

商法における有価証券法理の利用の限界

加 藤 修

- 第一節 はじめに
- 第二節 濫用（悪用）という個別具体的場合における限界
- 第三節 倫理の退廃という大局的・根本的観点からの限界
- 第四節 証券すなわち紙片が存在することからの限界
- 第五節 まとめ

第一節 はじめに

有価証券法理は、体系化・制度化され、商法における主要分野の一つとして位置づけられる。有価証券は、沿革的には、「商人」資格を有する者あるいは「企業」により利用されることから、商法分野でその制度的発展を見ている。しかし、有価証券制度は、種類によつては、万人に開放され、例えば、普通の一市民であっても、手形を振出し、裏書をし、手形保証をすることができる。とはいえ、現行商法典の第五〇一条四号は、「手形その他の商業証券に関する行為」を「商行為」と規定し、有価証券の商法分野における存在感はずっと変わるところは

ない。

「手形その他の商業証券」の「手形」とは為替手形と約束手形のほか小切手を含んでおり、「商業証券」とは、「実質上、有価証券と同義に解してよい」⁽¹⁾とか、あるいは、「商業証券とは、結局、ひろく有価証券を意味するものと解される」⁽²⁾とするのが通説である。明治三年の旧商法では、その四条第七において、「流通し得へキ信用証券ノ発行及ヒ流通ニ係ル作業及ヒ取引」は、「商取引ニ属ス」と規定されており、「信用証券」という言葉が使用されている。明治三二年に制定された現行商法の立法準備段階における明治二九年六月一日の法典調査会「第二回商法委員会議事要録」においては、第二条四号に、「手形其他ノ指図債権ニ関スル行為」は「商行為トス」との案が示され、「指図債権」なる用語を使用していた旨が記録されている。⁽³⁾その後、この条項は、商法典第三編商行為の部分へと移され、明治三二年商法二六三条四号に「手形其他ノ商業証券ニ関スル行為」が「商行為」と規定され、現行商法典五〇一条四号に平仮名書きされ受け継がれている。選択された用語に変遷はあるものの、結局のところ、有価証券制度が商法における主要分野であることについては明治時代以来変化はない。

近年、有価証券化ということが盛んに行われるようになり、およそ収益を生みだすもの、あるいは、現金を生みだすものであれば、何んでも有価証券化できるという勢いになっている。特別目的会社とか信託を権利・義務の帰属点なり基準点にして、そこに財産を集め、それに対応する有価証券なり、持分証券なり、あるいは、受益証券を発行し、投資家に所有してもらうことにより、不動産であれ、住宅ローン債権であれ、かなりのものが有価証券化できる。特別目的会社や信託のような仕組のことを「証券化ヴィークル」⁽⁴⁾と称しているが、この「証券化ヴィークル」を受け皿とすれば、相当広い範囲で有価証券化が可能となる。その上、高等数学を駆使する金融工学なるものが確立され、有価証券化ビジネスは、高度化・複雑化し、各種の金融派生商品が生みだされ、それらの商品は、「ファイナンシャル・プロダクト」と名づけられて広範に流通している。明治時代の初期立法時代

には想像もできないような事態が展開し、有価証券制度の弊害が顕著となる局面も生じている。有価証券法理自体は、合理的な理論であり、有用な道具であるけれども、それが、制度化される過程で複雑化・難解化し、それに加えて、関係者の倫理の退廃が生じてくると、制度経由のその利用限界が出てくる。

更に、手形のように金銭債権を有価証券化するという単純明解な仕組であっても、経済的に優位にある者が劣位にある者に無理やり保証の意味とか借用証がわりに振出させるという場合、その利用限界が意識されるようになってきている。

加えて、有価証券法理に基づく、その制度において、証券、すなわち、紙片自体の存在が重荷となっている。そこでも利用限界が観察できる。昨今、有価証券には、特定の背番号や記号が付され、それが情報化されて電脳空間において取引の対象となっている。高性能の電算機に支援された振替決済の仕組が確立すれば、証券、すなわち、紙片は、管理に手間がかかる厄介物となる。現に、我が国の証券市場上場会社では、株券は電子化され、証券、すなわち、紙片は廃止⁽⁵⁾されている。平成一九年六月二〇日には、電子記録債権法が成立し、この電子記録債権は、「大雑把に言えば、ペーパーレスの手形のようなものであるということができる。」と立法立案者が解説⁽⁶⁾している。

