

## 論文の内容の要旨及び論文審査の結果の要旨の公表

学位規則第8条に基づき、論文の内容の要旨及び論文審査の結果の要旨を公表する。

○氏名	大垣 尚司 (おおがき ひさし)
○学位の種類	博士 (法学)
○授与番号	乙 第495号
○授与年月日	2011年3月4日
○学位授与の要件	本学学位規程第18条第2項 学位規則第4条第2項
○学位論文の題名	金融と法—企業ファイナンス入門—
○審査委員	(主査) 竹濱 修 (立命館大学法学部教授) 小山 泰史 (立命館大学法学部教授) 浪花 健三 (立命館大学法学部教授) 森 利博 (立命館大学経営管理研究科教授)

### <論文の内容の要旨>

#### 1. 論文の構成

本論文の構成は次のようである。

- 第1章 金融の基本概念① 金融—現在価値—リスク
- 第2章 金融の基本概念② 企業—バランスシート—金融仲介
- 第3章 金融の基本概念③ デット—エクイティー—資本市場
- 第4章 株式会社におけるエクイティー型投資ファイナンス① 企業と株式の設計
- 第5章 株式会社におけるエクイティー型投資ファイナンス② 株式の流通と出口戦略
- 第6章 株式会社におけるエクイティー型投資ファイナンス③ 自己金融と増資による  
資金調達
- 第7章 デットファイナンスの基礎
- 第8章 金利の基礎知識
- 第9章 間接金融機関
- 第10章 市場型デットファイナンス
- 第11章 市場型間接金融① シンジケートローン
- 第12章 市場型間接金融② ローンセール市場
- 第13章 市場型間接金融③ 投資ファンドと投資理論のつかみ
- 第14章 市場型間接金融④ 投資ファンドとCIV
- 第15章 信用補完① 破綻前信用補完と責任財産の保全措置

第16章 信用補完② 人的信用補完

第17章 信用補完③ 物的信用補完

なお、本論文は、本文 585 頁に及ぶ長編である。

## 2. 論文の概要

本論文は、現代のファイナンスのほぼ全領域を基本的なものから専門性の高いものへと体系化し、高度化する金融技術の基本的考え方を明らかにしながら、先端分野において法律の果たす役割について法技術という視点から分析することを目的とする。ここにいう法技術 (legal engineering) とは、当事者が行おうとする取引において実現したい経済的効果を得るために、最適の法的枠組みを工夫することであり、それは取引の目指す私法的効果を達成するのみならず、諸種の法的規制を遵守しつつ、税務においても最も効果的な結果を得られるように工夫することを意味する。

かかる視点から作業を進めるため、(1)まず、第1章から第3章において、分析対象となる金融の基本概念が整理されている。(2)そのうえで、第4章から第6章においてエクイティ型の投資ファイナンスの手法が分析される。(3)次に、第7章から第10章では、デットファイナンスとその関連領域における投資ファイナンスの手法が主として分析されている。ここでは、金利の基礎理論についても丁寧に説明される。(4)第11章から第14章は、現在の先端的金融スキームとして市場型間接金融が取り扱われ、シンジケートローン、ローンセール市場、投資ファンド、C I Vが分析される。(5)最後に、第15章から第17章においては、信用補完が検討され、破綻前信用補完と責任財産の保全措置、人的信用補完、物的信用補完が分析される。以下、(1)から(5)の区分に従って、本論文の内容の要旨を紹介する。

### (1) 金融の基本概念

現代の金融理論の基礎にある概念は、あらゆる財貨をキャッシュフローとして抽象化し、これを一定の金利で割り引いた現在価値を尺度にして当該財貨の価値を測るということである。この「割切り」によって金融商品の対象が伝統的な金融リスク(金利、為替、株式、信用)からおおよそ金銭的算定評価の可能なもの(不動産、商品、人の生死・傷病、気象、地震など)に広がった。さらに、伝統的な金融リスクについても精緻な価値計算が可能になると同時に、その分解や組合せにより従来存在しなかった形態に再組成することも可能になった。金融工学は、この現在価値の計算の技術として高度に発達したものであるという。

