宣誓するというものなのですが、通常の保証の形以外にそういう信用補完のやり方が結構定着をしてきている。

いま会社法の現代化が日本でも起こっておりますけれども、そこでやっているようなア

<sup>17</sup> **ディード・ポール**: 平型捺印証書。契約当事者の一方だけが債務を負担する片務契約の場合に作成される捺印証書。英国法では契約の有効条件として約因(Deed)が求められ、約因の無い契約は法的には保護されない。米国では、第三者条項として「Third Party Beneficiary」があり、これは子会社が当該債券に基づき債務をそのまま弁済期に履行しない場合には、当該債権者は、当該契約に基づき親会社に義務の履行を求める事ができる権利。

アメリカのものもロンドンのものも両方含めて、あるいは国境を越えてグループ内の複数の企業が発行する証券を一つのプログラムにしてしまうみたいなことは、残念ながら今回の会社法の改定でも、たぶんプログラム方式による発行でもできないのだろうなというふうに思っております。これは余分な話ですが。

ここままで何かさらにご質問とかありますでしょうか。

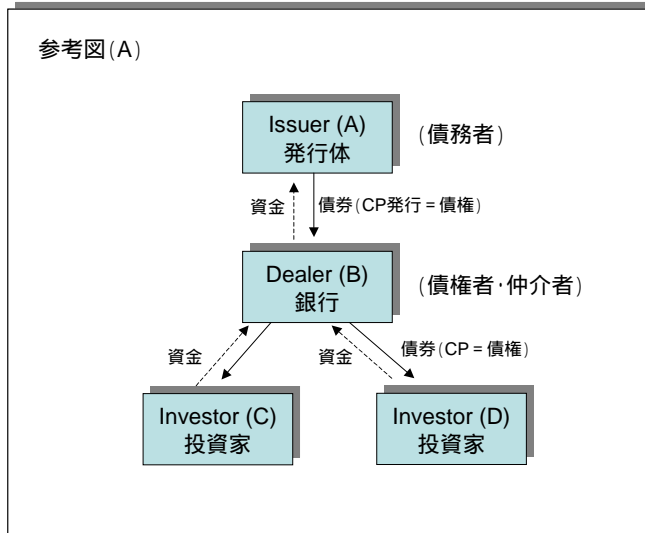
#### **本論8．コベナンツ（財務特約）を含む電子CPのディスクロージャーのあり方について**

（佐藤氏（オリックス））先ほど神田先生が整理していただいた中でAとBという例を出されていたと思います。AとBが結んだ社債要項が第三者を拘束するかというような整理というか、分け方をされていたと思いますが、そのところについてもう少し詳しく教えていただければと思っています。

実際に私どものほうで、例えば何らかの自発的な、情報開示をしたいと。ただそういったものの中に当然、企業情報、証券情報と分けた場合、証券情報のようなものがある、その中に場合によっては一部、コベナンツのようなものも例えば入っているかもしれない。そういった場合にセカンダリーマーケットのことを考えた場合に、そもそも社債要項を知らない人がそれを手にした場合、どういうことが起きるのか。逆に言うと、知らない人がいないようにするためには、発行会社側でなにがしかの考え方をするとすれば、こういった手法を使っていくのが望ましいのか。そういった点についてもう少しご意見を頂戴できればと思います。

（神田先生）一般には私の理解しているところによると、ややトートロジーの表現で申しわけないのですが、社債要項に書く内容というものは、そういうものとして社債を発行するのだという内容である。したがってその社債が転々流通した場合には、当然転々流通した先もそういう社債の内容として想定しているのだというふうに私は理解しています。トートロジーになって申しわけないのですが。と言いました趣旨は、当初のBだけ取ると、特殊な関係にあってC、Dのところへ流通していくわけです。この社債要項というのはここに書いてありますとする。しかしCとかDとか流通する場合には、あまり考えていないようなBさんとの間でだけ何か意味を持つような特約というのは、ロジカルにはあり得るかもしれない。

私は、それは社債要項には書くべきではないのではないかと思う。もしそれを書くと非常に混乱する。社債要項のうちのある部分というのは流通を予定し、つまりA C、A Dについても有効になるわけです。しかし他の部分は、A Bだけ有効でC、Dには効力がないというか、実務的には自発的に主張しなければ



いいだけなのかもしれませんが。したがってもしA - B間だけを拘束するような特約条項を何か置きたいのであれば、私は社債要項の外で契約すべきだと思う。それは、社債とともに流通しないという形にするのが適切だと思っているわけです。

問題は、社債要項に書いたものは当然にC、Dに行くかということころでして、ちょっと微妙なのが、券面がある場合とない場合と、分けて考えたほうがいい。券面がある場合で言うと、一番難しいのは社債要項に書いてあったけれども券面に書いてない。そしてそれがC、Dに不利な内容であった場合ですね。これは非常に悩ましくて、普通伝統的に学会ではよく株について有名な議論としては、株券に譲渡制限があるという株式の場合に、書いてなかった場合にはC、Dを拘束しないというのが通説なのです。判例があったかどうかはにわかに記憶がないので申しわけありませんが、したがって、と言っていいのかどうかよくわかりませんが、その考え方からいうと、社債要項でC、Dに不利なものは、券面が出ている場合には、せめてきっかけぐらい書いて、全部書いたら券面が1メートルぐらいになるかもしれませんが、いずれにしても読めない字でもいいから書いておけという考え方におそくなるのではないかというような気がいたします。

券面がない場合はC、Dは見るものがないので、これは社債要項に書いたものイコール社債の内容になる。したがってC、Dはそれを見て買うべきであるという形で整理するべきではないか。ですからもう一遍、繰り返しになるので申し訳ないのですが、CとかDとか、要するに流通する社債について回るものを社債要項と呼ぶのであって、そうでない条件は社債要項と呼ばないほうがいいのではないかというのが私の感じです。

## 本論9．商法および、証券取引法から見たプログラム発行について

プログラム発行について一言だけ補足させていただきたいのですが、プログラム発行については、証券取引法の世界と商法の世界とでは、論点が違うということをちょっと申し上げます。

証券取引法は、ディスクロージャーを、いつ、何回やるかという問題です。プログラム発行という場合は、普通は日本の証取法の一つの制度で発行登録制度というのがありますけれども、一遍まとめてポンと、例えば100ディスクロージャーしておけば、あとは10ずつ分けて出していくときは簡単でいいでしょう。これを証取法のディスクロージャー制度の関係でのプログラム発行と呼びます。

商法のプログラム発行は、ディスクロージャー制度との関係では、商法は、社債で言えば社債申込書とか株式で言えば株式申込書を、ディスクロージャー書類として要求していますので、一遍申込書を大きいのをつくれば次は要らないという話は、論理的にはできませんが、この話はむしろ商法のディスクロージャー制度は廃止すべきであるということに関係するのであって、現に今度の商法改正で社債申込書や株式申込書は廃止されます。しかし、商法には他にもディスクロージャー制度がないわけではありません。有名な通知公告とか、そういうものです。

しかし、普通、商法でプログラム発行と言う場合は、ディスクロージャー制度ではなくて、会社の発行手続面です。すなわち取締役会決議がその都度要るのか、一遍で100やっておいて10ずつ、代表取締役または代表執行役が出せるかということですので、この点については商法上、確かに規定がないのです。ないのは非常に問題ですが、やれるというふうに解されていますし、今度の改正で多少規制を設けようかという動きがありますので、一応、商法か証取法かということよりも、プログラム発行と言う場合に、内容的に、ディスクロージャー面でのプログラム発行と、いま言った役会の手続、発行手続面でのプログラム発行と、両方ありますので、実務的には両方ともプログラム発行でない困るのですが、区別して整理したほうがいいと思います。

## **本論10．電子CP（無券面）における実務上の課題（日銀担保適格問題）**

（中村氏（ソニー））<sup>18</sup> 短期社債（CP）に絞った場合に、社債要項があったとして、その法的効力に関連して、現在困っていることがありまして、何らかのご助言をいただける

<sup>18</sup> 当質問内容は、講演会開催時点（2004年1月23日）の状況について言及したものであり、当講演録が発表された後の状況などについて予見を与えたり示唆したりするものではない。

ことがあればと存じます。先ほど申し上げましたとおり、弊社グループの場合、ロンドンにある関連会社が国内市場でサムライCPを発行します。すなわち発行会社は本邦からみて非居住者です。そのために、実務の世界ですが、日銀の担保適格に該当しません。そうになると、現実問題として、それを理由に買ってくれない人もいます。あるいは発行条件も現在の低金利下では相対的に非常に悪いという状況が続いておりました。手形の時代の末期、すなわち今ですけれども、日銀とご相談の結果、手形CPについては、ソニーが手形保証<sup>19</sup>を行えば、日銀さんの実務において、適格であるのと同様に取り扱うという形で、流通性の問題や、発行条件の問題は解決されました。しかし、CPが電子化されて無券面になりましたら、手形保証はできません。

あくまで今の時点での日銀のご担当の私見で、今後事態が進展する可能性があります、無券面になると、単に保証状を発行し、その写しを提出する程度では難しいかも知れないという感触が伝わってきています。短期社債（電子CP）において、券面の有無に関わらず、社債要項が存在するならば、保証が入っているということは非常に投資家にとって大事な情報ですから、その要項に記載されるべき情報だと思えますけれども、記載されたとして、それを信じてもしささかの問題もないような、いわば公信力のようなものがその記載事項に備わっていれば、日銀さんも安心して実務対応ができると思うのですが、今はそのような状況にはなっていません。せっかく無券面化の流れ（サムライCPをメインとする）に弊社もやっと乗れるかなと思っていたのが、乗れないかも知れないという状況がありまして、困っています。

短期社債要項というのができたとして、無券面という状況で、社債要項の条項は電子的にファイルされるのかもしれませんが、どうやって、日銀の方々も含めて、取引の相手方がその要項記載内容を信じれば大丈夫という効力を持たせられるかについて、先生のお立場で何かアドバイスをいただけることがあればありがたいのですが。

（神田先生） 一般的によくある問題だと思うのです。それは要するに無券面化を進めるに当たって、従来、紙を信じていた人は信じてくれなくなるという話が随所にあるのです。解決は抽象的に言うと二通りあると思うのですが、一つは信じてくれない人は信じてくれない人に問題があるのだから、その人にだけ紙をあげますということ。私は、それはあまり好きではないのです。せっかく電子の世界へ行っているときに、一部非電子にわざわざ

---

<sup>19</sup> この場合、親会社であるソニー本体が、海外子会社の発行したCP手形に裏書することを、手形保証という。

戻るとするのは、その人につき合うためにはやむを得ないかもしれませんが、あまりやりたくない。

第2の方法は、紙はないのですからないものはしょうがないので、紙に相当する情報が問題で、別に紙に価値があったわけじゃないので、紙に書いてある情報に価値があったわけですから、なぜその情報が紙に書かれることによって価値を持ったかを考えて、同等の手当てを電子の世界で行うということです。

後者が正論なアプローチで、正論なアプローチから言えば私も正しい答えはよくわかりません。もう少し考えさせていただきたいとは思いますが、電子の世界で社債要項に書くのがやはり正当なのではないでしょうか。と言うのは紙がないわけですから、それは社債要項というものにすべて収斂して、そこに書くことによってその情報が従来は紙には書かれていた、券面保証ですから要項にはないけれども紙に書かれていたものだということだと思います。

その正論が理解してもらえないなら、先方に問題があるのですけれども、問題があると言っても、先方のほうが力があるので、そういうことから言いますと、どうしても嫌だと言うなら、ジョークですけれども、紙を出してあげます。日銀だけに特別の紙を大きな約束手形か何かを出して、これは電子社債をバックしておりますと、紙に書けばいいでしょうと言ってみますけれども、第1の方法であまりやりたくない方法ですけれども。

(中村氏(ソニー)) 手形の時代にも、手形保証をするよりは、例えば保証状を作成して、その写しを提出するという方法ではどうかというご相談も日銀さんとしたのですが、その当時では手形保証のほうが望ましいという状況でした。そうすると、社債要項についても、それを信じて取引した人は全部救われる手当てができていない状況でないと、日銀さんがその要項を信頼することが難しくなるかも知れない。そうすると立法論にまで行ってしまうかもしれないと、頭を悩ませているのが今の状況でございます。

社債要項が、どこか然るべきところに、保振さんのシステム中の情報でも良いのですが、記載されて、そこに書かれたものについては、**公信力のようなもの<sup>20</sup>**がある状況でないと、日銀さんは信頼しづらいのではないかと、頭が痛いところです。

(神田先生) 日銀に1枚、約束手形をあげたほうがいい。電子社債が流通していてバック・ツー・バック。おっしゃることはよくわかります。ですから、紙に書いてあったって

---

<sup>20</sup> 正しくは、独立性というべきもの。第三回 P.135 参照。

公示力はないのです。正確に言うと、紙に書いてあるというだけで登記しているわけじゃないから、見たい人が見られるわけではなくて、紙を見ないとわからないわけですから。そういうところから言うと社債要項だっで見られるわけですから、本当は変わらないのです。ですから何か紙に書かれていることで、だれにも見られるような登記とは違いますから、紙の情報はその紙を見なければわからないわけですから、全く同等の世界をファンクショナルにつくろうというのは非常に難しいと思いますが、社債要項をつくって、それをどこかで公示するというのが比較的近いということなのでしょう。

(犬飼事務局長) そういう意味で言うと、先ほどのロンドン・ストックエクスチェンジにMTNをリストするなんていうのは、まさに公示というか開示をより確かなものにする世界の話で、そういう機能は日本には存在しないのですね。

その件で、我々が協議会の内部で議論していましたが、EDINETをもう少し使いよくして、EDINETだと証取法プロパーになってしまいますけれども、それだけではなくてたとえばCPやMTNのプログラム要項をEDINETの中に入れて使わせてもらうというのも一つあるのではないかという話もしていました。

### **本論 11 . 投資サービス法の適用範囲、適用除外証券と適用除外取引について**

(内山氏) 私のほうから一つだけ質問をさせて頂きたいと思います。本日、神田先生から投資サービス法という非常に重要なお話を頂きましたが、その中に、まさにいまの議論の中心となっているディスクロージャーやインフォメーション・メモランダム、リスティングをどのように実現するのか、そして、インフォメーション・メモランダムの中に企業情報とか証券情報をどこまで記載するのかなど、現時点でどのような体系をお考えになられているか、お聞かせ願えれば幸いです。後、もう一つの話として、これはディスクロージャーの入り口と言った方が良いかと思いますが、先生の方から最初に私募か公募かというお話がありましたけれども、要は適用除外証券なのか、適用除外証券にならないのかという視点と、もしくは適用除外取引になるのかならないのかという、初め先生からご説明頂いた四つの視点に入るまでの入り口から4つの視点に至るまで範囲など、投資サービス法という法の範囲について、お考えを聞かせていただきたいと思います。

(神田先生) 非常に大きな問題なので、何か確固たる意見があるわけでもなくて、考えはじめているという程度なのですが、基本的には私は範囲ということで言うと、銀行とか保険とか呼ばれている分野だっ、もちろん限界はあるのですが、大体収まった範囲があ

と思うのです。しかし資本市場とか証券とか、証券という日本語は非常に狭いですから余計いけません、資本市場分野って何か、私に言わせれば範囲がないのです。

繰り返しになりますが、保険というと大体わかっているかと言うと、ぎりぎりを言うと日本の制度に即して言えば、例えば保険と同じなのに保険業法の適用がないものに共済とか、あるいは保険であっても資本市場と紙一重の非常に長期の変額保険とか、投機性の高いものとか、それは確かに議論すればあります。しかし、まあ保険と言えば英語で言うと Insurance、銀行を英語で言うと Banking、その中にも細かい問題はあるものの、それなりに範囲は収まっているのですが、問題は資本市場分野というのはよくわからない。ただコアの部分は企業が伝統的に株を発行し、これは比較的わかりやすい分野だと思うのですが、だんだんパッケージしたりいろんなものが出てきたりして、さっきの金融子会社もそれに入るのかもしれませんが。再生ファンドとかいろんなファンドものが出てきますと、何が何だかよくわからないけれども資本市場であることだけはどうも確からしいというときに、日本で言う保険業法と銀行法、これが1975年と1979年にイギリスはできたのですが、その後に残った部分全部を、イギリスの1986年の金融サービス法が、資本市場、金融サービスと呼んだのです。金融サービス法という名前ですが、中身はインベストメントビジネスと、インベストメントという言葉を使っていますので、実質は投資サービス法と訳したほうがいいと思っています。

したがって「範囲」とはといういまのご質問で言えば、「全部」です。銀行や保険も入れていいのかもしれませんが。これは入り口のところの話で、実は、私のロジックは三つのロジックです。

## 本論12. ディスクロージャー制度の再整理について

- (1) まず、銀行、保険、証券その他投資物件というように、何が入ってくるかというのが最初にあります。
- (2) 次に、入ってきたけれどもディスクロージャー制度だけは免除するというものを適用除外証券と言っているのです。そして、
- (3) 次に、その発行取引についてはディスクロージャー制度だけを免除しますというのを、先ほど四つ書きました適用除外取引と言っています。

まず第1の段階は、入り口があって、入ってくるほうは銀行、保険を除くもの全部と言っているのですが、概念的に整理すると、入り口のところで本当はよくわからない問題がいっぱいあります。例えば、銀行預金は証券かという問題が有名な問題としてあります。何となく誰もそんなことは考えない、預金の世界は銀行の世界ですから銀行預金が証券だとか言ったらびっくりするかもしれませんが、投資物件と言ったほうがいいのかもありません。ただ譲渡性預金になってくると途端にわからなくなって、日本でも外国のものは有価証券になっているのです。日本のものはなっていない。アメリカも非常に混乱していて、CD(certificate of deposit)という銀行が発行する譲渡性預金証書は、最高裁の判例があって証券には当たらない。非常に混乱していますので、よくわからないというようなものがあります。もっとほかに、やっぱり入り口でわからないものが四つぐらいあるのです。よくわからないのは先物のようなもの。デリバティブは証券かと言われると、ちょっとわからなくなる。一部は入る、一部がわからないのですが、そういうような問題があります。しかし、基本的には、私は銀行、保険を除く分野をまずは全部、横断化という意味では整理すべきだというふうに思っています。

その次のステップである第2の段階は、適用除外証券で、これを Exempted Securities と言っており、これは Securities の定義は何かという問題なのです。ここで、一部の証券は適用除外証券にする。さっきの地方債とか何かも全部除外になっているので、ちょっとそれはおかしいと思いますが、とにかくいまは除外し過ぎです。

次に入ってきたものについて第3の段階が、適用除外取引。英語で言うと Exempted Plans Action と呼んでいるものです。公募、私募みたいな、ディスクロージャーの適用除外取引を整理する。先ほどの発行時ディスクロージャー適用除外の4つのカテゴリーで言うと、の少数、のプロだけを私募といままでは呼んできました。その上のの小額は、少額の除外と言っているだけで、私募という言葉ではとらえてきていません。

それはともかく、そのときには、さっきの柔構造化みたいな話が当然あると思います。

要求されたディスクロージャーというものは、全部非常に細かいきっちりしたものかと言うと、それはやはり企業が典型的に発行する普通株式とか、ある程度長期の社債なんかに比べれば、それぞれの社債ないし債券ごとに全然違います。いろんなストラクチャーのものでそれぞれに仕組みを変えていたり、信用補完なら信用補完のやり方によってその仕組みを変えていたりする。子会社発行のものであれば保証の内容を開示するというように、そういう問題は、それぞれ分けて整理していかないといけないのです。

いまの証取法は、大ざっぱに二つしか区別はないと私は理解しています。その一つは通常のもので、今一つは特定有価証券と言っているものです。投資信託ですと、資産流動化証券とか仕組みものについては、その仕組みを開示してくださいということになっているのですが、やっぱりこれは、仕組みの類型は十通りまで行くかどうかわかりませんが、先ほどからご指摘のあるいろんなものを入れると十通りぐらいの類型は出てくるのではないかと。そういうものに合わせてディスクロージャー制度を再整理していく必要が、法が強制するディスクロージャー制度についてもあるように思います。

### 本論 13 . 公示手段のあり方について

(佐藤氏(オリックス)) もう一つ追加で質問させていただければと思うのは、今日のテーマの一つにもなっております公示手段のあり方というところです。先ほどソニーさんからのご質問でも、ソニーさんは公信力というお話をされていましたが、それを手当てするためにはどういったことがあるのでしょうか。一つアイデアとしては、社債要項を何らかの形で公示することも考えられますというようなお考えかと思ったのですが、公示手段と考えた場合に、例えば法で想定しているような公告であったり、一部本店に何かを備え置くだとかいうことであったり、最近で言えば、例えば法とはちょっと関係がなくなるかもしれませんが、ホームページでの開示だとか、あると思います。いくつか公示する場合の公示手段のあり方というところで何か、もし諸外国の法制度なども含めてアドバイスをいただければと思います。

(神田先生) 公示という言葉が公示という言葉どおりに理解すると、いろんなやり方があると思います。先ほど犬飼さんがおっしゃった EDINET みたいなものは、確かにいまは強制ディスクロージャー制度として使う仕組みですから、そこに任意のディスクロージャーを乗せるというのは、制度としては難しいのではないかと思います。仮にそれをやってく

れるというのならそれも一つありますし、ここの資本市場協議会でウェブサイトをつくって公示しましょうというやり方だってあると思います。登記という制度を使いますというのもあるでしょう。あまり現実的ではないですけども可能性、頭の整理として申し上げます。それから本店その他で縦覧（自由に見ること）に供しますというのもあるでしょうし、いろんなやり方があると思います。

ただ厳密に言うと公示制度というのは当該CPを買ってくれる人に対する情報提供ということで、可能性のある人です。具体的に出てくれば相対で出せばいいわけですから、という機能なのです。先ほどからご指摘のあった日銀の点は、厳密に言うと公示制度では解決しない問題だと私は理解しています。先方の誤解だと思います。

さっき公信という言葉が使われたのですが、手形の場合には特殊な効力があって、手形保証というのを無因性と言っているのですが、原因となる行為が無効であっても何であっても、手形に100と書いたら必ず100払わなければいけないというのは、手形法が一応決めていることなのです。したがって、手形保証という形でしますと、何かおかしい瑕疵といったものがあっても、常にそこに書いた金額は払わなければいけないという性格なのです。おそらく日銀はそれを誤解してと言っては失礼けれども、盾に取って、要するに手形CPの場合に強い慣行をつくり過ぎたわけです。ですから、戻れないという、自分で自分の首を絞めているのは、いまの向こうの状態だと私は理解しています。

そうすると、公示をやっても、いまのような効力はないのです。だから私はジョークで、それなら日銀さんにだけは約束手形を1枚渡したらいいでしょうと。渡したらいまの無因性がありますから、最初は向こうが間違えたので、それでどうしても一貫したいのであれば、そういう人には紙をあげるしかほかに方法はない。なぜなら、紙をあげずして無因性、さっきの言葉で言う公信性というのではないのでしょうか。無理です。ないものに付与することはできませんので、立法したって非常に難しい。それはおそらくできないことではないかと思います。

ですから、そういう意味で先ほどの問題は、厳密に言えば最後に私が申し上げたような問題なのですが、公示のあり方という本来の今日のトピックとの関係で言うと、それはいろんな方法があるので、私もよくわかりませんが、何が望ましいかを今後こういう場で、実務関係者の方が詰めていかれるのが望ましいと思います。

（中村氏（ソニー））日銀さんも、おそらく連帯保証でありさえすれば問題ないのではないかと拝察します。手形の場合に権利保全をできるだけ達成されたいがために、手形保証

が望ましいということになってしまったところに飛躍があるのではないかと考えています。

(神田先生) 全く同感です。ですから自分で自分の首を絞めている。手形がなくなったときにはやれなくなったということだと。

(犬飼事務局長) 私の蛇足ですけれども、いろいろな信用補完のやり方もありますし、本店の明確な保証がないコマーシャルペーパーは買えないということ自体も、本当はおかしいのですよね。

(中村氏(ソニー)) 今回のケースは発行会社に東京支店が形式上も実態上も存在しますので、もちろんそこがそもそも議論の対象なのですが、そこから話を始めると、限られた時間の中で、事態が打開しなかったので、日和ってこのような状況になりました。

(犬飼事務局長) それでも、あんまり日和らないほうがいいのではないのでしょうか。ちょっと個人的見解ですが。

そのほかいかがでしょうか。大体時間も来ていますが、最後の点で、先生から「社債法制と借入法制の連続化」ということで、非常に裾野(すその)の広い、かつ、深くて難しいお話をいただいたような感じがしていますが、これはまた次回までによく勉強してきたいと思います。

#### 本論14. ファイナンスの分類について

(犬飼事務局長) ディスクロージャーの観点とは直接関係ないと思うのですが、企業で財務をやってきた人間が、いわゆるファイナンスの分類ということで縦分けて頭の整理をするときに、どういう整理の仕方をするのかということだけ、直接この話とは関係するかどうかもわかりませんが、一言申し上げたいと思います。

実は三つの輪の補集合<sup>21</sup>で考えています。一つの輪はいわゆるコーポレート・ファイナンス(企業金融)です。もう一つの輪はアセット・ファイナンス、いわゆる動産担保になっているような部分のもの。もう一つはキャッシュフロー・ファイナンスというふうに呼んでいいと思います。このコーポレート・ファイナンス、アセット・ファイナンス、キャッシュフロー・ファイナンスの三つで考える。

キャッシュフロー・ファイナンスというのは、長期のものなんかですと、いわゆるプロジェクトファイナンスというふうに言われているようなものですし、最近はやりの、外銀

<sup>21</sup> 参考図を第四回講義の最後に添付。

さんなんかが中小企業に売り歩いている、ノンリコース・ローン。要するに、追加の保証とか必要ありませんよ、ある部分のキャッシュフローだけを取り出して、それをファイナンスのネタにできますよ、みたいなものが出てきているわけです。その三つの組み合わせで頭の中を整理することが多いのかなあというふうに思っています。これは、次回以降、いろいろと議論が発展できればいいと思っております。

ほかによろしいですか。もし先生から何かあれば。

(神田先生) 一言だけ、今回はあまり私の問題意識というのは実務上も重要でないのではないかと思っていますので、多少見方を変えて言うと、ついでに担保付きのファイナンスと無担保ファイナンスみたいな話も整理できればと思っています。いまの犬飼さんの言葉で言えば、私の頭の中では第2のアセット・ファイナンスと第3のキャッシュフロー・ファイナンスというのは同じなのです。なぜなら、アセットというときはキャッシュフローを生み出すアセットであることは、少なくともアメリカなんかでは通常のこと。でも日本では三つに分けるというのは、私はむしろよくわかるので、日本はキャッシュフローを生み出さないアセット・ファイナンスが非常に多かった(笑)。そういう意味では、別の三つの分類のほうがよくわかるというのもありますので、いわゆるアセットバックファイナンスとコーポレート・ファイナンスみたいなものも合わせて次回整理します。

そういう意味では社債法制、融資法制ということですが、同時に絡めて担保与信、無担保与信というか、担保ファイナンス、無担保ファイナンス、セキュアード・ファイナンスとアンセキュアード・ファイナンス、それからコーポレート・ファイナンス VS アセット・ファイナンス、キャッシュフローを含めるか別の類型にするかはともかくとして、そういうものも合わせてお話ししたいと思います。

(内山氏) 今日は神田先生、本当にありがとうございました。今日の議論を含めて、また追加的なご質問などございましたら、事務局のほうにご連絡いただければと思います。

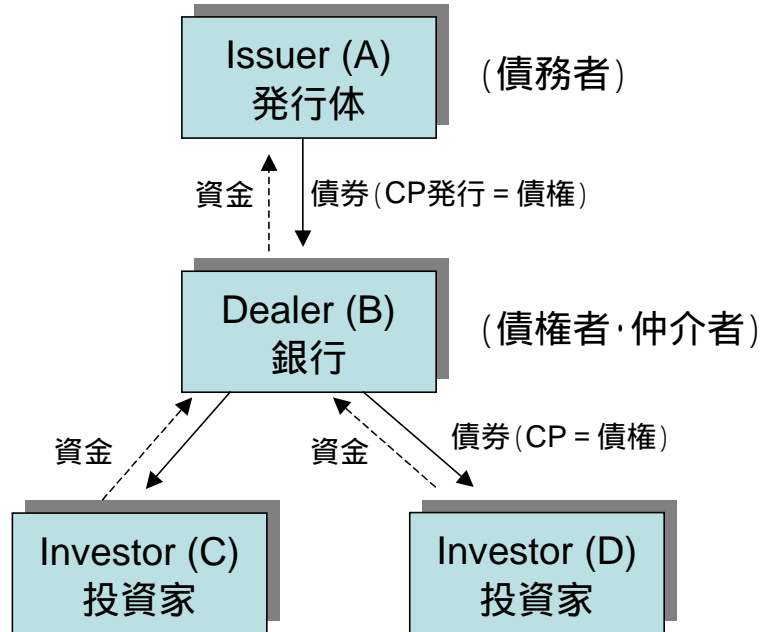
今回は、お手元のアジェンダにありますとおり、2月13日(金)10時から、先ほどから話題になっております「社債法制と融資法制の連続化」といった内容で進めさせていただきたいと考えております。本日、神田先生から頭だしとしてアジェンダをいただいておりますので、その内容について、もしこの点を深彫りしたいなどのご意見等あれば、事務局にご連絡いただければと思います。

本日はどうもありがとうございました。

(第二回 了)

【別紙】

参考図(A)



参考図(B)

発行時ディスクロージャー適用除外取引の条件について

短期	
小額	
少人数	
プロ	○

## 【第二回講義 配布資料】

配布資料 : 2003年10月9日付日本資本市場協議会メモ

( 第一回講義 P.9-12 参照 )

配布資料 : 日本資本市場協議会作成の『電子CPに関する再改訂Q&A集』より、

「ディーラー契約書」に関する部分の抜粋 ( P.103-106 参照 )

( [URL://www.enkt.org/katudou/index.html](http://www.enkt.org/katudou/index.html) )

配布資料 : 企業財務協議会が平成11年3月にまとめた、銀取約定書のあり方につい

ての要望書 ( P.107-115 参照 )

( [URL://www.enkt.org/yobo\\_06.html](http://www.enkt.org/yobo_06.html) )

配布資料 : 神田教授作成の配布資料 No.1 および No.2 ( P.116-117 参照 )

『電子CPに関する再改定 Q&A 集』よりの「ディーラー契約書」に関する部分抜粋

(P.103-106)

【契約書】

< 質問 H19 >

CPディーラー契約書の参考様式が欲しいのですが、どうしたら良いのでしょうか。

< 回答 >

電子CPディーラー契約書の作成例は、全国銀行協会と、日本資本市場協議会が作成しています。全銀協の作成例は全銀協会員の銀行にお問い合わせください。日本資本市場協議会の作成例は下記をご参照ください。但し、この作成例もあくまでもひとつの参考例ですので、これにこだわる必要もございません。

ディーラー契約書の締結に当たってはこれらの作成例をたたき台に加筆修正を加え、契約書の文言を取引相手と詰めていくのが効率的です。

尚、繰り返しますが、これらの作成例は、本項のようなご要望にお応えする形で、相対での契約書作成の労力を多少とも軽減することを目的に作成されたものであり、市場に対して当該作成例の推奨を行うことや拘束力を持たせることを目的としたものではありません。契約書の締結に当たってはその文言・内容につき当事者の判断と合意に基づいて行うことが重要です。

なお、全国銀行協会による電子CPのディーラー契約の作成例に謳われる「期限の利益の喪失」と「相殺」に関する事項をどのように評価すればよいか不明なため、手形CPから電子CPへの切り替えが進まないとの指摘が多くの発行体企業関係者からなされました。この指摘については、日本資本市場協議会・企業の資金調達円滑化に関する協議会(略称:企業財務協議会)としてもこれを極めて重大な問題であると受け止め、ご専門の東京大学法学部の神田秀樹教授のご協力を得て、本件を検討課題の一つとして論点整理を行いました。

神田教授の結論は、「社債の流通性と相殺を認めることは、両立し、相殺を認めたからといって社債の流通性が害されるということはない」ということであり、「ディーラー契約に相殺条項等を入れるか否かは、基本的に当事者の判断による」というものでありました。

すなわち、ディーラー契約書にその文言を謳うと否にかかわらず、発行体にデフォルトが発生した場合に、一方の投資家に発行体に対する反対債務がある状態においては、その債権債務が民法上の法定相殺の要件(2当事者間のポジションであること、同種・同量の債権債務であること、債権・債務とも弁済期が到来しているという3条件)を満たしていれば、相殺は可能であるということとなります。ただし、社債が譲渡されれば、その後はもはや相殺はできません。したがって、社債の流通性と相殺を認めることは、両立し、相殺を認めたからといって社債の流通性が害されるということはありません。

ディーラー契約書に「期限の利益の喪失」条項と「相殺」条項が定められていた場合とそうでない場合とでは、取扱い上の違い(注)はありますが、それ自体が電子CPの流通を阻害する要因とはならないとの結論が示されたことで、基本的に、関係者の懸念は解消したといえます。

ディーラー契約書に定めるこれらの内容、すなわち全国銀行協会のディーラー契約の作成例の中に存在する「期限の利益の喪失」と「相殺」に関する特約条項については、これらを除外する選択肢もあり得るものと考えられます。

(注)取扱い上の違い

法定相殺の要件のうちで、弁済期が到来しているとは、債権債務とも支払わなければならない状態にあることをさします。ここで、契約書上に「期限の利益の喪失」条項を定める事は民法の相殺規定を2当事者間の合意で緩め、電子CPの償還期日より前に発行体にデフォルトが発生した場合には、期日前に発行体は期限の利益を失うこと、つまり支払い期限が到来していても到来したことで債務を支払う弁済期を迎えることとし、相殺を可能ならしめることであります。「期限の利益の喪失」条項を定めていない場合には、期日を待たなければ相殺はできません。

こうした差異を解消するためには、ディーラーとの間で個別契約だけで「期限の利益の喪失」条項について定めるのではなく、現状の社債と同様、電子CP要項等に明記し、すべての投資家を対象とすることが望ましいといえます。

## &lt;ご参考&gt;

全国銀行協会ホームページ

銀行取引約定書ひな型の廃止と留意事項の作成について

( [http://www.zenginkyo.or.jp/news/12/news120418\\_1.html](http://www.zenginkyo.or.jp/news/12/news120418_1.html) )

企業の資金調達の円滑化に関するホームページ

銀行取引約定書のあり方について( [http://www.enkt.org/yobo\\_06.html](http://www.enkt.org/yobo_06.html) )

-----  
短期社債等ディーラー契約証書〔日本資本市場協議会の作成例(改訂版)〕

株式会社(以下「甲」といいます。)は、甲の発行する短期社債等について、株式会社(以下「乙」といいます。)との間に以下の引受けおよび販売に関するディーラー契約(以下「本契約」といいます。)を締結します。

## 第1条(短期社債等の定義)

本契約の対象となる短期社債等は、以下のとおりとします。

社債等の振替に関する法律第66条第1号に規定する短期社債

保険業法第61条の2第1項に規定する短期社債

資産の流動化に関する法律第2条第8項に規定する特定短期社債

商工組合中央金庫法第33条ノ2に規定する短期商工債券

信用金庫法第54条の3の2第1項に規定する短期債券

農林中央金庫法第62条の2第1項に規定する短期農林債券

一般振替機関の監督に関する命令第38条第2項に規定する短期外債

## 第2条(発行方法)

甲の発行する短期社債等については、甲乙の協議が成立した場合にのみ甲は短期社債等を発行する義務を、乙は短期社債等を引受ける義務を負い、その方法は乙の総額引受けを条件とすることとします。

## 第3条(発行条件の確定)

1. 甲は、乙による引受条件の提示の依頼を、発行希望日の 営業日前の 時まで、乙に対して行うものとします。その際に、甲は乙の求める発行内容を通知するものとします。
2. 乙は、引受条件の提示を行った後、甲乙両方で合意した発行条件により、甲より短期社債等を引受けるものとします。

## 第4条(短期社債等の新規記録および受渡金額の払込み)

甲(または甲の発行代理人)は、約定時に乙に資金決済方法および資金決済会社を通知し、甲(または甲の発行代理人)・乙双方が、法令および社債等の振替に関する法律第3条第1項の指定を受けた短期社債等の振替機関(以下「振替機関」といいます。)の業務規程の定めに従い、その事務を取り扱うものとします。

## 第5条(甲による乙に対する特約)

1. 甲は乙に対して次の各号のすべてを遵守します。

短期社債等の各社債の金額

短期社債等の各社債の金額は1億円以上百万円単位で、その金額は均一なものとする。

短期社債等の利払い方法

短期社債等の利払いは、発行時に支払期日までの利子を割り引く方式により行うこととします。

振替機関

短期社債等の記録・振替等を行うため、甲(または甲の発行代理人)・乙双方とも、振替機関として「株式会社」を利用し、法令および「株式会社」の業務規程の定めに従い、その事務を取り扱うものとします。

バックアップライン

甲の発行する短期社債等は、その発行にあたり格付を取得した格付機関から、その短期社債等の金額に対して、当該格付付与の条件としてバックアップラインの設定が必要であると判断された場合には、その割合(以下「バックアップライン設定割合」といいます。)に相当する金額につき、バックアップラインの約定が付されるものとします。また、甲(または甲の発行代理人)は、バックアップラインの約定が付されている短期社債等を発行する場合には、乙の指定する場所で、発行日の午前 時までに、乙(乙の指定する受領担当者)に対し、バックアップライン銀行に対し乙が送付すべき「発行内容通知書」を引き渡すものとします。

#### 保証

甲の発行する短期社債等は、その発行にあたり格付を取得した格付機関から当該格付付与の条件として特定の第三者の保証が必要であると判断された場合には、当該格付の取得に必要な保証契約が付されるものとします。

#### その他

甲は、発行に際し、証券取引法、社債等の振替に関する法律および商法等の法令に定める必要な手続きを行うものとします。

2. 甲が前項各号のいずれかに違反したことにより乙に損害が生じた場合には、甲はこれを賠償する責めを負うものとします。

#### 第6条(金融機関ディーラーとの双務特約:任意設定条項)

(期限の利益の喪失に関する特約、乙による相殺)

1. 甲は、次の各号に該当する場合は、既に発行した短期社債等について期限の利益を失い、乙に対して直ちに債務を弁済するものとします。

支払の停止または破産、民事再生手続開始、会社更生手続開始、会社整理開始もしくは特別清算開始につき自ら申立を行ったとき、および甲が破産宣言、民事再生手続もしくは会社更生手続の開始決定、または会社整理開始もしくは特別清算開始の命令を受けたとき。

手形交換所の取引停止処分を受けたとき。

甲が短期社債等以外の債務について期限の利益を喪失、または期限が到来してもその弁済をすることが出来ないとき。ただし、当該債務の合計額(邦貨換算後)が 億円を超えない場合は、この限りではない。

甲が、甲以外の者の債務に対する保証債務について履行義務が発生したにもかかわらず、その履行をすることができないとき。ただし、当該債務の合計額(邦貨換算後)が 億円を超えない場合は、この限りではない。

2. 前項により、甲の期限の利益が喪失した場合には、乙からの書面による事前の通知など特段の意思表示を必要とせず、乙は当然に、甲に対して有する短期社債等の元金返還請求権を自働債権とし、甲の乙に対する債権を受働債権として自働債権の全額に達するまで相殺を行うものとします。

3. 前項により、乙が相殺を行った場合の充当の順序方法は乙の指定する方法によるものとし、乙は第1項の事由が生じた事実を知った後遅滞なく充当の順序方法を甲に通知するものとします。また、差引計算をする場合の債権債務の利息、割引料、損害金等の計算については、その期間を計算実行の日までとして、利率、料率は乙の定めによるものとします。

(甲による相殺)

4. 乙に預金保険法の定める保険事故が生じた場合には、甲は、甲の乙に対する預金債権と乙の甲に対する短期社債等の元金返還請求権とを、その預金ならびに短期社債等の期限が未到来であっても、相殺することができるものとする。

5. 前項によって甲が相殺する場合には、相殺通知は書面によるものとし、相殺した預金の証書、通帳は届出印を押印もしくは届出署名を記入して遅滞なく乙に提出するものとする。また、差引計算をする場合の債権債務の利息、割引料、損害金等の計算については、その期間を計算実行の日までとして、利率、料率は乙の定めによるものとします。

#### 第7条(乙による短期社債等の販売)

乙が総額引受けをした甲の発行する短期社債等を他に再販売する条件は、募集に該当しないことを条件とする以外に制限をつけないこととします。

## 第8条(手数料)

【各行で規定】

## 第9条(「発行体等に関する説明書」)

1. 甲は、乙が、甲の発行する短期社債等を投資者に販売しまたはその購入を勧誘する際に「発行体等に関する説明書」を投資者に交付することを認めます。
2. 「発行体等に関する説明書」は、甲が発表する最新の有価証券報告書または決算短信等の資料により、甲が作成し、または乙が甲の依頼により甲の費用で作成するものとします。
3. 乙が甲の依頼により「発行体等に関する説明書」を作成する場合には、甲は、それに必要な資料のすべてを乙に交付し、作成された「発行体等に関する説明書」の内容を確認するものとします。乙は、甲が発行する短期社債等を投資者に販売または勧誘する際には、甲が作成して乙に交付したまたは乙が作成し甲がその内容を確認した、「発行会社等に関する説明書」以外の資料を使用してはならないものとします。
4. 「発行体等に関する説明書」の内容を変更する必要がある場合には、甲はその内容を乙に対し直ちに通知し、甲および乙はすみやかに変更に必要な手続きをとるものとします。
5. 甲が交付した資料に虚偽の記載または記載もれがあったことにより乙に損害が生じた場合には、甲はこれを賠償する責めを負うものとします。

