金融法研究　第32号

目　次

〈シンポジウムⅠ〉

金融取引における利息 …… 3

〈司会〉 神田　秀樹
〈報告〉 山野目章夫
佐藤　正謙
三上　　徹
森下　哲朗

報告１　変動法定利率 ……山野目章夫…… 5
報告２　利息とそうでないもの
―アレンジメントフィーを素材として― ……佐藤　正謙…… 13
報告３　利息と銀行実務 ……三上　　徹…… 20
報告４　国際取引における利息 ……森下　哲朗…… 31
質疑応答 …… 38

〈シンポジウムⅡ〉

投資信託をめぐる法的諸問題 …… 55

〈司会〉 山田　誠一
神作　裕之
〈報告〉 神作　裕之
角田美穂子
佐久間　毅
山田　誠一

報告１　運用型集団投資スキームの業規制
―投資信託・投資法人制度とプロ向けファンド規制の見直し―
……神作　裕之…… 57
報告２　投資信託の販売・勧誘に関する私法上の問題 ……角田美穂子…… 67
報告３　投資信託受益権の共同相続 ……佐久間　毅…… 77

報告 4　債務者が有する投資信託受益権からの債権の回収 山田　誠一…… 84
質疑応答 …… 95

海外金融法の動向

アメリカ ……加藤　貴仁……113
イングランド ……加毛　　明……128
ドイツ ……水津　太郎……139
フランス ……松井　智予……154

総会記録 ……170
学会記事 ……172
金融法学会規約 ……174
法人賛助会員 ……176

《シンポジウムⅠ》

金融取引における利息

報　告　1　（山野目章夫）　5
報　告　2　（佐藤　正謙）　13
報　告　3　（三上　　徹）　20
報　告　4　（森下　哲朗）　31
質疑応答　38

司会　神　田　秀　樹（東京大学教授）
報告　山野目　章　夫（早稲田大学教授）
　　佐　藤　正　謙（弁護士）
　　三　上　　徹（三井住友フィナンシャルグループ）
　　森　下　哲　朗（上智大学教授）

発言者　（発言順）
関俊彦（東北大学名誉教授）／山中眞人（弁護士）／西正稔／道垣内弘人（東京大学教授）／金山直樹（慶應義塾大学教授）／松岡久和（京都大学教授）

はじめに

神田司会　おはようございます。午前の「金融取引における利息」に関するシンポジウムにご参加いただき，誠にありがとうございます。このシンポジウムの司会を務めさせていただきます東京大学の神田でございます。

このシンポジウムは，「利息」について多面的に検討しようとするものです。まず，今年の３月末に国会に提出された民法（債権法）改正法案による民事・商事の法定利率の一本化および変動金利の導入について，理論面から山野目章夫教授にご報告いただきます。次に，金融実務において利用される手数料等に関する約定等（アレンジメントフィーについての約定等）と利息制限法・出資法との関係等について，佐藤正謙弁護士にご報告いただきます。そして，民法改正法案が金融実務に与える影響等について，三上徹氏にご報告いただきます。最後に，外貨建取引や国際取引等に関係する問題について，森下哲朗教授にご報告いただきます。「利息」というとわかりやすいようにみえますが，法的には意外と難問が多く，このシンポジウムは，金融取引における利息について，様々な面から現代的課題について検討を加えようとする試みでして，研究者・実務家の双方にとって興味深いシンポジウムになるのではないかと願っております。

よろしくお願いいたします。

報 告 1

変動法定利率

早稲田大学教授　山野目　章　夫

おはようございます。

ご紹介をいただきました早稲田大学の山野目と申します。

本日は，金融法学会の利息のシンポジウムにおいて報告の機会を頂戴し，ありがとうございます。

お手許にお配りしている書面に即してお話を差し上げたいと考えます。

1　はじめに――金融法学会という場所と変動法定利率という主題の不思議な関係

⑴　法定利率と金融実務との近くて遠い関係

この報告の論題は「変動法定利率」であり，法定利率を主題とすることになりますが，法定利率なるものが問題となる場面を考えてみますと，利息または遅延損害金を生ずべき債権について，別段の意思表示がされていないときは，当然のことながら，その生ずべき利息ないし遅延損害金の利率が定められなければなりません。もっとも，そうは申しましても，銀行などの金融機関の実務におきまして，少なくとも利息については，この別段の意思表示がされない，ということは考えにくいものでございます。そうしますと，なぜ本日，ここで私が報告をさせていただくか，ということを疑問となさる向きも，おありでいらっしゃるかもしれません。

しかしながら，まず，金融機関の実務において，法定利率が問題になることが全くないか，と申しますと，そうでもないと考えられます。このシンポジウムのために用意された三上報告が紹介するとおり，相続人からの預金の払戻請求をめぐるトラブルのような場面におきまして，遅延損害金の利率を見定める場面などが，確かに想定されます。

また，より一般的に，ないしは理論的にみまして，確かに大局的には法定利率の仕組みの変更が金融実務にもたらす実際上の影響が少ないとはいえ，利息というものが重要な金融事象上の概念であることは疑いようがありません。それをめぐる法制の変更があり得るとしますと，これについて，この機会に考究を試みる

ことには意義があるのではないでしょうか。本日，報告を拝命いたしましたのは，このようなことではないか，と私なりに理解するところでございます。

⑵　適切に論議を進めるために――法定利率と適用利率の区別

このような視点から，法定利率の問題を考えてまいりたいと存じますが，論議を効率的に進めるため，しっかりと２つの概念を区別しておきたいと考えます。２つと申しますものは，１つは「法定利率」であり，申すまでもなく，当事者が別段の意思表示をしない場合において，利率は，法律を参照して定められます。法律に記されていて，このようにして参照される利率のことを法定利率と呼ばせていただくとしますと，これとは別に「適用利率」というものを考えることとし，こちらは，法定利率の参照により具体の事案で定まる利率を意味するものとして，ここでのお話を進めたいと存じます。

2　本当に変動制であるか――法定利率の変更の緩やかなリズム

これらのうち，まず，法定利率のほうを話題といたします。申し上げたいことは，このとおりでございまして，導入されようとしているものが変動制であると申しますと，なにかすごく忙しない利率の動きと付き合う世界が待っているのではないか，という印象を与えますが，そうではございません。

お手許の書面には，構想されている民法404条の改正後の規定が示されてございますから，これをご覧下さい。

［構想される民法404条の改正後の規定］

第404条　　利息を生ずべき債権について別段の意思表示がないときは，その利率は，その利息が生じた最初の時点における法定利率による。

２　法定利率は，年３パーセントとする。

３　前項の規定にかかわらず，法定利率は，法務省令で定めるところにより，**３年を一期**とし，一期ごとに，次項の規定により変動するものとする。

４　各期における法定利率は，この項の規定により法定利率に変動があった期のうち直近のもの（以下この項において「直近変動期」という。）における基準割合と当期における基準割合との差に相当する割合（その割合に１パーセント未満の端数があるときは，これを**切り捨て**る。）を直近変動期における法定利率に加算し，又は減算した割合とする。

５　前項に規定する「基準割合」とは，法務省令で定めるところにより，各期の初日の属する年の**６年前の年の１月から**前々年の12月までの各月における短期貸付けの

平均利率（当該各月において銀行が新たに行った貸付け（貸付期間が１年未満のものに限る。）に係る利率の平均をいう。）の合計を60で除して計算した割合（その割合に0.1パーセント未満の端数があるときは，これを**切り捨て**る。）として法務大臣が告示するものをいう。

規定の案の404条の２項で「法定利率は，年３パーセントとする」とされますが，この規定が適用されることがはっきりしているのは，新しい民法が施行される際です。その後のことは……その後のことは，わかりません。

なぜか，と言いますと，その次の３項で変動制が定められているからですが，これも「前項の規定にかかわらず，法定利率は，法務省令で定めるところにより，**３年を一期**とし，一期ごとに，次項の規定により変動するものとする」とされ，毎年変わるようなことは考えられておりません。

過度の煩わしさがないという点は，時間の面のみならず，数字の見た目の煩わしさの点でもそうであり，次の４項で，「各期における法定利率は，この項の規定により法定利率に変動があった期のうち直近のもの（以下この項において「直近変動期」という。）における基準割合と当期における基準割合との差に相当する割合（その割合に１パーセント未満の端数があるときは，これを**切り捨て**る。）を直近変動期における法定利率に加算し，又は減算した割合とする」とされ，端数が細かくならないようになっています。

さらに，次の５項において，「前項に規定する「基準割合」とは，法務省令で定めるところにより，各期の初日の属する年の**６年前の年の１月から**前々年の12月までの各月における短期貸付けの平均利率（当該各月において銀行が新たに行った貸付け（貸付期間が１年未満のものに限る。）に係る利率の平均をいう。）の合計を60で除して計算した割合」というように，長いスパンの経済情勢を参酌した上で利率変更の要否が定まることになっており，さらにその基準割合は，かっこ書で，「（その割合に0.1パーセント未満の端数があるときは，これを**切り捨て**る。）」となっていますから，要するに６年前からを見て大きな変動があって初めてそれを考慮する，というものになっております。

変動制といっても，きわめて穏健なものである，ということが，法文をご一緒に読んでお伝えしたかったことでございます。

3　本当に変動制であるか――適用利率の固定

⑴　適用利率の変動制という幻の構想

ここまで，法定利率のことと適用利率のこととを分けた上で，法定利率のほうを話題にしてまいりました。次には，適用利率を問題といたします。

今般の債権関係の規定の見直しにおきましては，その中盤で作成された重要な文書として，中間試案というものがございました。そのなかの，第８，４⑵は，「法定利率の適用の基準時等」を定めるものであり，お手許にご覧いただくとおりのものでした。ア，イ，ウと分かれており，「ア」の

> ア　利息を生ずべき債権について別段の意思表示がないときは，その利率は，利息を支払う義務が生じた初の時点の法定利率によるものとする。

というところは，最終的に法文の案になったものの404条１項と趣旨が同じです。「イ」の

> イ　金銭の給付を内容とする債務の不履行については，その損害賠償の額は，当該債務につき債務者が遅滞の責任を負った初の時点の法定利率によるものとする。

というところも，法律案になったものに採用されており，法文案の419条１項前段と同じであります。問題は，次の「ウ」であり，

> **ウ　債権の存続中に法定利率の改定があった場合に，改定があった時以降の当該債権に適用される利率は，改定後の法定利率とするものとする。**

というものでありますが，これこそ，いったん発生してその時の法定利率で適用利率を定めるとしても，その後の法定利率の見直しに伴い適用利率を変動させるものですから，まさに変動制の徹底した姿を定めるものでありますが，実は，これに当たる規定案は，用意されておりません。

すなわち，適用利率の変動制は，幻に終わりました。

⑵　幻に終わったことの評価

事実は，そうであるとして，その評価は，どのように考えるべきでありましょうか。それを考えるためには，もし適用利率の変動制が採用されていたならば，どのようであったか，ということを考えなければなりません。

a　民事裁判実務における安堵

法定利率は，交通事故の損害賠償などで用いられる場面が多く見出されますし，それによる遅延損害金の支払を判決で命ずることになることも，珍しくありません。適用利率が変動するということになりますから，主文では利率を特定しないということも１つの解決であり，その場合は，法定利率による支払を抽象的に命ずる主文とすることとなり，「被告は，原告に対し，1000万円及びこれに対する平成30年１月15日から支払済みまで法定利率による金員を支払え」というような判決が出されますが，これが裁判実務上の自然な感覚で受容されるか，という問題があり，また，結局，いくらの附帯金を払うかは遅くとも執行段階では決まらなければなりませんから，執行段階において関係者の負担が大きくなります。

そこで，そうではなく，基準日における具体の法定利率を主文に示すこととし，「被告は，原告に対し，600万円及びこれに対する平成30年１月15日から支払済みまで年３％の割合による金員を支払え。原告のその余の請求を棄却する」という主文にすることも考えられます。いかがでしょうか……少しご覧いただきたいものですが，判決の主文例は，百分率が１個の記号で示されます。これに対し，民法の法文の案は，カタカナによる表記であり，このあたりの塩梅も，お楽しみいただきたいと望みます（笑）。

余分なことを申し上げました。戻りますと，確かにこのように３％と利率を明示する主文例も考えられるところではありますが，しかし，そうしますと，こんどは，事実審の弁論終結から執行までの間に利率が変わった場合に必要となる処置を考えなければなりませんし，同じ場合において，附帯金から損益相殺的な調整をすべき場合に複雑な問題が生じたり，そもそも判決確定までの間に審級ごとに利率が異なる時期に置かれる場合において，上訴に関する不利益変更禁止の原則との兼ね合いから無益な附帯控訴の頻発を誘発したりおそれがあるなど，あまりにも多くのストレスを判決と執行の実務に及ぼすことになります。

b　より本質的な問題

もっとも，このような見方に対しては，容易に想定される反論として，どんなに実務が難儀であっても，適用利率を変動させることが理論的に正しいのであるならば，そうすべきである，ということがあることでしょう。

考えてみるべき価値のある問いとして，利息が利息を生むか，損害金が損害金を生むか，ということがあるかもしれません。これらの問いが肯定されるならば，

その生むとされる日を基準として利率を定めるべきでありますから，適用利率を変動させる解決は正しい，ということになるようにもみえます。

しかし，これらの問いに対し，しかり，という積極の答えを与えるかどうかは，どのように利益や損害を擬制的に処理するか，という立法政策の問題であると考えられるものではないでしょうか。さらに，利息が損害金を生むか，という問いは，利息の弁済期の問題をも考慮して考察されなければなりません。いずれにしても，なにか理論ですっきりと解き明かされるという性質の問題ではないと感じます。

現行法がどうなっているかと申しますと，ご案内のとおり，法定重利に関する民法405条に解決を託してきました。中間試案は元本について適用利率の変動制を導入しようとしましたが，その際，この405条を今後においてどうするか，ということが論議されたものでもありません。

そもそも中間試案は，元本について適用利率を変動させようとしていたものであり，利息が利息を生む際の利率を問題としたものではありませんから，このまま議論を進めることは，やや乱暴である，ということも指摘されなければならないことでしょう。

このように考えてまいりますと，中間試案が構想していた適用利率の変動制それ自体は，あまりに大きな負担を実務に課するにもかかわらず，それを正当化する理論的な基盤をもっていなかった，ということになります。しかしまた，そうではありますが，それが見送られたから安堵した，ということでは済まない本質的な問題も，見えてまいりました。大きくヒトコトで叫ぶならば，「いったい利息とは何か」，ということでありましょうか。本日のシンポジウムの成果から得られる示唆を改めて整理し，見送られた適用利率の変動制の意義を引き続き考え込んでみたい，と思われるところがありますし，会員の先生方からのご教示も種々承ることがかないますれば幸いです。

4　施行までの準備――民事裁判実務への具体的な影響

とは申せ，お話がかなり遠大なものになってしまいました。

実務上は，これから民法の新しい規定が施行されるまで様々な準備を進めていかなければなりません。

⑴　適用利率を見定める基準日

ここまでご紹介してきたところで明らかであることとして，法定利率の変動に

ついては，リズムに注意を要する部分があるにせよ，はっきりしていることとして，新しい規定が施行される際，法定利率が５％から３％に変更される。このことは，確実であります。

適用利率を見定める基準日について申しますと，利息は，「その利息が生じた最初の時点」というように，規定の案の404条１項が定めるところにより，いずれの利率になるかが決まります。例えば，消費貸借においては，新しく構想される規定の案の589条２項にいう「金銭その他の物を受け取った日」が施行日より前であるか以後であるか，がポイントです。

遅延損害金も，考え方は異ならず，規定の案の419条１項本文により「債務につき債務者が遅滞の責任を負った最初の時点」が基準になります。不法行為の損害賠償請求権であれば，不法行為の日が施行日の前であるか，以後であるか，これが問われます。

⑵　中間利息控除の具体的解決

不法行為の損害賠償については，もう１つ論点があり，交通事故の損害賠償の際などの逸失利益からの中間利息の控除は，法文案の722条１項により法定利率でされます。これについては，ある年の４月１日に法定利率が変更され，その前日である３月31日までは５％であったところが４月１日以後は３％になるという場面において，事故が４月１日前に，つまり３月31日以前に発生し，被害者の症状が固定したのが４月１日以後である場合は，どのように考えることがよいか，といった仕方で，いささか考え込ませる問題もみられます。あくまでも理論上の想定ですが，３つほど考え方があり得るところであり，

> ①　後遺逸失障害の損害は，事故の日の損害の現価により賠償がされるべきであり，この日から５パーセントの利率により中間利息控除がされる。なお，その遅延損害金は，事故の日から５パーセントで生ずる。

という考え方は，症状固定時の現価による中間利息控除をしている実態と大きく乖離して，いまの損害賠償ないし損害保険の実務にラディカルな変更を要請することとならざるを得ず，そこが少々二の足を踏むところであり，また，

> ②　後遺逸失障害の損害は，症状固定時の損害の現価により賠償がされるべきであり，この日から３パーセントの利率により中間利息控除がされる。ただし，その遅延

損害金は，事故の日から５パーセントで生ずる。

という考え方は，２つの異なる利率による処理が併存することになりますが，遅延損害金と中間利息控除とで用いる利率が異なることになって，果たして公平で簡明な解決であるという社会的諒解を獲得することができるか，心配になります。３つ目に，

③　後遺逸失障害の損害は，症状固定時の損害の現価により賠償がされるべきであり，この日から５パーセントの利率により中間利息控除がされる。また，その遅延損害金は，事故の日から５パーセントで生ずる。

という考え方は，不法行為の日と症状固定日とが大きく離れる場合への現実的な対応を考えながら，理論的にも難を少なくしようとする解決であり，ここらあたりが相当なものであるかもしれません。

いずれにいたしましても，これは新しい論点であり，さらに今後，論議が積み重ねられてゆくべきでありましょう。この中間利息の控除の論点は，利率というものが，債権者が受け取るお金が増える方向でなく，反対に減っていく方向に作用する場面で登場するものであり，利息なり利率というものの多様で奥の深い側面を感じさせます。

本日午前は，利息を考える半日でありますが，今の問題をはじめ，そこで民法改正が新しく提供する一連の問題にも，会員の先生方のご関心を向けていただくことがかなうものと信じます。ありがとうございました。

報 告 2

利息とそうでないものーアレンジメントフィーを素材としてー

弁護士　佐　藤　正　謙

1　はじめに

弁護士の佐藤です。「利息とは何か」という問題は，考え出すと実はかなり深遠なテーマであり，様々な検討の切り口があり得るように思われますが，私の報告では，利息制限法および出資法上の上限金利規制の適用範囲，「みなし利息」に取り込まれない手数料・フィー収入というものがあり得るのか，あり得るとしてそれはどのようなものか，といった観点から論じたく存じます。

具体的な素材としては，シンジケートローン取引におけるアレンジメント業務の対価であるアレンジメントフィーを採り上げます。

背景を少し申し上げます。金融市場の発展・進化に伴い，銀行等が提供するサービスの内容も多様化しつつあり，銀行が本業である貸付とは別の場面で諸々の手数料・フィーを収受する事例も増えていることがあります。これがM&A案件におけるアドバイザリーフィーのように貸付と直接関係しない場面で収受されるものであればともかく，シンジケートローン取引におけるアレンジメントフィーのようなものになると，貸付の場面で収受されるフィーであることは否めないため，利息制限法および出資法に基づく上限金利規制の適用の有無，具体的には「みなし利息」への該当性いかんを考えざるを得ないこととなります。

なお，一口にシンジケートローンといっても，実務における取引形態は様々なものがあり，これに応じてアレンジメント業務の中身も変わってくる部分があります。**別掲**にそのいくつかの例を挙げました。後に触れますが，ご参考まで。

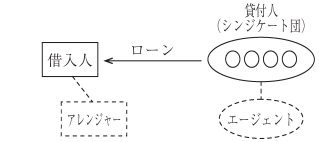
2　利息の意義

さて，以下，具体的な検討に入りたいと思います。

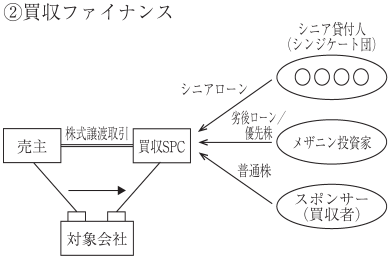
伝統的な学説上の定義によれば，利息とは，「元本使用の対価であり，貸付額と貸付期間に比例して支払われる金銭その他の代替物」と説明されてきました。これによれば，貸付期間に関係なく支払われるフィーの類は，このような本来の意味での利息，ここでは「実質的な意味での利息」といいますが，それには該当しないことになります。

【別掲】　各種シンジケートローン取引事例

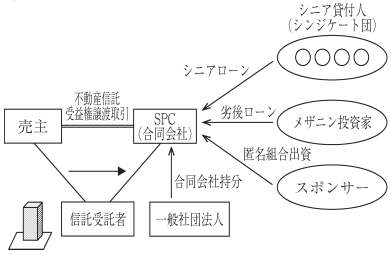
①一般的なシンジケートローン



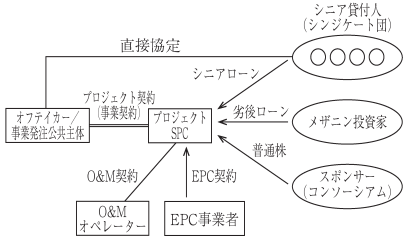
②買収ファイナンス



③不動産ファイナンス



④プロジェクトファイナンス



3　利息制限法および出資法上の「みなし利息」――第４段階改正後の解釈

(1)　第４段階改正施行前の状況

いわゆる第４段階改正施行前の利息制限法３条は,「金銭を目的とする消費貸借に関し債権者の受ける元本以外の金銭は，礼金，割引料，手数料，調査料その他何らの名義をもつてするを問わず，利息とみなす。ただし，契約の締結及び債務の弁済の費用は，この限りでない」と規定していました。同条における「みなし利息」は，先ほど述べた「実質的な意味における利息」に限定されるとする見解が有力であったと解されます。

第４段階改正施行前の出資法（５条７項）も，みなし利息に関する規定を設けていましたが,①契約の締結および債務の弁済の費用に関する除外規定が存せず,また，②そもそも同法上の上限金利は利息制限法のそれをはるかに上回るものであったという点が利息制限法と異なっていました。判例（最一小判昭57.12.21刑集36巻12号1037頁。以下「昭和57年最判」といいます）および学説は，こうした改正前出資法の規定振りも踏まえ，同法上のみなし利息は，実質的な意味における利息に限定されず,それ以外の手数料等をも含む趣旨であると解してきました。

⑵　第４段階改正施行後

その後，平成18年12月に成立した「貸金業の規制等に関する法律等の一部を改正する法律」の主題事項の１つである「金利体系の適正化」の一環として，上限金利の引下げに加え，利息制限法および出資法上の「みなし利息」の範囲の明確化が図られました。第４段階改正後の利息制限法６条１項および２項ならびに出資法５条の４第４項において，営業的金銭消費貸借契約に関しては，「みなし利息」の適用除外に関する表現が統一され，適用除外の有無に関する不一致の状態が解消されるに至りました。具体的には，①契約締結費用および債務弁済費用のうち「公租公課の支払に充てられるべきもの」「強制執行の費用，担保権の実行としての競売の手続の費用その他公の機関が行う手続に関してその機関に支払うべきもの」および「債務者が金銭の受領又は弁済のために利用する現金自動支払機その他の機械の利用料（政令で定める額の範囲内のものに限る。）」，ならびに②債務者の要請により債権者が行う事務の費用のうち「金銭の貸付け及び弁済に用いるため債務者に交付されたカードの再発行の手数料」その他「政令で定めるもの」が，「みなし利息」の適用除外として明確かつ具体的に規定されることとなりました。

改正後の「みなし利息」の意義については，①従前の利息制限法にならい実質的な利息に限られると解されるのか，それとも，②むしろ従前の出資法に準じて実質的な利息以外の手数料も，法令上明示的に列挙されたもの以外は，これに含まれるものとして扱われることになるのか，という問題があります。この点，利息制限法および出資法の各施行令改正の際のパブリックコメントへの当局回答は，債務者の要請により債権者が行う事務の費用の「すべて除外するのではなく，政令で定めるものに限定して除外するものと考えられます」と述べており，後者の考え方を示唆しているようでもあります。

しかし，少なくとも，営業的金銭消費貸借契約においては，(i)利息制限法と出資法の規制文言に差異はなくなったこと，(ii)上限金利規制の料率自体も利息制限法のそれに揃えられたことを踏まえれば，高金利処罰の立法目的を優先しても不都合は生じないという改正前の出資法に関する昭和57年最判の論拠はもはや当てはまらなくなっているように考えられます。実際にも，「改正後においても，従前の出資法と同じように，実質的な利息以外の手数料も（法令上明示的に列挙されたもの以外は）これに含まれる」という解釈は，「みなし利息」の適用除外として明文上規定される項目が著しく限定されており，冒頭で述べたような銀行等が従

事する種々の手数料ビジネスの実情を反映していないことに照らすと，実務上無視できない混乱をもたらし，合理性を欠くように思われます。

4　「貸付けに関し」「消費貸借に関し」の解釈

ただ，この「改正前後で出資法上の「みなし利息」の範囲が変わった」という議論だけでどこまで救えるかというと，先ほど述べた当局側のスタンスの問題もあり，残念ながら，明確な結論が得られない可能性が残ります。

そこで，他に目の付けどころがないか探ってみると，全く手掛りが得られないわけでもないように見受けられます。すなわち，出資法は，一貫として「金銭の貸付けを行う者がその貸付けに関し受ける金銭」であることを「みなし利息」の要件としています。利息制限法においても同様です。そして，何が「貸付けを行う者がその貸付けに関し受ける金銭」に当たるかについての解釈は，改正の前後を問わず変わっていないとされています。

この点を捉えて，一定の手数料•フィーについては，（政令等における除外規定が例示列挙なのか限定列挙なのかという議論に深入りすることなく）かかる「貸付けに関し」という要件の解釈・当てはめを通じて，みなし利息への該当性を否定する余地はなお存するように考えられます。この点については，改正前の出資法についてですが，既に同様の考え方が示唆されていたところです。

5　アレンジメントフィーに関する具体的検討

以上の考え方をもとに，以下，アレンジメントフィーを題材とする，具体的な検討・当てはめの作業に移ります。

⑴　アレンジメント業務の内容・本質

シンジケートローン等における銀行等によるアレンジメント業務とは，通常，以下の業務から成ります。

①　対象企業による資金ニーズの把握，ならびに，これを踏まえた取引スキームの設計，検討および選択に関する支援・助言

②　対象企業（または場合により対象事業・資産）に係る情報の調査およびリスク分析

③　（これらの調査・分析作業の結果を踏まえた）関係当事者との借入等に係る条件交渉およびかかる条件交渉の結果を踏まえた契約書作成についての支援・助言

④　関係当事者（弁護士，会計士等を含む）の選定に係る助言

⑤ 融資参加金融機関の招聘および調整

このようなアレンジメント業務の具体的内容・態様は，個別の案件によって異なり得ます。基本的には，③⑤の業務（媒介的側面の強い業務）が中心となりますが，例えば，プロジェクトファイナンス，M&A 取引に係る買収資金ファイナンス（LBO），不動産ノンリコースローン案件などにおいては，案件内容が複雑になりがちということもあり，標準的なコーポレートベースのシ・ローン案件と比較すると，①②の業務の占める割合・程度が相対的に大きくなる傾向があります。なお，①②等の業務を念頭に置いて，フィナンシャル・アドバイザリー業務等と称することもあります。

いずれにせよ，そのような個別案件上の差違にかかわらず，アレンジメント業務の本質は，資金ニーズの存する調達企業・プロジェクト（投資案件）の存在を前提に，様々な取引・仕組みを介して，金融・資本市場等から資金を調達し，調達企業・プロジェクトに係る与信に結び付けることにあります。

この場合のアレンジャーと借入人との間の法律関係は，準委任契約に相当します。すなわち，アレンジメントフィーは，貸付自体の対価ではなく，借入人からの依頼に基づきアレンジャーにより貸付とは独立して別途提供されるアレンジメント業務（準委任事務）の対価としての性質を有することになります。

アレンジメントフィーが，貸付とは独立した業務の対価としての性質を有することを示す要素としては，

(i) アレンジメントフィーは，貸付人全体ではなく，アレンジメント業務の対価としてアレンジャーに対して支払われるものであり，その額や算定方法は必ずしも金利実勢や借入人の信用力と連動するわけではないこと

(ii) アレンジャー自らが資金拠出を行うことが当然に要請されるわけではなく，アレンジメント業務の担い手と資金の出し手が異なることも十分にあり得ること

を指摘できます。実際にも，実務上，証券会社等のアレンジャーがアレンジメント業務のみを行い，貸付自体には参加せず，アレンジメントフィーのみを徴求するケースがあります。これらにかんがみると，アレンジメントフィーは，従来から利息に含めて請求されていた通常のコストや手数料の類とは明らかに質的に異なるものであると解されるように思われます。また，先ほど触れたように，アレンジメント業務は，借入人と参加金融機関等とを引き合わせているという意味で

「媒介」としての側面を含みますが（上記③⑤がこれに当たります），その場合，アレンジメントフィーは，法的には，むしろ金銭貸借の媒介に係る手数料としての性質を有するものと整理されます。かかる媒介手数料は，出資法４条１項による規制に服するものであるところ，さらに同法５条の４に基づく上限金利規制を重畳的に及ぼすことが想定されていたとは解し難く，この点もみなし利息への非該当性を裏付ける要素として捉えられるように思われます。

⑵　「融資の前段階」という議論

なお，「アレンジメントフィーは，必要な貸手を探し出してきて，これをまとめ上げる業務に対する対価と考えることができるが，或る意味で融資の前段階と言えなくもない。こう考えると，コミットメントフィーやファシリティーフィーよりも利息に近い点がある」との指摘もあります。

しかし，先ほど述べたように，

㋐　コミットメントフィーやファシリティフィーは，金利市場実勢（貸付実行を見越した資金準備との兼合い）や借入人の信用力を総合的に考慮して算出されるものであるのに対し，アレンジメントフィーの場合は，一般にそのような算出方法にはよりません。

㋑　また，「必要な貸手を探し出してきて，これをまとめ上げる業務に対する対価」という側面に着目する場合でも，媒介手数料に当たると見られることはあったとしても，そこから一足飛びに「利息」と同じだということにはならないように思われます。

これらを踏まえると，むしろ「コミットメントフィーやファシリティーフィーと比較すると，より利息の概念から遠い面がある」というべきように考えられます。

⑶　まとめ

以上の理由により，銀行等の行うアレンジメント業務の対価としてのアレンジメントフィーは，貸付とは別個独立した業務の対価としての性質を有し，利息制限法及び出資法上のみなし利息（「消費貸借に関し」「債権者の受ける金銭」または「金銭の貸付けを行う者」が「貸付けに関し受ける金銭」）には含まれないと解することができます。

6　利息概念の外延

「利息という概念が，その学問的定義（元本貸付の対価）とは異なり，その中に資金調達コストその他のコスト・手数料を含めるようになってから，外延が曖

味になった」との認識のもと，改正前出資法との関係ではありますが，「現段階で，アレンジメントフィー，エージェンシーフィーに関しては，決定的な議論はできない」といった指摘もあります。

確かに，実務上，「利息」として徴求されているものに，貸付人側で発生する諸々の事務コストに相当する要素が含まれているとの指摘・認識自体は正しい面を含むと言わざるを得ません。しかし，貸付の機会に発生する事務コストにも様々なものがあり，その全てが「利息」に収斂・包摂されるべきものとは限りません。実際，繰返しになりますが，アレンジメントフィーについては，上述した特性にかんがみれば，従来から利息に含めて請求されていた通常のコストや手数料とは質的に明らかに異なるものであると考えられます。

では，「利息」に含まれるべきコストとそれ以外のコストを区別する明確な基準を設けることは可能でしょうか。率直に言って，一般的・抽象的な基準を定立することはなかなか難しいように思われます。結局，条文解釈としては「金銭の貸付けを行う者がその貸付けに関し受ける金銭」という文言を拠り所に，問題となる事例ごとに，貸付とは独立した業務の対価として評価できるような社会的・経済的実体を伴うか否かを，当該業務の内容，当該業務の提供者の属性，借入人の属性等の個別事情を総合的に考慮の上，そのつど決していくよりほかないのではないでしょうか。

7　利息規制の在り方

海外では，一般法（公序良俗違反等）による規律を除き，特段の上限金利規制を設けていない国々も少なからず見られます。また，上限金利規制が設けられる一方，金額や借主の属性等に応じてきめ細かな規律が設けられ，その運用にあたっても種々の実質的・総合的な判断がなされている国もあるようです。

我が国においても，手数料・フィーの実態に応じたきめ細かな規制を志向するのが，利息規制のあるべき姿であるようにも思われますが，現状の規制構造を根本から変えることは難しそうです。ただ，少なくとも従前の出資法のもとでのきめの粗い規制の枠組みが整備・解消され，それに由来する法解釈に従う必然性もなくなった今，これまで申し上げたような条文解釈と問題となる手数料・フィーの実質を踏まえた検証を通じて，妥当な結論を導く手掛りは残されているように思われます。

報 告 3

利息と銀行実務

三井住友フィナンシャルグループ　三　上　　徹

1　はじめに～法定利率はどのように使われているか

三井住友フィナンシャルグループの三上でございます。私は，平成27年３月で銀行も金融法務も卒業しておりまして，この発表も遠慮すべきなんですが，事務局のほうから「堅い研究会ですので，合間にいつもの調子でおひとつ」と，何を期待されてるんだろうかとも思うのですが，一方でもう上場企業の役員ですので，これまでと同じつもりで冗談を言ったら座が凍りつく場面もあったりして，文字どおり洒落にならないというか，わきまえなければならない立場になっております。

本日のテーマは法定利率ですが，最初に，現在銀行の預金金利はだいたい0.02～0.03％程度で，今度の改正法の指標になる短期貸付の平均金利も0.8％前後ですから，法定利率は，運用目線で200～300倍，調達目線でも約５～10倍という数字です。これを法外とみるかどうかは意見があろうかと思いますが，私は銀行員しか経験したことがないのですが，経団連内で債権法改正を検討していたときは，別業態の各社とも，あまり法定利率には関心はない感じでして，ゆえに変に変わるよりは固定のままでいいという様子でした。「金○○円およびこれに対する○年○月○日から支払済みまで年５（６）分の割合による金員を支払え」という敗訴判決の場面は，通常の会社にとっては異常値であって，これが日常的にあるのは銀行だけだということなのでしょう。それで，この話だと「またその話か」と思われる向きも多いと思いますし，実際「その話」ですし，事前論考（金法2023号17頁）に凡長という表現がぴったりなくらい書いてしまいましたので，事前論考に書いた部分はポイントを絞って説明させていただいて，書かなかった，書けなかった部分を最後にちょっとお話して，私の報告としたいと思います。一言でいうと，法定利率は本来は不当利得的調整レートであるべきで，これをそのまま債務不履行の損害賠償レートに「転用」するから問題が起こるということですが，とりあえず，改正法の構造を前提にして，下記の計算式に改正法のレートの決め方を表して，これを不当利得的調整項目と，法的遅延損害賠償項目に便宜上分解

するという前提でお聞きください。

改正後の法定利率＝　　基準割合　　＋　　（３％－基準割合）

不当利得的調整項目　　法定遅延損害賠償項目

本当はこんな分け方をするならそれぞれの項目の中身をもっと検討しないといけないのですが，本日は一例という程度のご理解でご容赦下さい。それから事前論考の，後半の約定利息の部分は，佐藤先生からご報告のあった部分と重なりますので時間があれば触れる程度とさせていただきます。

２　法定利率を免れる方法

別掲のモデルケースをごらんください。

内容は相続人間で相続分の争いのある相続預金の支払の場面で，弊行で実際にあったケースをモディファイしたものです。

モデルケースで，Ｙ銀行が実際にＸおよびＺにいくら払えばよいかが最終的に確定したのは24月31日です。24月というのは２年目の終わり頃という意味です。それ以前に，どちらかになんらかの根拠でこれと異なる割合を払い出していたとしても，銀行が民法478条で保護されていたと断言できる方はおられないのではないかと思います。YES か NO で割り切れと言われたら，外れた場合に損害を被る現場の銀行業務で NO しかないのです。そもそもモデルケースの設定で，Ｘが法定相続人であり，その（法定）相続分が２分の１であること自体が確定するのは早くて３月20日ですが，遅延損害金の起算点はいつかというと，事実認定の問題になりますが，最長１月１日からになる可能性があります。

この点については，裁判所もそのまま適用するのは当事者の公平に反すると思われるからだと思いますが，例えば，権利者であることが判断できる前までの延利の請求を原則として権利の濫用だとしたのが和歌山地判平９．５．26（後掲判例１）です。権利濫用論という一般論に頼る判断は評判が悪いですが，私は裁判では結構主張しました。顧問弁護士の先生も恥ずかしいのか，最初は嫌がられたのですが，私が部長になっても同じことを要求するので，もう慣れてしまわれたと思います。この控訴審，大阪高判平10．２．13（後掲判例２）で否定されたように，判決になると弱いのは事実ですが，実際の訴訟の場ではそこそこ有効です。弁護士の一方が「差支えます」といって期日が１カ月延びたり，「原告と打ち合わせができなかったので準備ができていません」などいう，いわゆる「宿題忘れた言い

【別掲】　モデルケース

1月1日	相続人の1人XからY銀行に対し、「相続人は自分と自分の兄（Z）の2人だけである（＝子2名のみ）」として自己の相続分2分の1の支払請求あり。Yは相続分の立証（＝戸籍謄本などの提示や遺言が存在しないことの証明）を要請。
1月8日	内容証明郵便来状。相続分の立証がないので払戻し拒絶。
1月20日	X訴訟提起
2月10日	訴状送達　訴状では事実関係（相続人は子供2人で自己の相続分は2分の1）の主張のみ。
2月20日	初回期日　Yは答弁書で相続分につき求釈明。
3月20日	第2回期日　Xは戸籍の一部と遺言はないとの準備書面提出。Yは法定相続人（Z）に訴訟告知。
3月30日	告知を受けたZから遺言の存在と自己が全財産の相続人であることの主張，訴訟参加の申出あり。
4月20日	第3回期日　参加人Zより自己が遺言による預金全額の相続人であるとして独立当事者参加およびYに対する預金の支払請求の申立て。Xは遺言の無効と予備的に遺留分減殺を主張…（以降X・Z間で遺言の有効性と特別受益、遺留分の減殺をめぐる争いが継続。Yは期日に出廷の要なし）。
10月20日	Yに、Xに対し遺留分の4分の1、Zに対し4分の3の支払を命ずる「Y敗訴」判決。X、Zともに控訴。
13月20日	控訴審初回期日　Yは答弁書のみ。引き続き出廷の要なし。
19月30日	控訴審はXの特別受益を認定し、Xに8分の1、Zに8分の7を支払うようYに命ずるY敗訴判決。
20月10日	X上告受理申立て
24月31日	最高裁上告不受理決定

訳期日」となったりしたときに，「その間の5％を払わされるのは心外だ」と，これも同じ弁護士同士言いにくいところを言ってもらったりして，裁判所の加勢もあってかなりのケースで5％請求の取下げに成功しています。これが依頼人の利益になっているかはわかりませんが，それで「思う存分どうぞ」となるわけです。

それで，その大阪高判平10．2．13ではこの権利濫用論は否定するのですが，「銀行が預金者本人を確認するために必要最小限の相当の期間経過までは債務不履行だが違法ではない」からという理屈で，「遅くとも本件訴状送達の日」までの，本件では約2ヵ月弱は法定利息を否定しています。これを「最低支払猶予期間」と仮に呼んでおきましょう。

次に東京地判平26．8．15（後掲判例3）は弊行の事例です。事前論考に書きま

したように，被相続人の死亡直前に多額の出金があるとか，特別受益が争われて，途中仮差押えが入るなど紛糾した事案で，東京地裁が大阪高裁と同じような論理で弊行の払戻し留保には正当な理由があって「違法性はな」いから「本判決確定の日の翌日から履行遅滞」になるという判決です。要は，最低支払猶予期間を非常に長くとる例です。ところが，遅延損害金にこだわった原告が控訴して，東京高裁は419条を盾に原審見直しを示唆されまして，それでも結局最低支払猶予期間を１カ月とする和解が成立しました。

この「債務不履行だが違法性はない」というのは，不可抗力の抗弁を排する法定利率の理論からは出てこないものと思います。それでもこういう判決や訴訟指揮が現場では行われているという現象は，やはり突然現れて権利を主張する預金者本人でない第三者に預金を払うような場合に，請求された瞬間から「損害賠償」を払わせることに裁判官としても抵抗があるからで，しかもそのレートである法定利率があまりに高すぎるからだと思います。これが「不当利得的調整項目」だけであったらおそらく躊躇なかったのではないでしょうか。

同じような問題はほかにもあります。例えば，連帯債務者の１人が知らぬ間に弁済等していた場合の求償とか，５％を払わせるのが酷といえそうな場面は多々あるのは事前論考の20頁の右下以降にも書いたとおりです。１つだけ，いわゆる偽造・盗難カード預貯金者保護法は，銀行に無過失責任を負わせるものですが，実際に損失補塡の要否について，相応の調査や準備が必要であることは法律からも明らかであるにもかかわらず，請求の日から銀行は履行遅滞になります。実際には，不正出金の日起算で，預金を復元するような恰好で，約定利息だけ付ける形で補塡しますが，それで「遅延損害金を払え」という顧客はいません。普通に預金利息がつけば満足というのが世間感覚です。

3　供託はできたか

次によく言われるのが，「供託すればよい」「供託しないほうが悪い」論です。忘れないうちに言っておきますが，供託金利が低すぎて権利者の保護に欠けるといった批判は聞いたことがありませんので，「供託すればよい論」イコール，「モデルケースのような場合の法定利率は供託金利並みの水準でもよい」と理解します。

債権者不確知による弁済供託（民法494条）をするには，①「弁済者が過失なく債権者を確知できない」ことと②債務の本旨に従って供託していることの２条件

が必要です。Ａ名義預金をＡと自己が出捐したと主張するＢが争うような真の預金者をめぐる争いの場合は比較的スムーズに認められます。しかし，妻女名義預金につき，夫側が「預金の一部には自己の資金が含まれている」という主張しているケースでは，夫が「本件預金の預金者であると主張しているのではないから」供託は無効とするのが大阪地判平４．３.26（後掲判例４）です。この状況で妻女にそのまま支払える銀行があるとは私は思いませんが，供託はできません。

さらに，そもそもケースのような「相続人は明らかであるが，単にその持ち分が不明である場合には，通説的な考え・既往供託実務のもとでは債権者不確知に当たらず供託できない」とされています。

最近の実経験で申しますと，相続分の争いでも，裁判で争う段階，モデルケースでは４月20日に至れば供託が受理されることがあります。ただ，これは私が執拗に交渉させた結果かもしれず，有効性を裁判で争われたら無効になるかもしれません。東京地判平６．５.16（後掲判例５）のようにすべてワープロ打ちの死因贈与契約の有効性が争われたケースで，供託もしないまま払戻請求を拒否しているのだから遅延損害金は当然とするものありますが，実際に供託できたのかは疑問が残ります。

次に本旨に従った供託をするためには，その時点までの遅延損害金を付す必要がありますが，その起算日がいつかも問題です。モデルケースでは，Ｘに対する供託なのか，Ｚに対する供託なのかでも起算日は分かれますし，Ｘに対するものでも１月１日からか８日からか２月10日からか，Ｚにしても３月30日なのか４月20なのか，極論をいえば，判決の「結果論」でしか本旨弁済はできないわけです。大は小を兼ねるとして，「最大限の供託」をすれば，とおっしゃるかもしれませんが，例えば１月１日に請求があったといえるのかを争っているのにその日からの遅延損害金を付せば自白していることになってしまいますし，過剰供託になった場合に取り戻すのは簡単ではなく，そもそもいつから付すのか明らかでない場合には供託を受け付けてもらえません。

また，供託できる範囲も問題で，モデルケースでは，係争中なのは預金の２分の１だけですので，残額の２分の１はＺが受領しなければ受領拒否を理由に供託するしかありませんが，そのような供託をしても，Ｚの相続分が最三小判昭38.12.24（後掲判例９。以下「昭和38年最判」といいます）のように４分の３とか８分の７という結論になれば，供託した２分の１とは「少額」とは言えない差がある

から結局供託は無効と言われます。公刊物未登載ですが東京地判平24.12.10（後掲判例６）はそういう内容の弊行の裁判例で，要はぐだぐだとこの論点に固執する裏には，発表者の法定利率回避のための長い死闘の歴史があるのだということをご理解とご同情いただきたいわけです。