そして、定量化できる不確実性をリスクと捉え、純粹リスクは損失の危険であり、その事態が発生しない場合に利益が生ずるものではないのに対して、投機的リスクは損得のいずれも起こりうるものとして明確に区分し、これらの定量化が可能なりスクについて金融工学を利用した金融商品の組成があることが述べられる。

第2章では、事業は、「元手となる資本を一定の事業計画 (business plan) に基づいて

投資し、財・サービスの生産（商業の場合は仕入れ）を行い、これを販売して収益を獲得して、資本を提供した者に返還するという一連の過程である」と捉えられ、株式会社は、会社を株式という金融商品に転換する仕組みであり、そういう法技術でもあるという。会社のガバナンスは、投資家と経営者との間の情報の非対称性を軽減して有利なファイナンスを得るために、経営者が自主的に行う自己統治の枠組みであると捉え、会社法が要求するガバナンスは、ファイナンスの観点からも利害関係者の利益保護の重要な規制であるという。また、企業の投資ファイナンスにおけるわが国の特徴として産業銀行が果たした歴史的役割の終焉も指摘されている。

第3章では、返済期限がないか不定期で、他の債権者に劣後する出資金の性格を有するエクイティーと、一定の期限までに元本を返済すべき広義の借入金の性格を有するデットを区別した上で、転換社債、ワラント債、永久劣後債のような混合型（ハイブリッド）も存在するが、デットとエクイティーが質的に異なる2つの金融商品を作り出すことによって、異なる選好の投資家からそれぞれ有利な投資条件を引き出すための法技術であるとされる。会社の使用総資本がデットとエクイティーのどのような割合・コストで調達されるかに応じて、それぞれの収益に影響が生じるからである（財務レバレッジ）。これに係わって最適資本構成に関するMM理論や投資ファイナンスと資本市場の現状等が描かれる。

#### (2) 株式会社におけるエクイティー型投資ファイナンス

第4章では、エクイティー型投資ファイナンスの手法について、株式会社の起業から株式の権利内容の設計に到るまでが検討される。とくに投資家などの会社債権者の観点から、株式会社には、事業者・投資家それぞれの破産リスクから会社の事業財産を遮断する意味があることを確認し、個人財産の状況と比べて、財務の透明性により不確実性が低減されることが指摘される。起業時の事業計画のコンセプト、つまりビジネスモデルの策定時に諸種の法規制のチェックが欠かせないこと、および事業計画と資金計画等の手順とともに、会社設立時の資本準備金について、当初出資（払込資本）の半分までは創業赤字の累積を認め、会社財産が資本金を割り込まないようにする意味があるというファイナンスの角度からの独自の見方が示される。株式の設計については、利益配分と支配権の配分のデザインが重要であり、そのバリエーションが簡潔に説明される。

第5章は、起業後の株式の流通と投資回収の「出口」設計を検討している。投資は、一定期間経過後に成果と金銭で享受することを目的として特定の事業や資産に対して金銭を投下することであるから、投下資本の回収という「出口」の設計は、投資家から投資を得る上で非常に重要な課題となる。直ちに株式が上場できるわけではないことから、プロジェクト型の会社であれば、一定期間経過後あるいはプロジェクト完成後、会社を解散して残余財産の分配して償還することになるが、継続企業の場合には、剰余金の分配か、自己株式の取得を通じて償還することが出口となる。そして、取得請求権付種類株式や取得条項付種類株式の使用や譲渡制限株式の譲渡承認請求・会社の株式買取義務による出口もあるが、投資家の大きな利益は、その会社が株式を上場することによるプレミアムの取得で

あり、株式市場を通じた投資回収が大きな証券流通市場によって可能になる。ここでは、これらの全体図が描かれている。

第6章は、企業が内部資金で投資需要を賄う自己金融と増資による資金調達が検討される。内部資金は、主として営業活動による利益と固定資産の減価償却を通じて蓄積されるが、これらの資金は、最終的には株主に帰属する。しかし、会社がこれを内部留保し、再投資して収益性の高い事業を發展させている限りは、その会社の株主であり続ける者にとっては、配当所得で課税されるより有利である。自己金融は、本来的に株主の資金を再投資しているエクイティーファイナンスの一種と位置付けられるという。内部資金の増減をキャッシュフローとして把握し、金融の観点からは、事業や投資の価値は将来生み出される正味現金（収入－支出）の現在価値で考えることから、事業の投資採算性を評価するとき、このフリーキャッシュフローに着目することが重要であるという。内部資金で賄うことができない大きな投資等が必要な場合に、株式を発行する資金調達（エクイティーファイナンス）が行われる。そこでは、新旧株主間の利害調整も重要になる点が指摘され、株主割当増資、公募増資、第三者割当増資などが取り扱われている。