## 第10条(甲による通知および報告)

1. 甲は、乙が引受ける短期社債等の内容、格付、バックアップライン設定割合または保証内容について変更等が生じた場合には、当該短期社債等の未償還残高がある限り、その内容を直ちに乙に通知するものとします。
2. 乙は、本契約に関し必要と認めるときは、甲に対しその事業、経理内容等の報告を求めることができるものとします。

## 第11条(契約の変更および解約)

1. 本契約は、甲乙両者の書面による合意により変更または解約することができるものとします。
2. 甲または乙が本契約の条項に違反したときは、相手方は、直ちに本契約を解約することができるものとします。この場合、損害賠償の請求を妨げません。
3. 甲または乙は、営業日以上前の書面による通知により本契約を解約することができるものとします。ただし、それにより相手方が損害を被る場合はその損害を補填しなければならないものとします。

## 第12条(準拠法、裁判管轄)

1. 本契約および本契約が適用する取引の契約準拠法は日本法とします。
2. 本契約が適用される取引に関して訴訟の必要が生じた場合には、乙の所在地を管轄する裁判所を管轄裁判所とします。

本契約の成立を証するため、短期社債等ディーラー契約証書2通を作成し記名捺印のうえ甲乙各1通を保有するものとします。

平成 年 月 日

甲(発行会社)

乙(ディーラー)

以上

銀行取引約定書のあり方についての要望書 (URL://www.enkt.org/yobo\_06.html)(P.107-115)

企業の資金調達の円滑化に関する協議会  
略称：企業財務協議会

業務案内
要望書
活動状況
会員のページ

## 要望書

### 銀行取引約定書のあり方について

平成11年3月

**はじめに**

企業の資金調達の円滑化に関する協議会においては、企業の資金調達の円滑化、資産運用の効率化という観点から、規制緩和、制度整備、税制改正等を働きかけてきた。規制緩和については、昨年の通常国会で成立した金融システム改革法によって相当程度達成された感があるものの、折角の規制緩和の効果 を阻害するおそれがある民間の横並び慣行が存在している。

このような民間の横並び慣行の代表的な例として、各銀行が横並びで利用している全国銀行協会連合会作成の銀行取引約定書ひな型(昭和37年作成、昭和52年改正)が存在する。銀行取引約定書ひな型については、平成9年の行政改革委員会規制緩和小委員会において、使用義務がないことが確認されたが、本協議会加盟企業を対象とした調査をしたところ、76%の企業が日本の銀行については銀行取引約定につき横並び慣行があると指摘し、22%の企業が日本の銀行については銀行取引約定につき横並び傾向があり、ほぼ同様の書式が利用されているとの指摘があった。

現行の銀行取引約定書は、銀行の貸付債権の保全・回収を確実にし、預金の払戻を確保する目的で、一律に銀行が企業に一方的に差し入れさせるものであり、その内容も貸し手である銀行に著しく有利なものとなっている。しかしながら、そもそも銀行と企業の関係も多種多様となっており、基本契約で定めるべき事柄、その内容について一概に共通 項を見出しにくい状況にあり、実際の銀行取引においては、企業が銀行に対して債権を有することも十分想定されることであるほか、相次ぐ金融機関の破綻や、2001年のペイオフ導入等、昨今の金融情勢に鑑みると、企業の側において、企業の銀行に対する債権の保全を図る現実的必要性があることは否定しがたい。

したがって、全国銀行協会連合会においては、従来の銀行取引約定書ひな型をすみやかに廃止すべきであり、仮に今後もひな型を使用するのであれば、双務的に約束して双方所持すること、内容も両当事者が公平な立場で取引条件を合意することを基本とした本銀行取引約定書試案を参照し、従来のひな型を改訂すべきである。その際、全国銀行協会連合会は、関係金融機関に対し、従来のひな型を利用した銀行取引約定書の見直しや、継続的契約関係である融資取引における優越的地位 を背景とした、問題ある取引慣行の改善を公正な取引確保の観点から促すことが期待される。

なお、本協議会の構成員は大手事業法人であり、本試案も銀行と大手事業法人との取引を想定したものであることも付言しておく。

以上

**銀行取引約定書改正試案新旧対照**

旧	新
銀行取引約定書 平成 年 月 日 住 所 本 人 (印) 住 所 保証人(印)	銀行取引約定書 平成 年 月 日 住 所 会社名 銀行 代表者 (印) (以下「甲」という) 住 所 会社名 銀行 代表者 (印) (以下「乙」という) 甲と乙は、次の条項を確約します。
私は、貴行との取引について、次の条項を確約します。	
[コメント] (旧)においては、専ら貸金契約の締結が想定されており、片務的に返済債務を負う借り手から貸し手に対して差し	

入れる方式が採用されているが、現在の銀行と企業の取引は貸金に限定されておらず、銀行が企業に対して債務を負担することも十分に想定されることから、(新)においては、銀行と企業が双務的に約束し、かつ、双方所持の方式に改めるべきである。

#### 第1条(適用範囲)

1) 手形貸付、手形割引、証書貸付、当座貸越、支払承諾、外国為替その他いっさいの取引に関して生じた債務の履行については、この約定に従います。

2) 私が振出、裏書、引受、参加引受または保証した手形を、貴行が第3者との取引によって取得したときも、その債務の履行についてこの約定に従います。

#### [コメント]

1) (旧)においては、この約定の適用される取引の範囲が明確ではないこと、銀行が企業に対して債務を負担する場合が想定されていないことから、(新)においては、できる限り、この約定の適用される取引の例示を示すことによって具体化を図るとともに、他に特段の定めのある場合(ISDAの統一アグリーメント等が存在する場合)については、適用除外となることを明確化すべきであると考えられる。

2) 1)'のオプションについては、新約定書締結前の個別契約について、約定書以外の契約において特段の定めがあり、かつ明示的に個別契約を優先することが記載されていない限りは、新約定書を優先することとするものである。

#### 第2条(手形と借入金債務)

手形によって貸付を受けた場合には、貴行は手形または貸金債権のいずれによっても請求することができます。

#### 第3条(利息、損害金等)

1) 利息、割引料、保証料、手数料、これらの戻しについての割合および支払の時期、方法の約定は、金融情勢の変化その他相当の事由がある場合には、一般に行われる程度のものに変更されることに同意します。

2) 貴行に対する債務を履行しなかった場合には、支払うべき金額に対し年 %の割合の損害金を支払います。この場合の計算方法は年365日の日割計算とします。

#### [コメント]

1) 現在の取扱いでは、銀行から企業への貸付金に係る利息計算は両端入れとされているのに対し、企業から銀行への預金に係る利息計算は片落し(片端入れ:預金日と返済日のいずれか1日を控除して算入すること)とされているが、銀行と企業間の公平性を確保するため、いずれも片端前入れとすべきであると考えられる。

2) 利息、損害金等の定めの変更については、金融情勢の変化その他相当の事由がある場合には、一般に行われる程度のものであれば、銀行側の一方的な意思表示によって行うことができることとされているが、どのような場

#### 第1条(適用範囲)

1) 甲と乙の間で行われる手形貸付、手形割引、証書貸付、当座貸越、支払承諾、外国為替、コミットメントライン契約、保証取引、デリバティブ取引、預金取引その他いっさいの取引に関して生じた債権債務の履行については、この約定に従うこととする。ただし、ISDA統一アグリーメントその他の特段の定めがある場合は、右特段の定めによることとし、この約定の適用はないものとする。(オプション)

1)' 甲と乙の間で行われる手形貸付、手形割引、証書貸付、当座貸越、支払承諾、外国為替、コミットメントライン契約、保証取引、デリバティブ取引、預金取引その他いっさいの取引に関して生じた債権債務の履行については、この約定に従うこととする本約定書に定める条項と個々の取引のために個別に取り決めた条項との間で齟齬が生じた場合、本約定書締結日前に成立した取り決めについては、当該取り決めにおいて明示的に特段の定めがない限り、本約定書の規定が優先するものとし、本約定書締結日後に成立した取り決めについては、当該取り決めの規定が優先するものとする。

2) 乙が振出、裏書、引受、参加引受または保証した手形を、甲が第三者との取引によって取得したときも、その債務の履行についてこの約定に従うこととする。

#### 第2条(手形と借入金債務)

乙が甲から手形によって貸付を受けた場合には、甲は手形または貸金債権のいずれによっても請求することができる。

#### 第3条(利息、損害金等)

1) 利息の計算方法については、貸付については貸付日のみを算入すること(片端前入れ)とし、預金については預金日のみを算入することとする。

2) 利息、割引料、保証料、手数料、これらの戻しについての割合および支払の時期、方法の約定は、金融情勢の変化その他相当の事由がある場合には、両者協議の上、書面による合意をもって、変更することができるものとする。

3) 一方当事者が他方当事者に対する債務を履行しなかった場合には、支払うべき金額に加え、年 % (年率) を加算した率により算出した損害金を支払うこととする。この場合の計算方法は年365日の日割計算とする。

合に「相当の事由がある」「一般に行われる程度」と認められるのかが明らかでないこと、銀行側に一方的な変更権を認めることは不公平であることから、「両者協議の上、書面による合意をもって」変更することができるとすべきであると考えられる。

3) 損害金の利率については、予め確定しておくことが必要であるが、現在一律年14%の割合による損害金となっているのは不合理であるとの指摘がある。また、銀行が企業に対して債務を負担することも想定されることから、その場合にも適用がある規定とした。具体的算定方法は、ISDAマスター契約で、銀行の調達コストに年利1%を上乗せした形で規定していることを参考にしつつ、当事者間の約定時の個別合意に委ねることとした。

第4条(担保)

(削除)

1) 債権保全を必要とする相当の事由が生じたときは、請求によって、直ちに貴行の承認する担保もしくは増担保を差入れ、または保証人をたてもしくはこれを追加します。

2) 貴行に現在差し入れている担保および将来差し入れる担保は、すべて、その担保する債務のほか、現在および将来負担するいっさいの債務を共通に担保するものとします。

3) 担保は、かならずしも法定の手続によらず一般に適当と認められる方法、時期、価格等により貴行において取立または処分の上、その取得金から諸費用を差し引いた残額を法定の順序にかかわらず債務の弁済に充当できるものとし、なお残債務がある場合には直ちに弁済します。

4) 貴行に対する債務を履行しなかった場合には、貴行の占有している私の動産、手形その他の有価証券は、貴行において取立または処分することができるものとし、この場合もすべて前項に準じて取り扱うことに同意します。

【コメント】

1) (旧)1)については、1.銀行側において明確な要件によらずに追加担保徴求することを可能とするものであること、2.銀行と企業間の取引関係の変化によって、企業側が追加担保差入れを行ったからといって、必ず借入れを受け入れられるものではないこと、3.社債については無担保が通例となっていることと比較すると有担保主義に偏りすぎていること、4.無担保社債に係るネガティブプレッジ(非担保化)条項に抵触することになりかねないことから、削除すべきである。

2) (旧)1)、2)については、別途担保契約書を交わしていることが通例なことから、敢えて銀行取引約定書に規定しなくてもよいと考え削除した。

3) 4)については、銀行に有利すぎる点、また、銀行取引約定書の規定なくとも商事留置権は法律上認められていることから、削除した。

第5条(期限の利益の喪失)

第4条(期限の利益の喪失)

1) 私について次の各号の事由が一つでも生じた場合には貴行から通知催告等がなくても貴行に対するいっさいの債務について当然期限の利益を失い、直ちに債務を弁済します。

1. 支払の停止または破産、和議開始、会社更生手続開始、会社整理開始もしくは特別清算開始の申立があったとき。
2. 手形交換所の取引停止処分を受けたとき。
3. 私または保証人の預金その他の貴行に対する債権について仮差押、保全差押または差押の命令、通知が発送されたとき。
4. 住所変更の届出を怠るなど私の責めに帰すべき事由によって、貴行に私の所在が不明となったとき。

1) 一方当事者に次の各号の事由が一つでも生じた場合には、他方当事者からの通知催告等がなくても、他方当事者に対する一切の債務について当然に期限の利益を失い、直ちに債務を弁済することとする。

1. 支払の停止または破産、和議開始、会社更生手続開始、会社整理開始もしくは特別清算開始の申立があったとき。
2. 手形交換所の取引停止処分を受けたとき。
3. 一方当事者の他方当事者に対する債権について仮差押、保全差押または差押の命令、通知が発送されたとき。
4. 一方当事者が合併によらずに解散したとき。
5. 住所変更の届出を怠るなど乙の責めに帰すべき事由によって、甲に乙の所在が不明となったとき。

2) 次の各場合には、貴行の請求によって貴行に対するいっさいの債務の期限の利益を失い、直ちに債務を弁済します。

1. 私が債務の一部でも履行を遅滞したとき。
2. 担保の目的物について差押、または競売手続の開始があったとき。

2) 一方当事者に次の各号の事由が一つでも生じた場合には、他方当事者の請求により、一方当事者は他方当事者に対するいっさいの債務の期限の利益を喪失し、債務を弁済するものとする。

1. 一方当事者が、他方当事者に対する金銭債務の一部でも履行を遅滞したとき。

3. 私が貴行との取引約定に違反したとき。  
 4. 保証人が前項または本項の各号の一にでも該当したとき。  
 5. 前各号のほか債権保全を必要とする相当の事由が生じたとき。

2. 一方当事者が、別途定める金額を超えて第三者に対する金銭債務の履行を遅滞したとき。  
 3. 一方当事者の担保の目的物について差押、または競売手続の開始があったとき。  
 4. 一方当事者が、別途定める金額を超えて公租公課を滞納したとき。  
 5. 10条の届出が著しく遅延し、他方当事者に具体的損害が生じたとき(1)5に該当する場合を除く)。  
 2)本約定書その他甲乙間のあらゆる取引約定に基づいて一方当事者が履行すべき約束または義務を履行することを怠った場合で、かつかかる不履行の通知が当該当事者に対して行われた後××日以内に、当該不履行が解消されない場合、一方当事者は他方当事者に対するいっさいの債務の期限の利益を喪失し、債務を弁済するものとする。

【コメント】

1) (旧)1)については、企業側の期限の利益の喪失事項のみを規定することは不公平であることから、銀行側も期限の利益を喪失することを想定した規定にすべきであると考えられる。なお、金融機関の更生手続の特例等に関する法律に基づく破産手続・更生手続開始は、「破産・会社更生手続開始」に該当すると考えられる。

2) (旧)2)についても、企業側の期限の利益の喪失事項のみを規定することは不公平であることから、銀行側も期限の利益を喪失することを想定した規定にすべきであると考えられる。

(旧)2) 1、2号については、「一方当事者が他方当事者に対する債務の一部でも履行を遅滞したとき」、「一方当事者が他方当事者に対して設定した担保の目的物について差押、または競売手続の開始があったとき」とすべきではないかとの指摘もあるが、債務一般において履行遅滞があることや設定した担保一般において差押、または競売手続の開始があることは債権保全を必要とする重大な事由と認められ、また、直ちに期限の利益を喪失するのではなく、請求によって期限の利益を喪失する旨定められていることから、(新)2)1号から3号までのとおりとすべきと考えられる。なお、(旧)2)1号における「債務」に、銀行取引約定に基づく義務が含まれると解釈されることから、(新)2)1号における債務の種類を限定する文言を加えた。(旧)1)3号については、軽微な取引約定違反が該当することとなつては不相当であることから、(新)2)5号のとおり、具体的に印章等の変更届出を著しく遅延したときに限定すべきであると考えられる。(旧)2)4号については、保証人の信用状態に問題が生じた場合に、請求によって主債務者が期限の利益が喪失するものとするのは、主債務者にとって著しく不利益であることから、削除すべきである。

3) (新)3)における不履行の通知とは、一方当事者が契約上履行すべきであるにも拘わらず、履行していない約束または義務について、他方当事者が一定の方法(書面手渡し、内容証明郵便等)により一方当事者に伝えることをいう(ISDA92年版参照)。

第6条(割引手形の買戻し)

- 1) 手形の割引を受けた場合、私について前条第1項各号の事由が一つでも生じたときは全部の手形について、また手形の主債務者が期日に支払わなかったときもしくは手形の主債務者について前条第1項各号の事由が一つでも生じたときはその者が主債務者となっている手形について、貴行から通知催告等がなくても当然手形面記載の金額の買戻債務を負い、直ちに弁済します。  
 2) 割引手形について債権保全を必要とする相当の事由が生じた場合には、前項以外のときでも貴行の請求によって手形面記載の金額の買戻債務を負い、直ちに弁済します。  
 3) 前2項による債務を履行するまでは、貴行は手形所持人としていっさいの権利を行使することができます。

【コメント】

1) (旧)1)については、「手形の主債務者が期日に支払わなかったときもしくは手形の主債務者について前条第1項各号の事由が一つでも生じたときはその者が主債務者となっている手形について、貴行から通知催告等がなくても当然手形面記載の金額の買戻債務を負うことになるのは、企業側に著しく不利であること、銀行側としては手形法上の遡求権保全手続をとれば足りることから、手形法上の遡求の手続により処理するものとした。

第7条(差引計算)

第5条(割引手形の買戻し)

- 1) 甲が乙の有する手形の割引を行った場合、乙について前条第1項各号の事由が一つでも生じたときは全部の手形について、甲から通知催告等がなくても当然に手形面記載の金額の買戻債務を負い、直ちに弁済するものとする。手形の主債務者に手形法上の遡求権行使の要件が生じた場合、乙は、甲に対し、手形法上の遡求の手続に従い責任を負うものとする。  
 2) 乙について前条2項の事由が生じた場合、甲の請求により乙は手形面記載の金額の買戻債務を負い、直ちに弁済するものとする。  
 3) 乙について前条3項の事由が生じた場合、不履行の通知が乙に対して行われた後××日以内に、当該不履行が解消されないとき、乙は甲に対し手形面記載の金額の買戻債務を負い、直ちに弁済するものとする。  
 4) 前3項による債務を履行するまでは、甲は手形所持人としていっさいの権利を行使することができるものとする。

第6条(差引計算)

1) 期限の到来、期限の利益の喪失、買戻債務の発生、求償債務の発生その他の事由によって、貴行に対する債務を履行しなければならない場合には、その債務と私の預金その他の債権とを、その債権の期限のいかんにかかわらず、いつでも貴行は相殺することができます。

2) 前項の相殺ができる場合には、貴行は事前の通知および所定の手続を省略し、私にかわり諸預け金の払戻しを受け、債務の弁済に充当することもできます。

3) 前2項によって差引計算をする場合、債権債務の利息、割引料、損害金等の計算については、その期間を計算実行の日までとして、利率、料率は貴行の定めによるものとし、また外国為替相場については貴行の計算実行時の相場を適用するものとします。

第7条の2(差引計算)

1) 弁済期にある私の預金その他の債権と私の貴行に対する債務とを、その債務の期限が未到来であっても、私は相殺することができます。

2) 満期前の割引手形について私が前項により相殺する場合には、私は手形面記載の金額の買戻債務を負担して相殺することができるものとします。ただし、貴行が他に再譲渡中の割引手形については相殺することができません。

3) 外貨または自由円勘定による債権または債務については、前2項の規定にかかわらず、それらが弁済期にあり、かつ外国為替に関する法令上所定の手続が完了したものでなければ、私は相殺できないものとします。

4) 前3項により私が相殺する場合には、相殺通知は書面によるものとし、相殺した預金その他の債権の証書、通帳は届出印を押印して直ちに貴行に提出します。

5) 私が相殺した場合における債権債務の利息、割引率、損害金等の計算については、その期間を相殺通知の到達の日までとして、利率、料率は貴行の定めによるものとし、また外国為替相場については貴行の計算実行時の相場を適用するものとします。なお、期限前弁済について特別の手数料の定めがあるときは、その定めによります。

【コメント】

1) 銀行側から相殺する場合と企業側から相殺する場合について、公平性を確保するため、(旧)第7条と(旧)第7条の2については、(新)第6条に統一すべきであると考えられる。

2) (旧)第7条2)については、銀行側が簡易・迅速に相殺することができるように規定されているが、企業側が相殺する場合の手続との公平性を確保するため、民法の原則に戻って、(旧)第7条の24)にならった規定とすべきであると考えられる。

3) (旧)第7条3)のうち「計算実行の日」については、具体的な内容が明らかでなく、各銀行によって取扱いが異なっており(相殺適状日、記帳処理日、相殺通知書発送日等)、解釈の統一性の確保することが必要であること、(旧)第7条の24)との整合性の確保が必要であること、実際の相殺通知を遅延させることによって損害金を過大に付加できることを防止することが必要であることから、「相殺適状の日」とすべきであると考えられる。

4) (旧)第7条3)のうち「利率、料率は貴行の定めによる」については、銀行側に不当に有利に定められるおそれがあること、予め定めおかなければ相殺を行う額の特定をすることが困難であることから、利息、手数料率については blanks としておいて、予め約定取り決めの際に補充することとすべきであると考えられる。なお、損害金については、(新)2条3)と同様の規定とした。

5) (旧)第7条の23)については、外貨建ての債権・債務には、弁済期前の消滅について、外為法上の制限があったこと、銀行も、外貨持高の調整を行ったり、為替リスク回避のため為替予約を行ったりしているため、期限前の逆相殺によって、これらの予防措置が働かなくなるおそれがあることから規定されたものであるが、外為法上の制限は撤廃されたこと、外貨建ての債権・債務が一般化する中で弁済期まで相殺できないものとするのは、相殺の機能を著しく減殺することから、削除すべきであると考えられる。

6) (旧)第7条の25)のうち「なお、期限前弁済について特別の手数料の定めがあるときは、その定めによります。」という部分については、別途特約すれば足りることから、約款からは削除すべきであると考えられる。

第8条(手形の呈示、交付)

1) 期限の到来、期限の利益の喪失、買戻債務の発生、求償債務の発生その他の事由によって、一方当事者が他方当事者に対する債務を履行しなければならない場合には、他方当事者は、その債務と一方当事者に対する債権とを、その債権の期限のいかんにかかわらず、一方当事者に通知していつでも相殺することが出来る。

2) 満期前の割引手形について乙が前項により相殺する場合には、乙は手形面記載の金額の買戻債務を負担して相殺することができる。但し、乙は、甲が他に再譲渡中の割引手形については相殺することができない。

3) 前2項により相殺する場合には、相殺通知は書面によるものとし、相殺した預金その他の債権の証書、通帳は届出印を押印するなどして直ちに債務者に提出しなければならないものとする。

4) 前3項によって差引計算をする場合、債権債務の利息、割引料、損害金等の計算については、その期間を相殺適状の日までとして、利率、料率は年 %、損害金には % (年率) を加算した率によるものとし、また外国為替相場については、相殺を行う当事者が指定する銀行が示す、相殺適状の日の相場(仲値)を適用する。

第7条(手形の呈示、交付)

1) 私の債務に関して手形が存する場合、貴行が手形上の債権によらないで第7条の差引計算をするときは、同時にはその手形の返還を要しません。

2) 前2条の差引計算により貴行から返還をうける手形が存する場合には、その手形は私が貴行まで遅滞なく受領に出向きます。ただし、満期前の手形については貴行はそのまま取り立てることができます。

2) 貴行が手形上の債権によって第7条の差引計算をするときは、次の各場合にかぎり、手形の呈示または交付を要しません。なお、手形の受領については前項に準じます。

1. 貴行において私の所在が明らかでないとき。
2. 私が手形の支払場所を貴行にしているとき。
3. 手形の送付が困難と認められるとき。
4. 取立その他の理由によって呈示、交付の省略がやむをえないと認められるとき。

4) 前2条の差引計算の後なお直ちに履行しなければならない私の債務が存する場合、手形に私以外の債務者があるときは、貴行はその手形をとめおき、取立または処分のうえ、債務の弁済に充当することができます。

#### 【コメント】

1) (旧)1)については、簡易・迅速な相殺が求められるため、同時にその手形の返還を必要とすることは相当ではないものの、(新)2)により、速やかに返還義務を履行すべきものとした。

2) (旧)2)については、企業側に手形引換給付の抗弁を放棄させていることにかんがみれば、公平性の観点から、(新)2)のとおり、民法484条の持参債務の原則に戻り、銀行側から企業側へ手形を持参すべきものと考えられる。

3) また、(旧)2)但書、4)については、本来であれば、企業側へ返還しなければならない手形の二重使用を認めることになることから、削除すべきと考えられる。

(旧)3)4号については、いかなる場合に「呈示、交付の省略がやむをえないと認められるとき」に該当するかが明らかでないことから、例示を付加すべきと考えられる。

#### 第9条(充当の指定)

弁済または第7条による差引計算の場合、私の債務全額を消滅させるに足りないときは、貴行が適当と認める順序方法により充当することができ、その充当に対しては異議を述べません。

#### 第9条の2(充当の指定)

1) 第7条の2により私が相殺する場合、私の債務全額を消滅させるに足りないときは、私の指定する順序方法により充当することができます。

2) 私が前項による指定をしなかったときは、貴行が適当と認める順序方法により充当することができ、その充当に対しては異議を述べません。

3) 第1項の指定により債権保全上支障が生じるおそれがあるときは、貴行は遅滞なく異議を述べ、担保、保証の有無、軽重、処分の難易、弁済期の長短、割引手形の決済見込みなどを考慮して、貴行の指定する順序方法により充当することができます。

4) 前2項によって貴行が充当する場合には、私の期限未到来の債務については期限が到来したものと、また満期前の割引手形については買戻債務を、支払承諾については事前の求償債務を私が負担したものと、貴行はその順序方法を指定することができます。

#### 【コメント】

1) 企業側が弁済した場合、銀行側から差引計算した場合について定める(旧)第9条と企業側から差引計算した場合について定める(旧)第9条の2については、民法上の原則と比較して銀行側に有利な規定であることから、両規定を公平なものとし、かつ、充当手続が著しく煩雑になることを防止する観点から、(新)第8条1)2)のとおり、民法上の原則に則りつつ、2)の場合には他方当事者は異議を述べることができないものとするべきと考えられる。

2) (旧)第9条の23)については、銀行側に著しく有利な規定であることから、削除すべきと考えられる。

3) (旧)第9条の24)については、銀行側が充当する場合のみを規定していることから、公平性を確保するため、企

1) 乙の債務に関して手形が存する場合、甲が手形上の債権によらないで前条の差引計算をするときは、同時にはその手形の返還を要しない。

2) 前条の差引計算により乙が甲から返還をうける手形が存する場合には、甲は乙に対し、××日以内に、その手形を返還しなければならない。

3) 甲が手形上の債権によって前条の差引計算をするときは、次の各場合にかぎり、手形の呈示または交付を要しないものとする。なお、手形の返還については、次の各号に記載する状況が解消した際には、前項に準じる。

1. 甲において乙の所在が明らかでないとき。
2. 乙が手形の支払場所を甲にしているとき。
3. 手形の送付が困難と認められるとき。
4. 取立、刑事事件で手形が押収されている場合、その他の理由によって呈示、交付の省略がやむをえないと認められるとき。

#### 第8条(充当の指定)

1) 一方当事者が弁済または第6条による差引計算をする場合、一方当事者の債務全額を消滅させるに足りないときは、一方当事者が適当と認める順序方法により充当することができるものとする。

2) 一方当事者が前項による指定をしなかったときは、他方当事者が適当と認める順序方法により充当することができ、その充当に対しては異議を述べることができないこととする。

3) 前項によって他方当事者が充当する場合には、一方当事者の期限未到来の債務については期限が到来したものと、また満期前の割引手形については買戻債務を、支払承諾については事前の求償債務を一方当事者が負担したものと、他方当事者はその順序を指定することができることとする。

業側が充当する場合も想定した規定とすべきと考えられる。

#### 第10条(危険負担、免責条項等)

- 1) 私が振出、裏書、引受、参加引受もしくは保証した手形または私が貴行に差し入れた証書が、事変、災害、輸送途中の事故等やむをえない事情によって紛失、滅失、損傷または延着した場合には、貴行の帳簿、伝票等記録に基づいて債務を弁済します。なお、貴行から請求があれば直ちに代り手形、証書を差し入れます。この場合に生じた損害については貴行になんらの請求もしません。
- 2) 私の差し入れた担保について前項のやむをえない事情によって損害が生じた場合にも、貴行になんらの請求をしません。
- 3) 万一手形要件の不備もしくは手形を無効とする記載によって手形上の権利が成立しない場合、または権利保全手続の不備によって手形上の権利が消滅した場合でも、手形面記載の金額の責任を負います。
- 4) 手形、証書の印影を、私の届け出た印鑑に、相当の注意をもって、照合し、相違ないと認めて取引したときは、手形、証書、印章について偽造、変造、盗用等の事故があってもこれによって生じた損害は私の負担とし、手形または証書の記載文言にしたがって責任を負いません。
- 5) 私に対する権利の行使もしくは保全または担保の取立もしくは処分を要した費用、および私の権利を保全するため貴行の協力を依頼した場合に要した費用は、私が負担します。

#### 第9条(危険負担、免責条項等)

- 1) 一方当事者が振出、裏書、引受、参加引受もしくは保証した手形が、他方当事者の保管中または他方当事者への輸送中に、事変、災害、輸送途中の事故等やむをえない事情によって紛失、滅失または損傷した場合には、他方当事者の帳簿、伝票等記録に基づいて債務を弁済することとする。なお、一方当事者は、他方当事者から請求があればすみやかに代り手形を差し入れるものとするが、他方当事者による手形の紛失、滅失、または一方当事者による代り手形の振出によって生じた損害および費用については合理的な範囲内で他方当事者に請求できるものとする。
- 2) 一方当事者の差し入れた担保について前項のやむをえない事情によって損害が生じた場合にも、一方当事者は他方当事者に対して合理的な範囲で損害について請求できるものとする。
- 3) 一方当事者が振出、引受した手形について、万一手形要件の不備もしくは手形を無効とする記載によって手形上の権利が成立しない場合、または権利保全手続の不備によって手形上の権利が消滅した場合でも、一方当事者は他方当事者に対し、手形面記載の金額の責任を負うこととする。
- 4) 甲が、手形、証書の印影について、照合事務に習熟している銀行員に対して期待されている業務上の相当の注意をもって乙の届け出た印鑑に照合し、相違ないと認めて取引したときは、手形、証書、印章について偽造、変造、盗用等の事故があってもこれによって生じた損害は乙の負担とし、手形または証書の記載文書にしたがって責任を負うものとする。ただし、乙が振出、裏書、引受、参加引受もしくは保証した手形で、甲が第三者に対する与信取引によって取得したものについては、この限りでない。
- 5) 一方当事者の他方当事者に対する権利行使もしくは保全または担保の取立もしくは処分を要した費用、および他方当事者の権利を保全するため一方当事者の協力を依頼した場合に要した費用は、合理的な範囲で他方当事者が負担するものとする。

#### [コメント]

- 1) (旧)1)については、企業側が銀行側に差し入れた証書について紛失等した場合も想定しているが、証書については、企業側から銀行側に対する差入方式ではなく、双方所持方式とすべきであることから、(新)第9条1)のとおりに、証書については除外すべきであると考えられる。また、(旧)1)から3)までについては、企業が銀行の手形を取得する場合等も想定した規定とするとともに、手形債務者に不当な危険を負わせないものとするべきである。
- 2) (旧)4)については、銀行の注意義務や責任を軽減緩和するものとするべきではないことから(最1小判昭和46年6月10日金融法務事情618号50頁参照)、(新)4)のとおりに、その旨を明記すべきであると考えられる。また、この規定は、銀行が第三者との与信取引によって取得した取引先振出名義の約束手形に適用できないとされており(最判昭62年7月17日民集41巻5号1359頁)、その旨明記すべきである。
- 3) (旧)5)については、企業側が費用負担する場合についてのみ規定されていることから、公平性を確保する観点から、(新)5)のとおりに、銀行側も費用負担する場合も想定すべきであると考えられる。
- 4) (新)4)については、ケースによっては双務的な契約にすることも考えられる。

#### 第11条(届出事項の変更)

- 1) 印章、名称、商号、代表者、住所その他届出事項に変更があったときは、直ちに書面によって届出をします。
- 2) 前項の届出を怠ったため、貴行からなされた通知または送付された書類等が延着または到達しなかった場合には、通常到達すべき時に到達したものとします。

#### 第10条(届出事項の変更)

- 1) 乙に印章、名称、商号、代表者、住所その他届出事項に変更があったときは、甲に対し、直ちに書面によって届出をする。甲に本約定書に記載された名称、商号、代表者、住所に変更があったときは、乙に対し、直ちに書面によって通知するものとする。
- 2) 一方当事者が前項の届出または通知を怠ったため、他方当事者からなされた通知または送付された書類等が延着または到達しなかった場合には、通常到達すべき

**時に到達したものとす。****【コメント】**

本約定書に記載された住所等に変更があった場合、銀行も企業への通知を行うべきである。

**第12条(報告および調査)**

- 1) 財産、経営、業況について貴行から請求があったときは、直ちに報告し、また調査に必要な便益を提供します。
- 2) 財産、経営、業況について重大な変化を生じたとき、または生じるおそれがあるときは貴行から請求がなくても直ちに報告します。

**第11条(報告)**

- 1) 甲が乙に対して債権を有する場合、甲から乙に対して請求があったときは、乙は財産、経営、業況について、合理的な範囲内で、すみやかに報告することとする。
- 2) 甲が乙に対して債権を有する場合、乙の財産、経営、業況について重大な変化を生じたとき、または生じるおそれがあるときは、乙は、甲から請求がなくても、合理的な範囲内で、すみやかに報告することとする。

**【コメント】**

1)(旧)1)2)については、報告すべき内容が明らかでなく、著しく広範なものとなりかねないことから、(新)1)2)のとおりに「合理的な範囲内で」とすべきと考えられる。なお、限定の方法としては、「有価証券報告書に記載されるべき内容の範囲内で」、「貸付に関連して」、「一般に情報開示が行われている範囲内で」、「法令の許す範囲内で」とする選択肢もありうる。なお、上場・店頭公開企業であれば、タイムリーディスクロージャーで求められている事項が目安となる。

**第13条(適用店舗)**

この約定書の各条項は、私と貴行本支店との間の諸取引に共通に適用されることを承認します。

**第12条(適用店舗)**

この約定書の各条項は、甲本支店と乙本支店との間の諸取引に共通に適用されるものとする。

**【コメント】**

**取引店毎に約定書を作成するのは煩雑であることから、本条項は残すべきと考えられる。**

**第14条(合意管轄)**

この約定に基づく諸取引に関して訴訟の必要を生じた場合には、貴行本店または貴行支店の所在地を管轄する裁判所を管轄裁判所とすることに合意します。

**第13条(合意管轄)**

甲と乙は、この約定に基づく諸取引に関して訴訟の必要を生じた場合には、乙と取引関係にある甲店の所在地を管轄する裁判所を専属的管轄裁判所とすることに合意する。

**【コメント】**

銀行側の本支店の所在地を管轄する全ての裁判所が管轄裁判所となることは、銀行側に著しく有利となることから、ブランクにしておき、約定作成時に双方の合意に基づき、特定の本支店を補充すべきであると考えられる。

**第14条(旧銀行取引約定書の効力)**

本約定書の締結により、乙が甲に差し入れた昭和 年月 日付銀行取引約定書その他乙の支店が甲に差し入れた一切の銀行取引約定書は効力を失うものとする。

**【コメント】**

現行銀行取引約定書との関係を明確化する必要あり。

**保証条項**

保証人は、本人が第1条に規定する取引によって貴行に対し負担するいっさいの債務について、本人と連帯して保証債務を負い、その履行についてはこの約定に従います。保証人は、貴行がその都合によって担保もしくは他の保証を変更、解除しても免責を主張しません。保証人が保証債務を履行した場合、代位によって貴行から取得した権利は、本人と貴行との取引継続中は、貴行の同意がなければこれを行使しません。もし貴行の請求があれば、その権利または順位を貴行に無償で譲渡します。

**(削除)****【コメント】**

保証人を付して銀行取引約定を締結することは希であり、保証人を付す場合には特約を締結すれば足りることから、削除すべきである。

**〔資料1〕これまでの銀行取引約款に関する主な議論****平成8年2月 全国銀行協会連合会金融法務研究会 各国銀行取引約款の検討 - その1. 各種約款の内容と解説 -**

わが国の銀行取引約定書、当座勘定規定等については、銀行の立場を重視しすぎて、顧客の立場が軽視されすぎているのではないかという疑問も聞かれるところである。

**平成8年10月25日 日本弁護士連合会人権擁護大会「銀行取引における消費者の権利確立を求める決議」より抜粋**

銀行と消費者との契約の対等性を確保し、消費者の権利を擁護する観点から、融資における現行各約款は、次のとおり見直されるべきである。

- 1) 約定書が顧客の手元に残らない差入れ方式をやめて、双方所持方式とすること
- 2) 約定書の内容を顧客と対等・平等なものとする。特に、銀行の民事上の責任を免除する規定、銀行のみに契約内容の変更権を認める規定などを改めること

**平成9年6月13日 金融制度調査会答申**

銀行等との取引における各種約款については、例えば、約款等の写しの交付が必ずしも徹底されていない、また、条項によっては利用者にとって一方的、あるいは不明確であるという批判がある。今後、こうした指摘があることを踏まえ、銀行等と利用者との衡平の観点、利用者にとって契約関係をより明確に分かりやすくする観点から、銀行取引約定書、消費者ローンひな形等の各種約款等の見直しについて直ちに関係業者において検討が開始され、98年度中にも所要の措置が講ぜられることが必要である。

**平成10年5月8日 読売新聞朝刊1面**

全国銀行協会連合会は7日、定期預金や住宅ローンなど、金融機関の個人向け金融商品に関する契約(約款・約定書)の内容を、消費者側に有利になるよう全面的に見直す方針を固めた。35年前に今の内容が固まって以来の抜本的な見直しで、銀行側に認められている一方的な融資の打ち切りや金利の変更をしにくくするほか、契約書の内容も分かりやすい表現に改める。日本版ビッグバン(金融制度の抜本改革)の本格化に合わせて、消費者に自己責任を求める前提として、銀行など金融機関の都合が優先していた契約のやり方を消費者本位に改めるのが狙いだ。(中略) ただ、今回の見直しは個人向け取引に限られており、中小企業などとの契約の見直しは当面見送られるという。

**〔資料2〕銀行取引約定書に対する企業の意識****事実 (その1)**

**約98%の企業がわが国金融機関においては横並び慣行または横並びの傾向があるとの指摘があった。**

	回答割合
1) 横並び慣行があり一律の書式が利用されている	約76%
2) 横並びの傾向があり、ほぼ同様の書式が利用されている	約22%
3) 横並び慣行はない	約2%
4) その他	0%

**事実 (その2)**

**約63%の企業が銀行取引約定書の内容は不合理であると指摘した。**

(不合理との指摘が多かった条項)

	回答割合
1) 4条(担保条項)	約21%
2) 3条(利息、損害金等)	約14%
3) 5条(期限の利益の喪失)	約7%
4) 7条(差引計算)	約7%
5) 10条(危険負担、免責条項等)	約3%
6) 12条(報告および調査)	約3%

(資料)通商産業省「産業金融に係る横並び慣行についてのサンプル調査結果」  
平成10年1月

## 【神田教授作成の配布資料 No.1】(P.116-117)

2003/6/9

## 社債法制と借入法制の連続化(資料A)

## 【問題意識】

社債に関する法制と借入れに関する法制は、現在、別個の世界を形成しているが、シンジケート・ローン等の市場型間接金融の発達によって実際には、両者の融合現象が生じており、両者の法制を連続化することが、将来における日本の金融の活性化をはかる観点から求められると考えられる。

## 【質問】

(1) 担保付与信取引については、今後、与信管理等の面での合理性を確保するために、そのアンバンドリング(分解現象)が進行するものと予想される。そのような現象には合理性があり、法制もそれに対応する必要があると考えられる。

(参考)神田「担保法制の理論的構造と現代的課題」金融研究12巻2号(1993年)

・たとえば、借入れについても、債権者と担保権者とを別人とする仕組み(たとえば担保付社債信託のような仕組み)が用意されるべきであると考えますが、どうか。

・さらにアンバンドリングを進めて、資産評価を第三者に委ねる形態も考えられるが、その際、サービサー法や兼業規制等の見直しを行う必要はないか。

(2) 動産担保法制および債権担保法制に関する課題については、昨年(2002年)の当総合規制改革会議「第2次答申」を参照。

・アメリカのUCC第9編のような制度を日本で採用することは可能か、また適切か。可能でない(または適切でない)としたら、その理由はどこにあると考えるべきか。

・担保権(とくに非典型担保権)の私的実行という事態について、どのように考えるべきか。

・動産抵当、財団抵当といった制度(の将来のあり方)について、どのように考えるか。

(参考)経済産業省「企業法制研究会(担保制度研究会)」報告書(2003年)

・企業担保という制度(現在は社債にだけ付することができるが、その効力は弱い)について、どのように考えるか。

(3) 特定性のある社債(私募縁故債、記名社債)を無券面化する道は、現在の社債振替法のもとでは存在しないが、そのような社債も現実にはかなり利用されており、そのような社債の無券面化も認められるべきであるとの意見がある。この点についてどのように考えるべきか。

(参考)株式の無券面化法制に関する論議における「特別口座」?