4　民法419条の効用

いかに法定利率を免れるのが困難であるかという話はこれくらいにしまして，逆に「法定利率を払っておけばそれ以外に損害を負わない」という民法419条をとりあげます。

モデルケースのような事例では，よく弁護士費用や取立費用あるいは慰謝料が損害として請求されるのですが，債務不履行の損害賠償請求である限りはこれらが認められた事例は見当たりません。しかし，民法709条で請求された場合が問題です。不法行為として争われた場合でも，弁護士費用等の損害を否定する判例は多いですが，これを認めたのがさいたま地裁熊谷支判平13．６．20（後掲判例７）です。裁判所の言いっぷりは「公正証書を争うなんてとんでもない。銀行は後々の責任追及回避のための条件づくりだ」という論調で，要はこういう不払いはタチが悪い，つまり「違法性が強い」から懲罰的に考えたと思われます。だからといって損害賠償を別途認めるのは先ほどの「債務不履行だが，違法性はない」という最低支払猶予期間論の裏返しで，理論的にはおかしいと思います。実は最近の金融法務事情に大阪高裁が同じように法定相続分請求の拒絶に関して弁護士費用７万円を認めた事例（大阪高判平26．３．20金法2026号83頁）が載っていました。きんざいさんも法務部長やめたらいきなり冷たくてつい最近まで私知らなかったのですが，解説のコメントには「大銀行であるＹ銀行」とあって，「おまえの論考には「少なくとも大手行では相続分の支払に応じている」って書いてあるやん」と言われそうなので，このＹ銀行がどこかと調べるとりそな銀行でした。りそな銀行は大銀行かなんていうとまた洒落にならないのでお茶を濁しますが，他の銀行は相続分の請求に応じたようです。これも不思議な判決で，請求から２カ月過ぎたら不法行為になる，最低支払猶予期間過ぎたら，過去の最高裁判例のような，本件が「きわめて例外的な場合」かどうかの判断なく不法行為の成立を認めているように読めます。これだったら預金の不払いはかなりの範囲で不法行為になるという困った事例です。

より深刻な預金の不払いが，与信回収に伴ういわゆる拘束預金です。調査不足

かもしれませんが，拘束預金の判例はいずれも銀行の勝訴事例で，拘束預金の違法性を認めたものは見当たりませんでしたが，もしこれが権利濫用とか信義則違反で違法となった場合，とくに拘束が原因で不渡が出たようなケースでも，法定利率さえ払えばほかには何も責任を負わないと信じている銀行員はいないと思います。

また，融資予約の不履行も金銭債務の不履行の一種です。ですから，法定利率以上の損害賠償責任は負わないはずです。ところが，これが不法行為として争われた事案で，弁護士費用以外に，融資が受けられないことで頓挫したプロジェクトの土地の売戻し差損とか既払建設代金全額を損害と認定したものが東京高判平６．２．１（後掲判例８）です。会社はもう期限利益当然喪失•倒産状態ですから，今更融資は実行できないわけで，銀行側の弁護士も思い付かなかったのか，民法419条は論点にされていません。融資拒絶をめぐる判例で諾成的金銭消費貸借の成立を認めているものはこれ以外には見当たらなかったので，もし同条を主張して，本来融資すべき時から期限利益喪失事由発生までの間の法定利率なら払うと反論したらどうなっていたのでしょうか。

こういう場面に民法419条は無関係だということになると，同条は損害の立証が難しいか，債務者に過失がない場合の損害額のフロア（下限）を設けるだけで，本来のシーリング機能は失われたも同然です。債権法改正のときの民法419条廃止，債務不履行統合論には裁判所と一緒に銀行は反対しましたが，実は，銀行業界が思っているほどにはありがたくない条文なのかもしれません。

5　不当利得と法定利率

最後に昭和38年最判です。事前論考には書けなかった話で締めくくりたいと思います。不当利得は債権法の中では個人的には最も難しい部分と感じていて，とても一介の実務家には論じきれないので，中途半端な内容には目をつむっていただきたいのですが，旧東京銀行が被告になった有名な判決なのでご存じと思います。債務引受が無効になって，それを知らずに銀行に弁済した金銭が銀行の善意の不当利得になるとして，その現存利益に運用益たる金利が含まれるかの争いです。判例の内容は，現存利益には，「社会通念上受益者の行為の介入がなくても不当利得された財産から損失者が当然取得したであろうと考えられる」範囲，つまり「運用益」が含まれるとして，損失者が請求していた「１年もの定期預金金利」をそれと認めたものです。この当時の１年もの定期預金利率は4.2％から5.4％で

市中金利上昇局面であり，商事法定利率とさほど変わらない時期です。

この判例の評釈（土田哲也「判批」星野英一＝平井宜雄編『民法判例百選Ⅱ債権〔第４版〕』154頁（有斐閣，1996年））を読むと，評釈者の土田哲也教授もそうですが，端的に商事法定利率の適用でいいではないかというトーンが多いです。おそらくそれは，当時の市中レートと法定利率にさして差がなかったから，そういう主張を言いやすかったのだと思います。けれど，市中レートが法定利率以上になった場合，実際，この後の昭和40年代には10％近くにまで行くのですが，そうしたら悪意の不当利得よりも善意の不当利得者のほうが返還すべき範囲が多くなるという矛盾した結果になりかねません。

そこで，現在に戻り今回の法制審議会民法（債権関係）部会の債権法改正議論で，消費貸借の期限前弁済時の損害賠償の範囲について，通説的には期限までの貸金金利全部払えといえるがそれはおかしいという議論から，第二読会段階では，期限までの利息から，銀行が再運用できた利益を引くという提案がありました。でも，「その再運用利率はどうやって計算するの」という問題が当然のごとく出てきて，裁判所筋からも「そんなものを裁判で認定できない」という指摘も出たりして，このアイディアもボシャるわけです。そのときに鎌田薫教授もちらっとおっしゃっていたのですが，こういうときに適用するのが本来の法定利率なのではないかということです。もちろん，短期貸出金利が１％に満たない低金利の時代に法定利率を適用していたら，期限前弁済すると銀行から多額の還付利息がもらえるなどと，とんでもないことになるので，そういった主張は出ませんでした。同じような場面ですが，昭和38年最判の時代と今の違いは，法定利率と市中の実効利率の大いなる乖離なのではないでしょうか。この２つの話に私がたらたらと述べた矛盾が凝縮していると思うわけです。

そこで，冒頭の私の主張に戻るのですが，結局，法定利率の問題は不法行為的調整項目と法定遅延損害賠償項目が一緒になっている，言い換えると法定利率が金銭債務不履行の損害賠償の利率に「転用」されていることがその本質が歪めていると思うわけです。ついでで申しますと，不法行為の中間利息控除は５％固定でもよいと思っています。10年超の超長期レートは，５％くらいにしておけばだいたいどんな理論的にも説明できます。正直５％では低いくらいかもしれません。そもそもどうみても短期の金利を前提にしている法定利率を，何十年という超長期の金利にも当てはめようとするところに無理があるのです。これ以上は深入り

しませんが，って言い逃げになってしまって恐縮ですが，中間利息控除の問題を理由に法定利率を語るのもはやり「転用」と思います。

そして，金銭債務の不履行損害賠償で，一般の債務不履行ないし不法行為で相当因果関係や損害額をいちいち主張立証することが司法制度上の大きな負担となると考えるのであれば，裁判所は債務者の故意・過失を認定するだけにして，不当利得的調整項目に上乗せする「法定遅延損害利率」を２％とか３％の定額に定めればよいと思います。このアイディアは第二読会でででていましたが，「金銭債務にだけ懲罰的損害を認めるのはおかしい」と指摘されて，正直全国銀行協会代表もそう言っていますが，雲散霧消しました。けれども，これ「懲罰的」なのでしょうか。単に言葉の問題で，「損害額の法定みなし部分」ではないのでしょうか。今銀行が払っている法定利率は実務をやっている人間からみれば十二分に懲罰的です。そもそもの法定利率を不当利得的調整項目としておけば，上乗せ部分が「補塡すべき実損害」の法定みなし額になるわけです。ああこのときの法制審議会の議論に参加したかった，と負け惜しみつつ締めくくらせていただきます。

予想どおり時間がなくなってしまいましたので，２の「銀行取引と約定利息」の部分は，田原睦夫先生の債権法研究会の論考（金法2008号24頁）にも書きましたので一言だけ，ぜひ今回改正を機会に，「利息とは何か」「みなし利息」はなぜ「みなされる」のかという部分の法解釈の議論を深めていただきたいとお願い申し上げます。以上です。

判例１　和歌山地判平９．５．26（金判1049号23頁）
　合理的な理由がなく通帳などの提示をしない請求は，他の方法で預金者が判断できない限り，銀行実務上は誠実な請求とは認められず，右請求の時から遅延損害金を請求することは，銀行がその他の資料によって容易に預金者で判断できる場合を除いては，原則として権利の濫用であって認められないというべきである。

判例２　大阪高判平10．２．13（金判1049号19頁）
　金銭債権の遅延損害金の請求には，履行期の徒過と，履行しないことが違法であることが必要であるが，預金の払戻請求の場合において，預金証書，通帳の提示，届出印による払戻請求書の提出がなくても，銀行が預金者を確認するために必要最小限の相当期間の経過後は，銀行の不履行は違法であり，その時期は，遅くとも訴状送達の翌日である。

判例３　東京地判平26．８．15（判例集未登載）

…ても，なお正当な払戻権限を有する者か否かを確認するため，本件訴訟を通じて，原告らが法定相続分に従って非相続人の預金債権を承継取得することについて他の相続人である補助参加人の意思を確認することもやむを得なかったというべきである。したがって，原告らの払戻請求に対して被告が払戻しを留保したことには，正当な理由があり違法性はなく，各被告は，本判決確定の日の翌日から履行遅滞の責任を負うべきものである。

判例４　大阪地判平４．３．26（判タ813号243頁）

１　普通預金の名義人が，銀行の支店に出頭し，預金通帳，届出印を提出して預金の払戻しを請求した場合，右名義人の夫が，右普通預金中には自己が出捐した金の一部が含まれると主張して預金の全部について支払の差止めを求めているなど判示のような事情があったとしても，銀行は，右払戻請求を拒絶することができる正当な理由があったとはいえない。

２　普通預金債権の帰属について預金名義人とその夫との間に争いがあっても，夫が右普通預金中に自己が出捐した金が一部含まれていると主張して預金全部について支払の差止めを求めているにすぎないなど判示のような事情のもとでは，銀行において，右預金について債権者を確知することができないとして弁済供託しても，有効な供託とは認められない。

判例５　東京地判平６．５．16（金判971号31頁）

預金者が死因贈与し受贈書からの払戻し請求があり，贈与者の相続財産管理人からもその債権譲渡通知がされているのに，供託をしないままで裁判上死因贈与の存否の認定を求めて預金の支払をしない場合，銀行は年六分の商事法定利率の遅延損害金の支払義務を負う。

判例６　東京地判平24.12.10（判例集未登載）

判例７　さいたま地裁熊谷支判平13．６．20（判時1761号87頁）

銀行が公正証書遺言により選任された遺言執行者よりの預金債権の払戻し請求を拒絶したことが違法であるとして遺言執行者の求めた損害賠償請求が認容された事例

判例８　東京高判平６．２．１（金法1390号32頁）

銀行が企業の新規事業計画の具体的内容を了知して，融資証明書を発行して融資の約束をした場合，右融資の約束が破棄されるときは企業が損害を被ることになる等の事情を銀行が知りまたは知りうべきであるにもかかわらず，一方的に融資の約束を破棄したときは，かかる行為を取引上是認するに足る正当な事由がない限り，銀行は不法行為責任を負う。

判例９　最三小判昭38.12.24（民集17巻12号1270頁）

1　不当利得された財産に受益者の行為が加わることによって得られた収益については，社会観念上，受益者の行為の介入がなくても，損失者が右財産から当然取得したであろうと考えられる範囲において損失があるものと解すべきであり，その範囲の収益が現存するかぎり，民法703条により返還されるべきである。
2　第１項の過用利益が商事法定利率による利息相当額（臨時金利調整法所定の１箇年契約の定期預金の利率の制限内）であるときは，前項の社会観念上，受益者の行為の介入がなくても，損失者が不当利得された財産から当然取得したであろうと考えられる収益の範囲内にあるものと認められるから，受益者は，善意のときであっても，これが返還義務を免れない。

報 告 4

国際取引における利息

上智大学教授　森　下　哲　朗

昨年に引き続き，このような機会を与えていただき，ありがとうございます。

私の報告では，利息に関する国際的な問題のいくつかを取り上げて，お話をさせていただきたいと思います。

1　金利指標をめぐるいくつかの論点

⑴　金利指標改革をめぐる最近の動向

まず，昨年の金融法学会のテーマでございました金利指標の不正操作問題に対するその後の対応に関してです。

昨年もご報告させていただきましたとおり，2012年以降相次いで発覚したLIBOR等の金利指標の不正操作問題を受け，2013年７月，証券監督者国際機構（IOSCO）は「金融指標に関する原則（Principles for Financial Benchmark）」と題する報告書を公表し19の原則（「IOSCO原則」）を定めました。その後，2014年７月，金融安定理事会（FSB）は「主要な金利指標の改革（Reforming Major Interest Rate Benchmarks）」と題する報告書（「FSB報告書」）を公表しました。現在，このFSBの報告書に示された方針に従って，金利指標改革が進められているといった状況です。

⑵　金利指標改革の方向性

FSB報告書によって示されている金利指標改革の方向性は，各通貨について，①既存の指標（IBOR）をIOSCO原則に従ってより強靭なものに改良した「IBOR＋」と，②金融機関の信用リスクを含まない新たな指標（risk-free rate：RFR）との２本建てにするというものです。

①の「IBOR＋」について，FSBによって志向されているのは，IBORの算出にあたってはできるだけ実際の取引データに依拠し，専門家による主観的な判断を差し挟むことなく，実際の取引データから機械的に行うというものです。主観的判断が不正操作の温床になりやすいという考え方が前提にあります。しかし，通貨やテナーによっては十分な取引がない場合もあります。そういった場合には，指標の基礎となる市場に関連する他の市場における実際の取引，取引を行うこと

が確約された気配値（committed quotes），単なる気配値（indicative quotes）といったデータも参照するべきであるとの考え方が示されています。

他方，②の RFR は，現在の IBOR が金融機関の信用リスクを含んでいるのに対して，デリバティブ取引などについては金融機関の信用リスクを含まない指標が望ましいとの見方が市場参加者から示されたことに対応するもので，担保付取引や政府による調達レート等に基づくものが想定されています。このような 2 本建てとすることによって，指標の利用者に用途に応じた選択肢を提供するとともに，単一の指標への過度の依存を減らし，指標を不正操作することへのインセンティブを減少させることにもつながるとの見方が示されています。

①の IBOR＋について，指標の運営機関は2015年末までに IBOR＋に向けての改革に関するパブリック・コンサルテーションを実施すべきであるとされており，日本の全銀協 TIBOR 運営機関も，8 月28日に，「全銀協 TIBOR の更なる改革について」と題する市中協議文書を公表しています。

FSB が志向する IBOR＋に向けた改革のポイントは，上述のとおり，できる限り実際に行われた取引に基づくこととし，裁量の入る範囲を減らすことによって，不正操作の余地をなくそうというものであるといえると思います。最近の新聞報道によれば，英国の監督当局である FCA の前 Chief Executive であり，指標改革において主導的な役割を果たしてきた Wheatley 氏は，改革のカギは金利指標を，株式市場におけるインデックスのように，実際の取引実績に基づくものにすることによって，呈示者の裁量の余地を排除することにあるが，LIBOR は，依然として，実取引よりも銀行の調達コストについての推測に依存している部分が多く，改革は不十分であると述べたとされています。LIBOR や TIBOR の参照する価値について，豊富な実取引がなされているのであれば，こうした考え方にも問題はないと思います。しかし，実際には，通貨やテナーによっては指標を算出するのに十分な実取引が行われておらず，何らかの数値に基づいて指標を計算しようとするならば，関連する市場における取引や気配値等も参考とせざるを得ないのが実情であるといえます。また，実取引データを求めて参照する市場の範囲を広げれば，指標が何を示しているのか，ということにも影響を与えると思われます。

十分な実取引が行われていないインターバンク市場における取引に関する金利指標を，金融市場において今後も継続的に活用していくためには，実際の取引データを用いることによる不正操作の予防効果と，気配値や他の市場の実績，さら

には，そうしたデータが得られない場合に専門的見地からの推測をも参考にすることによる安定・継続した指標の呈示がもたらす利益のバランスを適切に図ることが重要です。その際には，前者の面では，実際の取引データの利用以外の様々な不正操作の防止のための措置が存在しているという事情も考慮されるべきであると思われます。

⑶　新しい指標への移行

IBOR について近い将来に何らかの改革がなされる可能性は高いといってよいと思われます。IBOR から IBOR＋への移行が算出方法におけるマイナーな変更なのであれば，IBOR から IBOR＋への移行が契約の継続性に影響を与える可能性は小さく，裁判所が，IBOR から IBOR＋への移行を理由として契約が終了したと判断するようなことはないものと思います。法的な不明確さを払拭するためにも，長期間の契約を締結する場合には，将来の IBOR の改革に備えた条項，例えば，新たな指標への移行がなされた際に，一定の条件で（例えば，算出方法に大きな違いがなく実際に算出されるレートにも大きな変化がないこと等）新指標や他の指標への移行を定める条項を設ける等，何らかの手当てを行っておくことが考えられると思います。

⑷　LIBOR をめぐる他の問題

最近の問題としては，例えばスイスフラン LIBOR についてはマイナス金利の状態となっており，レート水準によっては，0.5%程度のスプレッドを加えても，レートがマイナスになるということがあり得るようです。こうした場合，貸手は借手に対してマイナス金利相当額を支払う必要があるかが議論されています。もし，貸手が借手に対して利息を支払うようなケースを排除したいのであれば，LIBOR がマイナスとなる場合にはゼロとして扱う旨の手当てを契約で行っておくべきであると思われます。

2　利息と外国通貨

次に，外国通貨建ての取引に日本法が適用される場合の利息をめぐる問題について検討したいと思います。

⑴　法定利率

現在の裁判実務においては，外国通貨での支払を命じる場合であっても，法定利率については日本円と同様の法定利率が適用されているようです。この点，英国では，遅延利息について裁判所は裁量で利率を決定できるとされており（Senior

Court Act, § 35A），実務上は，具体的状況に応じて適当な国の市場利率が適用されているようです。また，私法統一国際協会（UNIDROIT）が作成した国際商事契約原則の７．４．９条⑵では，支払地において支払通貨に対して広く適用される，銀行による最優遇短期貸出の平均的利率とされています。立法論としては，外国通貨の場合について，より市場実勢を反映した利率を裁判所が決定できるような法的な手当てがなされることが望ましいと思われます。

⑵　利息制限法，出資法

利息制限法や出資法との関係でも，外国通貨建ての取引を日本円建ての取引の場合と同様に取り扱うことの問題が存在するように思われます。

利息制限法や出資法の目的が，借入人に過度な負担を課すような高金利の約定を規制することにある以上，借入人が主に日本円を用いて生活している日本人である場合，表面金利が例えば14％程度であっても，同時に為替予約取引が締結され，為替相場を勘案した場合の実質的な日本円ベースでの金利負担が20％を超えることとなるような取引の場合について，利息制限法や出資法との関係で問題を生じないと割り切ってしまうことには疑問の余地があります。また，外国通貨による貸付の表面金利が20％を超える高金利であっても，為替変動を勘案した場合には制限金利を下回るような取引の場合に直ちに違法とすることが妥当であるかは疑問が残ります。

3　利息に関する法令の国際的な適用

⑴　基本的な枠組み

国際的な金融取引との関係で，利息を付することの可否や利率といった利息に関する私法上の問題については，対象となる契約や債権の準拠法によるというのが，我が国の国際私法における通説的な見解であるといってよいと思われます。

他方，出資法のように高金利を規制する刑事法の国際的な適用については，公的な規制の域外適用が国際法上どこまで許されるか，国際法上許される枠内でどこまで域外適用するか，という問題となります。

なお，国際法や国際私法の問題として出資法や利息制限法が適用されるかという問題と，適用される出資法や利息制限法自体の解釈として，なお，それらの規制が国際的な取引のうちどの範囲のものを規制の対象としているか，という問題は別の問題であるという点には注意が必要です。

⑵　刑事法規の国際的な適用範囲

国際法上の国家管轄権論では，ある国がどこまで自国法の対象とできるかという立法管轄権の問題については，伝統的に，属地主義が原則であるとされてきましたが，属人主義や，保護主義といった考え方も認められてきました。例えば，刑法１条は属地主義，刑法２条は保護主義，刑法３条は属人主義を体現したものです。さらに，近年では，いわゆる独占禁止法の域外適用との関係で登場してきた効果理論（ある行為が自国に効果を生じさせ，かつ，そうした効果を生じさせる意図をもってなされた場合には，域外でなされた行為についても管轄権を行使できるという考え方）が国際的にも広く受け入れられつつあります。様々な管轄権行使の根拠があり，また，属地主義の中身も必ずしもはっきりせず，結局，どこまでであれば立法管轄権を行使できるかという問題に関する国際法上のルールは，不明確であるというのが現状と言わざるを得ないと思います。

そうした国際法の枠内において，日本として出資法の国際的な適用範囲についてどのように考えるかについては，刑法３条のような国外犯処罰規定がない出資法については，刑法１条に示された刑事法の原則に従い，属地主義の原則によることになると思います。刑法学における一般的な理解では，構成要件に当たる事実の一部が日本国内で行われたり，発生したりすれば足りるというのが通説で，行為が国内で行われて結果が国外で発生した場合も，行為が国外で行われて結果が国内で発生した場合も，属地主義の原則のもとでの国内犯となると解されています。

このような一般的な理解によれば，契約準拠法のいかんにかかわらず，国外に所在する貸出人が日本に所在する借入人に対して出資法の上限利率を上回る利率で貸付を行った場合や，日本に所在する貸出人が国外に所在する借入人に対して出資法の上限利率を上回る利率で貸付を行った場合には，属地主義の原則との関係では，出資法違反となり得ます。しかし，出資法の立法理由は，高利貸しによる一般大衆向けの高利貸しの規制にあること，また，国外に所在する借入人については当該借入人の所在地国法による保護が期待できることからすれば，出資法は日本に所在する借入人の保護を目的とするものであって，出資法の解釈として，借入人が国外に所在する場合には基本的に出資法の高金利規制の対象とはならないと解するべきであると思われます。

なお，一定の契約を出資法や利息制限法の適用除外とする特定融資枠契約に関

する法律２条６号では，出資法や利息制限法の適用除外となる特定融資枠契約の相手方となり得る者として，会社法２条２号にいう外国会社であって，資本金が３億円を超える，総資産が10億円を超える，外国金融商品市場に上場されている，のいずれかを満たす者を挙げています。これは，平成23年の「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」による特定融資枠契約に関する法律の改正の際に，金融機関からの規制緩和要望に応える形で，コミットメントラインの借主の範囲拡大の一環として追加されたものです。このことからすると，出資法や利息制限法は世界中で行われるすべての融資取引に適用されることを前提とした上で，特定融資枠契約に関する法律で一定規模を超えるか上場している外国会社について特別に出資法や利息制限法の適用除外とした，といった見方もできないわけではありません。しかし，前述のような出資法の意義等に照らせば，そのような見方は適切なものとはいえないと考えています。外国会社の在日拠点に対する融資については出資法の高金利規制の対象となるとしても，外国会社の在外拠点に対する融資は基本的に出資法の高金利規制の対象とはならず，日本の金融機関が日本に拠点を有しない外国会社に対して融資するにあたり，日本の本店から融資すれば出資法の規制対象となるが，海外支店から融資すれば出資法の規制対象とならないというように貸出人の所在地によって区別して考える必要はないと思います。

⑶　利息制限法の国際的な適用

利息制限法については，平成18年改正前の議論として，利息制限法は国家の領域内で高利の契約が行われることを禁止することを目的とするものなので，契約準拠法のいかんにかかわらず，契約地法によるべきであるとの見解がある一方で，任意に支払われた超過利息の返還を請求できないといった比較的緩い規制であることから，日本法が契約準拠法である場合についてのみ適用されると解すべきであるとの見解も主張されていました。諸外国においても，利息制限法の国際的な適用範囲についての態度は，必ずしも一致しているわけではないようです。

まず出発点として，少なくとも日本の国際私法上，日本法が契約準拠法である際には，契約準拠法である日本法の一部として利息制限法が適用されるということになると思います。これは，出資法とは異なり，利息制限法の役割は，利息に関する約定の効果を否定するといった私法的なものであるからです。その上で，利息制限法が適用される場合であっても，具体的な国際取引が実際に利息制限法

における高金利規制の対象となるかどうかは,利息制限法の立法目的に照らして,検討が必要です。私としては，出資法について検討したのと同様，利息制限法が基本的に我が国の一般大衆の保護のために立法・改正されてきており，また，外国に所在する借入人については当該外国の利息に関する規制による保護が期待できることから，利息制限法の解釈として，借入人が国外に所在する場合には基本的に利息制限法の高金利規制の対象とはならず，逆に，借入人が国内に所在する以上は，国外に所在する貸出人による国内に所在する借入人に対する貸付についても規制するというのが適切ではないかと考えています。そうした観点からは，例えば，邦銀が外国の顧客に行う融資の場合には，契約準拠法が日本法であったとしても，利息制限法による高金利規制の対象とはならないというべきであると思います。

他方，外国法を契約準拠法とする契約の場合，最近の日本の学説では，利息制限法は，準拠法のいかんにかかわらず適用される法廷地の絶対的強行法規と解すべきであるとの見解が主流のようであり，私も絶対的強行法規であると考えるのが適切であると考えます。その上で，例えば，借入人が外国に所在する場合等については，利息制限法の解釈として，利息制限法における高金利規制は及ばないと考えることによって，国際取引への利息制限法の適切な適用が実現されるべきであると思います。

以上で，私の報告を終わらせていただきます。

ご清聴ありがとうございました。

質疑応答

神田司会　それでは，再開させていただきたいと思います。

質問をいくつかお出しいただきました。お名前をご紹介いたしますので，質問していただいた方にご発言いただければと思います。

なお，本日は報告者と司会の席が離れているものですから，大変恐縮ですけれども，報告者の先生方に質問を読み上げていただいて，質問者の方にご発言いただき，それにお答えいただくということにさせていただきます。

それでは，山野目教授からお願いいたします。

山野目　それでは，私宛ての質問をお願いすることとさせていただきます。最初は，関俊彦先生から質問票をいただいておりました。お願いいたします。

関　所属は元東北大学の関俊彦でございます。法定利率の変動性の問題はとても懐かしいテーマです。私はかつて35年ほど前にこのテーマに関しまして論文を書いたことがあるのですが，そのとき山野目先生と同じ建物の中にいたのではないですか。そのくらい古い問題ですね。

私の質問は，レジュメに直近変動値とか基準割合，これを使って利率を動かすということが書かれているのですが，今日ここで初めて拝見して，ちょっとわかりにくい部分がございまして，一体この発想というものが，法定利率を市中金利に近づけるという発想を反映しているのかどうかという大事なところをお聞きしたいと思います。

と申しますのは，先ほどの三上さんのご報告にもありましたように，要するに，供託とかいろいろな問題というのは，市中金利と法定利率が接近していればあまり問題にならない。それが離れているために，どっちかがへこんだり，非常に大きな魅力になったりする問題なんですね。フランスでも1975年の直前に，いわゆる高金利時代がやってきて，市中金利が10％とかの時代ですね。法定利率は当時，民事が固定の４％ですから，とてもやっていけないという時代がありました。それで，拙い私の研究によりましても，フランスは法定利率を市中金利と等しくするという変動制を採用して，それから動かないんですよね。そして毎年変動しますが，今年の法定利率の値はまだ把握してございませんが，１，２年前の値でフランスの法定利率は0.04％でしたね。４％が0.04％ですから，100倍というか100分の１に減ったわけですね，40年の間に。それは変動性の成果というのか，行き

すぎというのか，評価はまちまちでしょうけれども。したがって，私は数値がどうなるかということが非常に気になりまして，市中金利に近づける意味がそこに出てくるのかどうかということをお伺いしたいと考えた次第でございます。

山野目　関先生，どうもありがとうございます。

ただ今，関先生からも少しお話をいただきましたけれども，この法定利率の変動制の問題につきましては，ご案内の先生方もいらっしゃるかもしれませんが，ただ今ご質問いただきました関俊彦先生は先駆的な，先行のご研究をなさっておられて，私も大いなるご教示をいただきました。先生のお話にあったとおり，かつて東北大学の研究会で関先生がこのテーマを報告され，そして論文を草されました。そこで私は末席を汚しておりまして，ご教示を親しく承ったことを今改めて想い起こしております。

それで，お尋ねでございますが，改正の方向，構想は，法定利率なるものを新しい制度のもとにおいては市中金利に近づけようとしているのかというお尋ねをいただきました。それに対する私なりの理解を一言で申し上げますと，イエス・アンド・ノーということであろうと考えます。

ノーのほうから申し上げますと，最初は３％で始まりますし，ご説明申し上げたように，大きな変動があったときには３％に１％とか２％とかという整数の刻みをつけて上下させますが，いずれにしても，このような金利が市中金利にフィットしていて同じ水準であるとお感じになる方というのはいないはずでありまして，そうすると，３％，ないしそれから若干動いているとしても，それは市中金利と同じですか，市中金利と近づけようとしていますかと言われたら，ノーですというお答えになります。

半面において，市中金利と全く関係ないのですかとおっしゃられれば，そうでもなくて，これもご紹介しましたように，この民法改正法案404条４項・５項で，新規かつ短期の貸付の平均利率，過去６年間のものを見て考慮するということになっておりまして，この基礎となる数字というものは，日本銀行から貸出約定平均金利として毎月発表されるものを手掛りとしてその数値を見定めていくことになります。そこで見定められた市中金利の上下の動きの様子を見ながら，それに合わせて法定利率を変動させていこうということであります。緩やかな刻みではありますが，変動させていこうということを考えています。そうすると，市中金利のリズムといいますか，動きといいますか，上がり下がりの具合とはお付き合

いした上で法定利率のほうも上下を見直していきますということを考えているという部分はイエスなのでありまして，そうすると，市中金利に合わせるのですかというお尋ねに対しては，合わせるものではありませんが，リズム，動きを合わせていようとしていますと申し上げたらよろしいのでしょうか。

なぜ，そこをリズムのみ合わせて市中金利そのものではないのかというようなご疑問もおありかもしれません。それとの関係では，これはやはり法制審議会の審議の中で何度も，３％でも高いのではないのかという議論が出され，しかし，それは例えば不法行為の損害賠償請求権であるとか，悪意の受益者に対する不当利得返還請求権に係る利息であるとかいうものに用いられるものとして一定の水準のものを定めておかなければいけない。それらの利率を別にするという発想もありますけれども，その発想が否定された後で法定利息で考えようとすると，やはりそのような３％とか，そういう水準で考えていかなければいけないという議論にひとまず立法の案としては落ちついたものであると理解しているところでございます。

関先生，お教えいただいた者として大変に不肖のことで申しわけありませんが，このようなことしかお答えできませんけれども，お許しいただけますか。ありがとうございます。

続きまして，弁護士の山中先生からお出しいただいている質問は，私のお見受けするところ，私も何か申し上げなければいけない内容が含まれていると思いますが，これは佐藤先生か森下先生にお答えいただくべき部分もあると考えますから，まずは弁護士の山中先生にご発声いただいた上で，それぞれ私ども，分け合ってお答えさせていただきます。

山中　弁護士の山中と申します。貴重なお話をありがとうございました。

確かに，私からのご質問は社債に関する利息制限法の適用についてでございまして，物の本を見ますと，当然利息制限法は社債にもかかると，大体１行ぐらいしか書いていなくて，かかるのだろうなと思うのですが，まず変動利息との関係で言うと，例えば指数連動債の場合に，指数が大きく動いてしまって利息制限法に違反してしまうという場合に，もともとそういう商品として仕込まれているのに，利息制限を超えたから払わないというのは，買った側からすると不測の事態でありますし，資金調達側からすると払わなくてもいいということは濡れ手で粟というような感じがして，非常に違和感があるのですが，あまりこういう事態を

議論されていないので，どうお考えかというのが変動利息に関するご質問でございます。

それからもう１つ，これはおそらく佐藤先生のテーマにフィットするのだと思いますが，EB 債，他社株転換社債の場合は，利息といいながらプットの売りの対価が含まれておりまして，それが非常に高いと利息制限法に違反するという議論が起こり得ますが，結構，実務では利息制限法に違反するような利率のものが売られているということで，これはパンドラの箱を開けてしまったのかもしれませんが，それもまた実務ではあまり議論されていないわけで，こういう事態をどう捉えればよろしいのかなという点を，今回，利息というのがテーマになったので，聞いてみたいと思った次第です。

山野目　ありがとうございます。

利息制限法と変動法定利率の関係については，実はもう１人ご質問いただいていますから，そちらのご発言をいただいた後で，それは私の関係ですから，私から申し上げようと思います。

今のご質問のそれ以外の部分はどうしましょう。

佐藤　社債に関する利息制限法の適用の有無という点については，先ほどおっしゃったとおり，まさにパンドラの箱を開けるような面があり，正直，触れにくいところがございます。後半のご質問の，プットの売りの対価と社債そのものの金利とは別と評価できる余地があるといった議論については，一体化して商品組成されていることは否めず，いずれにせよ，先ほどのアレンジメントフィーの議論とは次元がだいぶ異なります。冒頭でおっしゃった指数連動債のケースは，利息そのものであり，独立した対価という議論は難しいと思います。さらに，社債に関する利息制限法の適用をいい始めると，例えば，社債の場合の引受手数料についてどう考えるのか，といった面倒な問題も出てきます。また，今の利息制限法や出資法の適用の有無とは異なりますが，例えば，社債についての貸金業法の適否であるとか，貸金と社債について同じような規制の枠組みに服せしめるべきか否かというのは，実務上様々な場面で問題になり，しばしば悩まされるところです。

いただいたご質問にあまり直接お答えできないところではあるのですが，これから考えさせていただきたいと思います。

山野目　山中先生，今の部分はよろしゅうございますか。

山中　ありがとうございます。

山野目　そうしましたら，利息制限法と変動法定利率との関係で，もう１人，西正稔さんから，ご質問いただいています。ご発言いただければと思います。

西正　質問させていただきます。会社員の西正と申します。

山野目先生宛ての質問票を提出しておりますが，読上げ形式の質問になるかと思い，利息制限法の金利を変動性にすることも考えられますが，という短い質問をさせていただきました。質問する側から話し始めることになりましたので，先にこういう質問をした背景に関しお話しをさせていただきます。

まず，この場で経済学的なお話をすると，あまり好まれない方もいらっしゃるかもしれません。ただ，人によって問題状況の整理になるかと思いますので，多少お話しさせていただきます。

本日は利息ということでお話をされておりますが，例えばイスラム金融では利息という概念を利用できないため，別途配当という概念を利用いたします。別の概念を代用していることに関しては金融関係者のクリエーティビティーというところもあるかと思います。利息という概念を利用しない場合であっても，他者から資金を調達する際にはコストが発生いたします。経済学では，これを流動性の対価である考えます。もちろん，流動性を長期間失う（長期間資金を拘束される）場合と短期間失う（短期間資金を拘束される）場合とでは対価は異なってまいります。上記の見方で，長期金利と短期金利の相違を整理することもできるかと思います。

ここで，完備市場，つまり将来発生することをすべて見通せる，全部織り込めるような市場を考えます。そういう市場では，不確実性を考慮する必要がないため，エクイティ（株式）とデッド（負債）が無差別になってしまう，つまり先ほどエクイティボンド（EB）が話題に上りましたが，エクイティ（株式）という概念が不要になります。言い換えると，現実の市場は，完全市場という机上の概念とは異なり不確実性が存在します。そこでエクイティ（株式）という概念が必要になるとも言えます。完全市場を前提としたオプション評価式では，予想収益を組み込んでおりませんが，利息，つまり流動性の対価は評価の前提として組み込まれております。

以上を前提に，損害論とも関連しますが損害というものをリアルオプション的に考えた場合，つまり市場で同じものを調達した場合の費用と考えると，損害の

評価をオプション評価式で導き出すことが可能になります。そこでは，評価式にいかなる利率を代入するのかが最も大きな問題になってまいります。先ほどの完全市場の話と関連させて市場金利を考えると，完全市場ほど織り込まれてはいないものの，その時点の金利に将来の変動が相当程度含まれて決定されていると考えられます。先ほどの山野目先生の報告の中には，債権法改正において一度適用した金利を将来変動させるという提案に関する内容もございました。経済学的にこの提案を見ると，当初適用された変動金利は，将来の金利変動を織り込んでいるのではないか，とすると，一度適用した金利を将来変動させる必要はないのではないかとも考えられます。さらに，３番目に報告の三上さんが紹介された，不当利得に関する最高裁判決を同様に検討すると，最高裁は法定利率よりもより適切な金利を適用したと考えることも可能ではないかと思われます。

利息制限法の話に戻ると，変動にする場合，多分，銀行等金融機関の調達金利を基準に考えることになるかと思います。その際に，金融機関によって（例えば銀行とノンバンクで）調達金利が異なること，さらには調達金利にどの程度のプレミアムを加算するか等，大きな問題になると思います。そのような問題に関し，ご意見があれば教えていただければと存じます。

山野目　どうもありがとうございました。

ただいま西正さんから，利息制限法の金利を変動制にすることも考えられるがどうか，というご質問をいただきましたし，かなり接近した問題意識でいらっしゃると受け止めましたが，先ほど弁護士の山中先生からも，社債を含む金融事象上の様々な，法定利率以外の局面について利息とか金利というものが問題となる場面があるはずなのであって，そうしますと，今回，民法の404条の改正構想で法定利率が変動制に移行するのであれば，そのような各種法令上，金利が問題となる局面についても，変動という発想がさらに拡げられ，応用されていくということが考えられるのではないかという趣旨の御話がありました。大きく言うと，そういうような質問をお二人からお出しいただいたものであろうと受け止めます。その上で，今，自分が思うところとか，事実としての経過に関して若干のことを述べ，ご紹介させていただきたいと考えます。

まず，法制審議会は今般，民法の債権関係規定の見直しということで法務大臣から諮問を受けて調査審議をしたものでございます。社会経済上重要な関連の法令の見直しで必要な事項もあって，利息制限法や，それから，今は話題になって

いませんが，身元保証ニ関スル法律のように，引き続きこの領域で見直しを検討していかなければいけない法制はたくさんありますが，今回は利息制限法とか身元保証ニ関スル法律は見直しの対象とはされませんでした。そのことからまた，ご質問でご示唆いただいたようなことは法制審議会の調査審議の結果においては話題にならなかったということ，これはご覧いただければわかるところですが，そうでありました。

それから，その問題について民法学者がどのような議論をしておられるものでしょうかというお尋ねもいただいて，ここに民法の先生方がたくさんおられますから，場合によってはご発言いただいてもよろしいかもしれませんけれども，私の認識するところでは，利息制限法その他の法令の金利を変動制にすることの可否などについて，今まで蓄積のある議論がされてきたものではないであろうと認識いたします。むしろ法定利率が変動制になったということを受け，これから他の事象にどのように波及していくかということを，学としての民法学も検討していかなければいけない。正に今日，この２つのご質問で，その関係でのご示唆をいただいたものであると考えます。

その上で，中身の議論についても少し考えるところを申し上げさせていただきますけれども，正直言って，そういうことですから，考えていなかった論点をお出しいただいたものであり，なるほど，しかもお二人の方から共通に，似たような問題意識のご披瀝をいただきましたから，そのような問題が実務家の間に意識としておありであるということはよくわかりました。利息制限法の定める利息について，それを変動させることの金融工学的な理論上の根拠というものはなお精査・検討の必要があるでしょうし，政策的な当否ということも検討の必要があると思いますから，それらを検討していった上で，今後議論されていくべき論点を問題提起していただいたと感じます。

私からのコメントで最後に１つ付け加えさせていただきますと，今般，法定利率の変動制を導入したこと，404条の先ほどご紹介したような形で導入しようとしているということになった背景というか，眼目は一番どこにあるのかというと，法定利率の柔軟な見直しということは重要ですが，重要であると同時に，その見直しを政治過程から隔離しようとしたというところにあるのですね。404条があれだけ細かいことを民法の規定としては書いている。その上に，法務省令の定めるところにより，といって省令委任までしているというのは，あらかじめ法令にお

いてどのようなリズムでどのように変動させるかということが数学の算式で書けるように決めておきますよ，ということが今回の改正構想のエスプリとして存在しています。

法定利率を，５％は高いから見直そうというときにも，逐次必要になったときに民法の改正という法律改正の形式をとればいいのではないかという議論もありますが，そうしますと，それは結局その法律の改正の適否をめぐって，法律案の内閣から国会への提出と国会における議論という生の政治過程においてこの問題が塩梅されるということになって，その結果，適切な解決が得られることもあれば，そうでないこともあるということになる顚末は困る，ということが今回のこの404条の改正構想の政策判断のかなり中心の部分にありました。

そのような議論の経験を踏まえて言ったときに，利息制限法という高利制限のこの規定に対して，変動制のような議論の問題提起をして手をつけるということの，観点としての大切さと同時に，同時に怖さというのでしょうか，そこはあると思います。しかし，異なる言い方をすれば，怖さというか，そういうアンタッチャブルな部分があるからこそ，何か見直していくのであったら，きちんと法令で定めたほうがよい，先ほど言ったように，政治過程から分離したほうがよいという発想もあるかもしれません。ただし，議論し始めると，すごい熱量感のある話になるであろうと予想され，難儀な話だろうというような雑駁な印象予測も抱きました。

こんなことしか申し上げられなくて，これから研究するということになるでしょうねというお話になってしまいますけれども，山中先生と西正さん，この論点のところはよろしゅうございますか。ありがとうございます。

神田司会　どうもありがとうございました。山野目先生には司会の役までしていただきまして，大変ありがとうございました。

それでは，続きまして，佐藤先生，お願いいたします。

佐藤　東京大学の道垣内先生から，私の報告内容につきましてご質問いただいております。

道垣内　東京大学の道垣内でございます。

佐藤さんの問題意識は私も共有するところでして，現在の利息制限法というのが大ざっぱというか，何でもみなし利息にするという形になっていて，それを現在の金融の実務から考えて粗すぎるのではないかというのは，そのとおりだと思

います。ただ，現在の利息制限法３条は，利息とみなされるものの例として，手数料，調査料という名目の金銭を挙げているわけです。しかるに，佐藤さんのご理解によりますと，現在の利息制限法の解釈も実質的な意味における利息に限定されるのであり，アレンジメントフィーというのは，調査をしたり契約作成を支援したりするためにかかった費用に関するものであるので，実質的な意味における利息には該当しないというご主張ですね。しかし，そうすると，通常の消費者金融についても調査料や，筆墨料と昔は言ったわけですが，契約書類作成料が，本当の意味で調査に要した費用・契約書作成に要した費用であれば，利息制限法における利息には当たらないことにもなってしまいそうに思います。私はそれは文言解釈としては無理ではないかと思うとともに，現在の利息制限法の利率が粗すぎるからといって，調査費用なんていうのは元本の対価ではないので利息に含まれないと言ってしまうという論理をとりますと，これまた逆に粗すぎるというか，かなり危ない面を含んでいるのではないかと思います。

そうなりますと，佐藤さんのご主張を適切な範囲にその射程をとどめるテクニックが必要になります。この点で，私はこういう見解があるが，どうかと発言できればいいのですが，私には見解がありません。そこで，佐藤さんご自身のご主張を適切な範囲にとどめるテクニックについて佐藤さんはお考えをお持ちでしょうかという，完全に他者に依存するタイプの質問をしているわけです。

ちなみに，一言だけ要らない話をいたしますと，私もこの問題に大変興味がありましたものですから，ネットで検索をいろいろかけているのですが，ユジュリー・ローという英語で検索をかけますと，テキサス州がいっぱいヒットするのですね。そこで，テキサスの利息制限法を少し見てみますと，これがなかなかおもしろくて，商事と非商事を分け，商事も，担保付きと担保付きでないものを分ける，期限前弁済についても，債務者の自発的な期限前弁済と，債務不履行による期限の利益の損失の場合を分けるといった細かな規定になっているわけです。しかし，いろいろなサイトを見ていますと，「だから，テキサス州のユジュリー・ローの適用については法律家もよく間違うので気をつけましょう」と書いてありまして，細かすぎるとこれまた大変だということもわかります。それで私も途方に暮れているわけですが，佐藤さん，何かご見解があればよろしくお願いいたします。