### (3) デットファイナンスとその関連領域

第7章は、デットファイナンスの基礎概念が整理されている。デットファイナンスとは、資金調達者が元本の返済義務を負う広義の借入金による資金調達手法であり、元本保証と株式等のエクイティーに優先する支払順位から投資家等の要求利回りをエクイティーより低く抑えられる。デットファイナンスにおける法技術上の重要点は、債権の掘取力が及ぶ責任財産を返済の引当としていかに確保するか、そして債権額に応じた債権者平等の原則をいかに破って自己の債権の掘取力を強くするかであり、担保権、責任財産限定特約、保証、信託などが有利なファイナンス条件のために利用される。しかし、これらは最後の手段でもあり、事業の解体価値となりうるが、投資採算の見地からは、事業からの収益（継続企業価値 going concern value）のみで十分に返済が可能かという収益償還の原則によって判断されなければならないという基本原則が提示され、証書貸付、債権保全関連の規定とコヴナツ、手形貸付と銀行取引約定書、融資枠契約など、融資の契約諸類型の内容について分析されている。

第8章は、金利の基礎概念の整理である。金利の期間構造や金利決定のメカニズムが簡明に手際よく解説され、内部コスト積上げ型による金利決定と市場金利連動型の説明が行われている。

第9章は、デットファイナンスにおいて貸手・投資家として重要な役割を果たす間接金融機関について種類ごとの特徴が描かれている。資金が不足していた戦後のわが国の業態縦割り体制下の間接金融から経済が成熟した現代の金融仲介の焦点が資金調達から投資商品の供給へと移行して来ている現状にあつて、銀行を初めとした間接金融機関の機能・役割が検討されている。

第10章では、「債券法」総論というべき内容が本書の金融の機能的観点から整理されて

いる。市場でデットファイナンスを行う金融商品を総称して「債券」といい、会社法に基づいて発行される社債とそれ以外の法律に基づくものに区分される。債券は、市場での流通性があるから、投資家は長期債について自己の投資期間に合わせて投資でき、金利変動・発光体の信用状況に応じて債券価格が変動するため、損得の機会が生じ、投資家層が広がるとともに、市場全体への長期資金の安定供給が可能になる。債券の発行体にとっては、債券発行により市場から直接資金調達をする面では、直接金融となるが、日本の債券・社債市場のほとんどの投資家は、預金金融機関や保険会社、年金基金、社会保障基金などの間接金融機関ないし機関投資家である。このため、個人投資家も活躍する株式市場とは顕著な違いがあり、結局、個人投資家の資金を預託された機関投資家や間接金融機関が投資をすることになっており、市場メカニズムを通じた条件決定や金融商品取引業者が介在する点で相対取引の間接金融とは異なるが、実態は「市場型間接金融」と指摘される。また、債権投資の適格性を判断するうえで、信用格付が重要になることが明らかにされ、社債管理における法技術としての社債管理者等の制度の課題の検討が行われている。

#### (4) 市場型間接金融

市場型間接金融とは、資金供給者と資金需要者との間に市場を介在させ、それらと市場との間を金融機関が仲介する間接金融のあり方をいう。これには、①間接金融機関が市場を活用して与信を行う市場型与信（従来の金融債を通じて融資を行う発券金融機関など）と、②株式・債券という市場型調達手段に最終投資家が直接に投資するのではなく、金融機関が介在する間接型証券投資（元本保証型の預金・債券によるものと投資信託を典型例とする集団投資スキームによるもの）がある。第11章では、市場型与信のうち、シンジケートローンが取り扱われる。シンジケートローンは、アレンジャー（金融機関）が借入人との間で大きな金額の融資の取りまとめを引受け、複数の参加人からなるシンジケート団を組成し、同一の契約書による貸出等の信用供与を行う融資形態である。契約後は、エージェント（アレンジャーがなることが多い）が融資枠の管理、貸出の実行、契約条項の履行管理、原理金の支払いなどの事務を一括担当する。シンジケートローンは、内部情報の提供により有利な条件で資金調達ができる可能性がある場合に、公募社債による調達と比較して、金融商品取引法の定型的な開示規制などの厳格な規制を免れるとともに、間接金融機関の情報生産機能と限定された情報の供与者との間の市場競争促進機能のメリットを享受することができるなどの実際的な観点が指摘される。そのうえで、シンジケートローンの契約条項の分析が行われている。