(4) シンジケート・ローン(ジェネラル・シンジケートローン<注>)が普及しつつあるが、社債法との比較からして、エージェントの権利義務などの点を始めとして、関係者の権利義務関係を明らかにするために何らかの私法上の規定(任意規定?)を設けることが望ましいと考えられないか。

(注)アレンジャーが投資参加者を直接募集する。投資参加者は資金調達企業と既存取引のある金融機関に限らない。なお、実務上は、アレンジャーと貸出後の事務管理を行うエージェントは同一金融機関(メインバンク)が行うのが一般的。

(5) 貸出債権市場育成のために法制を整備する必要はないか。

(参考)「貸出債権市場協議会」報告書(2003年)

<http://www.zenginkyo.or.jp/news/15/news150328.html>

(6) 現行証券取引法上、社債(無券面化されたものを含む)は有価証券とされる一方で、貸付債権は有価証券ではない(一部の流動化されたものを除く)。しかし、実際には、両者の融合現象が生じていることにかんがみると、その「取扱い」(証券取引法65条参照)について、両者を別個のものとするのは、妥当とはいえ、見直しが必要であるとの意見がある(例えば、社債のトレーディングと貸付債権のトレーディングは、実態的に近い業務にもかかわらず、銀行は前者を取組むことができず、保険会社等の機関投資家はこれらを同一組織で一体的に取組むことができない)。このような意見についてどのように考えるか。

【神田教授配布資料 No. 2】

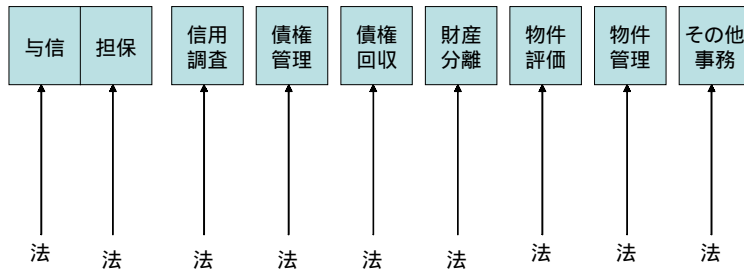
## 社債法制と借入れ法制の連続化 (資料B)

平成15年6月20日

## 担保取引のアンバンドリング

<現在>

<将来>



「2004年2月13日 10:00~12:00 第三回講演 トピック」

### 第三回 「社債法制と融資法制の連続化」に関する論点整理

(序論)

1. 問題意識と本日の進め方
2. 公示と公信
3. 公示と公信の制度設計
4. ペーパーシステムと登記登録制度
5. 債権について
6. コラム：約束手形CPと短期社債である電子CPとの性格の違い
7. 独立性のある保証
8. 電子CPの公示・社債の公示
9. 強制ディスクロージャーなき場合
10. プロについて
11. 手形保証問題のその後
12. エンフォースメントについて
13. トラスト・ディードの問題
14. 電子CP発行要項のホームページへの掲載

(本論)

1. 社債と融資の法制について
2. 担保制度について

(内山氏) おはようございます。社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクトの第3回「社債法制と融資法制の連続化」に関する論点整理について、神田先生のからご講演をいただきます。

お手元の資料が4点ありますので、確認させていただきます。1つは神田先生から頂きました平成16年2月13日講演用のメモ(右図参照)、2つ目として第二回に講演頂きました際、配布させて頂きました「社債法制と借入法制の連続化」講演に向けての資料(第2回講義の最後P.116-117に添付)、3つ目として、弁護士の井上聡先生の書かれた資料:表題「信託業務の多様化」(添付省略)と、東京大学の道垣内弘人先生の「担保法改革元年」の講演録(添付省略)の、合計4点の資料です。

#### 神田教授講演メモ

平成16年2月13日用

- 前回の補足
1. 公示力と公信力
    - (1) 意味
    - (2) 債務(債権)
      - ・指名債権
      - ・証券債権
      - (・理論)
    - (3) CP
      - ・手形保証の独立性
      - ・電子CPの場合の考え方(保証の面)
    - (4) 電子CPの公示
      - ・社債の公示
      - ・社債のディスクロージャー
      - ・強制ディスクロージャーなき場合の法制インフラ
      - (アメリカの例:公募のおそれ[直接関係なし]、民事責任)
  2. 証券取引法におけるディスクロージャーの適用除外「取引」
    - (1) 4つのパターン(一般論)
      - ・短期
      - ・少額
      - ・少人数
      - ・プロ
    - (2) 「プロ」の考え方
      - ・理論(ability to fend yourself)
      - ・実際(日本、アメリカ)
- 融資法制と社債法制の連続化  
(前回配布資料参照)  
産業金融の将来
- ・法制インフラ一般
  - ・担保法制
  - ・その他

それでは今日ご講演いただく内容について、確認をさせていただきたいと思います。

まず、本日は、前回、第2回の「電子CPの私募を含む短期社債の商品性の電子開示など公示手段のあり方、短期社債要項の法的効力などに関する問題点の整理」を受けまして、

(1) 神田先生に作成頂いた資料をもとに、前回の補足として、電子CPの公示のあり方、あるいは、公示と公信など、実際の実務のところまで前回ご質問を頂いた点に関して、再度、神田先生から補足をしていただければと考えております。

(2) 次に、前回、神田先生からディスクロージャーの適用除外取引について、その条件となる短期、少額、少人数、プロという四つのパターンのお話をいただいております。そこで「プロ」とご指摘頂いたところの範囲について、神田先生の考え方をもう少し詳しくお聞かせ頂ければと考えております。

(3) 3つ目に、本日の本題である「社債と融資の法制」についてお話をいただきます。

(4) 4つ目として、次回の第4回は「動産担保と債権担保法制における横断的仕組みの導入に関する問題点整理、および産業金融法制の将来」といったテーマで講演していただく予定になっておりますので、その頭だしをしていただければと考えております。

それでは神田先生よろしくお願いたします。

## (序論)

### 序論1. 問題意識と本日の進め方

(神田先生) おはようございます。早速始めさせていただきます。前回まで2回お話をさせていただきまして、私の話より、その後の皆様方のディスカッションのほうが価値があるような感じがいたしております。そういう意味ではディスカッションの時間をたくさん取ったほうがいいようにも思います。

今日は「融資法制と社債法制の話」をして、最後に「担保法制の横断化の話」をしようと思っていたのですが、実はそういう話をしますとやや抽象的になること、そしてできるだけ具体的な例を挙げたいとは思いますが、すぐに実現するような話ではなくて、良くも悪くもスケールの非常に大きな話になってしまいます。「融資法制と社債法制と担保法制の横断化」の話は、私の頭の中では非常に関連しており、それはもっと大きな言葉で言えば「産業金融の将来」みたいな話で、特に「産業金融の法制度インフラの将来」ということでもあります。したがってこれらは非常に密接に関連するために、今日多少は「融資法制と社債法制の連続化の話」の中で担保法制の話をさせていただきますが、次回の、最後になります第4回でその辺をかなり重点的にさせていただくほうがいいと思うに至りました。

話は若干前後しますが、CPもそうですが、諸外国という言い方がいいかどうかわかりませんが、外と比較して日本の法制度のユニークな点が非常に目立つ分野がいろいろあります。社債法制と融資法制、産業金融インフラ法制などというのはその典型でして、そういうことを言えば金融が典型的なのかもしれません。それがもちろん合理性があるということであれば、日本独自のシステムで構わないのですが、私が見るに、歴史的な経緯等を反映してそうなっているものの、いまの金融なり、置かれている現状なりから見ると、私の一般的な問題意識からすれば、どうもおかしいのではないかという気がしています。

したがって、法制度インフラ、法制度間の競争、国の競争力ということと言いますと、EUが非常に動きが早いものですから、そういうことから言っても、日本の法制度というのは結構次々変わっていますが、それでもさらに変えていかなければとてももたないのではないかと、というような危機感を持っているという角度からお話をしたいと思っております。

内山さんからご紹介いただきましたように、前回ご質問をいただいた中で2点、補足させていただきます。第1点が、「公示と公信」という話で、やや抽象的な話になります。もう1点はプロ私募のプロとは何かという話です。「公示と公信」という話は、実は次回の第4回にお話する担保制度の横断化にも関係いたしますので、ちょっと概念的な話になり

ますけれども、若干お時間を取ってお話をさせていただきたいと思います。

というわけで、今日の進め方は(1)「公示と公信」と、(2)「プロ私募のプロの話」をさせていただいて、その次に、(3)「融資法制と社債法制の連続化の話」をさせていただきます。

1枚メモ紙として今日の補足のためにつくらせていただきました。「社債と融資」は、前回と同じ資料に沿って、具体的にお話させていただきます。

そのほかに、ご紹介いただいた井上弁護士<sup>1</sup>と道垣内先生<sup>2</sup>の論文は、井上さんのほうは信託の話が書いてありますが、担保の話が半分ぐらいありまして、担保の話をする際の参考として別途皆さんにお読みいただければと思っております。担保法制が大きく動いている中で、道垣内さんの講演は世界の動きも含めて非常にわかりやすく書いてあります。こういう講演はほかにもありますが、一番わかりやすいのではないかと私 생각합니다。井上さんのほうは非常に具体的な話で、難しい話も一部入っておりますが、信託を使った担保土地取引などの話がかなり具体的な文脈の中で、法的な問題点も含めて書かれております。もしお時間があれば目を通していただければありがたいと思います。いずれも講演録ですので、比較的読みやすいものだと思います。担保の分野になると文献は山のようにありますが、とりあえずこのぐらい読んでおけば十分ではないかと思えます。担保といっても相手がつぶれなければほとんど意味がありませんので、本当は倒産法の動きについても、そのような講演録があるといいのですが、文献は山のようにありますが、残念ながら倒産法については、そういう形でなされている講演録を私は知りません。

いずれにしても時間も限られており、あまり倒産法の大きな話はできませんので、これから担保法制を中心に、産業金融の将来ということを次回はお話させていただきます。

次回の頭だしのほうが先になってしまった感じですが、前回の補足事項ということで、公示と公信ということから始めさせていただきます。

## 序論2．公示と公信

皆様の中には法学部ご出身の方もいらっしゃるかと思いますが、公示力とか公信力というのは、一般の方にはあまり聞いたことがない言葉ではないかと思えます。ワープロで公示のほうは変換しますけれども、「コウシン」と打っても一遍で変換しません。ですから

---

<sup>1</sup> 平成15年9月8日経済倶楽部信託セミナーにおける弁護士井上聡氏講演録

<sup>2</sup> 平成15年1月22日金融財政事情研究会主催セミナーにおける東京大学法学部教授道垣内弘人氏講演録

「公信力」というのはだれが何語を訳したのかわかりませんが、おそらく昔のドイツ語の概念を日本人が訳したのだと思います。一般にこういう言葉を最初に法学部へ入って習うのは、おそらく教科書の順番から言うと、不動産登記のところ、民法で習うと思います。

そこで習う言葉は、**不動産の登記**というのは、正確に言えば、**所有権の移転登記**という意味ですが、「**公示力はあるけれども公信力はない**」と、普通習います。それはどういうことかということ、**公示力**というのは、**権利の存否**、存在するかどうかということ。「または、及び」なので、英語で言いますと「and or」になりますが、**その権利の内容を世の中に示す**。公に示すという意味であります。

いろんな登記制度がありますが、一般に存在している登記制度は、そういう意味での公示力があると言われていています。

これに対して**公信力**というのはよくわからない概念ですが、**そこに示されている内容を信じた者は**、俗な言葉で言うと「**救われる**」というものであります。非常に極端かつ典型的な例を言いますと、そこに書かれている内容について、例えば登記がなされていて、その内容を信じた場合には、信じたとおりの法律的な効果が生じる、ということの意味するとすれば、こういうものを一般に**公信力**と言っています。

およそ登記制度に**公信力**はないかということ、そういう議論をし始めますと收拾がつかない話になりまして、例えば有名な商法の12条、14条という規定がありまして、商業登記について言いますと、14条のほうは、いわば**公信力**があるのと同じような効果を認めています。簡単に言うとウソの登記がなされていた場合、それを信じた人は救われる。救われるというのは、登記に書かれているのと同じ内容の効果が生じる。簡単に言えばそういうようなことを定めていますし、また、その手前にある商法12条という条文についても、若干の議論が公示、公信についてはあります。

甚だ抽象的ですが、私がむしろ強調したいのは次の2点です。

1つは、**公示制度**とか**公信制度**というのは、**どういう場合に、どういうふうにつくったらしいか**という話です。これは**担保法制のインフラ整備**にも関係しますので、今からお話します。

もう一つは、そこで**示したり登記したりする内容は何か**ということ、従来の分類で言うと**物権か債権か**ということがよく問題になります。**所有権**というのは**物権の典型**でありますし、CPを含めて社債、そういったものは「**債権**」と呼ばれています。

物権、債権と言っているのは、日本とドイツ、フランスとか**大陸法系**だけでして、あま

り諸外国に普遍の概念ではありません。しかし、物権と債権で、とりわけ社債とかCPということで物事を考えますと、いまのような話との関係でどうなるのかというのが2点目です。それをまずお話させていただきたいと思います。

### 序論3．公示と公信の制度設計

甚だ抽象的な話で恐縮ですが、第1点の**公示制度と公信制度をどう制度設計するか**ということです。私は割と好きなテーマで昔からよく話をするのですが、あまり書かれたものがないと思います。私の頭の中では、抽象的に言うと、次のような関係にあると整理しています。

それは、**公示制度**というのは、**目に見えない権利を見えるようにする技術**であり、本来これは法制度です。社会現象としては、例えば時計の売買があるとか、不動産の売買があるということしかないのです。売買自体が法律上の用語ですが、法律はこれを何というかと言うと、時計の売買があるというのは、「時計の所有権を、私は買う人に移転する」と表現します。話が抽象的になって恐縮ですが、この前提には非常に重要な概念がいくつかあります。一つは売買という現象の基礎の基礎になるのは、「私がこの時計の所有権を持っている」という意味です。つまり、**私に対して所有権を承認する**。法制度というのはそういうふうにつくられています。

所有権を承認するとはどういう意味かということ、私に所有権があるということは、ほかの人に所有権がないということです。これは何を意味しているかということ、「**排他的**」という言葉を使いますが、私だけがこの時計を自由に処分することができるということを意味しています。なぜそんなことを言うかということ、法律というのは結局、国家権力によってエンドースされるものであり、裁判を争うようになったら裁判所に行けばそれが承認されるという意味に過ぎませんが、仮に所有権という概念を法律が認めていなかったらどうなるかと考えてみると、大変ややこしいことになると思うわけです。というのは、売買といっても、そもそも私に所有権が認識されていないものを、買う人だって買ったらどういう現象が生じるのか、社会現象としては目に見えている時計を渡すだけの話かもしれませんが、これが所有権という複雑な権利になってきたときに、大変ややこしいことになるわけです。

この辺は経済学では「**プロパティライトの理論**」と称している議論があるところですが、これだけでも1時間以上お話できますので、この程度にさせていただきたいと思

います。

いまの売買なら売買ですが、法律は、結局、人と人との関係を権利義務関係に置き換えて処理する技術なり制度だということになるわけです。そういうことで言うと、目に見えない権利、あるいは義務関係というものを使う技術ないし制度だということになります。

公示制度はどういう制度かという、義務のこともありますけれども、目に見えない権利を見えるようにする制度です。したがって、所有権とは目に見えないわけですが、物権について言えば、それを目に見えるようにしようというのが公示制度です。問題はその先ですが、理想を言えば、**真実と、公示という書かれたものが一致している**ことが、当然のことながら理想だと思います。私の頭の中の整理によれば、もし真実と、書かれた公示されているものが**100%一致している**のであれば、公信という制度は要らないのです。

ところが、現実には、**真実と、公示されているものを100%一致させることは不可能**です。例えば、時計の例で言うと、公示制度というのはありませんが、私がいま時計を持っていて、これを売りますと言っても、私の所有権は目に見えないわけです。法律は技術なので、本当はロジックが逆転していますが、ということは、皆さんは私からこの時計を買っても、私に所有権があるかどうかわからない。実は前の日に人から借りてきたかもしれない。さっき犬飼さんから借りたかもしれない。その場合には、借りたって所有権は私のものにはなりません。あるいは、私はこれを拾ったり盗んだりしてきたかもしれない。それでも所有権は私のものにはならない、と法律は構成しています。それは盗まれた人を保護するために、あるいは貸した人を保護するためにそういう制度をつくっているわけです。

したがって、時計については公示ということは言いません。「占有」と言っていますが、皆さんから見れば、私に所有権があるかどうかわからないのです。ではこれをいくらか払って買ったというときに、どういうルールを用意するかということですが、結局、**動産については全く公示はあてにならない**わけです。私がある（占有）ということ自体、イコール所有だとか、所有権が私にあるという保証は全くないと言わざるを得ないので。

他方、皆さんのほうからしてみれば、所有権の存在をどこかに行って調べられるかという、調べられないのです。時計について言えば、昨日誰から借りてきたのか、盗んできたのか、拾ってきたのか全くわかりませんから、世の中のありとあらゆる辞書を調べても、いわゆる**調査コスト**が、経済学の言葉で言うと「**禁止的に高い**」と言いますが、**調査不能**なのです。

そういうときに法律はどうするかというと、いわゆる**公信の制度**を導入します。これは動産の場合には「**善意取得**」とか「**即時取得**」という言葉を使っていますが、皆さんはこれを信じて買えば、簡単に言えば、皆さんが所有権を取得することができることになる。買い手は所有権を取得することになる。その分、なくした人とか、貸した人とかは、残念ながら所有権は一つしか承認できませんので、反射的に所有権を失うことになって、損した分は私に対して損害賠償するしかない、という制度をつくっているわけです。

ここで非常に大事な話は、**公信という制度**について、キーワードは、いまの例で言うと、**どういう条件で保護されるか**という、**条件の問題**になります。いわゆる**善意・無過失**なのか、**善意**なのか。事情を知っている、私が借りてきたり拾ったりしたことを知っている人が善意取得することはあり得ません。これは**悪意**と言っています。したがって公信の制度は、**オール・オア・ナッシングの制度**で、所有権の例で言うと、取得するかしないかのどちらかです。問題は、「いかなる条件、要件のもとで取得するか」が制度設計の際のキー・クエスチョンになります。すなわち**善意**なのか、**善意・無過失**まで要求するのか、**善意・無過失・有償**を要求するのか。

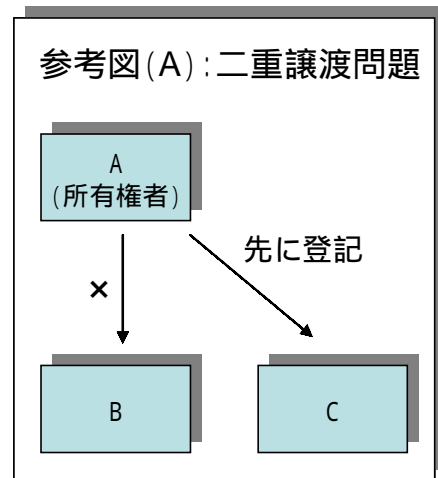
それに対して**公示という制度**は、**オール・オア・ナッシング**ではなくて、**できるだけ目に見えない権利が公示制度に示されることが望ましい**。100%が望ましいが、実際は100%いかないという制度です。ですから、動産の場合には一般に公示制度はないと言っていますが、**例外的に自動車、船舶などについては、日本の場合、公示制度が用意されています**。したがって、自動車の所有権については、自動車は動産ですが、日本は国土交通省における**所有権の登録制度**を用意していますので、そこに登録することによってだれが所有者かを公示することになっています。

繰り返しになりますが、**不動産登記と同じで、書いてある人が所有者だという保証は全くありません**。詐欺で書いたかもしれないということはあります。したがって、**公信力は付与されていない**のですが、他方、できるだけ**真実を反映する努力がされています**ので、その限りにおいて一般の動産のような**公信力は認められない**ということになります。そうだとすると、自動車については、**自動車を人からもらったからといって善意取得するわけではありません**。これは登録制度が存在していますので、そちらのほうで処理することになります。

ご存じのように、不動産登記制度について教科書に書いてある話として、私が不動産の所有者として登記されていて、土地か家かを持っている。それを犬飼さんに譲渡した。

しかし、「**二重譲渡**」と言っていますが、私はまたそれを内山さんに譲渡した。犬飼さんと内山さんとどっちが不動産を取得するかという、大変有名な「**二重譲渡問題**」と言っていますが、答えは、「**先に登記をしたほうが勝つ**」と、日本のルールではなっています。したがって、仮に犬飼さんが先に私から譲渡を受けても、所有権の移転登記をしていないうちに私が内山さんに売って、内山さんが所有権譲渡の登記を先にしたら、内山さんが勝つのです。

これは**公示制度の基本**ですが、なぜかが問題になると思います。伝統的な法律解釈は、先買ったのに登記しない人が悪いとか、**利益衡量**と称しているんな議論がありますが、基本のところは結局、いまのようなルールであれば、不動産を買った場合には、早く登記しないと危ないのです。二重譲渡、つまり、自分(B)が登記しないうちに先に別の人(C)に売られてしまったら、負けるおそれがありますから。つまり、買った人に**早く登記するようなインセンティブを与える**ことがキーだと思います。それは、何のためにそういうことを言うかということ、先ほどの話で、**できるだけ真実を公示させる、公示をできるだけ100%に近づ**



けるという意味です。私に所有権がある。これは真実が登記もしていると仮定しますと、譲渡がなされたときには真実と登記に齟齬が生じているわけですから、できるだけ早く真実を、公示制度である登記に反映させたほうがいいわけです。

ですから、制度としては、あらゆる手を尽くして、できるだけ真実が公示に反映するようにルールはでき上がっています。いまの二重譲渡のルールも、当事者にインセンティブを与えるという面があるわけです。

繰り返しになりますが、2点重要です。1点は、**100%真実が公示に反映することは理想**ではありますが、また、**100%仮に反映すれば公信制度は要りませんが**、残念ながら現実には**100%反映するということはない**。しかし、第2に、ここはちょっと微妙ですが、**公示制度を用意している限り、100%まではいかないけれども、相当程度まで真実は公示されていますので、一般には公信の制度は用意されないのが普通**です。不動産登記の場合、あるいは自動車の所有権の登録制度の場合等については、公信の制度は用意されていません。

非常に抽象的な話になりましたが、もっと抽象的に言えば、ある権利ないしある分野に

ついて公示制度と公信制度をどういう組み合わせで用意するかは、立法政策の問題になり、国によってその組み合わせの仕方は違うということになります。何が最適なミックスなのかという議論は、議論に値します。国によってどう違っているか。例えば、自動車の所有権の例を先ほど挙げましたが、アメリカでは自動車の所有権は登録制度ではないのです。日本で言えば有価証券制度であり、アメリカではペーパーシステムということになります。自動車の所有権は紙に標章されていて、それで譲渡します。したがって、その紙を取得することによって自動車の所有権を取得することになります。日本はそうではなく、登録制度になっています。

そうすると、目に見えない権利を見えるようにする制度は、大きく言って三つあることになります。一つは、制度とは言えませんが占有。それから紙。そして登記登録ということになります。

占有というのは何も無いということですが、ものが見えるようなもの場合にはやれますが、無体財産権、目に見えないようなものは、もともと占有というのはありません。英語で *possession* と言っています。paper はペーパーでいいと思います。登記は *registry* とか *register* とかいろんな言い方をします。

そうすると、公示制度の設計ということで言いますと、担保制度にかかわるかもしれませんが、CP とか有価証券にもかかわりますが、何もない占有しかないわけです。占有は「持っていること」という意味ですが、ペーパーシステムがいいのか、登記登録制度がいいのかは国によって分かります。自動車の所有権は、アメリカはペーパーシステムですが、日本は登記登録制度です。逆に、次回お話しする動産担保制度、債権担保制度は、アメリカは登記登録制度がベースですが、日本はありません。一部を除きますが、先ほどの船舶などを除いては日本の動産担保制度はありませんから、特別法がある分野は別ですが、占有一本でやっている。

#### **序論4．ペーパーシステムと登記登録制度**

どれがいいかを本当は議論しなければいけないわけですが、なかなか微妙で国によって分かれています。自動車の所有権も、ペーパー制度か登記登録制度がいいかということがあります。実は、CP とか電子 CP でも議論になりましょう。無券面化の議論では、一般にペーパーの制度は目に見えない権利を紙に書くことによって安心して取引できるようにすることで、人々の安心感に訴えるものはありますが、有名な証券分野の話のように、問

題は何のために紙に書くかということです。それは取引を促進するためですが、非常に取引量が増えますと、株とか国債、社債の投資証券の分野ですが、**紙の搬送リスク**と言っていますが、渡したりするだけで大変で、それで1960年代に、有名なペーパークライシスで証券会社がつぶれてしまった。紙のやり取りをするだけで大変で、そこでだんだん**無券面化**とか**不動化**という登記登録制度にアメリカは移っていったわけです。

そういうことから言うと、ペーパーシステムよりも登記登録制度のほうが進んでいるように思える面が一方であります。登記登録制度になったときは、さっきの話にちょっとかかわりますが、**公信制度がなかなか認めにくい**。これは非常にコントラバーシャルなテーマですが、ちょっと今回のシリーズの話から外れます。証券決済の議論をするときにはかなり重要な話ですが、紙の場合には時計と同じで、そこに書いたものを受け取る人はそれを見ればいいという制度設計をしますから、そこに書いてあるものを信じる者は救われるという公信制度を普通はつくる。有価証券の善意取得と言っていますが、登記登録制度の場合には、書いてあったものを信じる人に、善意取得を認める制度はつくりにくいのです。

二つ理由があり、一つは先ほどから繰り返し言っていますが、伝統的に**登記登録制度は公示制度**であって、真実が反映される程度をできるだけ高めようとしているし、反面、それを見て取引しなさいという制度でできています。かといって**100%正確**は期せません。しかし、他方において、すぐ信じた者を救うという形にはなっておりません。なぜかという、それは結局、**紙の場合には失った人の自己責任を問うことができる**と考えられるからです。時計でも同じですが、例えば時計を私が犬飼さんから預かってきたとか、拾ってきたとか盗んできたとかという場合には、それを買った人は善意で、「事情を知りませんでした」と言うわけですが、預けた犬飼さんとか、落とした人は一応自己責任というか、大事なものは金庫に入れておけばいいし、信頼できない人に貸さなければいいということが言えるわけです。

これは有価証券についても同じで、有価証券であっても、もともと権利をなくす人からすれば、金庫に入れておけばいいと一応言い得るわけです。もうちょっと抽象的な法律が使う言葉で言うと、**帰責事由**があるという。つまり防ごうと思えば防ぐことはできる。他方、買うほうの人は単に信じて買ったからです、保護してもらわないとどうしようもないということで、公信制度というものが認められるわけです。

しかし、登記登録制度という世界になりますと、登記登録制度は自分がやるものではあ

りません。普通はどこか国とか中央で、だれか第三者のもとで登記登録を把握しています。例えば証券決済の制度で言うと、保管振替機関とか証券会社の帳簿とか、別のところで登記登録がなされて、アメリカの動産担保制度で言うと州の登記事務所ということになります。

だとすると、権利を取得する側から見ると、善意・無過失で何の落ち度もないかもしれませんが権利を失う側から見ると、簡単に言うと「自分の関知しない、コントロールできない部分で帳簿が書き換えられ、自分の権利があたかもないように、つまり真実と不一致のような登記登録がなされ、それを信じた人が救われたのでは、たまらない」ということなのです。簡単に言うと、と言いましたが、基本はそういう考え方です。

社債等振替法とか株券等保管振替法でも善意取得の規定がありますが、しかしそれは例外ということになります。それはなぜかという非常に大きな問題がありますが、ちょっと話が外れますので省略させていただきますが、結局、どの制度を取るかはなかなか難しいところであり、どういうふうに組み合わせていくのかは、十分議論しなければいけない話です。

## 序論5．債権について

公示制度と公信制度で既に30分以上お話してしまいましたので、物権の話は省略して、債権の場合にどうかをちょっとだけお話させていただきます。債権とか債務については、大きく分けて**指名債権**と**証券債権**があることは、第1回(P.20の脚注19参照)のときに頭だしさせていただきました。これはドイツ語の翻訳で、いろいろ議論はありますが、簡単に言うと、債権を行使する、100万円なら100万円という金銭債権を取り立てるときに、紙を出さなければいけないものを証券債権と言っています。有価証券が典型的です。それらに対して、紙を出さないで行使できるものを一般の債権、目に見えない債権ですが、これを指名債権と言っています。

私法上の有価証券については、その定義をめぐって、権利の行使に限られるものかとか、権利の移転及び行使によるものかとかの議論が学会ではありますが、差し当たって重要な部分はそこだけですので、簡単に説明させていただきます。

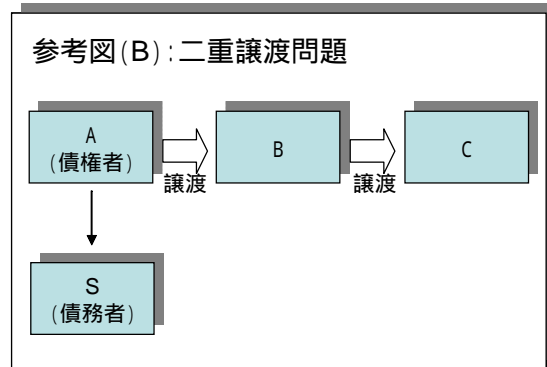
債権については**存否**と**内容**が問題です。いまの例で言うと100万円という債権を、私が犬飼さんから借金して100万円の債務を負っているといても、これは口約束で債権・債務が発生します。目に見えない権利になります。さあ、これをどうするかということですが、目に見えないうちは指名債権と呼んでいます。これを例えば手形にするとか、社債に

すると、CP にしますと証券債権ということになり、イコール有価証券ということになります。

債権の存否は、そもそもこの100万円という存在、あるいは「帰属」と言ってもいいですが、債権が存在しているのか。また犬飼さんが債権者で私が債務者かという問題。第2の問題は債権の内容。100万円なのか、弁済期はいつなのか。あるいは利息をつけて払うなら利息についての条件はどうかということです。

これらについて、公示制度と公信制度は、証券取引法等を外して考えますと、そもそもどのようになっているかという話ですが、まず指名債権については、もちろん公示制度はありません。公示しろという制度ですから。公信制度はあるかという、やや微妙ですが、基本的にはありません。基本的にはありませんというのは、皆様方もご存じだと思いますが、ロジックを整理するためだけに言わせていただきますと、さっきの二重譲渡の例で、

AがBに譲渡し、Cにも譲渡をしたという例を挙げましたが、図のように債務者をSとさせていただきますと、Sが私でAが犬飼さんで、100万円の、この矢印は債権の方向ですが、AがSに対して100万円の債権を持っていて、それをBに譲渡したと



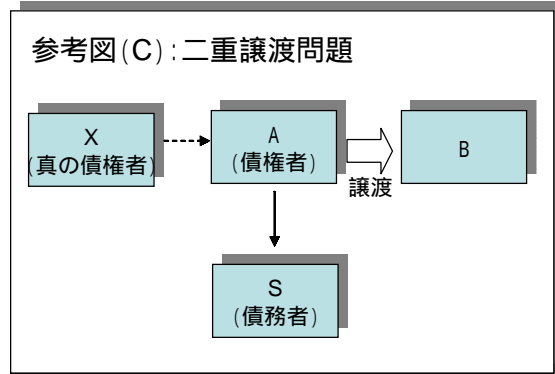
きに、もしAがこの債権を持っていなかったらどういうことになるかということ、Bはどんなに信じて、つまり善意・無過失であっても、この債権を善意取得することはありません。

しかし、第1回の社債のとき（第一回講義 P.20）にちょっとお話しましたが、いわゆる**抗弁の切断**という内容面については、例えばSがAに対して抗弁を持っていたとしても、AがBに譲渡した場合には切断されるような場合が生じ得ます。ただ、一般には債権が譲渡された場合には、抗弁の切断はありません。法律の条文だけ言いますと、指名債権の場合には、Sが異議なき承諾をした場合だけが例外で、あとは証券債権の場合には抗弁の切断がありますが、それ以外に指名債権の場合にはありません。

話を戻させていただきますと、債権には公示制度はありません。他方、しかし非常に重要なことは、債権の場合には**Sを免責させる制度**があります。SはBという人が債権者らしい顔をしてやってきて、それを信じて払ったら、もうAに払わなくてもいいという制度があります。大変有名な民法の478条ですが、**債権の準占有者に対する弁済**です。

例えば銀行実務などですと、預金通帳と印鑑を持ってきた人に銀行が払ったら、本当はAが預金者なのだけれどもBがそれらしい顔をして通帳と印鑑を持ってきた。Sは銀行です。それに対して預金を払えば免責されるという話です。結構厳しいですが、単に払えばいいというものではないですが、そういうものがあります。

そこで、少なくとも言えることは、債務者Sの免責を認める場合のほうが、Bの善意取得を認める場合よりも範囲は広いということになります。これが**証券債権**（第一回講義 P.20 参照）になると、例えば手形や、株や社債の場合で言うと、Aが無権利者であってもBはこれを取得します。実は真実



の権利者（Xさん）がこっちにいたとして、Aがこれを盗んできた場合は若干例外がありますが、いろんな国に共通のルールで言うと、拾ってきた場合のほうがいいと思いますが、真実の権利者はXさんで、Aは無権利者ですが、それでもそれを信じて買ったBは、**無重過失**と言っていますが、この場合にはBは保護される。もちろんSは免責されます。

したがって、債務者Sが免責される場合のほうが広くて、そしてBが善意取得する場合、**BFP**（bonafide purchaser）ルールと言っていますが、その場合は狭いのです。一般には有価証券の場合は、Bは善意取得もするし、債務者Sは無権利者に払っても免責される。だけれども、**指名債権の場合には**、債務者Sは無権利者に払うと免責されますが、**善意取得はない**。逆ではないのです。なぜかということですが、それは、私に言わせれば、これは第三者への善意取得をどの範囲で認めるかは極めて政策的な判断なのです。これは債権の流通性を高めるためにどの程度Bを保護するかということは、Xを保護しないかということですから、先ほどの話で、Xは自衛できるような場合には、XとBと**どちらを勝たせるか**という話なのです。これに対して、ある条件のもとで、**債務者Sは絶対に保護しなければいけない**と、私はいつも言っています。

なぜなら、仮にSを保護しないということになったら、およそ指名債権とか債権という制度は使われなくなります。Sは常に二重払いするリスクがあるということになりますと、全部キャッシュでやろうということになって、債務というものは使われなくなるおそれがある。債務者Sは絶対に保護しなければいけない。どんな債権や指名債権制度であっても、それに対してBを保護するかどうかは、BかXかどちらかを保護するかですから、保護し

ようがしまいが、法律的な言葉で言えば、債権が使われなくなるわけではありせんし、流通しなくなるかどうかは別個の政策判断だということになります。

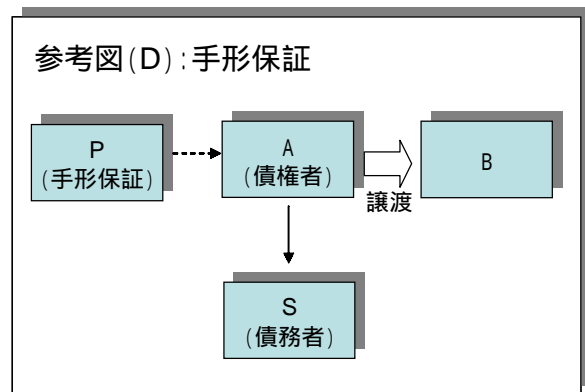
大変抽象的な話で申し訳ないですが、前回の CP の話 ( P.91-93 ) について若干触れたと思います。一つはご質問が非常に細かい話だったと思いますけれども、発行されたサムライ CP が紙 ( 手形 ) の場合には、手形保証することによって中央銀行が担保適格としてそれを受けてくれるという話なのですけれども、電子 CP になったら紙がないために保証のしようがない。保証のしようはあるのですが、手形保証のしようはないわけです。手形には手形保証という「柵から牡丹餅 ( ぼたもち ) 」のような制度がありまして、手形法 32 条ですが、約束手形ですと独立性ある手形保証という制度があります。つまり、手形上に保証した場合には、その保証債務は非保証債務、その他、原意債務、もとにあった債務等から独立しており、保証の対象となった債務または原意債務が仮に無効であったとか、瑕疵があったとか、いろんなものがあつた

としても、保証債務は独立抽象性なので、ちょうど知行証 ( 注 : ( ちぎょうしょう ) 江戸時代に藩主より家臣の武家に下された給与証書 ) みたいなものです。独立抽象的であつて絶対に払わなければいけないというものであります。

別の例になりますが、S という人が

100 万円負っているものに、前回の例で言うと、親会社である P なら P という人が保証をすれば、この保証債務は完全に独立している。仮に A - S 間の債務がなくても、P - A 間の保証債務が独立して存在しているのです。厳密に言うといろいろ例外とか、どういう場合に付従性が独立性かという議論もしますが、いまは話を簡単にします。

したがって、約束手形の場合に、S が振り出すので A がこれを持っているわけで、その手形上に P が手形保証しますと、100 は、保証とは言っていますが、経済的には保証かもしれませんが、法的には**独立した債務**に極めて近いものになります。ですから、これを割り引いたら、受ける者からすれば安全です。万が一これに何かがあつても、常に P に信用力があつて、P が手形保証している限り、P が振り出しているのほとんど同じということになるわけです。



## 序論6．コラム（約束手形CPと短期社債である電子CPとの性格の違い）

日本にCPが導入されたのは1987年ですが、たまたま約束手形という形態をCPが使ったのは、銀証相乗りのためにだけ使ったのです。つまり証券取引法上の社債にしたいくない。そのために民商法上、社債にできなかった。なぜなら、民商法上、社債にするとストレートに証取法上、社債になり、証取法上の社債になると銀行は取り扱えない。それではいけないので、銀証相乗りにするために、証取法上の社債にしたいくない。そのためには商法上、社債にできない。その結果として、探したら商法上、約束手形があったので約束手形にしましょうとなっただけのことなので、完全に「棚から牡丹餅」なのです。

本来は、CPは、そういう意味では民商法上は社債であるべきもので、社債とは何かという問題はありますが、少なくとも約束手形の世界のことではないと言っていいと思います。ただし、私がちょっとひねくれている、電子CPの立法のときには、電子CPを、短期社債と位置づけることには、やや躊躇したのです。それは全く別の理由です。それは社債法制があまりにも重過ぎるからなのです。実際の立法はどうなったかということ、社振法は結局、短期社債法として立法されました。短期社債にしたのですが、重たい商法の規定は全部適用排除しましたから、そういう意味では実質はいいのですが、いずれにしても若干ひねくれています。基本的には、社債の重たい規定を別にしますと、民商法上、資金調達手段は社債か約束手形ですかということ、それは社債でなければおかしいわけです。

アメリカの商法、Uniform Commercial Code、統一商事法典と訳していますが、約束手形は第3編であり、社債は第8編なのですが、第3編、コマーシャルペーパーと呼んで紛らわしいですが、CP。8編のほうは投資証券、Investment Securities というふうに呼んでいます。第3編にまた戻りましたか、negotiable instrument に戻ったかもしれませんが。流通証券と、もともとそういうふうに呼んでいたのですが、いずれにしても手形、小切手が第3編で、社債は第8編なのですが、重要な規定があり、「あるものが両方の定義を満たしたらどうなるか」という規定です。あるものは約束手形の定義にも該当し、社債の定義にも該当したら、3編と8編のどちらが適用になるのかということが書いてあって、答えは8編なのです。これは極めて正しい。

日本も、本来は民商法上、あるものが約束手形の定義に該当し、同時に社債の定義に該当したら、社債のほうの方が勝つのが正しいはずなのです。ですが、1987年に導入したときは、社債でなくするために約束手形といったので、約束手形に社債の規定を適用するわけにはいけないので、約束手形といったら社債の規定は適用しませんと整理したのですが、その

ような整理は、本当は成り立たないので、本当は間違っただけというふうに思いますが、なぜかみんなで渡れば恐くないということで、それでやってきたということでもあります。

### 序論7．独立性のある保証

さて、話を戻させていただきますが、手形保証というのは棚ぼたですので、CPは、本来は社債なのです。社債について手形保証という制度はないわけであり、保証するのであれば普通の保証というものはあり得ます。ですからPが親会社として普通の保証をする。独立性のない保証、これが普通の保証です。ところがたまたま約束手形についてそういうこと（日銀担保適格にするということ）をやってしまったものですから、電子CPになった場合に、やはり同じぐらいに強い保証がないと受けられませんという話をしているのだと思うのです。これは手形保証が特殊なので、そもそもCPを手形としたことがおかしいのであって、その中央銀行のほうが自分で自分の首を締めているということでもあります。つまり、一遍そうやってしまったものですから、いまより弱いものを取れないという話に陥っているのではないかと思います。

電子CPの場合の考え方ですが、プランニングの観点と政策的な観点と両方あり、国としてどういう制度がいいかといったら、**普通の保証であるべき**です。なぜなら普通の社債に保証債というものがありますが、要は、普通の保証だからであります。そうだとすると、普通の保証でいいはずであり、約束手形型の、つまり券面のあるCPであっても、普通の保証で本来は動かしていくべきであったものを、たまたま手形保証という制度があったために、より強いものを使ってしまったというのが間違いであったと、政策的には言われています。

プランニングの観点から言えば、そうは言っても、いくら向こうが自分で自分の首を締めているとは言え、一遍強いものをつくったものを、電子の世界になって同じようなものを持ってこなければ認めないと言い張っていたらどうするかということですが、これはネゴシエーションの世界。前回ちょっと言ったと思いますが、そんなに言い張るなら1枚、紙を出してやったらいいのではないのでしょうか。約束手形でも何でも1枚大きな大券を出して、保証いたしますと書いておけば、紙を出せば独立性がありますので、そういう解決は一応あり得るのだと思います。しかし、せっかく電子の世界が動こうとしているときに、紙を残すというのは逆流しているという話であり、そういうことを前回ちょっとお話しさせていただいたと思います。

前回、ご質問をお受けしたとき、これを**公信力のようなもの(公信性)**<sup>3</sup>というふうに呼ばれた方がいらっしまったかもしれませんが、法律上の概念としては、これは公信性ではなくて、**独立性**というふうに呼んでいます。**抽象性**と言う人もいます。商業信用状の分野では abstractness というふうに英語で言っています。「抽象性」と訳すことがありますが、法律家はこの分野は独立性とか**無因性**というふうに呼んでいて、もとの債務が無効であったり、どうかしても影響を受けないというふうに呼んだりする場合が多いので、公信性とはちょっと違う概念ですが、しかし機能は同じです。ほとんど同じだと言っていいと思います。

