

目 次

〈シンポジウム I〉

フィンテックに関する法的課題	4
	〈司会〉 森下 哲朗
	〈報告〉 丸山 弘毅
	森田 宏樹
	佐藤 正謙
報告1 Fintechの現在と将来	丸山 弘毅..... 5
報告2 仮想通貨の私法上の性質について	森田 宏樹..... 13
報告3 フィンテックと顧客情報—オープン API における顧客情報の扱い、 ブロックチェーンと情報保護法制の関係—	佐藤 正謙..... 27
質疑応答	40

〈シンポジウム II〉

フィンテックと金融商品取引法	66
	〈司会〉 黒沼 悦郎
	〈報告〉 角田美穂子
	芳賀 良
	河村 賢治
	加藤 貴仁
報告1 ロボアドバイザーと金融業者の法的義務	角田美穂子..... 67
報告2 HFT と相場操縦規制	芳賀 良..... 79
報告3 ICO 規制に関する一考察	河村 賢治..... 89
報告4 ブロックチェーンと金融商品の決済システム	加藤 貴仁..... 99
質疑応答	108

海外金融法の動向

アメリカ	加藤 貴仁.....	123
ドイツ	水津 太郎.....	144
フランス	松井 智予.....	163
総会記録		171
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》

フィンテックに関する法的課題

報告 1	(丸山 弘毅)	5
報告 2	(森田 宏樹)	13
報告 3	(佐藤 正謙)	27
質疑応答		40

司会 森 下 哲 朗 (上智大学教授)
報告 丸 山 弘 毅 (Fintech 協会代表理事会長)
森 田 宏 樹 (東京大学教授)
佐 藤 正 謙 (弁護士)

発言者 (発言順)

山田剛志 (成城大学) / 松岡久和 (立命館大学) / 伊藤亜紀 (弁護士) / 片岡義広 (弁護士) / 吉井和明 (弁護士) / 後藤大輔 (弁護士) / 加毛明 (東京大学) / 浅田隆 (三井住友銀行) / 本多正樹 (東京国際大学) / 森勇斗 (一橋大学大学院修士課程) / 椽川泰史 (法政大学) / 西正稔 (マンパワーグループ) / 芝章浩 (弁護士) / 鈴木浩幸 (税務大学校研究科) / 植木雅広 (みずほ銀行) / 富田雄一 (イオン銀行) / 原謙一 (西南学院大学)

はじめに

森下司会 シンポジウム I 「フィンテックに関する法的課題」にご参加をいただきありがとうございます。午前の部の司会を務めさせていただきます上智大学の森下と申します。

シンポジウム I では、まず、フィンテックの実務の最前線にいらっしゃるフィンテック協会代表の丸山弘毅さんに、フィンテックに関する実務の現状や今後の展望、法制度への期待等をお話しいただきます。その後、シンポジウム II で扱う金融商品取引法関連の問題を除く問題のうち、とくに重要と考えられる2つの問題を取り上げて検討します。第1に、仮想通貨の私法上の位置付けや、決済手段としての仮想通貨に関する法的問題について、東京大学の森田宏樹さんにご報告をいただきます。第2に、フィンテックにおける顧客情報をめぐる法的問題について、森・濱田松本法律事務所の佐藤正謙さんにご報告をいただきます。お1人30分でご報告をいただき、その後、10分の休憩時間の後、質疑応答の時間を50分予定しております。活発なご参加をお願いいたします。

それでは、丸山さん、よろしく願いいたします。

報告 1

フィンテックの現在と将来

Fintech 協会代表理事会長 丸山 弘 毅

Fintech 協会の代表理事を務めております丸山と申します。この度はこのような場で発表させていただく機会をいただき、誠にありがとうございます。私からは、Fintech の最新の状況と、この動きがどこに向かって行くのか、実務者の立場からお話させていただきます。

1 フィンテックの現状

まず、フィンテックの現状について私の理解をお話させていただきます。

これまでの金融は、サービスを選ぶのではなく、近さや信頼から金融機関を選んできたといえます。しかしそれでは、複雑な金融サービスを理解することができず、あまり使いこなせない人が多くいました。実際に、金融機関の口座保有率は100%に近いにもかかわらず、電子決済の比率は20%未満や、インターネットバンキング利用者もほぼ同様、投資利用者は、ごく一部に限られています。

これに対してフィンテックは、一般的にいわれるアンバンドリング、すなわち金融機能を分解し、サービスを特化して便利にすることから始まりました。例えば送金に特化して使いやすくしたサービスや、決済だけに特化し簡単に利用できるサービスなどです。さらには、特化したサービスが複数金融機関を横断するリバンドル化や、その金融行動につながる他のサービスと一体となるリバンドル化により、金融サービスをあまり利用しない人に届けることを目指しています。

このような動きの背景には、利用者起点の時代になったことが挙げられます。ご案内のとおり、金融の世界では消費者と企業には情報の非対称性があるといわれています。そのため金融機関は消費者に対する説明責任をはじめ、多くの対応が必要です。しかし、別の観点からみると、現在は逆の非対称性があるともいえます。消費者の手元に、異なる業界のアプリやサービスがあり、インターネットで多くの情報も得ることが可能です。利用者は、同業のサービスを比較するのではなく、例えばECサイトやSNS など最新のサービスと、金融サービスを使い比

べるような状況になっています。こうなると、利用者はもっと便利にならないのか、他のサービスではここまでできるのに、という単独でサービスを提供する企業を超える、ニーズ・情報を持ちつつあります。例えば、ECサイトで買い物するときに、銀行口座にその金額があるか、これを2つのアプリを立ち上げずに確認できないか、などとなります。

このように、1つの企業の情報だけではサービスが満足されず、他社・異業種の情報が合わさることで、より便利なサービスが求めるような声が増えつつあります。

(オープン API を活用した連携)

このような異業種のデータを活用する方式として、API が重要になります。銀行法改正により、銀行による API 開放の努力義務化と、電子決済等代行業が認められましたが、その事例をご紹介します。

まず事業者向けサービスの事例として、電子決済等代行業に第1号で登録がされた freee 社のクラウド会計、次に消費者向けサービスとして数日前に第4号で登録されたネストエッグ社の貯金アプリ finbee です。まず事業分野です。クラウド会計はそもそも銀行サービスとは直接関係のない会計業務ソフトですが、銀行の残高・入出金履歴と接続することで、会計データを自動で仕分け・作成することが可能となり利便性が向上します。そして、そのタイムリーな会計データを銀行と共有し融資判断に活用したり、会計業務からそのまま振込処理につながるなど、まさに会計と銀行がつながることで便利なサービスとなっています。また、個人分野の例として finbee という貯金アプリがあります。これは給与口座と別口座に貯金を積み立てる更新系 API を活用したアプリです。利用者は旅行に行こう、いつか家を買おうと、将来の目標のために、楽しく積立てをするというサービスです。これが銀行にとって何がよいのかというと、お金を何のために貯めているか、いつ使うか、いくら必要か、といったデータを還元しますので、住宅ローンや旅行ローンなどの提案や、余ったお金を投資にまわすなどの情報提供が可能となっています。

このように、それぞれが単独でサービスを提供するのではなく、API を通じて双方のデータを活用することでサービスが向上していることが重要となります。この法改正での登録業者は現時点ではまだ4社ですが、今後様々なサービスの広がり期待されています。

2 キャッシュレス化

さて、今注目を浴びている領域にキャッシュレスがあります。経済産業省のキャッシュレスビジョンや、未来投資会議でも触れられていますが、日本のキャッシュレス比率は世界に比べて低い状況です。また、家計資産の現預金比率が高いことや、インターネットバンキングの利用率の低さなども際立っており、現金・紙社会が日本の特徴であり課題だといえます。

この解決に向け、キャッシュレス化は重要な入口になるのではと考えられます。投資を拡大するにも、家計を可視化し投資余力や将来資産を知る必要があるため、家計簿アプリなどが広がりつつあります。しかし家計簿アプリも、銀行やカードの明細をインターネット経由で情報取得しますが、そもそもカード利用などを行っていないとデータ化されていません。このため、まずは消費活動をデータ化するために、キャッシュレス化が重要な位置付けとなります。

このため、オールジャパンでのキャッシュレス化推進に向けて、官民を挙げたキャッシュレス推進協議会も立ち上がり、つい先日創立大会が開かれました。この協議会の検討内容として様々なテーマがありますが、報道でもよく取り上げられているとおり QR コードを使ったサービスなどが注目されており、その規格の標準化の検討を進めています。

（決済業界の構造変化）

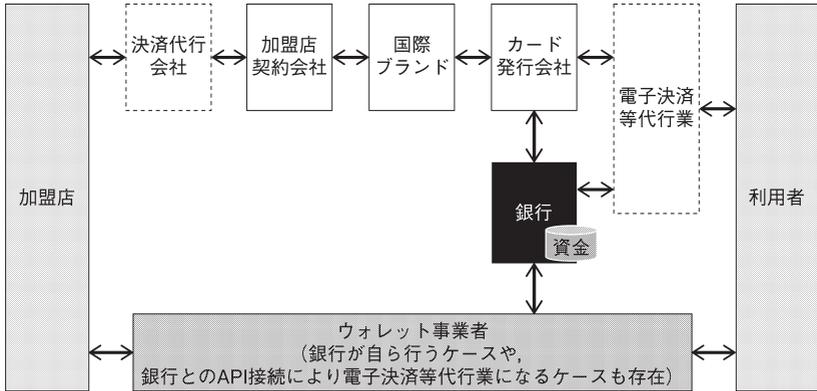
なぜ、QR コードなどが注目をされているかということ、加盟店のコストを抑えることができないか、といった観点があります。また、これまでの決済構造・システム仕様では欠落してしまっていた、消費データの活用が実現できるのではという考え方もあります。【図表】で簡単に表しておりますが、上段がクレジットカードなどの一般的な構造、下段が新たに注目されている QR コードなどを用いたウォレットサービスの構造になります。

既存のシステムでは、加盟店から利用者の口座までに複数のプレイヤーが必要となります。また、利用者が自分のアカウントに便利にアクセスするために、電子決済等代行業という新たな立場も生まれていました。これに対して、ウォレットサービスでは、加盟店から利用者を1つのアプリでつなぎ、そこから銀行口座へ直接つないでしまう、という構造が生まれています。

これは決済代行業者と、電子決済等代行業の両方の性質を併せ持っているとも考えられます。ただし、実際には、ウォレットサービスでも上段のうち加盟店契

【図表】 決済業界の構造変化

現状の決済業界構造では、消費行動データの把握には課題もある。アプリとAPIを活用し、加盟店と直接つないで決済する方法も期待されている。



Copyright©2018Infcurion, Inc. All Rights Reserved.

約会社と発行会社は存在するケースが増えており、形態は様々であり、【図表】はあくまで簡略したものになります。いずれにせよ、基本的にはプレイヤーを減らしたり、古いシステムをスキップすることで、コスト抑制やデータ活用ができるのではと期待されております。

(QR ウォレットサービスによる参入例)

実際に、このような新たな取組みに対し、金融業界・非金融業界双方から多くの企業が参入を開始しています。銀行業界では、メガバンクによるQRコード決済統一化の報道もありますし、独自のコインによる決済も公表されております。また、ゆうちょ銀行やりそな銀行、地方銀行からも続々とQRコードを用いて銀行口座からダイレクトに支払う方法が発表されています。

しかし、これ以上にスピード感があるのが非金融機関からの参入です。既に資金移動業やクレジットカード業務も行っている企業もいますが、LINEや楽天、YahooとソフトバンクによるPayPay、ドコモなどが激しい競争を開始しています。さらにOrigamiやPringなどのFintech企業のサービス拡大、メルカリによるメルペイやセブン&アイグループなどの参入発表もあり、まだまだこれからも様々な企業の参入がありそうです。

ただ、QR コードを用いたサービスといっても、銀行口座からのデビットもあれば、プリペイド型・その中でも資金移動型も前払い型もありますし、クレジットやマンスリークリアなどもあります。また、ごく一部ですが、仮想通貨による直接支払も QR コードを活用している例もあります。既存の電子マネーやクレジットカードもある中、QR コードが普及していくのでしょうか。

(認証・決済の分離と、サービスとの融合)

おそらく、認証手段としては QR コードがよいケースもあれば、Felica がよいケースもありますし、今後は生体認証なども増えていくと考えられます。支払手段も、自由に変更できてよいかもしれません。

ここで重要なのは、認証と決済の分離だと考えられます。これまでは、銀行口座にアクセスするための認証手段であるキャッシュカード・デビットカード、信用供与による決済を行うためのクレジットカード、電子マネー残高にアクセスするための IC カードといったように、財産を管理する基幹システムと認証方法が一對になっていました。

しかし、1 度 ID を特定すれば、その ID で保有する何の財産を使って支払を行うかは自由になります。スマートフォンによる QR コードの認証になれば、アクションはほぼ同一になります。ほかにも、会員証やポイントカード、クーポンなどがアプリになっているケースも多くあります。1 度ポイントカードアプリでバーコードを表示した後、また同じように決済をすることは無駄です。

このような仕組みは、クラウドや API を使った仕組みや、スマートフォンの画面を通じて自ら操作ができるなど、テクノロジーが大きく変わったためです。このような構造になると、さらに新たなサービスも生まれます。日本ではキャッシュレスといえばクレジットですが、1 カ月以上先の引き落としで使いすぎがこわい、借金みたいという意見があれば、デビットで即時引き落としされると、明日の引き落としが心配などの意見もあります。またその中間、例えば週払いにして、1 回確認して来週引き落とすことや、資金があればデビットに切り替えることもできるサービスも発表されています。また、クーポンや会員権を使い、それを認証したら、その割引金額を適用して自動的に決済まで行うなどの融合も可能になっています。

3 行動導線の変化

さらに、行動導線全体との融合も進みつつあります。例えば消費行動について

も、事前にお店を調べたり予約する行為から、入店してレジへ並ぶまでの流れ、レジでもポイントカードを出して支払を行い、レシートをもらうという一連の行為、その後退店して帰宅するなど、行動はつながっています。決済というのは、この中の一部分だけであり、この行為だけではない全体の行動を最適化することも広がりつつあります。

例えば、アメリカで一番利用されているというモバイル決済は、スターバックスのアプリともいわれており、これは事前に注文し決済まで行ってしまいます。これにより店内で待つ必要がなくなります。また、日本のタクシーでも事前配車・乗車中に認証してしまい、決済は降車時にわざわざ行わないものも広まりつつあります。また、入店後の無人決済なども含め、他のサービスを入口で認証をしてしまい、決済という行為を明示的に行わないペイメントレスといわれる方法も広まりつつあります。

ここまで先進的ではないとしても、今ポイントカードがアプリになっているケースもあります。先日あるチェーン店で、ポイントアプリを提示してバーコードで読み取った後、カードで支払いました。そして、さらに紙でレシートを受け取りました。これが、ポイントカードのバーコードで決済まで完了し、レシートもアプリに入れば、3つのステップを1つにすることが可能です。

また、帰宅後に支払手段を変更するなど、決済前後の行動との一体化はますます進んでいます。消費だけに限らず、金融行動全体と日常生活もシームレスになっています。例えば、旅行に行こうと貯金し始め、そのために日常消費のお釣りを積み立てるサービスがありますが、資金が期日までに貯まらない場合はその分だけ融資するサービスなどもあるでしょうし、逆にお金が余ったら投資に回したりすることも考えられます。また、テーマ投資なども注目されておりますが、旅行を機に環境に興味をわいて、環境関連企業へ投資に興味を持つなども考えられます。

このように、利用者の日常生活が入口になり、そこから決済を含めた金融行動に発展していくという動きが今後ますます広がっていくと考えられます。

(行動データと金融データの融合)

そして、このように日常行動と消費・金融行動が一体になることで、個人・法人の活動全体を把握することも可能になります。中国でのアリペイ・芝麻信用の事例はご存知の皆様も多いと思いますが、決済アプリから様々なサービスに発展

したことで、個人の行動をスコア化しています。

日本でもこのようなサービスが始まりつつあります。みずほ銀行とソフトバンクが開始した Jscore というサービスでは、自らデータを入力したり、携帯電話の支払履歴を連携することでスコアがよくなっていきます。また、少し違う形ですが、先ほどの貯金アプリ (finbee) でも将来の消費予定を入力していることで、有利な融資が提案できる試みも発表されているなど、結果データを貯めるだけでなく、これからの予定データなどを入力することで、さらに精緻な行動予測も実現する状況です。

(企業活動における金融のシームレス化)

また、企業の活動でも同様のことがいえます。消費行動同様に、決済・資金移動が行われるまでにプロセスがあり、それが事業の実態になります。この業務プロセスを提供するサービスでは、いつ・どのような入金があるかを事前に把握することも可能であり、過去のデータだけでは予測できない、事業予測を行うことも可能です。実際に、発注段階で入金確度を想定し、その資金を融資するモデルや、ホテルやレストランの予約情報をもとに売上を予測し、融資するなどの取組みも始まっています。さらに、企業の支払が消費者への給与となり、そのまま消費・決済に使われるなど、企業活動から消費までがつながることも期待されます。

(利用者行動に即した立場)

このようにみると、個人・法人を問わず、金融・決済に至る手前のサービスが重要であり、利用側はそのサービスを経由して、どの金融サービスを選択するのか、決済・投融資のアクションを行うのかという構造が重要になっています。つまり金融側の視点ではなく、利用者側の行動観点でいかに考えるか、複数を横断することが重要になっています。現在、横断的・機能的金融制度の検討が進んでいると思いますが、今後のイノベーション促進のために、金融行動起点ではない視点から、利用者の立場で様々なサービスへ接続する制度の検討をいただければ幸いです。

(データ利活用ハブ)

そして、金融・決済にしる、様々なサービスにしる、双方の情報をあわせもち、そのデータを融合したサービスが求められます。

ただし、重要なのは、あくまでデータの主権は利用者にあることだと考えています。例えば位置情報などは、どのアプリに位置情報を提供するかスマートフォン

ン上で自ら On-Off を設定すること可能です。このように、利用者サイドのアプリなどから、情報をどこに提供するか・何の還元を受けるかをコントロールする立場が必要になります。これももしかすると電子決済等代行業の立場に近いのかもしれない。

このような、利用者行動を中心に、あらゆるサービス・情報が融合していく中で、金融はあくまでその1つにすぎません。今後、リスクや機能により金融法制度が検討されることと思いますが、ぜひ利用者の観点から便利な体験を提供することも考慮いただけますとありがたいです。

私からの発表は以上となります。ご清聴ありがとうございました。

報告 2

仮想通貨の私法上の性質について

東京大学教授 森田 宏 樹

仮想通貨の私法上の位置付けについては、実務家を中心として一定の議論の蓄積がありますが、必ずしも見解の一致をみない状況にあります。一般に、法的性質決定 (qualification juridique) とは、それにより適用されるべき私法上の規律ないし法制度が定まるものです。仮想通貨の私法上の位置付けが不明確なままでは、それに関して具体的に生ずる問題について、私法上適用されるべき規律がはっきりせず、法的な安定性を損なうほか、法的な規制を行う上でも困難が生じます。本報告では、このような問題状況にかんがみ、仮想通貨の私法上の性質について理論的な観点から検討を行い、その方向性を示すことを目的としたいと思います。

1 検討の対象とする仮想通貨

仮想通貨の仕組みは、分散型台帳技術であるブロックチェーンを応用したものです。分散型台帳にも、不特定多数の者の参加が可能である「パブリック型ブロックチェーン」のほか、単独または複数の管理主体が許可した者のみができる「プライベート型」ないし「コンソーシアム型」があり、これに対応して、仮想通貨にも様々な種類ないし類型が存在し、その特徴によって私法上の位置付けも異なりうるようです。すなわち、一方で、ビットコインに代表されるような特定の発行主体が存在しない「分散型仮想通貨」があるのに対し、他方で、仮想通貨の発行および管理を行う特定の法主体が存在する「集中型仮想通貨」もあります。そして、後者には、銀行が発行する仮想通貨や中央銀行が発行する仮想通貨が含まれ、これらは「デジタル通貨」とも称されます。

平成28年改正の資金決済法2条5項1号は、「仮想通貨」の定義として、「物品を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨並びに通貨建

資産を除く。次号において同じ。)であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの」と規定しています。この仮想通貨の定義は、仮想通貨の取引所等に対する行為規制の対象を画定するために、機能的に仮想通貨を定義するものであって、その私法上の法的性質を検討する上で当然に前提とされるべきものではありませんが、現に存在する仮想通貨は、同法の枠組みに即して実行されているものでありますので、この定義を踏まえつつ検討することは合理的でしょう。

本報告では、上記のような多様な仮想通貨のうち、ビットコインに代表される「分散型仮想通貨」を検討の対象とし、他の種類の仮想通貨は、その法的性質を検討する上で必要な範囲で対比しつつ考察することにしたいと思います。

2 「財産権」としての仮想通貨

(1) 既存の財産権の分類からみた仮想通貨

まず、既存の財産権の分類との関係では、仮想通貨はどのように位置付けられるかを検討したいと思います。

a 仮想通貨を「債権」と構成しうるか

まず、分散型仮想通貨では、特定の発行主体は存在しませんので、これを特定の者に対する債権と構成することはできないとされます。

b 仮想通貨は「所有権」の客体たりうるか

次に、民法85条は、所有権の客体である物を有体物に限定していますが、仮想通貨は電子的記録上の情報でありますから、所有権の客体には当たらないとされます。

c 仮想通貨は「情報財」なのか

また、無体物である「情報財」は、それを客体とする特定の知的財産権を定める制度が存しない限り、知的財産権の保護対象とならないことから、仮想通貨は財産権の客体とはならないといわれることもあります。

しかし、「情報財」とは、発明などの知的な創作活動から生み出された情報であって、それを利用することで一定の経済的効用がもたらされるものであり、それを客体として排他的利用権を付与するのが知的財産権であります。しかるに、仮想通貨は、取引記録の集積により表象されるものであり、情報の内容それ自体にそのような効用は認められませんので、そもそも知的財産権の客体となるような「情報財」ではありません。

(2) 仮想通貨における排他的な帰属関係

a 排他的な帰属関係としての「所有権」

ところで、仮想通貨が「所有権」の対象たりうるかという問いは、206条にいう所有権についてみたのとは別の次元での問いとして意味を持つことがありえます。それは、ある財産が私の「所有」であるというように、法主体に財産が排他的に帰属する関係それ自体を「所有権」と捉える立場による問いであります。「権利の上の所有権」ないし「債権の上の所有権」といわれる場合の「所有権」がその典型例です。

このような「所有権」は、民法206条にいう所有権とは観点を異にする概念です。すなわち、同条は、使用・収益・処分という有体物から経済的効用を引き出す権能の総和として、所有権をその客体面、つまりその内容から捉えるものであるのに対し、上にいう「所有権」は、人に財産が排他的に帰属する関係という主体面からこれを捉えるものであります。

b 「財産権」概念の意義

このような「所有権」の捉え方は、財産の処分権ないしその帰属変更に関して妥当する法的規律に焦点を当てて、これを理論的に解明する際には有益な視角を提供するものです。もっとも、用語法としては、これを「所有権」と呼ぶことは、レベルを異にする2つの「所有権」概念が混在して議論の混乱を招くおそれがあります。この点に関して、民法典は、「所有権」の客体を有体物に限定して、その客体面から「所有権」の内容を定義する一方で、物権、債権その他の排他的な帰属関係が認められる財産的利益を広く包摂するものとして「財産権」をその実定概念として採用しています。したがって、これを「所有権」ではなく、「財産権」に共通する問題群として位置付けるのが適切であるといえます。

民法典における「財産権 (droit patrimonial)」とは、起草者梅謙次郎によれば、「処分することを得べき利益を目的とする権利」と定義されるものです。ここでは、一定の利益が「財産権」として法主体に排他的に帰属することにより、この者に認められる法的権能が「処分権」であると捉えることができます。法的に処分可能である「財産権」は、債務者の責任財産を構成する要素となり、債権者による強制執行の対象や担保物権の設定の客体となりえます。また、相続による承継の対象となる財産を構成します。

c 「財産権」としての性質決定

以上の概念整理を踏まえますと、仮想通貨は、民法典にいう「財産権」としての性質が認められるということが出来ます。先にみた資金決済法上の定義によれば、仮想通貨は「不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値」であるとされますが、売買とは「財産権」の移転をその本質的な要素とする契約（民法555条）でありますから、仮想通貨が「財産権」に当たるのでなければこれと整合しません。

そして、「財産権」としての法的性質を有することからは、次のような帰結が導かれます。

第1に、財産権の法的処分とそれに伴う帰属変更については、所有権以外の財産権の移転についても、所有権の移転と同様の規律が妥当します。第2に、財産権の帰属に関して第三者による侵害があった場合には、所有権以外の財産権についても、当該財産権が自己に帰属していることを理由に、第三者に対してその占有ないし準占有を排除し、権利行使が可能な状態の回復を請求することが可能であり、その局面では所有権に基づく返還請求権と同様の規律が妥当します。

d 物権法アプローチの意義

学説の中には、仮想通貨に関する法律関係は、人の財産に対する事実上の支配という「物権または準物権と同様の構造」を持つものであることを理由に、それと同様の論理構造で所有者の法的保護がなされるとする見解や、仮想通貨は法的保護に値する財産的価値として法的にも権利の対象や取引の対象として扱われるべきものであって、その帰属および移転については、原則として「物権法のルール」が適用されるという見解があります。

これらの見解が、「物権または準物権」ないし「物権法」という概念を用いて説明していることは、先に述べた民法典の用語法からすれば必ずしも適切とはいえませんが、その主張内容からみれば、仮想通貨を「財産権」と性質決定した上で、仮想通貨は所有権の客体ではないが、その帰属および移転に関しては、財産権一般についてと同様の規律が妥当することを主張するものと理解することが出来ます。

e 財産権としての性質決定で十分なのか

以上で検討したように、仮想通貨は財産権として捉えることができますが、その権利の帰属および移転に関する規律を確定するためには、それだけで十分な

でしょうか。

確かに、何らかの財産的利益が排他的に帰属することさえ認められれば、その法的処分による権利の移転を基礎付けることは可能であります。処分が可能な財産権であれば、財の希少性と市場の需給関係から、その財産的価値は定まるといえることができそうです。そして、法定通貨との交換を行うプラットフォームとして仮想通貨交換業者が存在することが、その価値を支えているとみることができそうです。

しかし、同じくブロックチェーンを情報基盤として取引が行われるものであっても、それに載せるのがどのような財産権であるかによって、権利の帰属および移転に関する規律が異なりうるとすれば、それを解明するためには、さらに進んで何が帰属しているのかを解明する必要があるといえるでしょう。

3 「決済手段」としての仮想通貨

(1) 既存の通貨の法的構造

資金決済法上の定義によれば、仮想通貨は、物品購入等の代価の弁済のために使用することができる財産的価値、すなわち、「決済手段」として位置付けられています。そこで、この点に着目して検討を進めることにしたいと思います。それでは、金銭債務の弁済に用いることができる「財産的価値」とは何なのか。そもそも、そのような「財産的価値」による金銭債務の弁済は、法的にはどのような仕組みで実現されるのでしょうか。

この点を解明するには、私法上、金銭債務の弁済はどのようなプロセスを通じて実現されるものなのかを、既存の通貨に即して分析しておく必要があります。

a 金銭債務の目的——支払単位の移転

まず、銀行券や貨幣といった現金通貨を想定するときは、金銭債務を弁済するという行為は、外形的には、現金通貨の所有権の移転として捉えることができます。もっとも、現金通貨を金銭たらしめているのは、紙や金属といった有体物の物質的価値ではなく、現金通貨に表章される金銭としての価値によるものといえます。

そうすると、法的に金銭とは、特定の通貨単位の数額として表示されたところの「価値的権能」であり、金銭債務の弁済とは、債務者が債権者に対してこの価値的権能を移転することであると捉えることができます。このような金銭債務を弁済により消滅させる価値的権能は、「支払単位 (unité de paiement)」と称され

ます。

ところで、「支払単位」そのものは、抽象的・観念的な価値であることから、その移転を法的に可能とするためには、その価値がある者に排他的に帰属している状態を創り出すことが必要になります。そのためには、社会において一定の支払単位が組み込まれたものと合意され、かつ、それを通じて価値の帰属を実体的にトレースすることを可能とするような一定の媒体が認められなければなりません。これを「通貨媒体 (supports monétaires)」と称することができます。このように分析しますと、各種の決済方法は、ある「通貨媒体」と、当該通貨媒体に係る「支払単位」の移転を実現する「通貨手段」との組み合わせによって法的に把握することが可能となります。

b 現金通貨の帰属および移転に関する規律

ところで、現金通貨の所有権の移転については、確立した通説によれば、占有と所有とが一致するという原理が妥当するとされます。

仮に、現金通貨の有体物という物的側面に着目するならば、これを通常の種類物と平行に考えると、一定量の現金通貨を分離して弁済の提供をするなどして「物の給付をなすに必要な行為」(民法401条2項)をすれば、その特定により現金通貨の所有権の移転が認められることになりそうです。しかし、現金通貨については、特定による権利移転の効果は生じないものと解されています。

また、金銭債務の弁済として金銭の給付を行った後に、弁済の原因となった金銭債務が契約の無効によって存在しなかった場合であっても、占有の移転によって金銭の所有権は相手方に移転するものとされます。つまり、金銭の給付については、通貨としての占有の移転があれば、原因行為の有効性とは独立に権利移転の効果が認められます。その意味では、現金通貨の権利移転は無因性を有するわけですが。この場合には、現金通貨を交付した相手方に対して、その所有権に基づく返還請求は認められず、不当利得返還請求が認められるにすぎません。

それでは、現金通貨については、なにゆえに占有と所有とが一致するのでしょうか。その理由は、通説によれば、現金通貨の金銭としての法的性格を規定するのは、その帰属および移転を実現するところの通貨媒体である「有体物」ではなく、通貨媒体に組み込まれた価値的権能である「支払単位」であることに求められます。支払単位それ自体は、まったく個性のない観念的・抽象的な存在であって、物としての「特定」はそもそも観念しえません。また、金銭債務の免責力と

いう価値的権能は、その通貨媒体を占有している者のみがそれを行行使することができるものです。したがって、現金通貨の通貨媒体は有体物ですが、通貨の所有権移転においては、有体物に関する規律は修正ないし排除され、支払単位の帰属・移転に関する規律が適用されることとなります。その結果、占有の移転とは離れて、観念的な所有権の移転は認められず、通貨媒体の占有と価値的権能である支払単位の帰属とが結び付くわけです。

c 預金通貨の帰属および移転に関する規律

次に、「預金通貨」についてみておくことにします。

普通預金や当座預金などの流動性のある決済性預金口座に入金記帳された預金債権は、現金通貨に転換することなく、振込等の方法によってそれを他の預金口座に移転することで直接に金銭債務の弁済に利用することができます。

ところで、法貨のように法定通用力（強制通用力）を有しないが、債権者がそれを任意で受領すれば、金銭債務がその本旨弁済として消滅する場合があります。このような社会において事実上の通用力が承認されている通貨は、法貨と対比して「自由貨幣」と称されます。自由貨幣であっても、私法上「通貨」として通用するのは、それが支払単位を組み込まれた通貨媒体であると捉えられることによります。

平成29年改正後の民法477条は、預貯金口座に対する払込みによって預貯金債権を取得させることには、金銭債務の本旨弁済の効力が認められることを規定しています。その意味では、預金口座に係る預金債権には、金銭債務の本旨弁済の効力を有する「各種の通貨」（民法403条）としての法的性質を認めることができ、これを「預金通貨（monnaie scripturale）」と称することができます。

このような預金口座に係る預金債権の帰属および移転について、次の点を指摘することができます。

第1に、流動性のある預金口座にあっては、入金記帳ごとに成立原因を更新する1個の残高債権が存在するのであって、個別の預入金は入金記帳によってその特定性を失い、預金債権が分属することはありません。このことから、預金口座の「流動性」は、現金通貨において「特定」を観念しえないのと同一の機能を果たしています。

第2に、預金口座に係る預金債権については、判例において、預金口座の利用権限（出入金の権限）を有する預金者に帰属するという理論が確立されつつあり

ます。この点でも、現金通貨において、通貨媒体である有体物を「占有」する者に価値的権能が帰属するという法理と同じ機能が、預金口座に係る預金債権にも認められます。

(2) 仮想通貨の法的構造

以上の検討を踏まえると、仮想通貨は、私法上どのように捉えることができるのでしょうか。

a 仮想通貨の通貨媒体および通貨手段

(a) 現金通貨との対比

まず、仮想通貨を現金通貨と対比して分析すると、先にみたように、現金通貨を特徴付けるその本質的な要素は「支払単位」であり、有体物は支払単位を実体化するための通貨媒体にすぎません。通貨媒体である紙や金属は、その所有権を有するといっても、所有者としての権能の行使、すなわち、その物理的な使用、収益、処分は制約されていてほとんど無に等しく、支払単位が占有者に排他的に帰属し、移転することを可能とするためだけに存在する媒体にすぎません。

仮に仮想通貨が「決済手段」として金銭債務の弁済の効力を有する通貨であるとすれば、それが支払単位を含んでいるからにほかなりません。法主体に排他的に帰属するのは、このような価値的権能であります。こう考えると、仮想通貨は、現金通貨において有体物が通貨媒体として果たしていた機能を、ブロックチェーン上の電子的記録に代替させたものと捉えることができるでしょう。

(b) 預金通貨との対比

次に、預金通貨と対比して分析すると、仮想通貨においては、ブロックチェーン上の電子的記録を通じて支払単位の帰属および移転がトレースできるよう「実体化」されており、①支払単位の排他的帰属を可能とする「通貨媒体」と、②支払単位の移転を可能とする「通貨手段」のいずれについても、ブロックチェーンにおける取引記録がそれを担っていると捉えることができます。

このうち、①通貨媒体については、仮想通貨では、利用者の特定のアドレスに取引記録として集積された送金と入金との差引計算によって、当該利用者に帰属する仮想通貨の金額が定まる関係にあります。この点では、預金通貨において、預金口座における入金および出金の差引計算によって示される1個の残高債権が存するとされるのと、その存在様式において共通する面が見出されます。

また、このアドレスに対応した秘密鍵を管理する利用者のみが、当該アドレス

において保有する仮想通貨の数額について、ブロックチェーン上に送金の記録を行う権限が認められています。他方、預金通貨では、預金口座に特有の本人認証手続きが設けられ、それにより処分権限が確認された利用者のみが、当該口座から他の者の預金口座への振込の支払指図を行う権限が認められています。いずれにおいても、通貨媒体の占有権限を有する者に価値的権能が帰属する関係にある点で共通するといえます。

次に、②通貨手段については、仮想通貨の移転は、利用者がそのアドレスから行った送金が、ブロックチェーン上に記録されることによって実現されます。そして、当該記録がなされた時点で、送金を受けた者にはその数額について処分権限が認められます。他方、預金通貨では、預金口座に入金記帳された預金残高についてのみ、預金者には処分権限が認められます。そして、振込等がなされた場合には、受取人の預金口座に入金記帳がなされることによって預金債権の移転が実現され、この時点で受取人は預金通貨の処分権限を取得します。いずれにおいても、支払単位の処分権の移転の効力は、それを実体化する記録と結び付いて生ずる点で共通しています。

以上のように、仮想通貨は、その支払単位の記録の法的意義においては、預金通貨と共通する面が見出されます。両者の相違は、その記録がブロックチェーンのネットワーク参加者全員によって共有されるのか、預金口座を管理する特定の金融機関によって保有されるのかにあるにすぎないといえます。

b 仮想通貨の帰属および移転の法的仕組み

以上の検討が示すように、仮想通貨の帰属および移転には、現金通貨および預金通貨とそれぞれに共通するメカニズムを見出すことができるように思われます。

仮想通貨は、財産権であるが、その保有者に排他的に帰属するのは、支払単位という価値的権能であり、その帰属および移転を実体化する通貨媒体および通貨手段であるブロックチェーン上の記録を離れて、その存在を認識しえないものであります。このような価値的権能の帰属および移転については、現金通貨および預金通貨のいずれにおいても、その「特定」による観念的な帰属ないし移転を認めない固有の規律が妥当しており、仮想通貨においてもこれと同様の規律が妥当すべきものといえるでしょう。