そこで、本稿において、有価証券法理が制度化され、活用されるに際して、その利用の限界が生じていることを、三つの観点から論述し、有価証券法理に関して、すべきではないこととすべきことを明確にし、この分野において小さいながらも寄与をしたいと考える次第である。以下において、手形が関係する濫用（悪用）という個別具体的場合における限界、倫理退廃が関係する大局的・根本的観点からの限界、証券すなわち紙片が存在することからの限界の三つの項目に基づいて論述を展開する。

- (1) 西原寛一・商行為法初版一一刷七三頁(一九六八年)。
- (2) 平出慶道・商行為法初版一刷四七頁(一九八〇年)。
- (3) 法務大臣官房司法法制調査部監修「法典調査会商法委員會議事要録」日本近代立法資料叢書一九卷二三頁(一九八五年)。
- (4) 藤瀬裕司「会社と信託——証券化ヴィークルの視点から」法律時報八一巻五号一四五頁(二〇〇九年)は、「証券化取引のための『組織』という意味で、『証券化ヴィークル』という用語を用いる」としている。
- (5) 日本経済新聞「きょうのことは 電子債権」二〇〇七年九月二三日朝刊一四版三頁によれば、「紙の手形は紛失や盗難の恐れがあり、管理の手間や印紙代がかかることから流通量が年々減少している。手形交換高はピークだった一九九〇年の約四八〇〇兆円に対し、二〇〇六年は四八〇兆円と一〇分の一の規模に縮小した。」と解説されており、紙片の存在問題は、手形においても顕著である。
- (6) 始関正光・高橋康文「電子記録債権法の概要」ジュリスト一三四五号四頁(二〇〇七年一月一五日)。

第二節 濫用(悪用)という個別具体的場合における限界

世間で商工ローン業者と称されている者が、中小零細事業者に利息および損害金について利息制限法に規定されている上限金利を大幅に超える利率で貸付をし、貸付に際して、主債務者および連帯保証人から、根保証限度額を額面額として、支払場所はその商工ローン業者の所で、呈示期間五年の一覧払いの約束手形を原則として振出日白地にて共同振出を受け、しかも、その約束手形は、その商工ローン業者の手になる独自の私製手形であるとの事例が多々あった。そして、その主債務者が利息の支払を怠ると、すかさず、支払呈示を受けたが内金の振込みがないことを理由として支払できない旨の付箋を作成・貼付し、振出日白地の白地を補充して、右の私製手形に基づいて手形訴訟を提起し、債権者として満足を図ろうということが行われた。しかも、その私製手形につ

いての説明は、原則として充分にはなされず、借入れによる金銭獲得をあせりがちな債務者や事情にうとい連帯保証人をして他の書類と一括して署名させる手法を採用し、捺印については、商工ローン業者の担当者がまとめてしてしまうということが多く、共同振出人の一人である連帯保証人にあつては、そもそも手形に署名して振出という手形行為をしたとの認識すらない場合が多い。これが、主債務者からの高利率の金利を主債務者の支払可能な限度まで取得し、真面目に定職につき、それなりの財産や貯金、あるいは、退職金取得可能な連帯保証人に元本を支払わせて債権者としての満足を得るといふ、いわゆる商工ローン業者のビジネス・モデルの一つである。このビジネス・モデルは、手形訴訟を手段とする強引な取立と評価されるので、当然、社会問題化する。