## 序論 8 . 電子CPの公示・社債の公示

そこで、以上申し上げましたことを前提に、電子CPの公示ということを考えてみますと、電子CPの公示というのは、社債の公示そのものに過ぎないといえますか、社債の公示の応用編、短期社債の公示といえます。社債というのは何かというと、紙がある場合とない場合でどのように制度設計するかが違ってきますので、微妙ですけれども、社債のディスクロージャーという観点から物事を考えた場合には、社債を買おうとする人、すなわち投資家を保護するために法律が強制的に開示を求めるということになります。そのやり方はいろいろありますが、**社債の内容というものを公示させる**ということになります。

公示制度というのは当然のことですが、公信制度があるかないかによって価値は相互に関連します。先ほどは公示制度が100%あるほうが望ましい。100%という意味は、真実が100%公示に反映することが望ましい。100%反映していれば公信は要らないと言いましたが、公信制度があるという方を前提にすると、公信制度があればあまり公示制度というのは一生懸命にやる必要はないのです。もし、それがずれていとしても信じる者は救われますから。ただ問題は、失う者のほうをどういう条件で失わせるかという、失う者のほうに気を使わなければいけません、そういう相互関係になってくるわけです。

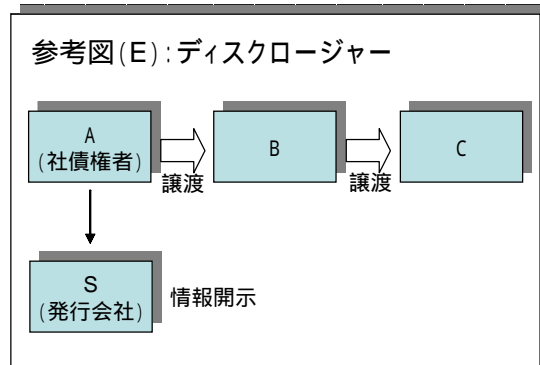
そこで、社債のディスクロージャーという場合には、証券取引法が言っているディスクロージャーの内容を指すことになります。**存否**というか、**Bが勝つかどうか**という話は、**紙がある世界では善意取得**ですし、**紙がない世界**も先ほど少し言いましたが、社振法が善意取得を「認めてしまいました」という言い方がいいのかどうかよくわかりませんが、善

<sup>3</sup> 第二回講義 P.93 参照。

意取得をそのまま継承する形を取っています。

### 序論9．強制ディスクロージャーなき場合

ほかにもお話しすべきことがあるのですが、**強制ディスクロージャーなき場合の法制インフラ**について一言補足させていただきたいと思います。それはどういうことかという、これはディーラー発行かどうかという問題はありますが、CPの場合は、Sが発行会社で、Aがディーラーというか、当初、仮に社債権者だとして、それをBに譲渡したときに、こういう世界を考えてみますと、証取法のディスクロージャー制度があれば、最初の発行については間接開示である有価証券届出書のほか、あとの適用除外に当たれば別ですが、目論見書を渡すことになるわけです。



証取法のディスクロージャーが適用除外になったらどうなるかというのが、前回、事実上のスタンダードであるインフォメーション・メモランダムがその機能を引き受けることになるのかどうかという話をしましたが、法律のロジックはどうなるかという話は、前回時間がありませんでしたのでしていませんでした。

普通の言い方はどうなっているのかといいますと、恐らく実務の言い方は、それは当事者間のネゴシエーションでありましょう。機関投資家との間ですので、Sが発行して、Bが当初、実質上の機関投資家だとしますと、Bは、AやSとネゴシエートして知りたい情報を自分で取る。それで取引を行うことにするでしょうというのが、普通の実務的な言い方です。だからSとしては売りたい、資金調達したいので、何も証取法が強制しなくても必要な情報は自発的に開示するでしょう。それは普通の言い方です。

法律のベースのルールは何なのでしょうということですが、これはディスクロージャーがない場合の**不実開示のルール**というのでしょうか。私がよく挙げる例で言うと、私が家を売りました、時計を売りました、しかし教科書に出ている例で言うと、実はその家はシロアリが食っていましたとか、欠陥時計でしたという場合がいい例です。つまり欠陥がこの時計にはあるということを、私はディスクロージャーしないで売っているわけです。それは買った人はどうなるかという、民法の原則は買った人は救済されるのです。**錯誤**であるとか、**瑕疵担保責任**ですとか、いろいろ言い方はありますが、少なくとも私に対して損

害賠償請求ができるというのは、民法の考え方です。

ただ、それは理論的な文献で言う、いわゆる**バッドニュース**と呼ばれている問題で、悪い場合です。欠陥があるのに私はそれを言わないで売った。私は**欠陥がある場合には**、民法の世界でも証取法がなくても、**アフーマティブなデューティー・トゥ・ディスクローズ**、**デューティー・トゥ・ディスクロージャー**と言ってもいいのですが、**ディスクロージャー義務はあると同じです**。なぜなら、言わないで売ったとしたら損害賠償するか直すか、取り消されるか、無効になるかのいずれかになるからです。

しかし**グッドニュース**については微妙でして、グッドニュースについては一般には民法はアフーマティブな、すなわちディスクローズする義務は負わせていません。ですから例えば、私がある古本について、本来 1000 円の本なのですが絶版になったからマーケットで2万円になっていた、ということを私は知っていたとします。しかしある古本屋がうっかりして、まだ市場に本が出回っていると思って 1000 円の値段をつけていたとします。私はその古本屋に行って、実はこれはもう絶版だから2万円の価値があるんですよと言う義務はなくて、1000 円払って私が買って、後から古本屋はそれに気がついて、あなたは知っていたのだから言わなかったと言っても、シロアリと欠陥の場合とは違って、私は賠償する必要はありません。普通のルールであって、つまりグッドニュースは、私が自分で調べた情報というのを相手に言う必要はなくて、それによって自分が儲けても相手は知らなくてもいいわけです。

したがって民法のルールは一般的に言うと、グッドニュースとバッドニュースの取り扱いには**非対称性**があるというか、取り扱いを区別しています。これが基本です。証券取引法はこれを変えていて、**強制ディスクロージャー制度**というのは、**グッドニュースもバッドニュースも一遍決めたものは、オールウェーズ・ディスクローズ**ですから、常にディスクローズしなければいけません。そういう制度です。

問題は、証券取引法の適用がなかったらどうなるかといいますと、いまの原則に戻ることなので。したがって、アメリカの場合には、いまの原則（不実開示のルール）で**私募の世界は動いている**ということになりますし、**ユーロ市場の場合でも**そういうことになることになります。そうだとしますと、実はそれは当事者間のネゴシエーションでしょうという実務的な言い方をしますが、それを法的に評価するとどうということかということです。法的に評価すると2点が間接的に当事者の行動に影響を与えることになります。

一つは、いまの話と関係ない、前回（P.68-69）お話をした「**公募のおそれ(私募規制違**

反だったら公募になるという考え方)」の話。つまり、その後転売制限から外へ出ますと、その時点で公募になるかどうかというのは前にお話しましたが、それが若干影響を受けます。今日の話とは関係ありませんが。

もう一つが民事責任というものです。民事責任というのは今の話でして、シロアリが食っているとか欠陥商品だということになりますと、これは事後的に損害賠償責任を負うというのが一般のルールですから、したがってバッドニュースは言わなければいけないという点は、間接的に既に民法の一般ルールとして存在しているということです。

### 序論10. プロについて

もう1点、証券取引法のディスクロージャー適用除外取引。新しいテーマですが、プロについて申し上げます。一般には、諸外国の適用除外取引には、短期、少額、少人数、プロとあるのですが、日本には現在、短期はありません。流れとしては、私は短期も入れるべきだと思っているということも前回申し上げました。なぜなら、それはコストベネフィットの問題で、1カ月という商品だと、いちいちディスクローズしていたのでは全然割が合わない。ディスクローズしているうちに1カ月たってしまうたりしますので、どこまで短期かという問題はありますが、CP みたいなものは短期除外でいいのではないかと考えていますが、現在の制度はそうになっておりません。

日本は、少額、少人数、プロとあるわけですが、このうちのプロとはどういう意味なのかを確認させてくださいということです。これはそもそも、理論的にはフェンド・フォー・ユアセルフと言われている、いわゆる自衛できるものは、ディスクロージャーで保護する必要はない。当たり前です。自分で自衛できるわけですから、何も法が保護してやる必要はないわけで、それにディスクロージャー義務を課していたらコストがかかるだけで、ベネフィットはゼロです。ロジカルに言えば、もともと自衛できるわけですから。そういう考え方からすれば、**本来は自衛能力を有するものであれば、個人であっても当然これ(プロの範疇)に入らなければいけないということだ**と思います。

しかし日本は、ご存じのようにもともとプロ私募は認めてこなかったのです。ようやく平成4年でしたが、改正で初めて入ったわけで、非常に遅れているわけです。そういうことと言えば、日本はスタートしたときは金融機関とか証券会社に限るという、適格機関投資家というのが非常に狭い範囲からスタートをしてきております。現在、一定規模以上の事業法人も入りますが、金融庁へ届出をしなければいけない。年1回だけというので、そ

れはいくらなんでもないでしょうということで、今年2回になりますが、何で年2回でなければならないのか、届出なのに随時でなぜいけないのかということで揉めていますが、いずれにしても個人は全然入っておりません。しかも事業法人もご存じのように要件があるわけです。

日本は理論的な考え方からいうと相当遠いわけですが、将来は個人も含めて自衛できる、これをどういうふうに要件をつけるか難しいですが、人という考え方で整理すべきであるというふうには私は考えます。

(犬飼事務局長) 非常に重要なご指摘、我々が普段漠然と考えていることを、法律のロジックの面で整理をしていただいて、そういうことなのかと、皆さん思われたと思いますが、一応ここで一旦切らせていただいて、ここまでのところで何かご質問があればお受けしますが、何かございますか。

#### 序論 1 1 . 手形保証問題のその後

(中村氏(ソニー)) 先ほど日銀さんのお話が出ましたので、前回のご質問のその後の状況をご紹介させていただきます。ご案内のとおり、保証付きサムライ電子CPについては保振さんのほうの動向がちょっとタイミング的に難しいかもしれないということもあって、日銀さんとしては、やはりスマートじゃないのはわかっているけれども、何か紙が欲しいということになるかもしれないという状況になっているのですが、一応私どもとしても対応する用意はありますと言っているのですけれども、日銀さんがどのくらい深く考えて手形保証を要求したかによっては、実務上は非常に苦慮することもあるなあと思います。

すなわち、単に日銀さんが実務上の手形を見れば、そこに書いてあるからわかるじゃないかというだけの理由で、簡便さの観点から手形保証にしてくださいと言ってきたのであれば、非常に救われるのですが、日銀さんの内部規程で、**債務者は本邦にいなければいけない**というのが、手形保証だったらおっしゃるとおり非常に強い保証ですのでカバーされるという理由で、手形保証として選んでいるのであるとちょっとまずいなあと。例えば新しい制度において、別に手形をくださいとか、あるいは真正連帯債務者になってくださいというようなことを言われると、さすがに実務としては、手形保証といっても、まあ保証ですよという会社の中を通してきた経緯もあるので、そこまではっきり突き詰められると非常に苦慮するなあと思って、いま心配しているところです。どちらに日銀さんのお考えがあって、どちらの方向で出てくるのかによって随分対応が違うという状況になってお

ります。ちょっとご紹介までということでございます。

## 序論 12 . エンフォースメントについて

(犬飼事務局長) ほかにはいかがですか。では、私のほうから質問というか感想というか、2点ほど。一つ目は、情報のマテリアルなアドバースオMISSION(material adverse omission)やインサイダー取引みたいなものがあつたときに、どういう対応になるかというところで、日本の場合にはいまの証券取引法においては、罰則というのは非常に軽い。ということで、これが見直されようとしているということだと思いますが、これの世界標準というか、シビルの私法的な面も、クリミナルな公法的な面も両方とも、重大性によって、いろいろな適用というものが間髪を入れずにやり得るということが、世界の流れかと思うのですが、その意味で、日本の金融資本市場、社債市場というものを悪くしている原因は、そういう適時のエンフォースメントができないところに原因が一つあるのかなというようなことを少し思い浮かべながら先生のお話をお聞きしました。

もう一つの点は、資本市場、特に社債市場で、例えば、日本以外の、イギリスでもアメリカでもほかの諸外国でもおそらくほぼ同じだと思いますが、トラスト・ディード(trust deed)に基づくトラスティが機能を果たしていると思いますが、その機能は、例えば、公示、公信の制度の世界とどう関係しどの程度補完ないしは代替しうるのか。理論的にもよくわかりませんが、そういうことを漠然と考えました。また、トラスト・ディードとトラスティの機能というものは日本には発達しなかった。そのかわりのものとして、受託制度や社債管理会社制度みたいなものができて、それは本来の意味のトラスティとは全然違う発展になってしまったのかなあとと思います。うまく言えず、直感的で申し訳ございませんが、その2点を感じました。

(神田先生) ありがとうございます。若干感想を申し上げます。第1点の方は、今日のはあえてお話をしなかった点なのです。エンフォースメント・サンクションの話でして、いま世の中が非常に動こうとしていて、今度証券取引法の改正法案が国会に出ますが、エンフォースメント強化ということで、おそらく、まだはっきりしません新しい課徴金制度みたいなものを導入してはどうかという話です。どのぐらいのサンクションというか、制裁があると世の中の水準が達成されるかというのは、非常に難しいところで、ただ、犬飼さんがおっしゃったように、日本の資本市場だけを見ると、どうもアンダー・エンフォースメントの傾向があるのではないかという感想を持っています。ただ、なかなか難しい

ところで、一罰百戒がいいかどうかということです。ですから駐車違反をなくそうと思つたら、駐車違反1台に100万円取れば、100台1万円で捕まえなくても済むわけなので、そういう平均値だけを取れば摘発は少なくとも、ものすごく罰金を高くすれば、平均的なエクスペクテッドバリューはそれなりのものになります。しかしその考え方でいいかどうか非常に疑問です。

いつも言っていることですが、駐車違反はなぜなくなるかというのは、いろんな理由があるかもしれませんが、あれはルール違反ではあるのですが、まあ、あの程度でも一応社会は不安定にはなっていないというか、これに対して強盗や殺人があ程度のエンフォースメントだったら、社会そのものが成り立ちません。ですから結局これは、刑事罰とか行政罰とかによりますが、どの程度エンフォースすることによって社会が安定的になるかということ、抽象的に言いますと、ある程度安定的になるところまではエンフォースしなければいけないということだと思います。

問題は証券取引法の分野がどうかということですが、やはりちょっとアンダー・エンフォースメントではないかという認識は共有されておりまして、したがって、刑罰の強化がいいのかどうかは微妙ですが、いまの動きはむしろ課徴金制度みたいなものを導入する。あるいは民事責任をもう少し使いやすくするような形にすることで、多少ともエンフォースメントのレベルが上がらないだろうかというのが現在の動きです。なかなか難しい問題だとは思いますが。

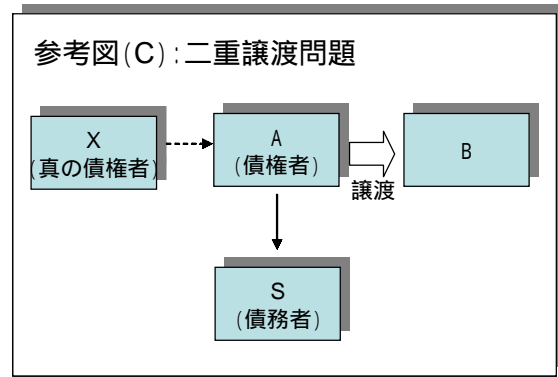
実は独禁法でもカルテル、談合などがいい例だと思うのですが、摘発されても何遍でも繰り返しやるのです。課徴金を払ってでもやる。それはやったほうがきっと儲かるからなのだと思うのですが。ですからこういう話は別の議論をしなければいけない話ですから、これ以上は申しません。

### **序論13．トラスト・ディードの問題**

2点目ですが、さっき時間の関係で飛ばした点が1点あるのです。それは前回お話をしたと思ったので飛ばさせていただいたのですが、社債要項の問題で、いま犬飼さんの話でトラスト・ディードの問題。

それは何かというと、先ほどの言葉で言うと、債権、債務の存否の問題なのか、内容の問題なのか。存否の問題だけ今日の最後にお話をします。

存否の問題は、Aは不存在。Xに債権が帰属していてAは社債を持っていない。Bが買った場合に善意取得するかどうかという問題です。内容の問題は、Aが社債を持っているが、内容はどのような内容なのかというのは、社債要項に書き、トラスト・デュードに書くのです。



問題は、Bにどうやって引き継がれるかというのは、前にもご質問を受けたと思うのですが、私は、普通はどう答えるかといいますと、それは社債要項に書いてあればBは縛られますと答えます。なぜなら社債というのは、そういう内容のものとしてつくられたのであって、したがって、これは、社債というのはそういう内容のものなのです。これは、社債ではなくても、一般の**指名債権**で、犬飼さんに私が100万円の借金をして、私が1年後に返しますとか、半年後に半額返して、さらに半年後にもう半額返します、利息はいくらにします、というのを決めておいたとしたら、これは二人で作り上げたものです。だからその作り上げたものは、それを譲り受ける人が出てきたとしても、普通は拘束されるはずで、という説明をしたと思いますが、実は、法的には、内容は、本当はよくわかりません。

わからない理由は二つありまして、一つは、**抗弁と称する世界**になると、**接続か切断か**（第一回講義 P.20 参照）という問題が途端に生じてくるからです。つまり私は半年後に払えばいい、1年後に払えばいいというのは、私の抗弁だというふうに法律家が表現すると、これがほかの人に言えるのか。知っている人にはもちろん言えますが、知らない人のときに言えるのかという問題が一応生じます。指名債権では、法律曰く、「**異議なき承諾**を私がしたらだめで、そうでない限り言える」と書いてありまして、「**証券債権**（第一回講義 P.20 参照）ではだめ」と書いてあるのですが、**何が抗弁かというのはわからないこと**なのです。**社債は証券債権**ですから、非常に微妙だといえます。

第1点は、内容にかかわるものは、原則は債権債務の内容というのはもともと作り上げたものですから、時計なら、そういうものとしてつくったものですから、それはそのまま行くはずなのです。それは社債要項が作り上げるわけですが、ただ、あるものを抗弁と呼ぶとわからなくなるということです。伝統的には抗弁というのは、これとは別の、時計で言うと、時計とは別の外の世界で何か反対債権を持っているかとか、だから相殺する

とか、それははっきり抗弁なのですが、内容そのものの一部が抗弁をなすかどうかというのは、実ははっきりしません。

第2点ではっきりしない点は、似たようなことなのですが、移すときに、今度はどこまでが当然に移るのかというのがよくわからないのです。これはあまり社債の場合には問題にならないと思うのですが、最近あるところで盛んに議論している例で言いますと、貸付債権です。銀行は、ローンを終わって、そのローンを譲渡したというときに、ローンそのものの中身としてコベナンツとかいろいろありますが、さらに基本契約書とか銀取約定上のいろいろなものがあるときに、どこまでが移るのかがわからない。裸のローンが移る、最小限の部分は移ると思うのですが、どこまでがくっついて移るのかよくわからないのです。これが二つ目の理由で、したがって存否のほうはともかく、内容については公示、公信という世界で切れるほど、まだ実は物事ははっきりしていないのです。

ただ、存否と同じように、**存否について公信が認められない世界**については、**内容についても公信は認められません**。これははっきりしていると思います。ただし、いま言いましたように、トラスト・デッドとか社債要項の話というのはどこまでついて回るのかというのは、実はよくわからないところがあります。しかし前回は、そうは言いませんでした。社債要項に書いたものは引き継がれますと申し上げました。その結論は、その限りにおいてはそんなにおかしくないと思います。ただ、ぎりぎり言い出すと、非常にややこしい問題があるということです。

#### **序論14．電子CP発行要項のホームページへの掲載**

(岸田氏(オリックス)) 一つご案内と、それを見ていただいて参加者の方々の貴重なご意見を今後いただきたいと思っておりますが、当社ではこの2004年2月、来週の月曜日になりますが、公募の電子CPを発行する運びになっています。昨年度からいろいろ計画等々進めてきまして、今回このプロジェクトでまさにテーマになっている要項について、我々も非常に問題意識を社内的に持っておりました。前回、今回の講演等々、非常に参考にさせていただきました。実は先週になりますが、短期社債(電子CP)発行要項を自分なりにつくって、ただ、それをどう公示していくかということも非常に悩んだのですが、とりあえず当社のウェブサイト、ホームページのほうに掲載することにしました。これは特に公募だからということではなくて、やはり投資家にとってみれば公募も私募も関係ない話ですので、一応双方、公募の有価証券であっても、私募の有価証券であっても共通する

公募を、発行要項として掲載しています。

個別の有価証券についての記載も検討はしたのですが、やはり日々、毎日発行しているようになりますので、なかなか物理的にアップデートできないというところもございますので、これは実は保振さんといろいろお話をしまして、当社のウェブサイトのほうから保振さんのほうの銘柄公示情報にリンクをしまして、なるべく個別の発行についても皆さんにわかっていただくような、仕組みをとりあえずつくりました。

ただ、当社としてはやはりそういった将来の市場慣行もしくは開示手段のあり方については、引き続き興味を持っておりますので、参加者の皆さんと投資家保護のために何かいい手段を早くつくっていきたいと思っています。具体的に今晚でもホームページを見ていただければ、次回以降、もしご意見等をいただきましたら、我々も受け止めていきたいと思っています。以上です。

(神田先生) ありがとうございます。前回の話の延長で、例えば公募か私募かは問わず、まあ私募の場合が現実的には必要なのかもしれません、いまおっしゃったような社債要項を標準化したような、モデルのようなものを例えば日本資本市場協議会で準備するとか、そういった場合にディーラー発行か、いまおっしゃった直接公募発行は、どちらも投資家にとっては同じですね。ちょっと今後詰めてみないとわからないのですが、今回のシリーズの成果物として、ぜひそれはできたらいいですね。

## (本論)

### 本論1．社債と融資の法制について

(神田先生) それでは、社債と融資の話をしていただいてよろしいですか。担保法制の話は次回ということにさせていただきます。

前回お配りしたものを、なぞり直すような感じで大変恐縮ですが、私の問題意識をもう一度言わせていただきます。日本では従来はお金を貸すというものは、ずっと貸しっぱなしですから、それを評価することはあっても、それが流動化するとか、その貸出債権を譲渡するということはあまり想定されていなかったと思います。昔の話です。しかし、社債というのは本来、転々流通するものであった。それにもかかわらず、日本の従来は社債も流通しない。そういう意味では社債も貸出も両方流通しないという世界だったと思います。

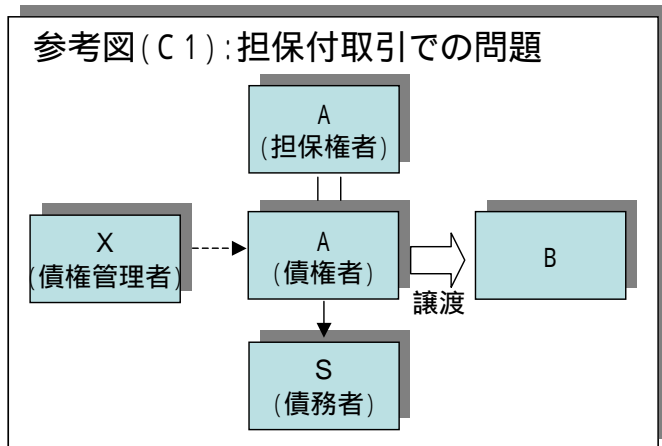
ところが法制度は、ご存じのように、社債についての法制とローンについての法制はあまりに違い過ぎて、こんなに違うのは私が知る限り先進諸外国で日本だけです。この段差

が違い過ぎていまして、これが今まであまり問題になってこなかったのは、おそらく、社債も流通しないし、ローンも流通しなかったからです。社債もずっと銀行が持っているという話だったと思いますが、社債が流通しはじめたら、社債法というのは本来流通を想定しているのだが、やっぱり使い勝手が悪いということで、社債法はどんどん変えなければいけなくなってきた。しかし今度はローンも流通しはじめましたので、こういうことになってくると、果たしてローンの法制度インフラはいいのだろうかというのが、「連続化」という表現がいいかどうかよくわかりませんが、要するに流通するものからしないものまで、広くカバーできるような法制度でないと困るのではないかというのが、私の問題意識です。

もちろん、証取法の世界に入るような意味での社債という線はあると思いますが、その話ではなくて、私法上の法制度インフラとして社債法制と融資法制があまりに違い過ぎる。こういう国は珍しいのではないか。珍しいだけなら問題はないのですが、産業金融の足を引っ張るのではないかというのが私の問題意識です。

前回、図（参考図（C1）参照）をお配りしましたように、この話は担保付取引で特に顕在化するというのが私の理解です。担保付取引を念頭に置いてみますと、一番大きい「民法の大原則」は、貸した人が担保権者でなければならないという非常に単純な原則です。債権者＝担保権者ですから、この例で言うと、AがSに対して貸したということと言いますと、Aが債権者ですが、Sという債務者から、イコール担保権もAが持たなければいけないというのがあります。

繰り返しになりますが、考えてみると、このアウトソースの時代にAは仮に無担保債権であっても貸すのは自分です。でも債権管理



は人にアウトソースします。さらに回収取り立てはプロに任せます。自分より専門家に任せますというのはいくらでもあっていい話です。これをサービサー法と呼んでいるわけですが、そういうふうに与信取引というのは当然アンバンドリング（第一回講義 P.5 脚注 4 参照）するのが普通であって、そうだとすると担保付の与信も当然アンバンドルするはずのものであって、担保の管理は別のXという人に任せますという仕組みがあってもよさそうです。しかし、これはないのです。したがって貸付をAがBに譲渡して流動化してきま

すと、A、B、Cと譲渡したり、シンジケーションもそうですし、シンジケートローンもそうですけれども、貸出債権の流通市場ができますと、これが転々流通したり、あるいはこれが当然シンジケーションならば、例えば100億貸しても5行で20億ずつ貸すとか、そういう形に社債的になっていくわけです。

しかし、自分が担保権者じゃなければいけないと言われたら大変です。全部自分で担保を持っていて、譲渡した度毎に、担保も譲渡していなければいけない。担保を管理するのはX会社という人がSの持っている、土地・建物ではちょっと古い、最近はキャッシュフローベース担保ですけれども、担保を管理し、債権のほうはB、Cに流通したり、自由に切り張りしたりもしているという世界は、ローンの世界においてもあってしかるべきなのですが、存在しないのです。存在しないのみならず、ダメと言われているということで、私も全く理解できないのです。

幸か不幸か、社債の世界にはこういう仕組みができ上がってしまっていて、**担保付社債信託制度**と言っていますが、これが社債の場合には、社債が勝手に流通しても、担保権者の担保権はXという受託会社が担保権の管理をするので動かない。こっち（担保権者）はいろいろ動きますけれども。したがって、これは別に社債の世界にあるだけではなくて、民法一般というのでしょうか、ローンの世界にもこういうものがあってしかるべきであるというのが私の主張です。そうでないと、シンジケートローンを担保付きでやれないということではないかと私は思います。

それでは、担保法は美しい世界かということ、とんでもない。明治38年にできた非常に古い法律で、何を言っているのかわからないような法律でして、その後いろいろ変えています。担保法（担保付社債信託法）はとんでもない法律でして、これは変えなければいけない話がいっぱいあるのです。担保法は担保法で、担保に取っていい物件というのを4条で限定列挙しているのです。例えば、セキュライゼーションかなにかで担保法を使おうと思えば全然だめなのです。限定列挙に入ってきません。

簡単に言うと、**債権というものは担保にできない**のです。証書による債権質と書いてありまして、その形を取らない限りは、債権は現在の担保法4条の対象になりません。何で担保法4条が限定列挙しているのか知りませんが、たまたま、本年2004年3月に法律を変えようとしている信託業法というのがありますが、あれも信託受入財産というのを4条で限定列挙して、4条というのは大体よくない規定が多いのです（笑）。担保法の4条を廃止してもらわないと困るということがあります。

## 本論2．担保制度について

(神田先生) もう一つ、ここから先は時間の関係がありますので、次回の頭だしも含めて2点ないし3点申し上げます。それは担保制度の話になりますが、第一に、アメリカのUniform Commercial Codeのような制度が望ましいかという話なのです。日本でも大きな議論があるところで、これは**動産債権担保**について、登記登録制度を取るということなのです。ただ、それだけではとどまらず、日本語で言うと**将来債権**のほうを**根担保**とっていますが、それから**目的物の変動**とっていますが、アメリカの動産債権担保というのは日本法と比較しますと二つの特徴があります。

(1) 一つは**登記登録制度**である。

(2) 第二は**将来債権**と、**目的物**というのは担保の対象となるものですが、これについて非常に**柔軟**であるということです。あまり特定しなくても、英語で上を**future advance**というふうに呼んでいます。複数形で書くならば**advances**。目的物の変動をするほうを、俗に後から入ってくるものを含むというので、UCCの言葉で**after acquired property**というふうに呼んでいます。

どういうことかと言うと、普通の在庫品のファイナンスを考えてみますと、ここで自動車製造工場があったとします。これをどうするかというと、金を貸す人がいて、一般に**ジェネラル・ファイナンサー**と言っていますけれども、銀行の場合が多いです。お金を貸すとどうするかというと、どんどん後から貸していくものも含めて**将来債権**と言っていますが、ここに存在するもの全般について、特定せずに全部担保に取りますという登記をしてしまうのです。そうすると、在庫品が外へ出たり入ったり、物は変動しますけれども、あらゆるものがこの債権の担保になるし、その債権も将来入ってくる債権も含めて有効な担保権を取得するというのは第9編の仕組みなのです。

これは日本からは相当遠いのです。日本では制度がないわけではなく、目的物が変動するほうは一部**動産抵当制度**というのがありまして、**財団抵当**、**工場抵当**というのが若干まだ今でも使われているみたいですが、**企業担保制度**というのもあって、「あるもの全部」という制度が一つだけあるのですが、**企業担保権**というのは非常に特殊な**企業担保法**という法律で、社債にしか使えない。さっきの担信法の4条に入っているのですが、社債の場合にだけは全部を押さえる制度があるのですが、ただ、**企業担保制度**というのは担保権が非常に弱くて、第三者に譲渡されたらもちろん効力はありませんが、その中の個別の財産について、後から別の人が担保権を設定したらそっちが勝つのです。ですから、**企業担保制**

度というのはすごく弱い制度で、しかも社債にしかないという、昭和30年代に興銀（日本興業銀行）がつくった制度なのです。それはともかくとして、企業担保制度をどうするかという問題もありますが、一般に抵当制度、財団抵当、工場抵当といった制度が若干あります。

将来債権をカバーできるかどうかというのは、根担保という制度で、不動産については根抵当という制度がありますが、動産についてはありません。変動する目的物については、これを特定しないでやれないかということについては、原則は、民法の世界ではそれを想定していません。しかし最高裁の判例理論で、一定範囲で集合動産譲渡担保とか、集合債権譲渡担保、これは目的物のほうですが、動産とか債権群をまとめて取りますというのが一定範囲まで認められていますが、判例理論だけであって、しかも譲渡担保ですから、よくわからないという問題があります。

ここでアメリカの制度を認めるべきかどうかというのは、二つしか言っていませんが、本当は三つのことを意味しています。第一は**登記登録という公示制度**です。日本はいま言いました不動産の根抵当は別ですが、動産・債権担保のところは集合動産なんかかんとかといったようなものはありません。そういう**公示制度を認めるべきかどうか**というのが第1点の重要な問題です。これをいま認める方向で立法がなされようとしています。

第2点は、こういった**将来債権、目的物変動というものについての柔軟な担保権設定を認めるべきかどうか**ということです。

第3は、やや、ややこしいというか、問題自体は非常に明確なのですが、**担保権の実行の問題**です。S（債務者）が払わなかった場合に、これを実行するときに裁判所のほうのお世話にならなければいけないのか。私的実行と日本では言っていますが、**自分で売り払っていいのか**という問題です。

アメリカは、3番目につきましては、**commercially reasonable manner**であれば自分で売っていいと書いてあります。直訳すると、**商業的に合理的な方法であれば自分で売ってよろしい**。いちいち裁判所へ行って質権を実行していたら、実行する前に価値が下がっていくというのが普通なので、普通は自分で即売れるほうがいいのです。ただ、日本は微妙でして、原則は法定担保物件であれば、すなわち質権なんかは裁判所へ行かなければいけないのですが、質権については、ご存じのように、民商法に若干例外の規定があるとか、あるいは質流れと言っています。あるいは譲渡担保・相殺。こういうものを使えば、これは狭い意味での法定担保物件ではありませんので、いわゆる**私的実行**というか、自分で勝

手に売り払えるのです。ですから、日本の制度は段差があって、きちんとできている制度も、あると裁判所に行かなければいけない。そうでなければ勝手にやっていいことになっている。

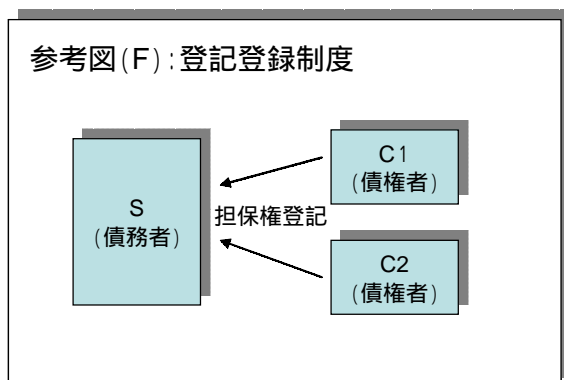
ということですから、株券や社債を資本市場において質に取る人はいないと思います。すべて譲渡担保だと私は思います。質に取りますなんて言ったら、その人は首になると思います。なぜなら、実行するときに裁判所に行かなければいけないからです。譲渡担保ならすぐ売れますが、ただし、電子の世界になった場合には残念ながらそうはいかないので、制度が別につくられています。しかし基本のところは似ていると思います。

こういった点をどういうふうに考えるかということですが、日本は、1番目はもう橋を渡ろうとしています。2番目と3番目はまだ引き続き検討という状況にあります。さあ、世界標準、世界から見て日本の制度はどうですかという話が次回お話ししたいところです。

実は1番目の問題について、橋を渡るのが本当は容易ではないというのが私の感じで、どの程度世の中に理解されているか、よくわかりませんが、何が容易ではないかというところ、こういう公示制度をつくると、2番目が伴ってこなければあまり顕在化しないのかもしれない。ですから、いま気がつかずに橋だけ渡っていて、公示制度があるほうがいいくらいで渡っているようにしか思えないのです。なされている議論を見ていると。まあそれでいいのかもしれないですけども。

それはどういう問題かということだけ申し上げて今日は終わりにしたいと思います。どういう問題かということ、アメリカがそうなのですけども、こういうインベントリー・ファイナンスもそうですし、レシーバブル・ファイナンス（売掛金ファイナンス）もそうなのですが、ジェネラル・ファイナンサーという最初に来る人がいるのです。この人は全部登記登録します。全部押さえてしまうわけです。後からの人はどうなるのだということなのです。言うまでもないことですが、一般に登記登録制度というのは先に登記登録した人のほうが優先するという制度です。これも本当はゼロに変えて話をしなければいけないのですが、ロジカルに言えば、債

権者が2人いてC<sub>1</sub>という人と、C<sub>2</sub>が2番目に出てきて、債務者をSとしておきますと、C<sub>1</sub>が先に貸して担保権を同じものについて登記しました。C<sub>2</sub>は後から登記しました。C

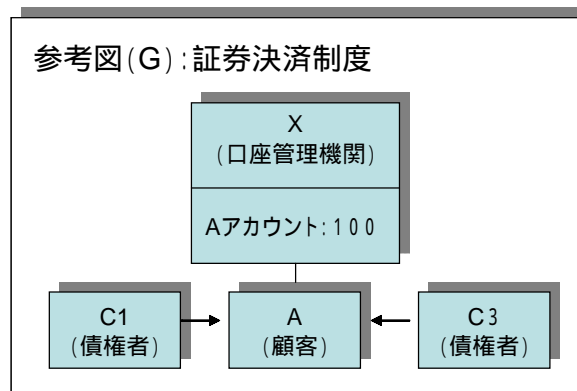


$C_1$ のほうが $C_2$ に優先するというのが原則です。当たり前のように思われるかもしれませんが、これも本当はちゃんと議論しなければいけないことで、実は $C_2$ が勝つという場合もないわけではないのです。

大変有名な船舶先取特権とか、そういう世界では後から出てきた人が勝つのです。先が勝つのではない。私は先が勝つルールのことをファースト・インタイム・ルールと言っていますが、後が勝つのがラスト・インタイム・ルール。しかも先ほどの公信力ではないですが、善意取得者というのが後勝ちのルールなのです。後の者ほど勝つ。だから後が勝つルールが望ましいか、先が勝つルールが望ましいかというのは、きちんと議論しなければいけない話で、私は法と経済学をやっているものですから、こういうのを結構今までやってきましたが、担保の話だけしますと、原則は先に登記したものが勝ちます。そうでないと大変なことになるからです。後から出てきたものがどんどん勝っていったのでは、先に勝つ者はどういう条件で出したらいいかわからない。常識的に言えばですが。

ただ、例外として、後から出てきた者が勝つ場合があるわけで、船舶先取特権なんかの考え方は、船が沈みそうなときに助けた人が後なのです。救助料といって、助けたことにかかった債権については、後から出てきた人が先の $C_1$ に勝ちます。説明としては、船が沈んでしまったら $C_1$ も損するということです。それが担保なので。だからその船を救った人は、みんなのために救ったので $C_1$ も得したであろう。だから $C_2$ は勝たせません。倒産や何かで言う共益債権的な考え方ですけれども、問題はいまのような個別の世界で担保をやっているうちにはいいのですが、(すべてをカバーする)アンブレラ的なものを認めますと、UCCの第9編のように、最初に出てきた人が全部登記してしまうのです。すべての動産債権について。ですから $C_1$ だけになってしまう。何が問題かということ、法制度としていかに後から出てきた人が勝つ例外をつくるかというのが、制度設計の場合、勝負になるのです。それだけ申し上げたいと思います。

例えば証券決済の、私が最近若干関与している例で言うと、例えばここに金融機関とか証券が口座管理機関と言っていますが、Xとします。そこに顧客Aという人の口座があって、証券100と書いて



あったとします。Aの証券が100というのをXで証券会社とか金融機関が管理している。

これは口座管理機関者と社振法では呼んでいます。保振では参加者と言っています。Aに対してファイナンスする人はこっちにいるわけですが、 $C_1$ はどうやるかという、Aは別に株を100株持っているだけでなくほかに財産を持っているわけです。ですから全体についてUCCアーティクルラインでファイルしてしまうと、これだけではなくて、これについても当然担保の対象になるのです。「すべてあり」ですから。

その後 $C_2$ という人が来て、これだけファイナンスしようと思ったらどうするか。あるいは $C_3$ という人は、一番典型的な例で、製造業だとして機械を納入したけれども売買代金をまだ払ってもらっていない。日本で言う売買代金債権者とか売買代金先取特権とかいろんな言い方をしますが、日本だったら $C_3$ はどうやるかという、プランニング的に言うと、必ず所有権留保を生かします。一遍中に入れたら終わりです。 $C_1$ の対象になります。ただアメリカは所有権留保という概念はない。すべて担保権という概念でファンクショナルに、機能的に整理しましたから、この場合は、 $C_3$ は後だけれども勝つ。この財産に関する限り、自分の売ったものについてだけ、代金をまだ回収していなかったら、先に登記していた $C_1$ 、アンブレラで来ている $C_1$ に勝つ例外をつくらなければいけないのです。現につくっています。

$C_2$ についても同じ問題があって、この $C_2$ は証券ファイナンスということだとしますと、アメリカは実に、結論だけを言うと変なルールになっていまして、証券界の慣行だと思えますが、公示制度もないのです。例えばアメリカは、この100株についてXとAとC、三者が合意しますと、合意すればXは口座を移転することはしませんが、X、A、C、三者が合意すると $C_2$ は有効な頒布権を客について取得し、かつそれは先にファイルしている $C_1$ に勝つというルールになっています。

抽象的な話に戻りますが、第9編のような登記登録、しかもそれはアンブレラ(すべての意)をカバーするような登記登録制度がいいかどうかというのは、一方で良さそうに見えるのですが、先勝ちルールから言うと、全部 $C_1$ が取ってしまいますから、それはやっぱり後から出てきた人がどういう場合に例外的に勝つかというルールを全部つくっておかなければいけない。これが非常に重要なキーポイントになるということで、今日はここで止めさせていただきます。

その続きは最初に申し上げましたような線で、次回お話しさせていただきます。

(犬飼事務局長) ありがとうございます。非常に難しいお話をいっぱい一度にお聞きしてしまいましたので、頭の中がカバーしきれないのかもしれないですね。

皆さんよろしいですか。

(神田先生) 次回は具体例を挙げるような形で、抽象的な話だけにとどめないように努力します。

(犬飼事務局長) 漠然とした感想で恐縮です。私もよくわからないままにお聞きしていたところも多いのですが、「民法では」あるいは「民法の大原則では」というお話をされました。民法上の債権でもあるのではないかと思われるような社債権は紙を前提とすると物権でもあり、物権・動産には普通善意取得という概念が適用されるけれども債権には当てはまらない。民法で定義されるのは指名債権で、商法では社債の証券が定義されるが、証券債権というよくわからない概念も民法上存在する。そこで、今これからしきりにセキュリティタイゼーションが起こってくるとき、何でそれらを従来からの民法と商法で区別して考えるのか。アメリカの法制度ではそれを乗り越えているようでもある。日本における社債法制と融資法制の連続化の問題というのは、結局、民法と商法の間の問題なのか。そういうことを感じたりしながらいまのお話を聞いておりました。素人的な印象で恐縮ですが、例えば、昔からの銀証問題を引きずって頭の中でカチンカチンに二つに分類され固定化し整理されてしまっているような銀行と証券の概念を根本的に直さなければいけないのではないかと。またそれと同じように、昔ながらの紙があるかないかの観念を前提としているような、民法上はこうなのだとか、商法上はこうなのだとか、ドイツ的なもの、フランス的なもの、あるいは日本的なものというか、そういうものの頭の整理も、もう一回し直さないといけないのかどうか。それだったら、例えば民法を思い切って変えてしまえばいいのではないかと。法が技術であって陳腐化しているならば、アメリカのように債権と物権を一緒にしてしまえばいいのではないかとか、そうはなかなかならないでしょうけれど。アメリカ的なものが本当にいいのかどうか、そこのところはよくわからないのですが、その辺りは一体どう考えたらいいのだろう。法制度全体のイノベーションに関係しそうな、すごく大きい問題なのだろうと、そういうような印象を持ちました。