支払単位という価値的権能は、金銭債務の債務免責力という権能であって、物

を客体とする物権でも、債務者の行為を目的とする債権でもありません。現金通貨では、通貨媒体は有体物であり、預金通貨では、通貨媒体は預金口座に係る預金債権ですが、いずれも物権や債権の帰属および移転とは異なる固有の規律が妥当していたところです。そうしますと、仮想通貨においては、通貨媒体としての有体物や債権が存在しないにもかかわらず、物権や債権の帰属および移転についての一般的な規律が妥当することは考えにくいところです。

こうしてみますと、先にみた「物権法アプローチ」というのは、仮想通貨にも、物権や債権などの財産権の帰属および移転に関する一般的な規律がそのまま妥当することを主張する見解であるということができますが、支払単位の帰属および移転を内容とする財産権である金銭については、その前提を欠くものというべきでしょう。

(3) 仮想通貨の限定された債務免責力

a 仮想通貨は「通貨」なのか

これまででは、仮想通貨に含まれるのは、通貨としての価値的権能、すなわち支払単位であるとの前提で論じてきましたが、そもそもそのような前提は認められるのでしょうか。仮想通貨が法定通貨ではないのはいうまでもありませんが、ここでの問いは、当事者がそれを任意に受け取れば債務免責力が認められる自由貨幣であるかです。そこで、この点に立ち入って検討を加えることにしたいと思います。

一般に金銭債務の弁済のプロセスは、理論的には、次のように捉えられます。いわゆる純粹の価値債務をそのままの形で弁済する——例えば、ある土地の価値を弁済する——ことはできませんので、金銭債務として弁済することを可能とするには、それに先立って、その価値が特定の通貨単位によって数額に評価して表示されなければなりません。この評価の基準となるのが、「価値単位 (unité de valeur)」としての金銭です。民法399条の「金銭に見積もる」にいう「金銭」は、価値単位の意味であります。

この点で、仮想通貨の価値単位は、日本または外国の通貨単位ではなく、独自の通貨単位を採用している点に特徴があります。例えば、ビットコインにおける通貨単位はBTCです。

金銭債務とは、価値単位によって表示された一定数額の価値を目的とする債務ですが、名目主義が妥当する場合には、この数額に対応した支払単位を移

転することにより、当該債務は消滅します。したがって、仮想通貨に固有の「価値単位」によって表示された数額を目的とする金銭債務、すなわち、仮想通貨建ての金銭債務については、当該仮想通貨の「支払単位」に債務免責力を認めることができるでしょう。

しかし、日本や外国の法定通貨の価値単位によって表示された金銭債務については、仮想通貨の支払単位には、債務免責力は認められません。これと反対に、外貨建ての金銭債務について日本の通貨での弁済を認める民法403条の趣旨にかんがみれば、仮想通貨の価値単位で表示された金銭債務について日本の法定通貨によって弁済することは可能でしょう。こうしてみますと、仮想通貨の債務免責力が認められる範囲は、法定通貨よりもかなり限定されています。

そして、法定通貨の価値単位によって表示された金銭債務について、仮想通貨による弁済は代用給付に当たりますから、代物弁済として債権者の同意を必要とします。仮想通貨は、利用者間の「合意による通貨 (monnaie conventionnelle)」といわれるゆえんであります。

もっとも、その点では、円貨建ての金銭債務について、外国通貨に債務免責力が認められないのと共通する面はあります。しかし、仮想通貨には、どの国家による信用の裏付けも欠ける点で、外国通貨とも異なります。そもそも仮想通貨は、価格の変動性がきわめて大きく、価格上昇を期待して投機目的で取得する利用者がその多くを占めるといわれ、そもそも法定通貨が備えている価値尺度としての機能を果たしてはいないとされます。仮想通貨で弁済する場合にも、その時点での法定通貨との交換レートに基づいて計算された仮想通貨の通貨単位によって金額が表示される場合には、法定通貨の価値単位が価値尺度として用いられているにすぎないといえます。その意味では、法定通貨の「代用通貨 (monnaie alternative)」として位置付けられることになるでしょう。

したがって、独自の通貨単位を用いる仮想通貨については、法定通貨の支払単位よりも、その債務免責力が認められる範囲がかなり限定されているといわざるをえません。仮に独自の通貨単位ではなく、法定通貨の価値単位を用いた仮想通貨であって、他の通貨媒体との交換が保障されているか、あるいは、法定通貨との交換比率が固定またはそれに準ずる範囲にとどまるような場合であれば、私法上、一般的な債務免責力を有する支払単位が組み込まれた通貨と評価することができるでしょう。

以上からしますと、法貨以外に自由貨幣を含めて解するとしたとしても、仮想通貨は、一般的な債務責任力が認められるような「通貨」ではないといわざるをえません。

b 仮想通貨の帰属および移転との関係

それでは、このことが、仮想通貨の帰属および移転に関する規律について先に検討したところを修正すべきことになるのでしょうか。

仮想通貨に含まれる支払単位には限定的な債務責任力しか認められないという点では、仮想通貨は「通貨」ではないとしても、だからといって、仮想通貨が債務責任力という価値的権能をその本質的要素とするという財産権の構造ないし特徴を有していることには変わりはありません。そうだとしますと、その帰属および移転に関する規律については、先に検討した帰結を維持することができるでしょう。

(4) 仮想通貨の私法上の位置付けに関する見解についての検討

仮想通貨の私法上の位置付けをめぐる見解のうち、「物権法アプローチ」については既に検討しましたので、それ以外の見解について検討しておくことにしたいと思います。

a ネットワーク参加者全員の「合意」によって基礎付ける見解

まず、仮想通貨は、プログラム・コードによって表現され、電子的ネットワーク上のみ存在するものであることから、その帰属または移転に関する規律は、コードに対するネットワーク参加者全員の「合意」に基づく説明する見解があります。

これに対しては、その論者自身が認めるように、コードに対する「合意」は、意思表示の合致に基づく本来の意味での合意や契約と同じでないことが指摘されます。

コードに対する「合意」による説明は、ローレンス・レッシングのいう「コードは法である (Code is Law)」との立論を想起させるものですが、これは、プログラム・コードも市場や人間の行動に影響を与える規制であることを指摘するものであって、法のコード化によって、法がテクニカル・コードによって代替されるわけではなく、両者は階層を異にする規範であるといえます。

b 排他的に利用できる「事実状態」の財産的価値と捉える見解

次に、仮想通貨の保有は、何らかの権利または法律関係をも伴うものではなく、

秘密鍵の排他的な管理を通じて当該アドレスから仮想通貨を他のアドレスに送付することができる状態を独占しているという事実状態のほかならず、このような事実状態に財産的価値が認められ、その移転を伴う取引は契約法によって規律されると説く見解もあります。

しかし、金銭債務の弁済は、通貨に含まれる支払単位の移転によって実現されるものであるとしますと、支払単位の帰属および移転の観念を容れずに、単なる事実状態のみによって決済手段を説明することは、理論的に困難であります。この見解も、実際には、財産的価値の帰属と移転について論じております。

c 評価

以上にみた見解は、いずれも実質的にみれば、仮想通貨の帰属および移転について、財産権一般の帰属および移転に関する規律の適用を回避して、「占有＝所有」の原則が妥当するのと同様の帰結が導かれることを正当化しようとするものであると評価することができるでしょう。

しかし、その結論の方向性は妥当であるとしても、論証の方法については理論的に無理があることは否定できません。むしろ問題を正面から捉えて、仮想通貨は、その効力はかなり限定されたものであるが、債務免責力という価値的権能(支払単位)が保有者に排他的に帰属するものであり、そのことから、仮想通貨の帰属および移転については、通貨としての法的性質を反映した規律が妥当することを導くべきではないでしょうか。

(5) 仮想通貨の預託をめぐる法律関係

仮想通貨に関する個別の問題について詳しく論ずる時間的余裕はありませんが、最後に、顧客が仮想通貨交換業者等を通じて仮想通貨の売買・交換等の取引を行う場合における仮想通貨の預託をめぐる法律関係について、一言しておきたいと思います。

仮想通貨を預託するさいには、顧客のアドレスから交換業者のアドレスに仮想通貨の送付がなされます。交換業者は、資金決済法上、分別管理義務が課されており、利用者の仮想通貨と自己の固有財産である仮想通貨とを明確に区分し、かつ、当該利用者の仮想通貨についてどの利用者の仮想通貨であるかが直ちに判別できる状態で管理しなければならないとされますが、顧客の仮想通貨の管理の方法は様々であり、すべての顧客分を専用のアドレスでまとめて管理し、顧客ごとの預託数量については、ブロックチェーン外で交換業者の取引帳簿で管理する方

法や、顧客ごとに専用のアドレスを作成し、同アドレスで当該顧客分の仮想通貨を管理する方法などがあるとされます。

しかし、いずれの場合も、顧客のアドレスを作成し、当該アドレスを管理しているのは交換業者であり、当該アドレスに対応する秘密鍵を交換業者が保持している場合には、顧客が預託した仮想通貨は交換業者に帰属するものと捉えることができます。

既に論じたように、ブロックチェーン上の取引記録を離れて、仮想通貨の帰属を認めることはできません。そして、あるアドレスにおいて保有する仮想通貨の数额についてブロックチェーン上に送金の記録を行う権限が認められるのは、当該アドレスに対応した秘密鍵を管理する者でありますから、顧客アドレスで一括または個別に管理されている場合にも、仮想通貨が帰属し、それを処分する権限を有するのは交換業者であるということが出来ます。

その結果、交換業者が破綻した場合には、交換業者が管理する顧客の仮想通貨も交換業者の責任財産を構成し、破産手続においては、破産財団に属することになります。この点に関し、ある裁判例（東京地判平27.8.5 LLI/DB 判例秘書(L07030964)）は、仮想通貨が所有権の客体となるために必要な有体性および排他的支配可能性を有するとは認められないことを理由として、顧客の取戻権を否定しました。しかし、取戻権とは、特定の財産が破産財団（法定財団）に属しないことに基づいて、第三者がその財産に対する破産管財人の引渡し（占有の移転）を求める権利であり、理論的には、所有権の客体でなくとも取戻権を認めることは可能であります。これは、先に述べた排他的な帰属関係としての「所有権」の問題であって、民法206条が規定する、有体物を客体とする所有権とは関係ありません。顧客の取戻権が認められないのは、預託した仮想通貨が顧客に帰属しないことが理由とされるべきでありましょう。

この点に関し、顧客が預託した仮想通貨が交換業者に帰属することを前提としつつも、信託法理や問屋の法理を用いて顧客を保護する解釈論もみられますが、いずれもクリアすべきハードルが低いとはいえ、可能性にとどまるのが現実です。交換業者の破綻リスクからの顧客の保護を図るには、立法的な措置を検討する必要があるように思います。

私の報告は、以上のとおりです。ご静聴ありがとうございました。

報告 3

フィンテックと顧客情報——オープン API における顧客情報の扱い、ブロックチェーンと情報保護法制の関係——

弁護士 佐藤 正 謙

1 はじめに

フィンテックの動きが世界的規模で進行・拡大しています。世は「金融仲介」から「情報仲介」の時代に入ったといわれ、金融データなどの利活用の意義もますます広く認識されてきました。フィンテックに関連する法律問題は多岐に及びますが、この報告では、とくに顧客情報の扱いに焦点を当てることにいたします。具体的には、①金融分野でのオープン API における顧客情報の扱いを中心に取り上げ、最後に、②ブロックチェーンと情報保護法制の関係についても若干触れることとします。

2 オープン API における顧客情報の扱い

(1) API および電子決済等代行業者の意義

API (Application Programming Interface) とは、一般に「あるアプリケーションの機能や管理するデータ等を他のアプリケーションから呼び出して利用するための接続仕様等」を指し、このうち第三者からアクセス可能な API が「オープン API」と称されます。決済サービスにおけるいわゆる「中間的業者」は、決済に関し利用者からの委託を受け、IT 技術を活用して、銀行に利用者の決済指図を伝達し、または、銀行から口座に係る情報を取得し利用者へ提供する者ですが、その業務の展開上、オープン API はきわめて重要な意味を持ちます。

EU では、既に、決済サービス指令 (Payment Services Directive: PSD) の改正により (2015年11月採択、国内法化期限は2018年1月)、中間的業者に関する制度的枠組みが整備されています。ご案内のとおり、我が国でも、電子決済等代行業者の法的な位置付けを明確にすると同時に、オープン API を促進することを目的とした「銀行法等の一部を改正する法律」が2017年5月26日に成立し、2018年6月1日より施行されています。

電子決済等代行業には、決済指図伝達サービス (更新系) と口座情報取得サービス (参照系) がありますが、いずれにおいても、顧客情報、すなわち利用者の

口座情報（残高情報，入出金の履歴情報）のやり取りがなされることとなります。こうした口座情報のやり取りに関連する法的な問題がこの報告の主題となりますが，これについては，①利用者による（利用者のための）情報取得，②銀行による顧客情報の提供，③電子決済等代行業者による顧客情報の取扱い，という3つの側面があり，それぞれに応じて論ずべき点が存在します。以下，順に検討します。

(2) 利用者による（利用者のための）情報取得の側面

a データポータビリティおよびデータオーナーシップの議論

最初に，利用者による（利用者のための）情報取得の側面から述べます。ここでは，「データポータビリティ」の概念が関係してきます。

「データポータビリティ」とは，あるサービスが特定のユーザーに関して収集・蓄積した利用履歴などのデータを他のサービスでも再利用できること，すなわち持ち運び可能であることをいい，これを可能とする権利を「データポータビリティ権」と呼びます。

データポータビリティ権の基本理念は，個人が自己の個人データをコントロールする権限を本人に有させることにあるとされます。パーソナルデータが様々な事業者のデータベースに散逸し統合的な利活用ができない一方，一部のプラットフォーム企業へのデータ集中が進むという企業サイドの困難と，個人々のデータが様々なプラットフォームに囲い込まれ，プラットフォームを移行する際には多くの過去データを諦めなければならないという個人サイドの困難がみられる中，データポータビリティ権は，個人へのデータの「還元」「集約」を通じて，個人データの利活用と保護を両立しようとするものと説明されます。銀行法改正の過程でも，このような考え方が背景にあることがしばしば指摘されました。

EUでは，一般データ保護規則（GDPR）20条が，個人情報に関し，このデータポータビリティ権を正面から定めています。具体的には，各サービスのユーザーが，自身の個人データの管理者（以下「管理者」といいます）に対して行使可能な，以下の各権利を指します。

- ① 自身の個人データを，その管理者から一定のフォーマット（構造化され，一般的に利用され，機械により読み取れる形式）で受け取り，他の管理者に移転する権利
- ② 自身の個人データを，異なる管理者間で直接移転させる権利

その特徴は、単に自身の個人データにアクセスできるだけでなく、その持出しや移転を可能にすることにあります。これにより、あるサービスで蓄積された個人データを別のサービスで初めから利用することや、個人データを異なるサービス間で相互運用することが可能になるといわれます。ただし、GDPRのもとでも、サービスにおいて収集された個人データは丸ごと移転の対象となるのに対し、当該個人データをもとに作成された分析データなどの派生物はその対象外とされるようです。また、技術的に互換性のあるデータ処理システムの導入や維持までも事業者が義務付けるわけではないようです。

なお、非パーソナルデータについても、プライバシーの制約要因はないものの、やはりデータ創出に寄与した者によるデータの利活用権限の主張を公平に認めていくことが望ましいとする「データオーナーシップ」の考え方が世界的に広まりつつあるといわれています。

b 情報（財）に関する日本法の枠組み

こうしたデータポータビリティに関する議論を、現状の日本法の観点から眺めた場合、どのように捉えられるでしょうか。「個人が自己の個人データをコントロールする権限」であるとか、あるいは、データ「オーナーシップ」という表現からすると、何かしらデータに対する所有権的なものが念頭に置かれているように響かないでもありません。この点を、情報（財）に関する日本法の枠組みも顧みながら、確認していきたいと思います。

(a) 知的所有権法、不正競争防止法、民法に基づく保護

一般に、データ、情報などの無体物は、その「遍在性」や公共財的性質にかんがみ、所有権の対象にはならず、情報財の有する財産的価値から排他的な利益享受を行うには、特定の知的所有権を定める法制度の存在が前提となります。また、情報財に対する第三者による侵害行為について、損害賠償を救済内容とする民法の不法行為法、差止請求権を付加した不正競争防止法による法的な保護が及ぶこともあります。一定の要件を満たす場合に限られます。このとおり、情報（財）については、有体物と異なり、法律に基づく保護は、その性質および政策的理由に基づき限定されます。

これに対し、データポータビリティの概念は、個人を含むデータの元々の創出者への情報の還元・開放をうたうものではありませんが、管理者による当該情報の保持・利用の継続も前提とされており、データ創出者による排他的利用権の創設

が志向されているわけではありません。また、第三者による侵害行為に対する救済理論とも異なります。その意味で、これまでの情報（財）に関する法的な議論の在り方とは、性質を異にする議論であるように見受けられます。

先ほどご紹介した「データオーナーシップ」の概念についても、必ずしも「データに対する所有権を観念できる」という意味で用いられているわけではなく、むしろ、一般には、「データに適法にアクセスし、その利用をコントロールできる事実上の地位、または契約によってデータの利用権限を取り決めた場合には、そのような債権的地位を指してデータオーナーシップと呼称することが多い」と説明されているのは、かかる理解を裏付けるものといえましょう。経済産業省「AI・データの利用に関する契約ガイドライン（データ編）」（平成30年6月）なども同様の理解に立っています。

(b) 個人情報保護法

次に、我が国における個人情報の取扱いに関する基本法である、個人情報保護法についてみてみます。

2015年の改正個人情報保護法は、当初の法定後情報の情報革命に伴う社会のデジタル化を背景に、ビッグデータとしてのパーソナルデータ利活用の促進と個人情報の保護の調整に主眼を置いて「匿名加工情報」の概念を創設し、その利活用に関する新たな規律を導入しました。

しかし、この改正で想定されるデータ利活用の主体は、あくまでも事業者であって、データポータビリティの議論に表される個人の積極的意思に基づくデータ利活用は残された課題のままとなっています。

(c) 検 討

データポータビリティ権についてGDPRで正面から定めるEUと我が国の状況は大きく異なりますが、GDPR20条のような包括的な法令に基づく措置によらなくとも、個別の法令や実務上の取組み（例えば、関連業界内の実務対応や個々の契約の積み重ね等）を通じて、これに相当する効用が部分的にもたらされることはありうると考えられます。

改正銀行法下での電子決済等代行業者に関する制度整備は、オープンAPIを推進する目的によることは明らかです。例えば、改正銀行法は、銀行は電子決済等代行業者によるAPI接続の依頼に対し、不当に差別的な取扱いを行ってはならないとしています。金融情報システムセンター（FISC）や全国銀行協会（全銀協）

を中心とするオープン API に関する実務対応(具体的には全銀協が事務局を務めるオープン API 推進研究会の公表に係る「銀行法に基づく API 利用契約の条用例(2018年7月暫定版)」(2018年7月6日)(以下「API 利用契約案」といいます)(注:その後,同年12月27日に初版として確定)の策定等)と相まって,利用者による口座情報の取得の範囲で,我が国における決済サービスの文脈でのデータポータビリティの考え方を実現したものと評価することも可能と解されます。

その他の分野ごとの環境整備の例として,電力分野や医療分野における取組みも挙げられます。EU は GDPR に基づく包括的なアプローチによっていますが,他の国々は必ずしもそれと歩調を合わせているわけでもないようです。日本も,ニーズが認められる個別分野での対応が中心となるように思われます。

(3) 銀行による顧客情報の提供としての側面

銀行による口座情報の提供については,銀行の守秘義務との関係でどのように考えるべきか,という問題があります。また,個人情報保護法との関係も整理が必要です。以下,順に述べます。

a 銀行の守秘義務との関係

銀行が顧客との取引に関連して得た顧客情報(銀行秘密)について守秘義務を負うかに関して,これを正面から定めた法令の規定は存しませんが(ただし,銀行法12条の2第2項および銀行法施行規則13条の6の5は,「銀行は,その取り扱う個人である顧客に関する情報の安全管理,従業者の監督及び当該情報の取扱いを委託する場合にはその委託先の監督について,当該情報の漏えい,滅失又は毀損の防止を図るために必要かつ適切な措置を講じなければならない」と定めています),判例・通説は,商慣習または契約上の義務を根拠としてこれを認めます。銀行の守秘義務の対象となる顧客情報には,①顧客との取引内容に関する情報,②取引に付随して銀行が顧客より得た関連情報,③取引の過程で銀行が得た顧客の関連情報,④銀行が行った顧客の財務状況等についての分析評価情報や銀行が第三者から入手した顧客の信用情報等が含まれます。このうち,①②は顧客自身も保有する情報であるのに対し,③④は銀行が独自に集積した情報です。口座情報は①に当たります。

一般に,顧客は,銀行は取引に関連して取得した顧客情報をみだりに外部に漏らさないとの信頼に基づいて取引関係に入ることから,銀行が正当な理由なくこれを開示することにより顧客が重大な不利益を被り,顧客の銀行に対する信頼が

損なわれると、銀行の業務の遂行が困難になるおそれがあります。したがって、銀行の守秘義務は、直接的には顧客の正当な利益を保護するものですが、それとともに、銀行にとっても、顧客に対する守秘義務を維持することに固有の利益が認められます。上記①②については、まさにこの考え方が当てはまります。しかし、顧客の同意がある場合は、この議論は当てはまりません。

オープン API においては、顧客自身は銀行による中間的支払業者への口座情報の提供を了解していることが前提となるため、銀行として守秘義務を理由として当該顧客やその指定する中間的支払業者に対する開示を拒む理由はないことになります。また、そもそも、翻って考えてみるに、口座情報は顧客自身が保有する情報であり、顧客は、本来、預金契約に基づき、口座情報の自己への開示・提供を求めうる立場にあるものと考えられます。その意味では、銀行の守秘義務という問題の立て方自体が実はあまり適切ではないのかもしれないかもしれません。口座情報の提供について一定の慎重な対応が求められるとすれば、それは、預金口座・口座情報の特殊性にかんがみ、情報セキュリティの確保の要請によるものと理解されます。

b 預金口座／口座情報の特殊性…情報セキュリティの確保の要請

すなわち、預金口座は銀行・決済システム・インフラの要をなすため、電子決済等代行業者によるアクセスを認めるにあたっては、同システムの安定性、また、利用者保護等の観点からは情報セキュリティの確保も重要となります。銀行の電子決済等代行業者に対する口座情報の提供においては、この点も重要な考慮要素、よりストレートに言えば、電子決済等代行業者によるアクセスや情報利用に対する一定の制約要因として働くことになります。

改正銀行法上、電子決済等代行業者は、電子決済等代行業に該当する行為を行う前に、それぞれ銀行等との間で、法令に定める事項を含む電子決済等代行業に係る契約を締結し、これに従って当該銀行等に係る電子決済等代行業を営まなければなりません。当該契約において定める事項としては、電子決済等代行業者が電子決済等代行業の業務に関して取得した利用者に関する情報の適正な取扱いおよび安全管理のために行う措置ならびに当該電子決済等代行業者が当該措置を行わない場合に当該銀行が行うことができる措置に関する事項が挙げられています。これを受けて、API 利用契約案は、銀行による API 連携に先立つ電子決済等代行業者のセキュリティ体制のチェック(5条)、銀行による電子決済等代行業者

の業務のモニタリング・監督（11条）に関する規定を置いています。

こうした改正銀行法の規定および実務対応は、先に述べた考慮の表れと解されます。

c 個人情報保護法との関係

個人情報保護法との関係も問題となりますが、銀行秘密としての顧客情報の守秘義務と個人情報保護法の規律は異なっており、それぞれへの対応が重疊的に必要になります。

個人情報保護法の規律の対象となる「個人情報」は、「生存する個人に関する情報」であって、特定の個人を識別できるものをいいます。「個人に関する情報」は、きわめて幅広い概念であり、個人と関係付けられるすべての情報を意味し、公知であるかどうかも問いません。個人の口座情報は、同法上の個人情報に該当します。

この点、銀行による電子決済等代行業者への口座情報の提供が、個人データの第三者提供（個人情報保護法23条）に係る記録の作成等の義務（同法25条）の適用を受けるか、という問題があります。一般に、本人の代理人等、本人と一体と評価できる関係にある者に提供する場合、本人側に対する提供とみなし、受領者に対する提供には該当せず、記録義務は適用されません。電子決済等代行業者は顧客の委託に基づき顧客のために業務を提供する立場に立つことから、銀行による電子決済等代行業者への口座情報の提供については、基本的に、記録作成義務の対象にはならないと考えられます。

なお、本人側に対する提供とみなす考え方によるためには、実質的に本人の同意があることが前提とされますが、現状想定されている実務フロー上は、API連携を前提としたサービスを利用する顧客は、銀行による電子決済等代行業者への口座情報の提供に同意しており、この要件はクリアしています。

(4) 電子決済等代行業者による顧客情報の取扱い…電子決済等代行業者の守秘義務等

電子決済等代行業者は、①あくまでも顧客からの委託に基づき顧客のためにサービスを提供する立場にあり、銀行との関係では顧客の側に立ちます。他方、②顧客との関係では、サービス提供者として顧客情報を取得・保有する立場にあります。

上記②の側面については、口座情報という顧客の重要情報の取扱いにあたり、

電子決済等代行業者も顧客に対する守秘義務（目的外利用の制限を含む）を負うと考えるべきでしょう。

銀行が顧客情報について守秘義務を負うとされてきたのは、与信取引、受信取引および為替取引が関連付けて行われることにより顧客情報が集積する銀行の特有性によるものとされます。他方、銀行以外でも与信その他の取引等を行う事業者が、当該取引等に関して取得した情報について相手方に対して契約または信義則上の守秘義務を負うことはありうると考えられます。監督規制ではありますが、金融商品取引業者については、金融商品取引法40条2号、金融商品取引業等に関する内閣府令123条1項6号が、先ほど述べた銀行法に準じた規定を設けています。また、現在、金融審議会において、機能別・横断的な金融規制体系に向けた議論が進められていますが（金融審議会金融制度スタディ・グループ「中間整理—機能別・横断的な金融規制体系に向けて—」（平成30年6月19日））、金融の各「機能」（かかる「機能」の1つに「決済」も含まれます）において達成されるべき利益の1つとして、利用者情報の保護が挙げられています。

電子決済等代行業者の取り扱う利用者の口座情報は、個人または企業等の信用・投資・経営状況を露わにするものです。かかる情報の重要性・センシティブティにかんがみれば、電子決済等代行業者は、顧客に対し当該情報の取扱いにつき守秘義務を負うものと認められます。電子決済等代行業者における情報管理態勢等について定めた改正銀行法の諸規定も、かかる解釈を支えるものといえるでしょう。

その他、電子決済等代行業者は、個人たる利用者の委託に基づき銀行から提供を受けた情報の取扱いにつき、個人情報保護法に基づく規制にも服します。

3 ブロックチェーンと情報保護法制の関係

次に、革新的な技術の開発・進展と既存の法制度の間のギャップの一例として、ブロックチェーンと情報保護法制の関係について述べます。

(1) ブロックチェーン技術の本質と形態

ブロックチェーン技術は、一般に、「取引履歴を暗号技術によって過去から1本の鎖のようにつなげ、ある取引について改竄を行うためには、それより新しい取引についてすべて改竄していく必要がある仕組みとすることで、正確な取引履歴を維持しようとする技術」と説明されます。

ブロックチェーン技術には、目的に応じて様々な形態が存在し、銀行分野にお

ける同技術の活用可能性の検討においては、ビットコインをはじめとする仮想通貨の技術基盤である狭義のブロックチェーン技術のみならず、目的に応じて、同技術の有益な技術的特徴を部分的に取り出した広義のブロックチェーン技術（いわゆる分散型台帳技術：Distributed Ledger Technology (DLT)）についても、活用可能性の検討が行われています。

ブロックチェーン／分散型台帳は、参加者の公開範囲・制限内容によって、大別して3つの形態が存します。

① パブリック型

誰でも参加可能なオープンな形態。悪意のある者が参加するリスクを排除できないため、一般に、悪意のある者が改竄等を行うインセンティブを削ぐコンセンサスアルゴリズムの採用を必要とします。ビットコインはパブリック型の一例。

② コンソーシアム型

一定の条件を満たす者のみが参加資格を有する形態。参加者を信頼できる者に限定することで、悪意のある者が参加するリスクを低減し、よりユースケースに適した（例えば、処理速度の速い、ファイナリティが確保できる）コンセンサスアルゴリズムの採用が可能となります。一般にエンタープライズ領域における活用に適します。

③ プライベート型

単一組織内（社内システム等）で運営する形態。社外の者との間で情報共有を行わないため、情報の秘匿性の確保が可能となります。主には集中管理型システムの代替として利用が検討されています。

(2) データの秘匿性確保に関する論点

ブロックチェーンは、複数の参加者でそれぞれが同じ情報（台帳）を共有する方式であるため、台帳に記録された情報は、原則、参加者全員に開示されます。かかる情報共有の仕組みは、ブロックチェーンの根幹をなすものですが、他方で、参加者間での情報共有を前提としない業務・取引にこの技術が応用される場合には、データの秘匿性確保の要請との衝突が生じます。この問題は、個人情報か非個人情報かを問わず当てはまります。

実際には、ブロックチェーンにも様々なタイプが存し、個別の仕組みいかんにより、この問題の現れ方、程度は異なります。例えば、オープン型では秘匿性確

保の問題は顕著に当てはまります。これに対し、コンソーシアム型やプライベート型では、情報共有の範囲が限定され、かつ、かかる限定された参加者間での情報共有について各参加者による同意（システムの設計次第だが、黙示の同意を含みうる）を看取できることから、問題の度合いは緩和されます。どのタイプのものを念頭に置くかを明確にした上で、議論すべきといえます。

(3) 個人情報保護法制との関係

ブロックチェーンは、不特定多数または特定多数の者が同じデータベースを持ち合うための技術であり、そこでは基本的に特定の中央管理者が存在しない「分散」または「分権」の考え方が基本的な技術思想となっています。とくにパブリック型において、その傾向は顕著です。

これに対し、個人情報保護法制は、特定の事業者が集権的・一元的に個人情報を収集・利用・管理することを想定し、当該事業者に個人情報の取扱いに関する規制を課すことを通じて、個人情報の保護を図ろうとします。かかる前提による個人情報保護法制の規制をブロックチェーンに当てはめようとする、根本的な不整合を生じうるとの指摘があります。

金融法務事情2095号24頁掲載の拙稿では具体的な解釈論にはあまり触れられませんでした。本日は、証券取引における分散台帳技術の利用を巡る法律問題研究会報告書「証券決済制度と分散台帳技術」等による検討内容も踏まえながら、これらの点についてもいくらか言及できればと存じます。

a 暗号化された場合の個人情報への該当性

ブロックチェーンに記録される情報には、暗号化やハッシュ化といった処理がなされます。かかる処理がなされた情報は個人情報に該当するか、という問題があります。一般に、個人情報の要件である「特定個人識別性」については、「当該情報のみでは特定の個人を識別できない場合であっても、他の情報と容易に照合することができ、それにより特定の個人を識別することができる場合には、個人情報に該当する」と解されています。そして、特定個人識別性の判断は、当該情報を取り扱う者ごとに異なる相対的なものと解されています。

暗号化された情報についていえば、復号(暗号化されたデータを元に戻すこと)可能性の有無に基づき判断することになります。すなわち、情報が暗号化されている場合には、自ら復号できる者にとっては特定個人識別性が認められる一方、そうでない者にとっては特定個人識別性は認められない、という帰結になります。

なお、個人情報保護法ガイドライン上は、「個人に関する情報」とは、…暗号化等によって秘匿化されているかどうかを問わない」とされていますが（同ガイドライン通則編（5頁））、これは暗号化（による秘匿化）の一事によって当然に個人情報該当性が失われることはない旨を一般的に述べたにすぎず、復号可能性が認められない当事者のもとでは個人情報に該当しないことを否定する趣旨ではないと解されます。

b 第三者への提供

第三者への情報提供に際しての特定個人識別性の判断については、いわゆる「提供先基準説」と、「提供元基準説」があります。ブロックチェーン上の情報の共有が「第三者への提供」に該当するか、という問題については、証券決済制度にブロックチェーンの仕組みが用いられる場合を念頭に置いて、大要、以下のように説明する見解があります（前記研究会報告書49～50頁）。

- 提供先基準説は、提供先において特定の個人を識別できない場合には、本人の権利利益侵害のおそれがないこと等をその論拠として挙げる。この見解に立てば、暗号化により当該情報を閲覧できない振替機関等にとっては個人情報に該当せず、このような情報の提供について、加入者の同意は不要となると考えられる。
- 他方、提供元基準説の論拠としては、提供先が「他の情報と容易に照合」できるかどうかは提供元には明らかでない点が挙げられている。この見解に立てば、加入者の直近上位機関にとっては、当該加入者の口座情報は個人情報に該当し、よって、その情報を他の振替機関等に提供するには加入者の同意が必要となる。もっとも、提供元以外の者が口座情報を閲覧できないことが確実であれば、提供先が「他の情報と容易に照合」できるかどうかは提供元には明らかでないという論拠は妥当しない。したがって、この場合は、個人情報に該当しないと解する余地があると考えられる。

一般に、個人情報保護委員会は提供元基準説によるとされますが、ブロックチェーンの仕組みを念頭に置いた場合に、同説のもとでなお第三者提供に係る特定個人識別性は認められないといえるか、今後さらに検討を深めていきたいと思えます。

c 保有個人データの訂正、利用停止や消去に関する規律の適用の有無

ブロックチェーンと個人情報保護の関係は、第三者提供の問題に限られません。

例えば、ブロックチェーンに記録された情報が無期限に消去されずに各ノードによって共有され続ける点は、個人情報保護法および同ガイドライン通則編が想定するデータの保存期間、保存方法、共有範囲等に関する必要最小限の原則とぶつかり合います。また、ブロックチェーンにおいては、過去の取引履歴をすべてそのまま残すことによって、悪意のある第三者によりデータベースを書き換えられてしまう可能性を減らし、データベースの堅牢性を高め、情報の正確性への信頼度を高めることが企図されるため、ブロックチェーン上に記録された取引履歴等は削除・訂正することは想定されません。これは、個人データの正確性の確保や不要となったデータの消去に関する個人情報取扱事業者の努力義務(同法19条、ガイドライン3-3-1)、事実と異なるデータの訂正等(同法29条)および利用停止(同法30条)に関する本人の請求権とも衝突します。

このとおり、仮に第三者提供の対象となる個人情報への該当性を否定できたとしても、保有個人データの訂正、利用停止や消去に関する規律の適用の有無はまた別の問題として、いずれにせよ立ちはだかるように思われます。ここまで来ると、何らかの立法上の対応が必要であるようにも思われます。

d 誰が個人情報取扱事業者に当たるか

最後に、ブロックチェーンの仕組みにおいて誰が個人情報取扱事業者に当たるか、という問題もありますが、時間の関係もあり、この点は本日のご報告からは割愛させていただきます。

4 最後に

IoTの進展する中、データ流通環境整備に関する議論は、国内外において活発に行われており、それは必ずしもフィンテックの文脈にとどまりません。例えば、オープンなデータ流通市場の創出の文脈において、パーソナルデータストア(PDS)、「情報銀行」、データ取引所のコンセプトが最近とみに言及されるようになってきました。また、データの利活用権限の明確化がうたわれ、契約ガイドライン(データ編)の策定に実を結んでいます。

いずれにおいても、個人を含む情報の出し手の権利利益の保護と、情報の有用性に基づく利活用へのニーズの間のバランスをいかに図るかが重要な課題をなします。技術の急速な進展もあり、法制度または運用・解釈に係る議論が追いついていない面も大きいように見受けられます。