平成一四年（二〇〇二年）一月に、手形訴訟を専門に扱う東京地方裁判所・民事七部は、ある商工ローン大手に債権回収のために手形訴訟を乱発しているのは手形訴訟の趣旨から逸脱しているので訴訟を自粛するようにと異例の要請をしたとの報道がある。⁽¹⁾ 同報道によれば、同商工ローン大手は、平成一四年度にはその前の年の七倍超となる約一五〇〇件の手形訴訟を東京地方裁判所・民事七部に提起し、それは同七部の受付けた手形訴訟の八割を占めたとのことである。⁽²⁾ 更に、別の報道によれば、東京地方裁判所が異例の要請をした理由は、①借用書代りと解される約束手形を一般の手形と同一視して、手形訴訟という即決手続に乗せるべきではない、②手形の支払地が東京との理由で、北海道から九州まで全国の債務者と連帯保証人の裁判を東京で行うのは債務者側の防御権を事実上奪うとの二点であるとのことである。⁽³⁾

東京地方裁判所・民事七部は、平成一五年（二〇〇三年）十一月一七日判決において、右の商工ローン大手が原告となつている約束手形金請求事件について、「原告が使用する私製手形は、手形訴訟を利用するために手形制度を濫用（悪用）しているものというべきで、このような私製手形により原告の提起する手形訴訟は手形訴訟制度を濫用（悪用）したものである」と判示、訴を却下すると共に、最後に付言するとして、「原告

は、……その後は当裁判所に私製手形による手形訴訟を提起していないところ、平成一五一年ころ以降、当裁判所を除く全国各地の裁判所に私製手形による手形訴訟を提起しているのは、極めて遺憾である。」としている（本件は、水戸地裁に提起されたものが東京地裁に移送されたものである⁽⁵⁾）。同類の裁判例を分析した解説によれば、「手形用紙が私製であるか否かということよりも、金銭の貸付に絡んで貸し手側が手形訴訟等の法制度を不当に利用することは許されない」というのが裁判所の姿勢であるとされる。妥当な解説と考える。なぜならば、「手形訴訟の証拠制限や一回結審の原則の採用は、原因関係の存在の推認、抗弁の認容可能性の低さ、原告最終勝訴の高さが制度の前提であつたが、」それが、商工ローン業者の私製手形利用による手形訴訟ではなくなつていくと解されるからである。有価証券法理に基づいて工夫された手形訴訟が、その制度利用の過程でその限界を示したのである。人間の業に由来する結末ではあるが、経済的に優位にある金銭提供側が、共同体の一員としての自覚を持ち、長期的観点から、相手の足元をとことん見るのではなく、欲も程々にしなさいと考えざるを得ない。金銭を借りる側にも、その場限りの無責任な態度・行動もあり得るが、優位者側に特に配慮が求められる。

- (1) 読売新聞・二〇〇三年三月七日朝刊一四版三九頁。
- (2) 右注(1)と同頁。
- (3) 日本経済新聞・二〇〇三年三月七日朝刊一四版三八頁。
- (4) 判例時報一八九号八三頁以下（二〇〇四年一月二一日）。
- (5) 判例時報一八九号八三頁の解説。
- (6) 丸山秀平「私製手形に係る手形金請求の手形訴訟と手形制度及び手形訴訟制度の濫用」（東京地裁平成一五一年一月一七日民事第七部判決）平成一五年度重要判例解説・ジュリスト二二六九号一一六頁（二〇〇四年六月一〇日）。
- (7) 豊田建夫「最近の東京地裁手形訴訟事件について——盗難手形事件を中心に——」金融法務事情一六一三号

一二頁（二〇〇一年六月一日）。

第三節 倫理の退廃という大局的・根本的観点からの限界

平成二〇年（二〇〇八年）は、米国の大手証券・投資銀行業の三社であるベア・スターンズ、メリルリンチ・アンド・カンパニー、リーマン・ブラザーズの企業破綻により歴史に残る年となった。特に、同年九月一日のリーマン・ブラザーズ破綻は、世上、「九・一五リーマン・ショック」とか「九・一五リーマン破綻」と言い表わされ、それを契機として全地球的規模の未曾有の世界的経済危機が生じて抜き差しならぬ状況にあることが認識された。この危機の奥底には、有価証券化ビジネスの致命的欠陥があり、そこに有価証券法理の制度利用の大局的・根本的限界が見て取れる。つまり、高度な金融工学を駆使して作り出され、高い格付評価を得て、市場でそれなりに評価される比較的高い利回りが期待される「証券化商品」が、実は、高い価値を表章するものではなく、後になってから価格大暴落を経験したり、あるいは、単なる紙屑になり、投資家等の関係者に予想以上の多大の損害を負担させるという事態が多発したのである。