(内山氏) 今日は神田先生ありがとうございました。最後のほうの話、具体的な例ということで、私も伺っていてどれが具体的な例にはまるのか、もう一回整理させていただいて、また皆様のほうからも、自社で抱えられているいまのお話に関係するような問題点、具体的な話みたいなものを、メールなり何なりでも結構でございますので、ご連絡いただければ幸いです。今日は本当にどうもありがとうございました。

(第三回 了)

「2004年3月2日 10:00~12:00 第四回講義 トピック」

## 第四回 動産担保と債権担保法制における横断的仕組みの導入に関する問題 点の整理、および産業金融法制の将来

(項目)

1. 社債法制と融資法制の連続化(前回のポイント)
2. 動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化
3. 産業金融法制の将来
  - (1) 3類型? : corporate finance, asset-based finance, project finance
  - (2) secured finance, unsecured finance
  - (3) 金融子会社に関する法律問題: financing vehicle
    - ・関連問題: グループファイナンス(keep-well条項など)
  - (4) offshore finance (tax and accounting issues)
4. 資金供与者の権利への流動性の付与に向けた方策
  - ・ECNなど
  - ・電子流通〔市場?〕(bulletin board system など)
  - ・日本版144A市場
5. 債券市場のあり方
  - (ア) 国際的な法適用のあり方
  - (イ) 社債管理会社と社債権者集会のあり方の問題
  - (ウ) 株式会社以外が発行する債券の法制の適用問題
  - (エ) サムライ債などデフォルト時の取扱いの問題
6. 基本的な道具立ての整理
  - ・信託(倒産隔離、他の機能?)
  - ・「担保(or 譲渡)」とは
  - ・set-backed, pooled investment(法制の分断)
  - ・資金調達性(capital formation)
  - ・「市場」とは
  - ・「社債」とは
  - ・階層保有投資有価証券とは

(内山氏) 本日は、「社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト」の第4回(最終回)といたしまして、「『動産担保と債権担保法制における横断的仕組みの導入に関する問題点の整理』および『産業金融法制の将来』」という題目で、神田先生からご講演をいただきと思います。

今日の進め方ですが、神田先生からいただいております「レジュメ」に沿って、大きな話から細かい話に至るまで非常に幅広く、各6項目に関してご講演を頂くとともに、協議会の中での次の議論に進めていくための問題提起といった点も踏まえて、法学的な立場でのお話を頂く予定となっております。それでは神田先生、よろしくお願ひいたします。

神田 今日第4回目で、今日で終わりということですので、私がいままで感じてきたことをすべてとにかく話してしまおうというスタンスであります。

当初私の頭の中で考えておりましたのは、レジュメ(右図の要約版)で言うと1~3までです。先日打ち合わせをさせていただきました、4~6にも触れたほうがいいのではないかというサゼスションを受けましたので、4~6も話をさせていただきます。

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジュメ(要約版)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

1. 社債法制と融資法制の連続化(前回のポイント)
2. 動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化
3. 産業金融法制の将来
4. 資金供与者の権利への流動性の付与に向けた方策
5. 債券市場のあり方
6. 基本的な道具立ての整理

したがって、1は前回済んだ形にさせていただき、2、3あたりはかなり大きな話ですが、法律をこれまでやってきた者として、どういう点にどういうことを感じてきたかということを中心に、抽象的な話、細かい話を入り乱れてお話させていただきます。

4、5、6は、多少違った観点かもしれませんが、もちろん2、3と表裏の関係にありまして、4は流動性の付与という問題であり、5は債券市場のあり方で、犬飼さんが別のNIRAのプロジェクトで、主としてアジアの債券市場の整備とか、そういった観点から推進しておられるもので、今日との話でどういう関連があるかということでもあります。

6番は、ちょっと次元が違う話ですが、前々回、前回、公信力、公示力という話がありましたが、「基本的な道具立て」ととりあえず書きましたが、概念について、どういうふうに変えていく必要があるのか、ないのか、ということについて、時間があればお話をさせていただきます。

早速ですが、また皆様方との議論に時間を費やしたいと思っておりますので、できるだけ1時間ぐらいで全部話してしまいたいと思っておりますので、始めさせていただきます。

## 1. 社債法制と融資法制の連続化（前回のポイント）

「社債法制と融資法制の連続化」は前回まで申し上げたことで、社債法制度と融資法制度というのは日本法の下ではまったく分断されており、別の世界を成している、これを連続化していく必要があるのではないか、ということです。理屈の上でも、なぜ別個の世界をつくらなければいけないのかは今日に至っては説明が非常に難しい。それから、実態の上ではその中間のようなものが出てきて、債権（融資債権）も流動化されますし、他方で、流通しない社債というの昔からありますけれども、実態から見ても、これが分断されているのは、私は制度がおかしいのではないかと思います、そういう論点でありました。

## 2. 動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化

多少観点を交えて、レジユメの「1.」の中でも、担保付社債とか担保付融資の話は前回させていただきましたが、レジユメの「2.」で動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化ということをお話させていただきます。

そこには、「基本、応用（？）例、さらなる課題」というふうにか

ていただきましたが、私の頭の中にあるのは、

レジユメ「2.(1)」の「基本」というのは、法律家がこれまで論文等で議論してきたことでもあります。法律家と言っても、この分野は日本では私のような商法の専門の者というよりは、民法の先生が主として議論されてきたものであります。

レジユメ「2.(2)」の「応用（？）」というのは、ちょっと書き方が悪いかもしれませんが、諸外国の潮流等と比較すると、日本の法制度の弱いところではないかと考えられる点です。

レジユメ「2.(3)」の「例」というのは、ちょっとした例ですが、これは後で申し上げます。

レジユメ「2.(4)」の「さらなる課題」というのは、主としてレジユメ「6. 基本的な道具立ての整理」と関係しますが、概念を整理し直す必要があるのではないかと

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジユメ(第2項抜粋)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

### 2. 動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化

#### (1) 基本

- ・譲渡方法
- ・第三者対抗要件具備方法
- ・集合物、集合債権
- ・根担保（将来被担保債権）
- ・公示制度

#### (2) 応用（？）

- ・転担保など
- ・私の実行
- ・担保類似の合意の取扱い（ネットティングなど）

#### (3) 例

- ・在庫品、売掛債権、投資有価証券（証券口座）
- ・一括支払システム

#### (4) さらなる課題（概念整理の必要性）

- ・投資有価証券の取扱い

題意識を、私がこれまで持ってきたということです。

それでは、レジュメ「2.(1)」の「基本」ですが、これはある意味では教科書に書いてあるようなことですが、まず現状は、社債法制と融資法制の非連続の関係と似ていて、動産担保法制と債権担保法制というのは実は似ているようで別個の世界を成しています。例えば最初の「譲渡方法」、担保法制を議論するのに「譲渡方法」と書いたのはあまり正確でないかもしれませんが、そもそも譲渡か担保かという難しい問題がありますが、「譲渡方法及び担保方法」というふうに修正させていただいたほうがいいかもしれません。

いずれにしても、この方法も、動産であるのか債権であるのかで異なっています。債権というの、民法の条文によれば、「指名債権」というふうに呼ばれているもの、それからそうでないもの、という言い方がいいかどうかわかりませんが、テキストによれば「証券債権」などと呼ばれているものと分けられます。民法の世界でいう普通の債権というのは、融資の貸付債権がそうであるように、指名債権と呼ばれているものであります。

社債権はどうかということですが、社債権は民法の証券債権ではありませんで、商法上の債権というふうに言われています。有価証券に表象されている債権というふうに日本では整理されていまして、有価証券というのが、日本は商法上の概念であって民法上の概念ではありません。母国のドイツなどでは、有価証券というのは民法上の概念になっていますので、結果として日本では民法上の証券債権というものの位置づけが甚だ曖昧で、本当にどういうものがそれに当たるのかというのはよくわからないというところがある。また、学界では、「商法上の有価証券について、民法上の証券債権についての規定の適用があるかどうか」というのが、一部の、学習院大学の前田先生や私などは昔からそういう問題提起をしてきた分野であります。

ちょっと話を戻させていただきますと、ここで社債と融資ということと同じように、債権担保というときの債権というのは、主として民法上の指名債権を念頭に置かせていただく。つまり融資の債権のようなもの、あるいは売掛金債権といったものであります。

さて、そうしますと、動産を譲渡する方法は、「渡せばいい」というふうに法律には書いてありまして、「引渡し」と言っていますが、当事者間での譲渡または担保の効力と、レジュメの「2.(1)」の2ポツ目で書きました、当事者以外の第三者対抗要件の具備、その両方をしませんが、英語で言うと取引はコンプリートしないわけです。コンプリートしないという意味は、「当事者間で有効であっても、第三者に有効性を主張できない」ということで、それでは話になりません。債務者対抗要件と第三者対抗要件の両方をやらな

ければいけないのですが、動産の場合には、「引渡し」をすれば、第三者対抗要件が備わるということです。当事者間で所有権を移転するためには「合意があればいい」という考え方で日本の法制度はできています。

これに対して債権の場合は、「渡せばいい」とは書いてない。渡せばよさそうですが、何せ目に見えませんので、そこで「民法の原則」は、「債務者対抗要件と第三者対抗要件とを分離」<sup>1</sup>しまして、債務者に対する通知または債務者の承諾、それに確定日付をつけることによって第三者対抗要件が備わります、という制度でできていたところに、債権譲渡対抗要件特例法<sup>1</sup>というものを平成10年につくったという経緯があります。こういうものがバラバラであるということです。

それから「集合物、集合債権」というのは、担保の目的物、対象物が変動する場合があります。担保に取っている動産群、あるいは債権群をまとめて、例えばある取引から生じる一連の債権全部を担保の対象に取ります。あるいは、それは変動し得るわけですが、そういうものを担保に取る場合について、民法は直接規定がありませんので、どういう要件の下でこれが担保の対象として有効になるかどうか、明文の規定がなく解釈に委ねられているということです。

それに対して、「根担保」というふうに書きましたほうは、担保の対象物ではありませんので、担保によって担保される被担保債権と言っていますが、お金を貸した人が相手に対して持っている与信債権のほうは変動するということです。これについて、不動産については根抵当という制度がありまして、例えば土地建物に根抵当を設定しておきますと、それによって担保される被担保債権と言っていますが、例えば私が銀行から借入れを受けて、私の不動産を担保に供していれば、その借入れは、銀行の私に対する融資債権が入れかわり立ちかわり変わっても、ゼロになったり増えたり、いろんな変動しても、全部私の土地で担保されるということです。すなわち、集合物、集合債権は、担保に取る物（担保の対象）の変動をカバーするのに対して、両方組み合わせはもちろん可能ですが、根担保のほうは、担保される被担保債権のほうの変動をカバーするものであります。

それは見方を変えて言えば、将来入ってくるものも含まれる。これは実は、集合物、集合債権についても同じです。将来入ってくるようなものも担保の対象となるという意味で、

---

<sup>1</sup> 参考書籍 法務省による解説書：『Q & A債権譲渡特例法(改訂版)』法務省民事局 / 商事法務 1998/12 出版  
『債権譲渡特例法の実務(新訂第2版)』森井英雄 / 商事法務 2002/12 出版

将来入ってくるものも対象になるし、被担保債権についても、将来生じる被担保債権も既に存在している担保でカバーされる、というものです。

こちらのほうについても、不動産についてだけ根担保制度はありまして、残念ながら、動産のほうについては、そしてまた債権についても、「債権担保」って紛らわしいですが、債権が担保の対象となるという意味ですが、被担保債権のほうは常に関連されますが、これについても直接の規定はありません。

若干の特別法はあります。財団抵当制度、それから社債については担信法および企業担保権というものがありますけれども、そういった若干の特別の制度を除くと、**民法は個別の制度を前提**としています。すなわち、担保の対象となる動産または債権は特定されているということ、そしてまた被担保債権も、それなりに特定されているということを要求しているというか、想定していると言っていいかと思います。したがって、それをどこまで緩めていけるかということが議論になり、譲渡担保についての最高裁の最近の一連の判例等をめぐって、いずれにしても解釈でどこまで広げられるかということが議論されているわけです。

これについて包括的な制度を置いているのは、アメリカのUCC(ユニフォーム・コマーシャル・コード)という制度であります。集合物、集合債権、担保の対象物のほうの変動も構わない。被担保債権のほうの変動も構わない。ある程度特定しておけば**変動を全部カバーする**という制度でできています。UCCがちょっと特別の英語を使っていてわかりにくいところがありますが、**将来の被担保債権**みたいなものを英語で、**フューチャー・アドバンシーズ**と、複数で言っています。集合物のほうは、**後から入ってくるものを**、UCCの世界で**アフター・アクワイヤード・プロパティ**という表現で呼んでいます。そして、**譲渡の方法を**、第三者対抗要件具備方法についても、**動産と債権の間で差を設けていません**。「いません」というのはちょっと言い過ぎなのですが、今日の議論との関係ではそう言わせていただきます。

もう一つ、**公示制度**という問題があります。この問題は、理論だけ言うとよくわからない話でありまして、公示制度というのはあったほうがいいのか悪いのかというのはよくわからないところです。**相殺の担保的効力**などを議論するとき、**周知性、公示性**ということを議論する人もいますし、他方で、登記がある不動産の担保制度等については、当然のことですが、公示制度はあるのですが、**日本では、動産担保については、一部の特別法があるものを除いて公示制度はありませんし、債権担保についても、「ありません」と言う**

のいいかどうか、債権譲渡特例法で登記制度ができたわけですが、そういうものを除けば、従来は「ない」ということになります。

これはいくつかのレベルで問題があります。1つは、そもそも理論的に見て、一元的などうか、公示制度というものはあるべきものなのかどうかという議論が存在しています。これはかなり学問的な議論と言ってもいいかと思います。しかし、アメリカのUCCあたりでは、動産債権の担保については、一元的な公示制度を用意しています。登記登録制度というやり方であります。

そこで、日本もこういうものを見直す必要があるのではないかということですが、**民法的な議論**がどういうふうに進んでいるかということ、悪く言うとバラバラに議論しているということです。つまり、どういうことかということ、従来の債権譲渡あるいは債権担保というものの第三者対抗要件具備というのは、確定日付ある通知書だと一本一本確定日付を取らなきゃいかん。「大変だな、これ何とかありませんか」というので、「それじゃ債務者の保護と第三者対抗要件とを分離しましょう」と。もともとフランス法に基づく日本の民法の原則で、そこで債権譲渡対抗要件特例法を平成10年につくりました。次に、集合物、集合債権、根担保の辺はどうかということ、バラバラで、若干動産抵当制度とか特別法がありますが、「包括的にしたほうがいいかもしれない」、「理論的にはなかなか難しいですね」、「これは大変ですね、これは無理ですねえ」といった議論をしています。

**公示制度**は、現在は、一部の特別法等があるものを除くと**動産債権はない**のですが、他方において、**譲渡担保**のような、**制度そのものについて法律上の明文の規定がない**ものもあるものですから、このぐらいは何とかできませんかという議論をしまして、実は立法から言うと、**公示制度の一元化**というものが近々実現するのではないかというふうに言われています。制審会でもほぼ審議は終わってしまっていて、そういう意味では実現するのではないかとされています。

このようにばらばらと議論しているのですが、その背景にどういう動きがあるのかということがあまり認識されていないのではないかとこの危惧が私などにはあるのです。これは実は諸外国の動きとの平仄というのがあって、前回お配りした道垣内先生のもの等をご覧くださいますと、国連のUNCITRAL(アンシトラル)と呼ばれているところ等での動きと平仄を合わせるものであります。

ただ、もうちょっと、何が起きていて、一体なぜこういうものが、どういう方向へ向かう必要があるのかということについて、本当はわかった上で議論してほしいと思うのです

が、法律家の悪いところで、専門のところだけ議論するという形で議論が進んでいます。それでも前に進んでいるので、ありがたいことではないかと思っています。

次に、いま触れました国連の UNCITRAL、その他での世界的な議論を見ますと、応用編としてどういうことが日本の制度のネックかと考えられるかということであります。大きく言って図の2.(2)の3点ぐらいですが、あと2つぐらい口頭で追加させていただきます。

第1は、「**転担保**など」と書きましたこの“**転担保**”という意味がよくわからないのですが、よく英語でリユース(再利用)あるいはリハイポセケーション(rehypothecation:再抵当)

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジュメ(第2項抜粋)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

**2. 動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化**

(1) 基本

- ・譲渡方法
- ・第三者対抗要件具備方法
- ・集合物、集合債権
- ・根担保(将来被担保債権)
- ・公示制度

(2) 応用(?)

- ・転担保など
- ・私的実行
- ・担保類似の合意の取扱い(ネットティングなど)

(3) 例

- ・在庫品、売掛債権、投資有価証券(証券口座)
- ・一括支払システム

(4) さらなる課題(概念整理の必要性)

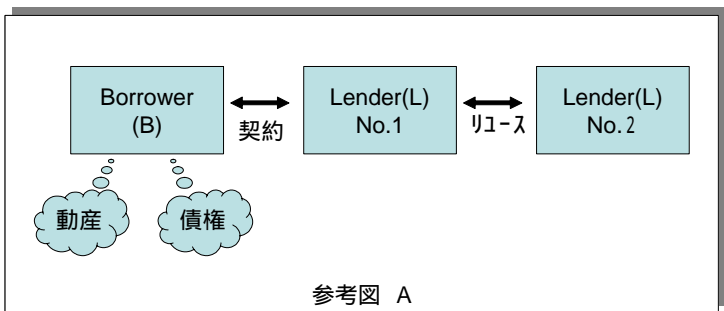
- ・投資有価証券の取扱い

と言っています。特にアメリカのマーケットでそういう言葉を使いますが、2つあります。

- (1) 1つは、担保に取った人が、それを、日本では転質などと質権については言っていますが、さらに自分の借金のために担保に出せるかという文脈です。
- (2) もう一つは、担保に取ってないで預かっている人が、その預かっているものを自分のファイナンスに使えるかという問題です。最近議論をしているのは証券決済など(セキュリティー・レンディング)で多いですが、別に証券決済である必要はありません。

(1)については、参考図Aで、Bはボロアー、Lはレンダーで、L2がレンダーツー

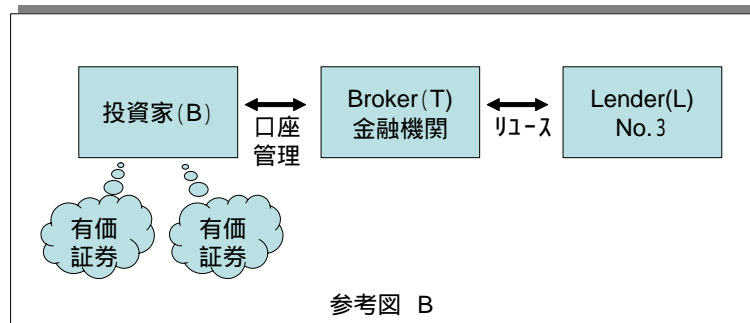
ということと言うと、ボロアーが持っている動産とか債権(第三者に対する債権)を担保に取る。これはL1とBとの間の契約で行われるわけですが、それをさらにL1がリ



ユースに回すことでL2からファイナンスするときの担保に使える。L1はずっと持っていてもしょうがありませんから、それをリユースできればそれに越したことはありません。これは日本では**転質**とか、あるいは一定の範囲で認められていることですが、これが1つ

のパターンです。

(2) もう一つは、参考図 B で、L 1 が、貸した人ではなくて預かっている人 (T) の場合です。したがって、B と T の関係は預かっている関係にあります。証券の世界で言うと、B が投資家で、T はブローカー、あるいは金融機関であって、とりわ



け間接保有証券の場合で言えば、金融機関とか証券会社が、その証券口座に、特に有価証券は無券面化されれば一層そうですが、B という人の証券を、預かっているというか、口座管理と言っていますが、管理しているわけです。その管理しているものは T のものではありませんで B のものなのですが、それをファイナンス、つまり T 自体の借金に使えるかということです。L 3 から T がお金を借りた場合に借金に使えるか。

ですから、この2つの文脈があるのですが、日本の法制度はいずれについても非常に使い勝手が悪いという問題があります。基本的なものの考え方としては2つポイントがあって、1つは、もとの人が了解していれば何でもありでいいと思うのですが、すなわち、B が「いい」と言っていれば、その範囲においてリユースすることは妨げないと思われるのですが、「了解」という意味が問題で、最初に一言「結構でございます」という一般的な感じで差し入れられていけばいいのかとか、そういう問題があります。

ポイントのその2は、了解していない場合にも一定の範囲ではいいのではないかと議論です。別に了解しなくても、B の利益を害さない範囲においてリユースを認めたらうかが全体としてプラスになるのではないかと。その条件は何かということですが、日本法は非常に後れている点です。

次に、「私的実行」について。日本の担保権というのは、法定担保権（法律で規定のある担保権）になりますと、相手が金を返さない場合に、担保物を売り払って換価したりして、自分の債権の満足に充て、被担保債権の満足に充てるわけですが、裁判所に必ず行かなければいけません。つまり、「セルフヘルプ」と英語で言っていますが、自分で勝手に売り払って、それを自分の被担保債権に充てることはできません。若干の例外で質流れとかありますが、ごく一部の例外を除いて、そういうことは認められていません。

しかし、これは非常に問題として、抜け道はどうなっているかということ、できるだけ法

定担保権を使わないというのが日本の実務でありまして、譲渡担保しかりです。それから相殺のようなものは非典型担保とは言いませんが、**譲渡担保**みたいなようなものを法律に規定のない担保、**非典型担保**と言っています。さらに、非典型担保とも呼べないけれども、**担保類似の機能を果たすものとしての相殺**ももちろんそうですけれども、**代理授与**とか、いくつかの仕組みがありますが、そういうものが使われます。そうするとこれは法定担保権ではありませんので、実行する場合には自分で勝手にやっていいということになります。

これが諸外国の法制と競争する場合に非常に不利になっていまして、例えばアメリカのUCCでは何と書いてあるかということ、法定担保権であっても、というか、逆に言うとUCCは、あらゆるものを法定担保権と定義しているのですが、日本でいう譲渡担保なども含めてですが、相殺までは含めません。したがって線引きはどこかにはあるのですが、しかし、法定担保権についても、**コマーシャリー・リーズナブル・マナー**と英語で言っていますが、**コマーシャリー・リーズナブル・マナーであれば、自分で売り払っていい**と書いてあります。直訳すると、「商業的に合理的な方法」であればよい。

なぜこれがネックになるかということ、おそらく不動産などの場合はあまり問題がないと思いますが、**動産とか債権は価値がすぐ減る**、あるいは変わる。したがって、裁判所へ行って「これを競売してください」などと言っているうちに動産の価値はないということにもなりかねないので、**相手にデフォルトがあった場合にはすぐ売り払える**というのは非常に重要なことです。したがってこの点は日本法の抱えている大きな問題の一つです。

第3点は、「担保とは何ぞや」という問題がありまして、実はいま言いました特に私の実行という点のネックがあるために、日本のかなり多くの合意、実務は、典型担保というか、法定担保権を使わないで、譲渡担保あるいは相殺、代理受領とか、そういったほうに流れています。そういうものをどう考えるか。悪く言えば、そういうものというのは**脱法**であって、経済実体は同じことを法的形式としては別のものを使ってやっているわけですから、上のほうの法律が固く動産担保とか債権担保について要件効果を決めているわけですから、それを守らないというものはだめだ、というのも一理あるところですが、そうはなっていません。担保の世界で言う限りは、相殺の担保的効力が広く最高裁によって承認されていますように、どちらかということ日本の裁判所は担保類似の合意の効力を広く認めてきたという歴史があります。

ただ、「広く」と言ってもどこまで行くのですかというのがなかなか問題でして、相殺についても、私のわりと好きな話としては、三者間相殺になってくると最高裁は狭めに解し

ているということがあります。それから、金融の分野でのネットィングと呼ばれているような合意がどこまで有効なのかどうか等々、ややはっきりしない点があるわけです。

いずれにしても、こういう点も日本法の弱いところでありまして、例えばネットィングを例にすると、これは法的不確実性があるので、特別法でオーケーとしましよと、わざわざ平成 10 年に一括清算ネットィング法というのをつくったりしています。非常に対症療法的で、やってくれるのではないよりはありがたいのですが、どうも一貫したポリシーに基づいて走っているとは思えない、という問題です。

2つ追加させていただきたいのですが、応用のところに書くべきか基本のところに書くべきか迷うのですが、中間ぐらいに入ることで、1つは、仮にアメリカの UCC のような制度をつくっていった場合には、いわゆる**優劣関係についてのルール**の再考（再整理）が必要になり

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジュメ(第2項抜粋)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

**2. 動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化**

(1) 基本

- ・譲渡方法
- ・第三者対抗要件具備方法
- ・集合物、集合債権
- ・根担保（将来被担保債権）
- ・公示制度

(2) 応用（?）

- ・転担保など
- ・私的実行
- ・担保類似の合意の取扱い（ネットィングなど）

(3) 例

- ・在庫品、売掛債権、投資有価証券（証券口座）
- ・一括支払システム

(4) さらなる課題（概念整理の必要性）

- ・投資有価証券の取扱い

ます。**プライオリティー・ルール**と英語で言っていますが、優先関係についてのルールを考え直す必要があります。なぜかという、**最初に貸す人は全部担保に取れちゃうから**です。アメリカのような制度の下では、私は債務者の持っているすべての、将来入ってくるものも含めて担保に取りますということが可能だからです。そうだとすると、どういう場合に、後から金を貸す人の権利を、後から来る人の権利であるけれども、前の人に優先するのかという、例外を全部リストアップしておかなければいけない。アメリカの UCC はそれをしているわけです。

そういう形で、実はレジュメの第2項の(1)(2)もそうですが、(権利が)動くと、優劣関係についての秩序(ルール)というのを再整理する必要がある、ということが問題になります。人によっては、「それが大変だから、アメリカの UCC のようなところには日本は行けない。公示制度だけは行けても、優劣をいじるのは大変だから、とても集合何とかというのはできないのだ」というふうに説明する人もいます。私は、それは言い訳ではないかと思っています。いずれにしてもそういう議論がされています。

もう一点追加させていただきたいのは、当然ですが、担保法制を議論するためには**倒産法制**を議論しなければいけません。倒産法制のあり方というのは、いま世界の先進諸外国の間での**制度間競争**になっています。国連のUNCITRALでも倒産法制についてのガイドをやっています。担保と云って、相手がつぶれなければあまり問題ないので、つぶれるから、回収できないから担保を取っているわけですし、したがって、担保が有効だ、有効だと言っていたって、倒産法になって否定されたらほとんど意味がない。そういう意味では、**担保法制の問題イコール倒産法制の問題**で、両者は一緒に議論されなければいけないということです。

ところが、倒産法制には**独自の世界**がありまして、大きく言って2つぐらい難しい問題があります。

(1) 1つは、有名な**否認権**に代表されるように、倒産法には**倒産法の秩序**がある。倒産手続きが法的に開始するまでの間は、基本的には早い者勝ちであるけれども、倒産法制が開始すると、なぜか**債権者平等の原則**というか、あるいは債務者を“再建”するために、**再建型倒産手続き**と言っているものが始まる。日本では民事再生とか会社更生がこれに当たります。そのために債権者の権利行使をいったんストップする。場合によったらカットする。こういうことになっていますので、倒産法手続きに入りますと、担保権が100%民法で書いてあるだけの力というか効力が認められないというのが通常の間である。これが、結果がはっきりしていればいいのかもかもしれませんけれども、かなり**法的な不確実性**を生ぜしめているという問題があります。

(2) もう一点は、局面の違う話ですが、この担保法制と倒産法制がうまく接合しない問題として、**クロスボーダーの問題**です。クロスボーダーになった場合に、どこの法律の適用があるのかということめぐって、非常に難しい問題があります。

だから、一般的に担保法制については、例えばさっきの話で言いますと、「レジюме 2 (1)」の基本の譲渡担保、第三者対抗要件、集合がどうだとかいうものについて、どこの国の法律が適用かということは、普通は一般の**国際私法と呼ばれているルール**で定まりますが、倒産手続きが始まりますと、これを**国際倒産法**と呼ぶ人もいますが、通常は国際私法のルールによって、どこの倒産法が適用されるかということは決めませんで、**倒産手続きが開始した国の倒産法に従う**というのが普通のルールです。

このことから生じるややこしさというものは相当程度ありまして、これがまた問題を難しくしています。抽象的に申し上げると、追加の2点目は、結局、**担保法制の将来を議論**

する際には倒産法制の将来も議論しなければいけないということです。

実際問題として、日本もこのところ民事再生法をつくり、会社更生法を改正し、そしていま破産法を全面改正する法案が国会に提出される予定となっております。そういう中で、例えばですが、ネットィングの取扱いについても、従来の破産法 61 条<sup>2</sup>の大幅改正が提案されているところです。

次に、「レジюме 2 ( 3 )」の「例」というところで書かせていただいたのは、いままで申し上げた抽象的な話を、具体例に即して言うかどうかという話になるかということです。

そこで1つ、**在庫、売掛債権**と書かせていただきましたのは、製造業でモノをつくっているところにどうファイナンスするか。つくっているほうから見ると、どういう形で資金調達をするかと考えてみると、よく民法の先生その他で、最近言われる言葉で言うと、「不動産金融からキャッシュフロー金融へ」とか言っていますが、従来は土地とか工場などを担保に取って貸していたということのようですが、キャッシュフロー金融と今時言うのは随分時代後れだと思いますけれども、いずにしても、キャッシュフローを生み出すものは、製造業の場合には、まず在庫品。モノをつくっていけばまず、原材料から始まって、途中というか仕掛り、そしてモノを完成して外へ出ていけば売掛債権に変わっていくわけで、そういうふうにとどんどん変わっていくものをどんどん担保の目的として取りましようということ。変動していきますので、さっきの言葉で言うと、集合動産担保、そして売掛金になれば集合債権担保というふうの流れっていくわけです。

<sup>2</sup> 相殺:最大判昭和45年6月24日民集24巻6号587頁

【要旨】

債権の差押前から債務者に対して反対債権を有していた第三債務者が右反対債権を自動債権とし被差押債権を受働債権とする相殺の効力

相殺に関する合意の差押債権者に対する効力(積極)

債権が差し押えられた場合において、第三債務者が債務者に対して反対債権を有していたときは、その債権が差押後に取得されたものでないかぎり、右債権および被差押債権の弁済期の前後を問わず、両者が相殺適状に達しさえすれば、第三債務者は、差押後においても、右反対債権を自動債権として、被差押債権と相殺することができる。(補足意見、意見および反対意見がある。)

銀行の貸付債権について、債務者の信用を悪化させる一定の客観的事実が発生した場合には、債務者のために存する右貸付金の期限の利益を喪失せしめ、同人の銀行に対する預金等の債権につき銀行において期限の利益を放棄し、直ちに相殺適状を生ぜしめる旨の合意は、右預金等の債権を差し押えた債権者に対しても効力を有する。(意見および反対意見がある。)

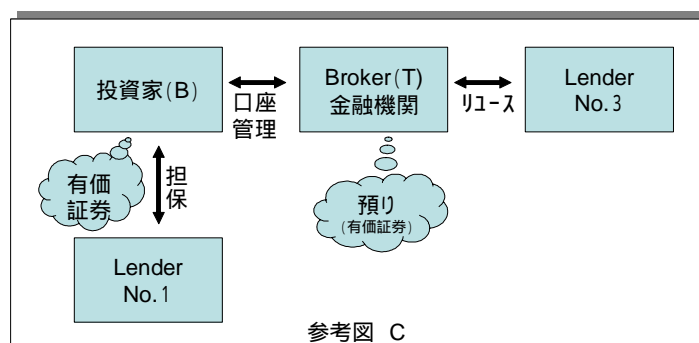
【解説】千種秀夫・判解50事件・曹時23巻5号207頁・金融法務584号13頁・ジュリ460号88頁、四宮和夫・法協89巻1号126頁、林良平・民商67巻4号678頁、石田喜久夫・法時43巻1号115頁、新堂幸司・金融法務1433号116頁・1581号182頁、平井一雄・金融商事235号2頁、石井眞司・ジュリ460号82頁、米倉明・ジュリ460号90頁・別冊ジュリ38号185頁、前田庸・ジュリ481号152頁・商事法務533号2頁、石川利夫・ジュリ臨増482号50頁・別冊ジュリ47号100頁・105号94頁、山本進一・ジュリ増刊(民法の判例第2版)129頁、塩崎勤・ジュリ増刊(担保法の判例2)278頁、小林資郎・別冊ジュリ79号188頁、早川眞一郎・別冊ジュリ120号180頁、河野正憲・別冊ジュリ127号154頁、平野裕之・別冊ジュリ137号98頁・160号96頁、深井剛良・税通743号204頁

こういうものを全体として取るシステムは日本にはないのですね。これはやはり相当日本の痛手であります。

アメリカで、どの程度こういうインベントリー・ファイナンスとか、リシーバブル・ファイナンスが重要かはよくわかりませんが、そういう仕事に携わっている人に聞きますと、相当重要だというふうに普通言います。というのは、不動産は、あそこは国が広いものですから土地には価値があまりないほうでして、したがってやはり在庫品とか売掛債権群というものを集散的に担保にとるファイナンスがかなり行われている、とされています。これは銀行貸出しにおいてということです。

同じような問題が投資有価証券についてもあって、投資有価証券についても、さっき間接保有証券の場合の証券口座という話をしましたが、参考図 C で、普通 T が管理している B の証券口座には、なにも一つの有価証券があるだけではなくて、国債あり、社債あり、株式あり、いろんなものが入っているわけですね。そこで、アメリカだけではありませんが、主たる金融市場での実務として、

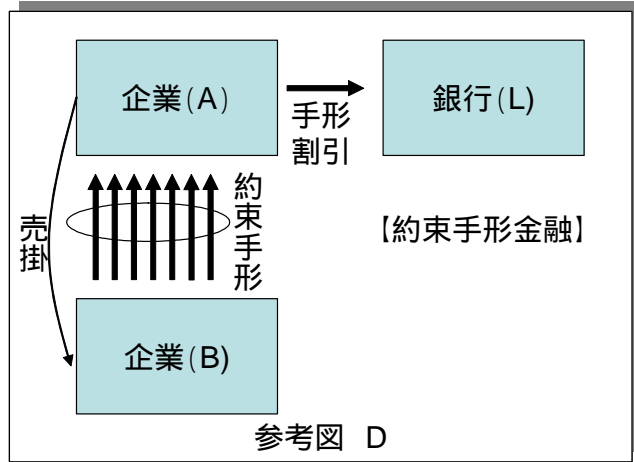
さっきはリユースの話をしました、B がこれを担保に入れる場合は、自分の Lender No. 1 に担保を入れる形になります。自分が Lender No. 1 から



お金を借りて、Lender No. 1 に、証券会社あるいは金融機関 (T) で口座管理されている自分の証券を担保に入れる。それとさっきの T の持つリユースという、再利用権とぶつかった場合に、Lender No. 1 が勝つか Lender No. 3 が勝つかというのは、有名な証券決済問題と呼ばれている、法制上の有名な問題なのです。それは、今日議論する準備はありませんが、いずれにしても、これは有価証券群ですので、俗に証券口座自体を担保に入れるという言い方をします。変動しているわけですね。取引は毎日しているわけですから。国債が出ていって別のものが入ってくるというように。ですからこれは個別の有価証券を担保に入れるという法制では役に立たないわけです。ただし、紛らわしいのは、証券口座を担保に入れていると言うと、証券口座が担保の目的みたいですが、それはそうではなくて、比喩的な表現で、「証券口座を担保に入れています」という意味は、「証券口座に入っている変動する有価証券を担保に入れています」という意味です。いずれにしても、俗に言う証券口座自体を担保に入れるというやり方も日本ではないということです。

見ていきますといろいろ問題ありますが、**変動する部分を担保にする制度がうまくない**というのは、やはり日本法にとって大きなマイナスだと思います。

伝統的にそういう弱点を補ってきたシステムというのはいろいろあります。ちょっと古い話になりますが、**売掛金金融**を補ってきた制度が、いわゆる**約束手形金融**と呼ばれているものです。諸外国であれば、AがBに対してモノをどんどん売って行って、売っていけば、AはBに対して売掛金を持ちますので、ファイナンスをするレンダ－は、売掛債権群に対してファイナンスをする。



つまりこれを担保に取るというのは集合債権担保の問題ですが、日本の伝統は、上の参考図Dのように、Bから一本一本についてAに約束手形を振り出してもらい、Aはその約束手形を銀行Lに割引いてもらうという、手形割引という方法で売掛金金融に代替してきたわけです。しかも、こちらの制度が好まれた。

しかし、こちらの約束手形のこういう使われ方は、ごく例外的な場合を除いて、諸外国には存在しません。アメリカは、全部これはUCCの下でのリシーバブル・ファイナンス、日本でいう集合債権担保でやっています。

なぜ日本は約束手形か。いろんな理由はありますがけれども、約束手形には、伝統的には**銀行取引停止処分**という制度があって、**不渡り**を二度出すと、Lという銀行だけではなくて、あらゆる銀行がAを相手にしないという制度があったために、そしてしかもそれは独禁法には違反しないとされていたために、約束手形というものが、銀行間によって好んで使われるということの結果、普及したということがあります。

しかし、手形は印紙税がかかるとか、いろんな話があって、手形離れが十数年前から始まりまして、約束手形の数も激減しています。

では約束手形に代わるものは何だろうか。本来なら、売掛債権担保金融に行くべきですが、いろんなことを考えて、1つは銀行界が開発した**一括支払いシステム**という有名な制度があります。

しかし、これは国税との関係で有名な訴訟<sup>3</sup>に負けまして、若干の転機を迎えています。

もう一つは、約束手形の利点というものをそのまま電子化できないかという、**電子債券**というか、**電子約束手形構想**というものが一部であります。電子CPを議論するときにも、あわせて電子約束手形みたいな話を議論しましたが、あちらは資金調達手段としての約束手形について議論したのですが、こちらは資金調達としての約束手形ではありませんで、**産業金融の仕組みとしての約束手形の電子化**という問題です。

そこで、「レジユメ2.(4)」の「さらなる課題」ということで、いくつかあると思いますが、そもそも**動産と債権**はどこで線引きがなされるべきかという問題も本当はあります。動産、指名債権、証券債権、有価証券と言いますが、**証券債権とか有価証券でも無記名債権と呼ばれているものは動産とみなす**という規定があるものですから、民法上は動産になっています。そこで、債権と債券、2つありますが、**動産はどこで線引きをするか**という問題がありますが、ややこしいのは投資有価証券みたいなもので、株とか国債とか社債というのは、そこに表象されている権利は債権ですが、その紙自体は有価証券ですから、これは紙であって、動産というか、ペーパーであるということで従来は理解されているわけです。すなわち、それが別に無記名債だからどうだという問題ではありませんで、記名債券であっても、紙になっていけば、紙は動産だから渡せばいいかと。実はそう簡単でありませんが、これは有価証券になってくると、記名債券の場合には、渡せば済むのではなくて裏書きしろとか、あるいはさらに原簿を書き換えるとか、いろんなことを法律が要求しているわけです。

ただ、いずれにしても、流れとしては、券面(ペーパー)はペーパーレスで無券面化される。または不動化で、仮にあっても動かない、という傾向に世界的にあります。したがって、そういう状態に陥った投資有価証券というものは、動産に近づけて考えたほうがい

<sup>3</sup> 一括支払システムに関する最高裁判決 判決日付:平成15年12月19日 裁判所名:最高裁第二小法廷判決 判決結果:棄却 事件名:第二次納税義務告知処分取消請求事件 参照条文:国税徴収法24条、民法90条、民法91条 出典:裁時1354号6頁、判時1844号44頁、金融商事1182号13頁 評釈:遠山浩之・金融法務1699号8頁 裁判経過:第一審 平9年3月12日 東京地裁 判決 平7(行ウ)244号 第二審 平10年2月19日 東京高裁 判決 平9(行コ)42号

譲渡担保権者が納税者との間でした国税徴収法二四條二項による告知書の発出の時点で譲渡担保権を実行することを内容とする合意は、同条五項の趣旨に反して無効であるとされた事例

いわゆる一括支払システムに関する契約においてされた国税徴収法二四條二項による告知書の発出の時点で譲渡担保権を実行することを内容とする合意の効力

【関連判例】相殺に関する合意の差押債権者に対する効力についての事例 = 昭和45年6月24日最高裁大法廷判決、昭和51年11月25日最高裁第一小法廷判決 / 一括支払システムの代物弁済条項による譲渡担保権の消滅を国税債権者に対して主張することができないとされた事例 = 平成13年11月27日最高裁第三小法廷判決

いのか、債権に近づけて考えたほうがいいのか。あるいは、社振法なんかはまったく新しい権利として取り扱っています。特に譲渡とか第三者対抗要件具備法、すなわち口座の増額記帳によって効力が生じ第三者対抗要件が具備されるそれ以外の方法、すなわち指名債券譲渡の方法で譲渡してはいけないと社振法で書いてあります。したがって**第三の類型をつくり上げた**ということになりますが、これらをどういうふうに整理するのかという問題があるかと思えます。