本日取り上げた問題はその一例をなすものです。新しい枠組みの形成に向け、

技術の側からのアイデアの提供、および、これを踏まえた行政・法曹による知恵出しの双方が必要と解されます。

以上をもちまして、私の報告を終えさせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

質疑応答

森下司会 それでは、10分間の休憩の時間が終わりましたので、再開させていただきますと思います。

たくさんのご質問、ありがとうございました。森田さんにかなり多くのご質問をいただいておりますと、おそらくそれぞれのご質問者の方にお読みいただいておりますと、とうてい、時間が50分では収まらない状況でございます。森田さんに関するご質問につきましては森田さんに若干整理をしていただいた上で、ご回答をいただくこととし、とくに何か補足をしていただくことがあれば、ご質問者の方に若干簡潔に補足していただくぐらいにとどめさせていただきたいと思えます。

まず、丸山さんにご質問をいただいておりますので、丸山さんに対するご質問、その後、佐藤さんにご質問をいただいておりますので、佐藤さんに対するご質問を先にしていただいた上で、その後、森田さんからご質問に対するお考えをいただきたいと思えます。

それではまず丸山さんに対するご質問で、成城大学の山田剛志さんからいただいておりますが、山田さん、お願いいたします。

山田 成城大学の山田と申します。本日は貴重なご報告、ありがとうございました。

先ほども個別にご案内させていただきましたが、今日のご報告は大きく「フィン」と「テック」と2つの分野に分けられるかと思えます。それぞれにつきまして、貴協会の議論を踏まえて、今後の方向性をご教示いただければと存じます。

まずフィンのほうですが、現状の動向を伺っておりますと、やはりフィンテックの中で一番の論点は決済だろうと思えます。なぜ決済が一番中心かという点、これは日銀券が紙なので、非常に不便だということがあります。これを隔地者間でデータ決済する場合には、現状ですと、いったん銀行口座に入れて、全銀ネットを通じて最終的に決済するしかありません。銀行口座を通じて日銀券とリンクすると思われれます。そこで、その不便なところを何とかしようというのがフィンテックで、そこに何らかの付加価値を付けて、例えば投資とかに結び付けるというお話だったかと思えます。そうすると、そのほかに例えばSuicaなんかは、資金決済法上、第三者型の前払式支払手段で、前払いした範囲で、いったんJRにデ

ータが戻るというだけなので、そうすると、決済全体の中で占める割合は、それほどではないのかなと思います。そこで仮に今、リトアニアで議論されているようなリットコインとか、スウェーデンのeクローナのように日銀券、すなわち法定通用力を付与された日銀券、日本円が仮にデジタルになった場合、デジタル法貨といいますが、これによってフィンテックがどのような影響を受けるかをお伺いしたいと思います。なお、もちろん仮想通貨は、これは仮想でありまして、同法上の通貨ですので、日銀法上の通貨ではございませんので、これはあくまでも中央銀行が発行するというご教示いただければと思います。

2点目なのですが、テックのほうです。これは銀行の個別APIの話もございましたが、例えば口座情報、取引履歴だけではなくて、例えば商品購入とか、場合によっては健康情報なんていうのもデータの対象だと思えますが、これをあるところで「場の提供」なり、集積をして、これを提供するという話があると思います。今、私がお聞きしておりますのは、あまりここに規制はかかっておらない現状を前提にしております。そうすると健康情報も何もかも全部集めて、それをAI何かで加工して、知らないうちに我々の購入履歴とか、商品の購入の傾向なんか全部、流されているわけです。実は本来これが一番大きな問題であると認識しておりますが、規制がかかっていない。由々しき問題であると思います。そこは置いておきまして、テックの部分で、今、実務で進んでおられる情報の場の提供またはAPIによるビジネスが、どこまで進んでいて、どのようなビジネスモデルを考えておられるのか。その辺をご教示いただければと思います。

長い質問で申し訳ございません。

丸山 ご質問をいただきまして、ありがとうございます。まさにフィンとテックが重要ということはおっしゃるとおりです。1点目のデジタル法定通貨のような可能性がフィンテックにどのような影響を及ぼすかですが、個人的にはございますが、非常に素晴らしい社会の変革になるのではなからうかとは思っております。

今、決済においては、おっしゃるとおり、いろいろなプレーヤーがおり、全銀ネット、国際送金システムなど、いろいろなネットワークを通りますので、それをブロックチェーンなどで1つにして、リアルタイムで価値の移転が行われることは、非常に重要であろうと思います。こうなったときに、デジタル通貨でなくても、いろいろな通貨といいましょうか、仮想通貨でも同じ効能はあるわけです。

が、やはり最終的には流通性がどこまであるかが重要かと思います。例えば今も企業の掛け売りなどがある種、電子的なポイントのような形で行われて、そのポイントのようなものの債権を担保に仕入れをするようなネットィングのような概念はあるものの、結局、それは用途が限定されてきております。そう考えると、やはりデジタル通貨のようなものが価値の移転を瞬時に完了して、即利用できる環境は非常に便利な社会ではなかろうかと思えます。

ただ、そこに関連して2点ほどあります。1点が、先ほどまさに出たとおり、Suica などのように匿名であるのかどうかということ。逆に先ほどの預金通貨のようにマネーローンダリング対策も含めて、仮想通貨もそうですが、犯収法等もかんがみて、本人確認はされているのか。こういったところでいくと、今の現金においては、先ほど先生からもお話がありましたが、所有物を移転することによってなされているので、これは匿名性が担保されています。この匿名と非匿名の部分でデジタル法定通貨の場合、どう実装するのか。今の銀行アカウントや仮想通貨交換業のように、一定の金額を超える場合等は本人確認済みのある種、アカウントセンターのような概念は残りますが、一部、匿名のやりとり、ここをどのようにやるか。おそらくフィンテックアプリのようなものがそこを管理していくとか、そうした場合に、誰が管理するのかと。こういった匿名・非匿名の管理がまたサービスの多様性にもなりますが、非常に便利になるのではないかと思います。

2点と申し上げたもう1点として、実は別の考え方もあります。例えば法定通貨の今の円、銀行同士でもブロックチェーン等の技術を使って、瞬時にリアルタイム着金ができる概念は法定通貨のデジタル化を行わなくても、一定の効能は得ることができるのではないかと考えております。要するに第2全銀システムを分散型台帳システムで作ってしまっ、それはコンソーシアム型で、銀行でやったらどうなのか。これが実際、内外為替一元化コンソーシアム等々を含めて実験されておりますが、デジタル通貨ではなくても、近い効能を得ることもあると思っております。個人的にはデジタル通貨は非常におもしろいなと思いつつも、実現性を踏まえると、今申し上げた後者のようなやり方も非常に多様性を生むのではないかなとも思っております。

2点目のフィンテック、まさにAPI等々を通じて、いろいろなデータを取得する。今はAPIを通じなくても、スクレーピング等のいろいろな技術を活用して、

AI で集めていくと。そういうところで 2 点ほど、お話があったと思っております。規制がないというお話、それとどんなビジネスモデルがあるのかというお話であります。

規制という点に関しては、我々イノベーションサイドからすると、過度な規制は避けるべきだろうというのが基本的な考えでございます。金融機関のデータに関しましては、先ほどの銀行側の守秘義務ですとか、一定のリスクもありますので、あまり自由にやらないほうがという部分と、利便性から電子決済等代行業というある種の規制と自由を同時に成り立たせるものがあります。健康データ等は金融と同じような概念になると思いますが、それ以外について何かしら規制が必要なのかという点、特段必要でもない部分がありますから、API、スクレーピング等全般的に対する規制は過度な部分があるかなとも思います。

そこはリスクに応じて考えるべきと思っております、仮に自由に取れるものがあつたときに、どんなビジネスモデルがあるのかでいきますと、いろいろなビジネスモデルがあります。先ほど電力やガスとかのエネルギーの話も先生の中にもありましたが、例えば電力業界で使った履歴を API 取得できたときに、どの電力が使いすぎか、使いすぎではないのかの比較ですとか、今後は IoT 家電のようなものも出てくると、電力だけではなくて、家電製品なんかは使った分だけ、課金されるような状態になってくると考えられます。そうすると IoT 機器が自律分散型して、それぞれが頭脳を持って通信しただすわけですが、コントロールが非常に難しくなるわけです。これは例えばリモコンのようなアプリによって、すべて API でデータを取ってくれば、どの機器をオンオフにするとか、どの機器を変えとかがコントロールできます。なので、自律分散社会で、コネクテッドインダストリーの中で、いろいろなことが起こっていったときに、全体を俯瞰して、どうコントロールするかみたいなことは、API で取ってきたコントローラーのようなものが使えますから、そうなってくると非常に便利かと思えます。だから、それにはエネルギーもありますし、家電のようなものもあると思っていますので、必ずしも金融だけではなくて、いろいろな社会変革において、API を通じてユーザ自身が必ず状況を把握してコントロールするという意味では非常に重要な可能性があると思っております。

森下司会 どうもありがとうございます。

続きまして、佐藤さんにお二方からご質問をいただいております。それでは最

初に立命館大学の松岡久和さん、よろしくお願いたします。

松岡 立命館大学の松岡と申します。佐藤さんに細かいことを質問して恐縮なのですが、金融法務事情2095号では28～29頁、本日の資料では12頁のところですが、

本人側に対する提供の場合には、現行に記録義務がないという説明をされています。一見もっともではあるのですが、私は、ある地方の個人情報保護審議会の委員会でやっています、1年間で出てくる開示請求の一番多いのは自分の戸籍について証明書その他謄本を取られていることがないかどうか気になる人が請求してくる場合です。本人が自称代理人・代行業者に個人データが提供された疑いを抱いたときに、それを払拭するには、提供記録の有無が確認できることが必要ではないかと感じました。また、開示を求められる銀行側といたしましても、ある情報提供が個人に関するものか否かを個々に識別するには結構コストがかかるように感じますので、むしろ一律に記録を残すほうが負担が軽く、合理的ではないかと思いますが、いかがでしょうか。

佐藤 ありがとうございます。ご質問をいただいた点なのですが、少なくともオープンAPIの文脈では、このサービス提供に先立ち、銀行が定める利用者本人認証手続などを経ることが前提とされています。サービスの開始にあたりトークンを発行するのですが、接続事業者に対し当該利用者に係るトークンを付与するにあたり、アクセス権限を付与する接続先の範囲その他の情報を利用者説明し、その同意を求めることが前提とされていると理解しております。したがって、個別の顧客と電子決済等代行業者の結び付きがわからないような形で、代理人を自称する電子決済等代行業者が情報の提供を求めてくる局面が基本的には想定されないのかなと理解いたしております。その意味では、ご指摘いただいたような懸念は、少なくとも電代業に係るオープンAPIの文脈では当てはまらないと整理してよいと考えております。

森下司会 ありがとうございます。続きまして、片岡総合法律事務所の伊藤亜紀さん、お願いします。

伊藤 片岡総合法律事務所の伊藤と申します。本日は興味深い発表をありがとうございました。勉強になりました。

佐藤さんにご質問なのですが、最近、金融法務の実務に携わっておりますと、金融のネットワーク化によって、個人の金融に関する情報、決済情報などが金融機関以外の複数の事業者にどんどん分散保有されていく実態を目の当たりにして

いる状況です。そのときに、当該本人以外の事業者、複数のネットワークに携わる事業者が、当該個人に関する情報について、本人とは別の独自に何らかの権利、利益を有するのかどうか。もし何かの利益を有するとしたら、それはどんなものなのか。そういうところに非常に関心を持っております。

具体的に申しますと、佐藤さんの資料の12頁において、銀行による顧客情報の提供という側面の後段の部分の預金口座・口座情報の特殊性というところなのですが、例えばこれは銀行が電子決済等代行業者なり、ほかの事業者に、預金に関する情報を本人の要求または同意に基づいて提供するとき、一定の制約をかけられるのではないかという議論かと思うのですが、こういった利用者保護や政策的観点以外に、銀行が独自に何らかの権利や利益によって提供しないとか、そのような情報の利用を許容できないということをいえるのかどうか。もしいえるとしたら、それはどんな内容の銀行独自の権利・利益なのかなというところをどうお考えでしょうか。

典型的には、電子決済等代行業者です。例えば、本人が API を通じて銀行の預金に係る情報を参照します。そうすると、電子決済等代行業者が運営する家計アプリに銀行から情報が提供されます。その情報について本人が、このような目的で使ってもよいと同意した場合には、電子決済等代行業者は、銀行から何ら制約を受けずに自由に使っているのかどうかという観点です。

佐藤 ありがとうございます。ご指摘の状況で、電子決済等代行業者による情報の利用に対して銀行独自の権利・利益という観点から制約をかけていくのは、個人的にはやはり難しいのかなという感じがしています。もちろん預金口座に関する情報の重要性、決済システムの安定性などの観点、あるいは公益的な観点から制約を課していく発想は別途ありうると思うのですが、そこを超えて、顧客本人の同意に基づき提供された情報のさらなる利用、第三者への提供などについては、最終的には電子決済等代行業者と顧客との間の契約問題に帰着するような気がしています。ただ、実務上は、そこでの情報の取扱いについては、銀行と電子決済等代行業者間の API 利用契約により一定の制限をかけることが想定されているようです。全銀協の利用条例例によれば、電子決済等代行業者の提供するサービスを意味するものとして「本サービス」という定義がありまして、これは利用契約の中で別紙で特定されることになっているのですが、同契約に基づき提供された情報については本サービスの提供の範囲内でしか利用できないことにはな

っています。また、その変更についても、銀行の同意が必要とされています。このように、銀行側としても、口座情報の取扱いについて無関心というわけではなくて、むしろ、先ほど来申し上げているような預金口座ないし口座情報の特殊性にかんがみて、あまり広がりすぎないように一定の歯止めをかけているのだとは思いますが。ただ、電子決済等代行業者の側からすると、むしろ口座情報を活かして、いかにいろいろな派生的なサービスを提供できるかが腕の見せ所であり、利用契約上の制限がきつすぎるのはビジネスモデルにも影響を及ぼすことになりかねない。実務的には、このあたりの調整が難しいところなのかなと理解しています。

このとおり、サービス業者による口座情報のさらなる利用については実務上は一定の対応がなされることが想定されているものの、そのような対応の根拠を、銀行の権利だとか利益に求めるよりは、やはり預金口座や口座情報の特殊性に即して考えていくことになるのではないかという気がいたします。

森下司会 ありがとうございました。

それでは森田さんには18枚の質問票をいただいておりますので、恐れ入りますが、先ほど申し上げましたように、森田さんのほうで整理をしていただいて、ご回答をいただき、もし時間の余裕があれば若干のやりとりをさせていただく形にさせていただければと思います。では、森田さん、よろしく願いいたします。

森田 たくさんご質問をいただきまして、ありがとうございました。整理せよといわれたのですが、質問票に目を通すだけでもまだ時間が足りていませんので、十分に内容を把握はできていませんが、その点も含めまして、補足して質問内容をご説明いただく必要があると思われるものについて、最初に補足をお願いしたいと思います。

まず、弁護士の片岡義広さんからご質問をいただきましたが、質問票には項目だけ挙げられていますので、ごく簡潔に補足していただけますでしょうか。

片岡 弁護士の片岡義広でございます。先生の論文で、たくさん拙稿を引用いただき（金融法務事情2095号17頁注14。なお、ほかに拙稿金融法務事情1998号28頁）、ありがとうございました。そして、先生の論文および今日のご報告で、私見を議論のターゲットにしておりますので、私から若干申し上げなければと思い、3点、1点私見の補足と、2点質問をさせていただきます。

まず1点目は、物権法の法理の適用についての私見の説明です。森田さんで私

の論文を引用いただいているのですが、私見は、仮想通貨は、物権でも債権でもないし、民法上の概念のどれにも当てはまらないという考え方です。債権は人の人に対する請求権ですが、物権ないし準物権は人の有体物または権利に対する排他的・対世的支配です。仮想通貨は、もちろん有体物でも権利でもないわけですが、ただ、人がそれを排他的対世的に支配している構造においては、物権ないし準物権と同じなので、物権法の法理が当てはまる場合が多いといっているのにとどまります。まずは、その点、誤解のないようにお願いしたいと思います。

2点目は、森田さんの仮想通貨を財産権として扱うとの考え方についてです。森田さんの報告およびご論稿では、私見につきまして、仮想通貨を財産権として扱えるのではないかとおっしゃっておられます。ただ、私は、仮想通貨は財産ではあるけれども、財産権とはいえないという考えであります。学説では、いろいろなものを〇〇権と名付けられます。例えば環境権であるとか、あるいは譲渡担保の受戻権とか。しかし、それらは講学上のものにとどまり、最高裁の判例とか、法制局が関与する法律においては、法定されない限り、〇〇権とはいわない。その侵害があると不法行為法等法的に保護されるべきものであったり、法的効果を生じるものであっても、きちんと法定されないと〇〇権とはいえないとするのが実定法ではないかと思えます。森田さんがお書きになっておられる部分で、財産権の帰属、支配、移転とされている部分について、財産権ではなく財産と読み替えるのであれば、私の考えと同じになるかと思うのですが、その点、森田さんはどうお考えになるか、お尋ねしたいと思います。

3点目は、通貨の概念についてです。先生のご論稿の最後で、仮想通貨も通貨と同じ法的性質で捉えたらどうかと提言しておられます。ただ、これも通貨という概念は、法律上の概念と経済上の概念といろいろな使われ方があります。法律上の概念としては、日本の通貨の場合は日本銀行券と貨幣という法貨のみを通貨としていますので、その意味で論じなければいけないと思えます。私見では、仮想通貨の場合、通貨のように占有即所有という法理が当てはまるものではないと考えています。その例として、コインチェックがハッカーによって仮想通貨が大量に流出した事案があります。ハッカーの保有する仮想通貨がブロックチェーン上に記録されていたわけなのですが、それは正当な保有と認めるわけにはいかないと思えます。そのような場合にまで、占有即所有というように、正当な保有者、所有に準ずる保有者と認められるご趣旨なのかどうかという点です。

森田 どうもありがとうございました。

まず、物権とか物権法という概念の意味内容について報告の最初の部分でご説明をしましたが、その点に関して、いくつかのご質問をいただいております。片岡さんのご質問の1点目は、「物権」の概念と関係するものですが、今のご説明からもわかりますように、人の物に対する排他的・対世的な支配のことを片岡さんは「物権」と呼んでおられるわけであります。しかし、民法典における「物権」というのは、財産権をその客体とする担保物権を別にすると、有体物を客体とするものであって、物権の内容は、有体物から経済的な効用を引き出す権能として捉えられるものであります。他方、人と客体との間の結び付き、人に対する財産の排他的な帰属関係は、物権に特有の問題ではなくて、物権、債権その他の権利を含む財産権に共通して認められるものでありますから、これを「財産権」の通有性として位置付けるべきだというのが私の報告で申し上げたところです。このような民法典の用いる概念整理を前提とすれば、片岡さんの主張されておられる物または権利の排他的・対世的な支配というのは、物権ないし物権法の問題ではなく、「財産権」の通有性として捉えるべき問題であろうと、繰り返しになりますが、お答えすることになるかと思えます。

次に、2点目の「財産権」の概念ですが、ただ今のご質問での説明によりますと、片岡さんの用語法は、権利性をはっきりすると財産から財産権になるというもので、景観利益が景観権となるかというのと同じレベルで、「権」が付くかどうかという区別をしておられるということが今理解できましたが、私が報告で申し上げた「財産権」とは、民法典が用いる「財産権」の概念であって、人に対する財産の排他的な帰属関係が認められるものであります。例えば、贈与は「財産を無償で相手方に与える」(民法549条)と定義されますが、それはなぜかという点、財産権を移転しない場合、例えば、債務免除契約も贈与契約の一種ですので、権利の移転を伴わない場合も贈与契約に含まれることを示すために、「財産権」ではなく「財産」という広い概念で贈与を規定しているわけであります。これに対し、売買は「財産権を相手方に移転すること」(民法555条)と定義しているのは、権利の移転が売買契約の本質的要素であることを示しております。このように、民法典では、その財産の帰属関係の移転を觀念しうるものを「財産権」と呼ぶということであります。そして、報告でも述べましたように、金銭債務の弁済とは、特定の通貨単位の数額として表示されたところの価値的権能を債務者から債権者

に対して移転することと定義されるものであるとしますと、そこでは必ず「財産権」という帰属ないし移転の概念を入れないと法的には説明できないのではないかと思います。

それから、ご質問の3点目は「通貨」の概念ですが、これについては、ほかにも関連するご質問がありますので、それらと併せて後でまとめてお答えしたいと思います。

「財産権」の概念につきましては、ほかにも関連するご質問がありますので、それらについてもここで答えすることにしたいと思います。

まず、弁護士法人 ALAW & GOODLOOP の吉井和明さんからご質問をいただいております。第1に、「法律上、法律効果の内容が具体化されていない財産権を認めることについては、問題ないでしょうか。仮に、問題ないとすれば、立法されたほかの財産権との関係ではいかがでしょうか。例えば、著作権の場合でも、本来的には財産権のみで直接権利性を有しており、著作権法は、本来、立法の必要のなかったものを確認的に立法したものと考えるべきでしょうか」、第2に、「財産権と解釈するとして、物権に引きつけて性質を考え、同様の法律効果を認めることは、物権法定主義との関係で問題がないでしょうか」、第3に、「仮想通貨が財産権であるとした場合、財産権である仮想通貨の外延はどのように特定されるでしょうか。資金決済法における仮想通貨と同一でしょうか。また、そのように特定できる根拠はどこにあるのでしょうか」というご質問です。

これも、先ほどのご質問にお答えしたのと同じように、「財産権」という概念を用いるのは、ある人に排他的に帰属し、処分することができる利益であって、責任財産を構成するようなものを広く「財産権」と民法典は呼んでいるわけでありまして、そのような処分可能な利益の排他的な帰属関係に着目した概念であります。したがって、「物権に引きつけて性質を考える」とおっしゃる場合には、おそらくそういうものを「物権」と呼ぶワーディングをされる方が「物権に引きつけて」ということだろうと思いますので、これは概念規定の違いだろうと思います。

それから、著作権などの知的財産権との関係については、報告の中で申し上げたとおり、仮想通貨はそもそも情報財ではありません。著作権は、著作物という無体の客体に対して排他的な利用権を付与するものです。発明にせよ、著作物にせよ、情報財といわれるものについては、いわゆるユビキタス性がある。あらゆる場所に同時に存在しうるものであり、複数の者がこれを同時に利用すること

ができるものでありますから、そういうものに排他的な権利を設定しますと、人々の行為の自由を制約することになるので、排他的な権利を付与する場合には、他者の情報利用の自由との調整を図るために、その権利の内容や存続期間など、様々な限定を付した形で知的財産権を定める法制度を必要とするものであります。これに対し、仮想通貨は、情報を利用することにより一定の経済的効用がもたらされるような情報財ではなく、誰もが同時に利用することができるといったものではありませんので、情報財に対して排他的な利用権を付与する知的財産法制とは関係しないことは報告の中で申し上げたとおりであります。

また、物権法定主義との関係については、弁護士法人 ALAW & GOODLOOP の後藤大輔さんから、「仮想通貨の法的性質について「財産権」と捉えるとのお話でしたが、内容としてはかなり物権としての性質に寄せた考え方をされているものと理解しています。このような考え方を取った場合の物権法定主義(民法175条)との整合性をどう理解すればよいでしょうか」とのご質問をいただいております。

この点については、先ほどもお答えしたように、民法典における「物権」というのは、担保物権を別にすると、有体物を客体とするものであって、物権法定主義とは、そのような所有権またはその支分権としての物権の種類または内容は法律によって定められなければいけないというものであり、財産権一般については別に法定主義が採られているわけではありません。仮想通貨の法的性質をめぐる議論においては、その排他的な帰属関係を認めることは物権法定主義に反するという批判がしばしばみられますが、そもそも有体物から経済的効用を引き出す権能がここで問題となっているわけではありませんので、物権法定主義は、ここでの議論には全く関係しないということでもあります。財産権については、例えば、パブリシティ権であるとか、あるいは排出権であるとか、様々なものが自生的に認められておまして、必ずしも法律上の根拠がなくても、それが社会において取引の対象となれば、財産権として承認されるというプロセスを広く観察することができるのではないかと思います。

それから、「財産権」の外延につきましても、先ほど申し上げたように排他的な帰属関係が認められるものを「財産権」と呼ぶわけではありますが、どういうものがその外延に含まれるかについては、例えば、判例はパブリシティ権を排他的利用権として位置付けていますが、人格権と分離した譲渡や相続まで認められるの

か、これが認められないとするときにも「財産権」といえるのか、といった議論がなされる際には問題となってくるわけであります。しかし、ここでの検討対象である仮想通貨が「財産権」に当たるということは、その定義からみても、とくに問題はないのではないかと思います。

また、東京大学の加毛明さんからは、「仮想通貨に「財産権」としての性質が認められる根拠は何に求められるのでしょうか」とのご質問をいただいております。具体的には、次のようなものです。「ご報告（金融法務事情2095号16頁）では、資金決済法2条5項1号への言及があり、「仮想通貨が「財産権」に当たるのでなければこれと整合しない」と説明されています。ここだけを見ると、同法の規定の存在が仮想通貨に「財産権」としての性質を認める根拠であるとお考えのようにもみえます。もっとも、同法の定義は「機能的」なものにすぎず、「私法上の法的性質を検討する上で当然に前提とされるべきものではない」（同15頁）とされていることからすると、同法の定義規定は決定的な意義を有しないと考えられます。また、同法の改正前であっても、森田さんの議論によれば仮想通貨の「財産権」としての性質を認めるように思われます。そうすると、「財産権」性を基礎付ける根拠が問題となります。社会において仮想通貨が決済手段（または投機対象）として機能している「事実」が根拠なのでしょう。あるいは、そのような「事実」とは別の規範的な根拠、例えば、仮想通貨のネットワークに参加する者が決済手段として利用することを「合意」していることなどが、仮想通貨の「財産権」としての性格を基礎付けうるのでしょうか」というものであります。

ご指摘のように、資金決済法における仮想通貨の定義は、検討の対象を画するために示したものでありますし、また、現行法の説明としては、それと整合的な説明をする必要があるという意味では、同法における仮想通貨の定義はその前提とされるべきものではありませんが、そのような法律の規定がなければ、仮想通貨に財産権としての性質が認められないというわけではないと思います。この点については、理論的には、「排他的な利益享受の可能性」が認められるものであれば、立法を待たなくても「財産権」が社会において生成しているといえることができると、そのようなものが社会において承認されれば、財産権としての性質を帯びてくるということができようかと思います。

このほか、三井住友銀行の浅田隆さんからは、私の「債務免責力概念を中核とした財産権の考え方は、比較法上、他国の法制においても存在する考えなのでし

ょうか」とのご質問をいただいております。そのようなご質問の背景として、「仮想通貨は、世界中のネットワーク上に分散して存在し、海外への移転も簡単にできることから、国の概念を本来有さない」特徴があるとされます。他方で、「法律問題を議論するには、一国の法律の枠内で検討されなければならないところ、各国の法的性質決定の内容が異なれば混乱も生ずる」ことを指摘されておられます。

他の法制においても存在する考え方であるのかという問いに対しては、様々な説明の仕方がありますが、私が報告で述べたような考え方は、私自身の独自のものであるというよりは、ある程度の普遍性がある考え方ではないかと思えます。一般に、フランス法では、アプロプリアビリティ (*appropriabilité*) といいますが、「排他的な利益享受の可能性」があるという法的評価がなされたものは「財産 (*bien*)」と認められると説かれております。日本法でも、所有権の対象である「物」は有体物に限定されていますので、その射程が限られた議論ではありますが、「物」概念の拡張として排他的な支配可能性をメルクマルとして財産権としての帰属可能性を承認するという議論はみられるところであり、フランス法における「財産」概念と共通する側面を見出すことは可能です。また、「債務免責力」によって私法上の通貨を捉える考え方は、通貨とか、金銭という現象を法的に捉えるときには、どこに焦点を当てて議論を組み立てればよいのかを考えると、それは金銭債務の弁済に用いられるという観点から説明すべきこととなりますが、そのような金銭ないし通貨の捉え方も、広く普遍性を有する考え方ではないかと思えます。また、仮想通貨については、限定された債務免責力しか認められないという議論も、フランス法においてみられるものです。私の報告は、このような考え方を日本法の文脈に即して再構成したものでありますので、そういうふうに整理しますと、日本法だけではなく、他の法制においても存在する考え方ではないかと思えます。もちろん、そこから先の個別の問題については、それとは違う考え方もありえますので、国によって議論の傾向が違ってくることがありうることは否定できないところではあります。

これに加えて、浅田さんからは、「国際私法上、仮想通貨の帰属を巡る準拠法決定については、どのように考えればよいか」とのご質問をいただいております。この点については、そもそも仮想通貨の私法上の性質がいまだはっきりしていない段階でありますので、そこまで直ちにお答えする準備はございません。私の報告では、仮想通貨は、物権でも債権でもないが財産権としての捉えることができ

るとした上で、この財産権の構造は、債務免責力という価値的権能をその本質的要素とするものでであると説明しましたが、法の適用に関する通則法には、物権・債権以外の財産権に関する規律は存在しませんので、これを解釈によって補充する必要があります。他方で、一般に、法的に通貨としての債務免責力が認められるかについては、レックス・モネターエ (lex monetae) と称される「通貨法」によって定められるところですが、国際私法上、通貨法がどのように位置付けられるかについては、この金融法学会においても以前に議論がなされたところでありまして、そうしたような議論を参照しながら詰めていくべき問題ではないかと思えます。ただ、報告でも指摘したように、仮想通貨については、日本または外国の通貨単位ではなく独自の価値単位を採用している点に特徴があり、特定の国の通貨法によって債務免責力が付与されるものではありませんので、これをどのように解すべきかが問題となるところであります。

このほか、「金銭債務」の概念に関しまして、立命館大学の松岡久和さん、東京国際大学の本多正樹さんからご質問をいただいております。

まず、松岡さんのご質問は、「仮想通貨給付債務は金銭債務か。仮想通貨が代用通貨としてその債務免責力には限界があり、通貨ではない」という指摘について、「最初から仮想通貨の量のみによって対価額が定められている取引においても、「仮想通貨に固有の「価値単位」によって表示された数額を目的として金銭債務」が発生するのでしょうか。仮想通貨が通貨でないとするれば、その給付はそもそも「代金」ではなく、その取引は売買ではなく一種の交換契約」ではないか。そうだとしますと、「発生するのも「金銭債務」ではなく、仮想通貨給付債務であり、仮想通貨の帰属の移転は本旨弁済であり、民法402条、403条の適用も難しいのではないか」というものであります。

それから、本多さんのご質問は、「仮想通貨を移転させる債務は、価値を目的とする意味で金銭債務であるという説明をされていますが、このような金銭債務という用語の使い方は、従来の使い方とは異なるように思います」ということで、「従来の用語法では、例えば、金銭債務であることから、民法419条が適用されたり、民事執行法上、金銭の支払を目的する債権について強制執行となることが導かれるわけですが、仮想通貨を移転させる債務について、それが金銭債務であるからといって、これらが直ちに適用されることにはならないと思うが、そのような認識でよろしいでしょうか」というものであります。

私の報告の後半におきましては、仮想通貨が決済に用いられるものとして位置付けられていることに着目しまして、金銭債務の弁済に仮想通貨を用いる場合に、それが一体どのような法的なメカニズムで生ずるのかについて検討しましたが、そこでの金銭債務とは、特定の通貨単位の数額として表示された価値を目的とするという意味での価値債務としての金銭債務であります。そのような金銭債務を弁済するには、その目的である価値が特定の価値単位による金額として表示されていることを前提として、それをどのような通貨で弁済するかについては、様々な手段がありうるところです。これに対して、講学上、いわゆる「金種債務」と称される金銭債務があります。例えば、1万円札を10枚給付する債務を負う場合には、1万円札10枚分に相当する10万円の金額債務ではなく、1万円札という特定の通貨媒体を10枚給付するという金種債務であります。これも金銭債務と呼ぶことはできませんが、そうしますと、「金銭債務」といっても様々なタイプのものがあって、「金額債務」だけでなく、「金種債務」といわれるものもあるわけです。したがって、仮想通貨そのものを取得するために他の通貨と交換する債務とか、仮想通貨そのものの給付を目的とした債務というのは、これは報告の中でご説明した通常金銭債務というよりは、「金種債務」に相当するものでありまして、それは特定の通貨媒体を給付する義務を負っていて、特定の通貨媒体を給付することが本旨弁済になるわけでありますから、もちろん民法402条1項本文や403条の適用がないのは、そのとおりであります。報告の中でご説明したのは、そのような局面ではなく、一定の価値単位の金額として表示された金銭債務を、仮想通貨を用いて弁済するという局面であり、その場合における決済の法的なメカニズムをどのように捉えることができるのかについてでありますので、ご質問の内容と私の説明とが矛盾しているといえますか、齟齬を来しているということではないかと思えます。

次に、仮想通貨の位置付けとの関係で物概念について、一橋大学大学院修士課程の森勇斗さんからご質問をいただいたのですが、中身が読めませんので、ごく簡単にご説明をいただくことはできませんでしょうか。

森 仮想通貨の法的な位置付けの議論について、一応、財産権という概念についておっしゃっていたのですが、ただ、これは従来の物概念に接近させることはできないかという疑問を感じた次第であります。つまり、確かに貨幣として用いる場合ですと、報告の中でおっしゃっていたように、あえて物概念でありますと

か、そういったものに接近させる必要はないわけであり、必要性は薄いわけですが、ただ、ブロックチェーンは非常に応用性があるものでありまして、現状はあくまでも契約におけるスマートコントラクトに用いられている程度であります。そこに用いられる、いわゆる指向性付与によって、いわゆる仮想上の物件殊として観念しうるのではないかという理由からやはり物概念に服させるべきではないか。そして、その手法としては無体物概念も、いわゆる *res incorporales*, *res corporeales* という概念はインスティテュートの3分法により、客体的意味にすぎないという指摘がかつてあったと思うのですが、オーストリアにおいても、専ら有体物、無体物を規定しますが、後者の無体物は権利でありまして、旧民法における無体物、有体物についても、そういう理由であります。BGBB90条および我が国のそれを継受した民法85条は、権利という *res incorporales* への批判を踏まえたものであると解することができます。そうすると、権利ではない無体物についてはどうかとしたときには、ヴィントシャイトであるとか、ギールケというものはあくまでもいわゆる無体物ではなく——この無体物とは権利であって、それ以外のものについては、それは空想上のものであって、観念されるころではないという論調から出発していると思うのです。すると、もちろん従来の所有権概念が必ずしも当てはまるかという点で類型化は要するとは思いますが、ただ、やはり物としての概念から再出発することも可能なのかなと思ったのですが、そういった点について森田さんのご意見を伺いたいなと思ひまして、すみません、学生の浅学な質問で申し訳ありませんが、お聞かせください。

森田 ありがとうございます。ご質問の趣旨を正確に理解できているかわかりませんが、物概念については、現行の民法典は有体物に限るという前提を採っておりますので、そのような前提に立つ限りにおいては、仮想通貨の法的位置付けについて物概念を拡張していくという解釈論は成り立たないと思いますが、現行法の解釈ではなく、もう少し広く、立法論も含めて物概念それ自体を定義し直したときにはどうなるかという文脈でお答えすべき問題ではないかと思ひます。

物概念については、インスティトゥオーネン体系を採用するフランス民法などでは、所有権の客体としての物は、有体物だけではなく、無体物も含まれるとされており、日本法でも、旧民法はそのような立場を採っていたところであります。そこでいう無体物の1つは権利であって、権利が所有権の対象となるかという議論であります。そもそも権利を所有権の客体として位置付けるのが適切なのか

が問題となります。また、権利以外の無体物については、フランス法においても、それが直ちに民法典が規定する所有権の客体となるわけではなく、情報財のような無体物が所有権の客体とする場合には、知的所有権を定める特別な法律制度が必要であるとされております。したがって、仮に物概念に無体物を含まるといっても、仮想通貨が、従来の権利でありますとか、情報財といったものの延長上で捉えることができないものだとしますと、このような議論によって仮想通貨の法的位置付けが明確になるわけではないように思います。私の報告で述べた考え方によりますと、仮想通貨は決済手段として用いられることから、金銭債務の債務免責力という価値的な権能であるとして捉えられるということですので、権利とは異なるものといえます。もっとも、それが物概念に包摂できるかどうかについては、現行法の物概念そのものを立法論も含めて再構成するときには、異なる位置付けもありうるのかもしれませんが、そのような必要はあまりないのではないかと思います。