第12章も市場型与信のうちから、ローンセール市場が取り上げられている。ローンセールとは、金融機関が保有する貸付債権を第三者に売却することである。売主（金融機関）と借手（債務者）の関係が完全に消滅する完全型と、ローン売却後も売主が回収業務を代行する参加型がある。ローンセールは、古典的には金融機関自身の資金調達のための担保的利用から始まり、次に、国際的な自己資本規制（B I S規制）のため、ローンを売却してオフバランス化し、自己資本比率を向上させることになった。さらに、バブル崩壊後の

不良債権処理の必要から、不良債権の流動化が促進され、売却損で処理するとともに、サービサー法の整備によって回収処理も専門業者に任せられ、完全型のローンセールが普及した。最近では、ALM、ポートフォリオ分散、ローン投資、アンバンドリングなどの経済的動機に基づく本来的なローンセール市場が拡大し、その文脈と展開が分析されている。

第13章は、間接型証券投資の基本的枠組みが概観されるが、とくに投資ファンドに焦点をあてている。投資ファンドは、単独または複数の投資家が運用者または集団投資のための枠組み（CIV）に対して資金を預託し、運用者自身またはその助言を得たCIVが有価証券その他の財産に投資してその成果を投資家に享受させる仕組みである。不動産や知的所有権などを投資ファンドを通じて金融商品化し、小口投資が可能になれば換金性・流通性が格段に向上し、投資機会が増え、投資家層を広く開拓できるし、金融商品取引法による厳格な投資家保護の規制がかかるメリットも認められる。そのうえで、本章では、投資理論の基本的な考え方（価格理論、ポートフォリオ理論）が簡明に解説されている。

第14章は、集団投資スキームを実現する枠組みであるCIVに焦点をあてて、それを法的視点から検討している。CIVは、特別法に基づく専用型と既存の組織形態を利用する転用型があり、前者は、投資信託、投資法人、投資事業有限責任組合があり、後者には、一般の信託契約、保険契約、合同会社+匿名組合契約、民法上の組合契約がある。そして、CIVは、投資家・運用者とは独立した存在であることから、法人課税により二重課税が生じるので、投資成果が課税により目減りしない工夫・法的手当が必要であり、これがCIVの税務透過性といわれる。本章では、具体的にファンド型投資信託、投資信託法に基づく投資ファンド、組合理型投資ファンド、変額保険・変額年金が検討されている。

#### (5) 信用補完

信用補完とは、デットファイナンスにおいて貸手・投資家が返済を確保するために講ずる諸々の措置を総称するものである。これは、債務者の債務不履行を防止し、債務不履行になる前に事実上の優先弁済を確保するための破綻前措置と、債務不履行や財務的破綻段階における優先弁済確保のための破綻後措置に区分できる。第15章では、まず、破綻前措置が論じられる。返済確保のための措置として、債権実現の基本は問題が生じないうちに他人より早く返済してもらうことに尽きるという意味で、返済の促進を図ることになるが、債権者相互間の返済順位特約による優先劣後構造や代理受領・振込指定等、諸種の相殺の利用、期限の利益喪失・ロールオーバー、手形による債権の二重化が信用補完の手法として体系的に考察されている。その上で、責任財産の保全としてコブナンツ等の利用や債権者代位権、債権者取消権が位置づけられている。

第16章は、破綻後措置としての人的信用補完が検討されている。これには、債権者が被る損害を填補することを目的とする実損填補型と、債務者の信用状況と関連する一定事由の発生時に予め取り決めた金額を支払うインデックス型がある。実損填補型は、保証、有価証券保証、連帯債務、債務引受、損害担保契約、念書、保険契約があり、インデックス型には、クレジットデリバティブ、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）がある。