この文脈で、最後に申し上げました電子約束手形のようなものというのは、さらにもしつくり出されるとすると、第4の類型ということになります。現在経済産業省の研究会<sup>4</sup>で議論されています。

以上が「レジュメ2．動産担保法制と債権担保法制の横断化・連続化」です。

### 3．産業金融法制の将来

「レジュメの3」はさらに大きな話になりますが、産業金融法制の将来を見渡した場合に、どういう点を議論する必要があるだろうかということです。これは時間の関係でごく簡単にさせていただきます。

1つは、産業金融の類型みたい

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジュメ(第3項抜粋)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

**3．産業金融法制の将来**  
 (1) 3類型?(犬飼氏資料): corporate finance, asset-based finance, project finance  
 (2) secured finance, unsecured finance  
 (3) 金融子会社における関する法律問題: financing vehicle  
     ・関連問題: グループファイナンス(keep-well条項など)  
 (4) offshore finance (tax and accounting issues)

なものについて、どういうふうに頭を整理したらいいかということで、犬飼さんからお配りいただいています市場ベースの新しいデットファイナンスという図(参考図 E: P.193 参照)があります。これを見ると、プロジェクト・ファイナンスとアセットベース・ファイナンスと企業金融(コーポレート・ファイナンス)という書き方で整理しておられて、最初見せていただいたときからなるほどと思っていました。私の従来頭の整理と、違うということは決してないのですが、私は次のように整理してきました。それは、私は、従来はコーポレート・ファイナンスとアセットバケット・ファイナンスの2つに概念整理をしてきました。前者は企業全体の信用を引き当てにするファイナンスであり、アセットバケット・ファイナンスは、その企業の全体ではありませんで、特定のアセットをベースにするものです。それぞれコーポレート・ファイナンスについてもアセットバケット・ファイ

<sup>4</sup> 2004年4月に経済産業省HPに研究会の報告書が発表されている。  
「金融システム化に関する検討小委員会報告書(案)」<http://www.meti.go.jp/kohosys/press/0005188/>

ナンスについても、キャッシュフローをベースとするもの。本来キャッシュフローしかベースにはなり得ないと思うのですが、ただ、伝統的にはそうでないものもあった、というふうに従来は整理してきました。

ただ、ここでプロジェクト・ファイナンスと書いておられるものをあわせてみますと、どうもこういうことではないかと思えます。プロジェクト・ファイナンスとアセットバケット・ファイナンスの1つの違いは、いろいろあるかとは思いますが、両方ともどちらかというキャッシュフローベースだとは思いますが、しかし、アセットバケット・ファイナンスのほうが、私の頭では、ストラクチャード・ファイナンスといいますが、**仕組み性**があるというか、もうちょっと違った表現で言いますと、仕組むことによって格付けをいろいろ動かすことができるというような気がします。プロジェクトはプロジェクトとして評価しますので、さらにそれに信用補完とか、エンハンスメントとか、あまりそういう話は理屈の上ではできなくはありませんが、あまりないのではないかとこのように考えてきました。

いずれにしても、犬飼さんからいただいた図（P.193 参照）を使って、全体を整理していく必要がある、というのが1つあります。

「レジュメ3 .(2)」のところは担保金融か、非担保、無担保金融かというのでしょうか。**セキュアード・ファイナンス**なのか**アンセキュアード・ファイナンス**なのか。これの延長は、実は、**担保か非担保か**というのは、わかったようでわかりません。というのは、法定担保物件の世界は非常に硬い世界ですから、担保付きか担保付きでないかははっきりしているのですが、もう少し**緩い担保**というのは、一方では**人的担保**というのがあります。「人」と言っただけ法人もある。親会社保証、英語でギャランティと言っていますけれども、それから実はギャランティに似たようなものはいっぱいあって、ですから、そこでは**セキュアード・ファイナンス**、**アンセキュアード・ファイナンス**とだけ書きましたけれども、実際使われているのは、ギャランティがあり、それからあとは、**仕組み性がある場合のいろんなエンハンスメント**があります。エンハンスメントにも、**クレジット（信用）の補完**と、**リクイディティのみ補完**するもの、その他があります。**クレジット・エンハンスメント**、**リクイディティ・エンハンスメント**。日本では「補完」と訳していると思えます。

それから、こういう似て非なるものはほかにもあります。例えば**ネガティブ・プレッジ**（第一回講義 P.38 の脚注 35 参照）と呼ばれているもの、あるいはギャランティもので言えば**キープ・ウェル**（第二回講義 P.85,88 参照）と呼ばれているものがあります。そうい

う他の契約条項（コントラクト・クローズ）でよく議論になりますのは、ネガティブ・プレッジ、パリパス条項（第一回講義 P.39 の脚注 37 参照）そして第三にキープ・ウェルといったような要項ですが、こういったものの機能を、連続的にセキュアード、アンセキュアードを越えて整理していく必要がある。

「レジュメ 3 .( 3 )」は、法主体に着目した場合で、**金融子会社に関する法律問題**です。ストラクチャーものもいろいろありますけれども、要は、資金調達をする A なら A が、自分がファイナンスするのではなくて、特にグループでファイナンスをする場合には、グループの中にファイナンス・ビークルというか、別にファイナンス会社というのをつかって、そこで資金調達をする。A が保証をしたり、キープ・ウェルしたりということがありますけれども、こういう話になってくると、あまり整理がついてない問題があると認識しています。

それから関連問題としてのグループファイナンス。いまの文脈でいいますと、グループとしてのファイナンスというのは、グループ各社がありますので、1 つの会社を通じてファイナンスしましょうということです。金融子会社などと呼んでいますけれども、そういうものであります。「キープ・ウェル条項」とここに書いてしまいましたが、上で書いたほうがよかったです。

**キープ・ウェル**というのは、コントラクト・クローズの中で、親会社が、子会社がファイナンスするにあたって、債権者に対して、「いい状態にしておきますよ」、キープ・ウェルしますよと約束する。

何を約束しているのかよくわからないのですが、曖昧な条項のように思われるかもしれませんが、実は、コントラクト・クローズで、**ネガティブ・プレッジ**、すなわち一定の資産は、他の債券者としての担保に入れませんよということを、発行体 A がレンダー（L 1）との間で約束をする。それから、**パリパス**と呼んでいます、デフォルトが起きたときには全債権者に平等に返済しますよという条項。

そして、例えばいまのキープ・ウェルというのは全然違う話ですが、キープ・ウェルがどうも法的な効果がはっきりしないと日本でよく言われますが、実は残りの 2 つも全然はっきりしないのです。

ネガティブ・プレッジとかパリパスというのはまったくはっきりしないので、時間があればそういう話は別途、文献もありますのでお話ししたいところですが、我々のような大学に籍を置く者だけでも論文の対象になるような面白いテーマがいっぱいあります。

そして「レジюме3.(4)」で書きましたのは、これが**クロスボーダーになる場合**です。グループといっても、世界的に活動している企業の場合には、金融子会社もオランダに置くとか、どこかに置くとかいう話になりますので、こうなってくるとちょっと法制度を越えて、税制とか会計の話もインフラとしては議論しなければいけません、少なくとも法制度に関して言いますと、**アプリカブル・ロー**とか、**適用法規の問題**が重要な問題として存在します。例えば社債を発行する場合に、社債の発行手続きは、「どこの国の法律の適用があるのか」ということです。

そして、犬飼さんの表(参考図 E:P.193 参照)を見て付け加えさせていただくと、これも産業金融の延長だと思うのですが、さらに、一番左下に書いてある M&A とか LBO、MBO という話です。こういうものも、場合によってレジюмеの「3.(5)」として付け加えて、M&A ファイナンス、LBO、あるいは MBO というものも付け加えていた方がいい、より網羅的になるかと思います。

以上でレジюмеの「3」まで終わらして、あと「4」、「5」、「6」について一言ずつ申し上げたいと思います。

#### 4. 資金供与者の権利への流動性の付与に向けた方策

資金供与者の権利への流動性の付与というのは、レンダー(L1)から見ると、お金を貸しているわけで、債権、融資で貸

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジюме(第4項抜粋)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

4. 資金供与者の権利への流動性の付与に向けた方策
- ・ ECN など
  - ・ 電子流通〔市場?〕(bulletin board system など)
  - ・ 日本版 144A 市場

すにせよ、社債で貸すにせよ、それをどういう形で貸付けたとしても、当然その権利に流動性があるほうが貸出しコストは下がるわけです。しかし、そのためのインフラとしてどうするかという問題は、あんまり簡単な話ではありません。私の整理で言いますと、証券取引法の話にどうしてもなってしまいますが、必ずしも有価証券になっている世界だけを見るのはあまり正確でないと思いますが、流通の世界というのは、従来は、取引所市場(エクステンジ・マーケット)と、OTC<sup>5</sup>、いまジャスダックと呼ばれている店頭市場というのがあって、これは証券取引法上の正真正銘の流通市場と呼ばれているものです。そう

<sup>5</sup> OTC= Over The Counter 取引市場

でない限り、ブローカーというふうに従来は呼んでいたわけで、ブローカーズ・ブローカーとか、要するに証券会社がつないで取引をしている。

従来は、取引所市場以外は使用類似施設の禁止とか、そういうようなことを言っていたわけです。しかし、平成10年にPTS（私設電子取引システム）と呼ばれている、最近ではECNと呼んでいます。コンピュータをつなげて流通させてよろしいという制度をつくりまして、しかし、ここからは証券業ということで、依然として日本ではこれはブローキングという分類になっています。

アメリカは、ここは違って、アメリカはECNまでをエクステンジというふうに定義しています。しかし、規制を大幅緩和している。あまり規制の実質に変わりはない。日本は、証取法上はこっちが流通市場、有価証券市場と言っていますが、PTSからこっち側はブローキングであり、そして最近の議論は、ブローカーの中にあるグリーンシートと呼ばれている市場とPTSをもう少し活性化しましょう、制度的にも改正しましょう、という議論をしているわけです。

ただ、もう一つあって、ブローカーは登録制ですから簡単なのだと思いますが、ブローキングにも証券業にも当たらない世界で何かできないかというのが、当然のことながらあるわけです。アメリカはこれをビュレティン・ボード・システム(Bulletin Board:掲示板)と言っています。インターネット・ファイナンスが流行り出した時期ですが、あるところが、売りたい人と買いたい人は、うちの掲示板に情報を出していいですよということを言い出したわけです。そうすると、私がホームページを立ち上げて、そこに、売りたい人と買いたい人の情報を集めて、掲示板として掲げます。これは証券業に当たるかということが問題になって、私は何もしてない、別に売りたい人と買いたい人を出会わせているわけじゃないし、手数料を取っているわけではないというので、SECのアクションレターでいくつか条件がありますが、その条件を満たしているものについては、これはブローキングに当たりません、証券業には当たらないのです、ということを行ったというものがあります。

そうだとすると、類型としては、流通市場インフラを整備するには、取引所市場（エクステンジ・マーケット）、OTC、PTS・ECN、Bulletin Board Systemの、この4つぐらいをどういうふうにか考えるのかというのが1つあります。そして、「レギュレーション4」の最後の日本版144A市場は、私募市場として、機関投資家というか、日本で言う適格機関投資家の間のみを流通するもの、すなわちディスクロージャーなしで流通することができる市場です。この144Aは、もちろんエクステンジの市場やOTCの市場はない

わけですが、PTSも普通はない。PTSはもちろん一般の投資家はすべて参加可能です。ただし、一般の投資家を相手にしたら公募の規制に服しますが、プロだけの間を流通するのは、おそらくここらあたりの144Aとか言っているものです。プロの間を流通するものというのは、PTSになってしまうと、普通の整理は、誰でもありで参加できますが、しかし、これはつくり方によってはPTS、ECNであってもプロしか参加できませんというふうにつくれるかもしれませんので、144A辺まで来るのかもしれませんが。

分類学はどうでもいいと思いますが、大事なことは2点あると思います。「流通市場の流動性の付与」のためのインフラ整備ということで物事を考えた場合には、有価証券に限ってしまうとちょっと狭すぎますが、融資債権等も含めて資金提供者の権利への流動性の付与については、エクスチェンジ・マーケット、OTC、PTS・ECN（ブローカー）そしてビュレティン・ボード、こういうものが、私の好きな言葉で言うと、「連続的」に用意されているというのが一つのポイントです。

第2のポイントは、それとは別の次元において、日本版144A市場という言葉で申し上げたような、プロの間だけで流通市場があって、それはディスクロージャー制度に服さないという、そういうものが利用可能な状態である、というのが2つ目のポイントになります。

## 5. 債券市場のあり方

次に、「レジュメ5」に書かせていただいた、アジアの債券市場のあり方を概観します。

歴史的な分析を踏まえ、伝統的な言い方をすれば、アジアには、およそ債券市場が発達している国は無いと言えます。国債を別にと、世界的にも、民

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジュメ(第5項抜粋)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

### 5. 債券市場のあり方

- ・社債法制の将来
- ・国際的な法適用のあり方
- ・社債管理会社のあり方
- ・社債権者集会のあり方
- ・株式会社以外が発行する債券（国内発行体）
- ・ソブリンサムライ債などの課題（CACなど）

間企業の債券の市場が大きく発達している国は、アメリカを除くと、イギリスが多少そうかもしれませんが、ほとんど無いと言えます。そう言っても、各国とも、債券市場はだんだん広がりつつあるわけであり、日本でも、その市場の発展を将来どういうふうに考えたらいいのか、難しい問題があります。

例えば、日本で電力債などが社債を出しているとはいっても、それが通常の社債といえるのか？ 電力債には、ジェネラル・モーゲージといって、一般担保がついています。この担保は、先取特権としての優先弁済権であり、社債権者が他の債権者に優先して会社財産から返済を受けることができます。一般の社債とくらべると、電力債は特殊なものという位置づけで考えられます。

では、一般の東証の上場会社が次々社債を出しているのかと言いますと、エクイティ物は非常に多いのですが、一般の社債は、出してはいますがそれほど多いわけではありませぬ。それでも日本では相当出てきていると思います。

ましていわんや、その他のアジア各国で債券市場育成を、ということを出し出すと、これは大変労多いこととなります。

さらに、債券市場のあり方を議論するためには、市場インフラのうち、取引の終わりの部分の証券決済（資金と証券の受渡し）など決済インフラも整備について検討する必要がありますが、そういう問題を置いて、やや伝統的に法的側面を中心に整理すると、「社債法制の将来」という問題があるのではないかと考えます。

その中では、例えば、プログラム発行が可能かどうかなど証券の発行手続きの問題、またディスクロージャー（開示制度）などを司る証券取引法の問題も重要であります。それ以外にここで申し上げたいのは、むしろ債券市場インフラ整備のために必要なベーシックポイント、非常に基本的な点としては何があるかという話であります。また、それは、債券関連の法制の問題、多くは商法に関係する問題といってよいのではないかと思います。

#### （ア）国際的な法適用のあり方

第1は、国際的な法適用のあり方です。日本の企業は、外債をかなり多く、といってもエクイティ物が多いと思いますが、クロスボーダーで債券を発行していますが、一体どこの国の法律が適用になるかよくわからない。社債は、純粹に私法的な関係と考え、国際私法のルールによって決まるともいえますが、必ずしもそうではなく、公法的な、例えば日本の商法は社債権者集会という制度は裁判所が認可するとしています。それは別に国際私法のルールではなく、強行的に日本の法律が適用になるということなのかどうか、大議論があるところであり、非常に気持ちの悪い分野で、整理がついておりません。

#### （イ）社債管理会社と社債権者集会のあり方の問題

次に、社債管理会社と社債権者集会のあり方です。これは大変有名な問題ではありますが、これも、日本国内の事例一つを取っても、最近のデフォルト事例等を見ると、社債管

理会社のあり方が問われていると思います。それから社債権者集会が開けるかという問題を含めて、いま商法改正でも議論されているところでもあります。これは、2004年度の商法改正で、これを「会社法制の現代化」と言っていますが、相当部分、改善はされる見込です。

#### (ウ) 株式会社以外が発行する債券の法の適用の問題

次に、株式会社以外が発行する債券にかかわる問題です。最近では地方公共団体や第三セクターなど、いろいろな団体が債券を発行しております。学校債(学校法人債)、病院債(医療機関債)まで出てきておりますが、こういったものは、日本では商法の適用もなければ証券取引法の適用もない。何の適用もない。そして、仮に、それでも大丈夫であるとすれば、逆に株式会社について商法は要らないのではないかということを示唆しているといえなくもありませんが、普通の言い方は、「商法も証取法も適用しないでもいいのか、大丈夫か?」という問題提起であります。

#### (エ) サムライ債などデフォルト時の取扱いの問題

最後に、すこしまニアックといえなくもありませんが、ソブリン債、日本国内で円建てにより発行される「サムライ債などデフォルト時の取扱いの問題」です。サムライ債券は、日本以外のいわゆる非居住者と言っていますが、発行体が日本で発行するもの。ソブリンは外国の国家。第三セクターのようなものも含めて言う場合もあります。こういう外国の国が日本で発行するものであります。従来は、国が発行するので、デフォルトはなかったのですが、しかし、銀行借入の世界との対比で考えると、デフォルト時の取扱いが債券の場合に、より明確でないという問題があります。アルゼンチンなり、最近有名なウルグアイなりが発行したサムライ債がデフォルトとなって、日本国内で債権者集会を開いたのですが、いずれにしても、こういう問題等をめぐっては、日本の商法の直接適用はないので、どうしたらいいのかということがあります。

そこで問題になるのは、いろいろありますが、ほとんどが契約条項(コントラクト・クローズ、もしくはコントラクティング・クローズ)の問題であります。契約条項で問題になるのは三つあると考えます。

第一に、日本で一番議論されているのはCAC(コレクティブ・アクション・クローズ)と呼ばれているものであります。簡単に言うと、デフォルトしかかった場合に、多数決で元本カットとかを決めていいかということ。それは、もちろん契約には書いてあります。カットであるから、法制度があればいい。つまり、日本の商法の適用がある社債について

はもちろん多数決でカットしていい。「いい」という意味は、裁判所が認可するが、そういう制度がないときに、どうするか。集まって、「さあ、どうしましょうか」となったとき、多数決でカットというので、少数派が反対しているのに即カットできるかどうかという問題があります。

第二に、**社債管理会社に関する問題**です。それは、デフォルトしたりどうかなったりした場合に、日本の社債の場合で言う社債管理会社、あるいはそういうものに当たる人を選んで、あるいはあらかじめ置いてある場合もありますが、そういう人が代表して訴訟手続きをしていいかという問題があります。これは、日本法で言うと弁護士法に触れるという、そういう狭い問題もあります。

第三は**パリパス条項**です。パリパスの意味がよくわからない状況が起きているのではないかと思います。詳細は省略しますが、いずれにしても、ウルグアイもアルゼンチンも「払わない」と言ったら、もうどうしようもありません。ソブリンは、払わないと言ったら訴えても取れない。そういう場合、従来はどうしていたかということ、銀行貸付の場合には、融資団の銀行が集まって、相手方政府と交渉して、リスケジューリングといますが、もう一遍ローンを組み直すというやり方をとっていたわけでありまして。これが、債券の世界になると、集まって交渉するといっても投資家は不特定多数いるので、やりようがありません。これをどうとらえたらいいのかという大きな問題があります。

これは、別の言葉で、ワークアウトとか、オーダーリー・ワークアウトという名前で、ファイナンスのやり方が特に銀行融資から債券、つまり資本市場ファイナンスに移った場合に、秩序あるワークアウトのあり方を、「ソブリンが返せないと言いついたらどうするか、どう交渉するか」という問題として、ここ 10 年間非常に大きなテーマとして議論されている問題であります。

以上を含め、国際的な債券市場にかかわる法制度の枠組みについては、基本的な道具立てを種々考え直す必要があるといえます。

## **6. 基本的な道具立ての整理**

レジュメの最後の、基本的な道具立ての整理について、簡単にご説明します。

1 つは、**信託とは何ぞや**。最近非常に脚光を浴びていますが、問題は信託というのは、信託のどの機能に着目してこれが利用されるようになっているのか、ということです。最近流行りの倒産隔離という機能ばかりが強調されていますが、ほかにも機能があるわけで

して、例えば非担保債券と担保物の分離、前回および前々回お話ししたものの、そういうものを可能にするとか、これも倒産隔離とは次元は別の問題でありまし

第4回社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト  
レジュメ(第6項抜粋)  
(3月2日東京大学神田教授作成)

#### 6. 基本的な道具立ての整理

- ・ 信託（倒産隔離、他の機能？）
- ・ 「担保（or譲渡）」とは
- ・ asset-backed, pooled investment（法制の分断）
- ・ 資金調達性（キャピタル・フォーメーション）
- ・ 「市場」とは
- ・ 「社債」とは
- ・ 階層保有投資有価証券とは

て、信託がどういう機能を持っており、そういう機能は信託以外では使えないのかどうかということは、いま盛んに議論され始めているところで、前回配っていただいた井上聡先生の講演録ではそういうものも議論されています。

次に、「担保とは何ぞや」というのは、先ほどの問題提起の繰り返しですが、譲渡と担保の線引きもはっきりしませんが、担保と担保以外、担保類似のアレンジメントのあり方がはっきりしないですね。先ほどの、相殺とか代理受領というのは伝統的なやり方ですが、そのほかにも、人的なギャランティ、エンハンスメントからクローズ（条項・要項）まで含めて、こういうものは、経済実体としてはかなり連続的かもしれませんが、現行の法制度は、どこかで線を引いて、ここからは担保扱い、ここからはよくわかりません、というようなことなので、その辺の法的な議論としては、線引きを見直す必要があるのではないかという議論です。

それから、アセット・バケット、プールド・インベストメント（集合投資スキーム）これは犬飼さんからいただいた図にも関係するのですが、日本の法制度というのは、またここも分断されていまして、アセットバケット・セキュリティズというか、資産流動化、証券化の分野については、単発法が特定債権法とか資産流動化法とか、バラバラとあって、法がない世界でももちろん流動化は可能です。プールド・インベストメントのほうも、従来の証券投資信託、いま「証券」というのは取れましたが、しかし、いまだに商品ファンド、不動産ファンドとか、バラバラで法制が非常に分断されています。理屈の上では、アセット・バケットの世界とプールド・インベストメントの世界、この辺は横断化する必要があるし、横断化してないのが日本ぐらいだと言っていると思うのですが、さらに付け加えると、デリバティブの世界も日本では横断化されていません。

先ほどの犬飼さんの図（参考図 E：P.193 参照）を見て感じたのですが、我々大学に身を置く者の問題関心を申し上げますと、どこまでに資金調達性があるかということですね。

ちょっと学問上の争いですので、言ってもしょうがないかもしれませんが、アセットバックト・ファイナンスはもちろん資金調達性があります。ファイナンスですから。

いま、3つぐらい箱を書きますと、**プールド・インベストメント**は、**コレクティブ・インベストメント・スキーム**とか言いますが、投資信託みたいなものですね。そして、**デリバティブ**。デリバティブも定義のしようがないのですが、**アセットバックト・ファイナンス**はもちろん資金調達性があります。しかし、**プールド・インベストメント**、証券投資信託に資金調達性がありますかという、普通はそう言わないです。しかし、**ベンチャー・キャピタル**は資金調達性がありますから、金を調達するほうから言えば、ベンチャー・キャピタルによるファイナンスですから当然あるわけで、しかし、デリバティブに資金調達性はありません。したがって、アメリカで大変有名な、よくわからないインデックス・パーティシペーションと呼んでいる、ある商品が、証券取引法上の証券なのか...？ アメリカは、デリバティブは商品取引法のほうで、金融関係のデリバティブを含めて、特に先物は定義されますので、有名なある商品が、証券なのか商品先物（証券先物）なのか、要するに証券なのか先物なのかが争われた有名な事件において、裁判所いわく、「これは連邦証券取引法上の証券の定義にも当たります。それから、商品取引法上の先物の定義にも当たります。両方当たります。したがってどっちが勝つか。その場合には先物のほうが勝つ」と言った判例があるのですが、その中で、デリバティブと、そうでないセキュリティズではどこが違うかという、**資金調達性**があるかどうか、いわゆる**キャピタル・フォーメーション**と言いますが、それがどうかで区別しているわけです。

「ファイナンス性があるものはこっちで、そっちはファイナンス性がない。こちらはキャピタル・フォーメーション・ファンクションがありますが、そうでないものもある。」という、あまり日本では使われないかもしれないが、我々は学界では日本の学界ではあまり聞いたことはないけれども、一歩外へ出ると、普通はこういう言葉を使って話しています。この辺は、日本の法制は分断されていて、いま理論的な話ですが、法制の連続化、再整理が必要になると思われます。

次に、「**市場とは何ぞや**」、「**社債とは何ぞや**」と、何をいまごろばかなことをとおっしゃるかもしれませんが、市場というのも、ここで経済的な意味で使っているのではなくて、法的にどこかで線引きしているわけです。**有価証券市場の線引きを見直す必要がある**のではないかと。社債もそうです。どこまで社債なのかわからない。商法が社債の定義を置いていませんので、よくわからないのです。社債というのは、テキストを見ると、多数に何だ

かんだと書いていますが、実務上は、子会社とか親会社とか、一人だけに発行する社債もありますし、そうすると、何が社債で何が社債でないかわからない。CPのときに議論されましたように、約束手形といえば社債でないというのは本当はおかしいので、そうだとすると、「社債とは何ぞや」というのも、実はよくその定義を議論し直して整理する必要があると言えます。

そして最後に、先ほど申し上げました、**間接保有で持たれている投資有価証券**、国債、社債、株等については、これは一体何なのだということです。口座で管理されていて、無券面化されていますので、こういうのを外国で「**アカウントライト**」と呼ぶ人がいますが、直訳すると「**口座上の権利**」、何かそういう新しいものじゃないか。口座の記帳によって発生し、権利行使されるもの。社振法はそれに近い立法をしているわけですが、そういう口座の増額記帳あるいは減額記帳が決定的に決め手になるような世界というものは、「**口座客**」と呼ぶのかいいかどうか知りませんが、何か新しい概念で捉え直していく必要があるのではないかとということです。

今日は、私がいままでいろいろなところで感じてきたものをできるだけ全部言って、あとは皆様のご研究なりにお任せしようと思いましたが、脈絡なく全部しゃべりましたが、何とか自分で思っていたものはしゃべり尽くしたと思いますので、残りの時間は質疑にさせていただきますと思います。

(犬飼事務局長) 今日は神田先生には大変ご無理を申し上げまして、今回は4回目で最後ですので、今後日本において議論する必要のある項目は、すべて項目を出していただきませんかという、非常に無理な注文を差上げたのですが、驚異的といいますか、1時間の間にこれだけの分量のお話をいただいて本当にありがとうございます。我々、こういう項目があるということを知るだけでも大変な価値がある、そういうお話をお伺いできているというふうに理解しております。

私のほうから最初に質問をさせていただければと思いますが、質問というよりは感想に近いというか印象に近いのですが、いまこういうふうにお話をお聞きしておりまして、日本の法律というのは、私の理解では、やっぱり守らせるべきものである。公法であるとか私法であるとか、任意規定であるとか強行規定であるとか、いろんなことを言ってみても、結局はお上がつくった法律なのだから、法律というのは守らなければいけないものなのだと感じます。そういう発想に立って考えますと、特に今日お話をいただいた

分野の話は、法律には書いてないけれども、これはこう考えていいのだよということがかなりあるのではないか。例えば信託みたいなものも、道垣内先生のペーパーにも載っていましたが、最高裁でもこういう分離された口座の預金勘定は信託とみなしてもいいのだとか、そういうようなことが載っていますが、非常に大雑把な言い方ですが、場合によっては、日本のこれまでの担保法制みたいなものを飛ばして、信託があれば全部オーケーになってしまう、しかも法律がなくても、みんなで考えてそれをつくればいいのだ、みたいな話になりそうな気もするのですが、しかし、日本ではきっと絶対ならぬだろうなというふうにも思います。

また、信託というものを法律でどう定義するかもその一つかもしれませんが、英米式のやり方とドイツ式のやり方と、その日本は中間なのか、あるいは大陸寄りなのかわかりませんが、そういうものを考えたときに、将来に向かって、時代に合うように法律をどういうふうにつくっていったらいいのか。話が大きすぎるかもしれませんが、そういうことを本質的なところで考えないと、世界標準になり得ない、法システムのイノベーションは起こりえないのではないかという感じがいたします。

(神田教授) 2点ぐらいあると思います。狭い話をすると、道垣内さんの触れておられる信託についての最高裁判決というのは、民法の先生にとっては非常に重要な判決だと思うのですが、ちょっと重視しすぎているのではないかという感じがするのです。どういう場合に信託があるか。当事者が「信託」と呼んだら信託ではないですよ。社債も同じですが、それは信託法1条の要件を満たしていれば信託なのですよということを確認したという点が1点。

というのは、その事案で問題になりました「工事代金を払いました。預金口座に入れておいたら、つぶれちゃいました」では、つぶれちゃったものは一般財産かということ、違います。これは信託ですから受益者のものと、こういった判決なのですからけれども、もう1点非常に重要なことは、当事者はそれを信託ということを全然考えてないし、日本では信託を業としてやるためには、信託業法があって、結局いわゆる信託銀行、あるいは信託業法に基づく信託会社 現在日本に存在していませんけれども でなければ、業としては受託者にはなれないわけですね。しかし、そういう日本の世界において信託を認定した、この認定において画期的だというふうにされているのですね。

しかし、法律構成としては、法律家の言葉で言えば、同じ結論を導くためには「信託」と言う必要は必ずしもないわけで、昔の大変有名な証券会社が倒産した場合のお客の証券

はお客さんのものだといった最高裁のとった構成では、信託という構成をとらずに顧客を保護していますし、要するに預かっている人が倒産した場合に、そのものは預かっている人のものではなくて、預けた人のものですというための法律構成として、信託なり、あるいは証券会社のいろいろな法律構成があり、あるいは別の法律構成もあります。

この分野は最近非常に有名なところでして、保険代理店が保険契約者からお金を預かってつぶれてしまったとか、あるいは弁護士が依頼者からお金を預かってつぶれてしまったとか、この手のものについて最高裁は右へ行ったり左へ行ったりしていますので、常に預けた人を保護している例はありません。非常にホットな話題なのですけれども、そういう論点が1つあります。

最初におっしゃったこととか、法律は何のためにあるのかという話は難しいところだとは思いますが、私から見て日本で気になるのは2つです。

特に金融の分野で見ますと、1つは**不確実性**という問題かと思います。不確実性というのはどこの国でもあるわけですので、最近よくインサイダー取引の要件が不明確だという議論があるのですが、インサイダー取引の要件が不明確であるのは当然で、どこの国でも不明確なのですね。日本は、そうでない分野、信託もその意味ではそうかもしれませんが、何が社債か信託かというのもそうなのかもしれません。しかし、先ほど何度も挙げましたように、あまりにはっきりしない面が多すぎると思います。

しかし、その不明確な部分が、言葉はよくないかもしれませんが、企業活動も含めて、世の中の生活に**悪影響**を及ぼしていなければ、そう気にする必要はないと思うのですが、もしこれが悪影響を及ぼしているという、そこは改善していく必要がある。すなわち、不明確なものを明確にすることをしていく必要がある。どこの国の法律が適用されるかわからないのでは收拾がつかない。全世界と言わないまでも、活動している国の全部の法律を調べて、それに従ってやらなきゃいけないのでは收拾つきませんので、そういう問題はあります。

もう一つ、比喩的な表現で言えば、確かに法律は物事を取り締るという面があることは確かです。これは法学部出身の方以外にお話するときによく使う話です。しかし、**法律の本来の目的は、我々の生活を、企業活動を含めて、サポートするために存在するもの**ですね。ですから、物を盗んではいけないとか、人を殺してはいけないとか、突飛な話ですが、刑法という法律がありますけれども、もちろんそれは盗んだ人や何かした人を取り締るというのは目的の1つかもしれませんが、そこら中に盗みがあったのに、それが全然取締り

が行なわれないのでは、我々は安心して生活できませんので、我々の生活を安心させるためにあるのであって、こういうものはよく私はエンフォースメントの議論のときにしますが、エンフォースメントのレベルというのは相当高くないと社会が安定しません。

しかし、他方で、いい例ではないと思いつついつも挙げるのですが、駐車違反というのもルールです。守らせるために全然エンフォースされていないのではないかと。しかし、これだけエンフォースされてなくても社会が混乱しているわけではないので、エンフォースメントのレベルというのは、繰り返しになりますが、エンフォースメントにはコストがかかりますから、社会的な意味ですが、**社会が安定する程度にはエンフォースしてもらわないと困るので**、窃盗罪のエンフォースメントのレベルと駐車違反のエンフォースメントのレベルは当然違ってしかるべきものです。駐車違反はエンフォースされなくていいと言っているのでは決してありませんけれども、そういう観点から、インサイダー取引とか、金融証券分野のルールというものも、エンフォースメントの問題を考える必要があるでしょう、というのが、最近私が盛んに議論している話です。

ですから、より抽象的に言うと、**法律はもちろん取り締まるわけですが、取り締まることによって安定させる、我々の言葉で言うと、社会の活動あるいは企業の活動をサポートするために存在しているので、サポートできるレベルまでルールがインフラとして整備されている必要がある**。そういう観点からこれまで取り上げた問題を考え直していただく必要があるということです。

(犬飼事務局長) ありがとうございます。皆様、いかがでしょうか。ご質問でも感想でも結構です。

(中村氏(ソニー)) 本日のレジュメの1、2、3に関して、ご質問というよりはコメントになってしまうかもしれませんが、まず1のところだと、特に融資のほうで、担保の管理という問題がある。特にシンジケーションを組んだ場合に担保の問題があるというふうなことで、いま困っております。もう少し具体的に言うと、例えば、ストラクチャード・ファイナンス、そうするときには、レシーローン・プロバイダーとエクイティ・プロバイダーがいます。エクイティ・プロバイダーはちょっと置いておきまして、ローン・プロバイダーは担保が欲しい。そしてリース債権を担保に取るだけならいいのですけれども、物権も取りたい。そしてこれがある程度、レシー(海外現地法人)であるところから見ても、顔の見えるような金融機関が一人でやってくれるということであればよろしいのですが、大型案件になってくるとやっぱりシンジケーションしたいということになる。

シンジケーションですと、いくら譲渡禁止と言いましても、シンジケーションそのものがもう別の金融機関などへのアサインを前提とした取引類型と言わざるを得ない。そうすると、リース債権だけならともかく、担保物件もあらぬ人に流れていく可能性がある。そうすると、例えばレシーの立場から言うと、私は財務におりますけれども、財務は腹くくることはできても、とても現場を説得することはできない。となると、ローンの形でこういうふうなことをやるために、例えば SPC を使う、あるいは信託その他をピークルとして、間に入れるということも検討しているのですが、どうも非常に大型のリースファイナンスは難しいという状況になってきて、いま非常に困惑しているというのがあります。この辺、何かいいソリューションがあるのかどうかということが1点です。

次に、2番のところですと、債権譲渡登記制度のところでは頭が痛いところがありまして、一括支払システムのご指摘がありましたが、我々も、これではないですが、ファクタリングのようなことをやっている。そしてまた、集合債権、将来債権の話も出ましたが、とりあえずファクタリングを出すときには、集合債権、将来債権を一括でドンと譲渡登記するのですが、その後に個別のものが登記された場合に勝つか負けるのか、というようなことを心配しますと、結局、スキームの実行に入った後も、一生懸命、定期的に、いわゆる登記情報を見に行き、変なことしていませんかということを見に行かないと解決にならないのではないかということで、非常に手間もコストもかかるということになっていまして、こここのところは非常に不便さを感じています。

3番のところですと、信用補完のあり方ということで言うと、非常に扱いに悩まされているものがありまして、キープ・ウェルはまだよろしいのですが、パフォーマンス・ギャランティというものがございまして、ストラクチャード・ファイナンスでは、よくこれは差し入れられるんですが、これって何だろう。パフォーマンス・ギャランティと言いつつ、当然ながらファイナンスの契約に入っているわけですので、何かそこで間違いがあった場合には、当然お金を求められるということでは、結局履行は金銭の支払いという形でさせられざるを得ないということだと思っておりますので、これは一体何だろうというところで整理がつきあぐねているということです。

具体的過ぎて恐縮ですが、いまお聞きしていて、困っているところに3つほど、合致するところがありました。

(神田教授) どうもありがとうございます。私はそれに対して何かコメントすべき立場ではないと思うのですが、少しお話をさせて頂きたいと思っております。

第1点は、繰り返しですが、担保債権の帰属と、すなわち流動していくシンジケーション、それと担保権の帰属は、分離を認めてしかるべきです。ですから、担信法のような制度で動けばたぶん一番いいと思うのですけれども、信託を使うか使わないかにかかわらず、担保権はAという人が一元的に管理しており、それとは別に被担保債権が流通していく。とにかくそういう制度をどうつくり上げるかという問題だと思います。法制度が必要なのかどうか議論の対象になるわけですが、現在国のレベル、法務省などが言っているのは、信託を使えば何とかなるでしょう、と言っているのですが、何とかなるのかどうかよくわからない、というのが現状です。

もう一点の、担保の目的物としてのリース債権とリース物件を一緒に取るという話は、先ほども動産と債権の非連続化みたいな話にどうしてもなって、アメリカの場合には、伝統的には両方表象するチャートル・ペーパー（Charter Paper）と言っているのですが、そういう紙（証券）があったのです。したがって、UCCにはその両方を担保に取る方法が一発であるのですが、しかしそれは結局のところ、UCCの下では担保も動産も一元化されているのです。連続化されている。ですから、日本は、これは別々でも出来ない事はないでしょう、という話かもしれませんが、不便と言えば不便ですね。特にリースの場合はそこが不便だと思います。

2つ目の一括登記みたいな話は、これは結局のところ債権譲渡特例法があんまり出来のいい法律ではないということに尽きるのです。その反省に立って、社振法のときは、外のものとぶつかることはなしとした。その中で完結して、指名債権譲渡の方法で譲渡してはいけません、口座の中だけでコンフリクトが起きないようにつくったのです。

しかし、今度は逆に社振法の限界は、証券口座自体を担保に入れることはありませんので、一個一個増額記帳していかなければいけません。それは逆に限界にもなって、いまの、一括登記 VS. 個別登記の問題は生じないように「つくった」と言えば聞こえはいいですが、一括登記を認めてないのです。

ですから、社振法の中の将来の問題として認識しております。

民法上なかなか難しい議論が最近ありますけれども、いずれにしてもこれは法律のつくり方が悪かったと言わざるを得ないので、改善されるべきものだと思います。

最後の信用補完は、私の理解では、パフォーマンス・ギャランティみたいなものは、実は昔からあって、いまのコンテキストは全然違うと思うのですが、プロジェクト・ファイナンスとか、石油を掘るのでも何でもそうだと思いますが、昔からこういうパフォーマン

ス、あるいはコンプリーション・ギャランティとか、いろんなものがある、ようわからないですね。「完成保証」とか訳していて、完成してなかったのかなと言ったら大変なことであって、それが一層、最近の金融のコンテキストですと、文字どおり解釈するとおかしいということだと思います。

この手の情報はいっぱいあって、何で起こるのかよくわからない、心理的な気分なのか、紳士協定なのか、裁判所に行ってもさっぱりわからないということであって、実は内容ははっきりしているネガティブ・プレッジでも、アメリカでは裁判所へ行くと、有効でないのではないかという議論のほうがたぶん多いぐらいです。

そういうことで言うと、この辺の世界になってくると、私は大学のほうで「ソフトロー」とか言っているのですが、あまり裁判所へ行っても役に立たないようなものを当事者が決めていて、何となく納得している、こういうものはどういうふうに分析していったらいいのかという世界に入ってくると思うのですが、無意味なことをやっているはずはないので、当事者は気持ちがあって何かやっているのだらう。ただ、当事者の相手とこっちとは気持ちが実は一致してないという可能性があって、それぞれの思いが違っている。そういう世界が結構私は多いように思っていて、これをどういうふうに研究したらいいのかよくわからなくて、大学のほうのプロジェクトでは、いま研究の方法論も含めて、研究を開始したところです。

(中村氏(ソニー)) ちなみに、最後のパフォーマンス・ギャランティですと、完工保証ぐらいですとまだよろしいのですが、扱う案件の中には、映画を何本つくるパフォーマンス・ギャランティなんていうのもありまして、これはほんとに財務としてエバリュエーションのしょうがなくて非常に困る。

(神田教授) 当事者はどういう気持ちで入れているのかです。

(中村氏(ソニー)) これはほんとはよくわからない。説明を現場から何度聞いても、ある一定の映画を10本つくるということに対してパフォーマンス・ギャランティを入れさせられる立場に立つのですが、これってどのぐらいそうならない可能性があり得るのか、あり得ないのかという判断が非常にしづらいという意味で、実務的にも、さあこれどうしようということになる。もちろん、これが何なのか、金銭債務保証に近いものなのかどうかということで、どう契約上扱うかという問題もあるのですが、実務でも大変です。確かに研究の対象は何でしょうというのがよくわからんというところをご指摘のとおりです。

(犬飼事務局長) 知財の先物みたいなものですか。

(中村氏(ソニー)) そこも難しいと思います。

(犬飼事務局長) こういう質問をしていいのかわからないのですが、例えば社債法制と融資法制の連続化とか、動産担保法制、債権担保法制の横断化・連続化、これを一挙に解決する手段というのは、アメリカ型のUCCを導入することと考えてもよろしいのでしょうか。

(神田教授) ええ、もちろんアメリカは連続化していますので、そういうことで言えば、そういう方法によっても可能ですね。しかし、アメリカにしかないかという、必ずしもそうではないと思います。アメリカの登記制度とか登録制度というものがちょっとよくわからないところがあるのですけれども、その同じ公示制度であっても、アメリカ型の登記登録制度とは別の登録制度を使うこともできる。