続きまして、「通貨」としての債務免責力に関して、法政大学の椽川泰史さんから、「仮想通貨の財産性の要素が債務免責力にあるとすると、資金決済法2条5号1項の定義における「財産的価値」たる要件としても、現に債務免責力が認められている仮想通貨であることを要すると理解されるのでしょうか」とのご質問をいただいております。また、これに関連するご質問といたしまして、マンパワーグループの西正稔さんから、第1に、「通貨には、貴金属で作られた金貨、銀貨のようにそのものが資産として価値を有するものもあれば、中央銀行、さらには政府の信用力を基礎としたそのものには資産性がないものもあります。分散型仮想通貨においては、前者のようにそのものに価値があると認識の上で今日の報告がなされているのか、そうではないのか。そうではない場合、後者のようにあくまでも有価証券や紙幣で利用される紙切れのようなものと認識しているのか、さらにそのような認識を前提に仮想通貨が紙幣等のように実用に耐えるものなのか。どちらでしょうか」、第2に、「これまでの民法および有価証券法の議論と関連して、金に交換できた兌換紙幣は有価証券に例えると貨物引換証、管理通貨制度のもとで発行される紙幣は無担保のコマーシャルペーパーに例えることができます。有価証券法においては、証券が化体している権利の移転時期と証券そのものの移転時期について、化体している権利内容さらには証券を有因と考えるのか無因と考えるのかで移転時期の議論が変わってくるように、紙幣についても両者

で移転時期に関する議論が変わってもおかしくないと思われま。仮想通貨についても、そのものの価値をベースに議論するのか、価値を単に表象している技術と捉えるのか、両者で結論が変わるのでしょうか」というご質問をいただいております。関連するご質問がほかにもあったかもしれませんが、これらのご質問についてお答えしたいと思います。

今日の報告の後半で論じたところですが、いずれのご質問も、仮想通貨は法的に「通貨」であるかといわれるときの「通貨」概念に関わるものだろうと思います。私の報告では、民法402条1項が定める金銭債務の弁済に用いることができるものという意味で、「通貨」という概念を使っています。この点について、片岡さんの最初のご質問にあった法貨というのは、いわゆる法定通用力——「強制通用力」ともいわれますが、当事者の合意で排除できるという意味では強制力はありませんので、理論的には「法定通用力」と呼んだほうが適切であると私は考えていますが——、法貨とは、法定通用力が認められる通貨を意味します。しかし、金銭債務の弁済に用いることができる通貨は、法貨に限られるものではなく、ここで問題になっている「通貨」は、社会において、それを受け取れば、金銭債務の本旨弁済としての効力が認められるものを広く含む概念であります。そして、そのようなものを「通貨」と呼ぶとすると、仮想通貨には限定された債務免責力しか認められず、不完全な通貨でしかないということを申し上げました。これと似たような議論としては、以前にこの金融法学会で電子マネーについて報告をした際にも、電子マネーという電子データそのものが「通貨」となることがありうるかという点について同様の議論をした記憶がございます。このように社会において承認されているといった社会学的な要素を入れて「通貨」概念を捉えるときには、どこかで明確な線引きができるわけではなく、人々が金銭としての価値があると思っているから金銭として通用するという、ややトートロジーカルなところがあります。そういう意味で、金銭ないし通貨という現象を捉えるときには、社会学的な要素がその承認の要件となってくる点は否めないところでありますが、その点の要件充足の判断が仮想通貨をめぐる私法上の法律関係についての解釈論とどのように関わってくるかであります。今日の報告では、仮想通貨の帰属および移転に関する規律については、仮想通貨が債務免責力という価値的権能をその本質的要素とするものであるという財産権の構造を有していると捉えることができることから、通貨としての規律が妥当すると考えることができると論じたと

ころです。そして、仮想通貨が今申し上げた意味での「通貨」に当たるかどうかについては、一定の限度では債務免責力が認められるものでありますから、それは全く通貨ではないともいえないが、完全な通貨であるともいえないのが現状であるけれども、だからといって、仮想通貨の財産権としての構造そのものが変わるものではなく、物権や債権になったりするわけではないので、その帰属および移転に関する規律については、価値的権能であるところの支払単位の帰属および移転に共通する規律が妥当すると考えるのが理論的にみても適切なのではないかと、いうことを申し上げました。ですので、やや曖昧に聞こえたかもしれませんが、通貨とはそもそもそういうものであって、これまでも法貨以外にも債務免責力が認められる通貨が存在することはあったわけです。報告で述べた預金通貨については、預金口座に係る預金債権については、債権法改正後の民法477条によって金銭債務の本旨弁済の効力が認められたことにより、それが債務免責力を有する「通貨」であることが法的にも承認されたと私は考えていますが、それまでは、「通貨」として機能してこなかったのかといえば、多くの場合、現金通貨はマイクロペイメントに用いられるものであって、それ以外の金銭債務の弁済については、世の中の多くは預金口座に対する払込みによってなされているわけでありますから、それは経済学のみならず、法律学の世界においても預金通貨として認めることが従来から可能であったと思います。それが実定法上の根拠が得たことによって、より確固たるものとなったのだらうと思います。

森下司会 もう予定の時間になったのですが、まだ8枚、9枚残っておりますので、予定を多少延ばさせていただきます、あと10分ほど。

森田 はい。私の要領が悪くてすみません。

西村あさひ法律事務所の芝草浩さんから、第1に、「秘密鍵の保有者に法的処分権限がなぜあるとお考えでしょうか」、第2に、「限定的な債務免責効は、どのような基準で認定されるのでしょうか」、第3に、「限定的な債務免責効がある場合とない場合とで具体的にどう異なるのでしょうか」とのご質問をいただいております。ご質問の2点目および3点目は、直前にお答えしたところに関わるものであろうかと思えます。

また、税務大学校研究科の鈴木浩幸さんから、「秘密鍵の漏洩やマルチングが用いられた場合、必ずしも1人の者が仮想通貨を占有していないように思われますが、この場合の帰属関係について、どのように解するべきでしょうか」というご

質問をいただいております。

前者は、仮想通貨は秘密鍵を保有する者に帰属する、あるいは法的処分権限が認められるという私の説明に対するご質問だろうと思います。秘密鍵の保有者になぜ法的処分権限があるのかについては、現金通貨において占有と所有が一致するという法理が理論的にどのように説明されるのかについて——それが果たして説得力があったかどうかは括弧に入れるとして——一応の説明を与えたところがあります。金銭債務の免責力という価値的権能は、全く個性のない観念的・抽象的存在であって、物としての「特定」は認められず、自分がその通貨媒体を占有していない通貨によって弁済することはできないという意味において、法的処分権限は、その通貨媒体を占有している者に存すると解することができます。このことは、既存の現金通貨および預金通貨について認められているものでありますが、それをもう少し一般化することができるのであれば、仮想通貨の場合には、通貨媒体の占有者に相当するのは秘密鍵の保持者に当たるということができます。そして、通貨の帰属および移転については「特定」の観念を入れることができないことから、AのBに対する金銭の支払というのは、Aの責任財産が一定額減って、Bの責任財産がその額のみだけ増えるという形で実現されるものと捉えることができ、いずれかの時点で金銭が特定して、その特定した金銭の所有権が観念的に移転するというのではなく、責任財産相互の増減によって実現されるものであるといえます。それが通貨は「特定」の観念を入れずに移転することの意味でありまして、ある者の責任財産を構成していることは、その者が法的な処分権限を有していることと結び付いているわけです。それが十分な説明になっているかどうかは皆さんの評価にゆだねたいと思いますが、私の説明はそういうものであります。

後者の秘密鍵が漏洩した場合にどうなるか、あるいは、マルチングが用いられた場合の帰属関係についてのご質問ですが、この2つは異なる問題だと思います。マルチングとは、複数の者が秘密鍵を保有していて、それらがともに揃わないと送金記録等を行うことができないものを意味するとしますと、その複数の者の間の実体関係がどのようなものであるかによって、法的処分権限がどちらに帰属するかも変わってくると思います。ある種の共有のような状態で、複数の者が共同でしか処分できないものなのか、あるいは、一方が法的処分権限を有しているけれども、他方がその処分について一定のチェックをする役割を担っているのかな

ど、そこは様々なバリエーションがありえます。したがって、マルチングが法的にみて一体どのような実体関係を前提として用いられているのかを踏まえた上で検討すべき応用問題のようなものではないかと考えております。他方、秘密鍵が漏洩した場合については、秘密鍵を保有する者に仮想通貨は帰属するという法理がそのまま妥当することになるかと思えます。

次に、今ご説明しました仮想通貨の移転については、東京国際大学の本多正樹さんからご質問をいただいております。第1に、「仮想通貨の移転を消滅と発生（同一性を維持しない移転）と捉えて、占有と所有が一致する」という私の説明に対して、「仮想通貨のうち、ビットコインでは、特定性が維持される形でブロックチェーンに記録される」ことから、「このような仕組みの場合、預金の移転についての説明が直接には妥当しないのではないか」、第2に、「仮想通貨は、イーサリアムのように残高だけで記録されるものを含め、発行者は存在せず、「償還」による消滅はありえない」とすると、「預金における同一性を保持しない移転との説明は、ここでも直接には妥当しないのではないか」というご質問であります。

まず、ご質問の第2点目については、預金通貨の場合には、特定の者に対する預金債権が通貨媒体であるのに対し、仮想通貨は特定の者に対する権利ではないという点で相違があることはもちろん踏まえた上で、しかし、数額としてどれだけの仮想通貨が帰属しているかについては、特定のアドレスに取引記録として集積された送金と入金との差引計算によって定まるところの現在の残高といえますか、全体の数額によって表現されると考えますと、預金口座においても入金と出金の差引計算によって示される1個の残高債権が存するとされるのとその存在形式において共通性が見出されると申し上げたつもりであります。

また、第1点目の仮想通貨の特定性の点については、例えば、預金通貨の場合にも、残高が存しない預金口座に10万円が振り込まれて、そこから他の者に対して5万円の振込が行われた場合には、最初の10万円の振込金と特定性がある形で5万円の振込がなされたことと捉えることも可能ですが、そういうふうには観念しないことも可能です。これが、預金残高として10万円があったところから5万円が引き出されて、その後再び10万円が入金されて、そこから5万円の振込がなされた場合には、どれとどれとの間で特定性があるとはどの立場に立ってもいえないこととなりますが、そもそも預金残高が10万円あるときにそこから5万円が引き出された段階までは、特定性が維持されていたと表現するかどうかは、これは事

実の問題というよりは、法的な評価の問題であるといえます。預金通貨についても、入金または出金の記帳がなされるごとに法的原因が更新されると捉える私の立場からみますと、ビットコインについても同様の捉え方ができるのではないかとということであり、仮想通貨として帰属している数額を差引計算というバランスとして観念するという法的な評価として申し上げたつもりであります。

それから、みずほ銀行の植木雅広さんから、「仮想通貨は、消費貸借や担保の対象物となりえますか」というご質問をいただいておりますが、仮想通貨は財産権でありますので、いずれの客体にもなりうるということです。財産権であることは法的な処分が可能であることを意味しますので、消費貸借や担保の対象になりますし、責任財産として強制執行の対象ともなりうるわけであります。ただ、実際にそれをどのようにして実行するかについては、ブロックチェーンという技術的な制約によって、いろいろと検討しなくてはいけないことがあります。先ほどの秘密鍵の保有とも関係しますが、例えば、財産権であれば相続の対象となるわけですが、被相続人が保持していた秘密鍵を相続人がわからないときに、これをどう説明するか。仮想通貨は相続するけれども、秘密鍵がわからないのでアクセスすることができないだけであるとすると、仮想通貨を相続によって取得したとして相続税がかかってくることになりそうです。しかし、誰もアクセスできない仮想通貨はそもそも相続によって取得した財産と評価することはできないのではないかと考えることもできます。このように考えますと、仮想通貨を取得するには、秘密鍵を取得する必要があるということになります。そうしますと、秘密鍵を誰がどういう形で保有しているかとか、第三者が秘密鍵を保有管理している場合には、仮想通貨を取得するためには、その者に対して秘密鍵の開示を求めることができるか、その法的なエンフォースメントが可能なのかというそれぞれ難しい問題が生じてきます。それらの問題を次のフェーズで1つずつ詰めていく必要がありますが、場合によっては立法的な措置を検討すべき問題もありますし、そもそも立法によっても解決が難しい問題も含まれているかと思えます。

今の点とも関連しますが、イオン銀行の富田雄一さんから、「仮想通貨の差押えについて、どのような方法によるべきことになるのか」とのご質問をいただいておりますが、この点は今申し上げた問題点に関わります。仮想通貨に対する強制執行の方法については、既に一定の検討がなされているところではありますが、実際上、それをどのように実現しうるのか。例えば、譲渡命令や売却命令による

といっても、どのようにして仮想通貨の移転を強制することができるのかというと、それにはいろいろなネックがあるので、事実上の限界があるところであります。これは、特定の管理主体が存在しないブロックチェーンという分散型台帳技術を用いた様々な取引に共通に生ずる問題だろうと思います。

また別の点ですが、匿名の方から、仮想通貨と認められる時期についてご質問をいただいております。「いわゆる仮想通貨として称して一般に流通しないものを発行する際に、事後的に著名な仮想通貨との交換ができると説明する例がみられる。このようなものは仮想通貨といえるか。仮想通貨といえないとした場合、将来の著名な仮想通貨との交換を約して金銭を預かったのと変わらないため、交換業には該当すると評価すべきか」というものであります。

このご質問に挙げられている事例を私は必ずしもよく存じ上げないので、十分なお答えをすることはできませんが、今日の午後には、イニシャル・コイン・オフリング(ICO)について報告が予定されております。今日の午前中の私の報告では、仮想通貨は、資金決済法上の定義として、決済手段として用いることができるものと位置付けられている点に着目して、その私法上の性質について検討したわけではありますが、実際の仮想通貨は決済手段として用いられるだけでなく、投機の対象となっている面もあります。さらに、仮想通貨というだけではなく、それにいろいろな権利をプラスして載せた場合に、全体としてそれが法的にどのように捉えられるのかという問題は、午後の報告で、ICOにおけるトークンについて論じられるような問題だろうと思います。今日の午前中の報告では、仮想通貨は決済に用いることができるものであるという点はその定義上動かないので、そこに着目して、どういう議論を展開することができかという観点から論じたわけではありますが、それ以外の様々な機能を載せていくと、ある側面では仮想通貨としてその法的規律を及ぼすべき側面があるけれども、それ以外の機能を併せて担っているときには、それを全体としてどのように法的な評価をすべきなのかという難しい問いがあるかと思えます。

規制の観点からは、機能ごとにレギュレーションを考えていくとしても、複数のレギュレーションを重複して適用することが果たして可能なかどうかも含めて問題になりますし、私法上の性質決定についても、それに対する規制の在り方によって変わってくるのかどうか問題になります。1つの思考実験として、紙幣にクーポンが付いていて、それを提示するとお店で割引してもらえるという

紙幣があったときに、これは単なる紙幣なのか、クーポン付きの紙幣なのか。後者の場合には、その価格が普通の紙幣と変わるのか、変わらないのか。それは紙幣であることには変わりないので、法貨ではあるけれども、クーポン付きの法貨だということなのか。それを法貨として取得するのではなくて、クーポン目当てで取得する人が多くなると、それは特定の加盟店で割引を受ける権利を表象した有価証券として構成すべきなのか。法貨でありながら同時に有価証券であるということが可能なかどうか。そういった議論を展開することができますが、その先がどうなるかについては、私自身も答えは出ていません。これはむしろ午後の報告者の方に対して、その種の質問はしていただければと思います。

最後になりますが、西南学院大学の原謙一さんからも、ご質問をいただいております。読み上げますと、「仮想通貨は、暗号技術、ピアツーピアというネットワーク技術およびブロックチェーンという記録技術の複合からなる財貨だとしても、それが支払に利用できることは間違いないと感じます。しかし、例えば、ビットコインでは、コイン上に80バイトほどの情報を載せることができ、ブロックチェーン上に情報を記録するために送信することができ——つまり、支払以外の意図で利用可能であり、また、トークンと呼ばれるネット上での権利証明のための存在は、仮想通貨と同じ3つの技術で構成されているようですので、仮想通貨とトークンとは主として支払か、権利証明かという目的の違いしかなく、その存在自体は同一であるように感じます。そうだとしますと、仮想通貨は支払以外にも権利を証する有価証券的側面があり、金銭との比較のみによって、その法的性質を決定付けることができるでしょうか」というものです。

この問題については、今ご説明したとおりであります。そのような応用問題が生じてくるわけではありますが、今日の私の報告は、非常に限られた範囲での検討を行ったものであって、仮想通貨の中でも、パブリック型ブロックチェーンのように特定の発行主体の存在しない形の「分散型仮想通貨」を対象としたものであって、特定の発行主体の存在を前提としたいいわゆるデジタル通貨にはその射程が及んでいませんし、また、決済手段以外の他の機能を載せた場合に全体としてどのように法的な性質決定がなされるかという問題までは論じておりません。これらは、いわば今日の報告の先にある応用問題として、さらに詰めていくべき問題ではないかと私は考えております。

以上、非常に駆け足でお答えすることになり、申し訳ありません。いただいた

ご質問に対しても、いまだ十分にはお答えしていない部分もあったとは思いますが、一応、私からのご質問に対するご回答とさせていただきたいと思います。いろいろと質問をいただきまして、どうもありがとうございました。

森下司会 どうもありがとうございました。3人の先生方、そして多くご質問をいただいた皆様、大変ありがとうございました。司会の不手際で延びてしまって、申し訳ございませんでした。おかげさまで、大変充実したセッションになったと思います。

これで午前中のシンポジウムを終了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。

《シンポジウムⅡ》

フィンテックと金融商品取引法

報告 1	(角田美穂子)	67
報告 2	(芳賀 良)	79
報告 3	(河村 賢治)	89
報告 4	(加藤 貴仁)	99
質疑応答		108

司会 黒 沼 悦 郎 (早稲田大学教授)
 報告 角 田 美穂子 (一橋大学教授)
 芳 賀 良 (横浜国立大学教授)
 河 村 賢 治 (立教大学教授)
 加 藤 貴 仁 (東京大学教授)

発言者 (発言順)

西正稔(マンパワーグループ)／畠山久志(中部学院大学)／
 松尾健一(大阪大学)／高松志直(弁護士)／首藤優(帝京
 大学)／山中真人(弁護士)／小出篤(学習院大学)／椽川泰
 史(法政大学)／瀬川信久(北海道大学)／松元暢子(学習院
 大学)／宇波洋一(弁護士)／森勇斗(一橋大学大学院修士課
 程)／坂東洋行(名古屋学院大学)

はじめに

黒沼司会 シンポジウムIIは「フィンテックと金融商品取引法」と題し、フィンテックによって投資の分野で既に生じている問題やこれから生じるであろう問題に法的な検討を加えます。私は司会の早稲田大学の黒沼です。

本シンポジウムでは、まず、一橋大学の角田美穂子さんに、ロボアドバイザーと金融業者の法的義務についてご報告願います。続いて、横浜国立大学の芳賀良さんに、HFT（High Frequency Trading,：高頻度取引）に対する相場操縦規制の適用を論じていただきます。第3に、立教大学の河村賢治さんに、ICO(Initial Coin Offering)の規制に関するご報告をいただきます。最後に、東京大学の加藤貴仁さんに、ブロックチェーンを金融商品の決済システムに適用する場合の法的問題に検討を加えていただきます。

各報告の後10分間の休憩時間を取り、その間に質問票にてご質問を受け付けます。その後、質疑応答に入りたいと考えています。

それでは、角田さん、よろしく願いいたします。

報告 1

ロボアドバイザーと金融業者の法的義務

一橋大学教授 角田 美穂子

ご紹介にあずかりました、一橋大学の角田です。それでは、早速ながら、お手元の大会資料のレジュメに沿って報告をさせていただきます。

1 はじめに

(1) ロボアドバイザーといわれるオンライン・サービスは、21世紀初頭にアメリカで誕生してわずか十数年の間に、世界各国において、新たな個人資産運用サービスとして確固たる地位を確立しつつあり、その市場規模は今後も拡大が見込まれております。ところで、この「ロボアドバイザー」とは何かですが、パソコンやスマートフォン上で年齢、職業、投資目的や投資経験などいくつかの質問項目への回答を入力すると、回答者に適したポートフォリオや分散投資を実現する金融商品を提示するオンラインの投資助言サービス（以下、本報告では「アドバイス型」といいます）、あるいは投資判断を一任して自動処理する資産運用システムを指します（以下では「一任型」といいます）。「ロボット」という言葉を避けるためか、Digital Advice Platform, Automated Investment Advisers という言葉が用いられる例も見受けられますが、確かに、アドバイスが人を介さず Digital Platform により提供される「非対面」かつ「自動化」という、このサービスの本質が端的に表現されているといえましょう。

さて、このロボアドバイザーの提供するサービスですが、革新的であったのは、現代ポートフォリオ理論に基づく「長期・積立・分散」の資産運用サービスを、アルゴリズムをベースに「自動化」した点だとされております。実装された金融理論や金融工学のモデルの研究は従来から行われてきていたものではありませんが、データの収集・蓄積・分析に手間がかかったためにサービスの利用は機関投資家、個人投資家といってもプライベートバンクの顧客となれる一部の富裕層に限られておりました。自動化によってサービスの敷居が下がり、門戸が広がったということです。

(2) 我が国においてもロボアドバイザーはフィンテックの一角を担う革新的なサービスとして認知され、その市場規模も拡大しつつあります。しかし、そこで

提供されているサービス内容や、サービス提供を規律する法規範にはなお不透明なところが多いように思われます。本報告では、このような現状認識をもとに、フィンテックがもたらす法的課題への民事法の視点からのアプローチとして、この新たなサービスを提供している金融業者の法的義務について検討を加えてみたいと思います。

その問題意識は、次のとおりです。これまで対リテール顧客の金融業者の法的義務の議論は、対面取引での販売・勧誘段階での説明義務・適合性原則に集中していたことはご案内のとおりです。これが、サービス提供に人が介在しない非対面取引になった、いい換えますと、サービスの担い手が人から機械に代替され、あるいは、人×機械のハイブリッド・サービスになったとき、これらの法理はどのような形で展開されることになるのでしょうか。一般論として、この領域の金融規制は金融業者が行っている「業務」に着目して組み立てられており、民事ルールもその影響を受けざるをえないと考えられることから、検討にあたってまず問われるべきは、自動化されて機械が提供することとなった「業務」の把握や規律のスタンスの基本方針をどう考えるかではないかと思われます。

さらには、ロボアドバイザーが台頭した投資アドバイスをめぐる法的規律の在り方は、金融危機を経てなされたリテール投資家保護法制の抜本的改革の重要論点であったことは記憶に新しいところです。いずれも文脈においても、議論はまだまだ十分に熟しているとはいえないと思われ、本報告も様々な文脈で起きている変化をどのように解釈し、検討を加えていくべきかについて、簡単な論点整理と若干の問題提起を試みるにとどまることを、あらかじめお断りさせていただきます。

2 法的規制の契機

ここで、まず、ロボアドバイザーの隆盛を支えている要素と、その裏にある法的介入の契機となりうる事情を整理しておきたいと思います。ロボアドバイザーが市場の裾野拡大を牽引していることは、新たな投資家層の出現と自動化された取引の増大をもたらすことになりませんが、そこにどのようなリスクがあるかを考えます。

(1) 新たな市場の創出

我が国のロボアドバイザー利用者は、20代から40代の働く世代で投資経験のほとんどない中低所得者層が中心で、その投資スタイルも、忙しく働く世代が隙間

時間にスマートフォンで始めるというもののようです。見逃せないのは、この市場は新たに創出されたものであるという点です。すなわち、①そこで取り扱われている商品は、主として、ETFやインデックスファンドなどの投資信託がメインのようですが、投資信託販売の一角を担う銀行窓口での対面取引は、退職世代を主なターゲットとしていることから、両者は競合関係にはありません。さらには、②非対面取引という面からみても、ネット証券取引は、投機的取引についての単純なサービスを価格競争で提供することに注力している点で、様相を大きく異にしています。

ところで、インターネット取引に関して業者の適合性原則違反や説明義務違反を争った民事裁判例では、顧客はほぼ例外なく敗訴しておりますが、そのほとんどは投資家というよりは投機家に近い顧客が損失を被った事案であって、前提が大きく異なれば、結論も変わってくる可能性もある、との注目すべき指摘もあったところです。

(2) 新たなリテール投資家層の出現

次に、この新たな市場に参入している投資家層に目を向けますと、そこには、一定の像が浮かび上がります。ITリテラシーの比較的高い働く世代の中低所得者層で、高齢社会到来を控え、人口構造の変化ゆえに、年金制度を支えながら自身が老後に受け取る年金額の詳細を把握していないまま不安を抱え、自助努力による投資・資産運用を強いられる「消費者」というべき存在です。あるいは、政策として個人資産を「貯蓄から投資へ」振り向けることが期待されてきた層といい換えることもできましょう。このような「家計からの投資家」は、近時の改革では、従来の制度が前提としてきた平均的投資家の枠をはみ出す、より保護の必要性の高い「金融消費者」として扱い、ここにも消費者法の規制論理を及ぼすことが認められるようになってきたところです。

ここで、ロボアドバイザー利用にこのような人達が参加する場合の特徴を「一任型」のロボアドバイザーで考えてみたいと思います。まず、このサービス利用によって、投資に習熟しておらず、投資戦略を学ぶ余裕もないという「人の限界」を、「投資判断」を「機械」に一任することで克服しようとしているとみる事ができるでしょう。理論的裏付けのある投資判断が「自動的」「機械的」に実現することで経験の浅い者が犯しがちな失敗を回避し、「リバランス」機能では理想的ポートフォリオとのズレも自動的に修正、近時は、おつり投資・ポイント投資と

いうサービスも始まって「積立」の追加投資の判断までもが「自動化」されています。そこにいるサービス利用者は、確かにリテール投資家ではありますが、従来の投資家保護法制で照準が合わされてきた、説明を受ければ批判的な目で検討して自律的判断を下すことを期待できる平均的投資家像からはほど遠いものがあります。自動化された機械の合理的・効率的判断への依存度が高まっているからです。考えてみれば、投資一任契約は（準）委任契約であり、ロボアドバイザーを提供している金融業者はまさにフィデューシャリーというにふさわしい存在です。

ところで、ロボアドバイザーが提供する「投資アドバイス」をめぐる法規制の在り方は、最近の法制度改革の焦点となっていたこともまた重要です。報告者はレジュメに挙げた改革を参照したにすぎませんが、取り組まれている課題は共通しているように思われます。それは、従来の情報提供を基本とするプロセス重視の投資家保護法制からの転換であり、情報提供の量（情報過多）と質（利益相反）ともに問題を抱えていることが露呈したことを受けてなされた改革であったということです。簡にして要を得た情報提供のフォーマットが示され、比較可能性を担保する等の透明性の向上、利益相反禁止の徹底と利益相反リスクの開示に関する規制が強化されたり、フィデューシャリー・デューティや適合性原則の強化が論じられているのも、この文脈で理解することができます。

こうした改革はコンプライアンス・コスト上昇を招き、ひいては人による投資アドバイスの敷居を高める方向に作用するため、従来から運用する資産も有さず、人による投資アドバイスを享受できないまま老後準備資産が不十分で退職後に社会保障制度に依存せざるをえない者が続出する「アドバイス難民」問題も指摘されていたところです。ロボアドバイザーは、金融業者の顧客管理を機械化・自動化することでコンプライアンス・コスト上昇を抑えつつ、こういった低コストで良質の投資アドバイスに対する社会的ニーズに応える可能性も秘めているとの指摘もまた、みられるところです。

3 ロボアドバイザーをめぐる金融規制の論点

世界各国でロボアドバイザーの存在感が増すなかで、現時点で規制の在り方を議論するには機が熟しているとはいえない難いと考えますが、その規制の在り方をめぐる議論や参照した規制ガイドラインを手掛かりに、ロボアドバイザーが投げかけている課題と、その対応策を概観してみたいと思います。

(1) 基本原則

まず、基本原則ですけれども、報告者の管見の限りでは、すくなくとも現時点では、ロボアドバイザーにも、サービスの同一性が認められるのであれば、「原則として人がサービスを提供している場合と同一のルールに服すべき」との考え方(Same Rule Principle)が世界的潮流と目されます。つまり、機械の法も、人の法の適用を出発点としつつ、ここに問題点が認識されれば適宜、対応するというものです。

そういたしますと、論点は3つということになります。人の法で主要論点であった、情報提供と適合性原則が各々どう展開されるか、そして、機械固有の配慮が必要かの3つです。

(2) 情報提供は十分な

ロボアドバイザーのサービスでは、業務の「自動化」によって人が孕む限界の克服やリスクの解消が目指されているといえます。

例えば、顧客の投資判断を機械が行う一任型では、投資経験の浅い顧客が不合理な投資判断をするリスクが解消されるでしょう。同様のことは、利益相反リスクについても妥当するでしょう。担当者が販売手数料や販売レポートに動機付けられて投資推奨をする利益相反リスクは機械化で解消するからです。もっとも、それは担当者・顧客間の利益相反リスクには妥当するとしても、提供者・利用者間の利益相反リスクは、自動化によっても解消されず、逆に、意図的に提供者の利益を最大化するようなアルゴリズムが作成された場合、利益相反リスクが固定化し、量産されることで却って拡幅する可能性も指摘されています。

「自動化」は機械が担うために「フレーム問題」を免れることもできません。いかに高度なアルゴリズムであっても、プログラム作成にあたって様々な仮定条件が設定されたり、現実が捨象されざるをえないというものです。こういった限界もあることから、その旨を説明しておくべきであるし、機械の振る舞いを監視しておく必要性も指摘されています。

これら「自動化」、あるいは機械の特性、限界、リスクといった情報は、自動化サービスの利用者に提供される必要がある、とされており。具体的には、顧客の口座管理にアルゴリズムが用いられていることとその裏にあるリスク、アルゴリズムの機能の説明や前提条件・限界、アルゴリズムの開発・管理等に第三者の関与の有無(および利益相反リスク)、顧客口座の管理・監視への人間の関与の

程度などです。これらは、投資が孕むリスク（元本を欠損するという）を対象とする説明義務とは異質の、「自動化」サービス仕様書として必要とされる情報提供ということができるでしょう。

(3) 汝の顧客を知っている……か？

報告者のみた限りでは、ロボアドバイザー・サービスについて「機械反応にすぎず、おおよそ業者の行為なるものを観念できない」といった議論は見受けられませんでした。また、ここでは大幅なコストの引き下げが実現しているわけですが、かつて、ディスカウント・ブローカーが登場した折にみられた顧客の保護レベルの引き下げ論（義務の限定）はここでは否定されており、「Same Rule Principle」が採られており、問題関心は、「いかにして対面取引において実施されてきた適合性審査などの営みを、非対面の、機械と顧客とのオンライン上のやりとりの中で適切に実現させるか」に集中しているのです。顧客の属性やニーズの的確な把握は、ロボアドバイザーのサービスの「質」に直結するでしょうし、規制もそれを担保すべきと考えられているためと思われます。

最大の課題は、非対面であるために業者が取得する顧客情報が限定されていることへの対応です。対面から非対面になることで、顧客情報の作成（入力）主体が営業員から顧客に変更される点も見逃せません。しかし、顧客の側で虚偽の回答を入力しておきながら、損失を被った場合にその保護を求めることは禁反言ないし信義則違反というべきでありましょう。1つの考え方として、欧州の例ですが、業者には、利用者のする「入力」が「出力」されるポートフォリオにダイレクトに影響を及ぼす旨を、回答に先立って告知するといった合理的で適切な措置を講ずることによって顧客の回答の信頼性と一貫性の確保に努める責務があり、顧客にも、必要かつ真実の情報を十分に提供することを期待するといった原則が示されており、その上で、質問項目では、顧客に提供するサービスが顧客のニーズに適っていると結論付けるのに十分な情報を引き出せるよう、ポップアップやツールチップを用いた補足説明をすることで、利用者が的確に回答できるよう創意工夫が求められるといった指摘もなされています。

加えて、利用者から矛盾を来すような回答が「入力」された場合のサポート、ロボアドバイザーの「出力」結果に対し顧客に変更を加える機会を与える場合に、顧客によって却って不合理な判断がなされることを回避するため、「機械」に出力結果に対する説明責任を課す、といった措置も検討されています。

(4) システムの機能充足を担保する態勢整備

ロボアドバイザーは、入力されたデータを機械処理して投資アドバイスを出力するシステムを提供している者として、システムの設置管理の全体について注意義務を負い、その機能充足を担保する人的・物的態勢を整備する義務を負うと考えられています。

その対象は多岐にわたっており、1つが、アルゴリズムの開発・試験・過去データによる検証、アルゴリズム導入後のモニタリング（これには、バグによるアドバイス過誤のほか、似通ったアドバイスが市場を席捲してしまうことによるリスクの監視の必要性も含まれます）、アルゴリズムのソフトウェアの開発等を第三者に委託する場合の委託先の監督、情報セキュリティといった「機械」の設置管理関連の義務です。このほか、適合性審査に影響を及ぼす可能性のある属性などの顧客管理、なされた取引に関して顧客に直接・間接に発生するコストに関する透明性の確保なども加わります。そして、これらに対応するコンプライアンス業務もまた、自動化・機械化されていることは、先に指摘したとおりです。

4 ロボアドバイザーの「業務」をめぐる法規範

ロボアドバイザーの業務に適用されるべき法規範は、冒頭で述べましたとおり、必ずしも明らかではなく、このことは我が国にも当てはまると思われませんが、次に、いわば議論のたたき台として、報告者の試論を示してみたいと思います。

(1) 適合性原則の適用可能性

第1に、そもそもロボアドバイザー・サービスに、適合性原則の適用が及ぶのでしょうか。この適合性原則を金融商品取引法は「勧誘」に係るルールとして規定していることから(同法40条1号)、ロボアドバイザー利用関係に適合性原則の対象である「勧誘」を見出すことができるかが問題となります。

一般論として、「勧誘」は、金融商品・サービスについての契約締結（「販売」）に向けた社会的接触に入った段階での誘引、いい換えれば、具体的な商品等について一対一の関係に入ってその意思形成に影響を及ぼすことをいい、不特定多数を対象とする一般的情報提供である「広告」と区別されております。インターネット上の表示は不特定多数が対象で、顧客側からサイトを訪れるというアクションを起こさない限りコミュニケーションは開始しません（コミュニケーションのイニシアティブは顧客側にある）。これらの点を捉えて、インターネット取引ではおおよそ「勧誘」を観念できないとの主張も見受けられますが、この見解に

は賛成することはできません。

まず、「勧誘」の有無は個別事例ごとに実態に即し、実質的かつ慎重に判断されるべきものですので、ロボアドバイザー利用の実態が慎重に観察されるべきことはいうまでもありません。しかし、その際には、ロボアドバイザーは、これまでの「非対面」取引とは異質の、新たな市場を創出していることを踏まえる必要があると考えます。そして、この市場に参入している投資家像、提供されているサービスの内容、社会経済的に期待されている役割と機能からみても、これは肯定できると考えます。

(2) アドバイスの「投資助言業務」該当性

次に、我が国の金融商品取引法は、ロボアドバイザーの提供するサービスを規律する法規範を適切な形で定立しているのかを考えてみたいと思います。

モデルケースとして、①ネット上の質問票への回答に対して回答者に適したポートフォリオが提示され、②それに基づいて提案されたインデックスファンド等を購入。③その後、定期的に運用状況が報告され、あるべきポートフォリオと現状との間にズレが生じたことを認識し、ワンクリックで解約、提案されていた見直しプランに沿ったファンドを購入した場合を考えてみます。あらかじめ結論を申し上げますと、ここに「投資助言業務」に関する規定が適用される可能性はほとんどないと思われます。ここで、確認しておきますと、「投資助言業務」とは、投資顧問契約を締結して行い、有価証券の価値、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断に関する助言をいいます。