CDSを用いると、現実に債務不履行や貸倒れが生じていなくとも、信用状態が悪化したときに投資家・債権者側が被る評価損・売却損という損失（市場型信用リスク）をカバーすることができる。債務者の格付の下がるという信用事由が発生すれば、約定の一定金額が支払われるインデックス型の仕組みをとれば、かかるリスクに対処できる。実損填補型ではこのカバーは損害が現実化していない段階では難しい。さらに、信用補完業務と回収業務を分解して専門的に行うことのニーズも生じるなどの新たな取引ニーズの状況を受けとめることができる。

第17章は、破綻後措置としての物的信用補完が検討されている。物的信用補完は、ある債権者が責任財産の全部もしくは一部または特定の財産について他の債権者に優先して弁済を受ける権利を確保することにより債権者平等の原則を破る法技術である。責任財産全体について他の債権者に対し優先権を設定する責任財産操作型と、責任財産から特定の財産を分離して特定債権者に対する債務の引当にする特定財産分離型がある。前者は、一般担保権・企業担保権という責任財産型担保権、劣後特約・匿名組合化による優先劣後構造、責任財産限定特約・返済原資特定約定というノンリコース特約があり、これらが考察されている。特定財産分離型は、抵当権のような物的担保が典型例であり、事業資産への担保権の設定では収益償還の原則の重要性が再度確認され、非事業資産・遊休資産への担保設定と区別して検討されている。対象物件の利用価値から優先弁済を受けるという意味では、不動産プロジェクトの収益執行が特徴的であり、最後に、多数債権者のための物的信用補完としてセキュリティートラストが考察されている。

## <論文審査の結果の要旨>

### 1. 論文の特徴

本論文（本項と次項において「本書」という）は、法の働きを金融的視点から体系化し、機能的に解き明かす試みである。そのことが同時に新たな金融市場を開拓し、創造する法技術を論述することになっている。その分析検討の対象は、現代のファイナンスのほとんどの分野が網羅されており、これらを法学、経済学、ファイナンス理論など諸分野の基本的な原則から、具体的に法律を扱う金融実務の現実の動きに至るまでを結び付け、その関連を簡潔明瞭に解き明かす点に最大の特徴がある。民法や商法・会社法・保険法・手形法等の基本法は、必ずしも金融的視点のみから立法されているわけではないが、実際にこれらの法律が活用される場面の多くが金融の現場であることを考慮すると、本書の提示する金融的視点とその角度からの法技術の使い方は、法の現実の社会的作用を鮮明にする切り口である。本書は、この視角からいくつかの解釈論や立法論の提案を行っており、金融的視点が一貫している。また、本書が扱う法学の分野は、民法、商法に留まらず、金融的視点から実務上重要な多くの特別法に及ぶ。金融商品取引法や信託法はもちろん、担保付社債信託法、電子記録債権法、動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律、社債、株式等の振替に関する法律、出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに

関する法律、銀行法、保険業法、信託業法、貸金業法、利息制限法など、枚挙に暇がない。このように、現実の金融商品を構成し、取引するときに、考慮されるべき規制がすべて考察の対象とされ、金融機能面からの体系化が企図されている。さらに、金融実務においては、税法の観点に欠かせない。同じ経済的結果が得られるとしても、取引の形式に応じて課税の多寡が異なるときには、税法の規制が実際には大きな影響力をもつ。このため、法の現実の作用を考察する上で、税務の効果を考慮に入れない検討はありえず、本書はこの面についても十分に目配りされている。また、経済的效果を説明する際には、経済学やファイナンス理論を用いて論述されるが、複雑高度な数式を使用することは極力避け、その根本にある考え方、思想を簡明に説明し、その結果を得るための法技術への導入とされている点にも特徴がある。その意味で、一定の数式等は用いられているが、ファイナンス理論の固有の説明に重点がおかれるのではなく、あくまで法学的見地、金融的視点から見た法律の社会的作用の客観的分析として一貫しているといえよう。