しかし、登記登録制度という意味においては、同じです。要は、どこに登録しますか、全国で1つにしますか、複数の当事者みたいのが、コンピュータでつなげるので将来同じですけれども、そういうようなところが、公示と言え言えまね。

ただ、譲渡方法、対抗要件具備方法はどうですかというものについては、これは、必ずしも私の理解では、アメリカ型しかないということではないとは思いますが、それが登記登録制度に結びつくとなれば、結局登記登録ですから、その限りにおいては同じと言っていいのかもしれないですね。

(犬飼事務局長) これも先生にお聞きするような質問ではないかもしれませんが、ということは、本日伺ったお話は、具体的には民法の大改正をやらないと済まないという話なのか。そうではなくて、民法の解釈論でもそれができるのか。憲法みたいな感じで、アメリカ的なところまでできてしまうのかという点について、いかがでしょうか。

(神田教授) それは法的不確実性を減らすというか、きちんとやるなら、大改正しかない。**担保権の帰属と被担保債権の帰属**というのも民法の大原則だそうで、なんで大原則なのかという説明は、一切、私は受けたことがないのです。なぜか知らないけれども、大原則だと言って、それ以上議論させてくれない。ですから、まったく理解不能なのですが、何かそういう大原則がある。そうだとすれば、大改正をしないと大原則は与えられない。なんでそれが大原則なのか、私にはまったく理解できないのです(笑)、いまだに。

同じようなことで、動産担保法制、債権担保法制も全然違ってきますから、やるなら大改正ですね。

(佐藤氏(日立キャピタル証券)) いま、経済産業省と一緒に、電子手形 電子手形とい

うより電子債券というか、債券の電子化というか、もっと言うと支払証書の電子化と言ったほうがいいのかもかもしれませんが、そのお手伝いをしまして、神田先生も研究会で一緒に思うのですが、社振法の世界とどういうふうに峻別をしていくのか。もしくは、社振法の世界があるので、支払証書の電子化とか、債権の電子化というのはあまり意味がないことなのか、ということの整備がまだあまりできていないような気がします。私、個人的には、やはり社振法の世界というのは相当高度な流通性を前提にしたものですから、ある意味では、システム的にも法律的にも大変重たいものになっているわけで、そうでない世界というものがあってもいいだろう。そうでない世界についての電子化というのも、これは考えていいだろう、と考えています。

もう一つは、社振法の世界は、どちらかというと出来上がった権利の帰属をどういうふうに移転させていくのかに中心が行っているのかなと考えていまして、そうでないところで電子化をする。極端に言うと、電子的に権利をつくり上げる。社振法の世界も基本的には同じなのですが、私はちょっと場面が違うような気がしていて、そういうふうに理解しているのですが、神田先生、いかがお考えでしょうか。

(神田教授) どういうふうに線を引くかで、私も2つ世界があると思っていますのですね。私が考えてきたことと、その分野を推進している経済産業省でリーダーシップをとっている早稲田の岩村先生とは、ちょっと違って、ただ、両方はコンシステントなのですが、両立可能です。私は従来どう考えてきたかということ、社振法の世界というのは投資有価証券。資金調達する社債、CPの資金調達、この手のものについては、私は、社振法的な世界というのが頭にありました。

これに対していま佐藤さんがおっしゃった電子債権とかいうのは、私に言わせると電子約束手形で、この約束手形というのはCPという意味ではありませんで、物流を伴う約束手形というか、商業手形というか、代金を支払ったその売掛というか、買った人が、30日後、60日後、90日後に払いますと。これは買掛なのですけれども、しかしそれは払いますという約束はどうするかというときは、約束手形を出します。なぜ約束手形を出さなきゃいけなかったかといったら、それは約束手形金融に結びついていたからですね。それは私の言葉で言うと、売掛金担保ファイナンスでなかったということでもあります。

したがって約束手形を出して、それを銀行は、割引く。こういう金融をしていた。ですから、この世界、すなわち30日後、60日後、90日後に払います。それを担保に銀行がファイナンスします、という世界を電子化する世界が、社振法の世界ではなくて、いまの言

葉で言う電子債権 アメリカで、Electronic Bill Presentment and Payment / EBPP と言いますが、そういう世界だというふうに私は整理していたのです。両方要るということで、後者はまだ日本にはないです。

岩村先生の整理はちょっと次元が違って、そういう区別ではなくて、電子小切手というのもあっていいはずだということです。小切手は支払いの手段ですから、これはいまの二分法にはぴったりこないのです。岩村先生の頭の世界は、中央集権的な電子システムと、いわばインターネットのような分散的な電子システムとあっていいということです。

ですから、1つには、CSDのようなところで集中して、口座管理機関が、階層型に組み上がっていて、それは重たいシステムですね、佐藤さんの言葉で言うと。そういう中で非常に頻繁に、権利が行き来するようなシステムが一方である。

しかし、他方ではもうちょっと軽いシステムというか、当事者間が、いわば私と誰かが合意した。そこで小切手や手形を書けるわけですね。それを電子的につくり上げていいでしょう。そういうものを流通させるときには、従来はどうしていたかということ、指名債権か証券債権か、どれかに分類してやらなきゃいけなかったわけですが、しかし、いまは、指名債権は非常に不便である。さっきの登記の問題がある。電子の証券債権というのは、紙はないですから、そこで電子債権という第3類型、指名債権、証券債権、第3類型をつくることによって、いわば分散型というか、もうちょっと軽く、誰でも使いたい人が使うという世界をつくり上げる必要があるでしょう。これは、私はまったく賛成で、考え方としては、一方で中央集中型の階層保有システムがあつていい。他方で、分散型、軽いシステムもあつていいでしょう。両者はちょっと切り口が違うのですけれども、大体私は最初の2分類とも、矛盾する話ではなくて、そういうふうに整理しています。

(佐藤氏(日立キャピタル証券)) その場合に、連続性の点はどういうふうに考えるのですか。いわゆる、本来流通性を予定していなかった電子手形が、流通性が高まってくることが考えられるわけで、だから**私募の世界から公募の世界に行ってしまうというような意味での連続性**というのは、予定しなくてもいいのでしょうか。

(神田教授) それはもう一つ難しい問題ですね。私の整理で言うと、投資手段というか、金融の世界で言うと、これは私募か公募かという線引きの問題なのです。だから、法律がどっかで線を引かなきゃいけない。144Aまではいいです。これを超えたら、やはりそこは公募の世界ですから、証券取引法上の一定のルールに従います。こういう世界であるのに対して、約束手形を一回支払えば、この世界というのはおよそ資金調達の世界ではな

いのですね。物を買って代金を払う世界ですので、その結果としての債権は、「その限りで」という表現をとりあえず使わせていただきますけれども、とりあえず資金調達というか、証取法の世界には入ってこない世界です。

ただ、しかし、そういう分類が十分でないことは言うまでもないことで、その電子債権が一人歩きしたらどうなるのですかというご質問だと思います。言ってみれば、リユースの場合も似たような問題があるのですけれども、それは、もともと、物を買いました、そして、私が約束手形、電子債権を出しましたと、言っている間には、これは対応はあるわけですね。しかし、今度その電子債権なり債務なりが、リユース（再利用）され、転担保されたりして、一人歩きして回り始める。回り始めたという意味は、その電子債権だけを見ると、将来のキャッシュフローというか、私の支払い約束にすぎないわけですが、そうなってくると、資本市場商品とほとんど差がないわけです。しかし、生み出したトランザクションは明らかに違う。「明らかに」という言い方はいいかどうかよくわかりませんが、相当程度違う。なぜなら、ある種のアセット・バケットであれ、コーポレート・バケットであれ、通常ファイナンスの形とは違って、特定の売掛債権だったわけですね。私から見ると買掛債務です。

ですから、「本来は」という言い方がいいのかどうかよくわかりませんが、伝統的な言葉で言う約束手形とか小切手というのは、証取法上の有価証券になっていないのと同じ意味において、そもそも証券取引法の世界に入ってこないという世界があると思います。

それから、一定程度行くと、これが証取法の世界に入ってきて、その証取法の世界の中で私募と公募の世界があると思います。したがって、個別の、従来約束手形、小切手で処理していた世界というものは、相当部分は証取法の世界に入ってこない世界なのですけれども、しかし、それが抽象的に一人歩きし始めたという場合には、どこかで証取法の世界にそれが入ってくるということを考えざるを得ないということではないかと思えます。

ただし、現在の証取法は、例の第2条2項の限定列挙で張り出した有価証券概念をもってしても、そこまではカバーしていない。いい悪いは別として、現在はそういう状況です。  
(犬飼事務局長) 諸外国の法律で、我々がよく引き合いに出すのはアメリカとイギリスぐらいしかないのですが、今日までのお話をお聞きしまして、日本というのは結構、いや非常に後れているなという感じはするわけですが、それ以外の国で、この国は大変に優れた法制度ができているというところはあるでしょうか。

(神田教授) 難しいですね。「優れた」というのは、出来が悪くても、人の足を引っ張ってなければ、結構優れた制度と言えます。そういう意味で、何も無い国はいいかという、何もなくていいのだったら、そんな簡単なことはないのですけれども。

アメリカだって昔はバラバラだったのです。いまのUCCをつくることによって、1960年代が最初だと思いますが、何遍か大きな改正がありますけれども、そういう意味では優れたシステムをつくられていますけれども、アメリカ法も問題があるので、何がいいのかよくわかりません。

最近、その辺の重要度を感じていますので、では、国連のUNCITRALの概要みたいなモデルローになるのかよくわかりませんが、作成されている最中です。大体どういう制度を見ているかという、やっぱりアメリカ的ですね。もしそういうものについてモデルローみたいのがあるとすると、ヨーロッパは、かなりそれに近いような仕組みを導入していく契機にはなると思いますね。ただ、まだいまのフランスやドイツだと、日本で言うとその程度のレベルのものは、個別のものはたぶんいくつかあると思うのですが、アメリカほど一貫したレベルまでの制度になっているというわけではありません。

しかしそれは、だからといって、その国の金融は後れているということも直には意味しない。制度として見た場合はそうです。

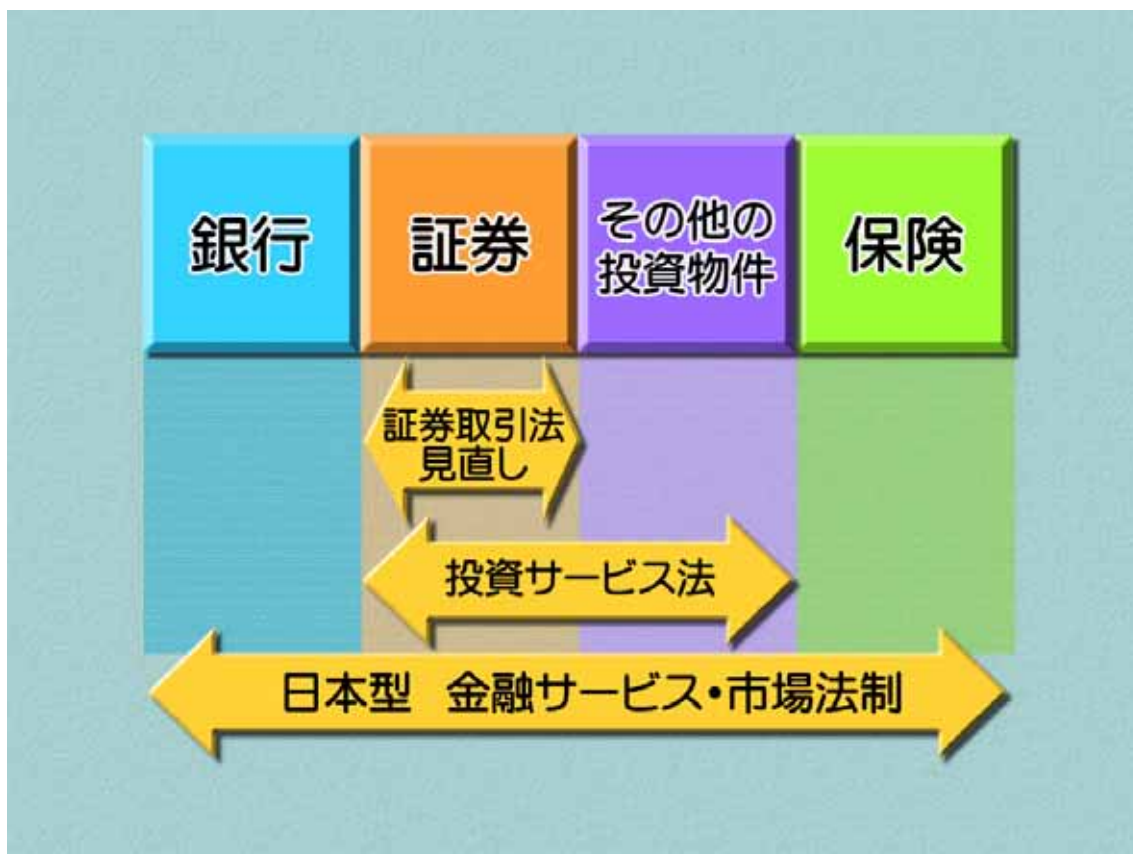
(内山氏) 佐藤さんがご質問されたところで、最後の公募か私募か、流動性(リクイディティ)がどんどん上がっていったときにどういうふうな整理しますかというので、神田先生からお話があったと思いますが、証取法以外のところでの整理になるのかどうか。前回、神田先生からお話のあった投資サービス法であるとか、そういったインベストメントにかかわるところで整理されていくのかなと個人的に思っているのですが、そういう整理でお考えになられているのかどうか。

(神田教授) はい、そういう整理で考えています。有価証券概念と、昔はそういう言葉で言っていますし、いまの言葉でいうと、何が投資有価証券なのかということですし、有価証券がなくなっていくと何が投資物件なのかということですね。ですから、投資サービス法の中か外かという問題です。

ただ、前に、銀行と、投資サービスと、保険とこういう3分類の図をお配りしましたね。

(以下の図参照)

バンキングとインシュアランスがあって、真ん中にインベストメント・サービスがある。



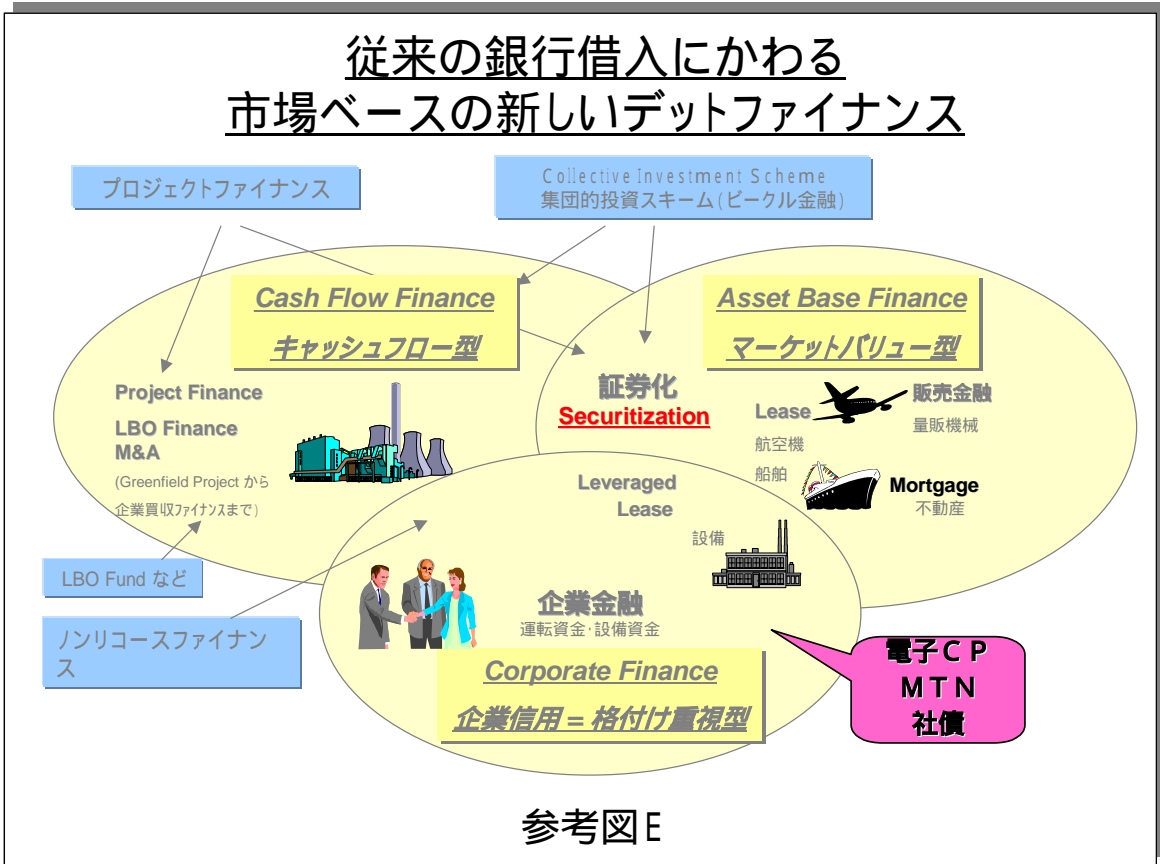
日本はまだここまで横断的になってないから、ここを横断化しようとしている。いまの話は、ここに含まれなければ、バンキングかインシュアランスかという話ではないのですね。これは商取引で、あえて言えば金融かコマー্সかという話でして、外との線引きで、英語でコマー্সと言っています。ですから、小切手というのは普通はコマー্সの世界であって、インベストメント・サービスの世界ではないのですね。だけど、電子化して、それが非常に資本市場で投資の対象となるような場合には、佐藤さん曰く、「問題じゃないですか」というのは、それはまったくそのとおりですね。

ですから、コマー্সかファイナンスかという、そういう線引き問題だと考えたほうがいいと思います。答えはまだよくわからない(笑)。

(内山氏) それでは、去年の12月から4回にわたって、大変お忙しい中講演をいただきました神田先生に、盛大な拍手をいただければと思います。神田先生、どうもありがとうございます。(拍手) またご参加の皆様、どうもありがとうございました。

(第四回最終回 了)

犬飼事務局長提出の参考資料 産業金融の3類型



社債・CP・融資法制の構造と改革への視点  
論点整理論文集<sup>1</sup>

東大神田教授による第一回から第三回までの講義の論点整理、およびその内容についての理解をより確かなものとするため、早稲田大学 21 世紀 COE 企業法制と法創造 総合研究所の協力の下、同研究所における企業法制と資本市場法制研究企画部門に参加する若手研究者に協力を依頼して、論点整理論文の執筆をお願いした。

以下に 3 点の論文を掲載する。

- I. 電子CP及び電子社債の相殺の可能性についての論点整理 P.195  
若林 泰伸  
国学院大学専任講師  
前早稲田大学法学部・21世紀COE総合研究所助手
- II. 電子CPの私募を含む短期社債の商品性の電子開示など公示  
手段のあり方に関する問題点の整理 P.201  
若林 泰伸  
国学院大学専任講師  
前早稲田大学法学部・21世紀COE総合研究所助手
- III. 米国法制度面（UCC）からの担保法制の考察 P.207  
青木 則幸  
早稲田大学法学部助手

---

<sup>1</sup> この論点整理論文集のすべての論文の著作権と内容にかかわる責任は、すべて企業財務協議会・日本資本市場協議会に帰属している。

## 1. 電子CP及び電子社債の相殺の可能性についての論点整理

若林 泰伸

### 1. はじめに

平成13年12月11日、東京高等裁判所は、社債に表章された金銭債権を受働債権とする相殺の可否について、社債の一般的性質から相殺することは許されないとする判決を下した(平成13年東京高判)<sup>1</sup>。この判決の一週間後に、金融債に表章された金銭債権を受働債権とする相殺において有価証券を占有することの要否が問われた事案で、最高裁判所は、相殺が可能であるとする前提に立って、有価証券の占有は不要であると判示した(平成13年最判)<sup>2</sup>。平成13年最判を受けて、平成15年2月21日、最高裁判所は前記東京高判の上告審判決において、「相殺の受働債権が金融債の償還請求権であることをもって、相殺ができないとする理由はない」と判示した(平成15年最判)<sup>3</sup>。

このように、金融債に表章された金銭債権を受働債権とする相殺については、一応の結論は出た。しかしながら、この問題については、平成15年最判の射程が明確ではなく、また学説上さまざまな議論がなされているところである<sup>4</sup>。さらに、平成15年最判は登録債を対象とするものであり、近時の証券決済システム改革により導入された電子CPおよび電子社債を対象とするものではない<sup>5</sup>。

本論文は、これら一連の判例を契機として、電子CP及び電子社債の相殺の可能性について法的な論点の整理を試みるものであり、それによって、神田秀樹東京大学教授のご講演<sup>6</sup>内容についての関係者の理解をより確かなものとすることを目的とする。ご講演時における

<sup>1</sup> 東京高判平成13年12月11日金融・商事判例1132号3頁。第一審は、東京地判平成13年2月28日金融・商事判例1132号11頁。

<sup>2</sup> 最三判平成13年12月18日金融・商事判例1140号3頁。第一審は、大阪地判平成9年3月21日判例時報1628号64頁、原審は、大阪高判平成9年12月17日金融・商事判例1053号22頁。

<sup>3</sup> 最二判平成15年2月21日金融・商事判例1165号13頁。

<sup>4</sup> 多数の判例評釈が公表されている。平成13年最判については、田邊宏康・判批・受験新報617号12頁(2002年)、水元宏典・判批・法学教室263号202頁(2002年)、早川徹・判批・ジュリスト1224号111頁(2002年)、潮見佳男・判批・金融法務事情1652号30頁(2002年)、野澤正充・判批・判例評論525号196頁(2002年)、大西武士・判批・判例タイムズ1107号42頁(2003年)、飯島敬子・判批・判例タイムズ1125号44頁(2003年)、秦光昭「社債による相殺の可否」金融法務事情1642号32頁(2002年、秦)、最新金融判例に学ぶ 営業店OJT 有価証券表章債権を受働債権として相殺する場合に当該有価証券の占有を要するか、金融法務事情1644号71頁(2002年)参照。平成13年東京高判および平成15年最判については、今井克典・判批・法政論集192号213頁(2002年)、鳥山恭一・判批・法学セミナー571号110頁(2002年)、杉田貴洋・判批・法学研究75巻12号121頁(2002年)、山田剛志・判批・判例タイムズ1087号74頁(2002年)、野田博・判批・金融・商事判例1147号60頁(2002年、野田)、同・判批・金融・商事判例1170号63頁(2003年、野田)、森田章・判批・判例評論524号200頁(2002年)、森田果・判批・ジュリスト1242号128頁(2003年)、上原敬=階猛・判批・銀行法務21・603号35頁(2002年)、堀禎男・判批・判例タイムズ1125号42頁(2003年)、秦、秦光昭・判批・金融法務事情1678号23頁(2003年、秦)、堀龍児・判批・私法判例リマークス28号・2004年上・42頁(2004年)参照。

<sup>5</sup> 本報告書においては、短期社債(社債等の振替に関する法律(以下、社債等振替法という)66条1項1号)および振替社債(社債等振替法66条1項)のことを、それぞれ電子CPおよび電子社債と呼ぶこととする。これらについては、鶴田普幸「短期社債等振替法および株券保管振替法改正の概要」金融法務事情1616号45頁以下(2001年)、佐藤良治「CPのペーパーレス化 短期社債振替法の制定」ジュリスト1215号95頁以下(2002年)、早川徹「短期社債等の振替に関する法律」と証券決済システム、ジュリスト1217号24頁以下(2002年)、山崎晃義「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律の概要」金融法務事情1650号60頁以下(2002年)、犬飼重仁「電子CPと電子社債が誘導する金融資本市場基盤の変革」ジュリスト1234号72頁(2002年)、高橋康文編著・長崎幸太郎・馬渡直史著「逐条解説 社債等振替法」(金融財政事情研究会 2003年)など参照。

<sup>6</sup> なお、神田秀樹『会社法(第四版補正版)』224頁注3(弘文堂 2003年)参照。

質疑応答等を通じ、神田教授から数々の示唆をいただいたことに対し、記して感謝申し上げる次第である。

## 2. 社債・CPの性格と相殺の可否

民法505条1項は、いわゆる法定相殺の要件を定めている。すなわち、二人互いに、同種の目的を有する債務を負担する場合において、双方の債務が弁済期にあるときに、相殺をなすことができる。ただし、債務の性質により相殺が許されないものを相殺の対象とすることはできない(505条1項但書)。

社債およびCPの相殺の問題を考える上で、まず問題になるのは、社債およびCPが相殺できない性質のものかどうかということである(法定相殺の要件)。この点については、平成13年東京高判を契機として活発に議論されているところである。

平成13年東京高判は、社債を受働債権とする相殺は、その性質上認められないと判示した。その理由は、大要以下のとおりである<sup>7</sup>。社債の大量性、集団性、公衆性といった性格は、その金額以外の点においては1つのものが他のものと全く異なるところのないことを意味するところ、社債について相殺が可能であるとすると、相殺の抗弁が付着した社債は、他の社債と異なる性質を有するものとなり、それは上記の社債の性格と相容れないものとなる。発行会社と社債権者との権利関係は、社債申込証または社債契約の内容によって決せられるのであり、それ以外の個別の法律関係の影響を受けないことが予定されている。社債について相殺が可能であるとすると、社債が社債権者毎に異なる個別の法律関係の影響を受けることになり、発行会社と社債権者との間の権利関係が社債申込証または社債契約の内容によってのみ決せられるという法の趣旨に反することになる。ある社債が他の社債とまったく異なるところがないようにしなければ、市場における価格形成が困難になり、それは社債の公衆性に反する。社債の大量性、集団性、公衆性は、社債権者の団体的保護のための制度を必要ならしめるのであり、このことはすべての社債が同様に扱われることを前提にしている。社債については、社債権者が誰であるかを発行会社が把握することは困難であり、相殺の担保的役割を期待できるような一般的状況は存在しない。発行会社からの相殺は認められないが、社債の差押えは認められるので、社債の交換的価値は実現される。償還期限後においても、社債の公衆性や団体的保護の必要性が失われるとは言えないから、相殺は認められない。また、償還期限後も相殺を認めると、償還期限が近づくとつれて、相殺の可能性が価格に影響することになり不都合になる。

社債等登録法施行令は、社債が償還による消滅したときに会社から登録機関への通知を義務づけながら(65条)償還以外の方法により消滅した場合の規定を設けていないので、そうした消滅を予定していない。以上が、平成13年東京高判の理由付けである。

このほかに、社債(およびCP)が相殺できない性質のものであるとする見解は、社債等登録法の不備の下で金融債の真の権利者と登録名義人(証券会社)が異なる場合(平成

<sup>7</sup> 金融・商事判例1132号9-11頁参照。

15年最判の事案)において、真の権利者たる投資家を実質的に保護する必要があること<sup>8</sup>、

預金と金融債は性格が異なるのであり、譲渡禁止特約の付されていない金融債の発行銀行に、相殺による優先的な資金回収を認めるだけの具体的な利益が存するとは言い難く、振替社債とのバランスを考える必要があり、また預金による資金調達も可能であること<sup>9</sup>、

償還期限前においては現物で保有されている無記名社債の流通性への一般投資家の信頼を確保すべきであるから、無効な社債が流通する可能性自体を排除する必要があること<sup>10</sup>等を理由とする。

社債(およびCP)の性格から相殺が認められないとする見解(否定説)に対して、社債(およびCP)であっても相殺が可能であるとする見解(肯定説)がある<sup>11</sup>。肯定説は、主として、平成13年東京高判への批判という形で展開されてきた。すなわち、およびについては、社債契約以外の法律関係が社債申込証や社債契約の内容に影響を及ぼすわけではないし<sup>12</sup>、社債契約によって生じた地位を他の権利関係に組み入れて、評価してはならないわけではないこと<sup>13</sup>、については、無記名で発行される社債は民法473条<sup>14</sup>により善意の譲受人に対しては抗弁が制限されるため、相殺を認めても社債の流通性を阻害することにはならないこと<sup>15</sup>、については、社債権者集会の議決権算定は券面額を基準とすることなどにより対応できること<sup>16</sup>、については、長期信用銀行の金融債が預金類似の機能を果たしていることから、相殺の担保的機能を期待する金融機関の利益が保護に値すること<sup>17</sup>、

については、社債を差し押さえて換金しても、その代金は総債権者の引当代金となり、相殺と同じではないこと<sup>18</sup>、については、償還期限の前後を問わず、相殺できるという立場に立てば問題ないこと<sup>19</sup>、については、規定がないことが相殺を許さないということの意味するとは限らないこと<sup>20</sup>を、理由として相殺を肯定する。さらに、については、社債等登録法の下では登録を基準として権利関係を判断すべきこと<sup>21</sup>、については、相殺の担保的機能を期待する金融機関の利益を保護すべきこと<sup>22</sup>、については、民法473条により抗弁が切断され、投資家が損害を被ることはないこと、あるいは相殺の効力要件として

<sup>8</sup> 森田章・前掲注4・203 - 04頁、森田果・前掲注4・131頁参照。

<sup>9</sup> 森田果・前掲注4・130頁参照。

<sup>10</sup> 上原 = 階・前掲注4・37頁参照。

<sup>11</sup> 今井・前掲注4、鳥山・前掲注4、杉田・前掲注4、野田・前掲注4、野田・前掲注4、秦・前掲注4、秦・前掲注4、堀禎男・前掲注4、堀龍児・前掲注4参照。肯定説に関する記述は、野田・前掲注4・66 - 67頁に多くを負っている。

<sup>12</sup> 鳥山・前掲注4・110頁、今井・前掲注4・221頁参照。

<sup>13</sup> 潮見・前掲注4・33頁参照。

<sup>14</sup> 民法472条を準用して、無記名債権の譲渡の場合に善意の譲受人に対する抗弁の制限を規定している。

<sup>15</sup> 秦・前掲注4・37頁、秦・前掲注4・29頁、上原 = 階・前掲注4・37頁、潮見・前掲注4・32 - 33頁、野澤・前掲注4・37頁、鳥山・前掲注4・110頁、堀禎男・43頁、杉田・前掲注4・130 - 31頁、今井・前掲注4・222頁参照。なお、森田果・前掲注4・129頁は、「譲受人の主観によって抗弁の有無が変わることになるので、社債の価値に不確実性が介在して「市場性」が害されるという判旨」、「の指摘は依然として妥当する」とされる。

<sup>16</sup> 今井・前掲注4・224頁、森田果・前掲注4・130頁、杉田・前掲注4・133頁参照。

<sup>17</sup> 上原 = 階・前掲注4・36 - 37頁、潮見・前掲注4・32 - 33頁、野澤・前掲注4・37頁

<sup>18</sup> 森田果・前掲注4・130頁参照。

<sup>19</sup> 森田果・前掲注4・130頁、潮見・前掲注4・32 - 33頁参照。その他の批判につき、上原 = 階・前掲注4・38頁参照。

<sup>20</sup> 秦・前掲注4・38頁、秦・前掲注4・30頁、今井・前掲注4・225頁、森田果・前掲注4・130頁参照。

<sup>21</sup> 東京地判平成13年2月28日・前掲注1・14頁、「平成15年最判コメント」金融・商事判例1165号15頁(2003年)参照。

<sup>22</sup> 野田・前掲注4・69頁参照。

社債の受け戻しを要するとすればよいこと<sup>23</sup>等が、批判として考えられる。

以上のように、社債（および CP）の相殺については、肯定説および否定説が対立しているが、重要な点は社債および CP が譲渡されれば、もはや相殺できないということであり、仮に債権・債務が相殺適状にあった場合でも、民法 473 条により抗弁は切断されることである（前記東京高判 に対する批判）<sup>24</sup>。加えて、前記平成 13 年東京高判に対しては説得的な批判が提出されており、また については、社債等登録法に基づく登録債の場合であること、 については、金融債について論じられていること、また については社債の現物保有の場合のことであり、いずれも一般的に社債および CP の相殺を論じているものではないように思われる。さらに、近時は金融機関の倒産も珍しくなくなっていることから、相殺を認めないとすると、社債権者および CP 保有者側からの相殺も否定されることになり、不公平であるとの指摘もなされている<sup>25</sup>。こうした点に鑑みれば、一般的に、社債や CP の性格から相殺を否定すべきではなからう。

民法が定める相殺の要件のうち、 については以上のように整理できるが、それ以外の要件、特に の弁済期の要件については、銀行取引の場合に用いられてきた旧銀行取引約定書ひな型における約定相殺規定の効力との関係で議論のあるところであり、以下では旧銀行取引約定書ひな型等の基本約定と相殺との関係を論じたうえで、近時のデリバティブ取引における一括清算ネットティング条項をも視野に入れた上で、この問題を整理することとする。

### 3. 約定相殺・一括清算ネットティング条項と基本約定

従来、銀行と事業法人が貸付取引等を行う場合、いわゆる「銀行取引約定書ひな型」に従って融資契約が締結されてきた。「銀行取引約定書ひな型」は、公正取引委員会より銀行間の横並びを助長する恐れがあるとの指摘を受け、平成 12 年 4 月に廃止が決定されたが<sup>26</sup>、ひな型ないし全銀協から出された留意事項の内容に沿った約定書が各行で作成されているようである<sup>27</sup>。

「銀行取引約定書ひな型」においては、民法の法定相殺の要件を緩和する方向での特約が置かれていた<sup>28</sup>。すなわち、前述の法定相殺の要件のうち、 の弁済期に関する要件については、信用供与を受けた債務者について一定の信用悪化事由が生じたときには、期限の利益が喪失する旨の取り決め（5 条、期限の利益喪失特約）がなされ、その上で、債務者が期限の利益を喪失したときは、銀行は貸付債権と債務者に対する預金その他の債務とを、

<sup>23</sup> 大阪地判平成 9 年 3 月 21 日・前掲注 2 は、この考え方をとっている。

<sup>24</sup> したがって、CP のディーラー発行の場合、実際には、ディーラーたる金融機関から投資家に譲渡されるわずかな期間の問題に過ぎないと考えられる。

<sup>25</sup> 上原 = 階・前掲注 4・35 - 36 頁、秦 = 前掲注 4・30 頁参照。

<sup>26</sup> 「資料 銀行取引約定書ひな型の廃止と留意事項について（全銀協平 12・4・18 全業会第一八号）」金融法務事情 1578 号 8 4 頁（2000 年）、加藤史夫 = 阿部耕一「銀行取引約定書ひな型」の廃止と留意事項の制定」金融法務事情 1579 号 6 頁（2000 年）参照。

<sup>27</sup> このような動きの代表例として、経済法令研究会の試案がある。第一次試案につき、銀行法務 21・582 号 6 頁（2000 年）、第二次試案につき、銀行法務 21・613 号 33 頁（2003 年）参照。

<sup>28</sup> 逆に、要件を強化して相殺できないこととすることも、契約上可能である（相殺禁止特約）。

いつでも相殺できるとする約定相殺の規定が置かれていた(7条)<sup>29</sup>。この約定相殺の規定は、昭和45年の最高裁大法廷判決において、貸付債権を有する銀行が債務者の預金を差し押さえた差押債権者に対して相殺をもって対抗できるかどうか問われた事案で、いわゆる無制限説が採用されたことにより、広く効力が認められ、今日に至るまで銀行の債権回収手段として広範に活用されてきた(いわゆる相殺の担保的機能)<sup>30</sup>。他方、融資を受ける事業法人からの相殺は、「逆相殺」と呼ばれ、「銀行取引約定書ひな型」における逆相殺の規定は、事業法人側にとって制約的な内容を含むものとなっていた<sup>31</sup>。銀行と事業法人の間の取引について、理論的にはいかなる特約を締結することも可能であり、それは当事者間の交渉次第であるが、実際には銀行に有利な内容の約定相殺となっていた。

こうした中で、銀行と事業法人間の取引の多様化を背景に、銀行と事業法人間の基本約定にも変化が見られるようになってきている。すなわち、従来の銀行取引約定書等の基本約定に加えて、デリバティブ取引では、ISDA(International Swaps and Derivatives Association)のマスター・アグリーメント(Master Agreement)が基本契約書として用いられるようになってきている。ISDAのマスター・アグリーメントには、一括清算ネットティング条項が含まれており、この規定によれば、当事者の一方に破産・会社更生の申し立てなど一定の事由が発生した場合に、マスター・アグリーメントに基づくすべての取引から生じた債権・債務を、一定の方法で現在価値に引き直し、それらを差し引き計算し、その差額が一本の債権とされる<sup>32</sup>。また、異なる通貨の債権・債務の場合には、単一の通貨の債権・債務に換算しなおすこととなっており<sup>33</sup>、さらに現在では、ISDAマスター・アグリーメントの一括清算ネットティング条項の対象を、二当事者間のネットティング(bilateral netting)だけでなく、多数当事者間のネットティング(multilateral netting)にも広げられるかが検討されている<sup>34</sup>。

一括清算ネットティング条項は、従来その法的有効性に疑義を呈する向きもなくはなかつ

<sup>29</sup> 一方当事者から他方当事者に対して相殺の意思表示をすることが必要である。

<sup>30</sup> 最大判昭和45年6月24日民集24巻6号587頁。解説と学説の簡単な整理として、平野裕之「判批」民法判例百選 債権(第五版)別冊ジュリスト160号96頁(2001年)参照。

<sup>31</sup> 中倉寛樹「逆相殺」銀行法務21・583号43頁(2000年)、道垣内弘人「試案に対する疑義」銀行法務21・586号48頁(2001年)参照。

<sup>32</sup> 前田庸=神田秀樹「オプション・ネットティングについて」金融法研究・資料編(6)2頁(1990年)、新堂幸司「スワップ取引の法的検討 ISDA 契約の倒産法上の問題について(上)(下)」NBL523号6頁、524号12頁(1994年)、同「金融派生商品取引の倒産法的検討 一九九二年版ISDA基本契約における一括清算条項の効力(上)(下)」NBL552号6頁、553号13頁(1994年)、神田秀樹「ネットティングの法的性質と倒産法をめぐる問題点」金融法務事情1386号7頁(1994年)参照。一括清算ネットティングの法的性質については、相殺と構成する考え方と契約終了と構成する考え方があるが、相殺的構成に疑問を呈し、契約終了の構成が望ましいとするものとして、神田・前掲論文、新堂幸司ほか「座談会 金融派生商品におけるネットティング契約の法的有効性」金融法務事情1386号33頁(神田秀樹教授発言)(1994年)参照。

<sup>33</sup> 前述の法定相殺の要件との関係では、異種通貨が同種の債権・債務となりうるか( )が問題とされる。新堂・前掲注31・NBL523号13-14頁参照。

<sup>34</sup> 新堂幸司「多数当事者間のネットティング-ISDAマスター契約における一括清算条項のマルチ化(上)(下)」金融法務事情1461号19頁、1463号19頁(1996年)、神田秀樹「デリバティブ取引(その1) 業法上の位置づけと多数当事者間ネットティング」月刊資本市場157号38頁(1998年)参照。なお、複数の本・支店間のネットティングであるマルチ・ブランチ・ネットティング条項の有効性につき、佐藤正謙「マルチ・ブランチ・ネットティング条項の有効性」新堂幸司・佐藤正謙編著「金融取引最先端」205頁以下(1996年)参照。前述の法定相殺の要件との対比で言えば、法定相殺では二人当事者について定められており( )、三当事者以上の約定相殺の効力について、最高裁はこれを否定する判決を下している。最三判平成7年7月18日判例時報1570号60頁参照。

たが、一定の基本契約書に基づいて金融機関間または金融機関を一方当事者として行われるデリバティブ取引については、一括清算ネットティング条項を法的に有効なものとして取り扱う一括清算法が1998年に成立した<sup>35</sup>。また、近時の破産法改正案では、破産法61条<sup>36</sup>の適用対象をスワップ取引等にも拡大し、一括清算ネットティング条項の効力を、金融機関が当事者となる場合以外にも認める提案がなされている<sup>37</sup>。

このように、一括清算ネットティングが法的にも、また市場慣行としても確立してくると、従来型の約定相殺についての考え方も変容を迫られてくるのではないかと考えられる。すなわち、一括清算ネットティング条項と同様に、約定相殺についても金融機関と事業法人のいずれか一方に一定の信用悪化事由が生じた場合には、両当事者間の基本契約書に基づくすべての取引から生じた債権・債務を相殺することが通常の金融実務になってくるものと考えられる。

#### 4. 電子CPおよび電子社債の相殺の可能性

以上では、二つの最高裁判決で問題となった従来型の社債およびCPの相殺について整理してきたが、従来型の社債およびCPについての整理は電子社債および電子CPについても、基本的にあてはまると考えられる<sup>38</sup>。すなわち、事業法人が電子社債や電子CPを発行している場合において、金融機関との間に基本契約書に基づく取引がある場合に、当該契約書の期限の利益喪失条項および相殺予約条項に基づいて相殺を行うことは、原則として、肯定されるべきであり、また前述したように、電子CPや電子社債が譲渡されてしまえば、相殺はできなくなると考えられる<sup>39</sup>。

なお、この点に関連して、たとえば電子CPや電子社債の発行要項等に相殺禁止規定が入っており、これと銀行取引約定書やISDAマスター・アグリーメントとの間に抵触がある場合が考えられるが、この場合には当事者間では当該発行要項が優先し、電子CPや電子社債の債務については相殺をしないという合意をしているものと解され、またその後の取得者についても同様に解される<sup>40</sup>。

以上

<sup>35</sup> 神田秀樹「一括清算法の成立」金融法務事情1517号18頁(1998年)、山名規雄「一括清算ネットティング法の概要」金融法務事情1520号17頁(1998年)参照。また、道垣内弘人「民法を担う ネットティングを例として」法学教室248号25頁も参照。なお、一括清算法が契約終局的構成をとっていることにつき、山田誠一「相殺の基本とその応用 二当事者間のネットティング」法学教室234号75頁(2000年)参照。