ところで、前提事実になりますが、まず、市場の実態として、モデルケースのようなアドバイス型のロボアドバイザーは、第1種金融商品取引業者や登録金融機関が提供している例が多く、逆に、アドバイス型に特化した独立系業者を見出すことができませんでした。そして、①出力されたポートフォリオそれ自体は特定の銘柄の価値に関する記載を含むものではなく、また、無料の診断ツールとして提供されていることから「投資助言業務」には該当せず、②ブローカー業務の「付随業務」として提供されているにすぎないこととなります（金融商品取引法35条1項8号参照）。次の②インデックスファンドの購入に至る過程は、先に検討したとおり「非対面」ではありますが「勧誘」と捉えるので、ここには適合性原則が適用されます（同法40条1号）。

次に、③購入後の「リバランス」については複数の理解がありうると思われま

す。1つが、「リバランス提案までは無料」だとして①同様に「付随業務」と、見直しプランに沿った解約と新規の購入は②同様に通常のブローカー業務と位置付ける理解です。しかし、前半部分は、長期にわたって継続する取引についての契約締結後の適合性原則に基づく顧客管理の一環という理解も可能と考えられ、その法的根拠は、適合性原則と誠実公正義務（金融商品取引法40条1号、36条）に求めることができるとも考えられます。

さて、以上の理解が正しいといたしますと、顧客にとってロボアドバイザー利用の真骨頂と目される①③のほとんどは、法制度上は、②取引に付随して提供される無償のサービスとして位置付けられていることになります。業務の機械化により金融業者に求められる対応が少なくないことは先にみたとおりですが、ここに、かねてから指摘されてきた「法制度と実態（顧客の信頼）との乖離」をみる思いがするのは報告者だけではないのではないのでしょうか。規制改革を経た欧州では、執行と助言の報酬のアンバンドルが要請されて、「無償」の「付随業務」は認められないとされていることは、我が国にとっても参照に値すると考えます。

また、モデルケースでは、③後半部分のファンドの解約と新規購入の投資判断は利用者が行っておりますが、例えば、その手続きが煩雑だとして2回目以降の取引を自動化すれば、その部分は「投資一任業務」に当たることになると思われます。そして、アドバイス型のロボアドバイザーを提供している業者も、「ユーザー中心設計」の観点から一任型に近付けたサービスを提供しているのが「実態」のようでもあります。

そういたしますと、我が国においてフィデューシャリー・デューティの果たすべき役割は誠に大きいものがあると考えます。問題は2つあり、第1に、スタートアップが「アドバイス型」のロボアドバイザー業務を営むために服すべき金融商品取引法の規制と、既存の金融業者がロボアドバイザー市場に参入したときに服している金融商品取引法の規制内容とがSame Ruleになっておらず、前者であれば業法上、善管注意義務・忠実義務を負うのは明らかなのに対して、後者では不明瞭ではないかという問題、そして第2に、損失を被ったと主張する顧客に対して業者は業法上の義務が限定的であることを援用することは許されるのかという問題です。

5 「業務」の機械化への法的アプローチ

(1) まとめ

以上、きわめて雑駁な検討ではありますが、ロボアドバイザーという非対面の自動化されたサービスが現れたことで、金融業者の法的義務に変化は起きるのかをみて参りました。

その結果、結論を導くに当たっては、市場・人・サービスという「実態」を踏まえることの重要性が改めて確認されました。そして、現時点では、投資助言・資産運用をめぐる社会経済的ニーズ、この市場に参入している依存度の高い「消費者に近い投資家」、提供されているサービスにかんがみて、適用されるルールに変更はないことを原則とすべきとの考え方（Same Rule Principle）が世界的潮流であることを示しました。そして、「貯蓄から投資へ」や年金問題対応から垣間みえる「実態」は、新たなリテール投資家保護の在り方の理念が強く当てはまることもまた、確認されたところです。

このことを踏まえ、金融業者の法的義務の内容を検討するにあたっては、Same Rule Principle と、フィデューシャリー・デューティを基本指針に据えて具体化していくべきと考えます。ですので、海外で議論されておりますように、「ロボットは」フィデューシャリーたりえるのか」を問うのではなく、「業者は「ロボットで」フィデューシャリー・デューティを果たせるのか」を問うべきだということになります。

その具体的内容は、自らが顧客の最善の利益に適う業務運営を行うとともに、機械処理を業務に取り入れたシステムを提供する者として、システムの適切な機能と関係者のモニタリングを含む、システムの設置管理上の注意を尽くしていくべきことを含むものとして理解されます。

そして実は、このような理解は、民事ルールにおいても採用されているところでもあります。預貯金が盗難通帳を用いて機械払いされた事案に関する最三小判平15.4.8（民集57巻4号337頁）は、機械払い事案もまた窓口での印鑑照合を経た預金の払戻しと同じ民法478条の解釈適用によるという Same Rule Principle を採りながら、金融機関の過失にシステム過失の考え方を導入しているからです。

(2) 若干の問題提起

最後に、レジュメに記載した具体例について、簡単なコメントをして会員の皆様のご意見・お考えを仰がせていただければと存じます。

- a. 一任型のロボアドバイザーで、アルゴリズムないしAIが著しく不合理な「投資判断」をしたことで、顧客に損失が生じた場合の問題を考えてみたいと思います。

ここでは、投資運用業者の善管注意義務違反が問題になると考えられますが、こういった問題について参照すべき先例としてレジュメに記載した2件の裁判例があり、そしてそこで採られている善管注意義務違反の判断方法が異なっていることが指摘されております。

1つは、東京地判平9.12.17(判タ982号181頁)が採った投資戦略全体の投資判断に着目するものと、大阪地判平16.8.26(判タ1181号254頁)のように個別の投資判断に着目して判断するものです。本年9月に出了た日銀金融研究所の報告書(日本銀行金融研究所「投資判断におけるアルゴリズム・AIの利用と法的責任」(2018年9月)17頁)では、ロボアドバイザーのケースには前者の判断方法が推奨されております。注目すべきは次の点でありまして、その根拠として母法であるアメリカ法の考え方に馴染む点と並んでアルゴリズム・AIの特性が指摘されていることです。レジュメで引用したとおり、「アルゴリズム・AIは、確率的手法により人間が覚知できない事実の間の相関関係に基づく投資判断を行い、ポートフォリオ全体として人間以上の利益をあげる可能性」が考慮されているのです。

これは、機械が行う判断の「ブラックボックス問題」として知られている問題ですが、こういった機械の特性を考慮して、一方の選択肢を採用することが推奨されていると考えられます。そうだといたしますと、理論的には——これはあるAI研究者が目指していると話していた方向性ですが——AIが「ブラックボックスからホワイトボックスへ」革新的に進化を遂げた暁には、もう一方の選択肢が俎上に上る可能性も排除されないともいえるのではないかと思います。

- b. 免責条項 Disclaimer 条項の法的効力

最後に、免責条項の問題について一言申し上げます。多くのロボアドバイザーがアドバイスは一般的な投資推奨であって、顧客のために個別化されたアドバイスではないとの免責文言を加えることによって、規制の対象となるアドバイスとして扱われないようにしようとする傾向が看取されると指摘されております。報告者としては、これは Same Rule Principle の問題として考えます。つまり、サービスが金融業者の「業務」として提供されており、その業務を律する規範が強行法規か否かがまず問われるべきでありましょう。

とはいえ、フィンテックサービスに頻発する問題として、サービス内容が不透明で、いずれの「業務」に該当するのかを確定することが難しいことも否定し難いところです。そうだとすれば、これら免責文言は、サービスが服する法規範の不透明性に伴う不利益を金融業者から顧客側に転嫁するものとして、顧客にとって一方的に不利な条項になっていると捉えることができると考えます。諸外国に目を向けると、金融規制のガイドラインなどにおいて、こういった免責文言の効力を否定する例もみられます。我が国においても、金融規制もさることながら、民事上の課題として、適切な契約条項の解釈論の展開もまた待たれているのではないのでしょうか。

以上で、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。

報告 2

HFT と相場操縦規制

横浜国立大学教授 芳賀 良

1 はじめに

横浜国立大学の芳賀と申します。私からは、「HFT と相場操縦規制」について報告いたします。まず、フィンテックと本報告の関連性についてです。HFT(高頻度取引)は、例えば1000分の1秒に1回という高速かつ大量の取引を可能とする取引類型ですので、人手による発注・取消しは事実上不可能です。そのため、アルゴリズムによる自動取引が不可欠となります。このように、証券取引にテクノロジーを利用しているという点で、HFT もフィンテックに関連する側面があります。

金融商品取引法(以下「金商法」といいます)159条2項1号は、一連の有価証券売買等による相場操縦を規制しています。本条は、相場操縦の成立要件として、主観的要件としての「誘引目的」と客観的要件としての違法な取引類型を定めています。それは、(1)主観的要件として、「有価証券の売買、市場デリバティブ取引または店頭デリバティブ取引(以下「有価証券売買等」といいます)のうちいずれかの取引を誘引する目的(「誘引目的」)が存在すること、(2)客観的要件として、「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ、または、相場を変動させるべき一連の有価証券売買等またはその申込み、委託等もしくは受託等」を行うこと(「繁盛取引等」)を定めています。

違法な取引類型については、「機械」を利用した自動取引でも、外形的に、違法な取引類型と同じ効果を市場に与えることができます。他方、「誘引目的」は、「機械」を利用した自動取引において、どのような場合に存在するのか、という点が問題となります。

本報告では、①「投資判断基準」固定型のアルゴリズム、これは、「投資判断基準」つまり、銘柄、価格、数量などの注文事項の判断基準を、人間が網羅的に事前に設定したアルゴリズムと、②「投資判断基準」学習型のアルゴリズム、つまり、機械学習により、コンピューター自らが、「投資判断基準」を設定するアルゴ

リズムの違いに注目して、「機械」を利用した自動取引における「誘引目的」について、分析したいと思っています。

さて、本報告で検討する諸問題については、既に、日本銀行金融研究所の「アルゴリズム・AIの利用を巡る法律問題研究会」報告書であります「投資判断におけるアルゴリズム・AIの利用と法的責任」が本年（2018年）9月に公表されています。本報告は、屋上屋を架すことになるかもしれませんが、相場操縦の「誘引目的」に関する現時点における問題の所在を明らかにすることを目的として報告したいと思います。

2 HFTの位置付け

(1) HFT (High Frequency Trading) の特徴

相場操縦規制の母法であるアメリカ法には、HFTの統一的定義は、存在しません。HFTの外延を確定するために参考となるのが、アメリカの証券取引委員会(SEC)が2010年1月21日に提示したコンセプト・リリースです。コンピューター・プログラムを利用することから、HFTもアルゴリズム取引の一種であることがわかります。また、HFTは、取引所のコロケーション・サービス(取引所の売買システムに隣接する場所にサーバーを設置するサービス)等を利用する点から、取引の高速性という特徴があります。そして、HFTは、高頻度で、大量の発注と取消しを行うという特徴があります。時間の関係で、詳細は割愛しますが、EU法の場合も、このようなHFTの特徴を捉えて規制を行っています。

前述のように、HFTは1秒間に1000回以上の発注をすることも可能であるとされています。このような高速・高頻度の取引が可能になったことから、HFTが利益を生み出す時間軸は、一般投資家よりも極端に短くなります。将来の予測は、1日先の予測よりも、1秒後の予測のほうが容易なので、ポジションの構築・解消までの時間が1秒未満となることにも一定の合理性があります。いい換えると、発注とその取消し自体だけを捉えて、否定的に評価することはできないことに留意が必要です。

(2) アルゴリズム取引とHFT

アルゴリズムとは、一般に、「問題を解決する定型的な手法・技法」を意味するとされています。レジュメ記載のように「アルゴリズム取引とは、あらかじめ定められたアルゴリズムに従って、自動的に売買する取引の執行形態」です。「HFTは、コンピューター・プログラムを利用して自動的に売買する点で、アルゴリズ

ム取引に含まれる」こととなります。

前述の①「投資判断基準」固定型、あるいは②学習型、いずれのタイプを採用するHFTであっても、アルゴリズムに従って自動的に取引を執行する点は共通していますので、いずれのタイプもアルゴリズム取引に当たります。

(3) 高速取引行為とHFT

a 高速取引行為の要件（金商法2条41項）

本年4月から、金融商品取引業者等や取引所取引許可業者以外の者が、高速取引行為を行おうとするときは、高速取引行為者としての登録が必要となりました（金商法66条の50）。

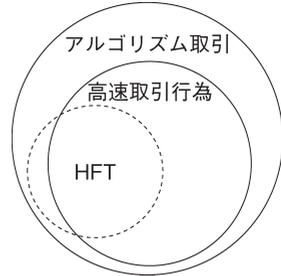
日本における高速取引行為の概念は、法定されています（金商法2条41項）。①「有価証券の売買または市場デリバティブ取引等を行うことについての判断が電子情報処理組織により自動的に行われるものであること」は、「投資判断」がコンピューターにより自動的に行われる取引、すなわち、アルゴリズム取引が想定されています。また、②「当該判断に基づく当該有価証券の売買または市場デリバティブ取引を行うために必要な情報の金融商品取引所等に対する伝達が、情報通信の技術を利用する方法であって、当該伝達に通常要する時間を短縮するための方法として内閣府令で定める方法を用いて行われるものであること」は、高速で取引するために、取引所への「伝達に通常要する時間」（レイテンシー）を短縮する方法を用いていることを要件としています。伝達時間を短縮する方法（「当該伝達に通常要する時間を短縮するための方法として内閣府令で定める方法」（金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」といいます）26条2項）における「伝達（金商法2条41項）に係る同項の判断を行う電子情報処理組織が設置されている施設が、前項（定義府令26条1項）に定める者（例：金融商品取引所）が当該伝達を受けるための電子情報処理組織を設置する場所（これに隣接し、または近接する場所を含む）に所在すること」は、主にコロケーション・サービスの利用を想定しています。また、「伝達が他の伝達（有価証券の売買または市場デリバティブ取引を行うために必要な情報の前項に定める者に対する伝達をいう）と競合することを防ぐ仕組みが講じられていること」は、他の注文伝達との競合を防ぐことも求めています。

b 高速取引行為とHFTの関係性

【図1】をご覧ください。高速取引行為もHFTもコンピューターを利用してい

ますから、アルゴリズム取引に属します。HFTは点線の円で示しています。基本的には、高速取引行為と重複しますが、定義府令26条2項の要件を満たさないHFTも理論上は考えられますから、概念図としては、高速取引行為とHFTが重複しない箇所も図示しています。もっとも、実際に行われているHFTは、すべて高速取引行為に包含されると思われ

【図1】 HFTの位置付け



3 HFTの取引戦略

取引戦略は3つに分類されます。

(1) マーケット・メーカー戦略

マーケット・メーカー戦略とは、売り注文と買い注文との価格差を捉えて、利益を得る戦略といえます。

(2) アービトラージ戦略

アービトラージ戦略とは、同一商品の市場間での価格差等の裁定の機会を捉えて、利益を得る戦略といえます。

(3) ディレクショナル戦略

ディレクショナル戦略とは、「近い将来の価格の変動を予測して利益を得る戦略をいう」とされています。例えば、1日における価格変動に関心を向けた取引戦略です。予測される「近い将来の価格の変動」を自ら生じさせる場合、相場操縦としての問題が生じます。前述のSECのコンセプト・リリースによれば、このディレクショナル戦略には、モメンタム・イグニッション戦略も含まれています。

a モメンタム・イグニッション戦略

モメンタム・イグニッション戦略とは、価格を上昇させる等、価格を特定の方向へ、急速に変動させる意図で、一連の注文・取引を行う取引戦略です。このモメンタム・イグニッション戦略は、高速取引により、高頻度の発注とその取消しが可能となったことで、その実行が容易になりました。

b スプーフィングとレイヤリング

モメンタム・イグニッション戦略においては、価格を変動させるために、①実際に一連の取引を成立させる方法のほかに、②スプーフィングを行い、他の市場参加者の取引を誘引することが考えられます。

まず、スプーフィングとは、「執行する意図がない注文を発すること」です。これは、他のトレーダーを誤導しようとする手法であり、「見せ玉」に類似する行為です。客観的には、スプーフィングは、「単なる発注とその取消し」と何ら変わりがありません。発注時に、取り消す意図があること、あるいは、執行する意図がないことを、行為の種類から推認するしかありません。この点で注目されるのがレイヤリングという手法です。

レイヤリングは、法令上の概念ではありませんが、「他人による注文を誘引するために、執行する意図がない注文を（多層に）発すること」です。つまり、単体のスプーフィングとは異なり、複数の注文を重ねるところに特徴があります（多層注文）。安く株式を購入するためにレイヤリングを利用するケースです。現在の最良売り気配が104円だとします。レイヤリングの実行者は、A株式を99円で買いたいと考えていますので、99円で買い注文を出します。この状態では取引は成立しません。そこで、レイヤリングの実行者は、他人による（99円の売り）注文との約定後、取り消す意図で、103円から101円まで順次スプーフィング注文を発します。その後、他人から99円の売り注文が、スプーフィング注文により誘引され、99円の買い注文と約定されたときに、スプーフィング注文をすべて取り消します。

法令上の概念ではないので、捉え方は多様ではありますが、レイヤリングは、スプーフィングを手段とする相場操縦と位置付けることも可能です。スプーフィングもレイヤリングも、HFT固有の手法ではありません。ただ、前述しましたように、高速取引により、その実行が容易になっています。

4 AI と HFT

(1) AI の意義

AI の定義については、様々な見解が存在しています。本報告では、AI の学習面に着目した概念を提示している総務省の AI ネットワーク社会推進会議の位置付けを議論の起点とします（AI ネットワーク社会推進会議「国際的な議論のための AI 開発ガイドライン案」（平成29年7月28日））。これによりますと、AI を「AI ソフト及び AI システムを総称する概念」と定義しています。そして、「AI ソフト」とは、「データ・情報・知識の学習等により、利活用の過程を通じて自らの出力やプログラムを変化させる機能を有するソフトウェア」とされています。この定義にならって、AI を、学習機能により自らの出力やプログラムを変化させる機能を有する AI ソフトを実装するシステムと位置付けて、分析を進めることにします。

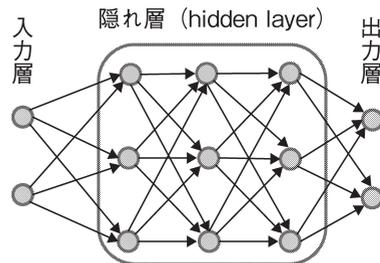
(2) 深層学習とニューラル・ネットワーク (neural networks)

まず、データからパターンを抽出して AI が知識を獲得するのが、機械学習という概念です。他方、深層学習は、(表現学習の一種に位置付けられ、) データに内在するパターンや構造を抽出するために必要な特徴量 (パターンの特徴を定量化したもの) の構築を人間の介入なしに AI が行うもので、多階層のニューラル・ネットワークというシステムを採用するものです。ニューラル・ネットワークにより、アルゴリズムが修正されます。

深層学習を行う AI のニューラル・ネットワークは、この図(【図2】)のように、①入力層、②隠れ層、③出力層の3つに大別されます。隠れ層が多層構造になっている点に、深層学習の特徴があります。ニューラル・ネットワークは、人間の脳の機能を模倣するものであり、「神経細胞 (ニューロン) が網の目のようにつながっている生物の神経回路網」に類似させているのです。形式的な規則に基づいて定型的な状況にのみ対応するシステムよりも、柔軟な対応が可能になるといわれています。

「ニューラル・ネットワークの隠れ層における出力過程を明らかにすることは困難である」という意味は、入力データが、ニューラル・ネットワークの中で、どのような過程を経て、出力が形成されたのか、いい換えると、出力結果が導かれた根拠を分析することは困難であるということです。階層を深く重ねることで、複雑な構造となるから、ニューラル・ネットワークのブラック・ボックス化が生じます。このことから、ニューラル・ネットワークに対する①(異常を事前に察知するという意味での) 監督可能性や②(出力された結果の理由を説明するという意味での) 説明可能性が低下します。そのため、実際には、AI を利用した者が誘引目的を有して AI を利用したにもかかわらず、ニューラル・ネットワーク内のブラック・ボックス化を奇貨として、「AI が勝手に相場操縦を行った」という抗弁を容易にする余地があります。

【図2】 ニューラルネットワークの略図



(松尾豊『人工知能は人間を超えるか—ディープラーニングの先にあるもの』(KADOKAWA, 2015年) 161頁図23および Curtis E. A. Karnow, *The Opinion of Machines*, 19 Colum. Sci. & Tech. L. Rev. 136, 146 (2017) を参考に、報告者が作成)

アメリカ法の学説には、ニューラル・ネットワークのブラック・ボックス化を捉えて、自律的なAIの利用者に、証明責任を転換して、主観的要件がなかったという証明責任を課す見解もあります。

もっとも、注意すべき点は、ニューラル・ネットワークがブラック・ボックス化していることが、AIに対する制御可能性がないことを意味しません。人間と同様の意識を持つ「強いAI」でない限り、AIの目的は人間が規定します。禁止する行為類型を定めて、一定の目的を遂行させる目的設定も可能です。また、発注が相場操縦に該当することを探知した場合には、自動取引を中止するなどの措置を取ることできます。

まとめますと、①ニューラル・ネットワークを利用する方法では、出力過程の説明が困難というブラック・ボックス化の問題が生じます。②ブラック・ボックス化により、出力過程の説明が困難であっても、制御可能性は別途考慮できるということになります。

なお、このようなニューラル・ネットワークのブラック・ボックス化という問題意識から、「説明できるAI」の開発も進められていることも付言いたします。

5 相場操縦規制への影響

(1) HFTによる取引の機械化

アルゴリズム取引は高速取引に限定されませんから、人間が対応できる速度での取引も含まれます。

他方、HFTは、人間の知覚を超えた速度で取引をしますので、取引は「機械」による自動化をしないと対応できません。このため、HFTの取引は、「機械」という売り手と「機械」という買い手にゆだねられることになります。仮に、「機械」が違法な発注を行う場合、違法な発注を行う「機械」が、取引を誘引することになりますので、「誘引目的」は誰を基準に認定すればよいのか、という問題が生じます。また、誘引されるHFTも「機械」による取引を行っていますから、「機械」に対する誘引というものが観念できるのか、ということも問題となります。

(2) AIによる取引の「自律」性

「投資判断基準」固定型のアルゴリズムの場合であれば、そのアルゴリズムを実装している自動取引システムは、利用者があらかじめ設定した基準で取引を実行しますから、利用者の「道具」として位置付けることができます。

他方、「投資判断基準」学習型のアルゴリズムの場合は、深層学習を通して、コ

ンピューター自らが「投資判断基準」を設定・修正することができます。この場合（「投資判断基準」学習型）、人間が投資判断基準をあらかじめ決めていないので、当該自動取引システムは、人間の「道具」なのか、という問題が生じます。また、仮に、人間の「道具」と位置付けることができる場合があるとすれば、それはどのような場合なのかということも問題となります。以下で、検討します。

(3) 解釈の試み

a 繁盛取引等について

金商法159条2項1号の規範の名宛人は「人」ですから、「機械」であるAIは含まれません。相場操縦に該当する行為であっても、AIという「機械」のみが自動的に行ったものであれば、本条の適用も受けないことになります。

しかし、「人がAIを完全にコントロールできないとしても、AIの行動を予測できる場合」があります。既に述べましたように、ニューラル・ネットワーク内の出力過程を分析することは困難です。そのため、AIによる出力結果を人間が思いのままに操れないという意味で、「人がAIを完全にコントロールできない」こととなります。しかし、証券取引の場合に、取引の損益はAI利用者に帰属します。そのため、AI利用者は、AIに適法な目的を与え、AIの行動を適宜監視し、制御するインセンティブを有します。監視・制御の具体的な方法として、①一定の価格や取引量を超えた発注を制限するリミットや②「キルスイッチ（市場に伝達された異常注文をキャンセルする機能）」を取引システムに組み込むことが考えられます。このように、出力結果を完全にコントロールできなくとも、AIによる違法な出力結果を制御・修正することはできます。

AI利用者が、AIによる違法な発注を予測しながら、あえてこのような違法な発注を放置して、その状況を利用することも可能です。違法な発注の予測・制御可能性を前提にすれば、AIによる発注をAI利用者の行為として評価することができます。このように解すれば、アルゴリズムがコンピューターにより設定・変更されていても、AIを「道具」として位置付けることができます。

b AIと「誘引目的」

前述のように、AI利用者が、①違法な発注を予測し、制御する可能性がありながら、これをあえて放置してその状況を利用した点、②AIによる取引の利益は自らに帰属する点から、AIをAI利用者の「道具」として位置付けることができます。主観的要件である「誘引目的」についても、「道具」であるAIを基準とする

のではなく、AI利用者の認識を基準に「誘引目的」の有無を判断できると解されます。

「投資判断基準」学習型においては、コンピューター自らが「投資判断基準」を設定しますので、違法な発注を行う相当な蓋然性もあるので、予見可能性は高いと思われます。そして、「投資判断基準」学習型のAIを利用する者が、レイヤリングを予見し、レイヤリングを制御する措置を取れる場合には、誘引目的の有無は、AI利用者の認識を基準に判断できると解されます。

なお、違法な発注に対する予見・制御可能性は、「誘引目的」についてAI利用者の認識を基準にするための枠組みであり、「誘引目的」の有無は、別途、①取引の動機、②売買取引の態様、③売買取引に付随した前後の事情等の「間接事実」から推測して判断することになります。

c AIに対する「誘引」

そして、AIに対する「誘引」についてです。機械に対する「誘引」を法は想定していないので、電子計算機使用詐欺罪（刑法246条の2）のような規定がない限り、AIに対する「誘引」は観念できないのではないかと、という疑問も生じます。もっとも、AIによる取引の利益は、AI利用者に帰属する点から、AIをAI利用者の「道具」として位置付けることができます。そのため、「AIを通じて人を誘引したと評価」する余地があると解します。

6 むすびに代えて

1つ目のポイントは、高速取引行為による相場操縦規制への示唆です。第1に、レイヤリングについてです。高速取引行為において、レイヤリングを行う場合には、HFTのケースと同様に、レイヤリングの手段となる発注は「見せ玉」となり、金商法159条2項1号に違反します。

第2に、アルゴリズムについてです。まず、「投資判断基準」固定型のアルゴリズムの場合、事前に「投資判断基準」が設定され、変化することはありませんから、アルゴリズム利用者の「道具」と位置付けることができます。

次に、「投資判断基準」学習型（のアルゴリズム）の場合、AIに対する予見・制御可能性があれば、AI利用者を基準として「誘引目的」の有無を判断することができます。他方、AI利用者がレイヤリング等を予見できないときあるいは予見が困難なとき（予見して、防止措置を講じたときも含む：防止措置を講じてもレイヤリングが発生する確率はゼロではないとき）には、AI利用者を、誘引目的の認

定の基準とすることはできません。そのため、AIが客観的に相場操縦に該当する発注等を行った場合でも、相場操縦に該当しない余地があります。

立法論として、「アルゴリズム・AIの利用を巡る法律問題研究会」報告書が示唆するように、相場操縦行為一般を行わないようにAIを構築・管理する法的義務をAI利用者に課し、この法的義務に反した場合には、課徴金などの制裁を科す方法も考えられます。もっとも、レイヤリング以外の相場操縦は市場の状況に強く依存するため、行為の客観的要件を設定することの困難性を克服する必要があります。この点は今後の課題となります。

いずれにせよ、HFTの発注は人間の知覚を超えた高速で、かつ、大量に行われますから、解釈論が画餅にならないように、逆説的ではありますが、AIを利用して十分な監視体制の構築が必須となります(監視段階における「機械」対「機械」)。

2つ目のポイントは、「強いAI」への対応です。「強いAI」は、人間と同じような意識を有するAIです。専門家によればその実現はかなり先になりそうですが、「強いAI」が仮に実現すれば、AI利用者から完全に独立して、自ら目的を定めて、HFTに係る発注行動を取ることになります。このような完全に人間の思考から独立した「機械」は、人間に依存せずに自律的な行動ができますから、現在とは異なる局面が想定されます。そのため、立法による対応が必要になると思われます。具体的には、①「強いAI」の利用者に法的な管理義務を負わせることや、②(より進んで)「強いAI」に法的主体性を認めることなどが考えられます。もっとも、人間によって作り出された「強いAI」に権利を認めるべきなのか、そもそも「強いAI」は制御可能なのか、など困難な問題を解決しなければなりません。報告者の能力を超える問題でもありますので、今回は問題提起という形で報告をまとめることをお許しください。

少なくとも、現時点での帰結は、①アルゴリズムが修正されるHFTにおいても、AI利用者の認識を基準として「誘引目的」の認定が可能な場合があること、②「強いAI」の開発動向を踏まえて、立法の在り方も今後検討する必要があることとあります。

以上で報告を終わります。ご清聴ありがとうございました。

報告 3

ICO 規制に関する一考察

立教大学大学院法務研究科教授 河村 賢 治

1 はじめに

立教大学の河村と申します。どうぞよろしくお願ひいたします。本日は「ICO 規制に関する一考察」というテーマで報告をさせていただきます。

ICO とは、一般に、「企業等が電子的にトークン（証券）を発行して、公衆から資金調達を行う行為の総称」であるといわれています。トークンセールなどと呼ばれることもあります。皆様ご存知のとおり、世界中で ICO が広がっており、つい先日、コインデスク社のウェブサイトを確認してみたところ、2018年の ICO は既に460件に達しているとのことでした。しかし、詐欺的なものも多いといわれているわけです。

日本でも ICO が実施されておりまして、その一例としてレジュメでは、Zaif を運営するテックビューロ社による ICO を挙げてみました。この ICO の場合、2017年8月3日に、ホワイトペーパーが公開されました。ICO で集めた資金の用途は「COMSA の ICO トークンセール基盤プラットフォームの開発」などとなっています。要するに、テックビューロ社以外にも ICO に関心を持つ企業などは存在しますので、テックビューロ社としてはそうした企業などが ICO を行う際の基盤となるプラットフォームを開発し、当該プラットフォームを使ってもらおうということのようです。この ICO で発行されるトークン、CMS トークンといいますが、このトークンの機能・ベネフィットとしては、トークンセールに「参加した CMS トークン保有者に、以降 COMSA プラットフォームにて ICO を実施するプロジェクトにおいて、CMS トークンを払込手段として使用した場合に 5% の追加ボーナスが付与される特権が得られる。…COMSA では実績のある複数企業の ICO プロジェクトを既に確保しているため、COMSA トークンの需要は必然的に高まるものと考えられる」などとされています。2017年10月2日から11月6日までの期間に、イーサなどを対価としてトークンセールが行われ、報道によると日本円にして約109億円調達したそうです。そして、2017年12月4日に、Zaif において当該

トークンの取引が開始されたとのこと。これは、いわゆる上場と呼ばれています。この点に関連して、個人的には、「仮想通貨交換業者におけるトークン取扱（いわゆる上場）基準・審査の在り方」に関心を持っているわけですが、テックビューロ社の ICO の場合、同社が行う ICO のトークンは同社が運営する Zaif で取引されるということですから、例えば審査が甘くなるのではないかとも思われます。この辺りの実態は私にはよくわからないところでありますので、もし実態をご存知の先生がおられましたら、ご教示いただけると幸いです。テックビューロ社のその後の動向についてはレジュメにあるとおりです。

レジュメには、もう1つの例として、岡山県西粟倉村が計画している ICO を挙げてみました。こちらはまだ行われていないものになります。まず左側の西粟倉村のプレスリリースによりますと、「西粟倉村トークンエコノミー協会が発行する予定の Nishi Awakura Coin (NAC) は、NAC 保有者に投票権が付与され、西粟倉村で事業を立ち上げようとするローカルベンチャーに投票することができます。ローカルベンチャーはより魅力的な事業を考案し、NAC 保有者は地域づくりに参加することができます。ローカルベンチャーと NAC 保有者による、挑戦と応援の仕組みを整備することで、仮想通貨が創る経済圏「トークンエコノミー」を循環させていく予定です」とあります。次に右側の日経新聞の記事によりますと、最初のほうは省略させていただきますが、「NAC を購入する投資家のメリットは、投資した事業の成長に伴う NAC の値上がり益」ですとか、「価値が上昇した分をコインの値上がりという形で返す仕組みになる」とあります。少なくともこうしたものを読む限りにおいては、「NAC は、インカムゲインを受ける権利はなく、キャピタルゲイン狙いのトークンなのか」と思うしまうわけですが、私自身この案件に関わっているわけではありませぬので、よくわからないところです。また、日本でも規制のサンドボックス制度が導入されましたが、海外では規制のサンドボックス制度を利用して ICO を実施した例もみられます。そこで、日本でも、ICO について「規制のサンドボックス制度の利用」があるのではないか、例えば、この西粟倉村の ICO が規制のサンドボックス制度を利用することはないのだろうかと勝手に想像しているところです。

2 諸外国の規制動向

次に、諸外国の規制動向です。拙稿ではアメリカ以外の国にも触れていますが、最近の動きが激しく、アメリカ以外の国はフォローできていません。そこで、こ

の報告ではアメリカ、その中でも SEC と CFTC の取組みに絞って話をさせていただきたいと思います。

SEC は、連邦の証券規制機関です。したがって、仮想通貨や ICO のトークンが連邦証券規制でいうところの「証券」、この証券の定義には「投資契約」も含まれていますので、例えばこの「投資契約」というものに該当すれば、SEC の規制対象になります。この点、レジュメにありますように、「①仮想通貨一般についてその証券該当性を否定する SEC の公式見解はないと思われるが、SEC 企業金融局長の見解によれば現時点においてビットコインやイーサは証券ではないと考えられています。最近話題となっているのは、いわゆるリップル、つまり XRP が証券に該当するか否かという点です。「一部の投資家がリップル(XRP)は証券に該当するとして提訴」しており、その行方が注目されます。また、「②ICO トークンについては（自称ユーティリティ・トークンであっても）証券該当性が認められた事案があります。「要するに、名称が何であれ、証券規制の観点から重要なのは、それが証券（投資契約）に該当するか否か」ということになります。それでは「投資契約」とは何かということですが、判例によって示された「Howey テスト」というものがあり、「①金銭の出資、②共同事業、③利益に対する期待、④他人の努力」の4つの要件を満たすものをいうとされています。日本の金融商品取引法における「集団投資スキーム持分」の定義規定と違って、「投資契約」に関するこれら4つの要件やそれぞれの要件の内容が法律で明示的に定められているわけではなく、解釈にゆだねられている点が大きな特徴であるといえます。レジュメには詳しくは書いてありませんが、それぞれの要件について簡単に説明していきたいと思います。まず①の要件ですが、法定通貨による出資だけでなく、例えばビットコインであるとかイーサのような仮想通貨による出資であっても、この要件を満たすと解されています。次に②の要件ですが、ICO ではトークンの購入者たちから集めた資金をプールしてプロジェクトを行うことから、この要件も満たしえます。③の要件ですが、トークンの内容が、プロジェクトから生じる収益の配当、インカムゲインに与ることができるといったものであれば、当該要件を充足することにまず異論はないと思います。それでは、例えば、ある会社がレストランの広告や評価を掲載するアプリを開発するために ICO を行ったとします。この ICO のトークンは、会社から配当を受ける権利は付与されていませんが、このアプリを利用する機能などが与えられていたとします。例えば、このトークン