## 2. 論文の評価

本書は、法制度のもつ多面的な機能のうち、金融面からその本質を照射する試みである。金融的視点から基本法である民法や商法の作用・機能を見たときに、それがどのように見えてくるか、現代の金融の枠組みに即し経済学やファイナンス理論の成果をも利用し経済的效果を踏まえて体系的に考察している。これは、金融商品や金融取引について従来の著作の多くが経済価値の側面（リスクとリターンの側面など）の説明に終始していたのに対し、新しい切り口によるアプローチであり、独創的かつ斬新である。

同時に、本書は、現在の金融実務の法的基礎を体系的に明らかにしようとしている。金融商品・金融取引の実務において経済的結果（損得の結果）のみを重視しすぎると、商品設計の段階でファイナンス理論などにのみ拠りかかり、金融商品・取引の法的基礎づけが十全でないこともありうるが、本来、その商品がどのような法的根拠から可能であるのか、有効性を担保されるのか、法的基礎の確かさが根本的な課題となるが、これを体系的に分析する試みは本書が初めてと言ってよい。金融商品・取引の経済合理性についてファイナンス理論や金融工学のアプローチはあっても、それと法的な関係付けは十分ではなく、ましてや体系的な説明はこれまで十分に行われて来なかった。本書の試みはその意味で高い学術的、実際の価値を有するものである。

また、本書は、金融的視点から法律の社会的作用を客観的に分析説明する中で、いくつかの解釈論・立法論の提言も行っている。たとえば、わが国の判例が損害賠償額の算定に当たって、民事法定利率 5%で将来得るはずの利益を現在価値に割引計算することは、現在の 10 年物国債の利回りが 1.165%のような状況下では、相当に非現実的であると指摘している。一般人が 1000 万円を年率 5%で運用することはおよそ無理だからである。それゆえ、判例が民事法定利率 5%の利息が通常生ずべきものということを批判し、市場利率を客観的に反映した指標は、国債の利率をはじめ、いくらかも存在するのであり、それを用い

の方が現実妥当性を有すると主張されている。銀行預金の利率を考慮しても 5%の利率の高さは、わが国の現状では、本書のいう感覚のほうが現実的であろう。もっとも、割引率が小さくなれば、人身損害の損害賠償額は増額する傾向を持つことになる。

なお、本書は、「金融と法」の教科書のような外観があるが、それは上述のような高い水準の学術的内容を簡潔明瞭に説明する工夫が施された結果にすぎず、専門分野の一般的な教科書とは歴然と異なる。その意味で学術的価値の高い論文であることに何ら変わりはない。

このように、本書は多大な学術的、实际的貢献をするものであるが、若干の課題もないわけではない。金融実務への貢献が重視されているため、前提とされている法理論・解釈が通説・判例に限定されている点である。新たな法解釈理論の必要性が説かれる場面では、もう少し異説などの新しい理論への応接があれば、さらに深みを増した考察になったと考えられる。さらに、法の作用の客観的分析・解明には各所で鋭い指摘がされているが、これらは、本学位申請者の長年の実務経験や学識から裏付けられているものがあり、その内容を他の文献などを引用してさらに客観化されれば、説得力をいっそう増すことになったであろう。

このような問題点も見られるが、これらは本書の価値を損なうものではなく、上述したように、その学術的価値および金融実務への影響は極めて大きいものが認められる。以上により、審査委員会は、一致して本論文が博士学位を授与するに相応しいものと判断した。

#### <試験または学力確認の結果の要旨>

審査委員会は、本学位申請者の業績、経歴や金融法学会を始めとする諸学会での活動・評価、ならびに本論文審査の内容、2010年12月24日に衣笠キャンパス末川記念会館第3会議室にて18時から20時まで開催した公聴会における質疑応答、理論的基礎や論述の背景、本学位申請者の実務経験、現下の経済・金融事情などを織り交ぜて説明されたことを通じて、十分な専門知識と豊かな学識を有すること、また外国語文献の読解においても十分な力量を備えていることを確認した。したがって、本学学位規程第25条第1項によりこれに関わる試験の全部を免除した。

以上より、審査委員会は、総合的に判断して、本学学位規程第18条第2項により、「博士（法学 立命館大学）」の学位を授与することが適当であると判断した。