<sup>36</sup> 取引所の相場のある商品の売買について、その履行期が破産宣告後に到来する場合には、当然に契約解除があったものとみなすとともに、相場の価格と約定価格との差額を賠償することによって迅速に決済することを定めた規定。

<sup>37</sup> 破産法案58条「市場の相場がある商品の取引に係る契約」、「破産法案要綱」8頁(2004年)、「破産法案」48頁(2004年)参照。松下淳一「契約関係の処理」別冊NBL69号「倒産実体法 改正のあり方を探る」60-62頁(2002年)、中島弘雅「各種契約の取扱い」ジュリスト1236号43-46頁(2002年)参照。

<sup>38</sup> 従来型のCPは「約束手形」と構成されてきたが、このように構成されたのは、証券取引法65条により銀行がCPを取り扱えないようになる事態を回避するためであり、その実質は社債と異ならないと考えられる。平成13年に成立した短期社債振替法および現行社債等振替法は、電子CPを「短期社債」と構成している。

<sup>39</sup> ただし、森田果・前掲注4・130頁は、「振替社債においては発行会社が社債権者を把握することができない。振替社債とのバランスからしても、登録債における相殺を安易に認めるべきではない。」とされる。

<sup>40</sup> ただし、CPの場合、私募発行の為、転々流通することはほとんどなく、実際上は問題にならないと考えられる。

## II. 電子CPの私募を含む短期社債の商品性の電子開示など公示手段のあり方に関する問題点の整理

若林 泰伸

### 1. はじめに

コマーシャル・ペーパー（CP）は、信用力のある企業等が証券市場において無担保で発行する短期資金調達のための金融商品であり、米国で発達してきたものである。わが国においてCPが導入されたのは、昭和62年11月のことであった<sup>1</sup>。国内CP導入に際して問題となったのは、これをどのように法律上位置づけ、そしてCPを扱う業者に対する規制をどのように施すかということであった。すなわち、証券取引法2条1項は、証券取引法の適用対象となる「有価証券」について規定しているところ、証券取引法上の「有価証券」に該当すれば、証券会社がその「有価証券」を取り扱うこととして、「有価証券」概念と取り扱い業者を連動させて規定しているため（ワンセット規制構造）CPの法的性格いかんによって金融機関が取り扱うことができなくなるおそれがあった。そこで、国内CP導入当時はこれを「約束手形」と位置づけ、証券取引法上の「有価証券」とは位置づけないことによって、金融機関と証券会社の相乗りを認めるという対応がなされていた<sup>2</sup>。

しかし、CPを証券取引法の適用対象にしないこととすると、証券取引法の情報開示規制や不公正取引規制などの一連の規制が適用されず、またCPを取り扱う業者を規制できなくなる<sup>3</sup>。そこで、平成4年証券取引法改正により、証券取引法のワンセット規制構造を緩和することにより、銀行等の金融機関のCP取扱いを引き続き容認した上で、CPを「法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、大蔵省令で定めるもの」（2条1項8号）と定義し、証券取引法の適用対象に含めた<sup>4</sup>。

こうして、CPは「約束手形」としての位置づけがなされてきたわけであるが、その後のインターネットの普及など電子化が一層進展し、また資本市場が急速に拡大してきたことに伴い、「約束手形」としての位置づけが障害と認識されるようになってきた。すなわち、「約束手形」と構成すると、「権利の発生、移転及び行使に券面の作成、移転及び提示が必要であることから、発行段階における券面作成事務の負担が大きいこと、また、発行、償還時における即日の資金の受入れ、弁済が困難であること、流通段階においても資金の即日決済（T+0）が困難であるほか、券面の交付と支払いの同時履行（DVP）の実現が

<sup>1</sup> 小泉龍司・川北力「国内CP市場創設の概要」金融法務事情1157号23頁（1987年）、吉川元康・原田裕「国内CP市場創設の経緯とその概要」金融法務事情1172号7頁（1987年）、川村雄介「国内コマーシャル・ペーパーの創設」商事法務1121号12頁（1987年）、「国内CP市場」『新しい金融・資本市場3 短期金融市場』253頁（日本経済新聞社 1987年）、坂上真美「国内CP導入の経緯と改正の経過について」今中利昭先生還暦記念論文集『現代倒産法・会社法をめぐる諸問題』301頁（民事法研究会 1995年）など参照。もっとも、導入されたのは国内CPであり、海外CPの国内における取り扱いについては、それ以前から可能であった。竹内昭夫「証券取引法上の有価証券概念」河本一郎先生還暦記念『証券取引法大系』50 - 62頁（商事法務研究会 1986年）、北村歳治「海外CD・CPの国内販売について」金融法務事情1056号20頁（1984年）など参照。

<sup>2</sup> 銀行法上は付随業務とし、証券取引法上は兼業業務とされた。吉川・原田・前掲注1・8頁および10頁注5、其田修一「証券会社による国内CPの取扱いについて」金融法務事情1172号11頁など参照。

<sup>3</sup> 竹内・前掲注1・52 - 53頁参照。投資者保護は、商品内容の制約と販売最低単位を課することによって達成されてきた。神田秀樹「有価証券概念の拡大」商事法務1294号19頁（1992年）参照。

<sup>4</sup> 神田・前掲注3・19頁、神田秀樹「有価証券の概念」法学教室152号83頁（1993年）参照。

困難であることや券面の交付に伴う紛失等の事故の発生の危険性（デリバリー・リスク）があること等の問題」点が指摘されるようになった<sup>5</sup>。

こうしたCPの決済制度の改善を目的としてCPの無券面化を図ったのが、平成13年に制定された「短期社債等の振替に関する法律」（以下、短期社債等振替法という）である<sup>6</sup>。短期社債等振替法では、電子CPは「短期社債」と位置づけられることになり（2条1項）振替口座簿への記載または記録によって権利の帰属を決定し（44条）短期社債の譲渡については譲受人の口座における増額の記載または記録を効力要件とされることとなった（51条）。短期社債等振替法は平成14年4月より施行されたが、同年6月にはいわゆる「証券決済システム改革法」が成立し、短期社債振替法は「社債等の振替に関する法律」（以下、社債等振替法という）に改められた<sup>7</sup>。そして、社債等振替法の下でも電子CPは、短期社債等振替法と同様の規制がなされることとなっている（66号1号、73号など）<sup>8</sup>。

こうした電子CPについては、どのように情報開示がなされるべきなのであろうか。CPは、証券取引法上の私募で発行されるのが通常である。私募で発行される場合には有価証券届出制度は適用されないが、その場合でも何らかの情報提供がないと、投資家は投資判断できない。また従来型のCPとは異なり、電子CPでは券面を発行せず、電子的に発行・流通されるようになるため、従来であれば券面に記載されてきた情報をいかに譲受人に提供するかという問題も出てくる。

本論文は、こうした問題意識を持って、電子CPたる短期社債の商品性の電子開示などの公示手段について、問題点の整理を行うことによって、神田秀樹東京大学教授による講演内容の関係者の理解をより確かなものとするを目的とする。

## 2. アメリカにおける情報開示規制の適用免除

CPの発行に際して、いかなる情報が開示されるべきか、またどのような規制がなされるべきか。この問題を考える上で参考になるのがアメリカの証券法制である。周知のように、アメリカの1933年証券法（以下、33年法という）は、証券を公募する際には証券取引委員会（SEC）に登録することを要求し、また投資家に勧誘をする際には目論見書を交付しなければならないと規定している（5条、6条）<sup>9</sup>。こうした情報開示の規制は投資家が正確な情報に基づいて投資判断を行うことを可能にし、また投資家を保護するために設け

<sup>5</sup> 「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」1頁（2000年）参照。

<sup>6</sup> 従来型の「約束手形」構成のCPも引き続き発行することが可能である。なお、本報告書では、「短期社債」を電子CPと呼ぶことがある。短期社債等振替法については、鷗田普幸「短期社債等振替法および株券保管振替法改正の概要」金融法務事情1616号45頁以下（2001年）、佐藤良治「CPのペーパーレス化—短期社債振替法の制定」ジュリスト1215号95頁以下（2002年）、早川徹「短期社債等の振替に関する法律」と証券決済システム」ジュリスト1217号24頁以下（2002年）、高橋康文編「逐条解説 短期社債等振替法」（金融財政事情研究会 2002年）など参照。

<sup>7</sup> 社債等振替法については、山崎晃義「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律の概要」金融法務事情1650号60頁以下（2002年）、犬飼重仁「電子CPと電子社債が誘導する金融資本市場基盤の変革」ジュリスト1234号72頁（2002年）、高橋康文編著・長崎幸太郎・馬渡直史著「逐条解説 社債等振替法」（金融財政事情研究会 2003年）など参照。

<sup>8</sup> ただし、短期社債等振替法は単層構造の振替制度であったのに対して、社債等振替法は多層構造の振替制度を有する。

<sup>9</sup> 15 U.S.C. § 77e(2000); 15 U.S.C. § 77f(2000)。邦語訳として、『外国証券関係法令集 アメリカ（改訂版）』（日本証券経済研究所 1990年）参照。

られているものである。

しかしながら、こうした情報開示の規制は、ときに必要性が認められない場合があり、これには大きく分けて二つの類型ある<sup>10</sup>。第一は、適用除外証券であり、合衆国政府や地方公共団体が発行する証券やこれらの団体が保証する証券などが含まれる(33年法3条)<sup>11</sup>。第二は、適用除外取引である。適用除外取引には、大きく分けて四つの類型がある。すなわち、証券の満期が「短期」の場合、発行額が「少額」の場合、購入者が「少人数」の場合、および投資家が「プロ」の場合である。

まず、の「短期」については、主として、コスト・ベネフィットの観点から適用除外にされると考えられる。すなわち、時間をかけて登録届出書や目論見書を作成しても、完成したときにはすでに発行時期を逸することになり、またそうした法定書類の作成には費用がかかるほか、SECに登録する手数料もばかにならない<sup>12</sup>。他方、そうした情報開示によって投資家が相当のベネフィットを受けるかということ、そのようには考えられないのである。アメリカにおいては、33年法3条(a)(3)において、満期が9ヶ月を超えない短期の債券、約束手形等が適用除外とされている<sup>13</sup>。

次に、の「少額」の場合について、アメリカでは「少額」の証券発行を行うのは通常小規模な会社であるとされる。小規模な会社は、大規模な会社に比べて相対的に証券発行のコスト(引受手数料、弁護士・公認会計士費用、登録手数料)が高くつくことになり、小規模な会社に証券発行の機会を提供するため、適用除外にする必要があるとされる<sup>14</sup>。アメリカの33年法3条(b)は、SECに対して500万ドルを超えない証券の発行を適用除外にする権限を認めており<sup>15</sup>、これに基づいて、レギュレーションDのRule 504およびRule 505、ならびにレギュレーションAのRule 251が少額発行の適用除外について規定している。具体的には、レギュレーションDのRule 504は、1934年証券取引所法(以下、34年法という)に基づく継続開示義務の対象となっていない場合など一定の証券について、100万ドル以下の発行を適用除外としており<sup>16</sup>、またRule 505は、後述の自衛力認定投資家以外の35名以内の投資家に対する500万ドル以下の発行を適用除外としている<sup>17</sup>。また、レギュレーションAのRule 251(b)は、500万ドル以下の証券発行を条件付の適用除外として、簡易な情報開示による証券発行を認めている<sup>18</sup>。

次に、の「少人数」については、レギュレーションDのRule 505とRule 506が規定しており、これらによれば、自衛力認定投資家を除く、35名以下の購入者に対して証券

<sup>10</sup> ただし、登録規制が適用免除になっても、不公正取引規制の適用はある。See THOMAS LEE HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 178-79 (4th. ed. 2002).

<sup>11</sup> 15 U.S.C. § 77c(2000).

<sup>12</sup> See CHARLES J. JOHNSON, JR. and JOSEPH MCLAUGHLIN, CORPORATE FINANCE AND THE SECURITIES LAWS 651 (2d.ed. 1997).

<sup>13</sup> 15 U.S.C. § 77c(a)(3) (2000). なお、この適用除外は証券の適用除外とされているが、取引の適用除外との区別はつけがたいといわれている。LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, FUNDAMENTALS OF SECURITIES REGULATION 302 (4th ed. 2001); Hazen, *supra* note 10, at 181.

<sup>14</sup> See LOSS & SELIGMAN, *supra* note 13, at 346.

<sup>15</sup> 15 U.S.C. § 77c(b) (2000).

<sup>16</sup> 17 C.F.R. § 230.504 (2003).

<sup>17</sup> 17 C.F.R. § 230.505 (2003).

<sup>18</sup> 17 C.F.R. § 230.251(b) (2003).

を発行する場合が適用除外とされる<sup>19</sup>。SECは初期から私募の判断基準として、人数基準を重視してきたが、判例によって発行者の情報へのアクセスを基準とする方向へシフトしてきた<sup>20</sup>。現在では、これらのルールに基づいて自衛力認定投資家以外の者に証券を売りつける場合には、一定の情報提供を義務付けている<sup>21</sup>。

最後に、この「プロ」の投資家のみに対する売付が適用除外とされるのは、投資の専門知識を有しており、また取引の相手方から情報を取得する交渉力を有しているためである<sup>22</sup>。アメリカにおいては、33年法2条(a)項(12)号やレギュレーションDのRule 501(a)において「自衛力認定投資家(accredited investor)」が定義されており、33年法4条(6)号ならびにRule 505およびRule 506において自衛力認定投資家に対してのみ一定の証券を発行する場合には、適用除外が施されることとなっている<sup>23</sup>。ここで、「自衛力認定投資家」とは、銀行、保険会社、登録投資会社、従業員福利プラン、一定の知識・経験や資産を有する自然人などを指す<sup>24</sup>。

### 3. CPの取引における情報提供

アメリカにおいては、以上のような登録の免除が認められているが、CPの発行に際しては、大抵の場合、満期9ヶ月以内の短期の債券、約束手形等が適用除外とされている33年法3条(a)(3)が利用される<sup>25</sup>。SECによれば、この適用免除を利用するためには、最優良(prime quality)のCPであって、一般投資家(the general public)が通常購入しないタイプのものである必要があるとされる<sup>26</sup>。このため、CPは、通常機関投資家に対して最低10万ドル以上の額面で発行される<sup>27</sup>。

この適用除外のほか、銀行保証証券を適用免除とする3条(a)項(2)号を利用する場合もあり<sup>28</sup>、また4条(2)号ないしRegulation DのRule 506の私募免除を利用することもできる<sup>29</sup>。

<sup>19</sup> Rule 505とRule 506とは根拠条文を異にするため(Rule 505は3条(b)項、Rule 506は4条(2)号)、発行できる金額の上限の有無などに違いがある。

<sup>20</sup> See LOSS & SELIGMAN, *supra* note 13, at 354-59. また、松原正至「米国における私募の概念と規制方法(上)」島大法学37巻2号1頁以下(1993年)も参照。

<sup>21</sup> 17 C.F.R. § 230.502(b) (2003).

<sup>22</sup> See JOHNSON and MCLAUGHLIN, *supra* note 12, at 411. また、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』52頁(弘文堂 1999年)も参照。

<sup>23</sup> 15 U.S.C. § 77d(6) (2000); 17 C.F.R. § 230.505 (2003); 17 C.F.R. § 230.506 (2003).

<sup>24</sup> 15 U.S.C. § 77b(a)(15) (2000); 17 C.F.R. § 230.501(a) (2003). レギュレーションDのRule 502には、本文であげた者のほか、貯蓄貸付組合、登録ブローカー・ディーラーなどが含まれている。

<sup>25</sup> 3条(a)(3)によれば、「当座の取引から生じ、またはその代り金が当座の取引のために利用され、もしくは利用される予定であって、その発行時における満期が猶予期日を除き9ヶ月を超えず、またはその満期の更新が同様に制限されている短期債券、約束手形または銀行引受手形」が適用除外とされる。15 U.S.C. § 77c(a)(3) (2000). この適用免除に基づいてCPを発行する場合、「当座の取引」にあたるか否かが最も問題となるが、ここでは省略する。アメリカ証券法のCP規制については、一般的に、次の文献を参照。See JOHNSON and MCLAUGHLIN, *supra* note 12, at 645-96. 田邊光政「アメリカにおけるCPの法規制」金融法務事情1246号11頁以下(1990年)、同「アメリカ証券諸法のCP規制」服部榮三先生古稀記念「商法学における論争と省察」621頁以下(商事法務研究会 1990年)も参照。

<sup>26</sup> SEC, Securities Act Release No.4412 (September 20, 1961), at 1, available at 1961 SEC LEXIS 72.

<sup>27</sup> See JOHNSON and MCLAUGHLIN, *supra* note 12, at 645, 648, 656.

<sup>28</sup> 15 U.S.C. § 77c(a)(2) (2000).

<sup>29</sup> 15 U.S.C. § 77d(2) (2000).

いずれの適用免除を利用するにせよ、CPはSECに登録することなく行われるが、投資家が購入するに際して、何らの情報も提供されないわけではない。34年法に基づいて情報開示を行っている場合には、その情報を要約したものが提供される慣行があるほか<sup>30</sup>、Rule 506に基づいてCPを発行する場合には、募集メモ（offering memorandum）を用いるのが慣行のようである<sup>31</sup>。

こうした市場慣行としての投資家に対する情報提供は、ユーロ市場においても行われており、ユーロCPを発行する場合には、インフォメーションメモランダム（information memorandum）が用いられている<sup>32</sup>。

なお、CPの場合、満期まで短いこともあり、投資家は満期まで保有するのが通常であると考えられるが、アメリカにおいては流通市場での取引も可能である<sup>33</sup>。かつては券面が発行されていたが、1990年以降、ブック・エントリー・システムが使われており、券面が流通することはなくなっているようである<sup>34</sup>。したがって、券面に記載されていた情報を投資家が見ることはなくなっていると考えられる。

#### 4. わが国における短期社債の商品性と電子開示など公示手段のあり方

前述のように、わが国においては、CPが導入された当初は証券取引法上の有価証券とならなかったため、そもそも同法に基づくディスクロージャーの適用はなかったが、平成4年の証券取引法改正により同法上の有価証券の一つとして定義されたため、情報開示規制の適用の有無が問題とされるようになった。この点について従来わが国では適格機関投資家向け私募または少人数私募により、証券取引法上の届出義務を回避してきたが<sup>35</sup>、理論的には、こうした募集が私募かで届出の有無を決定するのではなく、コスト・ベネフィットの観点から、「短期」かそうでないかによって、届出義務を免除することが考えられてよいように思われる<sup>36</sup>。

ただし、届出義務が免除される場合でも、投資家に対する一定の情報提供は必要であり、従来は日本証券業協会の理事会決議「国内CP等及び私募社債の売買取引等に係る勧誘等について」により、協会員は「発行体等に関する説明書」を投資家に交付することが求められてきた<sup>37</sup>。この説明書はCPの発行者情報および証券情報を提供するものであるが、従来型のCPは「約束手形」として構成されているため、CPの券面にも一定の情報が記載されて

<sup>30</sup> See JOHNSON and MCLAUGHLIN, *supra* note 12, at 691.

<sup>31</sup> See Charles J. Johnson, Jr., *Legal Considerations in the establishment of a United States commercial paper Programme*, in COMMERCIAL PAPER (Richard Felix ed. 1987), at 48. 情報提供の点につき、田邊・前掲注25・金融法務事情16頁 - 17頁、および大崎貞和 = 井上武「日米の商業紙・ペーパー市場～直接金融機能の強化に向けて～」財界観測63巻8号15頁(1998年)も参照。

<sup>32</sup> ユーロCPについては、田邊光政「ユーロCP取引と法規制(上)(下)」金融法務事情1290号9頁以下、1292号21頁以下(1991年)参照。

<sup>33</sup> See JOHNSON and MCLAUGHLIN, *supra* note 12, at 649.

<sup>34</sup> *Id.* at 647, 650. また、大崎 = 井上・前掲注31・19 - 25頁参照。

<sup>35</sup> 坂上真美「CP発行における規制緩和」島大法学41巻4号68 - 71頁(1998年)参照。

<sup>36</sup> 期間をどの程度にするかが問題となるが、さしあたり、1年程度のCPとすることが考えられよう。

<sup>37</sup> 日本証券業協会理事会決議「国内CP等及び私募社債の売買取引等に係る勧誘等について(平10.6.19)」日本証券業協会「定款・規則」612 - 13頁(2002年)参照。

おり、これも情報開示の一種となってきた<sup>38</sup>。

平成14年に導入された「短期社債」は電子CPであるため、当然のことながら、券面は発行せず、振替口座簿への記載または記録によって権利移転を行うことになる（社債等振替法66条）。そこで、従来型の「約束手形」構成のCPについて行われてきた情報提供を、電子CPについてどのように行うべきかが問題となるが、この点については、アメリカやヨーロッパ市場におけるように、市場慣行として、インフォメーションメモランダムのような発行要項のスタンダードを用いて電子CPに関する情報の提供が行われることが望ましい。

以上

---

<sup>38</sup> 矢部伸「CP専用用紙の統一規格・様式および取立・支払の取扱い」金融法務事情1172号18頁以下(1987年)参照。手形法75条も参照。

### III. 米国法制度面（UCC）からの担保法制の考察

青木 則幸

#### 1. UCC 第9編における連続的な動産・債権担保法制

動産譲渡法制と債権担保法制の連続化について、ひとつのモデルを提示しているのは、アメリカのUCC第9編における担保制度である<sup>1</sup>。既にわが国においても広く研究されてきたように、アメリカ法においては、統一商事法典（UCC）第9編によって、動産担保制度と債権担保制度が連続化されている。

UCC第9編は、「担保権（security interest）」という統一された概念のもとに、動産と権利にあたる人的財産（personal property）を包括的に捕捉しうる担保制度を可能にしている。UCC第9編において、動産および債権を包括的かつ連続的に担保として捕捉するメカニズムには、つぎのようなものがある。

第1に、「担保権（security interest）」という概念が、目的財産の種類を超えて、人的財産を目的財産とする担保権を広く包摂する概念となっていることがある。UCC第9編は、多様な担保権を「担保権（security interest）」という概念で統一的に捉えた上で、適宜、目的財産の種類・担保権の種類に鑑みた例外規定を設けたのである。

第2に、UCC第9編の担保権は、時間的にも広範な担保権である。いわゆる爾後取得財産条項（after-acquired property clause）が有効とされていることから、当事者の合意によって、債務者が将来取得する動産や債権を捕捉することができる。また、被担保債権のほうも、将来発生する貸付債権（future advance）を被担保債権とすることができる。

第3に、UCC第9編の「担保権」は、単なる動産抵当的性質をもつ担保権にとどまらない。すなわち、設定者に使用・収益権能を留めるのみならず、設定者に目的財産の処分権能を与えることも可能である。これは、担保権の目的財産には、設定者による処分（売却や回収など）を本来的に予定する財産が含まれうるためである。棚卸資産（inventory）や売掛債権（account receivables）である。このため、UCC第9編は、処分によって発生する換価金（proceeds）を担保権者に捕捉させるためのメカニズムを発展させてきた。なお、この換価金に対する担保権は、当事者が予め反対の意思表示をしない限り、当然に発生するとされる。逆に、UCC第9編の担保権は、担保権者が目的財産を占有する質制度としても利用されうる。

以上の法理によって、UCC第9編の担保権は、動産、債権に渡る包括的なものとなりうるのである。

<sup>1</sup> UCC第9編に関する現行法は、1999年法典である。1999年法典の条文の翻訳としては、米国商事法・金融法実務研究会「米国統一商事法典第9章（1998年度改正版）の紹介（1）（11・完）」際商27巻6号618頁28巻5号580頁（2000年）、田島裕訳『UCC2001 アメリカ統一商事法典の全訳』（商事法務・2002年）がある。また、現行法に関するわが国の文献としては、次のものを参照されたい。角紀代恵「統一商事法典第9編の改正について」Discussion Paper No.98-J-7（日本銀行金融研究所・1998年）、鈴木淳人「米国統一商事法典第9編の改正について 債権譲渡に係る対抗要件の自動的具備の問題を中心に」Discussion Paper No.99-J-2（日本銀行金融研究所・1999年）、田澤元章「アメリカ統一商事法典（UCC）の概要」Discussion Paper No.2000-J-26（日本銀行金融研究所・2000年）、國生一彦「改正米国動産担保法」（商事法務研究会・2001年）、鹿島みかり「米国の動産担保法制について」日本銀行調査月報2003年8月号1頁。

かかる担保権が成立 (attach) するための要件は次の 3 つである (UCC § 9-203(a))。すなわち、対価 (value) が与えられており、債務者が、目的財産に対する権利ないし右権利の移転権限をもっており、担保権者による目的財産の占有または債務者による目的財産の記述を含む担保合意書の署名があるとき。そして、そこでの特定は、目的財産の特定の程度は、合理的に考えて同一性が明らかとなる (reasonably identifies) 程度でよいとされる (UCC § 9-110)。

UCC 第 9 編は、かかる包括的な担保権に、対抗力を付与する。ここで UCC 第 9 編が採用している対抗力の概念は、いわゆる「完全性 (perfection)」という概念である。これは、「第三者に対して完全 (perfect) になる」という意味である。沿革的には、当事者間で有効な担保権を第三者に対しても有効 (effective) にするという概念に由来するが、UCC 第 9 編においては、担保権の成立に先んじて対抗力を具備することも可能である。

UCC 第 9 編の対抗要件制度については、登録制度が有名である<sup>2</sup>。これは、上述のように多様な種類の目的財産を包括的に捕捉しうる担保権を、簡便に公示し、これを基礎に対抗力を具備しうる制度である。登録の簡便性を支えているのは、登録専用の証書である貸付証書 (financing statement) を登録するというシステムである。この「貸付証書」とは、債務者がある債権者と担保取引中である、あるいは、担保取引を行う予定がある旨を示す書類であり、担保合意文書 (security agreement) そのものではない。貸付証書は目的財産に担保権が設定されていることを示すためだけの証書であり、その内容は完全に公開されなければならないとされる。

従来、貸付証書には、次の公示内容が示されねばならないとされてきた。債務者の住所・名前、担保権者の住所・名前、目的財産の種類 (type)・品目 (item) の記載、債務者の署名である。1999 年法典では、さらに必要的記載事項が簡略化された。従前どおりであるが、<sup>1</sup>については、従前の記載 (§ 9-504(1)) にかえて、単に「設定者の人的財産」というだけの記載を選択することも認められることとなった (§ 9-504(2))。また、債務者の署名は、不要とされた。この改正は、通知登記 (notice filing) 制度の趣旨の貫徹である。すなわち、貸付証書が担っている公示の機能は、第三者に担保権存在の可能性を知らしめ、調査のきっかけを与えることなのである。

このように、UCC 第 9 編が通知登記制度を採用し、(貸付証書登記の手段による) 公示の内容を極端に制限したことで、つぎのようなメリットが得られる。貸付証書の登記は、担保権成立に必要な与信がなされる前でも可能であり、かつその登記時点の順位を保全でき

<sup>2</sup> UCC 第 9 編の登録制度については、わが国においても、かなりの研究がある。1999 年法典前の研究として、次のものを参照されたい。天谷進「UCC 第九編における担保権と占有・登録(一)」南山法学 5 巻 4 号 115 頁(1982 年)、亀田浩一郎「流動集合財産と公示方法 UCC 第九編における登録制度を中心として」明治大学大学院紀要 25 巻 1 号 71 頁(1988 年)、三林宏「動産・債権・権利の担保化と対抗要件制度(序論) アメリカの financing statement の filing 制度を素材として」早法 69 巻 4 号 263 頁(1994 年)、角紀代恵「アメリカ合衆国における債権譲渡と対抗要件 UCC ファイル制度と本邦への導入可能性」ジュリ 1040 号 31 頁(1994 年)、角紀代恵「債権流動化と債権譲渡の対抗要件(1) (4・完)」NBL595 号 6 頁、597 号 24 頁、598 号 53 頁、599 号 33 頁(1996 年)など。

る(UCC §9-402(1))。また、「通知登記制度」によれば、目的財産の状態が変動しても(change date to date) その度ごとに新たな登記をなす必要がない。

ただし、UCC 第9編の対抗要件制度は、登録制度のみによって構成されているわけではない。対抗要件として、大別して4種類の手続を規定する。すなわち、登録による対抗要件が具備される場合、以外に、担保権の発生によって自動的に対抗要件が具備される場合(§9-309) 占有によって対抗要件が具備される場合、支配によって対抗要件が具備される場合がある。また、UCC 第9編以外の制定法・規則等に対抗要件に関する規定がある場合には、その対抗要件の規定が適用されることになる(§9-311)。

沿革的には、目的財産の種類および種類に鑑み、担保制度を利用する取引類型ごとに規定されていた対抗要件制度が、統一的な担保権概念の導入に伴い、ひとつの法典の中に包摂されたのである<sup>3</sup>。

それでは、かかる統一的な対抗要件制度を前提に、UCC 第9編は、担保権にいかなる対世的効力を付与しているのだろうか。

UCC 第9編においても、原則は、いずれかの対抗要件を先に具備した担保権が優先するという時間的な優先関係である。しかしながら、UCC 第9編は、対抗要件を具備し、時間的に先に対抗力を付与されたはずの担保権にも、第三者との関係で、一定の制限を課すという制度設計をとる。これは、優先関係準則(priority rule)と呼ばれる。この優先関係は、対象たる目的財産、取引、当事者、それぞれの種類や属性にもとづく類型ごとに詳細に規定されている<sup>4</sup>。

本項では、具体例として、在庫商品や原材料などの棚卸資産(inventory)を目的財産とするいわゆる棚卸資産金融(=インベントリー・ファイナンス)を見てみたい<sup>5</sup>。棚卸資産は、設定者によって処分(売却)されること予定される目的財産であるという属性をもつ。この点、UCC 第9編は、目的財産への追及力によってではなく、換価金(proceeds)の捕捉によって、その対世的効力を保つというメカニズムを採用する。具体的には、以下のような優先関係に関する規定をおく。

まず、原目的財産(=棚卸資産)上の担保権が対抗力を付与されたものであるなら、その換価金は、自動的に対抗力を承継する旨の規定がある(§9-315(c))。かかる自動的に対抗力が付与されるのは20日にすぎない。しかし、棚卸資産金融には、発生した換価金を一旦すべて貸主への弁済に充当し、借主の事業の継続に必要な資金を同一の債権者が新たに貸付ける(=自己清算型)リボルビング・ローンという取引類型<sup>6</sup>が存在する。ここにおいて

<sup>3</sup> これらの異なる公示に依拠する対抗要件を具備した担保制度間の優先順位は、目的財産の種類ごとに、一定の規定を設ける。

<sup>4</sup> この点を端的に指摘するものとして、道垣内弘人他座談会(小野傑弁護士の発言)「資金調達手段の多様化と新しい担保制度」ジュリスト1238号2頁(2003年)12頁などがある。

<sup>5</sup> 青木則幸「アメリカ統一商事法典第9編における浮動担保制度の史的考察 事業収益を基礎とする動産担保制度の制度設計に向けて」早稲田法学79巻2号57頁(2004年)(未完)は、棚卸資産金融たる取引類型が、UCC 第9編の制度設計に与えた影響を考察する。

<sup>6</sup> 企業法制研究会(担保制度研究会)報告書「不動産担保」から「事業の収益性に着目した資金調達」へ(2003年)は、メリ

は、担保権の換価金への自動的な移行を第三者に対抗できることが、重要な意味をもつのである。

また、換価金は、現金に限らず、売掛債権や動産担保証券のようないわゆる非現金的換価金（non-cash proceeds）のかたちをとることもありうる。これに関して考慮を要するのは、別に（同じく事業のキャッシュフローを裏づけとする金融取引でありながら）売掛債権等のみを目的とする売掛債権金融という取引類型が存在することである。棚卸資産金融と売掛債権金融の競合がありうるわけで、UCC 第9編は、その両者を同編に包摂しつつ、次のような優先関係を規定する。すなわち、20日以内に換価金としての売掛債権の対抗要件が新たに具備されるか、原担保権の対抗要件である貸付証書に売掛債権を含む旨の記載がある場合には、20日を超えても、対抗力が承継されるのである。

一方で、UCC 第9編は、「事業の通常の過程における買主（ordinary course of business）」の保護制度を規定する（§9-320(a)）。これは、棚卸資産金融における担保権が、本来的に予定される買主に対して追及効をもたない旨を明らかにする規定である。

さらに、UCC 第9編は、設定者が、棚卸資産金融における担保権者以外の者から、新たに商品等を仕入れる場合を指して、「売買代金担保権」と呼ばれる制度を規定する<sup>7</sup>。棚卸資産金融における担保権は、上述の爾後取得財産条項や将来貸付条項を前提に、棚卸資産金融における棚卸資産の捕捉が、将来のキャッシュフローのもととなる流動動産とその換価金たるキャッシュフローを広範に捕捉しうる担保権である。このことから、棚卸資産上の担保権設定者が、仕入れのための資金調達を担保付で行えるような方策が必要となるのである。この機能を担っているのが、売買代金担保権（purchase money security interests）の優先（§9-324）という制度なのである。売買代金担保権とは、担保権設定者に対して、担保目的財産を売った者のために、当該財産に発生する担保権のことであるが、2種類あることに注意が必要である。すなわち、売主自身が与信者となる場合の担保権（§9-103(a)(1)）に加え、売主以外の第三者が与信者となる場合（＝設定者が、目的財産の買入れにあたって、銀行等から貸付を受けたような場合）の担保権も、貸付金が実際に売買代金の支払のために使用される限り、売買代金担保権となる（§9-103(a)(2)）。

売買代金担保権としての性質を持たない担保権が設定されその対抗要件が具備された後に、売買代金担保権が発生し、後者が（貸付証書の登録などによって）対抗力を具備した場合、後者が優先するのである。もっとも、いくつかの微調整がある。まず、売買代金の目的財産が棚卸資産である場合には、設定者が目的財産の占有を取得した時点で売買代金担保権の対抗要件が具備されていることに加え、先行する担保権者に売買代金担保権の通知をなさねばならないとする（§9-324(b)(c)）。また、複数の売買代金担保権が競合する場合には、担保目的財産の代金を担保するものが、融資を可能にするためのものより優先する（§9-324(g)）。

カの在庫担保における「レボルピング・ローン」の定着に注目する。

<sup>7</sup> 売買代金担保権制度とその意義については、小山泰史「アメリカ法における浮動担保と売買代金担保権の競合(一)(二・完)」民商105巻6号84頁、106巻1号57頁(1992年)が詳しい。

## 2. UCCにおけるリハイポセケーションについて

まず、アメリカで“リユース(reuse)”ないし“リハイポセケーション(rehypothecation)”と呼ばれる取引実態を素材に、検討課題を指摘しておきたい<sup>8</sup>。

アメリカで“リハイポセケーション”等と呼ばれる概念には、ふたつの意義がある。

第1の意義は、文字通り「転担保」の機能である。すなわち、担保権者が担保権の実行の前に、目的財産を自己の資金調達のために担保に入れることを意味する。この意味での“リハイポセケーション”は、UCC第9編における“リプレッジ(repledge)”という概念と同義である<sup>9</sup>。

UCC第9編における“リプレッジ”制度自体は、従来(1999年法典前)から存在するものである。すなわち、担保権者が目的財産の占有を有する場合の権利・義務として、「担保権者は、担保目的財産を受戻す債務者の権利を害しない条件のもとに、これをさらに担保の目的となすことができる」という規定が置かれていた(旧§9-207)。1999年法典は、これを承継しつつも、「担保権を占有している者ないし、担保目的財産を支配している者は、担保目的財産に対する担保権を設定することができる(現§9-207(c)(3))」との規定をおく<sup>10</sup>。これは、2つの点で、実質的なルール変更を意味する。

ひとつは、“リプレッジ”の対象となる担保権の種類拡大である。現行規定においても、旧規定同様、「占有」を対抗要件とする担保権が、“リプレッジ”の対象となっている。これは、質権的性質をもつ制度である。この点では、“リプレッジ”は、転質制度の一種であるといつてよい。しかし、現行規定は、これに加え、「支配」を対抗要件とする担保権についての転担保をも規定する。すなわち、投資財産、預金口座、信用状の権利、電子的動産担保証券に対する担保権である。

「支配」による対抗要件とは、投資財産の対抗要件の一種として(1994年のUCC第8編の改正に伴う)UCC第9編の1994年法典に導入された制度である。すなわち、1994年法典は、セキュリティ・エンタイトルメントについて、担保権者と証券仲介業者(securities intermediary)の間で、「証券仲介業者が、債務者の追加的な“合意”なくして、担保権者によって出されるエンタイトルメント・オーダー(entitlement orders)に従う」旨の合意がなされることをもって、支配による対抗要件とした(UCC1994年法典§§8-106, 9-106(a))。

1999年法典は、債務者との間で担保権者が「担保権者は、債務不履行等の事後的な出来

<sup>8</sup> 本文中述べるように、アメリカにおける“リハイポセケーション”の議論には、証券決済制度が深く関与している。アメリカの証券決済制度については、木南敦「証券決済制度における物権法的構成と債権法的構成 統一商法典第8編による扱いについて」林献呈「現代における物権法と債権法の交錯」119頁(有斐閣・1998年)が詳しい。

<sup>9</sup> §9-207 cmt. 6.

<sup>10</sup> 周知のように、UCC第9編は、一部の目的財産について、担保ではない真正売買の場合にも適用される。すなわち、UCC第9編の「担保権者(secured party)」には、売掛債権(accounts)、動産担保証券(chattel paper)、支払無体財産(payment intangible)、約束手形の買主が含まれる(UCC§9-102(72)(D))。しかしながら、“リプレッジ”(UCC§9-207(c)(3))の規定は、「売掛債権、動産担保証券、支払無体財産、約束手形の買主には適用されない」(UCC§9-207(d)(2))。すなわち、UCC第9編の“リプレッジ”は、文字通り“転担保”だと考えてよさそうである。

事が発生しない限り、その支配の権利を行使しない。」旨の合意をなしていたとしても、当該合意が、現に存在する支配とそれによる対抗力を脅かすものでないことを明らかにした<sup>11</sup>。支配およびそれによる対抗力は、担保権者の将来の支配の行使が債務者の合意を要するものである場合には、存在しないのである。

残る（投資財産以外の）3種類の目的財産における「支配」による対抗要件の概念についても確認しておく。預金口座についての「支配」の概念は、投資財産のものとはほぼ同じである（§9-104）。電子的動産担保証券については、その電子的コピー上に担保権者による特別な電子識別がなされたときに生ずる（§9-105）。信用状については、信用状の発行人が当該信用状の換価金を担保権者に譲渡する旨を合意した場合に「支配」が認められる（§5-114(c), §9-107）。

ふたつ目の変更点は、担保権者が、債務者から明示の合意を取得することなく、目的財産を“リプレッジ”することができる旨を明確にした点である。その趣旨は、（とりわけ投資財産をめぐって生じた）“債務者の取戻権”（旧§9-207）に関する議論の錯綜を解消することにあるとされる<sup>12</sup>。

現行法によっても、担保権設定者たる債務者が目的財産の受戻権を有することにかわりはない（§9-621）。しかしながら、担保権者に対する債務者の取戻権は、リプレッジによる転担保権者（repledgee）には、主張（enforceable）されえない。これは、転担保権者が債務者の請求権を免れる旨の規定が、適用される結果である。かかる規定には、流通証券等の適正所持人の権利の保護（§9-331）、買主の保護（§8-303）、反対請求権の存在につき善意有償のエンタイトルメント・ホルダーの保護（§8-502）、一定のエンタイトル購入者に対する訴訟の制限、といったものがある。また、リプレッジについて、債務者の合意がある場合には、その効果として、転担保権者は、現担保権設定者の受戻権を免れる。

第2に、“リハイポセケーション”には、ここまで見てきた“リプレッジ”ではないもうひとつの意味がある。すなわち、担保権者ではなく、受寄者が、自らの資金調達のために、その寄託物を裏づけとする何らかの担保を設定するような取引をも“リハイポセケーション”と呼ぶのである。典型的には、証券決済にみられるもので、UCC第8編において“リハイポセケーション”として用いられている<sup>13</sup>。ブローカーないし金融機関が、口座に、投資家の証券を預かっている（口座管理）場合に、そのブローカー等が、投資家に所有権のある証券を裏づけに資金調達を行うという場合である。本来、証券会社は、顧客の持ち高と自己の持ち高を有する。証券会社は規制上自己の固有の業務のために受ける融資に顧客のセキュリティを担保目的財産とすることができない。ただし、顧客の同意がある場合に限って、その顧客に対する貸付の資金を得る融資の担保物として顧客の証券を使用することができる（§8-504(b)）。

以上のように、アメリカでは、“リハイポセケーション”という議論枠組みにおいて、転

<sup>11</sup> §8-106, Comments 4 and 7 (revised).

<sup>12</sup> §9-207 cmt.5

<sup>13</sup> §8-504(b) cmt.

担保の問題と、寄託物の担保化の問題が、詳細に議論されている。

以上

---

## 社債・CP・融資法制の構造と改革への視点

社債・CP等企業金融関連投資商品の法制調査研究プロジェクト報告

神田秀樹東大教授の集中講義と企業財務実務経験者との連続対話

講演者： 神田 秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科 教授  
コーディネーター： 犬飼 重仁 日本資本市場協議会 事務局長  
(三菱商事・総合研究開発機構)  
事務局・進行： 内山 昌秋 トレードウィン株式会社 社長  
協議会事務局 加藤 敬史 財団法人企業活力研究所 主任研究員  
協力： 総合研究開発機構(NIRA)  
早稲田大学 企業法制と法創造 総合研究所

発行

2004年6月

研究プロジェクト主催ならびに発行者

---

企業財務協議会 および 日本資本市場協議会

〒105-0001

東京都港区虎ノ門1丁目5番16号晚翠ビル5階

TEL 03-3503-7671

FAX 03-3502-3740

[bpf009@galaxy.ocn.ne.jp](mailto:bpf009@galaxy.ocn.ne.jp)

<http://www.enkt.org/katudou/index.html>

---