を保有しているのがレストランの事業主であれば、当該事業主はこのトークンを使ってこのアプリで広告を出すことや、レストランのレビューを書いてくれた消費者にトークンを提供することができ、また、トークンを保有している消費者はトークンをレストランでの食事代金として利用できるようになることが計画されていたとします。また、このトークンは仮想通貨交換所で取引できるようになる旨の記載もホワイトペーパーにありました。この会社は、このトークンはいわゆるユーティリティ・トークンであって証券ではないと主張していますが、果たしてこの主張は通るでしょうか。これが問題になったのが、Munchee社のICOです。おおむね今述べたような事案において、SECは、同社の努力によってMUNトークンの価値が増加するであろうことやMUNトークンは交換所で取引できるようになることがホワイトペーパーなどで強調されていたことなどを理由に、MUNトークンは「利益に対する期待」その他の要件を充足し、投資契約に該当するとの判断を示しました。ただ、Munchee社はSECの調査に協力し、集めた資金を投資者に返還するなどしたので、SECは制裁金などの厳しい制裁は課しませんでした。なお、ここで1点お詫びがあります。拙稿（金融法務事情2095号44頁）では、このMunchee社のトークンをMUMトークンと記載してしまいましたが、正しくはMUNトークンです。私の不注意で軽率なミスをしてしまい、大変申し訳ありませんでした。最後に④の要件ですが、例えば、トークンの保有者に出資対象事業に関する何らかの投票権が付与されていた場合に問題になりやすいといえます。The DAOのICOでもその点が問題となったわけですが、The DAOの運営に関しては管理人などの努力が欠かせないということで、④の要件を満たすと判断されています。また、最近話題となったものに、REcoin/DRCの事案があります。これは、Zaslavskiyという人がREcoinとDiamond Reserve Club(ここではDRCと略しますが)、これらの会社を通じて2つのICOを行ったものです。2017年9月、SECはこれらのICOの差止め等を求めて民事訴訟を提起したのですが、この事案は刑事裁判の対象にもなっていました。そして、先月の2018年9月、この刑事裁判において、連邦地裁は、ICOのトークンが投資契約すなわち証券に当たりうることを前提とした判断を下しました。このようにアメリカにおいては、投資契約概念を通じて、投資性を有するトークンを証券規制の中に取り込むことが可能となっているといえるわけですが、仮に投資契約(証券)に該当したとしても、登録免除の制度を利用することは可能であり、SEC委員長

もその旨の指摘をしているところです。SECは、トークンの名称が何であれ、投資性を強調するICOで連邦証券規制に抵触するもの、とりわけ詐欺的なICOについては、積極的に差止め、不当利得の吐出し、民事制裁金などの法執行を行っているといえます。

次にCFTCです。CFTCは、商品先物取引委員会のことであり、商品デリバティブに関する連邦の規制機関です。原資産である商品の定義は包括的な定めとなっており、CFTCは、ビットコインなどの仮想通貨は商品に該当するとの解釈のもと、積極的な法執行を行っています。ここで留意すべきは、商品の①現物市場(spot markets)と、②デリバティブ市場(derivatives markets)のうち、CFTCは②について規制権限を有しているわけですが、①についても詐欺や相場操縦という限られた範囲であればCFTCは法執行を行うことが可能であるということです。例えば、Gelfmanという人がコンピュータープログラムによる高頻度アルゴリズム取引戦略を利用してビットコインの取引を行うとして投資を募ったのですが、これが全くの詐欺、ポンジスキームであったとして、CFTCが差止め、不当利得の吐出し、民事制裁金などを求めて提訴したという事案があります。そして、一昨日の10月18日に出されたCFTCのプレスリリースによりますと、この事案について、連邦地裁が250万ドル超の民事制裁金の支払などを命じたとのことです。CFTCはまた、仮想通貨やトークンに関する相場操縦について注意喚起文書を出し、法執行につながる情報を提供した者に報奨金を支払うことがありうる旨を明らかにしています。現物市場の価格を操作することによりデリバティブ取引で利益を得るという不正行為が考えられますので、CFTCがこうした対応をすることは理解できるところです。私がおもしろい論点だなと思っているのは、ビットコインのように先物取引が既に行われているようなものではなく、デリバティブ取引がまだ行われていない仮想通貨(あるいはICOトークン)であっても商品取引所法の商品に該当するとして、詐欺や相場操縦があればCFTCは法執行を行うのかという点です。この点が争われているのが、My Big Coinのケースです。これは、被告がMy Big Coinという新しいコインを販売したのですが、虚偽の説明などがあったということで、CFTCから提訴されたものです。CFTCの訴状などにはこれがICOであるという説明はないのですが、人によってはこれをICOとして説明するものもあり、ここはよくわからないところです。少なくともCFTCはMy Big Coinは仮想通貨であり、仮想通貨は商品取引所法における商品

であるので、詐欺的な行為に対しては法執行が可能であるとして訴えたわけです。これに対して、被告側は、My Big Coin については先物取引が行われているわけではないので、My Big Coin は商品取引所法における商品には該当しないとして訴えの却下を申し立てたのですが、先月の2018年9月、連邦地裁は、被告の申立てを退けました。今後の行方が注目されるところです。

このように、アメリカは、現行法をもとに詐欺的な行為に対しては差止めなどの法執行を積極的に行っているわけですが、こうした「米国の法規制とその運用は、イノベーションを阻害しているのか」といえば、ここは異論もあるとは思いますが、そんなことはないのではないかという気がしています。もちろん、投資契約や商品という言葉の解釈を通じて法執行をどんどんかけていくことに対しては、予測可能性という観点から問題であるという声もあるだろうとは思いますが、しかし、SEC 委員長と CFTC 委員長がいうように、イノベーションを確保するには透明性・投資者保護・市場のインテグリティが決定的に重要であると思います。アメリカは、現行法の包括規定をフル活用して一般投資者相手の詐欺的行為を徹底的に抑え込み、悪貨が良貨を駆逐しないような方向へ ICO なり仮想通貨の世界を持って行こうとしているのではないかという気がしているのですが、いかがでしょうか。

3 若干の考察

(1) 基本的な考え方

若干の考察に移ります。ICO が社会的に意味のあるものかどうかの分析は引き続きなされるべきであると思いますが、少なくとも、不正行為への対応、情報開示の充実、投資者教育などは必要であると思います。ICO のトークンには、例えば流通市場を持ちうるユーティリティ・トークンのように様々なものがありますが、およそどんな金融商品であれ、投資性（とりわけ市場性）を有するのであれば、その取引の公正・円滑および「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資すること」を目的とする金商法による対応がまずは考えられてよいと思います。金商法以外の法律で ICO を規制するという方法を否定するものではありませんが、今後も新しい投資商品は登場するであろうことを考えると、アメリカがそうであったように、どんな投資商品であれ詐欺的・市場阻害的な行為に対しては、金融規制当局が迅速に差止申立等の措置を講じ、金商法の目的を確保する仕組み

が金商法の中に備わっていることが望ましいと考えています。ICOを1つの契機として、金商法が、投資商品ないし資本市場の基本法として、その法目的を確保する仕組みを十分に備えているかどうか再検討することは、有意義な作業ではないでしょうか。もちろん、ICOに関しては、資金決済法や自主規制などの役割分担のほか、国際的な規制動向との調和なども検討する必要があります。この点、現行法あるいは現行法の修正でICOに対応するのではなく、「ICOを一括りにして規制する新たな法律を設けるべき」という考え方もあるかもしれません。そのほうがわかりやすいし、ICOの特徴に応じた適切な規制を構築できるとして、これを支持する意見もあるかもしれません。もっとも、仮にそうした法律を作るとしても、その法律の適用を受けないような形で新たな投資商品を組成するという動きが出てくるようにも思われますし、そうすると結局、基本法としての金商法がそうした新たな投資商品に十分に対応できるものとなっているかが、やはり問われることになると思います。また、ICOを一括りにして規制する新たな法律を設けた場合、開示規制だけではなく、例えば不公正取引規制のようなものも入るのでしょうか。仮に入るとした場合、トークン以外の仮想通貨の不公正取引規制はどうなるのでしょうか。資金決済法の中に不公正取引規制を入れるという対応も考えられるかもしれませんが、これも金商法の中に取り込んでしまうという考え方もあるように思っています。

(2) トークンと仮想通貨・集団投資スキーム持分

次にトークンが資金決済法上の仮想通貨、金商法上の集団投資スキーム持分に該当するか考えてみたいと思います。レジュメにあるとおり、この点、金融庁は、「ICOにおいて発行される一定のトークンは資金決済法上の仮想通貨に該当し、その交換等を業として行う事業者は内閣総理大臣（各財務局）への登録が必要になります。また、ICOが投資としての性格を持つ場合、仮想通貨による購入であっても、実質的に法定通貨での購入と同視されるスキームについては、金融商品取引法の規制対象となると考えられます」としています。

まず、仮想通貨（資金決済法2条5項）該当性について、金融庁の担当者は、「ICOにおいて発行されるトークンが二次流通をする場合。具体的には以下①または②を満たす場合、トークン自体も資金決済法上の仮想通貨に該当するというふうに考えられる…。①は、不特定の者に対して代価の弁済に使用でき、かつ不特定の者を相手に法定通貨と相互に交換できること。②は、不特定の者を相手に

仮想通貨と相互に交換できること」と説明しています。この点につき、トークン発行段階で上場していないものであったとしても、上場可能性を示唆しているトークンや、トークンの設計等において法定通貨や仮想通貨との相互交換を制限していないトークンについては、原則として、トークン発行時点において、仮想通貨に該当するものとして取り扱うことが適当との見解が日本仮想通貨事業者協会より示されていますが、妥当であると考えています。そのようなトークンは仮想通貨としての性質を内包しており、当該トークンの購入者は仮想通貨交換所で取引できるようになることを重視ないし期待していることが多いと思われ、そうであれば、当該トークン発行時点から仮想通貨の利用者保護規制等を定めた資金決済法を適用することが適切であると考えられるからです。

次に、集団投資スキーム持分（金商法2条2項5号）該当性について、金融庁の担当者は、「ICOにおいて発行されるトークンが収益分配型であって、以下①または②を満たす場合、トークンは金融商品取引法上の集団投資スキーム持分に該当するものと考えられます。①法定通貨で購入されること。または②仮想通貨で購入されるが、実質的には法定通貨で購入されるものと同視されること」と説明されています。ここでは、集団投資スキーム持分の要件のうち、金銭等（金銭および政令で定める金銭類似物）の出資と、収益分配型という点が特に問題になると思います。まず、金銭等の出資という点について、仮想通貨でICOのトークンを購入した場合には、金銭等の出資という要件を満たさないのではないかと考えられるわけですが、金融庁としては実質を重視し、仮想通貨で購入されるが実質的には法定通貨で購入されるものと同視される場合には、この要件を満たすという立場を明らかにしたものと思います。このような実質を重視する解釈論が示されたことは支持できることです。次に収益分配型という点ですが、もともと、集団投資スキーム持分は、流動性の低い投資商品であることが想定されていたことから、転売益ではなく、配当や財産分配を念頭においた定義となっているように思います。これに対し、ICOのトークンは、配当や財産分配の権利は付与されないけれども、流通市場で転売益を狙えるものとして設計されることが多いといわれています。そうすると、現在の集団投資スキーム持分概念では、ICOのトークンの多くを捕捉できない可能性があるのではないのでしょうか。仮にそうだとすると、収益分配の権利はないけれども流通市場で取引される新しいタイプの投資商品について、政令指定を待たなくても金商法の規制対象とできるよう、集団投

資スキーム持分概念をより包括的なものへと改正するなどの対応を検討すべきではないだろうかと思えます。

もっとも、これらの解釈に対しては、批判もあるかもしれません。仮想通貨について、「上場可能性の示唆等があれば仮想通貨該当性を認める解釈は、不合理」であるとか、集団投資スキーム持分について、「出資対象事業…から生ずる収益の配当又は当該出資対象事業に係る財産の分配を受けることができる権利」の解釈は、もっと柔軟に行うべき」というご意見もあるかもしれません。

最近の動きとして、9月に開催された金融庁の仮想通貨交換業等に関する研究会において、日本仮想通貨交換業協会の自主規制案の概要が示されています。自主規制案の1つである「ICOの取扱いに関する規則」としては、「会員が、以下の行為を行う場合に関する自主規制を検討。(1)会員が、自ら資金決済法に定める仮想通貨を発行し、利用者に対して当該仮想通貨を販売する行為又は他の仮想通貨との交換を行う行為、(2)会員が、会員以外の第三者が発行する仮想通貨について、当該第三者の依頼に基づき販売又は他の仮想通貨との交換を行う行為」とあり、「例えば、下記のような項目の自主規制規則化を検討。審査：対象事業の適格性、実現可能性及び実現可能性を審査、情報開示：販売開始時、販売終了時点、販売終了後の継続的な情報提供、安全確保：自社仮想通貨に利用するブロックチェーン及びスマートコントラクト、当該仮想通貨を保管するウォレット等の安全性を検証、調達資金：利用者に情報開示した資金用途以外の用途に調達資金を使用することの禁止、販売価格：販売業務を行うに際し必要に応じて投資需要の調査を行う等の合理的に算出する方法を用いて、販売価格の範囲等の妥当性を審査」とされています。おそらく今後の日本におけるICOは、上場可能性のあるトークンは仮想通貨として取り扱うという対応を前提として、この自主規制規則案の(1)あるいは(2)の形で行われる、ただし、現段階では仮想通貨交換業者として登録することは難しいという話も聞きますので、おそらく「今後は(2)の方式が日本におけるICOのメインルートとなる」のではないかと想像しています。では、こうした自主規制案を「どう評価するか」ということですが、「総論」としては、専門性が高く動きの速い業界に適切かつ迅速に対応していくためには、自主規制の役割が非常に重要になると思えますので、ICOを含めて、自主規制の整備が進められていくことは良いことであると考えています。「各論」として、この「ICOの取扱いに関する規則」をどう評価するかということですが、ICOを適切なものに

しようという意気込みは理解できるのですが、審査する、情報開示をする（あるいはさせる）、検証する、禁止するといっても、その内容の妥当性なり、実効性をどう確保していくのか、業者ごとに審査等の水準に違いは生じないか、情報開示の内容もどのようなものを求めようとしているのかなど、気になるところは残っています。また、例えば、プロを相手とするICOの場合には事業の適格性等に関する審査や開示に関する規制を緩和するなどのプロ・アマの規制区分が設けられるのか、プロ向けICOでプロが取得したトークンがアマに転売されることのないようプロ向け市場を設けるのかといった点も検討する価値があるのではないかと考えているところです。

(3) ホワイトペーパーによる情報開示の内容

最後に、ホワイトペーパーによる情報開示の内容についてですが、時間の関係上、具体的な内容は省略させていただきたいと思います。ただ、根底にあるのは、ICOの犯罪利用を防ぐことは当然の前提として、トークンの価値を評価するために必要な情報は開示されなければならないということです。レジュメに、「法規制と自主規制をどのように連携させるべきか」とありますが、これは例えば、開示の内容などは自主規制機関が定めるけれども、虚偽記載等に対する制裁は法律が用意するという仕組みもありうるのではないかとということです。「トークンや仮想通貨の価値の測り方（市場価格以外の理論価格）」については、私に何かアイデアがあるわけではありませんが、気になっているところではあります。

なお、午前のシンポジウムで複数の機能が仮想通貨なりトークンに付与された場合のレギュレーションの話がありましたが、個人的には、機能に応じたレギュレーションをかけていき、例えばその中で規制内容の重複が生じるのであれば過剰規制とならないように調整をしていくというのが基本となるのだろうと考えています。

以上で私の報告を終わりたいと思います。私自身、まだまだ不勉強なところが多々ありますので、いろいろとご教示いただければ幸いに存じます。ご静聴、誠にありがとうございました。

報告 4

ブロックチェーンと金融商品の決済システム

東京大学教授 加藤 貴 仁

1 問題意識

ビットコインの特徴として中央集権的な管理者の不存在を挙げることができますが、それを可能としているのはブロックチェーンと呼ばれる技術です。ブロックチェーン技術は帳簿に記録された情報の更新・保存といった処理を安全かつ効率的に行うための基盤技術であるため、ビットコインなど仮想通貨以外の分野への応用が広く期待されています。

ブロックチェーン技術の具体的な利用を考える際には、ある問題を解決するために必要な技術上の仕様を検討する必要があることは明らかです。しかし、技術的な問題に加えて、個別具体的な法制度との関係が問題となることも多いように思われます。法制度がブロックチェーン技術の利用を妨げる障害となっていることもあれば、ブロックチェーン技術を効果的に利用するために法制度による支援が必要になる場合があるのではないのでしょうか。

そこで本報告では、ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済を題材として、このような観点から法制度とブロックチェーン技術の関係を分析することにします。現時点において、金融商品の決済の分野は、実際にブロックチェーン技術が利用される可能性の高い分野の1つのようであり、この分野に焦点を絞って法制度との関係を論じることは、他の分野へブロックチェーン技術を利用することを検討する際にも意味のある有益な示唆を与えてくれることが期待されます。

金融商品の取引から決済は様々な過程を経て行われますが、東京証券取引所の実証実験を踏まえると、取引成立後に行われる清算や決済の局面（いわゆるポストトレード分野）でブロックチェーン技術を利用することが有望視されているようです。そこで本稿でも、ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済（とくに上場株式に係る権利の移転の取引の決済）に焦点を絞って検討を行います。

2 現在の上場株式の取引の決済の仕組み

現在の上場株式の取引の決済の仕組みを、「投資者 a が証券会社 A を通じて P 社株式 100 株について買注文を出し、投資者 b が証券会社 B を通じて P 社株式 100 株の売注文を出し、いずれの注文も約定した」という設例を利用して、説明します。

第 1 に、決済日（売買契約の約定日の 3 営業日後）の午前 9 時までには、投資者 a は証券会社 A に P 社株式 100 株の代金を交付し、投資者 b は証券会社 B に P 社株式 100 株を交付します。【図表 3】と【図表 4】の①が示すように、この段階で証券会社 B が開設した投資者 b の口座において P 社株式 100 株の減額が記録され、それに対応して証券保管振替機構（JASDEC）が開設した証券会社 B の自己口座に P 社株式 100 株の増額が記録されます。

第 2 に、証券会社 A、日本証券クリアリング機構（JSCC）、証券会社 B の間で、P 社株式と売買代金の決済が行われます。【図表 4】が示すとおり、株式の移転は JASDEC が証券会社と JSCC のために開設した口座間のやりとりにより、資金の移転は日本銀行が証券会社と JSCC のために開設した口座間のやりとりにより行われます。

第 3 に、証券会社 A は投資者 a に P 社株式 100 株を交付し、証券会社 B は投資者 b に P 社株式 100 株の売買代金を交付します。P 社株式の移転についてのみ説明を付け加えると、証券会社 A は【図表 4】の③が示すように、JSCC から P 社株式 100 株の交付を受け、その後、④が示すように P 社株式 100 株を自己口座から顧客口座に移転させることに対応して、【図表 3】の④が示すように証券会社 A が開設した投資者 a の口座に P 社株式 100 株の増額を記録します。

以上に説明した P 社株式の取引は法的には振替株式の譲渡に該当しますが、周知のとおり、現在、振替株式の譲渡等は、社債、株式等の振替に関する法律（社債株式等振替法）に基づき電子データのやりとりを通じて行われています。同法 128 条 1 項は、振替株式についての権利の帰属は振替口座簿の記録により定まると規定しますが、譲渡による権利の移転について、その意味は以下のとおりです。振替株式の譲渡は、加入者の口座に増加の記録がなされなければ、効力を生じません（同法 140 条）。加入者は、増加の記録がなされた振替株式について、権利を適法に有するものと推定されます（同法 143 条）。増加の記録は、それに対応して、その口座において減少の記録が行われる加入者の申請に基づき行われます（同法 132 条 2 項）。

3 ブロックチェーン技術を利用した上場株式に係る権利の移転

ブロックチェーン技術は様々な技術の組み合わせですから、ブロックチェーン技術を利用して上場株式の取引の決済を行う方法にも多様なものが考えられます。差し当たって本報告では、東京証券取引所の実証実験を参考にして、【図表5】のとおり、ブロックチェーン技術を利用して上場株式に係る権利を移転するために、JASDEC、JSCC、証券会社のみが、ネットワーク参加者としてノードを設置する場合を念頭に置くことにしました。ノードとは、人ではなく、P2Pネットワークに接続される機器を指します。ブロックチェーン技術が利用される場合、ノードによって共有される台帳ないしは帳簿に記録すべき情報の真正さを確保することについて、中央集権的な管理者による認証ではなく、各ノードによる相互認証に依拠します。なお、【図表5】では、表記を簡略化するために各ノードは両隣のノードとしか接続されていませんが、本来のP2Pネットワークにおけるノード間の接続はより複雑です。

さて、【図表5】では、前述した「投資者aが証券会社Aを通じてP社株式100株について買注文を出し、投資者bが証券会社Bを通じてP社株式100株の売注文を出し、いずれの注文も約定した」という取引の決済は、どのように行われるでしょうか。決済の詳細な手続は利用するブロックチェーン技術の具体的な仕様によって異なりますが、少なくともJASDECが開設する証券会社A、証券会社B、JSCCの口座間でのP社株式のやりとりを行うことは不要になるように思われます。【図表5】はブロックチェーン技術を利用して、「投資者bが投資者aにP社株式100株を譲渡した」または「投資者bから投資者aにP社株式100株が移転された」という記録を行うことを考えています。投資者aと投資者bによる注文以外も約定した場合には、ネットティング後の結果を、ブロックチェーン技術を利用して記録することになるため、「投資者bから投資者aにP社株式100株が移転された」という記録とは違う記録が行われることになると思います。

4 検討

金融商品取引法が、ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済に対してどのような立場を採るべきかを検討するためには、まずは、そのような決済の仕組みが有する特徴を明らかにする必要があります。以下では、2つの点に着目して、ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済の特徴を分析したいと思います。

1つ目の特徴は、金融機関を介さない直接的な権利の移転の可能性です。【図表3】と【図表4】の①が示すように、売注文が約定した投資者bは、保有するP社株式を証券会社Bの自己口座に移さなければなりません。JSCCが開設する証券会社Bの自己口座に①の記録が行われることで、証券会社BはP社株式100株の適法な権利者であると推定されます。しかし、【図表3】と【図表4】の①は、【図表2】が示すようにJSCCを介して上場株式の取引を円滑に行うために行われるものであり、投資者bと証券会社Bの間でP社株式100株の譲渡が行われるとは考えられていないように思われます。【図表3】と【図表4】の④も同様です。このような振替口座簿上の記録と実体的な権利関係のズレは、証券会社が倒産した場合の顧客保護に問題を生じさせる可能性があることが指摘されています。これに対して、【図表5】が示すように、ブロックチェーン上で「投資者bが投資者aにP社株式100株を譲渡した」または「投資者bから投資者aにP社株式100株が移転された」という記録が行われることで、投資者bがP社株式を譲渡し、投資者aがP社株式を取得したという法的効力を発生させることができるならば、金融機関を介さずに上場株式の取引の決済が行えるようになると思います。

このような決済の仕組みでは、現在の仕組みにおいて金融機関が果たしている役割が大きく変わる可能性があるように思います。とくにブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済の仕組みを構築する場合には、清算機関の役割が大きく変化するように思います。この点について、本報告では十分に検討することはできませんでしたが、この問題は上場株式の決済にとどまらず、デリバティブ取引に関する法規制との関係で重要であると思います。

さて【図表5】では、社債株式等振替法または金融商品取引法に基づき既に規制対象となっている金融機関のみがネットワーク参加者となることを想定しています。これに対してビットコインのように、いわゆるパブリック型のブロックチェーンを利用して金融商品の取引を行うことも理論的には可能であると思います。この場合には、ネットワーク参加者は金融機関に限らず、一般の投資家もノードをたてることができるようになります。ネットワーク参加者を限定しない場合には、取引の執行や取引の照合をどの程度効率的に行うことができるかという問題とは別に、社債株式等振替法または金融商品取引法との関係で様々な問題が生じるように思います。その中でも本報告では、ネットワークの安定的な運営を確保する仕組みの必要性に焦点を絞って、分析を行いたいと思います。

繰り返しになりますが、ブロックチェーン技術を利用する場合には、記録の更新は、中央集権的な管理者による認証ではなく、各ノードによる相互認証に基づき行われます。利用するブロックチェーン技術の内容によっては、このような仕組みを機能させるために、ノードに対して相互認証のプロセスに参加するインセンティブを付与する仕組み、ビットコインにおけるマイニングに相当する仕組みが必要となる場合もあると思います。各ノードによる相互認証のプロセスを安定的に機能させることは、ブロックチェーン技術を利用した仕組みが一定の改竄耐性を維持するための必要条件となります。

また、ブロックチェーン技術を利用した仕組みを安定的に運用するためには、定期的な保守更新作業が必要であると思います。中央集権的な管理者が存在しないビットコインですら、事実上、中央集権的なネットワークの保守更新作業が行われていることは広く知られています。金融取引のインフラストラクチャとしてブロックチェーン技術を利用した仕組みを利用するのであれば、ネットワーク参加者を限定して、適切なガバナンスの仕組みに基づきネットワークの保守更新作業を行ってもらうことが望ましいと思います。

ブロックチェーン技術を利用した仕組みを安定的に運用するためにはネットワーク参加者によるガバナンスが必要であるという主張は、ブロックチェーン技術を利用したとしても現実の世界で生じる様々な問題からは自由ではいられないということを示しているように思います。例えば、ブロックチェーン技術を利用した記録の特徴として、改竄が困難であることが挙げられますが、このことはブロックチェーン上の記録が正しいことと同じ意味ではありません。各ノードによる相互認証のプロセスを経て行われた記録であっても、記録の前提となる現実世界の取引が違法な手段で行われることもあるからです。ブロックチェーン上の記録は改竄が困難であるからこそ、現実世界の正しい情報をブロックチェーン上に記録させるために、一定のガバナンスの仕組みが必要であるということです。

ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済の2つ目の特徴として、金融機関が開設する口座という形以外の記録の可能性が挙げられます。【図表1】から【図表4】が示すように、上場株式は振替株式ですから、上場株式に係る権利の帰属はJSCCや証券会社が開設する振替口座簿の記録によって決まります。しかし、【図表5】が示すように、ブロックチェーン技術を利用して金融商品の決済を行う場合には、口座の増減という形で権利の移転を記録する必要性はなくなるように

思います。もちろん、現在の社債株式等振替法に基づく枠組みの中でブロックチェーン技術を利用して上場株式の取引の決済を行うためには、ブロックチェーン上の記録の変更にに基づき JASDEC と証券会社が開設する口座の記録を変更するという仕組みが必要となります。しかし、このことはブロックチェーン上に口座の増減を記録させる必要があることを意味しないように思います。ブロックチェーン技術は仮想通貨以外の様々な用途に利用可能であるといわれていますが、その理由はブロックチェーン技術を利用して記録する情報に大きな制約が存在しないことにあるのではないのでしょうか。

ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済の仕組みを構築する際には、まず、どのような情報を、ブロックチェーン技術を利用して記録するかを決定する必要があります。技術的な制約が存在しないという留保は付きませんが、社債株式等振替法上の振替口座簿には記録できない情報をブロックチェーン上に記録できるのであれば、振替株式など同法の対象になっている金融商品について行うことが可能な取引の幅が広がる可能性があるように思います。

次に、ブロックチェーン上の記録を参照するアプリケーションを工夫することで、ブロックチェーン上の記録を社債株式等振替法上の振替口座簿に記録可能な形態に変換することができれば、同法において振替口座簿の記録に与えられている法的効果がブロックチェーン上の記録にも与えられることとなります。このような法的効果がブロックチェーン上の記録に与えられることによって、ブロックチェーン上の記録を変更するアプリケーション（スマートコントラクト）を工夫して、様々な取引を法的安定性・確実性のある形で構築することができるように思います。

現実世界における口座または帳簿の記録の中には、株主名簿上の記録（会社法124条、130条）や振替口座簿上の記録（社債株式等振替法140条、143条、144条）など、一定の法的効果が付与されているものが存在します。このような法的効果をブロックチェーン上の記録に結び付けることができれば、金融商品の取引の決済を、ブロックチェーン技術を利用して安定的に行うことができるように思います。ただし、口座または帳簿の記録に付与される法的効果には差異が存在することに注意が必要です。例えば、株主名簿上の記録と振替口座簿上の記録には、善意取得の有無、すなわち、無権利者から権利を取得した者が保護されるか否かで大きな差異があります。頻繁に取引される金融商品の決済を、ブロックチェーン

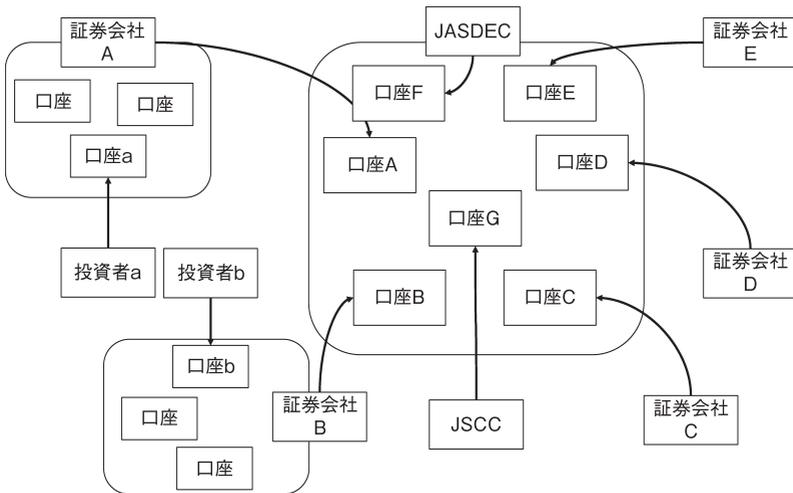
技術を利用して安定的に行うためには、口座または記録に基づき善意取得が認められることが望ましいように思います。将来的にブロックチェーン技術の信頼性や安定性が向上することが見込まれるのであれば、法的効果が付与される口座または帳簿の記録の範囲の見直しが必要となるように思います。

5 おわりに

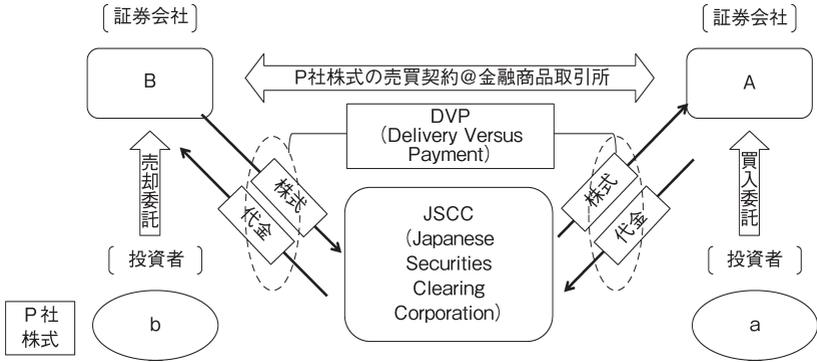
本シンポジウムの目的との関係では、ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済と金融商品取引法の詳細に検討することが求められます。しかし、このような検討を行うための準備作業として、そもそもブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済の概要を理解することが望ましいと思います。本報告の分析は様々な制約から、このような準備作業にとどまらざるをえませんでした。本シンポジウムにご参加いただいた先生方から様々な示唆をいただき、ブロックチェーン技術を利用した金融商品の決済と金融商品取引法の関係について研究を進めて参りたいと思います。ご静聴ありがとうございました。

※本報告はJSPS 科研費 18H03613 の助成を受けた研究成果の一部である。

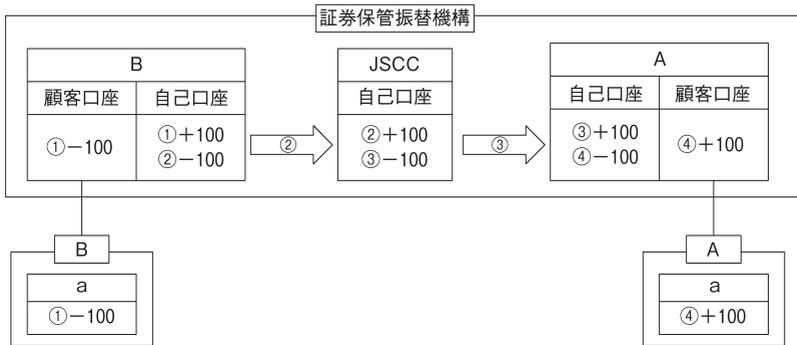
【図表 1】



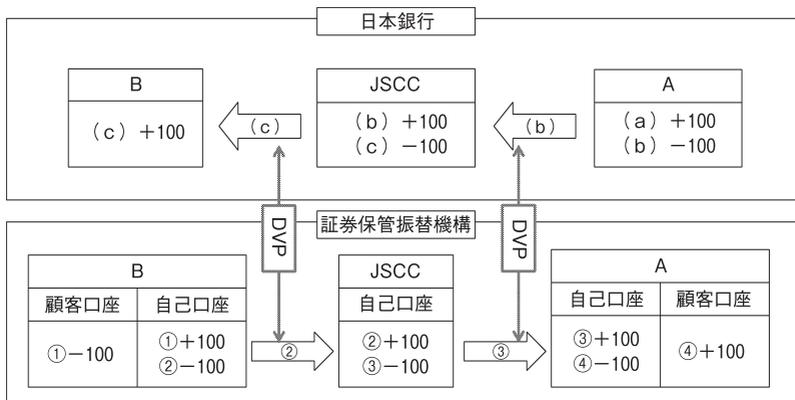
【図表 2】



【図表 3】

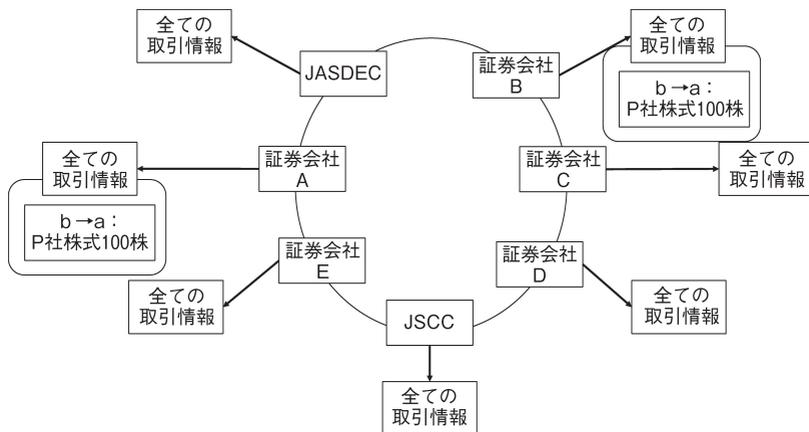


【図表 4】



- (a) : 投資者 a から証券会社 A への売買代金の支払い
- ① : 投資者 b から証券会社 B への P 社株式の引渡し
- ④ : 証券会社 A から投資者 a への P 社株式の引渡し

【図表 5】



質疑応答

黒沼司会 多数のご質問をいただきました。時間内にご質問者に質問を改めて発言していただくと時間が足りなくなってしまうので、私が質問票の内容を読み上げて、各報告者に回答していただきたいと考えております。そして、回答の順番なのですが、角田さんへの質問が多いものですから、回答をお考えいただく時間のこともございますので、芳賀さん、河村さん、加藤さんと順番に質問をしまして、最後に角田さんに質問にお答えいただくことにしたいと思います。

そこで芳賀さんへのご質問ですが、私のほうで、読み上げさせていただきます。マンパワーグループの西正稔さんからのご質問です。この問題の前提として、IT化が進む前の株式市場で問題となっていた相場操縦では、市場での取引があまり多くない、いわゆる中小型株が対象になっていました。本日採り上げられたアルゴリズム取引のよい面として、いわゆる仕手筋による従来型の相場操縦が困難になったことも事実であります。以上を前提にまず1点目として、時価総額の大きな大型株に関し、本日指摘があった問題の多い取引手法が成功するのかという点を検証した実証データはあるのでしょうか。印象論になりますが流動性が相対的に低い中小型株でなければ成立しない取引手法のようにも思われます。次いで2点目として、もし中小型株のみで通用する手法ということであれば、大型株と中小型株で規制の内容を変える、さらには当局の監視の程度を変えることも可能と思われます。こういうご質問です。それでは芳賀さん、お願いします。