「証券化商品」を高収益を目的として組成し市場に提供した証券・投資銀行業者が悪いのか、従来の理論と経験の延長線上で新しい危険を充分に認識できず高い格付評価をした格付け会社が悪いのか、「証券化商品」破綻の危険に対応した保証業務をやみくもに拡大した保険業者が悪いのか、高い利回りや転売差益獲得可能性に目くらんだ投資家が悪いのか、高度な証券化技術の積層により危険や欠陥が回避可能と説いた者が悪いのか、はたまた、不況に直面する国民経済を活性化させようと超低金利政策を長期継続し、結果的に「証券化商品」取得のための流動性を供給し過ぎた中央銀行が悪いのか、責任の所在はこれから鋭意解明される。一つ共通して明らか

なことは、関係各位のそれぞれにおいて、大なり小なりその立場上の倫理の退廃があったことである。自分さえよければ、他はどうなろうと、あとは野となれ山となれという無責任体質である。極めて理性的かつ合理的に振舞うのを常とする各国中央銀行においても、苦い薬を何かと飲みたがらない政治家や国民を前に行った政策決定につき、後で反省すると、内心忸怩たるものがあることは否定できないと考える。

住宅課価額のそれなりの値上りが長期継続すれば最終的には返済できるとの目論見で、現在の収入を前提とすると住宅価格上昇が続かなければ結局は返済に行き詰まることとなる人々に多額の住宅ローンを組ませ、その種の住宅ローン債権を束ねて有価証券化して、商品を組成し、有利な投資対象として売りまくり利ざやを取るというビジネス・モデルは、住宅価格の値上がりが止まり、下落を始め、しかも、住宅ローン債務者の実収入も減少するということになれば、たちまちのうちに行き詰まる。これが今回の経済危機の発端の一つとなった米国におけるサブプライムローン問題である。有価証券化される権利、サブプライムローンの場合は住宅ローン債権の質が悪く、将来的には焦げ付く可能性が大ということであれば、高度な金融工学を駆使して有価証券化ということで行く工夫して粉飾しても、時がくれば醜悪な現実の姿が暴露されて、破綻することとなる。確かに、それは正確には「証券化の仕組みそのものの欠陥という問題ではなく、むしろ証券化というツールの使い方や組成の段階での資産評価に問題があった」⁽²⁾と評価すべきである。しかし、理論や道具の使い方を実践的に誤った関係者の倫理の退廃が多量の混乱と問題を生じさせ、有価証券法理の利用の限界をそのような観点で認識させるに至ったことを忘却してはならない。ここに、大局的・根本的観点からの限界を見て取れる。右のような失敗を解決するために、昭和初期の世界大恐慌の経験を踏まえて、世界各国は大いに努力している。問題の所在が判明すれば、その解決のために克服しなければならない困難が多々あるとしても努力の積み重ねで何とかかなりそうとの希望が出てくる。近代的な文明国家では、不条理な殺戮とか理由のない差別については相当除去されているが、倫理

の退廃については、目につかない所で花盛りとは非常に情ないことである。有価証券化ビジネスに関係する者は、情報格差やお為ごかしの仕掛を利用して我欲を満たそうとしても、長い目で見れば、結局のところ見破られ、市場や社会からしかるべき制裁を受けるのだから、正直こそが最良の政策と考え、その職能倫理に充分配慮して、あとは野となれ山となれとの無責任な短期的観点からの行動をしてはならない。有価証券法理という人類共通の有益な仕組を制度悪用により傷つけてはならない。

(1) ジョン・C・コフィー・ジュニア(渡邊雅之訳)「何が問題だったのか——二〇〇八年金融危機に関する検証——」NBL八九六号一八頁(二〇〇九年一月一日)が指摘するように、金融機関の企業破綻は、短期的な資本を調達して、長期的な非流動資産を保有し、利ざやを稼ぐ回転が「証券化商品」に関連して機能しなかったことにある。平成二年(一九九〇年)以来の失われた一〇年で、我が国の金融機関も同じような構図でいくつかが破綻した。