佐藤　最初に，アレンジメントフィーについて，何とか救ってあげられないか

なと私が考えている部分について，もう少し補足したほうがいいのかなと思いました。

今，道垣内先生からご指摘いただいたところで，シンジケートローンにおけるアレンジメントフィーの本質の一部として，調査の対価であるとか契約作成の支援対価というお話もあったわけですけれども，実は，資料で言うと①から⑤ということで書かせていただいているのですが，私自身は，一番の眼目をなすのはやはり貸付の媒介の対価としての側面だろうと考えております。実務上は，アレンジャーの業務が媒介に当たるということを正面から言うと，アレンジャーの責任を重くする方向で捉えられてしまうのではないかといった懸念が示されることがあり，そのような議論を避ける傾向もあるようです。私自身は，その種の懸念は当たらない，つまり，媒介としての側面を含んだとしても，当然にアレンジャーの法的責任が重くなるといった議論に結び付くものではないと考えているのですが，そのような実務上の懸念はさておき，私なりの考えを直截に述べれば，アレンジメント業務においては，ここで言うと③とか⑤の業務，つまり媒介的側面がやはり中核を占めるのではないかと考えています。もちろん，ドキュメンテーションや調査業務の中でも，とくにプロ間の複雑な取引では，ものすごく手間がかかり，独立した業務として評価できるものはあり得るように思うのですが，出資法や利息制限法上のみなし利息への該当性との関係では，それらだけに依拠するのではなく，むしろ，より独立業務としての評価に親しみやすい媒介業務の対価としての側面に着目し，また，出資法上も媒介手数料に関する別の規制の枠組みが用意されていることにも触れていくのが，議論としては手堅いのかなと思っております。

それから，条文解釈としてどうかという，ご質問いただいた点に戻りますと，おっしゃられるとおりで，調査料などについても，利息制限法もそうですし，それから出資法についても条文としては相変わらず残っている。利息制限法に関しては，従前からおそらく実質的な利息に限定されるという解釈をされる方が多かったと思うのですが，出資法に関しては，むしろ実質的な利息に限られないと解されていたわけですので，そこはもし法改正後は，出資法の条文解釈としても実質的な利息に限定されるということだとすると，大きな影響が伴うというのも確かにそうかなと思っております。

ちなみに，条文の構造としても，出資法５条１項のところは，年109.5％ないし

109.8％という上限金利は変わっておらず，２項において，金銭の貸付を行う者が業として行うものについては年20％の上限金利ということになっています。つまり，出資法の上限金利が利息制限法の上限金利とすり合ってきているというのは，あくまで金銭の貸付を行う者が業として行うものに関して，ということになります。

その一方で，みなし利息に関する出資法５条の４第３項は，別に貸金業者の行うものに限らず，それ以外の者が行う貸付についても同じように適用されますので，先ほど申し上げた，改正後の上限金利の引下げにより，出資法上のみなし利息の内容が変わったと解することができるのではないかというロジックも，貸付を行う者が業として行うものに関してであれば，そのような議論による余地があるのでしょうが，それ以外の者が行う貸付との関係では，やはり従前の出資法の構造が相変わらず残っているようにも見受けられます。一応，その点にも留意する必要があるという点は認識しているつもりです。

この点は措きつつ議論を先に進めると，貸付を業として行う者に関しては一応20％なのでということで，利息制限法と出資法との間で齟齬はなくなっているため，先ほどご説明したように，従前からの利息制限法にむしろ合わせて解釈できないかという考え方が一方であります。しかし，利息制限法上の実質的な利息に限定されるという解釈に合わせていくと，漏れが多くなり，影響が大きいというのも確かです。また，調査料云々に明文で触れた法文の規定との関係もどうなんだという問題も発生してきます。そこを強調していくと，今度は，むしろ，実質的な利息に限られず，政令等で除外されているもの以外は全部一律禁止だという話になる。政令等で，例えば，アレンジメントフィーやエージェンシーフィーみたいなものも含めて規定するなど，その範囲を合理的に広く設定することができていれば，もう少しバランスのとれた解決になり得た気もするのですが，そのような対応もなされなかった。ご指摘の点については，私なりに承知しているつもりですが，結局，政令等の内容も含めた現在の規制枠組みを前提とする限り，実質的な利息に限定されるか否かという論点に関する解釈論だけでは，なかなか抜け出られないように思っております。

私は，自分の報告の中では，ここの解釈論を突き詰めても多分なかなか答も出ないだろうし，どちらかというと不利な方向に議論が行ってしまう可能性も高いので，「金銭の貸付を行う者がその貸付に関し受ける金銭」という要件に改めて立

ち戻って議論を組み立てられないか，と考えた次第です。ただ，それをやれば問題が何でもすべて解決できるかというと，当然ながらそうではなく，結局，当てはめの問題は残ってしまう。一応，金融機関などが行うアレンジメント業務については，まず媒介業務的な側面が強いということと，あと，やはりプロが行う業務に関しては規制対象から外してあげてもいいのではないかという感覚は有しています。ただ，プロが行う許容すべき業務と，プロ以外の人たちが行う，場合によっては規制されるべき業務の線引きは本当に難しいと感じております。きちんとした答になかなかならないところですが，むしろ今後そのあたりの区分けをするテクニックについても，学識者の方々も含めてご検討いただきたいところだなと思います。

長くなりましたけれども，私からは以上です。

神田司会　ありがとうございました。

それでは，三上さん，よろしくお願いいたします。

三上　私には慶應義塾大学の金山先生から，期限前弁済における利息の取扱いについて質問が届いております。よろしくお願いいたします。

金山　慶應義塾大学の金山です。

借金を期限前に返済した場合，民法の教科書等を見ますと，民法136条の文言に従って，本来の弁済期までの利息を払わなければならない，と書いてあります。この点については，先ほどのお話にもありましたように，今回の債権法改正作業の中で議論になったようですが，意見がまとまらなかったとのことでした。けれども，「改正」で変えるのが無理だというのであれば，「解釈」で変えることを考えるべきだと思います。

私は『新版注釈民法』の最後に出た「条件・期限」の巻の中で，この問題を扱ったのですが，非常に悩みました。今では，住宅ローンは繰上げ返済をすれば，もちろん返済した分についての利息を支払う必要はなくなりますし，かつて存在した繰上げ支払の手数料というのもなくなっています。そうした実態と民法の解釈が合っていないと感じたのです。実務が法源になるのかは１つの問題ですが，フランスでは肯定的に受け止められているようです。そこで，期限前弁済の問題も，この実務慣行の法源化・法規範化として捉えようと思ったのです。

そこで，解釈論として，民法136条２項を読み直して，本文にいう「期限の利益」（本文）と，ただし書にいう「相手方の利益」を区別して，本文のほうは債務者の

期限の利益について語っているのに対して，ただし書は，債権者の正当な利益は保護しなければならない旨を規定していると読むことはできないか，と考えたわけです。そのように解することができれば，利息付消費貸借の債務者が期限の利益を放棄して弁済をしたときには，弁済分につき本来の弁済期までの利息を払う必要はない，ということを正当化できます。実質的にも，そもそも利息は元本利用の対価ですから，元本を返済すれば，それ以後は利息が発生しないのが原則のはずです。金銭は常に利息を生むという性質を持っていますので，期限前に貸主が貸金の返済を受けると，その金銭は，返済先において，つまり貸主の元で利息を生むことになるわけです。だから，貸主は本来の弁済期までの利息が取れなくてもその利益を害されることはない，と考えることができます。このようなことを注釈民法に書いたわけです（815頁）。

本日は，利息について正面から論じようというきわめて貴重な機会ですので，教えて貰えればと思います。銀行の場合は，住宅ローンを中心に，期限前弁済を受けた場合，本来の期限までの利息は取っていないと思いますが，事業資金の貸付はどうなのか，また，その他の貸金業者の実態についても，もしご存じでしたら教えていただければありがたいと思います。貸金業者は，期限前弁済の場合には高額の手数料を取っていることが多いように聞いています。そうした実務の現状，そして今後の解釈の在り方について，どのようにお考えでしょうか。よろしくお願いします。

三上　ありがとうございます。

私も知らない部分があるのでございますけれども，知っている範囲で５段階に分けてお話しさせていただきますと，まず第１段階の法的に取れるか取れないかという議論をしますと，民法136条の解釈で正におっしゃったように，現行法の通説的理解では期限までの得べかりし利益ということで取れるという解釈になっているのではないかと思います。法制審議会の議論もそこをスタートラインにしていました。いろいろと紆余曲折のあった部分は省略いたしますが，最終，立証された損害の賠償はできるという形に落ちつきましたが，私の理解では，それは「得べかりし利益」とは違うものだと考えています。つまり，法改正後は「得べかりし利益」は取れなくなるという解釈が通説になるのだと私は理解しているのですが，そのあたりは法的な解釈の問題で，私の専門外ですので，民法の先生方のご意見を伺いたい部分です。

第２段階としまして，実務はどうしているのかといいますと，ここに金融庁の方がおられると困るのですが，金融庁の目が光っている範囲では取っていないというのが原則だと思います。少なくとも銀行は，過去の既往の実務からしても，期限前弁済時に期限までの利息をそれとして取ったことはないと思います。消費者金融などで取っている例があるのかと言われると，私も詳しくはないのですが，今はないのではないのかと思います。結構あの業界も淘汰されて，一部がメガバンクの傘下に入ったりしまして，コンプライアンス重視になっています。これが第２段階の話です。

第３段階で，さはさりながら，損害賠償として何が残ったのかというと，これは実際にかかったコストは貰えますという理解です。その典型が，貸金の裏に例えば固定金利とかのデリバティブが付いた場合の解約清算金などのコストに当たる部分です。これは改正法の条文が行ったり来たりしながら最後はああいう表現になった大きな原因です。

第４段階は，実はそのコストと呼ばれるものの中に銀行の利益が含まれていることはないかといえば，あるのですね。この辺になってくると，ちょっと私の立場で言うといろいろ問題が出てくる部分があるのですが，ただ参考に１つの例を挙げますと，10年ぐらい前まで，次の第５段階で言う住宅ローンの金利がまだまともだった時代に，当時，固定金利を変動金利に変えたりすると，固定と変動の金利スワップというデリバティブの解約コストがかかって，それを顧客から実際にいただいていました。その際のコストの中に固定金利期間の最後までの利息が計算上は入ったりしたのです。これはおかしいだろうと指摘して直させたということがありました。だから，そういう例がないことはない。ただ，銀行はけしからんと思われるかもしれませんが，取ること自体は，先ほど言いましたように，民法上は適法なわけです。ですから，「より顧客目線にしましょう」といういいことをしたという意味で理解いただきたいと思います。これが第４段階。

最終段階は，今の住宅ローンで，「論外の世界」です。この分野は超過当競争で，本来はコスト等がかかっても，取らない。取っていたら商売にならないわけです。私は監査役になりましてから営業店をいろいろ回って話を聞いていますが，少なくとも市場から資金を調達してくる改正法の法定利率のベースとなる金利である市中の短期金利が，報告の中では0.8とか0.9％と言いましたけど，それをフラットで貸しても，借り手がいない。それよりももっと低いレートを出している地方

銀行さんとかネット銀行がたくさんある世界です。何でそこは低いレートを出せるのかはまた別の長い話になってしまいますがそういう意味で，住宅ローンは，民法の消費貸借のモデルにはならない異常値であるということを最後に付け加えます。

この程度でよろしゅうございますか。

神田司会　どうもありがとうございました。

佐藤　私の報告に関して，京都大学の松岡先生から，特定融資枠契約に関する法律（特定融資枠法）についても同法３条に基づき，みなし利息規定を外す，この考え方を強調する余地もあるのではないかということでご質問，ご確認ということでいただいているところです。

松岡　補足させていただいていいですか。質問の仕方が短かったものですし，メモにしていたパソコンの電源が切れてしまったので，勘進帳でお話しいたしますが，実はご報告のところでは，先ほど道垣内先生からご質問があったとき，実質だけを強調するのであれば，みなし利息規制を潜脱することになってしまうのではないかという疑問がありました。

それで現在，特定融資枠法は利息制限法や出資法の適用を除外しておりますが，それは単に特定融資枠で融資の機会を与えるというのが融資そのものの利息ではない，元本利用の対価ではないという性質を持っているということのみならず，２条において，特定融資枠契約というのはこれこれ決まったこういう定型的な内容があり，しかも，その契約の当事者となれるのはその列挙した当事者に限られるという形で，いわば脱法によるみなし利息規制，利息制限規制の潜脱のおそれをなくすことを前提にして適用除外しているというふうに私なんかは見えるわけです。

そうすると，道垣内さんがご発言になったようなことと関わって申しますと，そういう限定を付してのみ適用除外を考えるという意味で，コミットメントフィーとの対比はされましたが，それは実質の話だけなので，そのほか，今申し上げた，定型的に脱法行為を外せるというような何か，枠内の制限を考慮して外すというような議論はできないだろうかと。そういう意味では，特定融資枠法というのはもう少し参考にならないのかと。こういう趣旨を込めたものです。説明不足で申しわけございません。泥舟になるかもしれませんけれども。

佐藤　ありがとうございます。

コミットメントフィーについては，特定融資枠法の制定前から，従前の出資法のもとでも実務家を中心に様々な角度から検討が行われており，例えば，貸付を条件として行われるものには当たらないので，みなし利息には当たらないと言えないかという議論なども一部で展開されたりしておりました。しかし，当局担当者の説明としては，そのような理解にはよっておらず，むしろ，コミットメントフィーなどは本来みなし利息に該当するとの認識を前提に，特定融資枠法の制定により初めて出資法上の制限が外れるものと位置付けられています。それゆえに，特定融資枠法の土台に乗る，その法律の枠組みを生かして議論するということが，とくに今回ご報告させていただいたアレンジメントフィーのようなものについて，とくに新たな立法上の手立てを要することなく，合法的な取引なのだという結論を導く上でどれぐらい有効かというと，正直よくわからないというところがございます。

それから，フィーの内容面の話になりますが，コミットメントフィーは，貸付の準備行為の対価とも言われますが，貸手自身が将来の貸手としての立場に基づいて収受するフィーであることは明らかなのだろうと。それに対して，アレンジメントフィーは，先ほど申し上げたように，貸手と重なることもありますが，その性質上当然に貸手としての立場で収受するものとも限らない，むしろ貸付とは異なる業務としての独自性も備えていることを踏まえると，特定融資枠法の枠の外で議論したほうがいいのかなという考えがありました。

特定融資枠法の枠外で実質論を議論し始めると，どうしても境界線が不分明になるというのはそのとおりです。そこを本当に明確にするためには多分，立法上の措置しかない。あるいは本日のような解釈論を通じてということになるのでしょう。そこで，前者の途しかないということになると，本当に実務が回らないということになってしまうと感じています。

神田司会　どうもありがとうございました。

森下　ただ今の点について一言だけ申し上げたいと思います。

利息制限法も出資法も，形から見ると利息という言葉を使っていますけれども，結局トータルコスト規制であると思います。トータルのコストを規制しようというルールである以上，それが性質として利息に当たるのか当たらないのかということをぎりぎり詰めていく形での議論には限界があって，そうすると，今，松岡先生がおっしゃったように，むしろトータルのコストを規制するけれども，一定

の部分は許容するというような形で，よりクリアな形で規制の対象から除いていくという議論のほうが方向性として適切であるように思います。例えばアレンジメントフィーも，高利貸しの方がアレンジメントフィーという名目で高額の手数料を取ったら，多分だめだと言うことになると思います。他方で，利息というか手数料というかはともかく，こういう人たちの間のこのような取引であれば，こういったコストを取ることは認めてよいだろうと感じている部分があるように思います。

そうしますと，利息という言葉をぎりぎり詰めるという作業は，規制したいと思っているところの本質と結構ずれていて，ある一定の場合は規制の対象外とするという作業を，立法や解釈論でもっと積極的に行っていくほうがよいのではないかと思います。私は国際的な取引を例に，一定の場合には規制の対象外と考えるべきではないかということを申し上げたわけですが，この問題で不当に実務を妨げないためには，そういった方向でこの問題に取り組んでいくのが，学者の仕事でもあり，また，立法者の仕事でもあるのではないかと，今お話をお伺いしていて思いました。

神田司会　どうもありがとうございました。

予定の時間を過ぎておりますので，午前中のシンポジウムはこのあたりとさせていただきます。4人の報告者の方々，そして，質問をいただきご発言いただきました方々，そして本シンポジウムにご参加いただきました皆様方，どうもありがとうございました。（拍手）

《シンポジウムII》

投資信託をめぐる法的諸問題

報　告　1　（神作　裕之）　57
報　告　2　（角田美穂子）　67
報　告　3　（佐久間　毅）　77
報　告　4　（山田　誠一）　84
質疑応答　95

司会　山　田　誠　一（神戸大学教授）
　　神　作　裕　之（東京大学教授）
報告　神　作　裕　之（東京大学教授）
　　角　田　美穂子（一橋大学教授）
　　佐久間　　毅（京都大学教授）
　　山　田　誠　一（神戸大学教授）

発言者　（発言順）

西正稔／**千葉恵美子**（大阪大学教授）／**松岡久和**（京都大学教授）／**上田純**（弁護士）／**森下国彦**（弁護士）／**山中眞人**（弁護士）／**柴崎暁**（早稲田大学教授）／**本多正樹**（東京国際大学教授）

はじめに

山田司会　ただ今から，シンポジウムII，投資信託をめぐる法的諸問題を始めます。司会は，お隣にいらっしゃる神作さんと私，山田の２人で担当させていただきます。どうぞよろしくお願いを申し上げます。本シンポジウムは，前半を４件の報告，後半を質疑応答にあて，前半と後半の間に，休憩を設けます。前半の４件の報告は，次のようなものです。第１報告は，東京大学の神作裕之さんが，「運用型集団投資スキームの業規制―投資信託•投資法人制度とプロ向けファンド規制の見直し」と題する報告をします。第２報告は，一橋大学の角田美穂子さんが，「投資信託の販売•勧誘に関する私法上の問題」と題する報告をします。第３報告は，京都大学の佐久間毅さんが，「投資信託受益権の共同相続」と題する報告をします。第４報告は，私，神戸大学の山田が，「債務者が有する投資信託受益権からの債権の回収」と題する報告をします。後半の質疑応答は，休憩中に提出していただいた質問票に基づいて進めさせていただきます。

それでは，第１報告から始めていただきます。神作裕之さんにご報告をお願いします。

報 告 1

運用型集団投資スキームの業規制
――投資信託・投資法人制度とプロ向けファンド規制の見直し――

東京大学教授　神　作　裕　之

1　はじめに

ご紹介にあずかりました神作でございます。どうぞよろしくお願いいたします。平成25年に「投資信託及び投資法人に関する法律」（以下「投信法」といいます）が改正され，投資信託・投資法人制度の大幅な見直しが行われました。また，本年，金融商品取引法（以下「金商法」といいます）上の適格機関投資家等特例業務，いわゆる「プロ向けファンド」制度が見直されました。いずれも運用型集団投資スキームすなわちファンド規制に関わる改正です。本報告では，運用型の集団投資スキームもしくはファンドに対する監督法上および資本市場法上の規制の在り方という観点から，投資信託・投資法人制度および適格機関投資家等特例業務の見直しを取り上げます。投信法に基づくスキームのみならず同法の適用を受けない集団投資スキームをも視野に入れるのは，平成18年金商法により集団投資スキーム持分が一般的に同法上の「有価証券」に該当するものとされたため，金商法上のファンド持分と投資信託・投資法人制度に基づく受益権・投資証券とを理論的に峻別することが難しくなり，両者を視野に入れた包括的なファンド法制という観点から検討を行うことが望ましいと考えられるからです。

検討の視点は，活力ある効率的な資本市場に資する投資ファンドの発展と投資家保護とりわけ一般投資家保護の両立です。このような観点のもとで，翻って仕組み規制・商品規制を行う投信法の意義および役割を明らかにし得ると思われます。そこで，本報告では，平成25年投信法改正と平成27年金商法改正を一瞥した後，やや巨視的な観点から，ファンド規制の問題点や課題について考察してまいります。

2　投資信託の意義

投資信託とは，①投資信託委託会社と受託者の間に締結される投資信託契約に基づき，②特定資産に対し投資を行い，③複数の受益者の存在を前提とする，④投資者以外の者が投資者の資金を主として有価証券等に対する投資として集合し

て運用する信託です(投信法１条１項)。これに対し，投資法人とは，いわゆる会社型投資信託として平成10年金融制度改革法により導入された法人であり，投信法により認められた運用型集団投資スキームの器として用いられる特別法人です。投資法人は，実務では，J-REIT の法形態として専ら利用されています。

投信法に基づく運用型集団投資スキームの投資対象は「特定資産」であり（投信法２条１項，投信法施行令３条)，証券投資信託とは委託者指図型投資信託のうち主として有価証券に対し投資運用するものと定義されています（投信法２条４項)。なお，有価証券投資を目的とする信託は証券投資信託でなければならず(同法７条，２条４項)，委託者非指図型投資信託の信託財産を主として有価証券に対する投資として運用することを目的とする投資信託契約の締結も禁じられます(同法48条)。投信法上の有価証券の定義は金商法上のそれと同じですが（同法２条５項),証券投資信託における有価証券の範囲からは金商法２条２項各号のみなし有価証券が除かれているため(同条４項)，主としてみなし有価証券への投資を目的とする信託契約を証券投資信託には該当しない形態で締結することは可能です。

3　金商法上の集団投資スキーム持分規制と適格機関投資家等特例業務

集団投資スキームのための法形態としては，投信法上の投資信託・投資法人以外にも，信託，民法上の組合，匿名組合，合同会社等各種会社など様々なものが考えられます。平成18年金商法により，どのような法形式・法形態であろうと，投信法に基づかない運用型集団投資スキーム（ファンド）の持分が集団投資スキームとしての実質要件を満たす場合には「有価証券」とみなすこととし（金商法２条２項５号)，包括的•横断的規制が整いました。また，信託受益権や合同会社の社員権も第二項有価証券とされ（同項１号•３号)，これらを用いたファンド持分は形式基準により有価証券となります。もっとも，平成18年金商法は規制を柔構造化し，集団投資スキーム持分には原則として金商法上の開示規制は適用されず(同法３条３号)，例外的に資金調達者が調達した資金の過半を有価証券に対する投資に充てる場合には開示規制が適用されます（同法３条３号イ)。

他方，活力ある金融市場の構築という観点から，プロ投資家を対象とするファンドについては，一般投資家を念頭においた規制を相当程度簡素化し，金融イノベーションを阻害しないよう，適格機関投資家等特例業務が定められました。すなわち，基本的にプロ投資家が投資するようなファンドであっても，１名以上の

適格機関投資家と49名以内の一般投資家を対象とするときには，監督当局に対する届出で足りるものとされました(金商法63条，金商法施行令17条の12)。適格機関投資家等特例業務の届出者は，本来であれば登録を要すべき組合型集団投資スキーム持分の私募（自己募集）および投資運用（自己運用）が届出によって可能となります。金融商品取引法施行前から活動していた多くの投資ファンドは，適格機関投資家等特例業務届出者になったと指摘されています。

4　投資信託・投資法人制度の見直し

(1)　投資信託

平成25年投信法改正により，第１に，非効率な小規模投資信託の整理・統合を促進することを目的として，投資信託の約款変更や併合手続が見直されました。投資信託受益権の内容は均等である上に，受益権口数に応じた議決権が付与され（投信法６条１項，17条６項），受益者の個性による影響がきわめて限定的であることから，受益者の半数以上の賛成を書面決議の要件としていた規制を廃止しました(同法17条８項)。さらに，投資信託の併合が受益者の利益に及ぼす影響が軽微なものとして内閣府令で定めるものに該当するときは，当該併合等決議に関する書面決議が不要となりました（同法17条１項かっこ書)。また，オープン•エンド型の投信において書面決議に反対した受益者の受益権買取請求権が排除されました(同法18条２項)。基準価額が毎日算出され，当該価格による償還が随時可能であるため，買取請求権の意義が乏しいためです。

第２に，投資家に対する情報提供の充実の観点から，運用報告書が分厚く理解しづらい上に多大のコストが発生しているとの批判があった交付運用報告書を二段階に分け，内閣府令で定める重要な事項が記載され各投資家に必ず交付される「交付運用報告書」と（投信法14条４項，54条１項)，投資信託約款において同項の運用報告書に記載すべき事項を電磁的方法により提供する旨を定めている場合には，当該事項を電磁的方法により提供することができるものの(同法14条２項)，投資者から求めがあれば交付される「運用報告書（本体)」とに区別しました（同条３項)。手数料の透明化についてはそれを対価とする役務の内容を新たに記載すべきものとし，トータルリターンの表示については自主規制の改正により対応が図られました。

(2)　投資法人

投資法人制度改革については，第１に，専ら J-REIT の法形態として利用され

ている投資法人は，その資金調達・資本政策手段が大幅に制約されていたため，多様化が図られました。自己の投資口の取得規制を緩和し，投資主との合意により取得できる旨を規約で定めた場合には，純資産額から基準純資産額を控除した金額を上限として自己の投資口の取得が可能とされました(投信法80条１項１号，124条１項３号，投信法施行令90条)。また，ライツ・オファリングを可能にするために新投資口予約権制度が導入されました(投信法88条の４～88条の23)。株式会社法と異なり有利発行規制がないため，公正な金額による投資口の発行しか認められない投資法人にとって，ライツ・オファリングは，既存投資主の利益に配慮した望ましい増資方法の１つであると考えられたからです。

第２に，投資主保護の観点から規制が見直されました。①会社法210条を準用する形で投資口発行差止請求制度が導入されました(投信法84条１項)。投資口価格の大幅な希釈化から既存投資主を保護するための法的手段を付与する趣旨です。②存続法人の財務内容に与え得る影響という観点から，簡易合併の基準が見直されました。③利害関係人との重要な取引については，事後的な報告義務を改め，不動産等の取得等については，資産運用会社は事前に投資法人の役員会の承認を得なければならないものとされました（投信法201条の２第１項・２項)。

5　適格機関投資家等特例業務制度の見直し

多数の投資家被害が問題視されていた適格機関投資家等特例業務については，届出者の拒否要件・欠格事由等を設定し（金商法63条７項)，届出書の記載事項を拡充した上でそれを公表することとしました(金商法63条２項～６項)。投資者の範囲は政令・内閣府令で定められることになりますが，適格機関投資家については，①問題が多かった投資事業有限責任組合である場合には資産要件を課し，②届出者が支配する適格機関投資家のみが形骸的な投資を行うような場合は排除されることになります。一般投資者については当初案にあった金融商品取引業者等（法人のみ）やファンド資産運用業者とその役員等よりも範囲を広げ，富裕層（投資性金融資産を１億円以上かつ証券口座開設後１年を経過した個人等）が対象とされる予定です。さらに相応の体制が整備されることを前提に，ベンチャー・ファンドについては，投資できる者の範囲をさらに拡大している点が注目されます。

また，届出者の①適合性原則や②締結前書面交付義務などの行為規制が整備され（金商法63条11項)，監督権限も強化され（同法63条の５，63条の６)，罰則が引き上げられました。

6 比較法―ドイツ法

ここでドイツにおいて2013年に発効した資本投資法典（Kapitalanlagegesetzbuch）について簡単に紹介します。同法は，投資ファンドに対する監督法制および規制体系を発展させ，EU の投資ファンドに関する 2 つの指令（すなわち UCITS 指令と AIFM 指令）に対応するとともに，AIF（「代替投資ファンド」）について類型化した上で仕組み規制・商品規制を導入し，より高いレベルで統一的な投資家保護を実現することを目的として制定された新法です。

AIF は，ドイツでは「灰色の市場」と呼ばれ，長い間資本市場法および業法上の包括的な規制がなされてきませんでした。すなわち資本市場法上の有価証券に表章されないさまざまな投資商品が，例えば民法上の組合や人的会社に対する持分，有限会社の社員たる地位，匿名組員としての参加や信託受益権等の様々な法形態をとって一般投資家に販売されてきました。「灰色の市場」においては，専ら判例によって目論見書責任や説明義務に基づく損害賠償責任，あるいは会社法の規定の類推適用など民事法上の救済が図られてきましたが，それだけでは不十分であるとして，2004年の投資者保護改善法による改正販売目論見書法により，「灰色の市場」で流通している金融商品についても，公法上の目論見書義務が課され，民事法上の目論見書責任の特則が定められました。2012年，販売目論見書法は廃止され財産投資法に承継されたものの，一般投資者からの資金調達および資源配分という経済的機能は類似しているのに，正規の資本市場と「灰色の市場」の間で規律の手法や解決方法が大きく分かれ，その乖離がますます大きくなっていきました。このような問題状況を解決する画期的な法律が，資本投資法典です。その特徴は，次の 5 点にあります。

第 1 に，AIF を含むすべての投資ファンドを対象に免許制を導入し，統一的なファンド規制を実現しました。すなわち，①集団投資のための事業体であること，②複数の投資家の存在，③資本の糾合，④所定の投資方針，⑤投資家のために投資すること，および⑥金融の領域以外では何ら企業活動に従事しないことの 6 つの要件を満たすものを投資ファンドと定義した上で，このうち，「公衆から調達した資本を，リスク分散の原則に基づき，一定の譲渡可能証券その他の流動資産に投資することを唯一の目的と」し，「投資家の要求により，ファンド資産を用いて持分の買戻し，償還等を行う事業体」を OGAW（「集団投資事業体」）と定義します。そして，OGAW 以外のすべての投資ファンドを AIF と定義します（資本投

資法典１条３項)。こうして，ドイツでは，OGAW かどうかに関わりなく，集団投資スキームに基づく運用業者に対して横断的かつ包括的な規制が適用されることになりました。

第２に，一般投資家には販売できないファンド（特別 AIF）類型を設けました。その半面，およそ AIF については一般投資家への販売を一切禁止することはしませんでした。

第３に，厳格な要件のもとではありますがセミプロ投資家という概念を樹立し，プロ投資家以外の投資家であっても，AIF ファンド持分の販売に関し，プロと同様に取り扱われるものとしています。セミプロ投資家という概念が意義を発揮するのは，プロ投資家以外の一般投資家に販売することが禁止されたファンド類型がある場合です。

第４に，AIF については一律にその持分を一般投資家に販売することを禁じるという立場を取らず，肌理の細かい類型化を行い，資本投資会社の行為規制や商品規制を通じて投資家保護を図り，一定の AIF については一般投資家への販売を認めました。ただし，一般投資家に販売し得る AIF は公開 AIF として，投資家保護に関し，運用資産の保管機関への預託義務を始め，厳格な仕組み規制・商品規制のある OGAW と実質的には大きく異ならない規制をしています。

第５に，小規模 AIF 運用業者と EU 規則に基づく特別なファンド類型については，資本投資法典の適用を制限します。小規模 AIF 運用業者についても，ファンド類型とりわけ一般投資家がアクセスし得るファンド持分かどうかを重視して，登録で足りる場合の要件を明確化するとともに，ファンドの属性に基づくファンド運用業者の規模等に着目して，適用される規定が何かを明らかにしています。すなわち，プロ投資家およびセミプロ投資家のみが対象となる特別 AIF については，レバレッジ取引を行うものかどうかで小規模ファンドの要件を区分した上で，運用業者の運用するファンド資産の総額が一定規模以下の特別 AIF については，プロ投資家およびセミプロ投資家のみに販売できることを条件に，資本投資法典の規制を大幅に緩和し，資本運用会社は登録で足りることとし，投資家保護のための規制も大幅に適用を免除しているのです。これに対し，仕組み規制およびガバナンス規制が確立している協同組織法に基づくファンドについては，その目的等を大幅に制限した上で，一般投資家の参加を認めています。これに対し，一般投資家に販売し得る公開 AIF については，投資家保護に係る資本投資法典の規定

が大幅に適用されます。他方，EU ベンチャーキャピタル•ファンドおよびEU 社会的起業家ファンドについては，EU 規則のもと，専ら政策的理由から大幅に緩和されたルールが登録制のもとで適用されますが，一般投資家への販売は認められません。

このように，ドイツでは，集団投資スキーム持分を包括的・横断的に資本投資法典の規制対象としながら，ファンドの運用業者またファンド類型によってはファンド自体の目的や属性にも着目したきめの細かい仕組み規制・商品規制を行うとともに，どの規定の適用を除外するか，詳細に規定することにより，資金調達の必要性と投資家保護の要請とのバランスを図っているものと解されます。

7　検討と課題

⑴　投資信託・投資法人制度

投資信託・投資法人制度の今般の見直しは，基本的に，現実に生じている喫緊の課題に対処することに主眼を置いた改正であったと評価できると思います。適格機関投資家等特例業務制度の見直しも，届出制に伴う監督法制の限界をついて頻発した悪質な行為に対処するものでした。

改正法は非効率な小規模投信の併合・統合に直接資するでありましょう。しかし，日本の投資信託の抱える諸問題，とりわけ投資運用業者が顧客のニーズや利益よりも短期間での乗換え売買により手数料の確保を図るといった販売会社のニーズを優先している等のおそれに直接対処するものではありません。このような問題点の多くは実務の運用によるところが大きいと思われます。関係者が専門的知見を活用しつつ，フィデューシャリーとしての責務を全うするために投資者のニーズと利益に合致した商品設計や販売方法を見直すことが期待されます。意思決定のプロセスにガバナンスの観点を導入することも有益でありましょう。もっとも，複雑な内容の多数の小規模ファンドが乱立しているという点は，投資信託の選択肢が少ないというかつての批判を受けて改善された点とも評価でき，また批判のある毎月分配型の投信も分配規制の緩和により魅力ある選択肢の拡大に貢献した面も否定できません。関係者が自立的・主体的に，多角的・長期的な観点から検討を進めることが期待されます。

J-REIT の法形態として専ら利用されている投資法人制度の見直しは，その資金調達・資本政策上の問題点に対処する一方，投資主保護を強化しました。仕組み規制としての投資法人制度を会社制度と比較することは，投資法人制度の意義

とその在り方を再検討するに際し有益でありましょう。さらには，翻って会社法の在り方にまで反省を迫る可能性があります。投資信託と投資法人の関係についても，規制の同等性という考え方やその評価を含め検証が必要でしょう。

⑵　適格機関投資家等特例業務

適格機関投資家等特例業務制度の在り方については，見解や評価が大きく分かれるところです。しかし，この制度が誕生する契機となった，集団投資スキーム持分を一般的にみなし有価証券とし従来規制がなかった分野に横断的に規制の網をかけた平成18年金商法の改正は重要かつ必要なものでありました。その当時はプロ向けファンドの実態も不明であり，適格機関投資家等特例業務について届出制を採用した上で業者や投資家保護に関する情報やノウハウを蓄積し，今般の見直しに至ったことは，投資家保護を図りつつ過剰規制を回避し得る点で賢明なプロセスであったと評価できましょう。同制度が既に着目している投資者の属性・人数に加えて，ベンチャー・ファンドの特則や適格機関投資家等の出資が形骸化している場合を排除する等の規制が導入される予定です。ベンチャー・ファンドは途中償還がないことや運用の条件などファンドの属性や商品設計に基づき定義されることになる点も注目されます。ファンドの目的や仕組み等に即した法的効果が付与される傾向が拡大しているといえましょう。

⑶　検討の視点と課題

運用型集団投資スキーム規制は，投信法上の投資信託・投資法人と金商法上の集団投資スキーム持分を２本の柱とします。いずれの持分も，金商法上の有価証券であり，それについては金商法が適用されます。投信法は私募投信を認め運用規制を緩和し，他方金商法上の集団投資スキーム持分は包括的・一般的に定義されているため，投信法上の仕組み規制の意義を明確に説明しづらくなっています。金商法は集団投資スキーム持分について仕組み規制ではなく業規制・開示規制・不公正取引規制を中心とした規制体系を採用しています。しかし，適格投資家向け投資運用業の特例や適格機関投資家等特例業務などにより，ファンド（集団投資スキーム）法制が投資者の属性•数や規模等により細分化する傾向があります。適格投資家向け投資運用業の特例は，個々のファンドに着目した規制ではありませんが，全投資者が適格投資家のみ，運用総額が200億円以下である場合に認められます。適格機関投資家等特例業務の見直しも，業者規制の特例という形式をとりながら，実質的には，ファンドの目的・規模，投資者の属性・数，ファンドの

仕組み等に応じて，場合によっては実質的な仕組み規制を取り込みつつ規制を細分化・洗練する方向性を志向しているといえましょう。

現行法における運用型の集団投資スキームに関する規制は，一覧性という観点からわかりにくいという欠点があるのみならず，規制の包括性と整合性という観点から問題が生じる可能性を内在していると考えられます。

主な方向性としては，次の２つが軸になると考えられます。第１は，投信法は一般投資家向けの公募型の集団投資スキームに特化することにより，投資家保護の目的をより前面に打ち出した仕組み規制を整備する方向です。運用方針を決定しそれについて有意義な開示をするとともに，場合によっては分散投資の原則などの運用規制を導入することも考えられます。しかし，仕組み規制および運用規制の強化は，投資信託の多様化・規制緩和を進める一方，不公正取引の禁止および適合性原則を確保した上で情報提供を充実し自己責任原則を浸透させるというこれまでの改革の方向性と整合しません。さらに，アクティブな投資手法の制限は集団投資スキームの発展を阻害しかえって一般投資家の利益に反する可能性があります。第２は，集団投資スキームとして投資信託・投資法人制度と集団投資スキーム持分制度を包括する統合的・横断的なファンド法を目指す方向です。業際問題に立ち入ることになるという障壁がありますが，この方向のもとでは，ファンドの目的や規模などに応じて投資者の範囲を画しつつ，仕組み規制を有するファンドと仕組み規制は課さず業者規制と開示規制を中心とするグラデーションのあるファンド規制がなされることになりましょう。

前述したドイツの近時の立法は，集団投資スキーム持分を包括的・横断的に資本投資法典の規制対象としながら，ファンドの運用業者またファンド類型によってはファンド自体にも着目したきめの細かい仕組み規制・商品規制を行うとともに，適用制限の規定を詳細に設けることにより，資金調達の必要性と投資家保護の要請とのバランスを図ることを意図したものと解されます。金商法は平成18年改正により集団投資スキーム持分を一般的に有価証券化することにより規制の横断化と柔構造化を図りました。これに対しドイツ法は，集団投資スキーム（ファンド）概念を基礎に，ファンド規制の横断化と柔構造化を図ったのです。日本でも，適格機関投資家等特例業務に関してジョイントベンチャー・ファンドの概念が入れられ，同制度の枠内で参加できる一般投資家の要件が緩和されることなどが想定されており，部分的には，ドイツ法の方向に向かっているとも考えられま

す。いずれの方向に進むにせよ，あるいはまた別の第３の道がとられるにせよ，仕組み規制の意義およびその在り方を再確認する必要があります。その際，ファンドの目的や規模等に応じて，一般投資家の参加をどこまで認めるか，一般投資家保護の条件は何かを明らかにする必要がありましょう。ファンドの類型によっては政策目的が全面に出ることもあり得（ベンチャー•ファンドなど），ファンドの類型に応じた政策的意義と根拠を十分に検討する必要があります。また，デリバティブ取引等の金融システムにとってリスクになり得る取引や行為について規制を行う場合には，ファンド規制として行うべきかどうかが，規制の実効性とあわせて考慮要因となるでしょう。ご静聴ありがとうございました。

報 告 2

投資信託の販売・勧誘に関する私法上の問題

一橋大学教授　角　田　美穂子

ご紹介にあずかりました一橋大学の角田でございます。それでは，早速，お手元の大会資料のレジュメに沿って報告を始めさせていただきます。

1　はじめに

(1)　問題意識

投資信託の販売・勧誘には，業規制として金融商品取引法（以下「金商法」といいます）による「金融商品取引業者」等に対する行為規制（以下，本報告では金商法をはじめとする金融監督に関わる法令，省令，自主規制によるルールの総体を「監督ルール」といいます）が適用されるとともに，金融商品販売法や民法といった民事ルールの規律も及びます。このように，ここでは監督ルールと民事ルールが対象を共有しており，両者は協働関係，すなわち，その解釈適用において相互に影響を及ぼしあう関係にあることには，おそらく，異論はないといえましょう。例えば，「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の勧誘・説明態勢に係る「業務の適切性」，そのなかでも「投資信託の勧誘にかかる留意事項」として，「投資信託は，専門知識や経験等が十分ではない一般顧客を含めて幅広い顧客層に対して勧誘・販売が行われる商品であること」を踏まえ，勧誘にあたって「顧客のライフステージ，財産の状況，投資目的等を踏まえたニーズを把握し，これに見合った商品を提供するとともに，顧客の知識，経験，投資意向に応じて適切な勧誘を行うことが重要である」（同監督指針IV－３－１－２(4)）とされておりますが，投資信託を勧誘・販売した行為が適合性原則違反・説明義務違反による不法行為に当たるとした民事裁判例にもこれと整合的な判断を見出されるところです。

ところで，投資信託は，少額投資であっても，分散投資が可能であるとともに，新興国等への海外投資や多様な金融技術，オルタナティブ投資へのアクセスをも可能とするという意味で，個人の金融資産を「貯蓄から投資へ」振り向け，金融資本市場の裾野を拡げる呼び水となることが期待された投資形態ということがで

きると思われます。しかしながら，市場の裾野の拡大は，明確な投資方針をもち，与えられた情報を理解した上でリスクをとる平均的な投資家像の枠に収まらない顧客層を出現させる上に，投資信託は，株式投資とは異なって「運用」に関する判断の専門家への委託を伴います。ここに，より保護の必要性の高い消費者類似の顧客層への配慮と，投資信託の特性に即した受託者責任の在り方を検討することが求められる契機があるということができます。

⑵　本報告の対象

以上の問題意識から，本報告では，監督ルールの改正の動向とその民事ルールへの影響いかんについて，検討を加えることにしたいと思います。

まず，投資信託の販売・勧誘に関わる監督ルールに目を向けたいと思います。直近の問題関心といたしましては，①運用会社・販売会社双方に対して「真に顧客のニーズに適う，より質の高い商品の提供に向けた態勢の構築」を求める「資産運用の高度化」，②販売会社の「投資信託の回転売買等手数料稼ぎを目的とした顧客本位とは言えない経営の問題」の改善，③「顧客が支払っている手数料の透明化等」が掲げられているところです（金融庁「平成26事務年度金融モニタリング基本方針」（平成26年９月11日），「平成27年事務年度金融行政指針」（平成27年９月11日））。これは，日本の投資信託市場の特徴をなしてきた２つの問題，すなわち，第１に諸外国に比べ販売されている商品数が多く，保有期間も短いこと，第２に毎月分配型など多頻度で分配を行う商品が市場を席巻してきたことに対して，市場の公正性・透明性という観点からのメスを入れることで，市場の健全な発展を期すこととした昨今の投資信託法制の抜本的改革の，延長線上に位置付けることができるものと思われます。その対応策の詳細は，先の神作報告で触れられたとおりですが，大まかにいえば，投資家目線での情報提供によって投資家の自立的な投資判断を支援するアプローチと，販売・勧誘における利益相反への対応に分けられます。本報告では以下，注目に値する民事裁判例が現れたこともあり，前者の問題，すなわち，情報提供に関する監督ルールの改正が民事ルールにいかなる影響を及ぼすかという問題に焦点を絞って検討したいと思います。

もちろん，投資信託の販売・勧誘における民事責任の問題としては，商品の複雑化・高度化という問題も看過し得ず，例えば，仕組債類似の複雑でハイリスクな投資信託を販売した業者の民事責任を問う裁判例も現れております。これは，個人投資家向けデリバティブ取引の民事責任の応用問題ですが，その前提になる

のは，投資信託の投資家保護の在り方をどう考えるかについての基本的考察であると考えられ，時間の制約もあり，本報告では扱わないこととさせていただきます。

2　投資信託の販売における「説明」

⑴　毎月分配型投資信託の販売における説明義務違反が争われた事案への着目

以上の問題関心から，毎月分配型投資信託の販売における説明義務違反が争われた事案（第１審：東京地判平26．３．11金法2015号117頁，控訴審：東京高判平27．１．26金法2015号109頁）を取り上げることとしたいと思います。本件では，毎月支払われる分配金（本件では「収益分配金」）の原資として元本を取り崩して行われること，すなわち，「分配金の由来として運用収益以外のものが含まれていること」（本件事実Ａ），「そのため分配金が分配されていることが必ずしも良好な運用実績を意味しないこと」（本件事実Ｂ）を十分説明しなかったことが問題とされ，第１審が販売会社のみならず投資信託の運用を担う投信委託会社にも不法行為責任を肯定したのに対し，控訴審は，目論見書に記載はなかったが口頭による説明はなされていたとして責任を否定しています。

本件の特徴は，以下の３点です。

第１に，問題となった金融商品が我が国の投資信託市場を席巻してきた多頻度分配型投資信託であったこと。

第２に，原告が問題となった投資信託を最初に購入して約８カ月後に金融庁が「平成22年事務年度　金融商品取引業者等向け監督指針」の改訂を公表し（平成22年11月25日），それを受けて投資信託協会が改正した規則（平成23年11月17日付）では，問題とされた事項を目論見書に記載することが求められております。この監督ルールの改正の民事ルールへの影響いかんが問われたということです。

第３に，投資信託の販売会社（Y_1銀行）のみならず投資信託の運用を担う投信委託会社（Y_2投信）の民事責任が問われたことです。

第１点と第２点は，先に述べましたとおり，本件は投資信託の販売・勧誘に関するもっとも基本的で典型的な事案であったということですが，それにもかかわらず，第１審と控訴審とで判断が分かれた点それ自体，興味深いと考えております。第３点については，管見の限りでは本件第１審を除けば先例はありません。