芳賀 ご質問ありがとうございました。まさにご指摘のように、従来ですと、中小型の株式は流動性が低いので操作しやすいといわれていたところです。

ご質問があったところですが、日本の実証データは、残念ながら、私の知りうる限りございません。本報告の場合は、とりわけHFTが対象とする株式が必ずしも、いわゆる大型株だけに限定されているとは限りませんので、両方を合せて私自身は検討したところです。もし大型と中小型株で差異を設ける必要があることを示すような実証データがあるとなれば、ご指摘いただいたような形で対応方法ないしは監督方法は当然変わりうるのかなとは思っております。十分なお答えではありませんが、このようなお答えでよろしいでしょうか。

黒沼司会 それでは次に、中部学院大学の畠山久志さんからのご質問です。高速取引の効率性について合理性があるとのみ説明がありましたが、どのような合

理性でしょうか。具体的にご教示くださいということです。大量取引が生じることで取引所に多額の注文手数料が落ちることも合理性の一部なのでしょう、というご質問です。それでは芳賀さん、お願いします。

芳賀 ご質問ありがとうございます。私の合理性の説明について舌足らずなところがあったのだと思います。一般論として、実証研究は、若干古いのですが日本にもございまして、HFTの場合、売り買いについて発注をいたしますので、流動性が高まるという点でプラスの面があるというのが一般的な評価かと思えます。また先ほど（報告の中で）挙げました戦略としまして、アービトラージというものがございまして。これは、コンピューターを使って、若干の価格差——市場間のものであれば、先物と現物の差もあるでしょうが——このような価格差を見付けて、瞬時に取引することによって、市場の効率性を高める点があります。このことから、高速取引にも一定の合理性があると理解しております。以上のようなことでよろしいでしょうか。

黒沼司会 次に大阪大学の松尾健一さんからのご質問です。1つ目は、相場操縦の規制根拠との関係という点ですが、長期の投資からみれば、誤差ともいえる範囲の価格差を秒未満の取引で操作する行為がいかなる点で市場の機能(効率性)を害するといえるのか、検討する必要があるのではないのでしょうか。2つ目は、要件の設定の仕方について、1つ目の質問に対する答えの結果、規制根拠と規制範囲が明らかになれば、そこに入る取引について行為者側で経済的合理性を立証できない限り、規制してよいのではないのでしょうか。誘引目的を捨てて、EU型にしてはどうでしょうか。そういうご質問です。

芳賀 松尾さん、ご質問ありがとうございます。まず1つ目のご質問においてご指摘なさっている規制根拠との関係は、私自身も今回もいろいろ悩んだところがございます。おっしゃるとおり、長期投資からみれば、瞬時の変化は、誤差ともいえる、瞬間的な動きとなります。この点についての捉え方ですが、私のような自然人ですと、それはおそらく気が付かないような変化のスピードだと思えます。他方、相手方もアルゴリズムになると、瞬間的な値動きに反応するところです。そうであれば、やはり公正な価格形成プロセスという点で、相場操縦の対象になりうるのではないか、と思っております。ただ、おっしゃるとおり、市場の効率性との関係を検討することは、今後の研究課題でもあろうかと思えます。

2つ目のご質問である（相場操縦の）要件の在り方は、まさにご指摘をいただ

いたEUの形式につきまして、実は私も非常に魅力を感じております。ちょうど今、司会をいただいている黒沼さんには、20年ほど前ででしょうか、私が私法学会で相場操縦の報告をした際にも司会をいただきました。その際には、私は、誘引目的よりも、変動取引を重視する方向性について報告いたしました。この方向性は、理論上、優れているという考えは変わらないのですが、実際に取引する方にとってみると、取引すること自体、(相場操縦と疑われる)リスクが非常に高くなってくるおそれがあります。そうすると、誘引目的により規律する方がむしろ取引の流動性を高めるためにはいいのではないかという疑問も、矛盾しておりますが、持っているところでございます。この点につきましても、具体的にどのような形式で——本日の報告でも触れましたが、どういうものが相場操縦に当たるのか、ということを書き込めるかどうか依存してくる問題ではないかと思っております。いずれにいたしましても貴重なご指摘をいただきましたので、この点も今後の研究課題とさせていただきます。ありがとうございます。

黒沼司会 芳賀さんに対するご質問は以上です。

次に河村さんに対するご質問です。片岡総合法律事務所の高松志直さんからのご質問です。特定の資産(不動産など)を小口化して流通するものの、収益分配および元本償還を予定していないトークンについては、いかなる規制の在り方が適切でしょうかというご質問です。

河村 ご質問ありがとうございます。これはまず前提として、おそらく現行法上の仮想通貨にも該当しないし、現行法上の金商法上の有価証券、集団投資スキームにも該当しないという前提のご質問だと思うのですが、まさしくこういうものがありうるのではないかということで、本日報告の中で申し上げたように、およそ投資性のある、市場性のある金融商品であれば、まずは基本法である金商法で対応すべきであると考えております。今質問にあったようなものを取り込むために、今の集団投資スキーム持分概念ではなかなか取り込みにくいところがあるように思いますので、そこを改正していくべきではないかと考えている次第です。

黒沼司会 次に匿名の弁護士の方からのご質問です。ICOに際し、①BTC、ETH、XRPなどの著名仮想通貨との交換を謳うことや、②自己または第三者のサービスにおいて使用することができると謳う仮想通貨、いわゆる草コインは資金決済法上の仮想通貨といえるのか。仮想通貨となる時期の問題、どのような状態になれば、仮想通貨といえるのかの問題だと考えております。また仮想通貨に該

当しない場合でも、①のように著名な仮想通貨に交換できることを謳う場合には、いったん草コインに交換されるとしても、仮想通貨に交換するための資金を預けることとなるため、仮想通貨交換業に該当すると考えられるが、どうでしょうかというご質問です。

河村 私にご質問をちゃんと理解しているかどうかわかりませんが、仮想通貨に該当すると思います。そもそも最初のところで、仮想通貨の定義に2条5項1号と2号とありますが、1号の仮想通貨——ビットコインであるとかがそうですが——と交換できるのであれば、2号仮想通貨に該当しますので、仮想通貨であるということです。ですので、後半の問題も仮想通貨に該当するという前提で考えればよいということになります。以上です。

黒沼司会 どうもありがとうございます。次は帝京大学の首藤優さんからのご質問です。ICOについて、証券発行開示規制のようなものの適用の必要性はあると考えますが、その一方で、あまりに厳しい規制を適用すると、有益なICOすら行われなくなるおそれもあるようにも考えられます。このバランスをどのように考えていらっしゃるでしょうかというご質問です。

河村 ご質問ありがとうございます。これも私の報告の中で少し申し上げたのですが、例えばプロ・アマの規制区分を作るのも1つのアイデアではないのかなと。今、認定自主規制機関になろうとしている団体の自主規制の中でやるかどうかはともかくとして、プロに対しては審査の要件であるとか、開示規制の要件であるとか、そのあたりを緩和していくと。ただ、プロに販売されたICOのトークンがアマに転売されるようでは、しり抜けになってしまいますので、今、株式の世界でもありますが、プロ向け市場みたいなものを作って、そこでプロのトークンに関しては流通させていくであるとか、そういう制度設計でバランスを取っていくことができるのではないかなと考えています。

黒沼司会 ありがとうございます。あと、河村さんへのご質問が2件ございます。1つは、マンパワーグループの西正さんからの質問です。午前中の議論も含めて総論的な内容になります。議論が錯綜しないように、資産性の問題と既存技術の代替という問題を分けて議論したほうが望ましいという視点から申し上げますと、まずブロックチェーン技術から派生する仮想通貨について、仮想資産といわれることもあります。その資産性を政策として肯定するか否定するかという問題があります。本日の議論は肯定的な立場に立ったものが多かったように思われ

ます。ただ、数年前に問題になったオンラインゲームのキャラクターのように、国の政策としてその資産価値を否定的に捉えるという選択肢もないわけではございません。次いで、既存の金融機関が現在の決済技術に代えて、ブロックチェーン技術を導入することの是非に関する問題があります。この問題については株券の電子化のときのように、既存の法規制をうまく適合させることができるのか、あるいはブロックチェーン技術がその実用に耐えるのか等、実用化段階で発生する問題を1つ1つ解決する必要はもちろんです。しかし、資産性の問題のように導入するか否かの入口の段階の議論で初めから否定的に考える必要はないと思われます。したがって、本報告のトークンを使ったICOについても、ベンチャー企業の新規の株式公開と同じく、通常のIPOのような規制を作った上でICOを導入するのであれば許容されるのではないかと思います。こういうコメントですが、河村さんから応答があれば、よろしく願います。

河村 ありがとうございます。私はコメントのご趣旨を誤解しているのかもしれませんが、私は別に仮想通貨であるとか、ICOであるとかを現段階で否定的に捉えているわけではないわけです。現状のICOが資金決済法であるとか、金商法であるとか、そういうものの適用を受けないまま、一般の人たちに行われてしまうことになってしまいますと、例えばIPOであれば金商法が適用されて、開示規制だとか業者規制だとか、不正取引規制が適用される世界と全然違う世界が登場してしまいますので、それはまずいと。午前のシンポジウムで、丸山さんがおっしゃっておられましたが、利用者側からみた視点というのは重要であって、使われている技術が何であれ、利用者側からみた場合に、およそ投資商品という性質があるのであれば、投資商品に適した規制を適用していかなくてはいけないのだというのが私の考えでして、決して否定的に捉えているわけではないわけです。以上です。

黒沼司会 ありがとうございます。もう1件、狛・小野グローバル法律事務所の山中真人さんからご質問があります。金商法の集団投資スキーム持分概念をより包括的なものへと改正する対応は、金商法を改正するという意味でよろしいでしょうか。金商法をそのように改正した場合、資金決済法との棲み分け、ないし役割分担はどのようにお考えでしょうか。そういうご質問です。

河村 ありがとうございます。私としては、金商法の集団投資スキーム持分概念なんかを改正したほうがいいのではないかと考えています。金融法務事情2095

号の51頁に書いたのですが、資金決済法で対応するとした場合に、今の資金決済法は公正な価格形成の確保との関係を踏まえた目的規定になっているわけではありませんので、資金決済法で対応するとした場合には公正な価格形成の確保との関係を踏まえた同法の法目的の再検討、自主規制を活かしたICOの開示規制の在り方、トークン等の取扱基準の公正性・透明性の確保や取引審査体制などの整備、金商法157条や158条のような包括的な詐欺・市場阻害行為禁止規定の導入と活用、エンフォースメントの充実などが主な検討課題となろうとありますが、こういうことができるのであれば、別に金商法の中に入れ込んでいなくてもいいと。そちらで対応すればいいとは思っていますが、できないのであれば、金商法でやるべきだと思っていますし、先ほども報告の中で申し上げましたが、仮に資金決済法で対応するであるとか、新たにICOの法律を作るであるとか、そういうことをやったとしても、おそらくまたICO以外に新しい投資商品は出てきてしまうわけです。ですから、いずれにしても抜け落ちてしまうような投資商品の受け皿としての金商法という役割はあるのではないかと。バスケット条項みたいな形ですが、そういう役割があるのではないかと。そういう役割分担ができるのではないかとと思っています。

黒沼司会 ありがとうございます。

それでは加藤さんへのご質問に移ります。まず学習院大学の小出篤さんから、次のご質問があります。証券決済をブロックチェーンで行う場合（ここでは証券会社コンソーシアム型を想定）、現行の社振法の法的枠組みを維持し、単に振替口座簿をどこかのノードの台帳とするだけでは問題があるか。あるとすれば、どういう点かというご質問です。ご回答、お願いいたします。

加藤 ご質問ありがとうございます。この問題は、小出さんもお参加されている日本銀行金融研究所の研究会で詳細に検討されていた問題に関連するものであったかと思います。現行法の枠組みとブロックチェーン技術を使う場合の大きな違いは、社振法では、JASDECが頂点にいて、その下に証券会社が階層的に位置付けられているという点にあるかと思います。今回の報告では説明を省略しましたが、同法における振替口座簿上の記録の更新手続の特徴は、伝言ゲームのように情報のやりとりを行う点にあるかと思います。そして、現在の同法の枠組みの中でブロックチェーン技術を利用していくことを検討する際には、このような伝言ゲームを忠実にブロックチェーン上に記録する必要があるのかが問題になると思い

ます。小出さんのご質問も、ブロックチェーン技術を利用する場合にも同法が振替口座簿上の記録に付与している効力を維持するために、現在行われている手続のどの部分までブロックチェーン上の記録に置き換えることができるのかといった問題意識に基づくものと拝察いたしました。今回の私の報告では、忠実に記録しなくても、ブロックチェーン上では単に投資者bから投資者aに権利が移転したという伝言ゲームの結果だけを記録して、その結果を同法に基づく振替口座簿に反映させることができれば、大きな問題はないという方向性を示したつもりです。これに対して、「振替口座簿をどこかのノードの台帳とする」という方法では、ブロックチェーン上に、現在、同法に基づき記録することが求められている情報を記録するという形になるのでしょうか。確かに、このような方法によっても、事実上、ブロックチェーン上の記録に同法の記録と同様の法的効力を与えることができると思います。ただ、本日の報告でも触れましたが、現在、同法に基づき記録することが求められている事項以外の情報についてもブロックチェーン上に記録する実務上の需要があるならば、何らかの法的対応がなされることが望ましいと思います。また、特定のノードが管理する台帳を特別扱いすることは、セキュリティの観点で分散型台帳の基本的な思想と整合しない面もあるように感じました。

黒沼司会 ありがとうございます。もう1件は法政大学の椽川泰史さんからのご質問です。最終的に社振法上の振替口座簿の記録に結び付ける場合に、その手前の時点でブロックチェーン上の記録に善意取得の手当てが必要とお考えでしょうか。そうだとすると、その効用はどのようにお考えでしょうかという点です。

加藤 ご質問、ありがとうございます。まず現行法を前提にいたしますと、法的効果が与えられるのは振替口座簿上の記録となります。私の報告でも、このことを前提にしておりました。ただ、椽川さんのご指摘のとおり、私の報告ではブロックチェーン上の記録の更新に合わせて振替口座簿上の記録が更新されるということを想定していましたが、仮にブロックチェーン上の記録と振替口座簿上の記録の同期にずれが生じる可能性を想定すると、ブロックチェーン上の記録のほうが主たる記録ですから、そちらの記録に善意取得などの法的効果結び付けることが本来は望ましいのだらうと思います。ただ、こういう立論をするためには、そもそも振替口座簿上の記録の再定義が必要になります。繰り返しになりますが、私の報告では現行法の取扱い、すなわち、振替口座簿上の記録に善意取得の効果

を結び付けることを考えておりました。ただ、ブロックチェーン上の記録自体に善意取得の効果を認めるほうが望ましいかもしれないと、先生のご指摘を受けて思い至った次第です。以上です。

黒沼司会 ありがとうございます。加藤さんへのご質問は以上の2件です。

最後に角田さんへのご質問が6件ございますので、それを順に質問を私のほうで読み上げて、答えをいただきたいと思います。

まず瀬川信久さんからのご質問です。3つのご質問があるのですが……。ちょっと読みにくいので、先生に読み上げていただくことはできますか。

瀬川 まず、個別的な問題を3つお聞きします。1つ目ですが、投資先の収益性とかリスクはロボットアドバイザーの基本的なデータになるとして、そのほかに過去の市場危機の経験などのデータも入れるのでしょうか。リーマンショックだとか、原発事故で東電株が下落したようなことも、ロボットアドバイザーに入れるのでしょうか。2つ目は、個々のロボットアドバイザーの特性の問題です。基礎にしているアルゴリズムやデータの種類・範囲などは、ロボットアドバイザーごとに違うと思うのですが、これを顧客にどのように説明するのでしょうか。3つ目に、実際に市場危機が生じる前と後で、違う助言をしてくれるのでしょうか。以上の3つの個別問題が気になりましたが、その一部は金融法務事情2095号の38頁から39頁に書かれている自動化サービス仕様書の記載の仕方の問題になるのかなと思いました。あるいは40頁の(3)のシステム全体の機能充足を担保する体制整備の問題になるのかなとも思いました。しかし、これらは適合性原則の問題ではないようにも思います。そこで改めてロボットアドバイザーという観点から適合性原則を考えてみますと、現在、ロボットアドバイザーは長期・積立・分散という基本方針で勧誘していて、顧客を中低所得者層に絞っています。こういうふうにロボットアドバイザーでは顧客を絞ることによって適合性原則の問題に事実上対応し、適合性原則の問題が顕在化しないようにしているところがあるのでないかと思いました。逆にいうと、適合性原則という考え方を、ロボットアドバイザーを念頭に置くときは、少し変えなければいけないのではないかという気がしました。未整理の質問で申し訳ありません。

角田 ご質問ありがとうございます。最後におっしゃった対面取引で、人がサービスを提供していた場合の主な問題であった適合性原則、説明義務の問題を違った捉え方として考えていって、善管注意義務でありますとか、忠実義務といっ

た別の法律問題として論ずるべきではないかと。そういうご指摘と受けとめました。これはフィデューシャリー・デューティーを重視していくことの意味として、私自身も重く受けてとめております。

先生がご指摘になられましたように、日本でロボットアドバイザーが提供しているサービスの現状を拜見する限りにおいて、適合性原則が果たすべき役割は限られたもので、適合性原則違反を根拠に顧客の救済がされる可能性も低いであろう。そういう認識も持っております。ただ、ロボットアドバイザーが先行して普及しておりますアメリカでありますとか、あるいはヨーロッパの論文などを拝見いたしますと、扱われている商品にだいぶ多様性が出てきており、顧客層も富裕層へと広がりもみせているようです。そのような市場の変化があって、ハイリスク商品も取扱い始めたあかつきには、適合性原則が果たしていくべき機能も、またややウェートを持ってくるのではないかと考えております。

次に、いくつか個別の質問をいただきましたが、まとめますと、AIは市場危機に対応することが可能なのだろうかを聞かれているように思いました。一般論になりますけれども、今、実装されているAIは統計的手法に依拠しているのですが、問題の市場危機というのは統計学において非常にやっかいな存在として知られるファットテールな分布で生じた大きな外れ値というもので、それが起こる確率は計算不能とされているようです。ですので、AIがいくら過去の市場危機に関するデータを読み込んだとしても決定打にはならないと理解しております。こういった限界について、実際にロボアドバイザーが顧客にどのように説明しているかは、調査ができておりません。申し訳ございません。

関連する問題といたしまして、実は報告では省略したのですが、ロボットアドバイザーの実証研究で、そこで実際に推奨されている内容に関する研究が出ていますが、どうもあまりにも似通っているとのことのようにございます。ロボットが投資推奨・投資判断を自動化して行うこととなりますと、自動化された取引が非常に増えると。しかも、行っている判断に似通りが激しい。そこに、果たして適合性原則のチェックが働いているのかという問題提起に加えて、証券市場においてきわめて似た投資判断が大量に行われるようになりますと、市場が少し動いたときに拡幅する幅が非常に広がってしまって、市場が混乱しかねないと。そういうリスクにどう対応するかという問題がだんだん大きなウェートを持って議論され始めているようでございます。これは、ある意味、これまでとは異なっ

た形で市場危機を引き起こしかねないリスクとみられているからではないかとも思えます。

また、そのような事態への対応といたしまして、ロボットアドバイザーは市場の変動が激しい場合に止まると。そのような措置を講じてきているそうであります。BREXIT のときだったと思うのですが、アメリカのロボットアドバイザーがサービスを止めたそうでございます。その後にレジユメに書いていたような顧客からのクレーム等で少し混乱があったとのことのようでございます。一般論として、機械は何かことが起こったときに暴走しないで止まれるのが優秀な証だと技術者に伺ったことがあります。優秀なのかもしれないけれども、それによって損を被った方々はクレームを出されたようです。そこでロボットアドバイザー側では、そういう事態になれば、人間がサポートします、あるいはマーケットの見通しの照会ができますといったハイブリット型のサービスでうちは対応していますとか、そういった形での差別化がアメリカ等ではみられているようであります。そこまでしか調査が及んでおりませんので、すみません、これぐらいでご勘弁いただければというのが瀬川さんへの回答でございます。

黒沼司会 どうもありがとうございます。

続きまして、学習院大学の松元暢子さんからのご質問です。ロボットアドバイザーの出現により、説明義務や適合性原則について再検討が必要になるとのご指摘、また、ロボットを使っている業者がフィデューシャリー・デューティーを果たしているか否かが問題になるというご指摘は、大変ごもっともだと思いました。ロボットの場合、適合性原則については、顧客に自分でこれまでの経験や経済状況などを記入させるといった方法によって、ある程度解決できそうな気がしますが、説明義務をどう果たすのかというのが、より困難な問題であると思います。この点について、先生のお考えまたは外国法の状況があればご教示くださいということです。

角田 松元さん、どうもご質問ありがとうございます。適合性原則が果たしている役割が小さいという認識は、先ほど瀬川さんへの回答でお話しさせていただいたとおりであります。先生ご指摘のとおり、適合性原則について自分で記入する点は、ある程度解決できるとおっしゃっているのですが、これが機械に不慣れたユーザに対して、どうサポートするかという論点は一応残っていることだけは指摘させていただきたいと思えます。

おっしゃるとおり、情報提供をどうするかが非常に難しい問題という認識でございます。金融法務事情2095号の38頁の注16でも書かせていただいたのですが、とくに利益相反のリスクをどう開示させるのか、していなかったのではないかとということがアメリカでは先行して問題になっているようでございます。既存の金融機関がロボットアドバイザーサービスを提供している場合に、きわめてわかりにくい形で何か手数料を取っているのではないかとということで、クラスアクションが起こされているという情報も得たところであります。そういったように利益相反リスクは、アルゴリズムを開発する方の意図が意外に反映されるようでございまして、サービス提供業者の利益にかなうようなアルゴリズムが開発されているのではないかという疑いのまなざしを英米の論文を読んでいると感じているところでございます。

情報提供義務の問題、利益相反の問題がきわめて大きなトピックスになっているのが1点と、あとは先ほど申し上げましたように、非常に似通った注文が市場に多く席卷しているような状況のリスクをどうやって説明していただいいのかと。そういった論点、いずれも情報提供の問題と整理できるかと思うのですが、こういった問題にどう対応すればよいのかについては、まだ解決が出ていない状況ではないかという認識でございます。以上です。

黒沼司会 続いて、伊藤見富法律事務所の宇波洋一さんからのご質問です。非対面型の金融サービスにおいては、ある程度、サービス内容が定型化、または一定のカテゴリー化したものになっていることが多いと理解しています。適合性判断を踏まえた必要となる説明の程度は対面型では意識され、どのような説明が適切・必要であるかの判断、理解できているかの確認は個別の顧客の属性等に応じて行われるものと理解しています。しかし、オンラインの非対面型では、説明は資料の提供により行われ、理解したかの確認は理解した旨のチェックボックスにチェックを求めるなど、顧客の属性にかかわらず定型化している実態があるようにも思います。要保護性のより高い投資家がサービス提供先に含まれることとなった場合、投資家から得た情報を踏まえ、要保護性が高いと判断したときには、単に理解した旨のチェックボックスにチェックをさせるだけではなく、実際に理解ができているかを確認するようなプロセスを経るシステムを構築することが望ましいようにも思われます。説明に対する投資家の確認について、非対面の場合には投資家の属性に応じた方法を構築すべきといった議論や海外の規制などはあ

りますかというご質問です。

角田 宇波さん、どうもご質問ありがとうございます。先ほど、松元さんへの回答の中でも少し紹介させていただいた点かと思うのですが、おっしゃるとおり、このような顧客の理解がもしかしたら間違っているのではないかと疑われるような、例えば投資の目的と資産状況などを照らし合わせると、相互に矛盾を来してしまうような回答があった場合には人間がサポートするとか、困っている場合にはいつでもチャットで応じますといった、人と機械のハイブリッドのサービスを提供する傾向が強まっているということで、そういったハイブリッド化するのも1つのシステムの構築の在り方ではないかと、そのように理解しております。

また、ご質問には、このような考慮とは反対方向といえますか、顧客がそれなりの投資経験や知識を有しているような場合、ほとんど知識・経験のない者を想定して構築されている定型化されたオンラインシステムでよいのかという問題提起も含まれているようにも受けとめました。このような問題に関する議論をみた記憶はなく、印象しか申し上げられないのですが、たとえ顧客に投資経験はあっても、人からサービス提供を受けていたものが機械化・自動化されることに伴う情報提供は必要なのではないのでしょうか。また、これは、フィンテックサービスの特徴だと思われそうですが、オンラインの質問項目への回答入力や情報提供がとてもスムーズに展開されているので、ここにも、プロ・アマ区分のような議論がでてくるのかはもう少し見守る必要があるようにも思えます。すみません、雑駁な感想ですが、お答えになっておりますでしょうか。

黒沼司会 ありがとうございます。

次に一橋大学の森勇斗さんからのご質問です。適合性原則の要件としての勧誘について、消費者法の判例であるクロレラちらし事件が、消費者契約法12条の勧誘について示した拡張的定義はロボットアドバイザーの勧誘についても類推しうるのでしょうかというご質問が来ています。

角田 森さん、ご質問ありがとうございます。実は、金融法務事情2095号の41頁の注36で、クロレラちらし事件の最高裁判決には言及はさせていただいておりましたが、せっかくですので、補足させていただきます。ご質問に、ロボットアドバイザーの勧誘についても「類推しうるでしょうか」とあるのですが、これが例えば「類推適用はありうるでしょうか」という趣旨だといえますと、そこまでは考えておりません。ただ、注36に書きましたように、この判決も参照はし

たいと、そういう気持ちでございます。

一般論として申し上げますと、消費者契約法は特別民事ルールでございまして、その特別民事ルールに関する最高裁判決が直ちに金商法という業者ルールの解釈に影響を及ぼすことはまずないとは承知してございます。また、消費者契約法は事業者と消費者間の格差にかんがみでの特別民事ルールでございまして、金商法は事業者が顧客との関係で、どういう義務を負うかという公益性の中で課せられている義務でございまして、ロジックが違ってはきます。ただ、適合性原則は、ご案内のとおり、平成17年7月14日の最高裁判決により、業者ルールの著しい違反があった場合には不法行為法上の違法性を基礎付けうるということで、民事ルールとの架橋が認められております。そのような意味において、参照には値すると捉えていたところでございます。

黒沼司会 次に名古屋学院大学の坂東洋行さんからのご質問です。金融業者の法的義務の内容を検討するにあたっては、Same Rule Principle とフィデューシャリー・デューティーを基本方針に捉えて具体化していくべきであるのご指摘ですが、ロボットアドバイザー導入拡大と、消費者の保護と利便性という点できわめて重要な視点だと思います。ただし、金融庁のいうフィデューシャリー・デューティーと英米法におけるフィデューシャリー・デューティーとは私は異質なものと考えますが、金融業者にも消費者にも理解が難しく、まずは金融業者に対し法的義務を具体化し、業務方針を策定してもらいたいと考えます。本日のご報告では、主として適合性原則を取り上げられていましたが、法的義務の具体化として想定されているのは適合性原則のみでしょうか。そのほか、金商法上、業者一般に求められる誠実義務、投資助言・運用業に求められる忠実義務と善管注意義務も射程とされているのでしょうか。さらに消費者からみれば、これらの金商法上の義務違反には罰則がなく、救済としては行政処分と民事による損害賠償がありますが、今後、ロボットアドバイザーが導入されると罰則規定まで必要となるのか。また、このままプリンシプルによる曖昧な解釈のまま、金融業者にゆだねたままでよいのか。お考えをお聞かせくださいとのことです。

角田 坂東さん、どうもありがとうございます。すみません。前半のご質問については先ほどの瀬川さんへの回答をもって代えさせていただきます。せっかく応援していただいたので、後半についてもお答えを差し上げたいのでございますが、答える準備がございませんというのが回答となってしまいます。

私の報告にあたりまして、「現時点においては」という限定を何度も付させていただきました。午前中の報告者の方々も指摘されておりましたように、この分野はきわめて進化が激しい分野でございます。法律も産業のイノベーションに密接に関わる形で、法律もイノベーションを遂げていかなければならないという認識を持っておりますので、現時点で消費者としての保護の必要性があることを理由に、例えば罰則規定を設けることに対しては一民法学者として、あるいは消費者法学者としても躊躇を覚えます。これからのイノベーションを見守りながら、なおかつ迅速な対応が必要であるという前提で考えていく必要があろうと。私が報告した内容は、「現時点においては」という限定のもとでの単なるレポートであるとお答えさせていただければと思います。ちょっとご質問は私には壮大すぎて、ごめんなさいということです。

黒沼司会 よろしいでしょうか。

それではこれが最後のご質問になると思います。学習院大学の小出さんから、次のような質問が寄せられています。ご報告で、ロボットアドバイザーの対象となる顧客が投資未経験の新しい投資家であり、説明されれば、その合理性を判断できる従来の投資家像とは異なるタイプのものであるとのご指摘がありました。他方、ロボットアドバイザーによる著しく不合理な投資判断がなされるケースで、投資運用業者に善管注意義務違反があったどうかを判断する上では投資戦略全体の合理性で判断するべきであり、個別投資で判断するべきではないとのお考えを前提に、アルゴリズムやAIが選択した投資戦略自体の合理性の分析が困難である場合は、そのアルゴリズムやAIを用いること自体の合理性を検討し、それも困難なケースでは、顧客にアルゴリズムやAIの特性や投資対象の選定方法等を説明し、合意すべきとの日銀金融研リポートを紹介しておられます。しかし、ロボットアドバイザーが想定する新しい投資家は、アルゴリズムやAIの特性や投資戦略について説明されれば適切に判断できるのでしょうか。また、そこで想定される説明内容は従来の適合性原則を背景とするものと何か異同はあるのでしょうかというご質問です。これはなかなか難しいご質問だと思いますが、最後ですので、よろしくお願いします。

角田 痛いところを突かれてしまいました。ただ、非常に大事な質問だと思います。小出さん、ありがとうございます。私に可能な範囲で答えさせていただきたいと思います。

非常に難しい問題です。そうですね、たとえ話になりますけれども、この問題は、自動運転を街の中で走らせてよいのかというときに立てられる問いとパレルなのではないかと思います。確率的な判断をする AI は、例えば新製品のポテトチップスの袋なるものを知らず、それが人間の命よりもよほど重要なものかもしれないという判断をしてしまうリスクを防ぐことは不可能であると。そういう話があって、そのように危険な AI を搭載した自動運転車なるものを人が往来する街を走らせてよいのか。そのようなリスクをどうやって説明すればよいのか。説明しきれないのであれば、自動運転は導入すべきではないのかと。そういう問題がその分野では議論されているところでございます。

それと同じような問題が、ここでは起こっているのだと思います。これを説明しきるのは不可能かもしれません。けれども、自動運転の導入、あるいはイノベーションをここでやめるのですかという問いときわめて似た問いが、ここで立てられているのだと。そういう認識でございます。

なので、私が前半で説明させていただいた一般論として法的な義務として義務付けることが可能な説明義務の内容を検討するにあたって想定される投資家像と、このようなきわめて難しい問題において、どこまでの義務付けが可能かという問題を一緒に議論してしまうと、それは答えることが非常に難しい問題であり、しかもイノベーションを阻害してしまいかねない、きわめて難しい問題であるとの認識はありますが、答えが出ておりません。そういうことでご勘弁いただければと思います。ありがとうございました。

黒沼司会 どうもありがとうございました。質疑応答は以上でございます。

時間が足りなくなったことと、それから私が質問票を読み上げるのが下手で、質問の趣旨が伝わらないとか、あるいはもう少し応答を重ねたほうが議論が深まる点があったかもしれませんが、大変多様な質問をいただきまして、我々の報告内容をより掘り下げて説明することができ、有意義なシンポジウムになったのではないかと思います。

それでは、午後のシンポジウムをこれで終わりにしたいと思います。ご清聴、ありがとうございました。

〔海外金融法の動向〕

アメリカ

東京大学教授 加藤 貴 仁

SECによる“*Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*”の公表

1 はじめに

2019年4月3日、SEC (US Securities and Exchange Commission)は“*Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets*” (*Framework*)を公表した⁽¹⁾。*Framework*は、分析の対象とする digital asset を、その発行および譲渡が分散型台帳技術やブロックチェーン技術を用いて行われる資産と定義した上で、仮想通貨 (“virtual currencies”), ICO (“Initial Coin Offering”)において発行されるコイン (“coins”) やトークン (“tokens”) が含まれるが、これらに限られるわけではないと説明している⁽²⁾⁽³⁾。比較的最近、SECはコインやトークンに対する連邦証券規制に基づくエンフォースメントを活性化させているように思われる⁽⁴⁾。また、*Framework*の公表前に、digital assetsに係る取引と証券規制の関係についてSECから文書が公表されたこともあった⁽⁵⁾。*Framework*では、このようなこれまでのSECの活動も踏まえて、digital assetに係る取引に連邦証券規制が適用されるか否かを判断する際にどのような要素が重要であるかを、具体的かつ整理された形で示すことが試みられているように思われる。

Digital assetに係る取引と証券規制の関係を明確化する必要性はアメリカに限った問題ではなく、我が国でもその必要性が認識されている。平成30年12月21日に公表された「仮想通貨交換業等に関する研究会」報告書に基づき、平成31年3月15日に金融商品取引法の改正を含む「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律案」が第198回国会に提出され、同年5月31日に成立した⁽⁶⁾。Digital assetに係る取引は、分散型台帳技術やブロックチェーン技術を用いて行われるために、国境を跨いで行うことが容易である。したがって、証券規制がdigital assetに係る取引を規制しようとする場合には、国際的な協調の必要性を意識することが望ましい⁽⁷⁾。

本稿はこのような問題意識から、*Framework*の概要を紹介することを目的とす

る。また、最近、アメリカでは、前述したようにSECによるコインやトークンに対する連邦証券規制に基づくエンフォースメントが活発化したことを受けて、証券規制との関係を含むdigital assetに係る取引の法的位置付け考察する論考が急増しているように思われる⁽⁸⁾。そこで、本稿ではこれらの論文も可能な限り参照しつつ、*Framework*の妥当性を検証することも試みたい。

2 “Framework for ‘Investment Contract’ Analysis of Digital Assets”の概要

(1) 連邦証券規制における“security”の意義

Digital assetが“security”に該当する場合、digital assetに係る取引に連邦証券規制が適用される可能性が生じることになる⁽⁹⁾。例えば、連邦証券規制に従った届出がなされていない限り、何人も“security”の取得を勧誘することは許されない⁽¹⁰⁾。連邦証券規制において“security”を定義する規定では、株式(“stock”)、担保付社債(“bond”)、無担保社債(“debenture”)などが“security”に該当することを明示するとともに、投資契約(“investment contract”)も“security”に該当するとされている⁽¹¹⁾。投資契約は、連邦証券規制において“security”に該当することが明示されていない様々な金融商品を連邦証券規制の対象に含めることを可能にする、いわば一般条項としての役割を果たしてきたのである⁽¹²⁾。

ある商品が投資契約に該当するか否かは、合衆国最高裁判所がSEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293において示した基準(以下「Howey基準」という)によって判断されている⁽¹³⁾。Howey基準に従えば、共同事業への資金の拠出が行われ、かつ、資金の拠出者が他者の努力から利益を得ることを期待しているといえる状況が存在する場合には投資契約が存在し、投資契約の締結の勧誘等は“security”の取得の勧誘等に該当することになる⁽¹⁴⁾。*Framework*では、digital assetの取得に際して、共同事業への資金の拠出が行われることは明らかであるとし、その他の要件、すなわち、資金の拠出者が他者の努力から利益を得ることを期待しているといえる状況が存在するか否かに焦点を絞って、検討が行われている⁽¹⁵⁾。

*Framework*では、資金の拠出者が他者の努力から利益を得ることを期待しているといえる状況が存在するか否かを審査する際には、取引の内容そのものとdigital assetの取得の勧誘が行われた態様に注目して、客観的な審査が行われるとした上で、他者の努力への依存(“reliance of the efforts of others”)、利益を得ることへの合理的な期待(“reasonable expectation of Profits”)、その他の考慮要素に分けて、分析が行われている⁽¹⁶⁾。以下、順に検討する。