(2) 木下正俊「資産流動化・証券化の基本的機能をめぐる近年の動向について」広島法科大学院論集四号一七頁(二〇〇八年三月)。

第四節 証券すなわち紙片が存在することからの限界

個人が振出した小切手の決済日に集中し過ぎて銀行の事務処理が対応に苦勞するとか、あるいは、国債の利払日に、利札を切り離し処理する過程で人手が不足するという事態については、何十年前前に世界の各国で経験済みである。その際には、小切手なり利札という証券(紙片)そのものの存在が事務処理上の重荷であることも共通認識として存在した。情報処理技術が高度の発展を成し遂げた現在、ペーパーレス化はあらゆる分野で進んでおり、有価証券の分野においても例外ではない。

昭和五〇年（一九七五年）以降、我が国においても、手形の割引との関連でファクタリングに言及されている。すなわち、「ファクタリング……は企業の売掛債権を一定の手数料をとって買取り、自己の危険負担で代金の回収を行う業務のことで債権買取り業ともいう。……ファクタリング業務としては……売掛債権の譲渡だけでも金融目的を実現できる点に特色がある。……我が国でも昭和五〇年頃から総合ファイナンス、富士銀ファクターなど都市銀行がファクタリング会社を作る例が増えてきている。」⁽¹⁾と説明されている。このファクタリングの仕組みを利用すれば、手形という証券を介在させないで手形割引と同じ機能が電脳空間で迅速に合理的な形で事務処理可能となる。

昨今の上場会社の株券電子化実現と電子記録債権法の制定に接すると、ペーパーレス化も来るころまで来て究極形態に到達したと解される。そして、新しい電子記録債権は、正確にはジュネーブ統一手形条約に基づいた手形とも民法上の指名債権とも異なる新型債権と説明され、「手形の電子化という方法……指名債権の電子化という方法は採用せず」と明言されている。⁽²⁾突き詰めて考えると、「有価証券がペーパーレス化され、証券が市場を流通しない状況のもとでは、結局のところ、世の中（市場）を行き来するのはキャッシュ・フローであると言いうことができる。そうだとすれば、法律は、伝統的な債権とか動産とかいった発想を捨てて、直接キャッシュ・フローに対するたとえば排他的権利を承認するといった発想を採用すべき」⁽³⁾との理解に到達する。この理解は、およそ収益を生みだすもの、あるいは、現金を生みだすものであれば、何んでも有価証券化できるという現代の思潮と立法動向の根本に次元を別にしながらも同調していると考えられる。この発想に、在来の有価証券法理の制度上の利用限界の根源が認識でき、効率化、迅速化、合理化、画一化、全地球化という現代社会の受け入れられている価値観点からすると、抵抗できない現実と解される。しかし、そのような現実が円滑に機能するために、かなりの投資と維持努力が必要とされる。電子記録債権法に基づく電子債権記録機関のシステム開発に四十

億から八十億円が必要との試算があり、システム構築に一―二年程度かかり、実際に稼働するのは早くても二〇〇九年になる見通しとの報道が⁴⁾あつたけれども、現時点では、それが稼働を始め、「電子記録債権交換所」、あるいは、従来の古い発想に拘泥する考えからは、「電子版手形交換所」が本格的に動き出したとは聞いていない。ともあれ、そのような仕組が動き始めればその普及は急速に進むと考えられる。かつて、金貨、銀貨、紙幣を直接送っていたものが、為替手形という有価証券の送金機能を使用するようになり、現在では、電子仕掛で、場合によっては光の速度で全世界中に送金可能となっている。世の中の進歩と言えばそれまでであるが、何か根本的な危うさが内在しているようで不安は消えない。従来の有価証券機能の電子化に付随する永久に発生し続ける根本問題がそこに存る。しかし、電脳化、電子化により、我々は、時間差や空間差を極端に短縮し、事実上無くしてしまつて便利で快適な活動や生活を確保しているのも現実である。