⑵　適用法規――監督ルールと民事ルールの交錯

本件のもう１つの特徴として，金融商品の販売・勧誘に関わる適用法規の複雑

さ，錯綜振りも指摘することができます。というのも，監督ルール，民事ルールともに，一般則と特則，一般不法行為と特別不法行為とが存在しており，その相互の関係について意識的な議論がなされてきたとは言い難い状況にあると思われます。

まず，監督ルールに目を向けますと，「勧誘」にあたっては適合性原則の遵守（金商法40条１号），「販売」に際してはいわゆる「実質的説明」が求められております（広義の適合性原則に照らした説明が求められる。金商法37条の３，金商業等府令117条１項１号）。これが，投資信託の販売ということになりますと，後者で義務付けられる契約締結前書面の交付が，目論見書の交付をもって代えることとされている（金商法37条の３第１項ただし書，金商業等府令80条１項３号）。この目論見書の作成にあたりましては，もちろん，開示規制の厳格かつ詳細な監督ルールが及ぶこととなります（金商法15条，金商業等府令117条１項２号）。

これら監督ルールの違反は，原則として，直ちに当事者の権利義務の根拠となるものではありませんが，「販売・勧誘」は，売買契約の締結とその契約締結前の債権債務関係と捉えることができることから，民事ルールを支える私法理論と密接な関係にあることを意識する必要が出てまいります。

そして，適合性原則は，それを「著しく逸脱した勧誘行為は不法行為法上も違法となる」とした最一小判平17．７．14（民集59巻６号1323頁）によって民事ルールと連結されているところであり，実質的説明義務についても，契約締結に先立ち「契約を締結するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報を相手方に提供しなかった場合」には，信義則上の説明義務違反に基づき不法行為による賠償責任を負うとする判例法理が確立しております（最二小判平23．４．22民集65巻３号1405頁）。

しかしながら，先の監督ルール上の特則として，契約締結前書面の交付を目論見書交付に代えていることは，別個の民事ルールの発動をもたらすこととなります。それが，目論見書に開示規制違反の記載により損害を被った投資家に損害賠償を認める金商法上の民事責任規定（以下「目論見書責任」といいます）です。いうまでもなく，この責任法理は開示規制を基底におくもので，投信委託会社は有価証券の発行者として，その記載内容の適切性につき第一次的責任を負う。すなわち，目論見書や資料に「誤解を生じさせないために必要な事実の記載が欠けた」ために生じた損害に対して，販売会社は目論見書「使用者」として立証責任

の転換された過失責任（金商法17条）を負うのに対し，投信委託会社は有価証券「発行者」として無過失責任を負い（対象は「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けた」目論見書（同法18条２項），また賠償責任額は法定され，原状回復的損賠賠償を認めています（同法19条））。

⑶　投資家の自己決定権保護の在り方

ａ　第１審と控訴審を分けたもの

ところで，本件事案の第１審と控訴審は，説明義務違反の判断基準について異なる判示をしており，この点も注目に値すると思われます。第１審は，投資家の関心事である毎月の収益分配金が，元本の一部払戻しにすぎなかった点を「金融商品としての最も基本的な性質に関わる事実」であり，分配金の支払実績がファンドの運用実績ではないことも「投資判断に供するために不可欠の事実」であるとして，「平均的な一般投資家」の理解能力を前提に「説明すべき義務」を措定し（「熟知している」場合のみを例外視），義務違反を肯定しました。

これに対して控訴審は，「対象となる商品の仕組み，特性，リスクの内容と程度等について，当該顧客の属性，すなわち，投資経験，金融商品取引の知識，投資意向，財産状態等の諸要素を踏まえて，当該顧客が具体的に理解することができる程度の説明をすべき信義則上の義務があり，同義務の違反は不法行為を構成する」として，商品特性と投資家の属性との総合考慮によるとの判断枠組みを示しました。

この相違をもたらした原因は，第１審は，説明義務に仮託して目論見書責任の法理を示したのに対し，控訴審は，説明義務の判例法理に依拠しつつ，実質的説明義務の考え方を反映させた判断枠組みを示したためと考えられます。第１審が，説明義務違反を認めた上で，このような「趣旨は，社団法人投資信託協会が，金融庁からの監督指針の改定に伴い…（交付目論見書の作成に関する規則等の一部を改定して，計算期間中に発生した収益を超えて分配金が支払われることの意味についてイメージ図を含めて）記載することとしたという…認定事実にも沿う」と述べていることも先の理解とも整合するように思われます。他方でまた，控訴審は，金商法上の目論見書責任の判断基準は上記の説明義務と同一であるとの判示をしています。すなわち，本件事案を通して，目論見書責任法理と実質的説明義務との関係をいかに捉えるべきかという課題が提示されているということができます。この点については，後にもう一度，検討したいと思います。

b　投資信託における自立支援型の投資家保護

次に，レジュメの控訴審判決の判示をご覧いただきたいと思います。

> 本件事実ＡＢにつき,「投資信託である以上当然の事柄ともいえる反面…顧客の個別事情いかんによっては，当該投資信託を購入するか否かに関する判断に影響を及ぼすべき情報」であるから，「特にこれまで投資信託を購入した経験がなく，預貯金から資金を移すような顧客においては，勧誘時の具体的なやり取りを通じ，あたかも分配金の分配実績が運用実績を意味するかのような誤解を生じかねない面もある」として，説明義務の対象となることを肯定
>
> もっとも，本件では,「X_1が企業経営に関与し，投資信託に係る５年以上の投資経験を有していたことに照らせば」，そのような誤解があったとは想定し難いし，Ｃの説明に対する応答ぶりからY_1銀行の説明義務違反を否定

これは傍論ですけれども，本件事実 AB について「投資信託である以上当然の事柄ともいえる反面」，説明義務の対象となることを肯定したことは，事案の解決に結び付くものではないとはいえ，本報告の問題意識からいたしますと注目すべき点であると考えます。

といいますのも，ここには，投資信託が個人の金融資産を「貯蓄から投資へ」振り向け，金融資本市場の裾野を拡げる呼び水となることを期待されているために個人投資家の中に消費者類似の顧客層が含まれていることに加え，投資信託の購入は株式投資とは異なって運用判断を専門家にゆだねることを含む組成された商品の選択であることへの配慮がうかがわれるからです。つまり，この判示は，傍論ながら，家計から資産を投じた消費者類似の個人投資家との関係では，業者が公法上専門家として負っている「受託者責任」を消費者保護を加味してより高度な義務となることを踏まえた私法上の義務を示したものと捉えることができます。この点は公私協働という点からも注目に値するでしょう。

以上の推測が正しいとすれば，この判示にはより重大な２つの問題提起も含まれているように思われます。１つが監督ルールとの関係であり,「特にこれまで投資信託を購入した経験がなく，預貯金から資金を移すような」要保護性の高い顧客層との関係では,「個別事情のいかんによっては」監督ルール改正を前倒しで信義則上の説明義務の内容に取り込む可能性を肯定したと読むことができる点で，このこと自体，報告者といたしましては積極的に評価すべきであると考えており

ます。

もう１つが損害論との関係です。本件とは離れて，仮にこのような説明義務違反が認められた場合に，本件でXらが主張したような原状回復的損害賠償，言い換えますと，経済的自己決定権侵害が認められて取引的不法行為が成立する場合の効果としてデフォルトルールとなっております金融商品販売法６条にいうところの「元本欠損額」に相当する損害賠償が認められるであろうかという問題です。ここには，消費者性の強い個人投資家層の「誤解」を利用した販売という行為態様への非難のみならず，そのような「誤解」が蔓延している投資信託市場の構造的問題への対処という意味が込められているともいえそうであり，運用次第では，あたかも預金同様の元本保証という限度で期待権的利益をも保護する可能性もあるように思われます。少し補足いたしますと，これは，説明義務違反と損害の因果関係に関わる問題で，説明義務違反の対象が拡張して，説明が適正に行われていれば当該投資は行わなかったはずであるとの高度の蓋然性までは認められず，相当程度の可能性にとどまるのであるとすれば，そこにいう損害は経済損害から期待権的利益の侵害へと一歩踏み出しているということです。

3　投資信託委託会社の民事責任の可能性

⑴　投資信託委託会社の民事責任の法律構成

これは１つには，民事責任法理として「目論見書責任」と契約締結過程における信義則上の「説明」義務違反という特別不法行為と一般不法行為の関係をどう考えるかという問題です。もう１つは，投資信託委託会社の共同不法行為責任を問題とする場合に，主観的・客観的共同関連性を認めて「共同の不法行為」とみるのか（民法719条１項），それとも，販売会社の不法行為に対する「幇助」（同法719条２項）という構成を探るのかという問題です。

裁判におきましては，第１審は，説明義務違反の共同不法行為責任を認める判断をしていたところ，控訴審では，説明義務の共同不法行為と目論見書責任が検討され，いずれも否定されております。

ａ　目論見書責任の成立要件

ここで，レジュメの控訴審の「金商法17条又は18条の責任の成立要件」をご覧いただきたいと思います。

「誤解を生じさせないために必要な事実」の解釈が「同法の委任を受けた政省令等

の定めによって限定されるものと解すべき根拠はない」。その責任の趣旨は「投資判断の前提となる資料を確実にし，投資者の保護を図ることにあ（り，それは）…信義則上の説明義務による投資者保護と共通する…信義則上説明すべきものとされる事項の内容や程度は，当該顧客の属性を踏まえて個別具体的にしか定まらない…そうすると，本件各目論見書においては…それ自体直ちに不備ということはできず，重要事項についての虚偽記載に該当するとはいえない」

これは，開示規制の民事的エンフォースメントである目論見書責任に関する判示部分ですけれども，目論見書責任の趣旨が「投資判断の前提となる資料を確実にし，投資者の保護を図る」点で説明義務と共通であることを根拠に，違法性判断基準についても同一だとの理解が示されています。しかし，この点については，議論の余地があるように思われます。

といいますのも，先に確認をいたしました特別の要件・効果は，この特別不法行為法の担うべき機能に即して定められたものであって，また，開示規制において問題とされる不実記載等は特定個人ではなく市場一般に向けたものを想定しており，契約締結前の接触において表意者の意思形成を歪める説明義務とは次元を異にするように思われるからです。

b　信義則上の説明義務違反

次に，レジュメでその下に書きました「Y_2投信の信義則上の説明義務違反について」をご覧いただきたいと思います。

「投資信託の販売において，顧客への説明に関する業務は，委託会社が受益証券発行の際に目論見書の作成を行い，販売会社が受益証券の募集の際に目論見書の交付を行うという形で分担されるから，本件において説明義務を負う主体は，第一義的には，Xらに対して本件投資信託の販売を勧誘し，直接の売買契約関係に立つY_1銀行であると解される。したがって，この点からして，Y_2投信には，特段の事情のない限り，信義則上の説明義務を認めることはできない。さらに，本件においては…Y_1銀行において信義則上の説明義務違反が認められないのであるから，特段の事情があるともいえず，Y_2投信の信義則上の説明義務違反は認められない」

ここでは，「説明」に関する業務分担を踏まえて投信委託会社の説明義務違反の共同不法行為の可能性について述べられています。この点，第一義的に説明義務を負うY_1銀行の義務違反がなかったために，「特段の事情」の具体化は今後の課題

として残されております。

しかしながら，むしろ，控訴審が肯定した投信委託会社の民事責任の可能性は，控訴審自身が信義則上の説明義務の判断のなかで指摘した，分配金を「利回り」のように捉えがちな「消費者」の誤解を利用した「販売」に不法行為を認めるという問題意識を機軸に据えた上で，そのような「販売」と投信委託会社の関係のなかに民事責任を認める契機を直截に問う法律構成が探られるべきなのではないでしょうか。すなわち，目論見書等への「記載」よりはむしろ，販売・勧誘に影響を及ぼしている投信委託会社の「行為」に着目するというアプローチです。以下では，この第３の法律構成の可能性について考えてみます。

⑵　投資信託委託会社の受託者責任――商品開発者としての責任

確かに，投信委託会社は，業務として販売・勧誘を行うものではなく，販売・勧誘の現場に居合わせることもありませんが，しかし，毎月分配型投資信託の市場の席巻を支えてきた「商品開発」を担っていることは看過できないように思われます。

我が国の投資信託市場において「分配金利回り」が売れ筋を決めていること，分配実績を維持して訴求力を高めようと海外資産への投資，デリバティブ組込みによる複数の収益源が確保されることによって投資家に過剰なリスクが負担させられていること，一般的傾向としての分配金に対する理解不足は，つとに指摘されてきたところです。「日本の投資信託の発展は，誤解と錯覚が支えてきた」との評すらあるくらいです。このような事態を受け，監督ルールにおいては「資産運用業の高度化」が重要な課題と認識されており，投信委託会社に対して受託者責任を踏まえた商品開発・運用が求められているところです（金融庁「金融モニタリングレポート」（平成27年７月）90頁以下）。この関連では，EU におきましては，金融商品市場指令の改革により金融商品の「製造業者（Manufacturer）」という概念を用いて，「製造業者の商品ガバナンスに関する義務」という考え方の導入が予定されていることが注目に値すると思います。それによれば，「プロダクト・デザインに際しては，商品毎に潜在的にターゲットとする市場を特定し，それにより，当該商品の顧客のニーズ，特性，目的に商品が適合していることを確認できるようにすべきである。この過程においては，業者は，ニーズ，特性，目的からして当該商品が適合しない顧客類型・グループを明らかにしなければならない」とされています（施行は2017年１月。現在は草案段階です。ESMA, Consultation Paper

MiFID II/MiFIR, ESMA/2014/549, p. 46)。そのほか，重要情報書面（Key Information Document）に関する規則におきまして，この金融商品の製造業者にリテール投資家の誤認防止に重大な責務を負わせているEU規則（Regulation（EU）No 1286/2014）が制定されている（2014年11月）ことも指摘しておきます。

これらの動きは，公私協働という考え方からすれば，民事ルールにとって無縁ではいられないと考えます。投信委託会社が「投資運用業者」として，監督ルール上，誠実公正義務（金商法36条）に加えて，投資家（受益者）との関係で忠実義務と善管注意義務を負っている（金商法42条１項・２項）ことを踏まえ，次のように考えることができるのではないでしょうか。

すなわち，投信委託会社には，販売会社が消費者性の高い投資家の誤認を利用して販売したような不法行為が認められる場合に，そのような販売に資する商品開発を行った点において，少なくとも，過失による幇助として共同不法行為責任（民法719条２項）を負うと言ってよいのではないでしょうか。レジュメに挙げました裁判例にありますように，「幇助」は「教唆」と異なり，故意を必要とせず，一定の義務を措定した上でその義務違反，すなわち過失をもって，共同不法行為が成立するとされております。最二小判平13．３．２（民集55巻２号185頁。カラオケ装置リースにあたりリース業者に著作物許諾契約締結等確認した上で引き渡す義務を認めて過失による幇助を肯定），知財高判平20．９．30（判時2014号133頁。法務局に違法複製抑止の対応を図る義務違反があったとして過失による幇助を肯定）が参照に値すると思われます。

以上，駆け足ではございますが，近時の一裁判例を手掛りとしながら，我が国における典型的な投資信託の販売・勧誘に関する私法理論上の課題について，若干の整理と問題提起をさせていただきました。実務にお詳しい会員の皆様のご指導を賜れましたら大変幸いでございます。ご清聴，誠にありがとうございました。

【補遺】

報告で取り上げた毎月分配型投資信託に関する東京高判平27．１．26は，上告・上告受理申立てがなされていたところ，平成27年９月16日に最高裁第二小法廷が上告棄却および上告不受理の決定を下したことで確定している（平成27年(オ)第703号，平成27年(受)第883号）。

報 告 3

投資信託受益権の共同相続

京都大学教授　佐久間　　毅

1　はじめに

佐久間です。どうぞよろしくお願いいたします。

昨年，共同相続財産のなかに投資信託の受益権が含まれる場合について，相続人間での財産帰属の在り方を明らかにする２つの最高裁判決がありました。最三小判平26．２．25（民集68巻２号173頁）と，最二小判平26.12.12（金法2014号104頁）です。この報告では，これら２つの判決をもとにして，共同相続における財産の帰属の在り方に関する判例法理を検討します。

2　共同相続における財産の帰属の在り方に関する判例（概要）

はじめに，この問題に関する従来の判例を，簡単に確認しておきます。

共同相続が開始した場合，相続財産に属する財産は，相続人の共有に属します。判例によれば，ここにいう共有は，解消の方法については遺産分割手続という特殊な手続に服するものの，民法249条以下の規定する共有とその性質を異にするものではありません。これによると，所有権など多くの権利は，共同相続の開始により相続人の共有または準共有となります。しかし，可分債権は，相続開始と同時に当然に分割され，各相続人がその相続分に応じて取得します。民法427条が民法264条ただし書にいう「法令の特別の定め」に該当するからです。このため，可分債権は，原則として遺産分割の対象になりません。

これによると，共同相続における財産の帰属の在り方について，次の２つがとくに重要な問題となります。

第１に，相続財産のうちどのような財産が，可分債権またはそれと同様に扱われるべきものとして，相続開始と同時に当然に相続分に応じて分割されるのか，という問題です。

第２に，遺産分割までの間に，相続人の共有に属する財産に変動を生ずることがあります。その場合に，新たに生じた財産はどのように扱われるのか，遺産分割の対象に含まれるのかどうか，という問題です。

第１の問題に関しては，判例上，相続開始と同時に当然分割となるものに，貸金債権や預金債権などがあります。これに対し，当然分割にならないものに，金銭や定額郵便貯金債権などがあります。

第２の問題に関しても，いくつかの判例があります。そのなかで，後で意味を持つことから，１つだけ確認しておきます。すなわち，相続財産たる金銭が相続開始後に銀行に預金された場合に，各相続人による相続分に応じた預金債権の取得を認めないものとする判例があります。

3　２月判決とその意義

これらを踏まえて，昨年の２つの最高裁判決の意義を検討します。

まず，最三小判平26．２．25からです。この後，この判決を「２月判決」と呼ぶことにします。

⑴　判決の概要

２月判決では，MRF などの委託者指図型投資信託の受益権のほかに，株式と個人向け国債について，相続開始により当然に相続分に応じて分割されるのかどうかが，問題になりました。

最高裁は，いずれについても，当然分割を否定しました。その際，次のことが理由とされています。

まず，株式については，株式は株主たる資格において会社に対して有する法律上の地位を意味し，株主はこの地位に基づいていわゆる自益権と共益権とを有することです。

投資信託受益権については，①口数を単位とするものであることと，②権利の内容として，法令上，償還金などの金銭の支払請求権のほかに，委託者に対する監督的機能を有する権利が規定されており，可分給付を目的とする権利でないものが含まれていることです。

個人向け国債については，法令上，一定額，ここでは１万円という額をもって権利の単位が定められ，１単位未満での権利行使が予定されていないことです。

そうすると，２月判決が挙げる当然分割の否定の理由は，２つにまとめることができます。１つは，当該財産が可分給付を目的とする権利でないものを含む法的地位または権利であることです。もう１つは，最低単位の定めのある権利であることです。

⑵　共同相続の開始により各相続人に当然分割承継される権利

２月判決で問題となった３つの財産のうち，国債は，債権の１つです。そのため，国債については，民法427条の適用が問題となります。

従来の判例において，分割債権とされたのはすべて金銭債権です。もっとも，金銭債権がすべて分割債権とされるわけではありません。例えば定額郵便貯金債権については，当然分割が否定されています。２月判決は，個人向け国債について，最低単位の定めがあることを理由に当然分割を否定しました。最低単位の定めがあると，権利を割り切れない場合が出てきます。例えば，１万円単位の債権は，３分の１ずつ持分を有する３人の債権者に等しい割合で分けることができない場合があります。債権額が100万円のときがそうです。このように，権利に最低単位の定めがあると，数人の債権者が「等しい割合で権利を有」するという，民法427条の定める状態が当然には実現されません。このため，分割債権になりません。国債に関する２月判決は，このことを明らかにしたものと考えられます。

このように述べますと，いまの日本ではすべての債権が１円単位の権利ではないのか，ということが問題になりそうです。確かに，例えば現実の支払は，１円単位でしか受けられません。しかし，それは，債権が１円単位のものとなっている，というのとは異なります。例えば100万円の３分の１の金額の債権を保有することについて，一般的な制限は存在しません。権利の行使の方法が，その時点での発行通貨の額面価格の単位によって制約されることがある，というだけのことです。

次に，投資信託受益権と株式についてです。

これらは，債権ではありません。包括的な権利または法的地位です。ですから，民法427条が直接適用されることはありません。ただ，例えば実質的に可分債権と同視し得るといった理由から，相続開始による当然分割が認められないのかが問題となり得ます。実際，２月判決の事案に含まれていたMRFなどについては，一般の感覚として預金に近いものと捉えられている，そうであれば預金と同様の扱いをすることが考えられる，と説かれることがあります。

しかしながら，このように考える場合であっても，例えばMRFの受益権は，相続開始により当然に分割されることにならないと思われます。口という権利の単位があり，取引はこの口単位ですることになっているため，最低単位の定めのある権利であると解されるからです。

ところで，金銭も，金銭債権と類似することから金銭債権と同様の扱いがされてよい，と指摘されることがあります。しかし，相続の開始による当然分割は，判例上否定されています。確かに，金銭に対する権利は，感覚的には，金銭債権とあまり変わらないようにも思えます。ただ，そうであるとしても，金銭に対する権利は，通貨という物に対する権利です。そのため，通貨の額面価格の単位によって制限された権利でしかなく，今の日本では１円未満に分けることはできません。したがって，相続開始と同時に当然に分割されることはない，ということになります。

一般的な感覚でいえば，金銭に対する権利は金銭債権に近く，一部の投資信託受益権は預金債権とあまり変わらない，と言ってよいように思います。ところが，判例上，金銭に対する権利も，投資信託受益権も，共同相続の開始による当然分割は否定されています。金銭債権とのこの扱いの違いは，権利の性質または内容の違いに由来するものです。そうであれば，債権以外の権利について共同相続の開始による当然分割が判例上認められることはないだろうと，推測してもよいのではないかと思います。

4　12月判決とその意義

⑴　判決の概要

続いて，最二小判平26.12.12について検討します。この後，この判決を「12月判決」と呼ぶことにします。

12月判決の事案では，共同相続された投資信託受益権について，元本償還金または収益分配金，以下では元本償還金等と呼ぶことにしますが，元本償還金等が発生しました。そして，その元本償還金等が，受益権の販売会社にある被相続人名義の口座に，預り金として入金されました。この預り金の返還債権について，相続分に応じた当然分割となるかどうかが争われました。

12月判決は，当然分割を否定しました。その理由としては，２月判決が示した考え方，投資信託受益権は相続開始と同時に当然に相続分に応じて分割されることはない，ということを前提として，元本償還金等の交付を受ける権利はそのような受益権の内容を構成するものであることが挙げられています。

⑵　相続による承継を考える際の「権利」

受益権は当然分割の対象にならないとしても，具体的に発生した元本償還金等の交付を受ける権利については，金銭債権であり各相続人が相続分の割合に応じ

て取得する，とする捉え方もあり得るように思えます。しかし，12月判決は，元本償還金等の交付を受ける権利は投資信託受益権の内容を構成するものであると述べて，これを否定しています。投資信託受益権の財産としての価値は，元本償還金等を受け取ることにあるといってよいと思われます。そうであれば，元本償還金等の交付を受ける権利の当然分割を認めることは，投資信託受益権について当然分割を否定することの意味を失わせることになります。元本償還金等を受け取る権利が相続開始後に具体化することは，投資信託受益権が相続された場合には当然のことですから，このことを何ら変えるものではありません。したがって，投資信託受益権の当然分割を否定する以上，元本償還金等の交付を受ける権利の当然分割を認めることはできません。

そうすると問題になるのは，相続による承継を考えるべき権利を投資信託受益権とし，元本償還金等の交付を受ける権利はその受益権の内容を構成するものであり受益権と別個に承継の対象になるものではない，とすることの当否ということになります。

例えば，預金契約から預金者に生ずる権利について，預金債権は，預金者の地位と別に，それ自体が相続による承継の対象とされています。「預金債権は預金者の法的地位の内容を構成する権利であり，預金者の地位は相続開始により当然分割されることはないため，預金の払戻しを受ける権利も当然分割にならない」，とはされません。そこで，ここでの問題は，相続による承継の対象とされる財産または権利の単位はどのようにして定まるのか，ということになります。

この問題について，一般的で説得力のある考え方を示すことは，今の私にはできません。ただ，投資信託受益権に関しては，次のことを指摘することができようかと思います。

権利のなかには，いくつかの権利や権能を束ねて１個の権利として構成されているものがあります。そのような包括的権利については，包括的権利１個が相続による承継の単位とされ，これを構成する個々の権利や権能をそこから分離して別個に承継の対象としないことが従来の一般的な扱いである，ということができます。ところで，投資信託は信託の一種であり，投資信託受益権は信託受益権の１つです。そして，信託受益権は，信託法により，受益債権とその確保のために認められる監督的権利その他の権利から構成される，１個の権利であるとされています。そうであれば，相続開始により承継されるのは投資信託受益権であり，

受益債権に当たる元本償還金等の交付を受ける権利の承継が別個に問題とされることはない，とすることが従来の扱いに沿うことになります。

⑶　遺産共有に属する財産に相続開始後に生じた変動の処理

12月判決の事案では，元本償還金等は，被相続人が生前にした契約に従って，受益権販売会社にある被相続人名義の口座に入金されています。これにより投資信託受益権に基づく元本償還金等の交付を受ける権利は消滅し，相続人は，販売会社に対して預り金の返還を受ける権利を取得します。そこで，この預り金債権をどのように扱うかが問題になります。

12月判決は，この預り金債権について，相続分に応じて当然に分割されることはないとしています。ただ，投資信託受益権に基づく元本償還金等の交付を受ける権利から預り金債権に代わっても分割されることにならない理由は，とくに述べられていません。

ここでの預り金債権は，投資信託受益権の内容を構成するものではなく，それとは別の金銭債権です。そうであれば，投資信託受益権は共同相続人の準共有に属するとしても，預り金債権は分割債権である，とされてもよいように思えます。

もっとも，相続財産に属する金銭が相続開始後に預金された場合に，その預金債権は相続分に応じて当然に分割されることにはならない，とした先例があります。これについては，当該事情のもとでは遺産共有に属する金銭の管理が預金の形でされているだけであると認められるため，銀行への預入れによって財産の性質が変容したと捉えるべきではない，ということによるものであるとする指摘があります。本件においても，これと同様の判断がされたと考えることができます。すなわち，本件の預り金は，被相続人がした契約に基づいて，相続人の関与なしに，元本償還金等が口座に入金されたことによるものです。そのため，ここでは，元本償還金等という相続人の共有に属する金銭が預り金の形で保管されているのと同じ状態である，とみることができます。そうであれば，財産の性質の変容は認められず，預り金債権が相続分に応じて分割されることはありません。そうすると，この点でも，12月判決は従来既にみられたのと同様の判断をしたことになります。

5　おわりに

これまでの判例において，共同相続の開始による当然分割が認められたのは金銭債権だけでした。その他の権利については，金銭債権との実質的類似性が指摘

されることのある権利も含めて，当然分割が認められたものはありません。２月判決は，おそらく預金債権との区別があまり意識されることのない投資信託受益権について，当然分割を否定しました。これは，従来の判例に一致するものです。

次に，２月判決・12月判決ともに，信託受益権の相続による承継を問題とし，それを構成する権利の１つである受益債権の承継を別個に取り上げることはしていません。これも，包括的権利の場合にはその相続による承継を考え，内容たる権利の承継を別個に問題とすることはないという，従来の一般的立場に一致するものです。

さらに，12月判決では，投資信託受益権の元本償還金等が預り金債権に姿を変えた場合に，その預り金債権について当然分割を否定しました。これも，相続財産たる金銭が預金債権に姿を変えた場合に関する既存の判例と同一の考え方によるものと解されます。

このようにみれば，本日取り上げました２つの判決は，共同相続の場合における相続人への財産帰属の在り方に関する従来の判例の立場に沿うものと評価することができます。

共同相続の場合に，民法427条により当然分割となる財産を認める判例の立場には，批判があるところです。私の報告は，その当否に立ち入ろうとするものではありません。ただ，判例それ自体についていえば，民法の規定に根拠を持つ一貫性のある立場が形成されてきている，とみることができるのではないかと思います。

これで報告を終えさせていただきます。

ご清聴を下さり，誠にありがとうございました。

報 告 4

債務者が有する投資信託受益権からの債権の回収

神戸大学教授　山　田　誠　一

1　はじめに

山田誠一でございます。4番目の報告として、債務者が有する投資信託受益権からの債権の回収について、ご報告を差し上げます。

本報告の基礎にある問題関心は次のようなものです。投資信託という金融商品が、社会経済のなかで、重要性を高めています。そのような投資信託のなかには、銀行預金と社会経済上類似の性格を有するものがあります。また、今日では、投資信託が、銀行で販売されています。これらの事情を背景にして、債務者が投資信託受益権を有する場合、債権者はその投資信託受益権からどのように債権回収をすることができるかという問題について、安定した解決が与えられること、また、その解決が合理的なものであることが必要であります。本報告では、このような課題に答えるために、投資信託受益権とは、財産として、どのような性質を有するものであると理解すべきであるかという関心に立って、検討を行いたいと考えおります。

まず、投資信託の種類について、一言申し上げます。投資信託及び投資法人に関する法律は、投資信託には、委託者指図型投資信託と、委託者非指図型投資信託とがあり、証券投資信託は、委託者指図型投資信託であって、主として有価証券に対する投資として運用することを目的とするなどの要件を満たすものであると定めています。そして、委託者非指図型投資信託は、投資信託協会の資料である「日本の証券投資信託2014」によりますと、平成26年末現在、存在しておりません。他方で、同じ資料によりますと、平成26年末の公募証券投資信託である株式投資信託の残高は約77兆円、同じく公募証券投資信託である公社債投資信託の残高は約16兆円です。なお、平成26年末の国内銀行の実質預金の残高は、日本銀行の金融経済統計年報によると、660兆円です。本報告では、このような規模を持つ委託者指図型公募投資信託について、検討を行うことといたします。

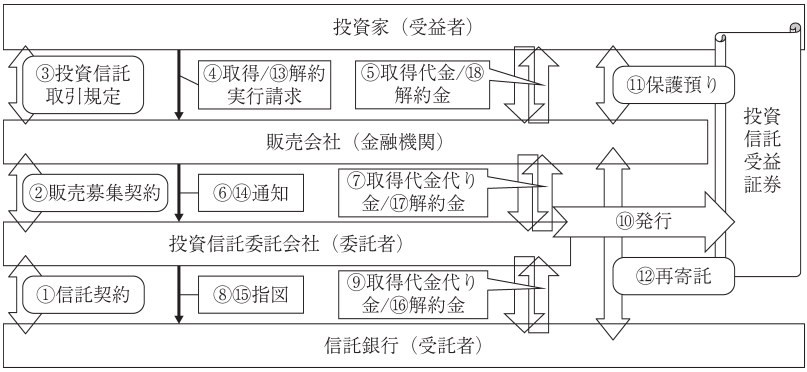
2　投資信託振替制度移行前

⑴　投資信託振替制度移行前の投資信託受益権の取得と解約等

投資信託については、平成19年１月４日に投資信託振替制度に移行しています。しかし、振替制度移行前における事案について、最高裁判決があり、その最高裁判決は、振替制度移行後においても、参考になる考え方を示していると思われます。そこで、まず、投資信託振替制度移行前の投資信託受益権についての法律関係を説明することにします。資料の**図１－１**を、ご覧下さい。まず、投資信託の組成です。投資信託委託会社と信託銀行との間で、信託契約が締結されます。**図１－１**中の①です(以下、番号のみを申し上げます)。それとともに、投資信託委託会社と販売会社との間で、販売募集契約が締結されます。②です。この２つの契約で、投資信託が組成されると考えることができます。

このようにして、組成された投資信託について、投資家が販売会社から投資信託受益権を取得しようとすると、まず、基本契約としての投資信託取引規定に基づく契約が締結され、それとともに、投資家が、投資信託の銘柄、口数等を定めて、販売会社との間で、投資信託受益権を取得する契約を締結します。また、投資家は、その契約に基づいて、販売会社に対して、投資信託受益権の取得代金を支払います。基本契約については、③であり、投資信託受益権を取得する契約については、④です。また、④の契約に基づいて、投資家が販売会社に対して支払う取得代金の支払については、⑤です。この後、販売会社は、④の内容を投資信

【図１－１】　投資信託振替制度移行前の取得と解約
(神田秀樹＝神作裕之＝みずほフィナンシャルグループ『金融法講義』329、333頁参照)



託委託会社に通知をし、また、⑤の取得代金の代り金を、投資信託委託会社に支払います。販売会社の通知は、⑥であり、販売会社から投資信託委託会社への取得代金代り金の支払は⑦です。さらに、投資信託委託会社は、信託銀行に、⑥の通知の内容を指図し、また、⑦の取得代金代り金を、信託銀行に支払います。投資信託委託会社の指図は⑧であり、投資信託委託会社から信託銀行への取得代金代り金の支払は⑨です。これを受けて、信託銀行は、公社債、株式などの有価証券を購入するなど運用をすることになります。他方で、投資信託委託会社は、投資信託受益証券を発行します。投資信託受益権を取得した投資家は、発行された投資信託受益証券を販売会社に保護預りとし、販売会社は信託銀行に対し再寄託します。投資信託受益証券の発行は⑩であり、保護預りは⑪であり、また、再寄託は⑫です。

投資信託受益権を取得した投資家は、いずれ、その投資信託を換金します。その換金のための一般的な方法は、投資信託の解約です。投資家は、販売会社に対して、投資信託の銘柄、口数等を定めて、解約実行請求をします。⑬です。続けて、販売会社は、⑬の解約実行請求の内容を、投資信託委託会社に通知します。⑭です。これを受けて、投資信託委託会社は、信託銀行に対して、⑭の通知の内容にしたがって、信託契約を解約します。⑮です。信託銀行は、公社債、株式などの有価証券を売却するなどします。信託銀行は、解約金を、投資信託委託会社に支払い、投資信託委託会社は、販売会社に解約金を支払い、そして、販売会社は投資家に解約金を支払います。それぞれ、⑯、⑰、⑱です。

⑵　受益者の債権者による投資信託の解約実行請求と解約金支払請求権の差押え（最一小判平18.12.4民集60巻10号3914頁）

振替制度移行前において、投資信託受益権は、このような仕組みを持つものでありました。投資信託受益権を有する投資家に対する債権者が、その投資信託受益権から債権を回収しようとした事案に対する最高裁判決が、最一小判平18.12.14（民集60巻10号3914頁）です。資料の**図１－２**をご覧いただけますと幸いです。**図１－１**の上に、差押債権者と、差押えに関連する項目を、書き加えたものです。投資信託の解約は、**図１－１**で説明しましたように、通常は、投資家の販売会社に対する解約実行請求に基づいて行われます。本件では、その解約実行請求を、差押債権者が行ったという点に着目すべきです。差押債権者が、投資家が販売会社に対して将来有することとなる解約金支払請求権について差押えをしました。

【図１－２】　投資信託振替制度移行前の受益者の債権者による差押え

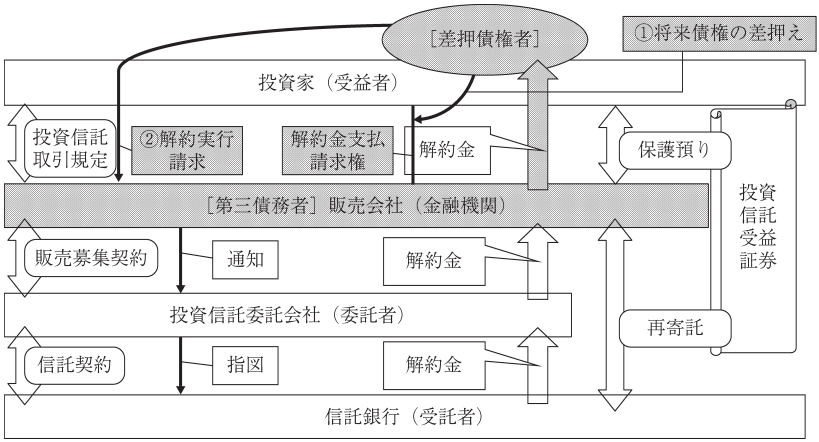


図１－２中の①です(以下、番号のみを申し上げます)。この点も、本件について、着目すべき点です。投資信託受益証券に対する強制執行という方法をとらずに、解約金支払請求権に対する強制執行であるという点です。具体的な事案は、次のとおりです。平成13年７月４日に差押命令が発せられ、翌７月５日に、第三債務者である販売会社に送達されました。その後、差押債権者は、投資家の解約実行請求権を、差押債権者の取立権に基づくものとして、行使しました。同年７月28日です。②です。本件訴訟は、差押債権者が、販売会社に対して、解約金の支払を求めたものです。第２審判決は、差押債権者の請求を棄却しました。

本判決は、原判決を破棄し、事件を原審裁判所に差戻しをしました。その理由は、次の２点です。第１は、投資家が投資信託の解約実行請求をする前であっても、投資家は販売会社に対して、販売会社が解約金の交付を受けることが条件となった解約金支払請求権を有していて、それは債権差押えの対象になるという見解です。そして、第２は、投資家の販売会社に対する解約金支払請求権を差し押さえた差押債権者は、取立権の行使として、解約実行請求をすることができるという見解です。

本判決については、投資家が有する投資信託受益証券ではなく、それから派生する権利という性格をもつ、投資家の販売会社に対する解約金支払請求権について強制執行をする点で、本来的な解決ではないとする評価もあり得ようかと思わ

れます。しかし、投資信託受益権については、その経済的な価値を実現するには、販売会社に対して解約実行請求をし、販売会社から解約金が投資家に支払われるという方法が用いられるということを考慮すれば、投資信託受益権を換金し、解約金を投資家が手にする段階における投資家の販売会社に対する解約金支払請求権を差し押さえるという方法は、取引の社会経済的な実質に即したものであると考えられ、肯定的な評価を与えるべきであると考えます。

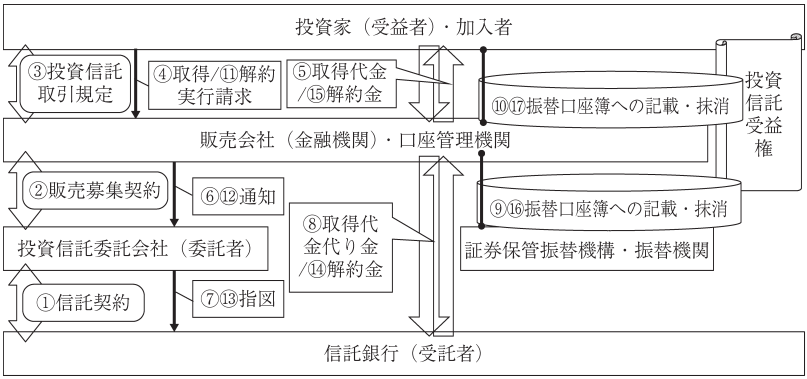
3　投資信託振替制度移行後

⑴　投資信託振替制度移行後の投資信託受益権の取得と解約等

既に申し上げましたとおり、現在では、投資信託は、振替制度に移行しています。そこで、投資信託振替制度移行後の投資信託受益権についての法律関係を説明することにします。資料の**図２－１**を、ご覧下さい。まず、投資信託の組成です。これは、振替制度移行前と同じです。**図２－１**中の①と②です（以下、番号のみを申し上げます）。

このようにして、組成された投資信託について、投資家が販売会社から投資信託受益権を取得しようとすると、まず、基本契約としての投資信託取引規定に基づく契約が締結され、それとともに、投資家が、投資信託の銘柄、口数等を定めて、販売会社との間で、投資信託受益権を取得する契約を締結します。また、投資家は、その契約に基づいて、販売会社に対して、投資信託受益権の取得代金を

【図２－１】　投資信託振替制度移行後の取得と解約（神田ほか・前掲書331、339頁参照）



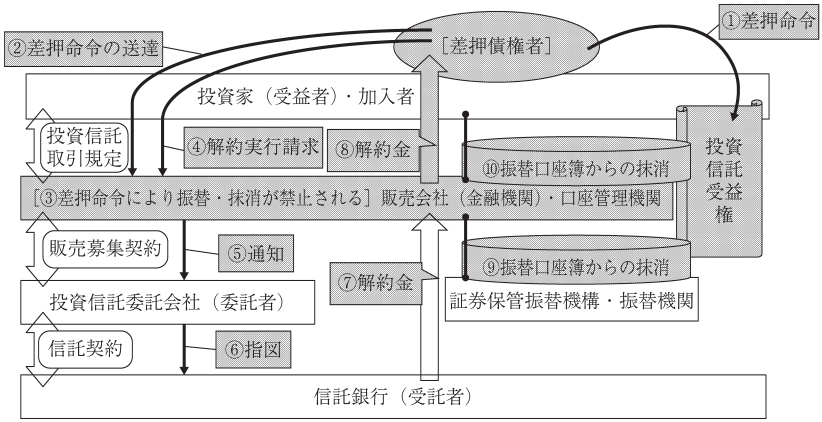
支払います。これらも振替制度移行前と同じです。③、④、⑤です。この後、販売会社は、投資信託委託会社に通知をし、投資信託委託会社は、信託銀行に、通知の内容を指図します。これらも振替制度移行前と同じです。⑥、⑦です。販売会社は、取得代金の代り金を、信託銀行に支払います。振替制度移行前は、投資信託委託会社に支払い、投資信託委託会社が信託銀行に支払っていましたが、投資信託委託会社は、取得代金の代り金の支払には関与しないものとされました。この販売会社から信託銀行への取得代金代り金の支払は、⑧です。これを受けて、信託銀行は、公社債、株式などの有価証券を購入するなど運用をすることになります。他方で、投資信託受益権が、振替口座簿に記載されます。振替機関である証券保管振替機構の振替口座簿上の販売会社の口座に、投資信託受益権の銘柄、口数が記載されます。それとともに、口座管理機関である販売会社の振替口座簿上の投資家の口座に、投資信託受益権の銘柄、口数が記載されます。⑨と⑩です。この点が、振替制度への移行によって、新規に行われるようになった部分であり、このことによって、振替制度移行前に行われていた投資信託受益証券の発行、保護預り、再寄託が、行われないこととなりました。

振替制度移行後も、投資家が投資信託を換金するための一般的な方法は、投資信託の解約です。投資家は、販売会社に対して、投資信託の銘柄、口数等を定めて、解約実行請求をします。続けて、販売会社は、解約実行請求の内容を、投資信託委託会社に通知します。これを受けて、投資信託委託会社は、信託銀行に対して、信託契約を解約します。⑪、⑫、⑬です。信託銀行は、公社債、株式などの有価証券を売却するなどします。この部分は、振替制度移行前と同じです。信託銀行は販売会社に解約金を支払い、そして、販売会社は投資家に解約金を支払います。⑭、⑮です。信託銀行が販売会社に直接、解約金を支払う部分が、振替制度移行前との変更点であり、販売会社が投資家に解約金を支払う部分は、振替制度移行前と同じです。投資信託委託会社が、解約金の支払に関与しない点に、着目すべきです。さらに、解約金の支払とともに、振替口座簿において、抹消が行われます。証券保管振替機構の振替口座簿上の販売会社の口座において、解約された投資信託受益権の銘柄、口数について抹消がされます。それとともに、販売会社の振替口座簿上の投資家の口座において、解約された投資信託受益権の銘柄、口数について抹消がされます。⑯と⑰です。この点は、振替制度への移行によって、新規に行われるようになった部分です。

⑵　受益者の債権者による投資信託受益権に対する強制執行

振替制度移行後の投資信託受益権に対する強制執行は、民事執行規則（以下、単に「規則」といいます）第２章第２節中の第８款振替社債等に関する強制執行に定められた規定によって規律されています。その規律の内容について、検討をしたいと思います。資料の**図２－２**をご覧いただけますと、幸いです。**図２－１**の上に、差押債権者と、差押えに関連する項目を、書き加えてあります。振替投資信託受益権に対する強制執行は、執行裁判所の差押命令によって開始します。規則150条の２に基づきます。**図２－２**中の①です(以下、番号のみを申し上げます)。差押命令は、債務者および振替機関等に送達しなければなりません。規則150条の３第３項に基づきます。②です。振替機関等には、口座管理機関が含まれますので、口座管理機関である販売会社に、差押命令が送達されます。差押命令においては、債務者に対して、振替もしくは抹消の申請または取立その他の処分が禁止され、また、振替機関等に対して、振替および抹消が禁止されます。販売会社は、差押命令によって、投資信託受益権の振替および抹消が禁止されることになります。規則150条の３第１項に基づきます。③です。投資信託受益権の差押命令の送達を受けた販売会社は、発行者に対して、差押債権者の氏名等、債務者の氏名等、差し押さえられた振替投資信託受益権の銘柄、口数、および、差し押さえられた旨等を通知しなければなりません。規則150条の３第５項に基づきます。

【図２－２】　投資信託振替制度移行後の受益者の債権者による差押え



なお、投資信託受益権の発行者には、投資信託委託会社が当たるとされています。これは、振替制度に移行する前、投資信託委託会社が投資信託受益証券を発行していたことに対応するものであると思います。この発行者への差押命令があったことの通知については、発行者が、差押債権者から取立を受け、また、差押えの競合により供託義務を負う可能性のある権利について、発行者に差押えの事実を知る機会を与えるものであると理解されています。

差押債権者は、債務者に対して差押命令が送達された日から1週間を経過したときは、取り立てることができます。規則150条の5第1項です。この取立については、規則150条の5第4項が、民事執行法155条2項および3項、ならびに、同法157条を準用する旨を定め、それとともに、同法155条2項、ならびに、157条1項および4項の規定で定められている第三債務者は、発行者に読み替える旨を定めています。したがって、差押債権者は、発行者である投資信託委託会社から支払を受けること、差押債権者は投資信託委託会社に対して、取立訴訟を起こすことが、民事執行規則によって、定められていることがわかります。しかし、**図2－1**で説明をしましたとおり、振替制度への移行後は、投資信託委託会社は、解約金の支払に関与しません。したがって、振替投資信託受益権について強制執行が行われる局面でも、投資信託委託会社から直接、差押債権者に、支払を行うものとすることは、通常の解約プロセスと異なったプロセスを行うこととなり、適切なものであるかについては、慎重に検討する必要があります。差押債権者は、債務者に属する権利であって、取立のために必要なものを行使することができると、規則150条の5第2項が定めています。そこで、差押債権者は、販売会社に対して、解約実行請求することが検討されてよいと思います。④です。それに基づいて、販売会社は、解約実行請求があったことを投資信託委託会社に通知し、投資信託委託会社が信託銀行との間で、信託契約を解約します。⑤と⑥です。信託契約の解約によって、信託銀行が販売会社に対して、解約金を支払い、販売会社が差押債権者に対して、解約金を支払うという方法が、通常の解約プロセスにそったものであり、適切であるように思います。⑦と⑧です。また、解約金の支払とともに、振替口座簿において、抹消が行われることになります。証券保管振替機構の振替口座簿上の販売会社の口座において、解約された投資信託受益権の銘柄、口数について抹消がされます。それとともに、販売会社の振替口座簿上の投資家の口座において、解約された投資信託受益権の銘柄、口数について抹消がさ

れます。⑨と⑩です。この点も、通常の解約プロセスに沿ったものであると思います。このことは、投資信託受益権については、その経済的な価値を実現するには、販売会社に対して解約実行請求をし、販売会社から解約金が投資家に支払われるという方法が用いられるということを考慮すれば､投資信託受益権を換金し、解約金を投資家が手にする段階において、取立が行われるということであり、取引の社会経済的な実質に即したものであると考えられます。

規則150条の７第１項は、振替投資信託受益権の取立が困難なとき等に限り、執行裁判所は、譲渡命令、または、売却命令を発することができると定めています。投資信託受益権について、その経済的な価値を実現するために、販売会社に対して解約実行請求をし、販売会社から解約金が投資家に支払われるという方法が用いられている場合は、取立が困難なとき等には当たらないと考えられます。したがって、振替投資信託受益権については、売却命令および譲渡命令が問題となることはないと考えます。

⑶　再生手続開始の決定を受けた受益者が販売会社に対して負う債務に係る債権を自働債権とし、受益者が販売会社に対して有する解約金支払請求権を受働債権とする相殺（最一小判平26．6．5民集68巻５号462頁）

販売会社が投資家に対して債権を有する場合、販売会社は、投資家が有する投資信託受益権から、債権の回収を図ろうとすることが考えられますが、回収を図る債権を自働債権とし、投資信託の解約金支払請求権に係る債務を受働債権とした相殺は、どのような場合に、認められるか、また、どのような場合に、認められないかが問題となります。このような問題について判断をした最高裁判決が、最一小判平26．6．5（民集68巻５号462頁）です。この判決の事案は、次のようなものです。投資家が販売会社から投資信託受益権を取得し、販売会社を口座管理機関として、販売会社の振替口座簿上の投資家の口座に、取得した投資信託受益権の銘柄、口数が記載されました。その後、投資家について、支払停止が生じ、販売会社が、その支払停止を知りました。そこで、販売会社が債権者代位権に基づいて、解約実行請求をし、販売会社が投資信託委託会社に通知し、投資信託委託会社が信託銀行との間で信託契約の解約を行いました。信託銀行が販売会社に対して、解約金の支払をし、販売会社が、投資家に対する債権を自働債権とし、投資信託の解約金支払請求権に係る債務を受働債権とした相殺の意思表示をしました。その後、投資家について、再生手続開始の決定があったというものです。

本判決は、販売会社による投資信託の解約金支払請求権に係る債務の負担は、民事再生法93条２項２号が定める「支払いの停止があったことを再生債権者が知った時より前に生じた原因」に基づく場合に当たるとはいえないとし、その上で、同条１項３号本文により、相殺は許されないとの判断をしました。このような判断を導く理由として、販売会社の振替口座簿上の債務者の口座に記載されている投資信託受益権について、原則として、自由に他の振替先口座に振替をすることができたこと、および、販売会社が相殺をするためには、債権者代位権に基づいて、解約実行請求をすることが必要であった点を指摘しています。このことから、販売会社は、投資信託の解約金支払請求権に係る債務をもってする相殺の担保的機能について、合理的な期待を有していたとはいえないと、本判決は述べています。

販売会社は、口座管理機関として、振替口座簿に記載されている投資家の振替投資信託受益権の銘柄、口数を常時把握していると考えられます。また、基準価格に基づいて、その経済的価値も、把握することができます。そうすると、その振替投資信託受益権が、販売会社の振替口座簿に記載されている限り、その経済的価値について、販売会社のために、事実上の担保的機能を認めることには、積極的に評価してよいと考えます。事実上の担保的機能を認めないと、販売会社の投資家に対する信用供与は、その分、抑制的に行なわれる可能性があります。また、投資信託は、銀行預金に代替し得る金融商品として、銀行を経由した間接金融への過度の依存を解消するという点から、積極的に位置付けてよく、販売会社の抑制的な態度は、銀行預金から投資信託への代替を阻害する要因になるのではないかと考えるからです。しかし、本判決は、本件事案において、販売会社は、投資信託の解約金支払請求権に係る債務をもってする相殺の担保的機能について、合理的な期待を有していたとはいえないと判断しました。どのような事情があれば、販売会社は、投資信託の解約金支払請求権に係る債務をもってする相殺の担保的機能について、合理的な期待を有していたと判断することができるでしょうか。第１に、販売会社の投資家に対する債権について、債権保全の必要性がある場合には、投資家の解約実行請求がなくても、販売会社は、投資信託の解約を投資信託委託会社に通知することができ、信託銀行から販売会社に対して支払われた解約金から投資家が販売会社に対して負う債務の返済に充てることができる旨の合意を、販売会社と投資家の間で行うことです。それに加えて、第２に、

販売会社の投資家に対する債権について、債権保全の必要性がある場合には、投資家から他の口座管理機関への投資信託受益権の振替の申出があったときであっても、その申出を受け付けないことできる旨の合意を、販売会社と投資家の間で行うことです。このような合意を行うことにより、投資信託受益権について、投資家に対するすべての債権者が、投資家の責任財産としての期待を有しているとはいえないという状況を作出することができるのではないかと考えるところであります。

4　まとめ

投資信託受益権については、発行者である投資信託委託会社に対する投資家の権利であることを前提としつつ、しかし、具体的には、投資家と販売会社との間の法律関係において、問題を解決する法律構成等を探るべきではないかと考えます。

また、投資信託のうち、少なくとも、換金について即時性の高い商品であって、解約と購入によって、手数料等の費用負担が発生しないものについては、預金類似の性格が高いと考えられます。したがって、そのような投資信託受益権については、それに即した法的な解決が探られるべきではないかと考えます。

以上で、本報告を終えることいたします。ご教示を頂戴できますと、誠に幸いに存じます。ご静聴誠にありがとうございます。

質疑応答

山田司会　それでは，午後の質疑応答に進みたいと思います。質問票を全部で９通いただきまして，誠にありがとうございます。残り時間50分ですが，フロアから質問者の方にご自分でご発言いただくことで進めていけるのではないかと考えておりますので，そのように進めたいと思います。ご協力をよろしくお願いいたします。

それでは，第１報告の神作さんに対する質問が届いております。西正稔さんにご発言いただきますが，質問票に記載していただいた３項目あるうちの１番と２番についてお願いします。

西正　わかりました。では，１番と２番を質問させていただきます。先ほどの報告の中では，行政側の視点と民事法との関連というお話をされた先生もおられますので，その点に関して多少お話しさせていただきたいと思います。

まず１番目に，投資信託の販売に関してですが，投資信託会社，販売会社，投資家の三者が関連いたします。今日の報告の中では投資信託会社と個人，あるいは販売会社と個人の関係に関するお話が多数出てまいりましたが，会社と会社間，ここでは投信会社と販売会社となる金融機関の間の販売の募集契約，約款というものがあるかと思います。その約款内容と履行の状態，例えば販売時に回転売買を慎むことを目的とする条項を約款の中に入れ，実際に営業活動でその条項がきちんと履行されているか否かを金融庁がモニタリングする，監督・検査することで販売活動を適正化していくことも可能かと思います。このような手法に関し，金融庁内，あるいは金融審議会等で議論がなかったのかを教えていただきたく存じます。

２番目といたしまして，販売会社となる金融機関が用意している販売商品に関してでございます。例えば，金融機関の店頭ではアクティブ型のファンドだけを扱って，インターネットでのみインデックス型のファンドを扱っているような場合もございます。高齢者の方はインターネットで取引できないことが多く，事実上店頭で扱われているリスクの高いアクティブ型のファンドにしかアクセスできない状況が生じます。このような状況は，販売コストの問題を踏まえるとやむを得ない面がございます。ただ，このような状況に対して，規制庁である金融庁等が介入することも検討すべきではないかと思われますが，どのようにお考えでし

ょうか。

神作　ご質問ありがとうございました。

私は規制当局ではございませんので，責任のあるお答えはできないのですが，例えば今年の７月に出されました金融庁の金融モニタリングレポートに，次のような一文がございます。「例えば検証を行った投資運用業者の一部において，顧客の信用を高めるためにフィデューシャリー・デューティーに基づいた行動規範の具現化を模索している先が見られた。このようにフィデューシャリー・デューティーを負う者の間で，顧客のニーズや利益に真にかなう商品・サービスを提供するために，具体的に何をすべきかを自主的に考え，実効性あるものとして行動に移していく動きが広がることを期待する」と。つまり，ここに典型的にあらわれておりますように，金融庁の基本的な考え方は各投信会社のいわゆるフィデューシャリーとしての地位を十分に認識―ただ，このフィデューシャリーの中には，法律上の義務・責任が生じるフィデューシャリーという意味と，そうではなく一種の社会規範としてのフィデューシャリーのおそらく両面が含まれているのではないかと思いますが―，した上で，各社ごとに，あるいは場合によっては業界単位で，真に顧客の利益にかなうような商品を開発するとともに，ご指摘いただきました販売の仕方等についても考えるべきであると理解しているものと思います。

おそらく，私の認識では，商品開発にしても，売り方にしても，手数料の在り方にしても，回転売買にしても，いろいろなところに手をつける余地，検討する余地があるのではないかと思いますけれども，どうしなければいけないという答えがあるわけではなく，少なくとも確立しているわけではなく，ここのところは正に各社および自主規制機関等による自主的な取組みに期待が集まっているのではないか。その点については私も基本的に，この分野を法規制するのは非常に難しいのではないかと考えています。逆に，難しいというのは，実効性を確保することが難しいというだけでなく，規制の内容や態様によっては，よっては弊害を生じる場合もあり得ると考えております。この点については，例えばご報告の中では具体的な例として毎月分配型についても，確かに一方で，よくないというご批判もありますが，しかし，考え方によってはいい商品だというように評価する見方もあり得ますので，そういうのは各社ごとに判断して自分で決めていく問題ではないかと思っております。お答えになったかどうかわかりませんが，ご指摘

いただいたような，例えば回転販売について約款で具体的な禁止を置くとか，インターネットでの販売の仕方と店頭の場合とで約款において一定の規定を置くように規制することについて，監督庁が直ちに介入するということは現時点では考えていないのではないかと推測いたします。もっとも，先ほど述べましたように，ベスト・プラクティスとして改善を図っていくべきであるとの問題意識は強く持っていると思われます。

十分なお答えになったかどうかわかりませんけれども，私からは以上でございます。

山田司会　神作さんにはありがとうございます。

それでは，次に角田さんへの質問に進みたいと思います。では，千葉さん，お願いします。

千葉　大阪大学の千葉でございます。

目論見書責任と説明義務違反に基づく責任の関係について，理論的な観点から質問をさせていただきたいと思います。説明義務違反を原因とする責任は非常に広い範囲で問題となりますので，本日は，今日お話しになった投資信託を販売するとか勧誘するという側面に限定してお答えいただければ結構なのですが，目論見書責任と説明義務違反に伴う責任の関係についてお尋ねしたいと思います。

学説上反対があるかもしれませんが，現在の判例実務を前提にして考えますと，投資信託を販売するとか勧誘するという場面で説明義務に違反する行為があった場合には，原状回復的な損害賠償を認めるという方向かと思います。そうしますと，責任の正当化根拠という点で両責任に違いがあるのか，本来市場のプレーヤーとして登場させるべきではない者を投資家として誘い込んだというところに責任の正当化根拠を求めるのであれば，投資信託委託会社の責任の正当化根拠としては，両責任の間に共通する点が多いということになるが，それでよいのかという点が１つ目の質問です。仮に，説明義務違反に伴う責任と目論見書責任との間に，責任の正当化根拠という点で共通項があるとすると，民事上のルールとしての違法性と監督上のルールとしての違法性を同質のものだと考えてよいのか，これが２つ目の質問です。角田さんはこの点についてどのようにお考えになるかということをもう少し教えていただければありがたいと思います。

以上でございます。

角田　千葉先生，重要なところに質問をしていただきまして，ありがとうござ

います。千葉先生にご指摘いただいた限定のもとで考えますけれども，確かに，目論見書責任と説明義務，ともに原状回復的な損害賠償という効果が不法行為責任として認められている点では共通している面はあります。とはいえ，情報が提供されなかったために害される利益は，目論見書責任では市場における公正な価格形成機能という市場の秩序という公益が前面に出てくるのに対して，説明義務では勧誘されて投資をした具体的な個人の利益である点で異なっており，そのために，提供されなかった情報が原状回復的損害賠償を導くに値するだけの「重要性」があるのか否かの判断基準も異なってくるのではないかという整理をしております。

と申しますのは，目論見書責任で問題となっておりますのは，アメリカの証券取引法では「市場に対する詐欺」という概念があるようですが，市場一般との関係で詐欺と言えるような重要な情報が提供されなかったがために起こる不法行為なのではないか。それに対しまして，販売•勧誘上の説明義務違反は，（ここであえて「詐欺」という概念を使えば「表意者に対する詐欺」），表意者の投資決定に必要な情報が提供されなかったという点で，具体的個人の属性いかんで総合考慮を経て重要な情報が提供されなかったがために原状回復型の損害賠償を認められるというところではないかと思います。

そして両者の違法性判断をどのように整理しているのかですが，先生がおっしゃっている，本来，市場のプレーヤーとすべきでない者を市場に誘い込んだという点に着目するというよりは，私自身は，経済的な自己決定権侵害の問題として捉えております。その上で，いずれの監督ルールも投資者の経済的な自己決定権確保に資するという点では共通したものであると。つまり，人格権の一内容としてではなく市場との関係で行われる自己決定権の侵害というものを考えておりまして，投資判断をする前提となる情報環境に瑕疵があったというところをもって経済的な自己決定権侵害という把握をしております。対して，先生がおっしゃったような本来，あるべきでないものを誘い込んだといった，これはどちらかといいますと，弱みにつけ込んでその者を市場に誘い入れたというのは現代型暴利行為論に通じる，市場ルールとしての考え方がより色濃くなってくるかと思うのですが，その視点との整理というものは現時点ではまだ，どこまでその視点を取り入れてよいのかということについては態度決定を決めかねている段階でございます。

そうだといたしますと，先生に重要な宿題をいただいたということで，不十分な回答しか現時点ではできないのでございますが，本日お話しした内容をもう少し説明せよという範囲でのお答えといたしましては，自己決定のための情報環境の瑕疵を問題としている点では共通している，ただし，重要な情報と言えるかどうかの判断基準が異なっているということで整理してお話ししたということでございます。これでよろしいでしょうか。

山田司会　それでは，先ほどご発言いただきました西正さん，３項目ありました３番目の項目について角田さんにご回答いただきたいと思いますので，ご発言ください。

西正　西正です。よろしくお願いいたします。

では，３項目めに書いてある質問をさせていただきます。最近，証券会社等がラップロ座なるものを用意しております。こちらの契約金額の最低額ですが，以前は億単位だったものが数百万単位に低下してきているのが現状です。ラップロ座でどのような商品を扱うべきかという問題と関連しますが，先ほどの報告で神作先生がプライベートエクイティーの制度変更等をお話しされていました。そういうプライベートエクイティー等はラップロ座を利用し，金融機関経由で購入したほうが望ましいという考え方もあろうかと思います。その点に関してどのようにお考えいただけるのか，回答いただきたく存じます。

あと，ラップロ座自体に関し，販売業者となっている金融機関（銀行，証券会社等）が運用をすることになります。その運用内容に関して，例えば当初の契約金額と現状の評価額を比較して損失が発生した場合であっても，TOPIX（東証株価指数）の下落率と比較して損失が大きくない時，対して収益が発生した場合であっても，TOPIX の上昇率と比較するとそれほど収益が発生していない場合もあり得ます。このような場合の忠実義務違反の判断基準として，ベンチマークとして TOPIX のような株価指数を利用するということも，今後の検討課題かと思います。感想めいた部分も多くありますが，何かご意見等お話しいただければと思います。

角田　西正さん，実務家としての問題意識を教えていただきまして，大変ありがとうございました。実務にあまり通じていないものですから，いただいたご質問に直接お答えすることが私のほうでは準備がないことをまずはお詫び申し上げます。今後勉強させていただきたいと思います。

その前提で，例えばEUなどにおきましては，個人投資家がダイレクトに購入することが可能な金融商品というのは複雑でないものに限るという，商品の特性に即したルールを準備してございます。なので，直接購入かラップ口座経由かという，２つの市場への入り方の関係をどう整理していくかという問題として考えられるのであれば，直接購入については，神作先生のご報告にありましたような商品の複雑さ等々によって分けていくのも合理的ではないかと考えておりますが，プライベートエクイティーを個人でも直接購入可能にする改正の動向でありますとか，ラップ口座の動向などの詳細を私は存じ上げないものですから，どちらがどうなのかということについてはお答えする準備がなく，大変申し訳ありません。

それから，ベンチマーク等々の話でございますが，ラップ口座というのは投資一任契約ということでありまして，裁量的な判断をゆだねている。ここでは監督ルール上はご指摘のとおり「忠実義務」が問題となり，民事ルール上も本日お話した「契約締結前の債権債務関係」に基づく信義則上の義務よりも一段階重い，信認関係に基づく義務が問題となってくることとなります。ご提案は，このような投資一任契約上の業者の義務違反の判断基準として，本日お話した（金融商品販売法６条「元本欠損額」の賠償を認めることで）当初「元本」を基準とした期待権的な利益を保護するような解釈論を応用して，ベンチマークとしてTOPIXのような株価指数を基準にして，それを上回る期待権的利益の法的保護を語る可能性はないだろか，という趣旨と受け止めました。素人ながら，ご提案は投資運用の結果に対する期待権的利益までをも法的に保護することにつながるように思われるところ，その方向に踏み込むことには躊躇を覚えるところでございます。今後，ご意見を参考にしながら検討させていただきたいと思います。どうもありがとうございました。

山田司会　それでは，角田さんへの質問は以上でございます。

４人の方から佐久間さんに対して質問票を提出していただいております。お１人目，松岡さんにお願いしたいと思います。

松岡　京都大学の松岡です。ご報告は大変きれいな分析で，とても説得力があると感じましたが，一方で，もやもやするものも残りました。ご報告は，金銭債権が当然に分割相続されるという現在の判例法を一応前提にしてということですが，そこが問題ではないかと思います。ただ，その点は棚上げされているので，

ご報告に即したことをお尋ねします。

口数単位で割り切れるかどうかを判例支持の理由の１つにされていますが，１口１万円で300口を相続分の等しい３人で共同相続した場合はどうでしょう。口数の単位で解約できるとすると，１口の権利は包括的権利ですが，口数の単位で処理できれば，300口であれば３人の相続人でちょうど割り切れます。例に出された100万円100口の場合は確かに割り切れませんが，一部請求という形にして各人が33口分を請求すれば，どうしても割り切れないのは最後の１口だけだという説明もできなくはありません。

もう１つの根拠として，元の権利の性質が相続の前後によって変わらず引き継がれるという説明をされました。これも説得力のある理由ではあるのですが，一方で，契約期間が満了するなどにより預り金に変わる時点が相続の前後にわたる場合，相続前の期間満了なら完全に金銭債権に変わっていて，その時点で相続が生じるので，当然分割になるが，相続の直後だと元の性質を引き継ぐから分割にはならないことになります。しかし，ご報告で述べられたように，その商品が金銭債権にきわめて近いものであることを考えますと，そこまでの落差があっていいのか疑問です。また，同じ１つの口座に，相続前後に期間が満了する等により預り金で振り込まれて一緒になるとしますと――一緒になるのかならないのかが理解できていないのですが――この預り金は，当然分割されるのかされないのか，よくわかりません。

確かに，判例は古くから金銭債権を当然分割相続するとしてきましたが，その判例法理そのものの合理性が最近は疑われていて，分割されない例外が増え，分割されるけれども受け取った分は保管義務を課すという判決（最二小判平25.11.29民集67巻８号1736頁）も登場しています。私自身は，当然分割という前提自体が問題なのではないか，その判例法理の外堀は少しずつ埋まりつつあるのではないか，という感想を抱いています。

佐久間　必ずご指摘をいただくだろうと思ったことでありまして，仏作って魂入れずという感じの報告に受け取られるかもしれないと思っておりました。しかし，今ご指摘いただいたことについてはいずれも，私なりの答えはあると思っております。

まず，相続人が３人のときに投信受益権が300口というときですが，それはたまたま割り切れるだけであって，すべての相続関係において一律に処理することが

できる場合でなければ，当然分割を認めることはできない，債権額と相続人の数によって分割できる，できないということが分かれるのは，相続関係の安定ということからしても，あるいは一律にすべての人に対して適用されるべき法律関係としても，適当ではないと考えております。

次に，100万円100口を３人で相続した場合，33口ずつでどうですかという話ですが，まず，民法427条が分割債権とすることを認めておりますのは，法律関係の処理の簡便さを優先させるためです。ところが，100万円100口を３人で割りますと，結局１口残ってしまうわけでして，この１口のために簡便な処理ということが成り立ちません。したがいまして，33万円分だけ，33口分だけきれいな処理をする意味がないと，民法427条に関して言えるだろうと思います。

次に，ここでは遺産分割が問題になっているということについて考えますと，松岡先生がご指摘になりましたとおり遺産の全部を遺産分割の対象にすればよいとも考えられるところを，可分債権などについて一部当然分割を認めましょうということになっております。ではなぜ一部当然分割を認めましょうということになっているかというと，これも，そこだけは早く簡便に処理することを確保するのが適切ではないかと考えられているからであると思います。そうだとすると，場合によってはわずか１口，あるいは１円かもしれませんが，処理し切れないものが残るのであれば，本来，全体をどう分けましょうかという問題なわけですから，全体について１つのまとまりとして分割の手続をきちんととるべきであると考えられているのだろうと思います。

それから，次は相続開始の時期と契約期間の満了の前後で分割の可否が変わるのか，という点についてです。ご指摘いただきましたとおり，私は，契約期間が満了して既に預り金になっているものについては分割債権になると考えております。そこで，その当否はどうなのということですが，ここは判例の合理性について両論あるということは承知しております。遺産分割の本来の趣旨，比較的簡潔に公平な処理を実現するという趣旨を害する要因になるではないかということで判例を批判する立場もございますが，他方で，分割債権とすることを場合によっては認めることで，その債権の実現が早期に図れるということですとか，あるいは相続人が，相続債務も一応分割になるというのが原則ですから，それも含めて支払に窮するようなときには，素早く権利を取得できるもの，金銭を取得できるものが認められてもいいのではないかということで，判例を支持する立場もござ

います。その両論，私はどちらがいいかなどということを判断できる立場にはございませんが，どっちもどっちというのでしたら，判例がそれとして一貫しているならば，それはそれで支持してもいいのではないかと思っております。ただ，当然分割となる権利を認めるかどうか，認めるとしてどの権利かについて，立法などによって判例と異なる立場が定められるならば，そうですかと申し上げるつもりでおります。

山田司会　ありがとうございました。

それでは，お２人目でございますが，上田さん，ご質問をお願いいたします。

上田　弁護士の上田純です。本日はありがとうございました。

簡単なご質問ですけれども，本日お話に出ました定額郵便貯金の場合には法令を１つの大きな根拠として分割債権性を否定しているかと思いますけれども，法令ではなく約款等によって分割債権性というのを否定したり，逆に分割債権性が否定されているものについてこれを肯定させたりすることができるのかということが本日のご質問でございます。民法427条の「別段の意思表示」というのもありますが，逆の場合はどうなのかというのも興味深く，疑問に思いましたので，その限界等も含めて，先生のお考えがあればお聞かせいただきたく，よろしくお願いいたします。

佐久間　ご質問いただいたペーパーでは，まず，金銭債権について約款などで分割性を否定することができるかということと，投信受益権などについて逆に分割債権性を肯定することができるかという２つのご質問をいただいていますが，両方お答えすればよろしいでしょうか。

上田　はい。

佐久間　これもまた形式的なお答えになってしまうかもしれませんが，まず，民法427条は，おっしゃったとおり任意規定でございまして，分割債権となるはずのものであっても，契約によって分割債権性を否定することは可能です。被相続人がした契約におきまして債権の分割はされないということになりますと，相続人はその属性を有する債権を相続することになるわけですから，契約において金銭債権であっても不分割であるということを作り込むことは可能であると，一応思います。

ただ，相続の在り方は公序に当たるとするのが一般的な捉え方ですので，契約が相続法のいわば攪乱を狙ってされることがあるとすれば，それは公序の観点か

ら制約を受けることがあるのかもしれません。そのようなごく例外的な場合でなければ，民法427条は任意規定ですので，それに反対の合意をすることは可能であり，それによって分割債権性は否定されることになる，相続の場面でも同様であると思います。

それから，投信の場合はどうかということですが，これは，受益権について分割が否定される理由は，報告でも申し上げましたが，２つあると判決上指摘されております。１つは，口数単位である，最低単位があるということ。もう１つは，可分給付でないものを目的とする権利を含む包括的権利であるということです。この両方をクリアすることができる条項を作れるのであれば，当然分割とすることが可能なのではないかと思います。それが作られれば，相続の対象となる財産がそういう性格のものであるということになるからです。ただ，今の商品設計の上で，固定的な口を単位とはせず，例えば３分の１口というような権利を何の障害もなく認めることができるような，そういう商品ができるかどうかは私にはわかりません。

山田司会　ありがとうございます。

それでは，３人目になります，森下さん，ご質問をお願いします。

森下　弁護士の森下と申します。今日はありがとうございました。

私の質問は，先ほどの上田先生の２番目の質問とほとんど同じでございまして，ほとんどお答えいただいたようなものですが，若干繰り返させていただきますと，今後の問題としては，約款に手当てをすることによって分割債権と同じ効果をもたらすということを考える余地もあるのかなと思いました。そのときの障害としては，ご指摘いただいたことのほか，私が思うに，おそらく実際にその規定を置くとすると，端数処理ですね，口数で割ると，100口で３分の１ずつという事態が想定されるので，その場合に，例えば，どこか一番少ないところに寄せる，３分の１だと少ない人はいないのですが，技術的な規定をつくって，33，33，34ですか，というようになる規定を入れる必要があるのかなと。それが，投信法に言う受益権が均等でなければいけないということに違反するのかどうかという問題があり得ますが，個人的には，同じ規定が，可能性としては誰にも適用されるということでもって均等だという議論はできるのかなと思いますが，その点はいかがでしょうか。

もう１つ，投信約款ですべてカバーする方法だけではなくて，例えば投信約款

上は受益者が分割請求をすることが「できる」という規定を置いた上で，販売会社と投資家との取引約款の中で，投資家に共同相続が起きた場合には法定相続人に応じて当然に解約請求をしますというような規定を取引約款に置いておくことによって対処ができるかどうか。そういう解釈に何か障害になることがありますかということをお聞きしたいです。よろしくお願いします。

佐久間　前半にご質問くださったことについては，先ほど上田先生にお答えいたしましたとおりでございます。

後半の解約請求のことですけれども，これについては，先ほど上田先生からご質問いただきました金銭債権を特約で不分割にすることの可否について申し上げたことがより強く妥当するかもしれないと思います。松岡先生がおっしゃった，相続財産については当然分割を認めないことを基本とすべきである，それが相続秩序の基本とするところだという考えが，現在のところおそらく比較的強いのだろうと思います。ところが，森下先生がおっしゃったような解約請求は，その望ましいとされる相続の在り方の変更をいわば直接狙って約款を置くことになりますので，先に申し上げた公序の観点からどうなのかという疑問がより強まるのではないかとは思います。

ただ，そこさえ問題がなければ，繰り返しになりますけれども，契約によって作り込まれた性質の権利を相続人はそのまま承継するだけであるという考え方からいたしますと，お示しくださったような処理というのはあり得るのではないかと思います。

山田司会　ありがとうございます。

それでは，千葉さんに佐久間さん宛てのご質問をしていただきます。

千葉　大阪大学の千葉でございます。

すごくクリアな報告をしていただきまして，本当にありがとうございます。

先ほどの松岡先生と２番目にご質問いただいた上田先生との質疑応答で，よりクリアにはなったのですが，ファンドラップのケースを取り上げて，もう少し具体的なケースに即して佐久間先生のお考えを伺いたいと思います。

口数の問題と，それからもともとの投資信託の性質，受益権の性質といった問題が，可分か不可分かというようなところを分けるメルクマールになってきたと思うのですが，ファンドラップの場合には，被相続人の死亡によって一応取引は終了して，受益権を相続するということはなくなり，元本の償還金等が，被相続

人の証券会社のファンドラップ専用口座に振り込まれるか，指定された預金口座に振り込まれ(私も実務をよくわからないのですが)，この口座上にある権利を相続することになるのではないかと思います。先ほどのご報告からすると，MRF という形で元本償還金が振り込まれた場合には，分割できないという話になって，指定された預金口座に振り込まれると預金債権になって分割できるというような話になってしまうのでしょうか。また，MRF も投資信託ではありますが，１口１円ということになっていますので，これは預金とそんなに違いがあるのでしょうか。口数の問題だからという一言で片づくのか，非常に疑問に思いました。

一方で，可分か不可分かというのは，松岡先生は，先ほどそこは触れるなとおっしゃったと思いますが，遺産分割に絡む諸事情を考慮して，金銭は分割しないで遺産分割手続の中で使いましょうとか，あるいは，預金債権は分割できないという話になると，例えば相続人は明日からの生活をどうするのだといった問題も起こります。今は現金でお金を持っている人はそんなにいなくて，預金口座にお金があるのが一般的だというような現実的な問題も背景にあり，理論的な問題を考える際に，可分か不可分かを考える際にも，もっと他の要素も加味して考えているように思いますが，先ほどの基準を紛争解決の基準とすることで本当によいのでしょうかというのが質問の内容です。

佐久間　私はファンドラップの仕組みについては十分承知しておりませんので，今，千葉先生がおっしゃったとおりのことで考えさせていただきますが，ファンドラップというものの場合は，被相続人の死亡によりまず取引が終了すると。そうすると，そこでは信託は終了するのですから，それによって発生する金銭の交付請求権，これは受益権に基づくものではないということになるわけですね。そして，それが銀行預金になれば，私が先ほど申し上げたことからしますと，当然分割ということになります。これに対して，MRF になりますと，相続人が取得するのは信託受益権ということになりますので，報告のときに申し上げたとおりで，当然分割にはなりません。

そんな形式的なことでいいのかということですけれども，繰り返しになりますが，不分割の徹底がいいのか，当然分割となるものがあってもいいのかについて，最終的な判断は私にはできませんが，いずれの立場にも一長一短があるなかで，当然分割となる財産を認めてもよいという立場を前提とするならば，当然分割の有無はきわめて形式的に判断するのがよいと，私は思っております。単純な金銭

債権については当然分割を認めるが，そうでないものについては当然分割としない，こうすることによって，公平な分割と相続人の当座の需要という両方のニーズを満たせる場合もあるのではないかと思います。

もう１つ，MRF は１口１円だから預金とあまり変わらないではないかとおっしゃいましたが，そこは金銭債権でも１円単位だと明記してしまって，最低単位のある権利ですということになると，これは不分割になるのだろうと思います。最低単位が１万円だとだめで，１円だったらいいという問題ではないと考えております。権利が口単位になっており，しかも１口単位，あるいはその整数倍の単位であるということでは，当然分割はできない。権利は口で表されるけれども，いかなる分数で表される口も許容しているようなものであれば，これは当然分割になって構わない，というのが私の分析です。

ちなみに，金銭債権の最低単位が１円だったらいいのか云々ということについて，私の発言だけでは説得力がないかもしれませんので，ちょっと権威に頼りますが，梅謙次郎の本（『民法要義巻之五相続編［復刻版］』113頁（有斐閣，1984年））を見ますと，１万円の分割のときに3333円余りずつになると書いてあるのですね。この「余り」というのは３分の１円のことが想定されていると考えられます。そして，仮にこの「余り」ということを否定することになりますと，等しい割合で権利を有するということが実現できない，民法427条を適用できる場面がないということになります。ですから，この「余り」の部分が認められるかどうかが肝心である。それは，権利が「円」で表されるときでも「口」で表されるときでも同じだ，というのが本日の段階での私の，「本日の段階」という部分をちょっと強調させていただきまして，答えであります。

山田司会　佐久間さん，ありがとうございます。

それでは，司会を交代させていただきます。神作さん，お願いいたします。

神作司会　続きまして，山田先生にご質問された方々に順にご発言をお願いいたします。山田先生にご質問してくださった方は３名いらっしゃいます。

初めに，山中弁護士，お願いいたします。

山中　貴重なご報告をありがとうございます。すみません，午前中に続いてご質問させていただきます。

この相殺・差押えの問題に関して，私が個人的に長らく疑問なのは，例えば共同相続のときは投資信託の受益権とは何ぞやというのから解き起こすのですが，

差押え・相殺になると突然，取引性から入るのですね。これは平成18年の最高裁が典型ですが，これは信託約款および取引規約から論じられていて，投資信託の受益権とは何ぞやというのはあまり論じられていないと。もっと言うと，投資信託の受益権自体からは販売会社に対する債権・債務は発生しないわけでして，販売会社の位置付けというものが一体何なのかという議論がなされないまま議論が進んでいるのではないかなというのが大前提です。また，ご存じのとおり，釈迦に説法ですが，販売会社というのは投資信託の契約関係に必須の存在ではありませんので，そこの分析なしに議論が進んでいるような気がしてしまっているというのが前提の問題意識でございます。

いくつか書かせていただいたのですが，例えば販売会社は別に銀行でなくて証券会社である場合もあるわけで，証券会社の場合であれば相殺されないけれども，銀行だったら相殺されるというのは，投資信託一般論で考えると不公平だなという感じがしますし，あるいは最近ですと，そもそも，さわかみ投信とかコモンズ投信みたいに直販をやっていれば，これは販売会社がいないわけですから，販売会社という立場ではそもそも相殺のリスクというのはありません。ただし，私の理解が正しければですが，直販の場合も，口座管理機関として銀行が指定されていると。これは先ほどの担保的機能という観点からすると，全く，直販の場合の銀行というのは口座管理機関でしかないわけで，取引の担保機能はないわけですが，理論的にもし銀行全般について相殺を認めるということになると，直販の場合でも可能だという理屈はあり得るわけですが，これはどうなんだろうと。

それから，最後はちょっと次元の違う質問ですが，先ほど先生が相殺の担保的機能の観点のときに投資信託の預金類似性というのを強調されていたのですが，角田先生が紹介された裁判例の第２審のほうは，預金類似性を強調すると説明義務の水準が高くなるという判決だったので，あまりそれを強調すると，むしろ銀行にとって不利なんじゃないかという気もしまして，ちょっとこれは次元の違う質問です。

以上でございます。

山田　ありがとうございます。

本日，私は，販売会社について，大分議論させていただきましたが，それは，販売会社が，投資信託受益権の口座管理機関であることに着目してのことであります。その上で，相殺について，口座管理機関が受益者である投資家に債権を持

っていた場合には解約金支払い請求権を受働債権として相殺を認める方向で考えられないかということを申し上げたところでございます。

答えは，それに尽きるのですが，証券会社が口座管理機関であって，証券会社が何らかの債権を投資家に対して持っていれば，口座管理機関として同じように，解約金支払請求権を受働債権として，相殺することができると考えるべきであると思います。

そして，ご質問の直販でございます。直販のときにどこが口座管理機関になるのかという点について，ただ今のご質問の中でご説明いただきまして，ありがとうございます。

確かに，直販のときにたまたま口座管理機関として使われている銀行が相殺できるのはおかしいではないかというのは，私もそのように思います。そうしましたら，直販で投資信託受益権を買う人は，取引をしている銀行ではなくて借入れをしていない銀行に口座を開設して，そこで投資信託受益権を持っていれば，まさに平成26年最高裁判決（最一小判平26．6．5民集68巻5号462頁）が述べているところの，債務者に対する債権者全員がそれを責任財産として見ることができるということが確保されているところであります。このように考えるということで，山中さんのご質問に対してはお答えできるのではないかなと考えております。

以上でございます。

山中　ありがとうございます。

神作司会　山田先生，どうもありがとうございました。

続きまして，柴崎先生からご質問をいただいております。柴崎先生，よろしくお願いします。

柴崎　早稲田大学の柴崎暁でございます。

ちょっと慌てて質問票を書きまして，大変字の汚い質問票で申しわけございません。おわびいたします。先生は日頃より，字の汚い答案は読みなれておられると思いますので，内容はご了解いただけたかとは思うんですが，補足いたします。

どういった質問かと申しますと，現在の振替制度導入を前提といたしました，販売会社を第三債務者とした投信差押債権者による取立訴訟における勝訴判決を債務名義としてなされる強制執行は，一体誰の財産を対象とするものであるのかということでご教示くださいと書きまして，おそらく常識から考えると販売会社の財産であろうと思いますので，実は伺いたかったのはその先でありまして，そ

うなりますと，その強制執行がうまくいくかどうかは販売会社の財産状態いかんということになるということでよろしいのでしょうか。それが質問でございます。

山田　ありがとうございます。

まず，第三債務者を誰と見るかということですが，民事執行規則で考えると，差押命令を送達する先は口座管理機関であって，それは販売会社ですので，したがって，まず，この点で，第三債務者の地位に立つのは販売会社だということになり，それはおっしゃるとおりであります。しかし，取立訴訟の被告として想定されているのは発行者です。発行者が誰であるかというのは民事執行規則には書かれていないのですが，先ほども報告の中で申し上げましたとおり，現在では，いろいろな経緯の上に成り立っているのだろうと思いますが，発行者は，投資信託委託会社であります。これに対して，投資信託を他益信託であると考え，信託法上の信託を基礎にして，考えるべきだとすると，発行者は信託銀行という考え方もあり得るのだろうと思います。しかし，いずれにしても，販売会社が発行者にはならないだろうと思います。そうすると，取立訴訟の被告は発行者であって，現在の扱いを前提にすると，投資信託委託会社であるということになります。

そして，差押えが競合したとき，第三債務者には，供託義務が課されます。そのときに供託義務が課せられるのも，民事執行規則では発行者になっておりますので，それは，現在の取扱いでは投資信託委託会社であって，販売会社ではないということになります。

そこで，ご質問に対しては，販売会社の財産に対して差押えが行われるということはなく，したがって，販売会社が無資力であったら強制執行は空振りになるのではないかというご懸念のような事態にはならないだろうと考えております。しかし，そうすると，差押債権者が取立訴訟で勝訴した場合，その勝訴判決を債務名義として，投資信託委託会社に対して差押えができるのかということが問題になるのではないかと思います。私は，この点について，取立訴訟の訴えの内容を少し変容させて考える必要があるのではないだろうかと思っております。今日のご報告で申し上げました図２－２を使わせていただきますと，投資信託委託会社は，指図を信託銀行に対してします。そして，その指図を受けた信託銀行は販売会社に対して解約金を支払います。この手続のトリガーを引くことを，差押債権者は取立訴訟の訴えの内容として，投資信託委託会社に対して裁判所に命じてもらうということを検討してみるべきではないかと考えております。これはおそ

らく民事執行法の基本的な枠組みからは随分離れているのですが，振替社債制度の中に投資信託受益権が位置付けられているというところから来る解決困難な問題を視野に入れながら，販売会社と投資家との間でお金の支払を行うという投資信託の基本的な仕組みをできるだけ尊重して，執行とか，倒産の問題を解決することを実現できないかと考えているところであります。そこのところが解釈論でできるのか，やはり民事執行規則レベルの立法論が必要なのかという点については，十分に自信を持った意見を持っていないところでございます。

柴崎　どうもありがとうございました。

神作司会　山田先生，どうもありがとうございました。

それでは，最後のご質問でございます。本多先生，ご質問をよろしくお願いいたします。

本多　東京国際大学の本多と申します。

山田先生のご報告の中で，相殺の合理的な期待を確保するために２つの約定を入れてはどうかというお話があったと思います。１つは，処分して充当できると約定を入れる。もう１つは，一定の場合は振替を拒否できるという約定です。後者の約定は，銀行が貸出債権と預金を相殺することに備えて，預金者から請求があっても払戻しをしないことができるかという「預金拘束」の問題にちょうど対応するように思います。そこで，例えば投資信託についてそのような約定を入れるとすると，預金のほうもそのような約定を入れる必要があることになりかねないかなと思いましたし，一方で，預金のほうで，明文の約定がなくても一応拒否ができるということだとすれば，投資信託のほうも要らないのではないか，充当の約定さえあればよいのではないかということにもなるかなと思いまして，その辺についてどのようにお考えか教えていただければというのが私の質問です。

山田　ありがとうございます。

私は報告のなかで，２つの約定が必要だろう，あるいは２つの合意が必要だろうということを申し上げました。これは，安全を見て，保守的に考えると，この２つの合意を組み合わせれば，どうにか平成26年最高裁判決は乗り越えることができるのではないかという趣旨でありまして，それを，どこまで切り下げられるかということは，実務的には大変重要な問題だと思いますが，その検討は必ずしも十分にはしておりません。

その上でということですが，預金については，銀行は預金債権の債務者ですか

ら，そこで適法と認められない支払拒絶をしていると債務不履行に基づく損害賠償がどんどんかさんでいきます。これと対比させて考えると，振替申請があった場合に，それを拒絶するというのは，口座管理機関としての投資信託受益権を有する加入者に対する義務違反であることは確かであって，一定の場合には振替を拒絶することが義務違反とはならないということを，明確にしたほうがいいだろうということで，２つ目を取り込んだわけです。

あともう１つ考えなければいけないのは，先ほどの山中さんのご質問とも関連するのかもしれませんが，振替投資信託受益権を持とうとする人は，どこかの口座管理機関とは付き合わなくてはいけないということがあります。したがって，預金債務を負っている銀行よりは慎重に，口座管理機関ができることとできないことについてのアレンジを事前に，当事者間でしておく必要があるのではないかという観点から，今日のご報告のような意見となった次第でございます。

ありがとうございます。

神作司会　山田先生，どうもありがとうございました。

皆様のご協力をいただきまして，ほぼ時間どおりに，本日のシンポジウムII「投資信託をめぐる法的諸問題」を終了することができました。熱心なご議論をいただきまして，誠にありがとうございました。（拍手）

〔海外金融法の動向〕

アメリカ

東京大学准教授　加　藤　貴　仁

アメリカにおける証券詐欺クラス・アクション―Halliburton II―

1　Halliburton II の意義

アメリカでは，上場会社が虚偽もしくは誤解を招く情報の開示または情報の不開示（以下「不実開示」という）を行った場合，投資家が損害賠償を求めて上場会社およびその役員を被告としてクラス・アクションを提起する場合が多い。このようなクラス・アクションは，証券詐欺クラス・アクションと呼ばれることがある。