証券すなわち紙片を利用しないで有価証券と同様の機能を確保しようとすることから生ずる有価証券法理の制度的利用限界は、個別具体的場合に有価証券の濫用（悪用）から生ずる限界、および、倫理の退廃という大局的・根本的観点からの限界とは次元の違う構造的・体系的限界である。この次元の違う限界認識は、産業革命以来の大変革である情報・通信革命に由来し、今や直視し、身近なこととして受け入れなければならない現実である。将来において、問題は多々生ずるが、人類の英知により解決可能と信じる。有価証券に関連して新しい事態が展開するとしても、在来の伝統的な有価証券法理とそれに基づく制度は温存される。証券（紙片）の上に権利を表章させるという法技術は、単純明解であり証券（紙片）の占有という万人が確実に本能的に理解できる行為により権利保持が可能だからである。従つて、少人数の特定の関係者の間とか、あるいは、転々流通が予定されない分野では、在来の伝統ある有価証券の利用は確実に残る。

- (1) 高島正夫・手形法小切手法(改訂版) 一二頁注(1) (一九八三年)。
- (2) 始関正光・高橋康文編著・一問一答電子記録債權法初版九頁 (二〇〇八年)。
- (3) 神田秀樹「ペーパーレス化と有価証券法理の将来」河本一郎先生古稀祝賀現代企業と有価証券の法理 一六八頁 (一九九四年)。
- (4) 日本経済新聞・二〇〇七年九月二三日朝刊一四版二頁。

第五節 まとめ

資金を集めて事業を行い営利活動をすることを肯定する社会では、有価証券法理とその制度化は、欠くべからざるものと考えられる。我が国において、本格的な近代化の始まった明治時代以降、各種の有価証券法理が導入され、制度化されて定着した。現在では、高等数学に基づく金融工学が有価証券化ビジネスで機能を發揮して、収益や現金を生み出すものであれば何んでも有価証券化をするという発展ぶりを示している。更に、電脳化、電子化という技術が有価証券およびそれに機能的に類似する分野において活用され、証券市場上場会社の株券電子化が実現し、新しく、電子記録債權法の制定にまで至っている。

右のような有価証券法理とその制度化の現状を踏まえて、本稿においては、その利用限界として、以下の三点を指摘した。

- ① 金銭提供者という優越的地位にある商工ローン業者による独自の私製手形に基づく手形訴訟経由の過酷な債權取立は制度濫用(悪用)で許されず、そこに個別具体的利用限界がある。
- ② 有価証券化ビジネス花盛りの中で、有価証券に組成する資産の評価、新種の有価証券の格付、有価証券化を

積層させて証券化商品の危険や欠陥を軽減させる技術に関して関係者に広く倫理の退廃が生じて、結果として未曾有の経済危機を生じさせてしまうという大局的・根本的利用限界がある。

③濫用（悪用）とか関係者の倫理退廃という人的要素が関係する点からの限界ではなく、在来の伝統的有価証券法理の根幹を形成する証券（紙片）が存在すること自体が重荷となり、そこに利用限界が認識されている。電子化と電子化がここまで発展し、使い勝手が良くなってくると合理的処理のためには証券（紙片）という確実な存在物自体が邪魔になる。有価証券は情報化され、電腦空間を光の速度で跳び回ったほうが使い勝手が良くなり、また、経済的でもある。電腦空間全面的機能不全という大いなる不安はあるものの、ここまで来るともう後戻りは不可能である。枠組自体の変更による在来的・伝統的なものの利用限界が生じている。

以上三点にわたる利用限界指摘により、何が問題で、どうすべきかの方向性を把握できたと考える。このような認識を踏まえて、欲は程々に、倫理の退廃は撲滅し、電腦化と電子化に際しては最悪の事態を想定してぬかりのない対策を立てておく必要がある。

（平成二十一年八月三〇日稿）

〈付記〉 本稿については、平成二十二年慶應義塾学事振興資金による研究補助を受けた。記して感謝したい。