通常，証券詐欺クラス・アクションの法的根拠として，1934年証券取引所法10条(b)ならびに同法規則10ｂ－５（以下「規則10ｂ－５」という）が主張される。1934年証券取引所法10条(b)ならびに規則10ｂ－５は，証券の売買に関する不実開示などを禁止する一般的な規定であるが，1934年証券取引所法18条等と異なり，投資家が民事訴訟を提起できる旨の明示的な規定を欠いている。しかし，判例法理は，1934年証券取引所法10条(b)ならびに規則10ｂ－５を根拠として，投資家が上場会社等を被告として損害賠償を求める訴訟を提起できることを認めてきた。そして，投資家が1934年証券取引所法10条(b)ならびに規則10ｂ－５に基づく損害賠償責任を追及するために立証しなければならない要件は，コモンロー上の詐欺を参考にして，①～⑥のように解されている(1)。①不実開示の重要性，②欺罔の意図（scienter），③不実開示と証券の売買の関連性，④不実開示に対する信頼（以下「信頼要件」という），⑤経済的な損害，⑥不実開示と損害の因果関係，である。

しかし，上場会社による不実開示にコモンロー上の詐欺の要件を厳密にあてはめると，損害賠償責任が成立する場合が著しく限定されることになる。なぜなら，コモンロー上の詐欺が成立するためには，信頼要件として，投資家が不実開示の内容を認識し，それを信頼して証券の売買を行ったことが要求されるからである(2)。証券取引所で上場株式を取得する一般投資家が，このような意味での信頼要件を立証することは困難である。また，このように信頼要件を解釈すると，投資家がクラス・アクションを利用することも事実上不可能になる(3)。なぜなら，連

邦民事訴訟規則23条(b)(3)は，裁判所がクラス・アクションを認可するための要件として，クラスの構成員に共通する事実または法律問題の重要性が個々の構成員に特有の問題を凌駕することを求めているからである。この点について立証責任を負うのは，原告側である(4)。個々の投資家が不実開示の内容を認識していたか否かといった問題は，個々の構成員ごとに結論が異なる可能性のある問題であり，投資家がクラス・アクションを利用するための障害となる。

このようなコモンロー上の詐欺が抱える問題を解決したのが，Basic 判決である(5)。Basic 判決は，投資家が(a)～(d)を立証した場合，信頼要件が推定されると判示した(6)。(a)不実開示が公衆になされたこと，(b)不実開示の内容が重要であること，(c)株式が一般的に効率的と評価される市場で取引されていること，(d)原告が不実開示の時点からそれが修正される時点までに株式を取得したこと，である。Basic 判決は，投資家による信頼要件の立証責任を緩和しただけではなく，信頼要件の成否をクラス構成員に共通する問題に転化させたことによって投資家がクラス•アクションを利用できる途を開いたのである(7)。Basic 判決以降，証券詐欺クラス•アクションの数は著しく増加したと言われている(8)。しかし，近年では，周知のとおり，証券詐欺クラス・アクションがアメリカの資本市場の健全性の維持に本当に貢献しているのか，むしろ競争力を削いでいるのではないかが活発に議論されている。

クラス・アクションの認可は，ディスカバリーなど訴訟手続の負担や莫大な損害賠償責任を課されるリスクを嫌う被告側に，原告側の請求が認められる可能性が低い場合であっても，和解による解決を選択させる契機となる(9)。そのため，投資家が Basic 判決に基づき証券詐欺クラス・アクションの認可を求めた際に，原告側が立証すべき事項および被告側による反証が許されるべき事項の範囲をめぐり，激しい争いが存在した。合衆国最高裁判所が2013年に下した Amgen 判決は，Basic 判決に基づくクラス•アクションの認可手続において，原告側は不実開示の重要性を立証する必要はないと判示したものであるが，その中で 4 名の裁判官（Scalia, Thomas, Kennedy, and Alito）が Basic 判決の見直しを示唆したため，注目を集めることになった。(10)このような状況の中で，合衆国最高裁判所は，Halliburton II 判決において，Basic 判決を見直すか否かを正面から問われることになったのである。(11)

結局，Halliburton II 判決（の法廷意見）は，Basic 判決に基づく信頼要件の推

定という枠組みを維持した[12]。ただし，クラス•アクションの認可の前に，被告側に対して，原告側の主張する不実開示が市場価格に影響を与えていなかったこと，Halliburton II 判決の表現に従えばプライス•インパクト（price impact）の不存在を立証することによって，Basic 判決に基づく推定を覆す機会が与えられることを明らかにした。Halliburton II 判決は，被告側が Basic 判決に基づくクラス•アクションの認可を妨げるために新たな手段を認めたと評価できるかもしれない。しかし，Halliburton II 判決の採用した立場が，証券詐欺クラス•アクションの適正化にどれほど貢献するかについては，既に疑問を呈する見解が公表されている。以下では，Halliburton II 判決の概要を紹介した後に，Halliburton II 判決および証券詐欺クラス・アクションが抱える問題を分析した比較的最近の論考を紹介する[13]。

2　Halliburton II の概要

(1)　Basic 判決の維持

被告側が Basic 判決の変更を求める主たる理由は，Basic 判決が前提とする 2 つの条件はもはや維持できないということであった。第 1 の前提は，いわゆる効率的資本市場仮説であり，第 2 の前提は，投資家による市場価格の完全さ（integrity）への信頼である[14]。

Basic 判決は，いわゆる市場に対する詐欺理論（“fraud-on-the-market” theory）に基づき，信頼要件の推定を正当化した。その論理は以下のとおりである。高度に発展した市場で取引される株式の市場価格には，重要な不実開示を含む，すべての公開情報が反映されている[15]。市場価格によって株式を売買する投資家は，市場価格にすべての重要な公開情報が反映されているという意味での市場価格の完全さを信頼して，取引をしている。したがって，そのような投資家は，重要な不実開示を信頼して取引したと推定されてもよい[16]。

Halliburton II 判決は，確立してから長期間が経過した判例法理を変更するためには特別の正当化理由が必要であることを明示した上で，被告側の主張を退けた。その理由は，以下のとおりである[17]。

第 1 に効率的資本市場仮説と Basic 判決の関係について，Basic 判決は効率的資本市場仮説を前提とするものではないと判示された[18]。ここでは，Basic 判決を維持するためには，資本市場において「すべての公表され利用可能になった情報は，即時にかつ偏りのない形で証券の価格に織り込まれる」という状況が実現さ

れている必要があるか否かが問題とされた[19]。Halliburton II 判決も，被告側が主張するように，Basic 判決が下された時点と比べて，効率的資本市場仮説に対する疑念が高まっていることを認めている。しかし，Halliburton II 判決は，Basic 判決自身，信頼要件の推定を基礎付けるためには，公開情報が市場価格に反映される速度や程度に関する特定の理論に依拠する必要はなく，プロの市場参加者が大多数の公開情報を考慮し，それらが市場価格に影響を与えるという状況さえ成立していれば足りると考えていたことを指摘する[20]。Basic 判決を維持するためには，一般的に公開情報が市場価格に影響を与えるといえれば足り，どの程度正確に公開情報が市場価格に反映されるかは関係ないと考えられたのである。

第 2 に市場価格の完全さへの信頼について，被告側は，取引の際に市場価格の完全さを重視しない投資家の種類が数多く存在することを指摘する。これに対して，Halliburton II 判決は，Basic 判決はそのような種類の投資家の存在を否定するわけではなく，信頼要件の推定を基礎付けるためには，大多数の投資家が市場価格をあらゆる公開情報を踏まえて行われる証券の公正な評価として信頼することが合理的であれば足りるなどと述べ，被告側の主張を退けた[21]。被告側は，市場価格の完全さを信頼していない投資家の具体例として，資本市場による過大評価または過小評価に着目して投資を行う者を挙げるが，彼らも最終的には公開情報が市場価格に反映されることを信頼しているし，不実表示は彼らが行う過大評価または過小評価の有無の分析を歪めるから，市場価格の完全さに全く無関心であるともいえないと述べる[22]。

⑵　被告によるプライス・インパクトの不存在の立証

被告側は，Basic 判決が維持されたとしても，2 つの手法のいずれかによってその弊害に対処されるべきことを主張した[23]。第 1 の手法は，信頼要件が推定されるための要件として，原告側にプライス・インパクトの存在の立証を求めること，である。第 2 の手法は，本案審理だけではなくクラス・アクションの認可手続きにおいても，被告側にプライス・インパクトの不存在を立証する機会を与えることである。

前述のように，Basic 判決に基づき信頼要件が推定されるための要件は，(a)不実開示が公衆になされたこと，(b)不実開示の内容が重要であること，(c)株式が一般的に効率的と評価される市場で取引されていること，(d)原告が不実開示の時点からそれが修正される時点までに株式を取得したこと，であった。これらの中で，

Halliburton II 判決は，(a)～(c)はプライス・インパクトの存否，すなわち，原告が主張する不実開示がそもそも市場価格に影響を与えたか否かに関係すると述べる。そして，Halliburton II 判決は，不実開示が市場価格に影響を与えていなかったのであれば，投資家が市場価格の完全さへの信頼を通じて間接的に不実開示を信頼したといえなくなるので，市場に対する詐欺理論に基づき信頼要件を推定する根拠が失われると述べる[24]。

Halliburton II 判決は，Basic 判決と整合しないとして，第 1 の手法を退けた。Basic 判決は，原告にプライス・インパクトではなく(a)～(c)の立証を求めているのであり，これらの立証の成功によってプライス・インパクトの存在の推定を認めるものである一方，被告にプライス・インパクトの不存在を立証することで信頼要件の推定を覆す機会を与えているからである[25]。

これに対して，Halliburton II 判決は，被告側が主張する第 2 の手法を認めた。その理由として，プライス・インパクトの存在が，証券詐欺クラス・アクションの認可に欠かすことができない条件であることが挙げられている。プライス・インパクトが存在しない場合には Basic 判決に基づき信頼要件を推定することができなくなり，個々の投資家が信頼要件を個別的に立証しなければならない。その結果，原告側は連邦民事訴訟規則23条(b)(3)の要件を満たすことができなくなるのである[26]。Halliburton II 判決は，Basic 判決は原告側が(a)～(c)を立証することでプライス・インパクトの存在を間接的に立証することで足りるとするが，このことは被告側がプライス・インパクトの不存在を直接的に立証することを妨げないと述べる[27]。Halliburton II 判決は，プライス・インパクトの存否を直接的に立証する手段として，イベント・スタディ（event study）が利用されることを示唆している[28]。

(3)　補足意見および結論同意意見の概要

Halliburton II 判決の法廷意見を執筆したのは，裁判長である Roberts であった。これに対して 3 名の判事（Ginsburg, Breyer and Sotomayor）が補足意見（concurring opinion）を述べ，また，別の 3 名の判事（Thomas, Scalia and Alito）が結論同意意見（concurring in the judgment）を述べた。法廷意見は，原審はクラス・アクションの認可手続において被告側にプライス・インパクトの不存在を立証する機会を与えなかったとして，破棄差戻しを命じた。補足意見も結論同意見も，破棄差戻しという結論に賛成するものであるが，その名のとおり，法廷

意見の理由付けに対する評価は全く異なる。

補足意見は，法廷意見の理由付けについては何も触れず，法廷意見はクラス・アクションの認可手続において被告側にプライス・インパクトの不存在を立証する機会を認めるものにすぎず，請求に十分な理由のある原告側に過剰な負担を課すものと解釈されてはならないこと等を述べるにすぎない(29)。

これに対して結論同意意見は，法廷意見と異なり，Basic 判決が前提とする 2 つの条件はもはや満たされないとして，Basic 判決は破棄されるべきと結論付ける(30)。第 1 の条件について，結論同意意見は，Basic 判決は，その当時広く受け容れられていた効率的資本市場仮説を前提とするものであったと明示する。しかし，その後の研究の発展により，高度に発達した市場においてすら情報の種類によっては速やかに市場価格に反映されない場合があることなどが明らかになったため，不実開示を含む重要な公開情報が速やかに市場価格に反映されるという Basic 判決の理論的基礎は脆弱なものとなったと評価する(31)。

第 2 の条件について，結論同意意見は，Basic 判決は市場価格の完全さへの信頼を市場価格が証券の価値を正確に示していることへの信頼と位置付けていたと理解した上で，多くの投資家はそのような信頼を有していないと述べる。そして，Basic 判決と法廷意見が想定する投資家の行為態様は直感に基づくものにすぎず，理論的基礎を欠くと指摘する。また，資本市場による過大評価または過小評価に着目して投資を行う者も市場価格の完全さに無関心ではないとの法廷意見の主張に対しては，取引の段階で公開情報が市場価格に反映されていないと考える投資家は，市場価格の完全さを信頼して取引をしたとはいえないと反論する(32)。

3　Halliburton II 判決の評価

既に述べたように，証券詐欺クラス・アクションは Basic 判決なしでは成り立たない仕組みである。そのため，Basic 判決を維持した Halliburton II 判決の評価は，各論者の証券詐欺クラス・アクションが投資家保護や不実開示の抑止に役立っているか否かについての評価と密接に関係している。しかし，本稿において証券詐欺クラス・アクションの是非自体を論じることは，紙幅の都合上，困難である。また，Halliburton II 判決は，証券詐欺クラス・アクションの政策的な評価は議会によってなされるべきであり，クラス・アクションの認可手続でそのような考慮を行わないと明示している(33)。そこで，以下では，Halliburton II 判決で判示された事項に焦点を絞って，理論的な観点から，学説による同判決の評価を紹

介する。

⑴　Basic 判決と効率的資本市場仮説の関係

Halliburton II 判決が，Basic 判決は効率的資本市場仮説に依拠するものでないと明示したことについては，積極的に評価する見解がある[34]。Basic 判決に基づく信頼要件の推定を理論的に説明するためには，不実開示によって市場価格が歪められたこと（price distortion），すなわち，不実開示が存在しなければ市場価格が異なっていたであろうと言えれば足りるのである。このような考え方は，Halliburton II 判決以前から，学説において有力であった[35]。

ただし，Halliburton II 判決は不実開示による市場価格の歪みとプライス・インパクトを同視しているとして，痛烈な批判を加える見解がある[36]。その理由として，不実開示の内容が市場価格を下落させる可能性のある情報の隠蔽である場合（以下「情報隠蔽型不実開示」という）など，外観上は不実開示によって市場価格が変動していないように見えても，市場価格による歪みが存在すると評価されるべき場合があることが挙げられている[37]。ただし，Halliburton II 判決によれば，プライス・インパクトの有無は，不実開示が実際に市場価格に影響を与えたか否かによって判断される[38]。情報隠蔽型不実開示も，市場価格が変動する可能性を奪ったという点で，市場価格に影響を与えたと評価できるように思われる。不実開示による市場価格の歪みとプライス・インパクトを同視しているとの批判の要点は，Halliburton II 判決が，イベント・スタディのみでプライス・インパクトの有無を判断できると考えているように見える点に向けられているように思われる[39]。その性質上，市場価格に変動をもたらさない不実開示について，不実開示の前後の市場価格を対象としたイベント・スタディはプライス・インパクトの有無を判定する手法として適切ではないからである[40]。

⑵　Halliburton II 判決が Basic 判決に基づく信頼要件の推定が認められるための要件の解釈に与える影響

Basic 判決は効率的資本市場仮説に依拠するものでないことが再確認されたことは，同判決に基づく信頼要件の充足の判断にも影響を与える可能性があることが指摘されている。

例えば，Halliburton II 判決後も，「株式が一般的に効率的と評価される市場で取引されていること」は Basic 判決に基づき信頼要件が推定されるための要件の１つであることに変わりはない。判例法理において要求される効率性の程度は高

く，小規模な会社や株式を新規公開した直後の会社の株式，普通株式以外の株式の市場は効率性の要件を満たさないことが多いと理解されている[41]。このような判例法理に対しては，市場に対する詐欺理論に基づく信頼要件の推定と矛盾する側面があるとして，批判的な見解が有力であった。なぜなら，非効率的な市場も，判例法理が要求するほどの速度ではなくとも，速やかに新しい情報に反応するからである[42]。Basic 判決に基づく信頼要件の推定は不実開示によって市場価格が歪められることによって正当化されるのであって，ある株式について一般的に市場が効率的であるか否かを問題とすることに疑問を呈する見解もあった[43]。

しかし，Halliburton II 判決以降は，効率性の立証として要求される程度が緩和される可能性が示唆されている[44]。Halliburton II 判決は，一般的に効率的と評価される市場においても，重要な公開情報が市場価格に反映されない場合があると明示しているからである[45]。これに対して，Halliburton II 判決後も効率性の立証に関する判例法理は変わらないと予想する見解もある。その理由として，現行法の枠組みではプライス・インパクトの程度がどんなに小さくとも信頼要件の推定が認められてしまうため，効率性の立証の負担を緩和すると証券詐欺クラス・アクションの範囲が広がりすぎるとの懸念が存在することが挙げられている[46]。

次に，Halliburton II 判決に従えば，Basic 判決がその前提とした「市場価格の完全さへの信頼」は，市場価格が不実開示によって歪められていないことへの信頼にすぎないことになると評されている[47]。しかし，合理的な投資家は市場価格が不実開示によって歪められる危険を考慮して投資するであろうから，Halliburton II 判決のように解釈しても，「市場価格の完全さへの信頼」は存在しないとの疑問が呈されている[48]。

これに対して，投資家が市場価格の完全さを実際に信頼しているかどうかではなく，市場が不実開示によって歪められないことへの信頼を投資家に共通して保護に値するもの（“juristic grace”）と位置付けて，Basic 判決に基づく信頼要件の推定を正当化しようとする見解がある。アクティブ運用とパッシブ運用など個々の投資家の投資戦略は様々であるが，彼らは自分の投資戦略に応じて不実開示によって歪められていない市場価格を利用することが認められるべきであると主張される[49]。また，不実開示による市場価格の歪みの程度には様々なものがあることを踏まえ，そのような歪みの程度を無視して一般的に「市場価格の完全さへの信頼」を法的保護の対象とすることへの合理性が問われるべきことを示唆する

見解がある。そして，投資家は不実開示によって市場価格が歪められることをある程度は予想し対処しているのであれば，法的保護の対象をそのような予想を超える重大な不実開示による歪みに限定することが望ましいことが示唆されている[50]。

(3)　クラス・アクションの認可手続において被告側にプライス・インパクトの不存在の立証を認めたこと

Halliburton II 判決の意義は，被告がどのような証拠を提出すればプライス・インパクトの不存在の立証に成功したと評価されるかによって決まることは否めない[51]。この点は，今後の判例法理にゆだねられた問題である。ただし，クラス・アクションの認可手続において被告側にプライス・インパクトの不存在を立証する機会を認めたこと自体について，以下のように様々な見解が主張されている。

被告側によるプライス・インパクトの不存在の反証が，クラス・アクションが認可された後の本案審理においてしか認められないのであれば，被告側はディスカバリーなど訴訟手続の負担や莫大な損害賠償責任を課されるリスクを嫌い，プライス・インパクトの不存在の反証が可能な事案においても，和解を選択する可能性がある[52]。したがって，Halliburton II 判決がクラス・アクションの認可手続において，プライス・インパクトの不存在の反証を認めたことには一定の意味がある。その結果は，プライス・インパクトの不存在の反証が容易な事案において，原告側に証券詐欺クラス・アクションの提起を差し控えさせる効果が生じ得ることが指摘されている[53]。

しかし，学説の中では，Halliburton II 判決がクラス・アクションの認可手続において被告側にプライス・インパクトの不存在の立証を認めたこと自体に批判的な見解が有力である。

まず，市場に対する詐欺理論に基づく信頼要件の推定という枠組みを維持することに賛成しつつ，Halliburton II 判決が，原告側にプライス・インパクトの立証責任を課すという被告側の主張を排斥したことに対して批判的な見解がある[54]。批判の趣旨は，「株式が一般的に効率的と評価される市場で取引されていること」の立証を原告側に求めると証券詐欺クラス・アクションの対象がニューヨーク証券取引所の上場企業に偏るため，不実開示を行う可能性がより高い非効率的な市場で株式が取引されている企業に対する規律が緩むことにある。このような問題を解決するために，一般的な市場の効率性の立証を不要とし，その代わりに，原

告側にプライス・インパクトが存在することの立証を求めるべきであるとの主張がなされた。

次に，Halliburton II 判決が，とくに，被告側はイベント・スタディによってプライス・インパクトの不存在を立証しクラス・アクションの認可を妨げることができるとしたことに対しては，以下のような批判が向けられている[55]。第 1 に，イベント・スタディによって統計的に有意な結果が得られなかったことと，プライス・インパクトが存在しないことは同義ではないこと[56]。第 2 に，被告側だけではなく原告側からもプライス・インパクトの存否に関するイベント・スタディが提出されることが予想されるが，プライス・インパクトの不存在について立証責任を負うのは被告側であるから，イベント・スタディの結果の評価に不慣れな裁判所は被告側の主張を認めない場合が多いと思われること[57]。第 3 に，第 2 の点として述べたように被告側がプライス・インパクトの不存在の立証に成功することはまれであるにもかかわらず，訴訟手続に要する費用が増加し，その増加分は D&O 保険の保険料の増加を通じて，結局，株主が負担すること[58]。

※本稿は JSPS 科研費16K03390の助成を受けた研究成果の一部である。

〔注〕

(1) Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo, 544 U.S. 336, 341-342 (2005).

(2) A.C. Pritchard, *Halliburton II : A Loser's History*, 10 Duke J. Const. L. & Pub. Pol'y 27, 31-32 (2015) ; Amanda M. Rose, *Form v. Function in Rule 10b-5 Class Actions*, 10 Duke J. Const. L. & Pub. Pol'y 57, 58 (2015). *See also* Restatement (Second) of Torts §537 (1977).

(3) Pritchard, *supra* note 2, at 32.

(4) Comcast Corp. v. Behrend, 133 S.Ct. 1426, 1432 (2013).

(5) Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988) (*Basic*).

(6) *Basic*, 485 U.S. 248 note 27.

(7) Ann M. Lipton, *Halliburton and the Dog That Didn't Bark*, 10 Duke J. Const. L. & Pub. Pol'y 1, 4 (2015) ; Merritt B. Fox, *Halliburton II : It All Depends on What Defendants Need to Show to Establish No Impact on Price*, 70 Bus. Law. 435, 439-440 & 441 note 15 (2015).

⑻ Roes, *supra* note 2, at 61.

⑼ Pritchard, *supra* note 2, at 38-39 ; Donald C Langevoort, *Judgment Day for Fraud-on-the-Market : Reflections on Amgen and the Second Coming of Halliburton*, 57 Ariz. L. Rev. 37, 40 (2015).

⑽ Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans and Trust Funds, 133 S.Ct. 1184 (2013). Amgen 判決が，不実開示の重要性を立証する必要はないと判示した理由は，不実開示の重要性はクラスを構成する投資家に共通する問題であり，かつ，その不存在はクラス・アクションの不認可だけではなく請求棄却につながるため，その立証を求めなくとも，クラス・アクションの認可後に，個々の構成員に特有の問題がクラスの構成員に共通する問題を凌駕する事態が生じない点にある。*Id*. at 1196-1197.

⑾ Pritchard, *supra* note 2, at 43 ; Langevoort, *supra* note 9, at 38 ; Geoffrey Miller, *The Problem of Reliance in Securities Fraud Class Actions*, 57 Ariz. L. Rev. 61, 61 note 1 (2015).

⑿ Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc., 134 S.Ct. 2398 (2014) (*Halliburton II*). なお，2011年に合衆国最高裁判所は，同じ事案に関して，Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., 131 S.Ct. 2179 (2011) を下している。合衆国最高裁判所は，2014年の判決文の中で，2011年の判決を Halliburton I 判決を呼称している。そのため，2014年の判決は Halliburton II と呼称されることが多いようであり，本稿もそれに従った。以下の本文で「Halliburton II 判決」と表記する場合は，とくに断らない限り，法廷意見（opinion of the court）を指す。なお，Halliburton I 判決は，Basic 判決に基づくクラス・アクションの認可手続において，原告側は不実開示と損害の因果関係を立証する必要はないと判示した。*Halliburton I*, 131 S.Ct. 2185-2186.

⒀ 本稿では，主に Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy, Volume 10 (2015)に掲載された論文を中心に紹介する。これらの論文は，Duke Journal of Constitutional Law & Public Policy が開催した Halliburton II 判決を対象とするシンポジウム参加者によるものである。

⒁ *Halliburton II*, 134 S.Ct. 2409-2411. 被告側がその他に主張した理由は，Basic 判決は1934年証券取引所法の立法者意思に反すること，Basic 判決は証券詐欺クラス・アクションに関する比較的最近の合衆国最高裁判所の判例と整

合しないということであった。紙幅の都合上，これらの点の紹介は省略する。

⑮　*Basic*, 485 U.S. 246.

⑯　*Id*. at 247.

⑰　*Halliburton II*, 134 S.Ct. 2407.

⑱　*Id*. at 2409-2410.

⑲　本注の本文のような状況は，セミ・ストロング型の効率性が達成されている状況と表現されている。効率的資本市場仮説の詳細については，岩原紳作「証券市場の効率性とその法的意義」貝塚啓明編『金融資本市場の変貌と国家』99頁以下（東洋経済新報社，1999年）を参照。

⑳　*Basic*, 485 U.S. 247 note 24.

㉑　*Halliburton II*, 134 S.Ct. 2410-2411.

㉒　*Id*.

㉓　*Id*. at 2413.

㉔　*Id*. at 2414.

㉕　*Id*.

㉖　*Id*. at 2415-2416.

㉗　*Id*. at 2416-2417.

㉘　*Id*. at 2415. なお，原告側も，(a)～(c)ではなく，イベント・スタディを利用してプライス・インパクトの存在を立証することもできると解されている。

㉙　*Id*. at 2417.

㉚　*Id*. at 2418.

㉛　*Id*. at 2420-2421.

㉜　*Id*. at 2421-2423.

㉝　*Id*. at 2413. ただし，Halliburton II 判決は先例拘束性の原理（stare decisis）に従って，いわば消極的に Basic 判決を維持したにすぎない。このことが，証券詐欺クラス・アクションをめぐる政策論議に少なからず影響を与える可能性があることを指摘する見解がある。*See* Miller, *supra* note 11, at 64.

㉞　Jill E. Fisch, *The Future of Price Distortion in Federal Securities Fraud Litigation*, 10 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 87, 91（2015）; Langevoort, *supra* note 9, at 52.

㉟　*See* Donald C. Langrvoort, *Theories, Assumptions, and Securities Regula-*

tion : Market Efficiency Revistied, 140 U. PA. L. REV. 851, 899 (1992) ; Bradford Cornell & James C. Rutten, *Market Efficiency, Crashes, and Securities Litigation*, 81 TUL. L. REV. 443, 456 (2006) ; Jill E. Fisch, *The Trouble with Basic : Price Distortion after Halliburton*, 90 WASH. U. L. REV. 895, 913 note 120 (2013) ; James D. Cox, *Understanding Causation in Private Securities Lawsuits : Building on Amgen*, 66 VAND. L. REV. 1719, 1732 (2013) ; Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrell, *Rethinking Basic*, 69 BUS. LAW. 671, 684-685 (2014).

㊱ Fisch, *supra* note 34, at 92-93.

㊲ 例えば，新薬の承認申請を行った製薬会社が手続は順調に進んでいると開示した場合，株価には新薬の承認手続は順調に進んでいるという情報が反映される。その後，承認手続が想定よりも滞っているにもかかわらず，製薬会社が手続は順調であるとの情報開示を繰り返したとしよう。このような情報開示は開示済みの情報を確認したにすぎないから，株価は大きく変動しないかもしれない。しかし，承認手続の遅延という新たな情報が株価に反映されるのを妨げたという意味では，市場価格に歪みをもたらしたと評価されるべきである。証券詐欺クラス・アクションで問題とされる不実開示の大部分は，情報隠蔽型不実開示のようである。*See* Fox, *supra* note 7, at 441.

㊳ *Halliburton II*, 134 S.Ct. 2414.

㊴ Fisch, *supra* note 35, at 921-922. なお，情報隠蔽型不実開示の前後の市場価格の変動を対象としてイベント・スタディを行い統計的に有意な結果が得られない場合にはプライス・インパクトは存在しないと評価する立場は，情報隠蔽型不実開示について証券詐欺クラス・アクションを認めてきたHalliburton II判決以前の判例法理と整合しないので，採用されないであろうと指摘する見解がある。*See* Fox, *supra* note 7, at 448 note 27.

㊵ Bebchuk & Ferrell, *supra* note 35, at 692 ; Lipton, *supra* note 7, at 20.

㊶ Lipton, *supra* note 7, at 5.

㊷ Bradford Cornell & James C. Rutten, *Market Efficiency, Crashes, and Securities Litigation*, 81 TUL. L. REV. 443, 456 (2006) ; James D. Cox, *Fraud on the Market After Amgen*, 9 DUKE J. CONST. L. & PUB. POL'Y 1, 14-16 (2013) ; Donald Langevoort, *Basic at Twenty : Rethinking Fraud on the*

Market, 2009 Wis. L. Rev. 151, 172.

(43) Bebchuk & Ferrell, *supra* note 35, at 689-691.

(44) Rose, *supra* note 2, at 65 ; Langevoort, *supra* note 9, at 53 ; Miller, *supra* note 11, at 64-65.

(45) *Halliburton II*, 134 S.Ct. 2414.

(46) Amm. M. Lipton, *Searching for Market Efficiency*, 57 Ariz. L. Rev. 71, 75-76 & 82（2015）

(47) James J. Park, *Halliburton and the Integrity of the Public Corporation*, 10 Duke J. Const. L. & Pub. Pol'y 71, 75-76（2015）; Langevoort, *supra* note 9, at 49.

(48) Langevoort, *supra* note 9, at 49.

(49) Langevoort, *supra* note 9, at 51.

(50) Park, *supra* note 47, at 83-84.

(51) *See, e.g.*, Fox, *supra* note 7, at 462-464.

(52) Miller, *supra* note 11, at 69.

(53) *Id*.

(54) Pritchard, *supra* note 2, at 44-45. *Pritchard* は，*Todd Henderson* とともに，原告側にプライス・インパクトの立証責任を課すべきとの amicus brief を合衆国最高裁判所に提出していた。*Id*. at 44.

(55) なお，不実開示の修正（以下「修正開示」）によって市場価格が変動したか否かと，プライス・インパクトの存否は異なる問題である。*Halliburton I*, 131 S. Ct. 2186. アメリカの判例法理においては，不実開示が市場価格に与えた影響と修正開示が市場価格に与えた影響は明確に区別されており，後者は不実開示と損害の因果関係の問題として位置付けられている。したがって，修正開示によって市場価格が変動したからといって，当然にプライス・インパクトも存在したという評価にはならない。*See* Fisch, *supra* note 34, at 95. ただし，修正開示の前後の市場価格を対象としたイベント・スタディは，とくに情報隠蔽型不実開示において，プライス・インパクトの存否に関する証拠の１つとしては扱われているようである。*See* Bebchuk & Ferrell, *supra* note 35, at 692 ; Fox, *supra* note 7, at 441.

(56) Fisch, *supra* note 34, at 96 ; Langevoort, *supra* note 9, at 56. 先に述べたよ

うに，情報隠蔽型不実開示の場合には不実開示の前後の市場価格を対象としたイベント・スタディによって統計的に有意な結果が得られなくとも市場価格に歪みが生じていたと評価されるべき場合がある。また，積極的に虚偽の情報が開示された場合であっても，不実開示の日に市場価格に影響を与える他の情報も開示されていた場合や不実開示が段階的に行われた場合には，不実開示が市場価格に与えた影響のみを取り出して測定することが困難になるためイベント・スタディの結果を慎重に扱う必要が生じてくる。このほかにも，証券詐欺クラス・アクションにおいて利用されるイベント・スタディは様々な技術的な限界を抱えている。*See* Fisch, *supra* note 35, at 919-921.

(57) Pritchard, *supra* note 2, at 46 ; Fisch, *supra* note 34, at 98. 被告側がプライス・インパクトの不存在の立証に成功する場合が限られる理由は，イベント・スタディの問題だけではないことを主張する見解もある。例えば，不実開示の内容が重要性を欠くことや市場関係者が真実を知っていることはプライス・インパクトの不存在を基礎付ける根拠となりそうであるが，Amgen 判決は，裁判所がこれらの事情をクラス・アクションの認可手続において考慮することを禁止している。また，被告側がプライス・インパクトの不存在を立証する前の段階で，既に原告側が「株式が一般的に効率的と評価される市場で取引されていること」の立証に成功している場合が多い。判例法理における効率性の要件を満たす市場では，一般的に言って，市場価格が公開情報に何らかの反応をする場合が多いと考えられる。*See* Lipton, *supra* note 7, at 19.

(58) Pritchard, *supra* note 2, at 47. 証券詐欺クラス・アクションは和解によって終了することが多いが，和解金の多くは，会社が契約する D&O 保険によって賄われていることは広く知られている。

イングランド　　東京大学准教授　加　毛　　明

デジタル通貨（仮想通貨）をめぐる議論状況

1　対　象

ビットコインに代表されるデジタル通貨（仮想通貨）に対する規制の在り方が国際的な議論の俎上に載せられている。2015年３月，イギリス政府は「デジタル通貨――情報提供要請に対する応答（Digital Currencies : Response to the Call for Information）[1]」を公表した（以下「応答」とし，パラグラフ番号を引用する）。「応答」の主たる検討対象は，分散管理型デジタル通貨[2]（decentralised digital currencies）である（1.9）[3]。その前提となる分散型台帳技術（distributed ledger technology）またはブロックチェーン（blockchain）技術が決済の技術革新にとって有望であると評価されるからである（1.4）。

「応答」は，これまでイングランド銀行が公表した報告書などを踏まえつつ[4]，デジタル通貨の規制に関するイギリス政府の基本方針を示すものである。他国との比較において，イギリス政府の方針には，デジタル通貨を規制する目的を技術の発展や産業の育成の支援に求めるという特徴を見出すことができる[5]。本稿では「応答」を中心として，イギリスにおけるデジタル通貨をめぐる議論状況について紹介する[6]。

2　前　提

(1)　課税上の取扱い

「応答」を紹介する前提として，デジタル通貨に関する現在のイギリス法の状況について確認しておこう。まず歳入関税庁は，2014年３月に，ビットコインその他の暗号通貨の課税上の取扱いを明らかにした[7]。とくに重要な付加価値税（value-added tax）については，次のように説明される。まず暗号アルゴリズムを解くことでビットコインを獲得する行為（マイニング（mining））は経済活動に該当しないため付加価値税の対象とならない。マイニング以外の行為（特定の取引を認証する行為（verification）など）はヨーロッパ付加価値税指令135条１項ｄ号（「預金口座，決済，資金移動，借入れ，小切手その他有価証券に関する取引（仲介を含む）」）に該当し，付加価値税を免除される。ビットコインがポンドや外国通貨と交換される場合にも，ビットコイン自体の価値について付加価値税が課さ

れることはなく，またビットコインの取引に関してビットコインの価値を上回る費用が発生した場合にもヨーロッパ付加価値税指令135条１項ｄ号に基づいて付加価値税が免除される。他方，ビットコインと交換に商品やサービスを取得する場合には，取引の時点でのビットコインの価格に基づいて付加価値税が課税される。以上の付加価値税に関する取扱いは――今後の変更の可能性が留保されているものの――総じてデジタル通貨事業者にとって望ましいものと評価されている(8)。

⑵　金融取引に関する規制との関係

次にデジタル通貨と既存の金融取引規制の関係についてみていこう。2013年12月の貴族院の質疑では，イギリスの金融機関によるビットコイン取引の可否に関連して，ビットコインがイギリスにおいて規制の対象とされていないとの政府回答が示されている(9)。これを敷衍すると，まず2011年電子マネー規則（Electronic Money Regulations 2011）との関係では，デジタル通貨は「電子マネー」（２条１項）に該当しないと考えられる。デジタル通貨は発行主体に対する請求権を表象するものではなく，資金の支払に基づいて発行されるものでもないからである(10)。2009年決済サービス規則（Payment Services Regulations 2009）についても，デジタル通貨は「資金（funds）」（２条１項）に該当せず，その取引は「決済サービス」（附則１）には当たらないと考えられる(11)。2007年マネー・ローンダリング規制（Money Laundering Regulations 2007）の適用を考える場合にも，デジタル通貨を取引する者が「金融機関（financial institution）」（３条３項）に該当しないことが障害になると解される(12)。

3　紹　介

以上のような法状況を前提として，イギリス政府は，2014年11月，デジタル通貨およびその前提となる技術について広く情報提供を要請した(13)。これに対して，デジタル通貨の利用者・開発者・事業者，銀行，決済サービス会社，研究者，コンサルタント，政府機関などから120を超える回答が寄せられた。それらの回答の分析に基づいて，「応答」は，デジタル通貨及びその前提となる分散型台帳技術がもたらす恩恵（第２章）と，デジタル通貨が有するリスク（第３章）を明らかにし，イギリス政府がとるべき方策を提示する（第４章）。

(1)　デジタル通貨のもたらす恩恵

a　デジタル通貨

「応答」はデジタル通貨がもたらす恩恵について，情報提供要請に対する回答の内容を次のように要約する。第1に，デジタル通貨は伝統的な決済手段と比較してコストが低い（低廉性）（2.3）。それゆえ少額の商品•サービスの決済手段として有用である(2.4)。第2に，デジタル通貨は決済取引の時間短縮に役立つ(迅速性）(2.5)[14]。低廉性と迅速性というメリットは国外取引について顕著であり，小規模事業者が取引先を国外に広げるとともに，中小の金融機関が国際的な決済サービスを提供する可能性を拓く（2.6）。第3に，デジタル通貨を用いて決済をする場合，支払人は相手方に個人情報を開示する必要がない（仮名性[15]）。これは支払を受ける事業者にとっても顧客の支払情報を管理・保護するコストを省くことにつながる（2.8）。第4に，デジタル通貨による決済は，無権限取引や二重払いのおそれが低い(安全性)。また中央管理機関が存在しないため，単一の主体による取引操作のリスクや，ある一点でのエラーがシステム全体のダウンにつながるリスクも小さい（2.9）。第5に，デジタル通貨の取引は分散型台帳において公開されるので取引の可視性が高い（透明性）（2.10）。第6に，デジタル通貨の分散型台帳には誰もがアクセスできるので，銀行口座を持たない（とりわけイギリス国外の）人々に決済•金融サービスを提供する可能性が広がる（2.11）。最後に，デジタル通貨は既存の金融機関のサービス改善にインセンティヴを付与し，あるいは新規事業の創出や雇用の拡大・税収増に寄与するなど，経済全体に恩恵をもたらす可能性がある（2.12）。

もっとも，以上の説明には留保が付される。まずデジタル通貨の低廉性は，取引の認証者（miner）への報酬が新たなデジタル通貨の取得という形で提供されることによって支えられる。しかし，ビットコインのように供給量の上限が設定されている場合には，長期的には，そのような報酬の提供ができなくなり，デジタル通貨の利用者は認証者に現在よりも高額な手数料を支払わなければならなくなる可能性がある（2.7）。迅速性についても，現在のイギリスではリアル・タイム決済の利用可能性が拡大しているので，デジタル通貨を利用するメリットは限定的である（2.7）。またデジタル通貨の安全性も完全なものではない。デジタル通貨取引を認証するための計算能力の過半数が少数者によって掌握された場合，どの取引を認証するかを恣意的に決定したり，意図的に二重払いを生じさせたりす

ることができてしまう（「51％攻撃」と呼ばれる）。そして長期的には計算能力の集中が生じる傾向が指摘されている（2.9）。

b　分散型台帳技術

次に「応答」は，デジタル通貨の前提となる分散型台帳技術の応用可能性について言及する。当該技術はインターネットを通じた迅速・安全な財産移転を容易にする手段であり，第三者による手続の監視を必要とせずに取引の永続的な記録を提供するものである。それゆえデジタル通貨に限らず，金融商品の登録・権利移転などへの利用が考えられるほか，公的記録管理（土地登記，パスポート・運転免許など）に応用する可能性もある（2.15）。また分散型台帳技術を利用したデジタル通貨は「プログラムの可能な金銭（programmable money）」としての性格を有するので，利用者が支払指図に一定の要件を組み込むことで，契約の成立から実行に至るプロセスを自動化する可能性も開かれる（「スマート・コントラクト」）（2.16）。

c　規制が存在しないことの問題

他方で「応答」は，イギリスにデジタル通貨に対する規制が存在しないことが，デジタル通貨事業に対する参入障壁となっていることを指摘する。事業の信頼性・正当性を顧客や取引先に証明できないからである。とくに銀行口座の開設に困難を伴うことが，事業の遅延•コストの増大を招く原因となる（2.18）。それゆえ，情報提供要請に対する回答では，デジタル通貨事業の環境を整備する目的での規制の導入を支持する見解が有力であるとされる（2.22）。

⑶　デジタル通貨のリスク

a　犯罪目的での利用

デジタル通貨のリスクについて，情報提供要請への回答では，①デジタル通貨が犯罪目的で利用されるリスク，②デジタル通貨の利用者がさらされるリスク，③金融・財政の安定性に関するリスクが指摘された。まず犯罪目的での利用の具体例として，違法な商品・サービスのオンライン売買をデジタル通貨で決済をする事例と，コンピュータにランサムウェアを感染させ，身代金をデジタル通貨で支払わせる事例が挙げられる（3.5）。犯罪目的での利用の主たる原因はデジタル通貨の仮名性に求められる。利用者が個人情報を明かさずに取引できることが，犯罪行為の誘因となり得るからである（3.3）。さらにデジタル通貨取引の低廉性•迅速性，規制に関する国際的な協調の困難さなども，犯罪目的での利用を促す原

因となる（3.4）[16]。

他方で，デジタル通貨には犯罪目的での利用を妨げる特徴もある。まずデジタル通貨は取引履歴が公開の台帳に記録されるので（透明性），規制当局や法の執行機関がそれを犯罪行為の特定・立証に利用できる（3.3）。さらに，デジタル通貨の価格変動が大きいこと，利用に技術的専門知識が必要とされること，商品・サービスの決済手段として受け入れる事業者が比較的少数にとどまっていること，全取引件数が少ないこと，デジタル通貨システムにおける流動性が低いことなどが，デジタル通貨の犯罪目的での利用を妨げる要因となりうる（3.6）。以上の分析に基づいて，「応答」は，現段階において，デジタル通貨がマネー・ローンダリングやテロリストへの資金供与に利用されていることを示す証拠はないという国家犯罪対策機構（National Crime Agency）の評価を支持する（3.2）。

もっとも，情報提供要請に対する回答では，犯罪目的でのデジタル通貨利用を防ぐための規制の導入に好意的な意見が多数を占める[17]。具体的には，既存の規制枠組みを利用し，本人確認（Know Your Customer）の規制をデジタル通貨の取引にも適用すべきとされる（3.8）。規制の適用対象として想定されるのはデジタル通貨の交換業者である[18]（3.11）。また規制の導入に関して国際的協調の重要性が指摘される（3.10）。

b　利用者のリスク

利用者のリスクについては――価格変動リスクなども存在するが[19]（3.19）――決済手段としてのデジタル通貨の利用を念頭に置けば，主としてシステムやセキュリティに関わるリスクが問題となる。第１に，中央管理機関が存在しないことに伴うリスクがある。デジタル通貨には決済取引を監督する権限を有する主体が存在しないため，支払人の誤った決済や無権限者による決済を撤回することができない。またシステム上のセキュリティの問題として，前述した51％攻撃の危険性が存在する（3.20）。第２に，利用者自身のセキュリティの問題がある。利用者が決済に必要な秘密情報（秘密鍵など）を忘れてしまうと，その対象となるデジタル通貨を利用できなくなる。またハッキングなどによって第三者が秘密情報を取得した場合，当該第三者によるデジタル通貨の利用を妨げることもできない。その結果，利用者は秘密情報の保護について高度の注意を払う必要があることになる（3.21）。第３に，仲介業者に関するセキュリティの問題も存在する。交換業者やウォレット提供者がハッキングを受けたり，顧客に対して詐害的な取引を行

ったり，あるいは倒産したりした場合に，利用者が損失を負担する危険性が高いのである（3.22）。

これらのリスクの一部は技術面での対処が可能である。取引の実行に複数の秘密鍵を必要とする複数署名（multi-signature），第三者を介して決済を行うエスクロー・サービス，オフラインでのデジタル通貨の保管（cold storage）などである（3.23）。このような市場による対処に加えて，政府が規制による介入を行う必要があるかが問題となる[20]。犯罪目的利用に対する規制について支持する見解が有力であるのに対して，利用者（とりわけ消費者）保護のために規制を導入するか否かについては必要論と不要論とが相半ばする（3.24）。

一方では，消費者保護規制（セキュリティの基準，プルーデンス要件，行為要件，資産保全要件など）を全面的に適用すべきとする見解が存在する（3.26）。規制必要論は，既存の規制の枠組み（決済サービス規則，電子マネー規則など）を適用すべきであるとし（3.27），規制の対象として仲介業者（交換業者・ウォレット提供者）を想定する[21]（3.29）。これに対して規制不要論は，デジタル通貨による取引の規模が小さいことに加え，前述した技術面での対処で十分であるとする。むしろ規制の導入が新しい技術や商品の開発による問題解決を妨げることが懸念されるのである（3.30）。しかし，利用者（消費者）のリスクについて何らの対応をしないことは，デジタル通貨に対する利用者（消費者）の信用を低下させ，デジタル通貨事業の発展を損なうおそれもある。そこで，デジタル通貨に対する信用を高める最善の方法とされるのが自主規制の手法である。デジタル通貨業界がベスト・プラクティスを発展させ，その基準に基づいて事業者の認定を行う。このような仕組みによって，市場参入を試みる小規模事業者に過大な法令遵守コストを課すことなしに，安全なサービスを提供する事業者の情報を利用者に提供できることになる（3.32）。

c　金融・財政の安定性に関するリスク

最後にデジタル通貨がイギリスの金融・財政の安定性を損なう危険性については，現段階では非常に小さいものと評価される。デジタル通貨の流通量が非常に少ないことに加え，そもそもデジタル通貨が安定したソブリン通貨に対抗する存在となるのは難しいと考えられるからである（3.36）。もっとも，デジタル通貨の普及によって金融政策の有効性が限定されるおそれを否定することはできない。また供給量に上限のあるデジタル通貨はデフレーションに陥る可能性が高く，経

済不況をもたらす危険性も指摘される。そこでイギリス政府は，デジタル通貨の利用状況の監視を継続し，定期的にリスクの変化の有無を評価すべきこととされる（3.38）。

⑷　イギリス政府がとるべき方策

「応答」は，以上の分析を前提として，イギリス政府がとるべき方策を提示する。まずデジタル通貨の犯罪目的での利用を妨げるため，デジタル通貨の交換にマネー・ローンダリングに関する規制を適用すべきとする。その際，デジタル通貨業界への規制の適用の仕方，適用対象，監督機関などを明らかにする必要があるとされる（4.2）。また，デジタル通貨に関する犯罪行為を特定し，訴追するために，法執行機関にとっていかなる法制度や技術が有効であるかを検討する必要性が指摘される（4.3）。さらに，イギリス政府が金融活動作業部会（Financial Action Task Force）における国際的議論に継続して参加していくことが確認される（4.4）。

次に，利用者（消費者）のリスクへの対処については，デジタル通貨技術および関連する事業がいまだ発展の初期の段階にあることを踏まえて，イギリス政府は，英国規格協会（British Standards Institution）およびデジタル通貨業界とともに，消費者保護のための自主規制基準を構築することを目指す（4.5）。法的規制の導入は事業者に過大な負担を課すので望ましくないとされるのである。

以上のほか，「応答」は，イギリス政府が，分散型台帳技術の将来性にかんがみ，研究促進のため，リサーチ・カウンシル（Research Councils）その他の研究機関とともに新しい研究プロジェクトを開始し，その支援のために1000万ポンドを提供することを明らかにする（4.7）。最後に「応答」は，イングランド銀行が中央銀行の発行するデジタル通貨の研究に着手していることに言及する[22]（4.8）。

4　展　望

以上のように「応答」は，デジタル通貨のリスクとベネフィットの分析に基づいて，デジタル通貨の取引をマネー・ローンダリング規制の対象とすべきとする一方で，利用者（消費者）保護については業界の自主規制にゆだねることを提案する[23]。これはデジタル通貨に関する技術の発展・産業の育成を支援するための環境づくりを目指すイギリス政府の方針を体現するものといえる。このような政府の方針が現実にいかなる効果をもたらすのかということは，技術革新と法規制の関係を考える上で興味深い素材を提供するものといえる。

もっとも以上のイギリス政府の方針がEUレベルでの政策と緊張関係に立つ可能性があることには注意が必要である。例えばヨーロッパ銀行監督機構（European Banking Authority）は，2014年7月にデジタル通貨に対する規制の導入を提言する報告書を公表している[24]。また2013年7年に公表され，2015年10月にヨーロッパ議会で承認された新しい決済サービス指令（PSD2）は，適用対象を従前のユーロおよびEU加盟国通貨からすべての通貨へと拡大することとしており（2条3項），デジタル通貨もその適用対象に含まれる可能性があることが指摘されている[25]。デジタル通貨に関するイギリス法の今後の展開については，EUの政策との関係をも注視していかなければならない。

〔追記〕 2016年4月21日，イギリス内務省と大蔵省は，マネー・ローンダリングおよびテロリスト資金供与を防止するためのアクション・プランを公表した（Home Office & HM Treasury, Action Plan for Anti-Money Laundering and Counter-Terrorist Finance, *available at* https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/517992/6-2118-Action_Plan_for_Anti-Money_Laundering_web_.pdf）。このアクション・プランは，合計19の施策（アクション）を提示し，それぞれの施策を主導する主体と施策の実施期限を明らかにする。デジタル通貨との関係では，交換業者に対してマネー・ローンダリング規制を適用するものとされる。交換業者は，利用者が金銭とデジタル通貨を交換するネットワーク上のポイントとしての機能を果たしており，交換業者を規制することがマネー・ローンダリングおよびテロリスト資金供与への対処として有効であると考えられるからである。もっとも，規制の対象をそれ以上に拡大することは，マネー・ローンダリングなどのリスクの緩和に役立たず，かえってデジタル通貨の発展を妨げるものとされる。それゆえ，例えばウォレット提供者などは規制対象から除外されることになる（para. 2.24）。

〔注〕

(1) HM Treasury, Digital Currencies: Response to the Call for Information (2015), *available at* https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/414040/digital_currencies_response_to_call_for_information_final_changes.pdf.

⑵　本稿では，とくに断りのない限り，「デジタル通貨」は分散管理型デジタル通貨を意味するものとする。また場合によって「仮想通貨（virtual currencies）」や「暗号通貨（cryptocurrencies）」などの語を「デジタル通貨」と互換的に用いる。

⑶　ただし中央機関によって運営される中央管理型デジタル通貨（centralised digital currencies）が検討対象から排除されるわけではない（1.10）。

⑷　Bank of England, *Innovations in Payment Technologies and the Emergence of Digital Currencies*, Quarterly Bulletin 2014 Q3 1（2014）, *available at* http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q3digitalcurrenciesbitcoin1.pdf ; Bank of England, *The Economics of Digital Currencies*, Quarterly Bulletin 2014 Q3 276（2014）, *available at* http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q3digitalcurrenciesbitcoin2.pdf.

⑸　例えば，2014年８月，オズボーン蔵相は，イギリスを全世界における FinTech の中心地とすることを目指すべきと発言している（George Osborne, *Chancellor's Speech at the Launch of the New Trade Body for FinTech, 'Innovate Finance'*（2014）, https://www.gov.uk/government/speeches/chancellor-on-developing-fintech）。

⑹　「応答」公表以前のイギリス法の状況を解説するものとして，Paul Anning, Michael Taylor, Lorna Brazell & Mark Brailsford, *The United Kingdom, in* The Law of Bitcoin 140（Stuart Hoegner ed., 2015），岡田仁志ほか『仮想通貨――技術・法律・制度』193～199頁（東洋経済新報社，2015年）。

⑺　*HM Revenue & Customs, Revenue and Customs Brief 9*（2014）*: Bitcoin and Other Cryptocurrencies*（2014）, https://www.gov.uk/government/publications/revenue-and-customs-brief-9-2014-bitcoin-and-other-cryptocurrencies/revenue-and-customs-brief-9-2014-bitcoin-and-other-cryptocurrencies.

⑻　Anning et al., *supra note* 6 at 149.

⑼　572 Parl. Deb., H. L.（5th Ser.）（2013）WA201（U. K.）, *available at* http://www.publications.parliament.uk/pa/ld201314/ldhansrd/text/ 131218w0001.htm.

⑽　Anning et al., *supra note* 6 at 154.

⑾　Anning et al., *supra note* 6 at 158-9 は，「決済サービス」のうち「送金（money remittance）」については別異に解する余地があるとしつつ，ビットコインがその性質上「金銭（または金銭的価値の表象）」（２条１項）に該当しないとして，結論として「送金」該当性を否定する。

⑿　Anning et al., *supra note* 6 at 165. もっとも2002年犯罪収益法（Proceeds of Crime Act 2002）がビットコイン事業者に適用される可能性があることも指摘される（at 165-6）。

⒀　HM Treasury, *Digital Currencies : Call for Information* (2014), https://www.gov.uk/government/consultations/digital-currencies-call-for-information/digital-currencies-call-for-information.

⒁　決済の迅速化によって，事業者が資金を生産性の高い用途に用いることできるようになるというメリットも指摘される（2.12）。

⒂　デジタル通貨取引には，後述する透明性があるため，その性質は「匿名性（anonymous）」というより「仮名性（pseudonymous）」というべきことが指摘される（3.3）。

⒃　このほか，仲介業者を介することなく国外への支払が可能であることや，デジタル通貨による決済を凍結する権限を有する監督機関が存在しないことなどから，金融制裁の実施に重大な困難をもたらす危険性も指摘される（3.7）。

⒄　規制の導入に反対する見解としては，国家による規制がデジタル通貨の基本的思想に反するという立場のほか，現時点での規制が時期尚早であるとする立場があるとされる（3.12）。

⒅　このほかデジタル通貨のATMやウォレット提供者などを規制対象に含めるべきとする指摘も存在する（3.11）。

⒆　もっとも今後デジタル通貨の利用が拡大すれば交換レートは安定するとの予想があることが予想されると指摘される（3.19）。

⒇　このほか政府の役割として，デジタル通貨の利用者に対する教育・指導を強化すべきことが指摘される（3.33）。

(21)　このほか取引の認証者を規制対象とすべきとする回答も存在する（3.29）。

(22)　イングランド銀行からの要請を受けてUniversity College Londonの研究者がRSCoinに関する論文を公表している（George Danezis & Sarah Meiklejohn, *Centrally Banked Cryptocurrencies* (2015), http://www0.cs.ucl.ac.uk/

staff/G.Danezis/papers/ndss16currencies.pdf）。

(23)　なお2015年10月１日施行の消費者権利法（Consumer Rights Act 2015）との関係で，デジタル通貨が同法の「デジタル・コンテンツ」――デジタル形式で生産・供給されるデータ（２条９項）――に該当し，消費者保護規制の対象になる可能性が指摘されている（Anning et al., *supra note* 6 at 166）。しかし，同法の解説注釈（Explanatory Notes）では，仮想通貨はデジタル・コンテンツ取得の対価として支払われるものとして言及されており（paras. 174 & 206），また消費者の代金減額請求に際して（金銭でなく）仮想通貨で弁済をしなければならない場合があると説明されるにすぎない（paras. 215 & 218）。

(24)　European Banking Authority, *EBA Opinion on 'Virtual Currencies'* (2014), https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08＋Opinion＋on＋Virtual＋Currencies.pdf. その紹介・分析として，Anning et al., *supra note* 6 at 170-2，岡田ほか・前掲注(6)・191～192頁。

(25)　Anning et al., *supra note* 6 at 155, 160-1，岡田ほか・前掲注(6)・193頁。

ドイツ　　**慶應義塾大学准教授　水　津　太　郎**

保全土地債務における土地所有者の抗弁権の拡張

1　ドイツ土地担保法の現況

(1)　土地債務と抵当権

ドイツにおいて今日，貸金債権の担保のために土地（建物は土地の本質的構成部分に属する(94条１項。本稿では特段の指示がない限り，条文番号はBGBのものとする)）を目的として担保物権の設定を受ける際に最もよく用いられるのは，土地債務（Grundschuld）(1)である。土地債務とは，その権利者が土地から一定額の金銭の支払を受けることができる制限物権であり（1191条），抵当権（Hypothek）と同様に，物的換価権の一種であるとされる。土地債務と抵当権の違いは，土地債務は債権の存在を前提としない（非付従性（ないし独立性）。後記2(2)）点にある。それゆえ，土地債務についてはそれだけを単独で利用することもできる（孤立的土地債務（isolierte Grundschuld））。しかし実際には，上述のように，土地債務は信用担保の手段として，つまり債権担保の目的で設定されるのが通常である（保全土地債務（Sicherungsgrundschuld））。

これに対して，抵当権は，債権に付従するものとして構成されている。もっとも，その程度は一様でない。すなわち保全抵当権（Sicherungshypothek）では，付従性が厳格に適用されるものの，流通抵当権（Verkehrshypothek）においては，善意取得制度の導入によって，その名のとおり流通性保護の観点から，付従性が緩和されている。ドイツ抵当法ではむしろ，後者の流通抵当権が原則とされ，前者の保全抵当権を設定するときはその旨をとくに土地登記簿に登記しなければならない（1184条２項，1185条１項）。

(2)　保全土地債務の普及

ドイツ民法典は，まず抵当権について詳細な規定を置き，これを大幅に――債権の存在を前提とする規定を除いて――土地債務に準用しており(1192条)，抵当権に重きを置いている。これに対し，今日では，保全土地債務のほうが抵当権よりも圧倒的に利用されている(2)。なぜ保全土地債務のほうが好んで用いられるのだろうか(3)。

その答えとしてすぐに思いつくのは，非付従性がもたらす流通性の高さであろ

う。けれども，本論で詳しく分析するように(後記３)，とりわけ現行法においてはこの側面を強調するのは難しい。

むしろ，非付従性の持つ利点としてとくに意識されているのは，――幅の広い概念としての――「柔軟性（Flexibilität）」[4]の大きさである。すなわち，抵当権は被担保債権と物権的に結合しており，その被担保債権が土地登記簿に登記されなければならない。これに対して，保全土地債務と債権は債務法上の担保契約(後記２(1))によって結び付けられるにすぎず，土地登記簿上に被担保債権の表示はされない。それゆえ，抵当権において被担保債権を変更するときは，抵当権者と土地所有者の間の物権的合意に加えて，土地登記簿への登記も求められる（1180条）のに対し，保全土地債務であれば，土地債務権者と土地所有者が債権的合意をすれば，いつでも自由に被担保債権を変更することができる。

また，継続的取引から生じる不特定の債権を被担保債権とする場合において，最高額抵当（Höchstbetragshypothek）を用いるときは，――最高額抵当は法律上当然に保全抵当とされる（1190条３項）ため，流通性の保護に薄いことに加え――，被担保債権が確定額ではないため，判決手続を経ずに直ちに強制執行をすることができないこと，利息も最高額に含まれる（同条２項）から，元利合計して最高額の範囲内しか担保されないことなどの不便がある[5]。これに対して，保全土地債務によるときは，即時の強制執行をすることも許されるし(後記２(3))，担保されるべき利息を広く拡張することもできる。

その上，保全土地債務では，土地債務権者と債権者は別人であってもよい。したがって，複数の債権者が同一の債務者に対して独立に債権を有するときに，１個の土地債務を設定することも，問題なく認められる。この方法によれば，債権関係は土地登記簿に一切反映されないから，債権者団の関係やメンバーに変更が生じても，関係者間の債務法上の合意のみで対処することができる。

(3)　リスク制限法による改正

このように，ドイツ土地担保法において現在最も重要な機能を営んでいるのは，保全土地債務である。この保全土地債務をめぐるルールは，2008年のリスク制限法（Risikobegrenzungsgesetz）[6]によって大きく改正されている。

同法は，「請求権の担保のために供された（zur Sicherung eines Anspruchs verschafft）」[7]土地債務が「保全土地債務」であると定義する（1192条１ａ項１文前段）とともに，保全土地債務における土地所有者を保護するために，次の２つ

のルールを導入した。第１に，土地債務の実行期は，６カ月の期間をおいて告知をしなければ到来しない旨の規定（1193条1項）につき，保全土地債務に関してはこれを強行規定とし（同条２項２文），第２に，土地所有者が保全土地債務の譲受人に対して行使し得る抗弁権について，これを大幅に拡張した（1192条１ａ項１文後段）。つまり，ここで「制限」が問題となっている「リスク」とは，信用を与えた側ではなく，反対に，信用を受けた側に生じるリスクである(8)。

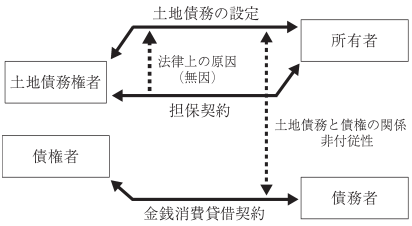
本稿ではこのうち，第２のルールを取り上げる。もっとも，その概要については既に紹介がある(9)ため，本稿では，改正の内容を立ち入って解説するとともに，解釈論上の問題，改正の背景や改正に対する評価，再改正の提案などについても触れることにしよう。

２　保全土地債務の基礎

(1)　保全土地債務の構造

ａ　３つの法律行為

貸金債権の担保のために土地債務が設定される場合には，次の３つの法律行為を区別しなければならない。



＊Klaus Vieweg/Almuth Werner, Sachenrecht, 7. Aufl., München 2015, §15, vor Rn. 90の図を一部修正

その第１は，金銭消費貸借契約（488条）である。現行法によると同契約は，諾成・双務契約で，利息を付すのが原則とされる。第２の法律行為は，物権行為としての土地債務の設定（1191条，1192条１項）である。その要件は，登記土地債務（証券が発行されない土地債務。本稿では叙述の簡略化のため，これを前提とする）であれば，設定権限に加え，物権的合意（873条）と土地登記簿への登記（1151条）である。所有者土地債務以外の土地債務（他主土地債務）では，設定当事者は土地所有者（Grundstückseigentümer）と土地債務権者（Grundschuldgläubiger）となる。土地所有者・債務者と土地債務権者・債権者は，同一人でもよいが，そうでなくても構わない。

第１と第２の法律行為からそれぞれ生じる債権と物権，すなわち貸金債権と土地債務を結び付けるのが第３の法律行為，担保契約（Sicherungsvertrag（担保約定（-abrede）・担保合意（-vereinbarung）とも呼ばれる））(10)である（241条，311

条１項)。同契約は，土地所有者と土地債務権者の間で締結される無方式の契約であり，土地債務の設定（第２）との関係ではその債務法上の基礎，つまり法律上の原因を構成する。担保契約の中では，被担保債権の範囲，担保の設定・回復に係る義務，換価の方法と要件，その他土地債務の効力を担保のために調整・制約するための定めが置かれる。被担保債権が弁済されたときは，この担保契約に基づいて，所有者は土地債務権者に対する回復請求権を取得し，土地債務の復帰的移転（1192条１項，1154条），抹消（1192条１項，875条，1183条）あるいは放棄（1192条１項，1168条）のいずれかを求めることができる。

b　信託的構成

このように保全土地債務では，土地債務権者は土地債務の設定（第２）によって対外的には完全な物権を取得する一方，所有者との債務法上の担保契約(第３）に基づいて目的的な拘束を受けることになる。保全土地債務の構造につき，これを信託法理によって説明するのが一般である(11)のはそのためである。

(2)　保全土地債務の性格

a　無因性

保全土地債務の性格のうち，無因性（Abstraktheit（抽象性とも訳される））は，土地債務の設定（処分行為（第２））と担保契約（義務負担行為（第３））の関係につき，後者の有効性は前者の有効性に影響を及ぼさないことを示すものである。したがって，担保契約が無効であっても土地債務の設定は有効である。この場合の調整は不当利得法（812条１項１文第１事例または同２文第１事例）を経由して行われ，所有者は土地債務権者に対し，被担保債権が弁済された場合と同様に(前記２(1))，土地債務の復帰的移転，抹消または放棄を求めることができる(12)。

b　非付従性

これに対し，非付従性（Nichtakzessorietät（独立性（Unabhängigkeit）とも呼ばれる））は，（第２の行為から生じる）土地債務は，（第１の行為から生じる）債権の存在を前提としないことを示すものである。無因性という用語が非付従性の意味で用いられることもあるが，これは誤解を招きやすい。非付従性が土地債務固有の特質である一方，ドイツ物権法を特徴付ける性格である無因性は，抵当権にも等しく当てはまるからである(13)。

(3)　保全土地債務の実行

リスク制限法は保全土地債務の実行期について，必ず６カ月の告知期間をおか

なければならないとした（前記1(3)）。

実行に際しては，土地債務権者が土地所有者に対し，強制執行の忍容を求めて訴訟を提起し，それにより得られた判決を物的債務名義として（ZPO704条）土地に強制執行をかける（1192条1項，1147条），という手順を踏むのが本則である。しかしながら実際には，あらかじめ即時執行の認諾をとっておき（ZPO799条，800条），訴訟提起の手間をかけずに，これを物的債務名義として（ZPO794条1項5号）執行することが多い[14]。また，換価の方法として，土地債務を譲渡（任意売却）することも認められている[15]。

3　改正の内容――土地所有者の抗弁権の拡張

(1)　問題の所在

説明の便宜のために，最初に簡単な事例を掲げておこう[16]。

【事例】Aは，取引銀行Bから，一戸建ての家屋を築造するための資金として，20万ユーロの融資を受けた。そこでAは，Bの貸金債権を担保する目的で，自己の甲土地につき，証券の発行を禁じてBのために土地債務を設定した。AとBの間の担保契約では，Aがした支払は貸金債権に対してのみされたものとする旨が約されている。その後，Bはリファイナンスのために，Aに対する貸金債権と，甲土地上の保全土地債務を投資家Cへと譲渡した。CはAB間の担保契約をBから引き受けていない。次の場合において，Cが貸金債権の履行を求め，または土地債務を実行したときに，Aはこれを拒絶することができるか。

(1)　BからCへの譲渡の前に，AがBに貸金債権を弁済した場合

(2)　BからCへの譲渡の後に，AがBに貸金債権を弁済した場合

この問題を処理するには，貸金債権をめぐる法律関係と，土地債務をめぐる法律関係を区別しなければならない。

a　貸金債権

まず，貸金債権については，債権譲渡のルールが適用される。ドイツ法においては，債権譲渡につき譲渡人（B）と譲受人（C）の間でこれを合意（398条）すれば債権譲渡の効力が生じ，譲受人は債権の移転を受けたことを，通知や承諾がされなくても，債務者（A）を含む万人に対して主張し得る。

しかし，⑴においてＡは，債権譲渡前にＢに既に弁済していたことを，Ｃに対して主張することができる（404条）。また，⑵のケースでも，債権譲渡がされたことについて，ＡがこれをＢに弁済をしたときは，ＡはＣに対し弁済の有効性を主張し得る（407条１項）。なぜなら，債務者は，債権譲渡がされたことで不利益を被るべきではないからである。

ｂ　土地債務

他方，ＢからＣへの土地債務の譲渡は，物権的合意と登記によって行われる（1192条１項，1154条３項）。では，Ｃが土地債務を実行した場合はどうか。抵当権とは異なり（1163条１項２文），被担保債権が弁済によって消滅しても，土地債務の存立はその影響を受けない。もっとも，この場合には，所有者（Ａ）は担保契約に基づく抗弁権を行使することで，土地債務の実行を妨げることができる。そして，この担保契約に基づく抗弁権は，原則として土地債務の譲受人（Ｃ）に対してもこれを行使し得る。その理由は次のとおりである。

1157条は抵当権につき，その１文で「所有者と旧債権者の間に存する法律関係に基づき抵当権に対して」抗弁権が生じる場合において，それが「所有者に属する（zustehen）」ときは，この抗弁権は新債権者にも行使することができるとしている。同条は1192条１項によって土地債務に準用され，①所有者と「土地債務権者」の間の法律関係に基づき，②「土地債務」に対して生じる抗弁権と読み替えられる。担保契約に基づく抗弁権は，所有者と土地債務権者間の担保契約を基礎とし（①），かつ土地債務に向けられた（②）ものであるから，同抗弁権には1157条のルールが適用される。

⑵　旧法の問題点

しかしながら，1192条１項によって準用される1157条では，所有者の保護にとって十分ではないと考えられた。立法理由[17]から読み取れるのは，次の２つの問題である。

ａ　善意取得

第１の問題は，1157条２文が，善意取得による抗弁権の消滅（892条１項の適用）を認めていることである。これにより，⑴においてＡがＣに対し被担保債権消滅の抗弁権を行使し得るのは，①Ｃが悪意であり，そのことをＡが主張立証したときか，または，②抗弁権が土地登記簿に登記されていたときに限られることになる。

まず，①について検討しよう。ここでいう「悪意」の対象がなにかについては，旧法下で多くの議論があった[18]。ライヒ裁判所は，土地債務が担保を目的とするものであることをCが知っていさえすれば，Cは悪意であるとしていた（RGZ 91, 218）。しかし，連邦通常裁判所はこの態度を改め，担保目的の土地債務であることに加え，具体的な抗弁権の存在についてもCがこれを知らなければ，なおCは善意であるとした（BGHZ 103, 72）。その結果，Cが悪意だとされるのはごく例外的なケースに限られることになった。

では，②についてはどうか。①の問題に対応して，土地債務が担保を目的とするものであること，つまり「保全土地債務」であることについては登記することができないが，担保契約に基づいて生じた抗弁権を登記することは可能であるとされていた。しかしながら，この種の登記は実用に耐えなかった。このことは，A・B間に割賦払いの約定があるケースを想起すれば明らかであろう。割賦金を支払うたびに被担保債権の一部消滅の抗弁権を登記せよ，というのは現実的ではないからである。

b　抗弁権の範囲

第2の問題は，1157条1文が定める抗弁権の範囲の狭さである。同条は「所有者に属する」抗弁権について，所有者は土地債務の譲受人に対しこれを行使することができるとしている。しかし，連邦通常裁判所によると，ここでいう抗弁権は，土地債務が譲渡された時点で既に発生していたものに限られる（BGHZ 85, 388）。言い換えると，同条は譲渡後に発生した抗弁権を捕捉するものではない。したがって，⑵のケースでは，AがBに弁済をしたのは土地債務がCに譲渡された後であるから，Aは，譲渡がされたことを知らなかったとしても，被担保債権消滅の抗弁権をCに行使することができない。

⑶　改正法による対応

改正法は以上の2つの問題に対応するために，新たに1192条1ａ項を挿入することにした。

ａ　1192条1ａ項の構造

同条項は保全土地債務の定義を置いた（前記1⑶）後，次のルールを定めている。すなわち，①1文前段において，⒜「旧債権者との担保契約に基づき土地債務に対して」抗弁権が生じる場合に，それが「所有者に属する（zustehen）」とき，または，⒝抗弁権が「担保契約から生じる（sich ergeben）」ときに，当該抗弁権

を「土地債務を取得したすべての者に対して行使することができる」とし，続けて，②この場合には「第1157条第２文は適用しない」と定め（１文後段），最後に，③「第１文の場合を除き，第1157条の規定を適用する」という（２文）。

ｂ　１文の内容

立法理由[19]によれば，１文（①②）は，土地所有者が担保契約に基づいて行使し得る「抗弁権の存続につき1157条を補充する特則」を規定したものである。

その前段（①）が定める抗弁権のうち，担保契約に基づき所有者に「属する」抗弁権（(a)）とは，「移転の時点で既に現実化していた」抗弁権のことである。例えば，(i)貸金未交付の抗弁権，(ii)（土地債務の譲渡前に生じた）被担保債権（の全部または一部）消滅の抗弁権，(iii)被担保債権の履行期未到来の抗弁権などがこれに当たる。これに対して，「担保契約から生じる」抗弁権（(b)）は，「保全土地債務が移転した時点で既に担保契約において根拠付けられていたものの，その要件が完全に充足されたのは移転後であった」場合を捉えるものである。土地債務の譲渡後に被担保債権が全部または一部弁済されたケースが，その典型例であるとされる。これは，旧法（1157条１文の準用）とは異なり，(a)だけでなく(b)についても担保契約に基づく抗弁権の行使を認めることで，先に示した第２の問題に対処したものである。

これに対し，第１の問題は，１文後段（②）で対処されている。１項後段によれば1157条２文，すなわち善意取得による抗弁権の消滅を定めた規定は適用されない。したがって，保全土地債務の譲受人は，抗弁権の存在についてたとえ善意であったとしても，担保契約に基づく抗弁権の行使を妨げることができない。このことは，土地債務が保全土地債務であることを譲受人が知らなかったとしても，同様であるとされる[20]。

改正法によれば，事例の(1)においてＡは，Ｃの主観的事情を問わずに，被担保債権消滅を理由とする担保契約に基づく抗弁権を，Ｃに行使することができる。このことは，(2)においてＡがＢに対し，債権譲渡がされたことを知らずに弁済した場合にも当てはまる[21]。

ｃ　２文の内容

もっとも，１文前段（①）以外の抗弁権は，旧法と同様に1157条２文の適用を受ける（２文（③））[22]。つまり，ここでは善意取得による抗弁権の消滅が問題となる。その例としては，土地債務の実行期猶予の抗弁権[23]などが挙げられている。

⑷　解釈論上の問題

1192条１ａ項が挿入された結果，様々な解釈論上の問題が生じることになった[24]。本稿ではそのうち，次の２点を取り上げることにしよう。

ａ　「担保契約に基づく」抗弁権の範囲

担保契約が無効であった場合には，所有者は不当利得（812条１項１文第１事例または同２文第１事例）に基づいて，土地債務の回復を求めることができる（前記２⑵）。それにもかかわらず，土地債務が実行されたときは，所有者は不当利得に基づく抗弁権（821条）を有する。では，この抗弁権についても，1192条１ａ項が適用されるか。

この問題について，一方では，同条項の適用を否定する見解がある[25]。この見解は，担保契約が無効である以上，「担保契約に基づく」抗弁権は問題とならないし，そもそもこの場合には保全土地債務ともいえないなどと説いている。他方で，同条項の適用を肯定する見解もある[26]。それによれば，担保契約が無効である場合でも，土地債務が「請求権の担保のために供された」（この保全土地債務の定義につき，前記１⑶）ことに変わりはない。そして，担保目的に関連する抗弁権につき所有者保護の観点から善意取得を排除するのが同条項の目的である以上，その評価に照らして同条項の文言を拡張解釈するのが相当であるとされる。

ｂ　改正法の適用範囲

1192条１ａ項は，2008年８月20日以後に取得[27]された土地債務に適用される（EGBGB229条§18第２項）。これに対して，同月19日以前に土地債務が譲渡された場合には，同条項は適用されない。したがって，この場合には旧法と同様に，担保契約に基づく抗弁権についても，それが登記されていない限り，土地債務の譲受人が担保の目的と抗弁権の存在を知らなかったときは，善意取得により抗弁権が消滅することになる（1192条１項，1157条２文）。

では，このようにしていったん抗弁権が失われた後，2008年８月20日以後に土地債務が転譲渡された場合にはどうなるのか。1192条１ａ項が適用され，担保契約に基づく抗弁権が復活するのか，それとも抗弁権は消滅したままなのか。この問題につき連邦通常裁判所は，後者の見解を採用した（BGH, NJW 2014, 550）。ひとたび抗弁権なき物権が取得された以上，その後にこれを承継した者は――たとえ悪意であったとしても――完全な物権を取得し得る，というのが「一般的に承認された物権法上の原則」だからである。

4　改正をめぐる議論

(1)　改正に対する評価

リスク制限法による改正については，批判や疑問も少なくない。他方で，改正法を擁護する立場も有力である。以下では次の3点について，改正に対する評価を概観しよう。

a　改正のプロセス

リスク制限法による改正のきっかけは，銀行がその保有している金融資産を大量に内外の投資家へ売却した結果，買主の一部である「ハゲタカファンド」[28]が濫用的に土地債務を実行し，それにより土地所有者が二重支払を強いられる過酷な状況に追い込まれていることが，新聞により報じられたことにあった[29]。

連邦司法省（当時）は初めのうちは，土地担保法については改正の必要はないとみていたが，後に態度を改め，改正提案を示した。しかしながらそこでは，土地債務の譲受人は担保契約に基づく抗弁権の存在を知っていたものと推定する，との規定（法律上の事実推定）を導入すべきだとされていたにとどまる[30]。これに対して，成案――その元となったのはバイエルン草案[31]である――のようなドラスティックな方向をとることが決まったのは，財政委員会の，それもごく短期間の審議においてであった。

このような経緯から――内容に対する不満も相俟って――，本改正は世論の圧力に屈して慌ただしくかつ場当たり的に行われたものであり，土地担保法全体を，「ユーロ抵当」構想も睨みながら根本的に見直す機会を逃してしまったと批判されている[32]。

b　土地担保法の体系性

土地担保法全体に関わることとしてはとりわけ，1192条1ａ項が保全土地債務との関係で，担保契約に基づく抗弁権につき善意取得を否定したことをどう評価すべきかが争われている。

一方では，これにより「評価矛盾」[33]が生じてしまったとみるものがある。というのは，債権の存在を前提とする流通抵当権（前記1(1)）と，債権の存在を前提としない保全土地債務を比較したときに，後者の流通力のほうが低くなってしまっているからである。この視角からみると，保全土地債務は今や保全抵当権と同格に位置付けられることになる[34]。

他方で注目されるのは，債権独立性（非付従性）の機能として，流通性よりも

柔軟性を強調する見解[35]である。この見方によると，保全土地債務が非付従的な担保権だからといって，当然に高い流通力を備えていなければならないわけではない。むしろ保全土地債務は，その名のとおり一次的には保全権であり，この限りでもともと流通抵当権よりも保全抵当権に近い。保全土地債務が抵当権と違うのは，債権独立性を有するために柔軟性が大きいという点（前記 1 (2)）である。このように考えれば，1192条 1 a 項が善意取得を排除したことを合理的に説明することができる。もしこの改正がなければ，貸金を一部返済するたびにそれにより生じた抗弁権を登記しなければならなくなる結果（前記 3 (2) a も参照），この意味で保全土地債務が登記に縛られた窮屈な担保になってしまうからである。

c　保全土地債務の性質と構造

付従性とは，従たる権利が主たる権利から，その成立・移転・行使・消滅の諸点において独立していることをいう。保全土地債務は，成立・移転・消滅においては被担保債権に付従しない。他方，土地所有者は被担保債権に関連する抗弁権について，これを担保契約に基づく抗弁権として行使することができる。この抗弁権は，改正によりその行使できる範囲が著しく拡張された。それゆえ，現行法の保全土地債務は，その行使の局面では厳格に債権付従的であると評されている[36]。

また，保全土地債務の構造は，これまでは一般に，信託法理に基づいて説明されてきた（前記 2 (1)）。しかし改正法により，土地債務権者が物権者としてなし得ることと，契約の相手方である所有者との関係でなすべきことの間の距離が縮まっている。さらに，解釈論上の説明や構成によって両者の距離をゼロにできるのなら，信託法理による説明はもはや不適切ということになろう[37]。

(2)　再改正の提案

現在は，再改正に向けて様々な提案が出されている[38]。本改正に批判的な立場からはとりわけ，担保契約に基づく抗弁権についても，善意取得による消滅可能性を一切否定するのではなく，その要件を過重し，善意の譲受人であっても重過失があれば抗弁権は失われない，とした上でこれを復活させるべきだとの見解が有力である[39]。また，保全土地債務における担保契約に基づく抗弁権のうち，土地所有者に「属する」抗弁権だけでなく，「担保契約から生じる」抗弁権も土地債務の譲受人に行使し得るとした点については，流通抵当における土地所有者の地位とのバランスを意識してあらためて調整を図るべきだというものがある[40]。

他方で，本改正に肯定的な立場も，現行法のままでよいとしているわけでは必ずしもない。保全土地債務において土地所有者の抗弁権が拡張された結果，今度は逆に，保全土地債務の譲受人に不測の損害が生じることが懸念される。そこで立法論としては，「保全土地債務」であるとの登記を承認し，かつこれを義務化すべきであると説くものがある(41)。

〔注〕

(1)　土地債務一般については，山田晟「土地債務の抽象性について（１～３完）」法協53巻１号42頁，53巻２号89頁，53巻３号16頁，中山知己「ドイツ土地債務の担保的機能（１～３完）」立命185号40頁，186号52頁，192号32頁，大場浩之『不動産公示制度論』155～260頁（成文堂，2010年）〔初出2005～2006年〕。

(2)　登記所の報告書によると，保全土地債務と抵当権の利用割合は，おおむね８対２だとのことである。Vgl. Reinhard Gaier (Hrsg.), Münchener Kommentar zum BGB, Bd. 6, 6. Aufl., München 2013, § 1191, Rn. 5 [Dieter Eickmann]. また，担保法の代表的なハンドブック（Hans-Jürgen Lwowski/Gero Fischer/Katja Langenbucher, Das Recht der Kreditsicherung, 9. Aufl., Berlin 2011）は，Grundpfandrechte の章（§ 15 [Heinrich Schoppmeyer]）において，その大半（100頁）を保全土地債務の解説にあて，抵当権については「実務上の意義をほぼ失っている」（Rn. 324）として，ごくわずかしか（２頁）触れていない。

(3)　この問題については，中山・前掲注(1)(2)・228～248頁。社会経済的背景につき，倉重八千代「ドイツにおける土地債務の利用急増の原因についての一考察」ソシオサイエンス７号213頁。

(4)　この用語は例えば，Fritz Baur/Jürgen F. Baur/Rolf Stürner, Sachenrecht, 18. Aufl., München 2009, § 36, Rn. 79a.

(5)　鈴木祿弥「ドイツにおける最高額抵当と普通抵当」同『抵当制度の研究』305頁（一粒社，1968年）〔初出1966年〕。

(6)　Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken vom 12.8.2008, BGBl I 2008, S. 1666.

(7)　「供された（verschafft）」には，新たな土地債務の設定を受けることだけでなく，既存の土地債務の移転を受けることも含まれる。Wolfgang Wiegand (Hrsg.), J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch,

Neubearbeitung 2015, § 1192, Rn. 35［Hans Wolfsteiner］; ferner Schoppmeyer, in: Lwowski et al., a.a.O.（Anm. 2）, § 15, Rn. 169.

⑻ Johann Andreas Dieckmann, Das Risikobegrenzungsgesetz in der Immobilienwirtschaft - Im Blickpunkt: Neuregelungen im Recht der Grundschuld, in: NZM 2008, S. 865.

⑼ 金鉉善「BGB 第1192条第１ａ項の新設と保全土地債務」広島法学38巻４号106頁，鳥谷部茂「ドイツ法」比較法研究77号22～24頁。

⑽ 椿久美子「ドイツ法における土地債務と抵当権の関係」麗沢大学紀要56号272頁も参照。

⑾ 中山知己「ドイツ信託法理の一断面：保全土地債務法における信託的構成の展開」山口経済学雑誌38巻３～４号639頁を参照。

⑿ Baur/Stürner, a.a.O.（Anm. 4）, § 45, Rn. 24 und Rn. 26.

⒀ MünchKomm/Eickmann, a.a.O.（Anm. 2）, § 1191, Rn. 10.

⒁ Formular につき，Lwowski et al., a.a.O.（Anm. 2）, Anhang 1 zu § 15.

⒂ Baur/Stürner, a.a.O.（Anm. 4）, § 45, Rn. 58; Staudinger/Wolfsteiner, a.a.O.（Anm. 7）, Vorbem zu §§ 1191 ff, Rn. 118.

⒃ Marc-Philippe Weller, Die Sicherungsgrundschuld, in: JuS 2009, S. 970 を参考にした。

⒄ BR-Drs. 152/08（B）, Anl. S. 7-9 を参照。

⒅ 詳しくは，中山・前掲注⑴（３完）・189～223頁。

⒆ 以下全体として，BR-Drs. 152/08（B）, Anl. S. 15-17; BT-Drs. 16/9821, S. 16-17.

⒇ BR-Drs. 152/08（B）, Anl. S. 17; BT-Drs. 16/9821, S. 17.

(21) 他方，ＡがＢに対し，債権譲渡がされたことを知って弁済した場合には，この限りでない。Ａはそもそも Ｃに弁済が有効であることを主張し得ない（407条１項）からである。Vgl. BR-Drs. 152/08（B）, Anl. S. 16; BT-Drs. 16/9821, S. 17. 以上の規律が，抵当権につき407条の適用を排除する1156条と矛盾するのではないか，という問題については，Arndt Kiehnle, Ein Widerspruch zwischen § 1192 Ia und § 1156 S. 1 BGB, in: BKR 2009, S. 157.

(22) BR-Drs. 152/08（B）, Anl. S. 17; BT-Drs. 16/9821, S. 17.

(23) Otto Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 75. Aufl., München 2016, § 1192,

Rn. 4［Peter Bassenge］などを参照。

⑵4　議論状況を包括的に考察するものとして，Eyke Sven Stegen, Die Sicherungsgrundschuld nach dem Risikobegrenzungsgesetz, Europäische Hochschulschriften, Bd. 5458, Frankfurt a.M. 2013；Boris Dollinger, Die Forderungsabhängigkeit der Sicherungsgrundschuld, Schriften zum Bürgerlichen Recht, Bd. 436, Berlin 2014.

⑵5　Baur/Stürner, a.a.O.（Anm. 4）, § 45, Rn. 67g；Dieckmann, a.a.O.（Anm. 8）, S. 871；Weller, a.a.O.（Anm. 16）, S. 974. 詳しくは，Stegen, a.a.O.（Anm. 24）, S. 104-106.

⑵6　Palandt/Bassenge, a.a.O.（Anm. 23）, § 1192, Rn. 4 a.E.；Peter Bülow, Die Sicherungsgrundschuld als gesetzlicher Tatbestand, in：ZJS 2009, S. 5；Maria Wellenhofer, Das Recht der Sicherungsgrundschuld nach dem Risikobegrenzungsgesetz, in：JZ 2009, S. 1081. 立ち入った検討は，Dirk Zetzsche, Die Drittwirkung des Sicherungsvertrags beim Immobiliarkredithandel, in：AcP, Bd. 209（2009）, S. 559-564.

⑵7　リスク制限法の施行前に設定された保全土地債務についても，それが同日以後に譲渡されれば新法が適用され，土地所有者は同法による保護を受けることができる。BT-Drs. 16/9821, S. 18.

⑵8　Steffen Zimmermann, Geierfonds erwerben ungekündigte Darlehensverträge und Grundschulden ohne fiduziarische Zweckbindung - Zur Rechtslage nicht notleidender Kreditengagements im Dreieck Kunde/Investor/Hausbank, in：BKR 2008, S. 95.

⑵9　改正の背景につき簡潔には，Michael Nietsch, Grundschulderwerb nach dem Risikobegrenzungsgesetz：Der Ausschluss des gutgläubigen einredefreien Erwerbs nach § 1192 Ia BGB, in：NJW 2009, S. 3606 mit Fn. 3, 5. そのほか，z.B. Dieckmann, a.a.O.（Anm. 8）, S. 865；Wellenhofer, a.a.O.（Anm. 26）, S. 1077.

⑶0　Parl. Staatssekretär Alfred Hartenbach, Plenarprotokoll Bundesrat 842. Sitzung, S. 75（B）.

⑶1　Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der Risiken des Kreditverkaufs（Kreditnehmerschutzgesetz）, in：BR-Drs. 152/08, S. 1.

(32) Rolf Stürner, Der Schutz des Eigentümers bei rechtsgeschäftlicher Übertragung von Grundpfandrechten und die jüngste Reform des Rechts der Grundschuld, in : Festschrift für Dieter Medicus zum 80. Geburtstag, Köln 2009, S. 513, 516 sowie Baur/Stürner, a.a.O.（Anm. 4）, § 45, Rn. 67l a.E.

(33) Baur/Stürner, a.a.O.（Anm. 4）, § 45, Rn. 67l ; ferner Hanns Prütting, Missbräuchliche Veräußerung von Immobilienkrediten, in : Festschrift für Dieter Medicus zum 80. Geburtstag, Köln 2009, S. 343 ; Matthias Lehmann, Die Änderungen im Darlehens- und Grundschuldrecht durch das Risikobegrenzungsgesetz, in : ZGS 2009, S. 220.

(34) Staudinger/Wolfsteiner, a.a.O.（Anm. 7）, § 1192, Rn. 31 ; Zetzsche, a.a.O.（Anm. 26）, S. 572.

(35) Dollinger, a.a.O.（Anm. 24）, S. 219 mit Fn. 75, S. 225 und S. 93-95 ; vgl. auch Wellenhofer, a.a.O.（Anm. 26）, S. 1082, 1085 ; ferner Mathias Rohe, Anmerkungen zur Reform des Rechts der Immobilienfinanzierung, in : Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag, München 2009, S. 619, 620.

(36) Dieckmann, a.a.O.（Anm. 8）, S. 872 ; Weller, a.a.O.（Anm. 16）, S. 974 ; vgl. auch Nietsch, a.a.O.（Anm. 29）, S. 3609.

(37) この点につき，Zetzsche, a.a.O.（Anm. 26）, S. 574-575.

(38) 網羅的な紹介・検討として，Stegen, a.a.O.（Anm. 24）, S. 146-155 und Dollinger, a.a.O.（Anm. 24）, S. 218-229.

(39) 条文案とともに，Stürner, a.a.O.（Anm. 32）, S. 514, 517, 521.

(40) Alexander Neumann, § 1192 Abs. 1a BGB - ein dringend überarbeitungsbedürftiger Schnellschuss des Gesetzgebers, in : ZJS 2010, S. 688 ; vgl. auch Kiehnle, a.a.O.（Anm. 21）, S. 160 ; Lehmann, a.a.O.（Anm. 33）, S. 219.

(41) Dollinger, a.a.O.（Anm. 24）, S. 223, 225 ; vgl. auch Nietsch, a.a.O.（Anm. 29）, S. 3606.

フランス　　上智大学教授　松　井　智　予

配当金不算入制度と設立の自由

1　概　観

(1)　民法の改正

フランス法分野における現在の最大の改正案件は，契約・総則および債務の証明に関する民法の改正であろう。2016年２月10日のオルドナンスN° 2016―131（官報2016年２月11日掲載）により，300以上の民法の条文が書き換えられることとなった。この法律（以下「債務法」という）は，契約法および債務と証拠に関するルールの近代化・簡素化を目標としており，2016年の10月１日以降発効する(1)。また，2016年２月10日には民事責任に関する民法の改正の諮問も行われ，改正債務法施行と並行して進められる予定である。改正の内容としては，ある種の契約における一方当事者による価格決定や（1163-４条），不完全履行に対する債権者による対価の減額（1223条）など，契約に際して，合意の不備や資力不足等から生ずる様々なトラブルに対し，より柔軟な対応を可能とするものといえる。

この債務法改正の背景については，まず，フランス法がEUの法整備から受ける圧力に言及する必要があろう。EUレベルでは，1980年代からの個別的な指令の蓄積により，消費者保護が進んできた。これにより次第に消費者保護のレベルの平準化が進み，また個別的な指令が消費者政策として包括的に規定される傾向が強まってきたが，フランスは，消費法典と民法典とを別個のものとして維持し，民法の改正は最少限にとどめてきており，学界でもEU契約法との整合性にはほとんど関心は払われていなかった。しかし，2001年以降EUレベルでの契約法の統一に関する議論がじりじりと進み始めると，フランス民法も矢継ぎ早に改正されるようになった（2006年担保法改正，2007年信託制度導入，2008年時効法改正など）との指摘がある(2)。次に，フランス国内での政策を理解する必要があるだろう。債務法改正は，フランス民法を経済的により効率的なものとし，魅力あるものにする必要があるという認識のもとに進められている(3)。同様のスローガン（経済競争力の強化と雇用の確保・増加）は，例えば2008年のフランス債務整理法改正においても掲げられていた。このときは，実業家出身でフランスでは異色の新自由主義者とされるサルコジ大統領が，選挙公約に沿って経済近代化法を成立さ

せたのに対して[4]，現在の債務法改正は，社会党のオランド大統領のもとで進められている。政党の方針に照らしても，また，EU の指令や日本の債権法改正において念頭に置かれる法益がネット取引や高齢化などに沿った消費者保護の充実であることに照らしても[5]，経済競争力を強めるために，基本法である民法を改正するという説明には違和感があるかもしれない。想起されるのは，かつて，世界銀行の出したディスカッションペーパーなど複数の著作[6]（LLSV 理論と呼ばれる）において，全体としての法システムが経済発展に影響を与えるとの所見が示された際に，とくにフランス法系シビルローは，コモンローと比較して劣っており，同法系における会社法の投資家保護制度の弱さと，資本市場の縮小との間には正の相関があるとされた点であるが[7]，しかし，この結果については，そもそも法ではなく第二次世界大戦後の急進的政治と労働者よりの規制に原因を求める説もあり[8]，またフランスの比較法学者も，同研究で顧慮されていない判例や慣習を含めてみれば各国の法系は収斂しつつあり，法の単純な比較は不適当との立場をとっていたとされる[9]。さらにいえば，実際には，企業の取引においては合意により民法の任意法規部分は排除されるので，民法改正の影響は，強行法規か，単発の債務不履行を超えた集合的処理を必要とする場面（債務者の債務超過など）に関する規定が改正された部分に限定されるだろう。

オランド大統領は社会党という基盤を背景とし，福祉や社会的平等の推進が期待されている一方で[10]，選挙公約においては長年問題となっている失業対策[11]や経済政策を打ち出しており，経済競争力にマイナスとなる政策も推進しにくい状況にある。同政権は富裕税強化を打ち出したものの，富裕層流出により撤回を強いられている[12]。一方で2015年には，失業率の増加などの問題に対処するために，信頼，活力，平等および経済的チャンスのためと銘打って，解雇規制の緩和，弁護士などの専門的職業への参入障壁の除去，日曜日や夜間の開店規制の緩和などを含む[13]改革を行ったものの[14]，週35時間労働や大規模な雇用保護規制などのフランス労働法の根幹には手を付けておらず，ドイツの Hartz IV に関する過去の抜本改正などと比較して小規模との評価を受けている[15]。社会的圧力の少ない民法で公約にいう経済活性化の実績をうたっておくのが，政権として妥当な方策だったにすぎないのかもしれない。そこで，民法改正についてはさまざまな紹介に譲り，本稿では，3 年連続税の話になって恐縮であるが，連結納税をめぐって現在 EU やフランスでどのような動きがあるのかについて解説することにする。

2　連結納税における国外配当の益金算入と設立の自由

⑴　フランスの2015年度修正財政法

フランスでは，2015年12月30日に，2016年度財政法と2015年度修正財政法が成立した。ここには，「新99％資本参加免税制度」[16]が含まれる。この制度は，連結納税（要件のなかには，フランスに居住する法人間での直接／間接の95％持分保有を含む）の場合に受取配当を全額益金不算入とする現行法制度を廃止する一方で，親会社が「適格子会社」から受ける配当の課税部分を５％から１％に引き下げるものである。これにより，同じ連結納税グループの他の（国内）メンバー，および①他の EU 加盟国またはフランスと行政執行共助条約の締結がある EEA 加盟国で，フランス法人税と同等の課税がされている国の法人であって，②もしフランスで設立されれば連結グループへの加入要件を満たすであろうもの　から受ける資本参加所得は，99％益金不算入とされることになった[17]。この制度は，2016年１月１日以後開始事業年度から適用される。

なお，このほかに，2015年度修正財政法には，国内の親子会社制度に影響するいくつかの措置が含まれる。例えば，EU のほか，実質的な管理支配地がフランスと行政執行共助条約を締結している EEA（アイスランド，ノルウェー，リヒテンシュタインなど）に居住する一定の[18]外国親会社へも，フランス源泉の支払配当に源泉税免除が適用される一方，同等の要件のフランス親会社にも外国からの支払配当の源泉税免除の適用がある[19]。

⑵　背　景

では，なぜこうした改正が行われるに至ったか。まず，当然の前提ではあるが「受取配当益金不算入」制度について簡単に説明しておくことにする。日本でも，また多くの外国でも，法人は，基本的には法人格ごとに生じた益金について法人税を納付する。親子会社の場合，配当は親会社の収入となって収益の一部を構成する。そうすると，親会社は受取配当について法人税を納めなければならないように思われる。しかし，もし受取配当について法人税を支払うと，子会社は，その配当原資となった子会社収益について既に法人税を支払っているので，この親子会社は，もし単体の事業部として子会社事業を経営していたならば１回支払えば済んだ法人税を，２回支払っていることになるだろう。この二重課税を防ぐのが受取配当益金不算入制度（冒頭では親会社への利益還元が配当の形態をとらない場合を含め，資本参加免税制度と訳出）である。しかし，この制度は，国際的

資本参加の流動性が高い場合には，親会社の属する国は子会社レベルでの法人課税を捕捉できず，一方法人は各国の制度を比較して設立地や本拠地として選ぶために，また連結納税の自由度が高い場合には，子会社と親会社を一体のものとしてみる要請が高い一方，財務諸表の合算が行われるかどうかが流動的なために，益金不算入をどこまで認めるか，複雑な調整を強いられる[20]。

次に，EU では，この配当益金不算入制度についてどのような態度がとられているかであるが[21]，EU には，配当に係る源泉税を免除し二重課税を防ぐ目的で，親子会社指令[22]が存在する。この指令は，所得がいずれの法人においても課税されない「二重非課税」を排除することをも意図しており，近年の検討は専ら租税回避への対応に主眼がある[23]。例えば，2014年 6 月20日には，加盟国のハイブリッドローンに関する税務上の取扱いの違いから生じる課税漏れを防ぐ目的で，同指令が改正されることが決定した[24]。改正親子会社指令4.1条(a)のもとでは，子会社からの配当については，子会社で配当を損金に算入できない範囲で，親会社で配当課税を行わないこととする一方，損金算入される場合にはその範囲において課税することが義務付けられることになる。この改正は，オランダやフランスのハイブリッド投資ストラクチャーに適用されることが想定されている[25]。

最後に，フランスにおける従来の受取配当益金参入制度がどのような法的建付けによって行われてきたかについては，本件税制改正の背景となる，欧州連合司法裁判所（Cour de justice de l'Union européenne，CJUE）が出した，2015年 9 月 2 日の判決（C-386/14, Groupe Steria SCA　C-386/14）[26]を参考に整理することにする。この判決は，フランス居住の連結納税グループ内配当にのみ全額益金不算入を適用し，クロスボーダーの配当には一部益金課税が残る従来のフランスの免税制度について，EU の設立・開業の自由の規定に適合しないと判示した。

この問題の関連法令は，まず EU 親子会社指令 4 条である。紛争当時，同条は以下のように規定していた[27]。

> 1．　親会社またはその PE が親子会社の組織を理由に分配利益を受け取る場合，親会社およびその PE の属する加盟国は，子会社が清算された場合を除き，以下のいずれかを行わなければならない。
>
> ―利益に課税することを控える
>
> ―利益に対して課税するが，親会社および PE に，そうした利益に関連して子会社またはより下位の子会社によって払われた法人税の部分に該当する部分

を，支払税額を上限として，税額から控除する権限を与える
2．前項にかかわらず，加盟国は持株会社に関連するいかなる負担および子会社の利益分配から生ずるいかなる損失も，親会社の課税利益から控除することができないと規定する選択権を維持する。そのような場合における持株に関連する経営コストは，一定割合に固定され，当該固定割合は，子会社により分配された利益の５％を超えてはならない。

これに対して，フランスの一般租税法（CGI）は以下のように規定していた。

145条１項　親会社の納税体制は，特に，発行会社の資本の５％以上の資本参加をしており，通常の税率で法人税に服している会社に適用される。

216条　会計年度中に親会社の受け取った，持株から生ずる純収入は，145条の規定する，親会社の租税制度の適用を権限づけるものである。当該収入は，費用を一定割合で控除したあとで，当該会社の純益の総額から控除されることができる。

前段で規定された費用の一定割合は，常に，持株から生ずる総収入（税額控除をふくむ）の５％に固定される。ただし，各課税期間において，当該期間に持株会社に生じた総費用の額を超えることはできない。

223Ａ条　ある会社は，当該会社，ないし当該会社が，財務上の年度を通じて直接あるいはグループ会社を通じて間接に資本の95％以上を有している会社から生じたグループの全利益に対する法人税について，責任を負う単一の主体となることができる。……同意を与えた会社及び当該計算結果が一般法の条件のもとで法人税の適用対象となるもののみが，グループの構成員となることができる。

223Ｂ条　利益の総額は，一般法の条件のもとで決定された，グループ（intégration fiscale）の各会社の益金計算結果の代数的な総額として，親会社について決定される。

1993年１月１日またはそれ以前に始まり，あるいは1998年12月31日以後に終わる財務年度についての利益の決定については，利益の総額から，グループ会社が他のグループ会社の持分から生じたとして計算結果のなかに含めた費用の一定割合を，控除するものとする。

以上をまとめると，フランスにおいては，まず，フランスでは，216条により，親会社が（145条等により判定される）適格子会社から受ける配当が，資本参加を管理するために生ずるみなし費用（一律受取配当の税控除後金額の５％であり，親会社の利益からは控除できないと考えられている）を除き，益金不算入となる。その上で，連結納税制度（223Ａ条）においては，さらに223Ｂ条により，この５％の課税部分はグループの課税所得の計算上で除外され，結局グループ内配当は全額益金不算入となる。しかし，223Ａ条はフランス居住会社同士が，直接ないし間接に95％を保有するなどの条件を満たす場合を想定しているので，国外会社からの配当はこの恩恵を受けることができない。

⑶　事　案

フランスの配当益金不算入法制は，連結納税の制度が加味されると国外子会社保有に一定の不利があるものの，基本的には二重課税回避を目的とするEUの規定を満たしているように思われる。しかし，近年の国際企業は，国内の仕組みである連結納税の領域で認められている免税と同等の措置を，国際的な配当免税にも求めるようになってきており，これを認めるEU司法裁判所判決が出たことが，今回の改正の直接の契機となったと考えられる。

同事件で原告となったSteriaは連結納税グループの親会社である。Steriaは，当該グループのメンバーとして，フランスおよび他の加盟国に設立された子会社の95％以上を有している。同社は連結で法人税を支払った後，フランスにおいて，2005年から2008年について費用の一定割合に関する納税額の還付請求を行った。その主張は，フランス国内ルールは配当が当該国の連結納税グループのメンバーである（フランスで設立された）会社から受け取った配当か，他の加盟国で設立された子会社から受け取った配当かによって，納税グループの親会社の受取配当の扱いを異ならせており，設立の自由を定めるEC43条（現TFEU49条）と整合しないという主張に基づいていた。FEU条約は加盟国の国民や会社がホスト加盟国で当該加盟国の国民と同様の扱いを受けることを保証することを目的とするが，Article 49 TFEUは，設立の自由に対する制限の撤廃を要求しており，加盟国にその国民ないしその立法のもとで設立された会社の，他の加盟国における設立を妨げることを禁止している(28)。従来のEU司法裁判所判決によれば，租税上の取扱いについても，もし加盟国の立法のもとで，他の加盟国に子会社またはPEを有する居住者会社が，国内に子会社またはPEを有する居住者会社と比べて不利な扱

いを受けている場合は，設立の自由が妨害されているとされる[29]。

課税当局が請求を認めなかったので，原告はモントルイユ地方行政裁判所に訴訟を提起した。2012年10月 4 日の判決により請求が棄却されると，原告はベルサイユ行政破毀院に控訴を行った[30]。同院は，EU 司法裁判所が，X Holding（C 337/08, EU:C:2010:89）判決において，「TFEU の49条および54条は，非居住者子会社の利益が加盟国の租税法に服さないことから，親会社が居住者たる子会社と単一納税体を作ることを認める一方で非居住者たる子会社と単一納税体を作ることを妨げる立法を行うことを排除していない」と判示した事実を指摘した。しかし，同裁判所は，当該判決は，国内連結納税グループのメンバーのみに認められるすべての優越的取扱いが EU 法と調和するかどうかについて検討していないと考え，判決前決定のために，「EC43条（TFEU49条）は，フランスの連結納税制度ルールが，連結納税親会社を中立的に扱う（著者注：単一法人の場合と課税状態を同じにすること）ために，連結された居住者会社から受け取った純配当額のうち５％のみなし費用部分の益金加算を中立化すること（同：単一法人と同等に取り扱うために控除すること）を，否定しなくてはならないか」という問題を EU 司法裁判所に付託することを決定した（付託日2014年 7 月29日）。EU 司法裁判所のレベルでは，2015年 5 月13日にヒアリングが行われ，Steria と EU のほか，フランス，ドイツ，オランダ，イギリスの各政府が，当該租税制度は TFEU に反しないとする意見書を提出した。また法務官からの意見の聞き取りが 6 月11日に行われた。

判決によれば，本件ルールでは，居住者会社のみが連結納税グループに所属できるので，問題となる租税の優越扱いは国内で発生した配当に限られており（差別的取扱い），親会社が他の加盟国で子会社を設立することを妨げ，設立の自由を行使することの魅力を減じている。この差別的取扱いが設立の自由条約の規定と整合するためには，①その違いが客観的にみて，比較可能でない状況に関連しているか，②一般的利益についての優先的理由によって正当化されなければならない[31]。①については，配当が親会社と同一納税グループのメンバーである子会社からくるかどうかは，違いとはならない[32]。国内納税グループの会社の状況は，子会社の運営に持株会社がコストを費やすという点，さらに，子会社配当の源泉となる子会社利益は，経済的な二重課税または連続した課税の対象となるという点で，国際的親子会社と比較可能である[33]，とされた。

裁判所は次に，②について，本件立法が一般利益における優越的根拠によって

正当化されるかを検討した。これについてはとくに，フランス，オランダおよびイギリス政府が，複数の主張を提出した。このうち，ａ．費用の一定割合の益金組入れを中立化する仕組みは，連結納税スキーム――加盟国間での課税能力の配分を保全するために正当化される――と不可分であるとの意見を提出した。既述のとおり，X Holding 判決は，設立の自由に関する条約の解釈として，連結納税スキームにつき，①納税体を構成する会社の利益および損失が親会社のレベルで統一されること，また②グループ内の取引が租税の観点から中立でいることを許していることを根拠に，親会社が単一納税体をその居住者子会社と形成することを許す一方でそのような単一納税体を非居住者子会社と形成することを妨げる加盟国の立法権も，認められるとする。この非居住者会社の除外は，加盟国間での課税主権のバランスある配分を確保する観点から正当化される。非居住者子会社の利益は当該加盟国の財務立法権に服さない一方，親会社は子会社と納税体を作るかどうかおよび毎年これを解散するかどうかの自由を有するので，同一納税体のなかに非居住者子会社を含めることを可能とすると，親会社に当該子会社の損失に適用されるタックススキームおよび当該損失が考慮される地を選ぶ自由を与えることに等しくなる（つまり，クロスボーダーで納税体を組むことを許すと，複数のジュリスディクション内で損失を重複して利用されるリスクがある）からである[34]。

しかし裁判所は，X Holding 判決があっても，連結納税グループに属する会社と属さない会社の間の取扱いの違いのなかには，TFEU49条に適合しないものも存在すると指摘した。X Holding 判決の裁判所は，ただ連結納税スキーム選択に居住要件を科すことの是非について議論したのみであり，当該要件が，連結納税スキームがグループ内で損失の移転を許しているという事実を考慮に入れて，正当化され得ると判示したにすぎない[35]。それ以外の租税上の差別的取扱いについては，したがって，加盟国が優遇を連結納税グループに限定し，クロスボーダーのグループ形成を排斥してよいか，別個の検討が必要である[36]。このように区別した上で，裁判所は，本件の取扱いは，親会社の受け取る配当のみに関するものであり，問題となるのは１つの加盟国の財務上の主権のみであるとして，課税主権のバランス配分によっては正当化されないとした[37]。

第２に，フランス，ドイツおよびイギリスの政府が主張した，ｂ．租税システムの調和を担保する必要性（課税上の優遇は，多くの根拠地を持つ１つの企業体

と，親子会社からなる連結納税グループとを同等に取り扱うという目的に合致するとの主張[38]については，問題となる課税上の優遇と特定の課税によるその相殺とがリンクしており，問題となる優遇が，当該リンクの直接的性質と合致しなくてはならないとした[39]。連結納税に関する先行判例の事案において[40]，裁判所は，連結納税制度のもと，納税グループに属する会社に与えられる税務上の恩恵（子会社の損失を親会社のレベルで直接認識すること）とそのようなグループ内取引の中立化による不利益（持株が無視される結果，親会社の有する，赤字子会社の株式の減価についての規定を利用できなくなる）との間に直接のリンクがあり得ることを認めている。しかしその先行判例（Papillon 事件）と異なり，本件手続における租税上の恩恵とグループ内取引から生ずる不利益とに何らの直接的リンクも同定できなかった。もし，フランス政府が提出したように，免税による中立化が親子会社と単一企業体の中立的取扱いの要請から生じているならば，それは連結納税グループの頂点にいる親会社に何らの租税上の不利益も含まないという効果を伴うべきであろう。しかし，本件制度は逆に，納税上の優遇を与えている[41]。

最後に，フランスとドイツ政府は，ｃ．CGI216条は，親会社持分に関連する負担を親会社の課税利益から控除しない選択権を加盟国に認めている Directive 90/435 の 4 条(2)に従い，選択権を行使したものであると主張した[42]。しかし裁判所は，判例により[43]，当該条項のオプションは TFEU の根底的規定（本件では49条）に沿っていなくてはならないとしてこの主張も排斥した。

(4)　判決の影響

Steria 事件判決によれば，EU 加盟国は，国内でのみ連結納税グループを組むことを認めるという制度は作ることができても，そうした国内グループに，国際的な（同等の要件を満たす）親子会社と比べて恩典を与えることは困難となる。理論的には，連結納税グループの法制が意図する単体企業と比較しての中立性と，配当益金不参入が意図する二重課税排除とは，同じことを意味しそうである。しかし，実際に親会社の経営管理費用や国際企業の暦年の利益を捕捉することが困難であるために，５％のみなし費用や国内でのみの連結納税制度が存在する。本判決は，後者を理由とする優遇を否定したため，フランスは，連結納税グループと同等の要件を満たす外国子会社に優遇を拡大する一方，100％免税は廃止した。現に規制コストが異なる中で，国内外を基準とした区別が禁止されると，どの部

分で制度の整合性を測るかが難しい問題となることがわかる。

本判決はSteriaのみに関するものではなく，同様の状況にあった親会社については，2012年以降の欧州子会社からの受取配当について，既納法人税の還付の申立てが可能である（2012年度配当に関しては2015年12月31日までに申立て）。また，本判決について，イギリス・ドイツ・オランダが意見書を出したことからわかるとおり，他の国でも，国際的グループ法人が，もし彼らの納税グループに他のEU／EEA加盟国の会社が含まれていなかったならば不利な納税ルールが適用されなかっただろう場合に訴訟を提起し，国内法改正を迫るという流れがあるため(44)，各国は近年，連結納税に関するCJUEの判決に神経をとがらせている。例えば，オランダが策定している，クロスボーダー組織に関するfiscal unity（95％保有を含み，多くの税制上の恩恵を受ける。フランスの納税グループと類似）制度については，裁判所が2014年9月17日に外国会社のもとにあるオランダの姉妹会社にfiscal unityを認めないオランダの制度を違法としたため（Miljoen case（c-10/14），X case（c-14/14），Société Générale Case（c-17/14）），同国は判決後にfiscal unityの範囲拡大，資本参加免税制度に実質持分を含める改正提案を行い(45)，外国子会社を通じて保有されている国内孫会社や，外国親会社のもとにある国内姉妹会社，国内にPEを有する外国会社などに一定の要件のもとでfiscal unity形成を認める一方，持株要件を厳格化した。これらはオランダに対する判決であったにもかかわらず，同様の制度を有することからフランスも同様の法改正を行う予定である(46)。逆に，Steria判決の効力がオランダのfiscal unityに及ぶ可能性については，オランダの法人所得税法中，①特定の取引ないし資本等参加から生ずるいくつかの利息の控除の制限（CITAの10 a および131条。税制上の結合がある場合にはこうした取引は消滅される），②会社が専ら持株事業ないしグループ内ファイナンスのみを行っている場合の，損失分離ルール（CITA20条第4段落，こうした持株関係や借入れは，もしも税制上の結合があれば認識されない），③清算損失ルール（CITA13 d 条。参加が同一のfiscal unityの一部でない場合，参加を清算する際の損失控除額を異なる額に設定している），④関連会社との取引（例えば資産の売却）におけるキャピタルゲイン課税の繰延（キャピタルゲインがfiscal unity内での取引に関連している場合にのみ繰延可能）などについて，設立の自由に反しないか再検討の余地があるとの指摘もある(47)。

冒頭に述べたとおり，国際的持株グループへ連結納税グループと同等の恩典を

拡大するに際しては，国際グループ形成による租税回避に対する実効的な監視・防止措置も整っていなくてはならない。EU 親子会社指令[48]の一般的租税回避防止規定（GAAR），OECD の移転価格ガイドラインに準拠した移転価格の国別報告[49]など，様々な制度が整備途上にある[50]。連結納税規制は，国際的企業グループの持株関係の動向や，彼らによる資金調達，ひいては金融取引にも影響を与えるだろう。

〔注〕

⑴　それ以前に成立した契約に対しては適用がなく，発効前に開始された裁判手続においても適用されない。効力を有する契約に対する新法適用の例外として，1123条パラグラフ③および④（pre-emptive agreements），1158条，1183条がある。

⑵　馬場圭太「ヨーロッパ私法の展開とフランス債務法の改正」社会科学研究年報45号25頁以下参照。なお，改正の背景については，例えばミシェル・グリマルディ「フランス社会の受容と民法典改正」新世代法政策研究 6 号 1 頁以下，ブランディーヌ・マレ＝ブリクー「フランス契約法の将来」立教法務研究 4 号57頁以下などの紹介を参照。

⑶　Blog Réforme du droit des obligations; Le blog Dalloz dédié à la réforme du droit des obligations, “L’attractivité du droit des contrats : l’efficacité économique du droit des contrats”（Blog Reforme -obligations.dalloz.fr/2015/09/08/）

⑷　小梁吉章「2008年フランス債務整理法改正の意義」広島法学33巻 2 号286頁

⑸　平成26年 8 月27日付日本経済新聞「契約ルールで消費者保護　民法改正，法制審が原案」。

⑹　Rafael La Porta et al., “Financial Discussion Paper No. 1 Investor Protection : Origins, Consequences, Reform” The world Bank, September 1999

⑺　藤倉孝行「金融システムと法系論」社会イノベーション研究 9 巻 2 号317頁以下参照。

⑻　Rajan and Zingales “The great reversals : the politics of financial development in the twentieth century”, Journal of Financial Economics, 69, 2003 pp5-55.

⑼　五十嵐清『比較法ハンドブック』298頁以下（勁草書房，2010年）。

⑽　企業拠出金を2017年までに廃止する方針を発表した際には，それでも社会党政権といえるのかといった批判を受けている（平成26年１月15日付毎日新聞「オランド政権　相次ぐ企業優遇策に「それでも社会党か」」）。

⑾　フランスでは，失業保険法を改正した効果もなく，2014年にも協議を経た雇用契約の解消が増加しており，2015年には労使対話の促進と労働者の権利強化のための法律が成立した（http://www.jil.go.jp/foreign/jihou/2015/11/france_01.html）。

⑿　2015年１月27日付東亜日報「フランス政府，実施２年で「75％富裕税」を廃止へ」。

⒀　“France economy : ‘Death threats’ over legal reform” BBC News on 2 Feb. 2015（www.bbc.com/news/world -europe -31104094）; “New law aims to boost French competitiveness” Deutsche Welle on 15. Jul. 2015 by Elizabeth Bryant （www.dw.com/en/new-law-aims-to-boost-french-competitiveness/a-1858464）.

⒁　2015年８月７日に公表された法案は，提出した経済相の名前をとって Loi Macron と呼ばれている。

⒂　“The “Loi Macron” is no French Revolution, expert says”, Deutsche Welle, on 17. Feb. 2015, by Andreas Noll（m.dw.com/en/the-loi-macron-is-no-french-revolution-expert-says/a-18264103）.

⒃　持株等から上がる収益について免税とする制度。この訳語および2015年修正財政法の内容は，PwC「Tax Insights Worldwide Tax Summary」月刊国際税務2016年３月号収録による。

⒄　ただし，この要件を満たさない親子会社間配当については引き続き95％益金不算入が適用される。

⒅　要件として，外国親法人は，分配を行う事業体の資本の少なくとも10％（配当受益者が，本国でフランス国内源泉税を相殺できない場合，５％）を保有する必要がある（新法では，保有割合計算上，full ownership と bare ownership を含む）。なお，これら親会社が税務上欠損で，法的破産手続の対象か，明白な倒産状況での場合，保有割合の要件はない。改正は，原則として2015年12月31日以後に終了する事業年度から適用される。

⑲　フランス親会社が適格保有株式から受ける配当―資本参加免税の恩典を受けるためには，原則として，フランスの親会社は，分配を行う事業体の資本の少なくとも５％（新法では，保有割合計算上，full ownership と bare ownership を含む）を保有する必要がある。非協力的な国家・地域（NCSTs）に設立された事業体から受ける分配は，親会社が，脱税目的で NCSTs に利益を計上することを意図しておらず，そのような結果にならないことを示せれば，資本参加免税制度の適用が受けられる。新法では，特定の免税利益からの分配や新たな一般的租税回避防止規定（GAAR）の対象になる分配等について，資本参加免税の対象外になる。本措置は，2015年12月31日以後終了課税年度から適用される。

⑳　日本における外国子会社受取配当益金不算入制度のねらいと機能については，増井良啓「国子会社配当益金不算入制度は何のためにあるか」村井正先生喜寿記念『租税の複合法的構成』203～220頁（清文社，2012年），柴田啓子「外国子会社配当益金不算入制度が現地法人の配当送金に及ぼした効果～本社の資金需要に着目した分析～」ファイナンス564号61頁。柴田・同62頁によれば，日本は世界的に見ても法人税率が高い一方，間接外国税額控除が採用されていることによって，課税繰延が可能であるため，収益を現地に留保するインセンティブが働きやすい（税制によるゆがみがある）ことが指摘されてきた。同63頁以降は，2009年度を境に，受取配当は増加している一方，内部留保は大幅に減少しており，2009年度税制改正により海外子会社からの受取配当が非課税になったため，リーマンショック等の影響による日本国内の親会社の利益減少ほかの資金需要がある場合に，より柔軟に増配が行われるようになったと分析している。

㉑　PwC M&A 税務ニュース―July 2014, Issue 69「ハイブリッド ローン アレンジメントに対する EU 親子会社指令の改正」。

㉒　当初の指令は Council Directive 90/435/EEC（OJ 1990 L 225, p. 6）であり，その後 Council Directive 2003/123/EC of 22 December 2003（OJ 2004 L 7, p. 41）による改訂等を経て，現行指令は Council Directive（EU）2015/121 of 27 January 2015 amending Directive 2011/96/EU on the common system of taxation applicable in the case of parent companies and subsidiaries of different Member States となっている。

㉓　EU では，まず2009年に EU の行動規範部会（Code of Conduct Group）で，

EU 加盟国間のハイブリッドローンへの課税上の取扱いの差異による歪みを，事業課税によって解消することが政治指針として合意され，その後，2013年11月に，欧州委員会（EC）が，このハイブリッドローンに対するミスマッチの利用を含め，EU 内での租税回避や濫用的なタックスプランニング，税源の浸食，利益の移転などに対応し，EC 親子会社指令を適正に機能させるため，一般的租税回避防止規定（GAAR）導入を含む指令改正を提案し，2014年に 6 月には採択され，2015年 1 月27日に，欧州理事会が EU 親子会社指令（2011/96/UE-2015/121/UE）を改訂している。（PwC Transaction M&A News, Issue 69, july 2014）。

(24) この改正は，一般租税回避規定の導入を含むほか，EU 加盟国内で M&A を行う，あるいは投資ストラクチャーを組んでいる日本企業等にも適用がある。

(25) オランダの Profit-Participating Loans，フランスの Obligations Rembousables en Actions は，借手側でローン，貸手側で資本として扱われる可能性がある複合的性格の金融手法とされる（前掲注(23)Transaction M&A News 参照）。

(26) Judgment of the Court（Second Chamber）of 2 September 2015. Groupe Steria SCA v Ministère des Finances et des Comptes publics ; Case C-386/14.

(27) ただし，これは問題となった当時の Directive 90/435 第 4 条であって，同条はその後 Article 9 of Council Directive 2011/96/EU of 30 November 2011 on the common system of taxation applicable in the case of parent companies and subsidiaries of different Member States（OJ 2011 L 345, p. 8）により改正され，さらに既述のとおり4.1条について改正提案が行われている。

(28) *See*, judgment in X, C-686/13, EU:C:2015:375, para. 27.

(29) *See*, Nordea Bank Danmark, C-48/13, EU:C:2014:2087, para. 19.

(30) See, *supra* note 26 Steria SCA, at para. 12-13.

(31) X Holding, C-337/08, EU:C:2010:89, para. 20.

(32) Papillon, C-418/07, EU:C:2008:659, para. 23 to 30 ; *supra* note 31, X Holding, para. 21 to 24 ; SCA Group Holding and Others, C-39/13 to C-41/13 EU:C:2014:1758, para. 29 to 31.

(33) Haribo Lakritzen Hans Riegel and Österreichische Salinen, C-436/08 and C-437/08, EU:C:2011:61, para. 113 ; Santander Asset Management SGIIC

and Others, C-338/11 to C-347/11, EU:C:2012:286, para. 42.

(34)　*Supra* note 31, X Holding, para. 31 to 33.

(35)　*Supra* note 26, Steria SCA, Para 27.

(36)　*Id*.para 28. 法務官の意見書 point 34.

(37)　*Id*.para 29, *Supra* note 17, *supra* note 32, Papillon, para 39 and 40.

(38)　*Supra* note 26 Steria SCA, para 32.

(39)　*Id*.para 31 ; *see*, judgment in Bouanich, C-375/12, EU:C:2014:138, para. 69.

(40)　*Supra* note 32, Papillon, para. 48, 50 ; *supra* note 17, SCA Group Holding and Others, para. 34 and 35.

(41)　*Supra* note 26 Steria SCA para 35. ただし国内連結納税グループが単一企業体と比較してどのように租税上有利となっているかについての論述は判決中にはない。

(42)　*Id*. para 38.

(43)　*See* judgments in Bosal, C-168/01, EU:C:2003:479, para. 26 ; Keller Holding, C-471/04, EU:C:2006:143, para. 45 ; Test Claimants in the FII Group Litigation, C-446/04, EU:C:2006:774, para. 46.

(44)　Heico Reinoud, Mounia Benabdallah and Fons Ravelli, "EU court case may reverse impact of Dutch fiscal unity regime restrictions in cross border structures", posted on LEXOLOGY on 10 Sep. 2015（http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g = 6bc8b78d-2e8f-4721-81a4-3742cd3e081c）.

(45)　Paul Sleurink, Wiebe Dijkstra and Okke Suurenbroek, "Netherlands : Dutch Tax Bill Introduced To Expand Fiscal Unity Regime" DE BRAUW BLACKSTONE WESTBROEK newsletter on 19 November 2015 ; "Corporate Income Tax Fiscal Unity（Amendment）Bill", KPMG Meijburg & Co. News On 21 October 2015（https://www.meijburg.com/news/corporate-income-tax-fiscal-unity-amendment-bill）.

(46)　前掲注(31)の X Holdings 事件はオランダ法人に関する判決で，国内連結納税グループ制度を認めたが，一方，2014年 6 月12日には，欧州連合（EU）ないし欧州経済地域（EEA）に設立された共通の親法人を通じて保有される 2 つのオランダ子法人（姉妹会社）に対して連結納税を認めないことが，TFEU）第49条に反する旨の判決（前掲注(32)の SCA Group Holding and Others 判決）が出

ており，オランダはこれに対応する改正を行った（事実関係の要約として，Deloitte「Global Tax Update オランダ」2014年７月（http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/tax/it/jp-it-global-tax-update-netherlands-july2014.pdf）参照）フランスでも，この欧州司法裁判所（ECJ）の決定に対し，一定の状況で兄弟会社や間接子会社に連結納税の形成を認める新たな法令により対応し，これを2015年の税制法案に盛り込むことが予想されていたが，Steria 事件の結果を受けてさらなる法整備を要したため，当初の法案には含まれなかった（以上については，「Worldwide Tax Summary」月刊国際税務2015年11月号参照）。

(47) *See, supra* note 44.

(48) 2015年１月27日，欧州理事会は，EU 親子会社指令（2011/96/UE-2015/121/UE）を改訂した。指令では，法人グループによる租税回避とアグレッシブなタックスプランニングを防止するための最低限の拘束力ある GAAR を導入することが義務付けられたため，フランスでも，2015年度修正財政法で，新 GAARs が国内法に導入された。

(49) OECD/G20の BEPS 行動13の勧告に沿って国別報告が導入された。2016年１月１日以後開始課税年度から適用される（提出期限は，事業年度終了後12カ月以内）。税務当局に完全な国別報告を提出しない場合，最大10万ユーロのペナルティーが課される可能性がある。移転価格年次報告義務の改訂―売上げか貸借対照表上の総資産が４億ユーロ超であるすべてのフランスの事業体，あるいは，当該閾値を満たす50％超直接／間接の株主／子会社持分を有するすべてのフランスの事業体は，改訂移転価格文書化要件の対象になる。

(50) PwC「Tax Insights Worldwide Tax Summary」月刊国際税務2016年３月号。

〔総　会　記　録〕

平成27年10月12日（月）

1　前回総会以降の学会運営に関する件

神田理事長より，金融法研究31号，金融判例研究25号が刊行されたこと並びに学会運営は支障なく行われたことが報告された。

2　学会経理に関する件

⑴　平成26年度会計について

神作常務理事より，「平成26年度会計報告」に基づき，平成26年度会計について報告がなされ，合わせて，柏木監事と小杉監事から監査証明書を受領していることが報告された。

神田理事長が平成26年度会計の承認を求めたところ，異議なく承認された。

⑵　平成27年度予算について

神作常務理事より，「平成27年度予算案」の収入の部の「第31回大会聴講料」を「第32回大会聴講料」に修正した後，「平成27年度予算案」に基づき，平成27年度予算について報告がなされた。

神田理事長が平成27年度予算の承認を求めたところ，異議なく承認された。

3　平成28年度（第33回）大会に関する件

⑴　開催日程・会場について

神田理事長より，私法学会は来年10月８日（土），９日（日）に東京大学法学部にて開催されることを受けて，理事会において，金融法学会を10月10日（月）に東京大学本郷キャンパス内にある伊藤謝恩ホールで開催することが決定されたことが報告された。

⑵　シンポジウム等について

神田理事長より，28年度大会のシンポジウム等のテーマについて，理事会と常務理事会で現在検討中であること，本日の理事会で候補として挙げられた案が披露された。

4　学会人事の件

神田理事長から，柏木監事がやむをえない理由で退任するので後任として川口理事を監事とすること，改選期ではないが井上聡弁護士［長島・大野・常松法律事務所］，佐藤正謙弁護士［森・濱田松本法律事務所］，中原利明氏［三菱東京 UFJ

銀行]，三上徹氏［三井住友 FG］の 4 氏を理事とすることが提案され，承認された場合の新監事および新理事の任期は次の改選期までの 2 年で再選も妨げられないことが説明された上で，承認された。

5　その他の活動

⑴　学会ウェブサイトの開設

神田理事長から，本日開催された理事会において，学会ウェブサイトの開設に種々のメリットが見込まれることから，私法学会や信託法学会にならい金融法学会のウェブサイトを開設する方向で常務理事会において検討することが承認されたことが報告された。

⑵　金融法研究の電子化

神田理事長から，本日開催された理事会において，金融法研究（資料編を含む）の電子化を行う方向で常務理事会において検討することが承認されたことが報告された。

以　上

学　会　記　事

1　平成27年度大会

平成27（2015）年10月12日（月）午前10時より，京都大学にて，金融法学会第32回大会が開催された。

○シンポジウムⅠ（10時～12時15分）

「金融取引における利息」

司会：神田秀樹

報告：山野目章夫，佐藤正謙，三上徹，森下哲朗

○会員総会（14時00分～14時15分）

神田理事長より，学会運営についての報告があり，神作常務理事より，平成26年度会計について報告がされ，神田理事長より，会計報告については柏木監事，小杉監事より，適正である旨の監査報告がされている旨が報告され，決算が承認された。

平成27年度予算について，神作常務理事より，会員数の低減傾向を受けつつも前年度実績を勘案した予算編成である旨の報告がされ，承認された。

神田理事長より，柏木監事がやむを得ない理由で退任し，後任として川口理事が退任した上で監事に就任することが報告された。また，改選期ではないものの，新たに井上聡弁護士，佐藤正謙弁護士，中原利明氏，三上徹氏を理事とする提案がされ，いずれも承認された。

また，神田理事長より学会ウェブサイトの開設および金融法研究の電子化について検討することが，理事会において承認されたことが報告された。

○シンポジウムⅡ（14時15分～17時30分）

「投資信託をめぐる法的諸問題」

司会：山田誠一，神作裕之

報告：神作裕之，角田美穂子，佐久間毅，山田誠一

2　平成27年度大会

日本私法学会の大会が10月８日（土），９日（日）に東京大学で開催されるため，金融法学会の平成28年度大会（第33回大会）は10月10日（月・祝）に東京大学伊藤謝恩ホールで開催予定であることが報告された。

平成26年度会計報告
（平成26．4．1～平成27．3.31）

平成27(2015)年10月12日
金　融　法　学　会

収支計算書

（単位；円）

収入の部	会　　費	2,905,000	通常会員　5000×433名	2,165,000
			賛助会員	740,000
	利　　子	2,659		
	雑　収　入	196,400	第31回大会聴講料 2000×58名	116,000
			金融法研究販売	8,400
			金融法研究掲載広告料	0
			出版者著作権協議会著作権分配料	72,000
	（小計）	3,104,059		
	基本財産取崩し	0		
	前年度繰越し	9,056,962		
	計	12,161,021		

支出の部	1　大　会　費	1,015,594	研究費（金融法研究30号原稿料）海外金	
			融法の動向	200,000
			31回大会速記料	64,800
			31回大会会場費	350,774
			報告準備費（第31回）	400,020
	2　地区部会費	0		
	3　学会運営費	87,680	理事会・常務理事会等	87,680
	4　事　務　費	351,960	業務委託費	100,000
			印　刷　費	57,132
			通　信　費	179,819
			雑　　費	15,009
	5　雑　誌　費	1,432,000	←（金融法研究30号、金融判例研究24号）	
	6　郵便振込手数料	42,150		
	7　基本財産組入れ	0		
	（小計）	2,929,384		
	次年度繰越し	9,231,637		
	計	12,161,021		

財産目録

運用財産	銀行預金	4,676,718
	郵便貯金	4,799,060
	現　　金	0
	計	9,475,778
基本財産	銀行預金	10,000,000

金融法学会規約

第１章　総　　則

第１条　本会は金融法学会（Japan Association of the Law of Finance）と称する。

第２条　本会の事務局は，東京都におく。

第２章　目的および事業

第３条　本会は，金融法に関する研究を行い，この分野の研究ならびにその促進に寄与することを目的とする。

第４条　本会は，前条の目的を達するため，次の事業を行う。

１．研究発表会の開催

２．機関誌の発行

３．その他理事会において適当と認めた事業

第３章　会　　員

第５条　本会の会員は，次のいずれかに該当する者で，理事会の承認を得た者とする。

１．通常会員は，金融法の研究に寄与できる者で会員２名以上の推薦した者

２．賛助会員は，本会の事業に賛助する団体または個人

第６条　会員は，理事会の定めるところにより，会費を納めなければならない。

第７条　会員は，本会の機関誌の配布を受ける。

第８条　会員は，次の場合には，退会したものとする。

１．本人が退会を届出したとき

２．会費の滞納により，理事会において退会を相当と認めたとき

３．本会の品位を汚すなどの事由により，理事会において退会をやむをえないと認めたとき

第４章　機　　関

第９条　本会に，次の役員をおく。

１．理事　若干名　内１名を理事長とする。

２．監事　若干名

第10条　理事および監事は，総会において選任する。

理事長は，理事会において互選する。

第11条　理事および監事の任期は，３年とする。ただし，再任を妨げない。他の役員の任期の中途で就任した理事および監事の任期は他の役員

と同時に終了する。

第12条　理事長は，本会を代表する。

理事長に故障がある場合には，理事長の指名した常任理事が，その職務を代行する。

第13条　理事は，理事会を構成し，会務を執行する。

理事会の議を経て，理事長は，常務理事若干名を選任し，これに常務の執行を委任することができる。

第14条　監事は，会計および会務執行の状況を監査する。

第14条の２　本会に顧問をおくことができる。

顧問は，本会に特別の貢献のあった会員に対して，総会の議を経て，理事長が委嘱する。

顧問は，理事会の諮問に応じて意見を述べる。

第15条　理事長は，毎年１回，会員の通常総会を招集しなければならない。

理事長は，必要があると認めるときは，何時でも，臨時総会を招集することができる。

通常会員の５分の１以上の者が会議の目的たる事項を示して請求したときは，理事長は臨時総会を招集しなければならない。

第16条　総会の議事は，出席通常会員の過半数をもって決する。

第５章　規約の変更および解散

第17条　本規約の変更には，総会の議決を要する。

第18条　本会の解散は，理事会または通常会員の５分の１以上の提案にもとづき，総会において出席通常会員の３分の２以上の賛成を得なければ，これを行うことができない。

付　　則

１．本規約は，昭和59年10月８日から施行する。

２．本会設立準備委員会の委員は，本会の設立とともに，本会の通常会員となる。

第１回総会前に，設立準備委員会によって推薦された者は，第５条の規定にかかわらず，本会の会員となることができる。

３．第１回総会前に，本会設立準備委員会によって，理事または監事の職務を行うことを委嘱された者は，第10条の規定にかかわらず，第１回総会の日に理事・監事に就任する。

４．本会設立準備中の費用については，本会がこれを負担する。

５．第14条の２は，平成３年10月14日から施行する。

法人賛助会員（順不同）

一般社団法人全国銀行協会
一般社団法人全国地方銀行協会
一般社団法人信託協会
一般社団法人生命保険協会
日本銀行
一般社団法人全国信用保証協会連合会
一般社団法人全国サービサー協会