(2) 他者の努力への依存⁽¹⁷⁾

Framework では、「他者の努力への依存」の有無が問題とされる場合の「他者」は、AP (“Active Participant”) と呼称されている。そして、「他者の努力への依存」の有無を分析する場合には、① digital asset の購入者が AP の努力に頼ることが合理的といえるか否か、② AP の努力が事業の成功と失敗を左右するほど重要であるか否か、の2点に焦点が充てられると説明されている。

次に、*Framework* では、「他者の努力への依存」の存在を基礎付ける様々な事情が挙げられている⁽¹⁸⁾。以下ではその概要を紹介する⁽¹⁹⁾。

- AP が digital asset に関連したネットワークの開発等を行う責任を負っていること⁽²⁰⁾。加えて、digital asset の購入者が、AP がネットワークまたは digital asset が目的を達成または機能を維持するために必要な管理運営業務を行うと期待している場合には、さらに「他者の努力への依存」の存在を肯定する方向に働く⁽²¹⁾。
- ネットワークに参加している分散した利用者ではなく、AP が果たすことが期待されている重要な役割と責任が存在する⁽²²⁾。
- AP が、digital asset の市場の創出やその発展への支援を行う、または、digital asset の価格を維持する行動等を行う⁽²³⁾。
- AP は、ネットワークまたは digital asset の発展の方向性の決定について、主導的または中心的な役割を有している。とくに、AP が、ガバナンスの問題、コードの改訂、digital asset に係る取引の認証に参加する者の参加形態を決定する際に、主導的または中心的な役割を果たしていることは、「他者の努力への依存」の存在を肯定する方向に働く。
- AP が、ネットワークまたは digital asset の内容に関する意思決定を行うことについて、経営上の判断を継続的に行う役割を有している⁽²⁴⁾。
- Digital asset の購入者が、AP は自己の利益の向上とネットワークまたは digital asset の価値増加のために努力すると考えるのが合理的といえること⁽²⁵⁾。

Framework では、さらに、以上に挙げた事情を考慮して“security”に該当するとされた digital asset の取得の勧誘等が繰り返される場合、「他者の努力への依存」の存否は、取得の勧誘が行われる各時点で改めて行われることも示されている⁽²⁶⁾。この場合、事業における AP の役割に変化が生じていないかを踏まえて、AP

(APの地位を承継した者を含む)の努力がもはや事業の成否に影響を与えるとはいえなくなっていないか等が、追加的に考慮すべき事項として挙げられている。

(3) 利益を得ることへの合理的な期待⁷⁷⁾

Framework は、購入者が digital asset の購入によって得ることを期待する利益の典型例として、digital asset の価値が購入価格を上回ることや digital asset の販売によって調達された資金を販売者が利用することによって生じる利益の分配を受けることを挙げる⁷⁸⁾。その一方、資産一般の需給に影響を与える市場外部の要因(インフレーションなど)によって digital asset の価格が増加することへの期待は、「利益を得ることへの合理的な期待」ではないことが示されている。

次に、*Framework* では、「利益を得ることへの合理的な期待」の存在を基礎付ける様々な事情が挙げられている⁷⁹⁾。以下ではその概要を紹介する。

- Digital asset の保有者は、事業が生み出す利益の分配を受ける権利や digital asset の資産としての価値増加分を利益として実現する権利を有している⁸⁰⁾。
- Digital asset を流通市場やプラットフォームで取引することが可能であるか、将来、そのような状況になることが期待されている⁸¹⁾。
- Digital asset の購入者が、合理的に考えて、APの努力によって digital asset の資産としての価値が増加し、それによって digital asset の購入から利益を得ることができる、と期待している。
- Digital asset の取得の勧誘の対象が、提供される商品またはサービスの利用者として予想されている者やネットワークの機能に必要な利用者に対する勧誘と比較して、広範囲にわたって行われている⁸²⁾。
- Digital asset の取得の勧誘が行われた際の対価の額と、保有者が digital asset と交換することで得ることができる特定の商品またはサービスの市場価格を比べると、両者の相関が、見た目上、小さい⁸³⁾。
- Digital asset が通常の場合に取引される量や購入される量と、digital asset と交換可能な商品またはサービスと同種のを一般的な消費者が利用または消費のために取得すると思われる量を比べると、両者の相関が、見た目上、小さい。
- APが、問題なく機能するネットワークまたは digital asset を構築するために必要な規模を超えて、資金調達を行った⁸⁴⁾。

- AP は、大衆に広く販売した digital asset と同じ種類の digital asset を保有し、その資産としての価値が自らの努力によって増加することから利益を得ることができる。
- AP は、事業の収益等から得た資金を、ネットワークまたは digital asset の機能や価値を増加させるために継続して利用する。
- Digital Asset の取得の勧誘等に際して、AP はネットワークまたは digital asset の価値を増加させることができる専門性または能力を有している、digital asset の販売によって得た資金はネットワークまたは digital asset の開発に利用することが意図されている、ネットワークまたは digital asset の運用は未だ開始されていないが AP はそれを実現させる見込みがある、といった内容を直接的または間接的に意味する売り文句が利用されている⁶⁵⁾。

「他者の努力への依存」の存否と同じく、*Framework* では、以上に挙げた事情を考慮して“security”に該当するとされた digital asset の取得の勧誘等が繰り返される場合、「利益を得ることへの合理的な期待」の存否も、取得の勧誘が行われる各時点で改めて行われることも示されている。この場合、以上に挙げた「利益を得ることへの合理的な期待」の存在を基礎付ける様々な事情がかつて存在した場合にはその事情が継続的に存在しているかに加えて、保有者は digital asset をネットワークまたはプラットフォーム上で商品またはサービスと交換できるようになっているか、digital asset の資産としての価値増加から得ることができる利益はネットワークまたはプラットフォーム上で商品またはサービスと交換できる権利に付随するものにすぎないか、AP は digital asset に関する重要な非公開情報にアクセスでききないし、それを保有しているとも考えられないか、が追加的な考慮要素として挙げられている。

(4) その他の考慮要素⁶⁶⁾

Framework では、最後にその他の考慮要素として、商品の購入者によってそれが利用または消費されることを目的として、商品の取得の勧誘が行われるか否かを挙げる。*Howey* 基準を適用した合衆国最高裁判所の判例によれば、商品を購入する動機がもっぱら投資としてリターンを得ることにあるのではなく、商品を利用または消費することにある場合、証券規制は適用されないとされているからである⁶⁷⁾。

次に、*Framework* では、商品購入の動機が利用または消費であることを示す事

情が挙げられている。このような事情が存在する場合には、*Howey* 基準に従い投資契約に該当するとの評価が妨げられる可能性があるとされている⁽³⁸⁾。以下ではその概要を紹介する。

- 分散型台帳の形を取るネットワークと digital asset の開発が十分に進んでおり、実際に問題なく機能している。
- Digital asset の保有者は、システム提供者の想定に従ってネットワーク上で便益を享受するという形で、digital asset を直ちに利用できる⁽³⁹⁾。
- Digital asset は、ネットワークの価値や発展の可能性を対象とする投機を煽るのではなく、利用者の実需を充たすために、その内容が設計され実装されている⁽⁴⁰⁾。
- Digital asset の資産としての価値が増加する可能性が限定されている⁽⁴¹⁾。
- 仮想通貨 (“virtual currency”) と呼称されている digital asset については、幅広い場面で支払の手段として直ちに利用できる、または法定通貨の代替物として機能している。
- 商品またはサービスに対する権利を表す digital asset については、実際に、開発済みのネットワークまたはプラットフォームの中で、保有者は digital asset と引き換えに商品を取得することやサービスを楽しむことが可能となっている。
- Digital asset の資産としての価値が増加することによって生じる経済的利益は、システム提供者の想定に従ってそれを利用する権利を取得することに付随するものにすぎない。
- Digital asset の売り文句の中では、digital asset の機能は強調されるが、その市場価格が増加する可能性は強調されていない。
- Digital asset を購入する可能性のある者は、ネットワークを利用する能力を有しており、システム提供者の想定に従って digital asset を利用するまたはそのような形で digital asset を利用した経験を有している。
- Digital Asset の譲渡制限は、digital asset の利用形態と整合的であり、市場における投機を促すものではない。
- AP が digital asset の流通市場を作り出す場合には、digital asset の譲渡はプラットフォームの参加者の間でのみ可能とされている⁽⁴²⁾。

3 簡単な検討

(1) 流通市場の存在の重要性

Digital asset の内容として、保有者は AP からネットワークの運営によって生じた利益の分配を受ける権利を有する旨が定められている場合、digital asset の販売は投資契約の締結に該当するとして、digital asset の取得の勧誘等に連邦証券規制が適用される可能性が高いように思われる。これに対して、そのような権利が digital asset の内容として含まれていない場合、例えば、digital asset の利用目的がネットワーク上で商品やサービスの提供を受けることである場合やネットワーク上で行われる取引の決済手段として用いることである場合であっても、digital asset の販売が投資契約の締結に該当する可能性があるのかが問題となる。*Framework* が念頭に置いているのは、後者の場合であるように思われる⁽⁴³⁾。

Howey 基準に従って digital asset が“security”に該当するか否かを判断する際に、「利益を得ることへの合理的な期待」の存否の判断が最も困難を伴いやすいと指摘されることがある⁽⁴⁴⁾。*Framework* でも示されているが、投資契約が存在するか否かの判断においては、取得の勧誘または販売の対象が何であるかではなく、取得の勧誘または販売がどのような方法で行われているかの方が重要と位置付けられている⁽⁴⁵⁾。そして、資金の拠出者に対して他者の努力から利益を得ることを期待させるような方法で取得の勧誘または販売が行われる場合、投資契約が存在すると評価されるのである⁽⁴⁶⁾。

Framework でも言及されているように、digital asset の内容に AP から利益の分配を受ける権利が含まれていないにもかかわらず Howey 基準の「利益を得ることへの合理的な期待」の存在が認められる理由は、流通市場で digital asset を売却することで取得価格を超える利益を得る可能性が存在することにあると思われる⁽⁴⁷⁾。Digital asset を発行する企業が増加し、digital asset の流通市場も存在するようになった結果、digital asset は投資対象として一般的に認識されるようになったのである⁽⁴⁸⁾。しかし、活発な流通市場が存在しさえすれば、「利益を得ることへの合理的な期待」の存在が認められるという関係が存在するわけではない。例えば、住宅や車には分厚い流通市場が存在するが、個人が転売目的で住宅等を購入するから住宅等は“security”に該当し、SEC の監督権限が及ぶとは解されていないのである⁽⁴⁹⁾。すなわち、digital asset に流通市場が存在することは、digital asset が“security”に該当するとの評価を基礎付ける根拠となるが、digi-

tal asset の取得の動機が、多くの取得者にとって、digital asset と引き換えに商品やサービスの提供を受けることに尽きるのであれば、digital asset は“security”に該当しないと解されているのである⁶⁰。また、既に digital asset を利用可能なネットワークが開発済みである場合、仮に流通市場が存在してもその取引価格は digital asset と引き換えに提供を受けることができる商品やサービスの価値と連動する可能性が高いように思われる。このような場合、digital asset の取得の動機は、それと引き換えに商品やサービスの提供を受けることである場合が多いのではなかろうか⁶¹。

(2) Digital asset を利用した商品等の開発資金の調達に関する規制の行方

SEC は、*Framework* の公表と同じ日に、TurnKey Jet (TKJ) が発行を計画している航空機をチャーターする際に利用できる digital asset は“security”に該当しないと判断を含む no action letter を公表した⁶²。その判断内容は *Framework* に従ったものであるが、まさに digital asset の取得の動機がチャーター便の利用に限られていると評価できる事案であったように思われる⁶³。これに対して、digital asset の販売によって調達した資金を利用して、新たに digital asset と引き換えに商品またはサービスの提供を受けることができるネットワークの構築を計画するものが現れた場合、digital asset の販売に連邦証券規制が適用されないことがあるのであろうか⁶⁴。

Framework では、digital asset の販売によって調達した資金を利用してネットワークを新たに開発することが予定されていることは、digital asset が“security”に該当するとの評価を基礎付ける事情として挙げられている。これに対して、資金調達の規模がネットワークの構築に必要な程度に収まっている場合には、Kickstarter 等のクラウドファンディングのプラットフォームを利用して商品等の開発資金を募集する行為に類似するとして、連邦証券規制を適用する必要はないと主張する見解⁶⁵、digital asset の発行者が digital asset と引き換えに提供する商品またはサービスの開発に誠実に取り組む限り、digital asset は投資ではなく消費のために購入されたと評価できるので、Howey 基準の「利益を得ることへの合理的な期待」が存在しないとの見解⁶⁶、等が主張されていることが注目値する。

Digital asset を取得する者の主たる動機が、それと引き換えに提供を受けることができる商品またはサービスの消費または利用であると認められる場合、digi-

tal asset は“security”ではないと評価されることになる。その結果、digital asset の取得の勧誘等に連邦証券規制の適用はなくなるが、その他の規制が適用される可能性は残っている⁶⁷⁾。Digital asset の販売によって資金を調達し、将来、digital asset の保有者が商品またはサービスの提供を受けることができるネットワーク等を開発する行為と Kickstarter 等のクラウドファンディングのプラットフォームを利用して資金を調達し商品等の開発を行う行為の間には、規制上の取扱いの差異を正当化できるほどの差異が存在するか否かが問われているように思われる⁶⁸⁾。

※ 本稿は JSPS 科研費18H03613の助成を受けた研究成果の一部である。

〔注〕

- (1) SEC, *Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets* (Apr. 3, 2019), available at https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_edn1. なお、*Framework* は SEC が開設している Strategic Hub for Innovation and Financial Technology の担当者の見解を示すものであり、SEC としての見解を示すものではない。See *Framework*, at note1. しかし、Strategic Hub for Innovation and Financial Technology は、SEC が FinTech に対応するために設けた専門機関であり、その見解の重要性は否定できないように思われる。
- (2) なお、本稿では紙幅の都合上、分散型台帳技術やブロックチェーン技術の説明を省略する。分散型台帳技術やブロックチェーン技術については、岡田仁志ほか『仮想通貨—技術・法律・制度』（東洋経済新報社、2015年）、赤羽喜治＝愛敬真生編著『ブロックチェーン 仕組みと理論 サンプルで学ぶ FinTech のコア技術』（リックテレコム、2016年）、ブロックチェーン技術の活用可能性と課題に関する検討会「ブロックチェーン技術の活用可能性と課題に関する検討会報告書—ブロックチェーン技術が銀行業務に変革をもたらす可能性を見据えて—」（2017年3月16日）、岡田仁志『決定版 ビットコイン&ブロックチェーン』（東洋経済新報社、2018年）等を参照。また、分散型台帳技術やブロックチェーン技術と法制度の関係を分析する先行研究として、小出篤「分散型台帳」の法的问题・序論—「ブロックチェーン」を契機として」江頭憲治郎先生古稀記念『企

業法の進路』(有斐閣, 2017年) 827頁以下がある。

- (3) *Framework*, at note2.
- (4) SECが行ったコインやトークンに対する連邦証券規制に基づくエンフォースメントを紹介する先行研究として, 河村賢治「ICO規制に関する一考察」金法2095号44頁以下, 河村賢治「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」金融商品取引法研究会研究記録67号がある。
- (5) See, e.g., Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO (Exchange Act Rel. No. 81207) (July 25, 2017) (hereinafter *The DAO Report*), available at <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>; William Hinman, *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)*, Remarks at the Yahoo Finance All Markets Summit: Crypto (June 14, 2018), available at <https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>.
- (6) 金融庁「[仮想通貨交換業等に関する研究会]報告書の公表について」(平成30年12月21日) (<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20181221.html>), 金融庁「第198回国会における金融庁関連法律案」(<https://www.fsa.go.jp/common/diet/198/index.html>)。
- (7) See generally Philipp Maume & Mathias Fromberger, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws*, 19 CHI. J. INT'L L. 548 (2019).
- (8) See, e.g., Ori Oren, *ICO'S, DAO'S, and the SEC: A Partnership Solution*, 2018 COLUM. BUS. L. REV. 617 (2018); Henderson, M. Todd and Raskin, Max, A Regulatory Classification of Digital Assets: Towards an Operational Howey Test for Cryptocurrencies, ICOs, and Other Digital Assets (October 10, 2018). Columbia Business Law Review, Forthcoming; University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 858; U of Chicago, Public LaWorking Paper No. 683. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3265295> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3265295>; Park, James J., When Are Tokens Securities Some Questions from the Perplexed (December 10, 2018). Lowell Milken Institute Policy Report (Dec. 2018); UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 18-13.

- Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3298965> ; Justin Henning, *The Howey Test : Are Crypto-Assets Investment Contracts?* , 27 U. MIAMI BUS. L. REV. 51 (2018) ; Neil Tiwari, *The Commodification of Cryptocurrency*, 117 MICH. L. REV. 611 (2018) ; Nate Crosser, *Initial Coin Offerings As Investment Contracts : Are Blockchain Utility Tokens Securities?*, 67 U. KAN. L. REV. 379 (2018) ; Shlomit Azgad-Tromer, *Crypto Securities : On the Risks of Investments in Blockchain-Based Assets and the Dilemmas of Securities Regulation*, 68 AM. U. L. REV. 69 (2018) ; Michael Mendelson, *From Initial Coin Offerings to Security Tokens : A U.S. Federal Securities Law Analysis*, 22 STAN. TECH. L. REV. 52 (2019) ; Jonathan Rohr & Aaron Wright, *Blockchain-Based Token Sales, Initial Coin Offerings, and the Democratization of Public Capital Markets*, 70 HASTINGS L.J. 464 (2019) ; Kenneth S. Witt & Mark A. Staines, *Crypto-Concerns : Initial Coin Offerings and the U.S. Securities Laws in the Wake of Aggressive SEC Enforcement Actions*, 96 DENV. L. REV. ONLINE 203 (2019) ; Troy A. Paredes & Scott Kimpel, *From Orange Groves to Cryptocurrency : How Will the SEC Apply Longstanding Tests to New Technologies*, 20 FEDERALIST SOC'Y REV. 56 (2019) ; Thomas Lee Hazen, *Tulips, Oranges, Worms, and Coins Virtual, Digital, or Crypto Currency and the Securities Laws*, 20 N.C. J.L. & TECH. 493 (2019).
- (9) なお、digital asset に対しては、連邦証券規制以外の連邦規制の適用も問題とされている。See Mendelson, *supra* note 8. at 55. このことは、digital asset に関する連邦規制の全体構造を理解するためには、連邦証券規制以外の連邦規制にも注意を払う必要があることを示している。このような観点からは、本稿の分析はdigital asset に関するアメリカの法状況の極一部を紹介するものであるにすぎないということになる。
- (10) Section 5 (c) of the Securities Act of 1933. 15 U.S.C. § 77e(c) (2019). 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂, 2004年) 32頁。なお、digital asset が“security”に該当することにより適用される連邦証券規制は取得の勧誘の規制だけではなく、かつ、州証券法が適用される可能性も生じる。See Hazen, *supra* note 8. at 516-517. 521-526 ; Mendelson, *supra* note 8. at 64 note 49 ; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 503-504. 509.

- (11) Section 2 (a)(1) of the Securities Act of 1933. 15 U.S.C. § 77b(a)(1) (2019) ; Section 3(a)(10) of the Securities Exchange Act of 1934. 15 U.S.C. § 78c(a)(10) (2019) ; Section 2(a)(36) of the Investment Company Act of 1940. 15 U.S.C. § 80a-2(a)(36) (2019) ; Section 202(a)(18) of the Investment Advisers Act of 1940. 15 U.S.C. § 80b-2(a)(18) (2019).
- (12) Hazen, *supra* note 8. at 502 ; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 487. 黒沼・前掲注(10)21頁。
- (13) SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946) (*Howey*). 現在でも, Howey 基準の重要性は承認されている。See Hazen, *supra* note 8. at 503 ; Mendelson, *supra* note 8. at 66 ; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 487.
- (14) *Howey*, 328 U.S. 298-299 (“[A]n investment contract for purposes of the Securities Act means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party, it being immaterial whether the shares in the enterprise are evidenced by formal certificates or by nominal interests in the physical assets employed in the enterprise”). 黒沼・前掲注(10)21-22頁。なお, *Howey* 判決は「もっぱら (“solely”) 他者の努力から利益を得ることを期待している」となっていたが, その後の判例法理では, 「もっぱら」は不要と解されるようになった。黒沼・前掲注(10)23頁。See Hazen, *supra* note 8. at 504 ; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 497.
- (15) *Framework*, at note-11 and accompanying texts. See also Henderson & Raskin, *supra* note 8. at 7 (Digital asset の販売が行われる場合に, ほとんどの事例において Howey 基準の「共同事業への資金の拠出」という要素は充足されると指摘する) ; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 49 (同旨). 共同事業へ拠出されるものは, 金銭に限られず, 商品またはサービスでもよいと解されている。See Hazen, *supra* note 8. at 503 ; Mendelson, *supra* note 8. at 73-74 ; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 488-489. そして, 既に *The DAO Report* において, ビットコイン (Bitcoin) やイーサ (Ether) 等の仮想通貨が拠出されることは投資契約の認定を妨げないことが示されていた。See *The DAO Report*, *supra* note 5. at 11. *Framework* では, この点に加えて, “bounty program” や “air drop” など, 金銭や仮想通貨の拠出を受けることなく digital asset の

交付を行うことも、digital asset の交付を受けた者がその digital asset の流通促進のために努力することを期待して行われているとして、投資契約の認定等の妨げにはならないと指摘している。See *Framework*, at note 9. *Framework* で明示されているわけではないが、“bounty program” や “air drop” によって digital asset を取得した者は、共同事業に対してサービスを抛出していると評価されているように思われる。また、「共同事業」という要素の存在については、例えば ICO の場合、調達した資金を利用して非営利でオープンソースソフトウェアの開発を行うというような場合でない限り、認められるとの指摘がある。See Mendelson, *supra* note 8. at 75.

- (16) *Framework*, at II.C.
- (17) *Framework*, at II.C.1.
- (18) ただし、本文で以下に説明する事情が1つでも存在すれば「他者の努力への依存」の存在が認められるわけではない。*Framework* では、このような事情は、「他者の努力への依存」の存在を肯定する方向に働く要素として位置付けられている。
- (19) なお、SEC の Division of Corporate Finance の局長である William Hinman は、ビットコインは中央集権的な管理者が存在しない分散型のネットワークに基づき運営されていることから、本注以降の本文で述べる要素が当てはまるような AP が存在せず、「他者の努力への依存」という要素を欠くため、投資契約に該当しないことを示唆している。また、投資契約の定義の中に「他者の努力への依存」という要素が含まれていることと連邦証券規制に基づく情報開示規制の実効性との間に密接な関係があることも示唆されている。「他者の努力への依存」が存在する場合、AP および AP が運営する事業に関する情報を開示させることが digital asset の取得の勧誘を行う者と投資家の情報の非対称性の問題を緩和するために必要となる。そして、現在の連邦証券規制に基づく情報開示の対象は、このような AP および AP が運営する事業に関する情報が中心である。したがって、例えばビットコインの取得の勧誘に連邦証券規制に基づく情報開示規制を適用しても、投資判断にとって意味のある情報は提供されないということになる。See Hinman, *supra* note 5. See also Azgad-Tromer, *supra* note 8. at 126 (Howey 基準に従いビットコインを “security” と評価できるとしても、連邦証券規制に基づく情報開示規制は問題解決の手法として適

切ではないと指摘する)。

- (20) *Framework* では、「ネットワーク」(“network”)は広く定義されており、digital asset に関連したネットワーク・事業・プラットフォーム・アプリケーションを含む。*See Framework*, at note 15. なお、多くの ICO では digital asset の発行者がネットワークをゼロから構築するのではなく、イーサリアムのネットワーク上で機能させることができる標準化された smart contract (ERC20) が利用される場合が多いようである。*See Rohr & Wright, supra* note 8. 474. 481.
- (21) 本注の本文で挙げた事情が存在する例として、digital asset の取得の勧誘の時点で digital asset または digital asset に関連したネットワークが未だ開発途上で機能が不十分である場合や、AP が digital asset の価値の発生と増加をもたらすためにさらなる開発への努力を約束した場合が挙げられている。
- (22) *The Dao Report* では、digital asset (Dao Tokens) の保有者が digital asset の発行によって調達された資金の投資先の決定に多数決という形で関与できることが、「他者の努力への依存」を否定するか否かが検討され、*The Dao* の事例では、このような形での digital asset の保有者による意思決定への関与は AP の役割の重要性を否定しないと評価された。*See The DAO Report, supra* note 5. at 13-15. *See also Henderson & Raskin, supra* note 8. at 8-11 & 21 (Howey 基準の「他者の努力への依存」という要素を digital asset の販売者と取得者の間に相当な規模のエージェンシー費用を発生させるエージェンシー問題が存在する場合を指すと再構成した上で、ビットコインの場合にはこのような問題は存在しないと指摘する)、*But Hazen, supra* note 8. at 509 (仮想通貨の購入者は仮想通貨を通貨として利用できることに着目しているのではなく投資または投機の対象としており、かつ、仮想通貨の購入者が利益を得ることができるか否かは、多くの人々が仮想通貨の取引を行うことに依存しているので、Howey 基準を満たすと指摘する)。
- (23) 本注の本文で挙げた事情が存在する例として、AP が digital asset の創出と発行を管理している場合、AP が digital asset の市場価格を維持するための行動 (digital asset の買取り等によってその供給量を制限するなど) を行う場合が挙げられている。*See also Rohr & Wright, supra* note 8. at 482 (Digital asset の供給量に上限が設定されると、digital asset と引き換えに提供を受ける

ことができる商品またはサービスの需要が高まれば高まるほど、ネットワークの運用が本格的に開始される前に取得した digital asset を商品等の提供開始後に高く売却できるようになるので、ネットワークの運用が開始される前でも digital asset の価値が上昇する可能性がある」と指摘する。

- (24) 本注の本文で挙げたネットワークまたは digital asset の内容に関する意思決定の例として、ネットワークまたはネットワークを監督する責任を負う団体挙にサービスを提供する者への報酬に関する事項の決定、digital asset の流通に関する事項の決定、digital asset の追加発行に関する事項の決定、digital asset の販売によって調達した資金の使途等の経営上の事項の決定または参加、ネットワーク上で行われる取引の認証に関して主導的な役割を果たすことまたはその他の形でネットワークの安全性を継続的に確保することについて責任を負うこと、ネットワークの成功または digital asset 一般に直接または間接に影響を与えるその他の経営上の決定、が挙げられている。
- (25) Digital asset の購入者が本注の本文で挙げたように考えることが合理的と評価される事情として、自らも digital asset を保有する等によって AP が digital asset の資産としての価値増加分を利益として実際に得ることができる場合、AP が digital asset の分配を経営者に対する報酬として利用しているまたは AP の報酬が流通市場における digital asset の価格と連動している場合、AP がネットワークまたは digital asset に関連する知的財産権を保有または管理している場合、AP がとくに digital asset の機能が限られている段階において digital asset の買取りを行う場合、が挙げられている。
- (26) かつて“security”に該当すると評価された digital asset が、その後、“security”に該当しなくなる場合があるとの立場は、既に SEC の Division of Corporate Finance の局長である William Hinman によって示されていた。William Hinman は、現在、イーサの取得の勧誘を行うことがそのような場合に該当することを示唆している。See Hinman, *supra* note 5. ただし、このような立場を採用した先例は存在しないとの指摘もある。See Hazen, *supra* note 8. at 510.
- (27) *Framework*, at II.C.2.
- (28) See *United Housing Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837. 852 (1975) (*Forman*); *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389. 396 (2004) (*Edwards*).
- (29) 前掲注(18)で「他者の努力への依存」について述べたのと同様に、本注以降の

本文で説明する事情が1つでも存在すれば「利益を得ることへの合理的な期待」の存在が認められるわけではない。*Framework* では、このような事情は、「利益を得ることへの合理的な期待」の存在を肯定する方向に働く要素として位置付けられている。

- (30) 本注の本文で挙げた事情が存在する例として、digital asset の保有者が少なくともネットワークの発展等によって生じる digital asset の価値向上から利益を得る機会が存在すること、とくに保有者が digital asset を売却して対価を得ることを可能にする流通市場が存在する場合、digital asset の保有者が利益配当等を受けることができる権利を有する場合、が挙げられている。
- (31) なお、*Framework* では digital asset が “security” に該当するか否かという問題しか取り上げられていないが、digital asset が “security” に該当する場合には、その digital asset の流通市場を開設し運営することも連邦証券規制の対象となる。See *The DAO Report*, *supra* note 5. at 16-17; Section 5 of the Securities Exchange Act of 1934. 15 U.S.C. § 78e (2019).
- (32) 本注の本文で挙げた事情が存在する例として、その取得の勧誘が行われる digital asset の量が、予想される商品またはサービスの利用者が合理的に必要なとしている量を著しく上回っている場合や実際にネットワークにおいて digital asset を利用することが現実的とはいえないくらい少ない場合が挙げられている。
- (33) 「相関が、見た目上、小さい」とは、*Framework* における “There is little apparent correlation between....” に相当する。その意味は、厳密な意味での相関関係の内容ではなく、digital asset の購入者が両者の相関関係は大きくなると考えるか否かが考慮の対象となる、ということではないかと推測される。
- (34) *Framework* では明示されていないが、本注の本文の「資金調達」とは、digital asset の販売による資金調達を意味すると思われる。
- (35) 本注の本文で挙げた内容のほかに、売り文句の中に digital asset の取得は投資であることや取得を勧誘された者は投資家であることを示す文言が含まれていること、現に入手可能な商品またはサービスをネットワーク上で提供するのではなく新たに事業を開始することが明示または黙示に約束されていること、digital asset を容易に譲渡できることが売り文句の中で主要な部分を占めていること、ネットワークの運営から収益が生じる可能性または digital asset の資

産としての価値が増加する可能性が強調されていること、digital asset を取引することができる市場の存在、とくに AP がそのような市場を自ら創出することや市場の発展を支援することを明示または黙示に約束していること、が挙げられている。

- (36) *Framework*, at II.C.3.
- (37) *Forman*, 421 U.S. 852-53.
- (38) 前掲注(18)と(29)で「他者の努力への依存」と「利益を得ることへの合理的な期待」について述べたのと同様に、本注以降の本文で説明する事情が1つでも存在すれば、Howey 基準に従い投資契約に該当するとの評価が妨げられるわけではない。*Framework* では、このような事情は、Howey 基準に従い投資契約に該当するとの評価を妨げる方向に働く要素として位置付けられている。
- (39) また、保有者に対して、本注の本文で示した形での digital asset の利用を促すインセンティブを付与する仕組みがシステムに組み込まれている場合、Howey 基準に従い投資契約に該当するとの評価が妨げられる可能性がさらに高くなると指摘されている。
- (40) 本注の本文で挙げた事情が存在するとされる例として、digital asset はネットワーク上でしか利用することができず、かつ、一般的に購入者は利用することを考えている量の digital asset しか保有しないし取引しない場合が挙げられている。
- (41) 本注の本文で挙げた限定が存在するとされる例として、digital asset の設計によってその価値が一定に維持されているかまたは時間の経過によって減少するため、合理的な購入者は digital asset を投資対象として長期間に渡り保有するとは考えられない場合が挙げられている。
- (42) *Framework* では、「その他の考慮要素」の最後に、実際にインターネットを利用した小売業を営んでいる者 (X) が digital asset を発行する場合を例に挙げ、以下に述べたような事情が存在する場合には、X が作り出す digital asset は“security”に該当しないと説明している。まず、X は、顧客が X の提供するネットワークでのみ商品を購入するために利用できる digital asset を作り出した上で、法定通貨を対価として digital asset を販売する。Digital asset の保有者は、digital asset を取得するために支払った法定通貨の額と同額の商品を、digital asset と交換できる。X は既存の顧客層への商品の販売を継続するが、

その際に digital asset によって商品の対価を支払うことができることを宣伝し、商品購入額に応じて顧客に無償で digital asset を交付することも行う。Digital asset を受け取ると、顧客はすぐに digital asset を利用して X のネットワークを通して商品を購入することができる。顧客は digital asset を譲渡することはできず、X から商品を購入するために利用するか、当初の取得価格から減額された価格で X に買い取ってもらうしかできない。

- (43) なお、*Framework* では、digital asset を販売する方法の一種である SAFT (Simple Agreement for Future Tokens) について、直接的な言及はされなかった。SAFT とは、ネットワークを通して商品またはサービスの提供を受けるために使用可能な digital asset を販売するのではなく、ネットワークの開発が完了した後にそのような digital asset の交付を受けることができる権利を販売することをいう。SAFT では、第 1 段階目で販売する権利は“security”に該当することを前提として、その販売を連邦証券規制に基づく私募として行うが、ネットワークの開発が完了した後に交付される digital asset は“security”に該当しないという整理が行われている。See Mendelson, *supra* note 8. at 90-91; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 505-508. 前述したように、*Framework* では、Howey 基準に従って digital asset が“security”に該当するか否かは、取得の勧誘が行われるごとに判断されると説明されている。したがって、SAFT の第 2 段階目が行われる時点において、第 1 段階目の権利の保有者に交付される digital asset は“security”に該当しないと評価される可能性は排除されていないように思われる。
- (44) Henderson & Raskin, *supra* note 8. at 4-5; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 488.
- (45) Hinman, *supra* note 5; Hazen, *supra* note 8. at 502.
- (46) なお、SEC が取得の勧誘または販売の態様を重視することについては、以下のような問題が指摘されている。「利益を得ることへの合理的な期待」の存否は digital asset の取得者の動機に注目するものであるが、digital asset を取得する動機は多様であるし、例えば、どれくらいの数の取得者が流通市場で digital asset を取得価格以上の値段で売却することを目的として digital asset を取得すれば「利益を得ることへの合理的な期待」が存在すると評価できるのかという問題がある。このような認識が背景にあるからこそ、SEC は「利益を得るこ

とへの合理的な期待」の存否を判断する際に、個々の取得者の動機ではなく、取得の勧誘または販売において用いられた文句等を重視している。しかし、投資目的で digital asset を取得することが世間一般に流行している場合、digital asset の販売者が用いる売り文句は重要とはいえない。すなわち、digital asset の取得者は、その販売者がどのような売り文句を用いようとも、投資目的(digital asset と引き換えにネットワークを通じて商品またはサービスの提供を受けること以外の方法で利益を得る目的)で digital asset を取得する可能性が高いということである。Henderson & Raskin, *supra* note 8. at6-17. Henderson & Raskin は、以上に述べた点に加えて、転売目的の存在だけでは「利益を得ることへの合理的な期待」は認められてこなかったとし、Howey 基準の「利益を得ることへの合理的な期待」の要素の再構成（digital asset の発行者が digital asset と引き換えに提供する商品またはサービスの開発に誠実に取り組む限り、digital asset は投資ではなく消費のために購入されたと評価する）を提案する。*Id.* at 18-20. *See also* Rohr & Wright, *supra* note 8. at 517-518（Henderson & Raskin と同様の問題意識から、「利益を得ることへの合理的な期待」の要素の再構成の必要性を指摘する）。

- (47) 逆に流通市場が存在しないことは、その利用目的がネットワーク上で商品やサービスの提供を受けることに限られるとして、そのような digital asset は“security”に該当しないとの評価を基礎付ける根拠となる。*See Hazen, supra* note 8. at 513. ただし、流通市場の存在は、digital asset と引き換えに提供を受けることができる商品等の効率的な配分（商品等の価値を最も高く評価する者が商品等の提供を受けることができる）を達成するために有用であるから、digital asset の内容として譲渡を制限することは現実的な選択肢ではないと指摘する見解もある。*See Rohr & Wright, supra* note 8. at 495-496. 504.
- (48) Mendelson, *supra* note 8. at 62-64; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 479 482.
- (49) Henderson & Raskin, *supra* note 8. at 21. また、Kickstarter 等のクラウドファンディングのプラットフォームを利用して商品等の開発資金の拠出を募集する行為は、資金の拠出者の動機は開発予定の商品等を利用または消費することへの期待にあるから、開発された商品を自由に譲渡できるとしても、投資契約の締結の勧誘には該当しないと解されている。*See* C. Steven Bradford,

Crowdfunding and the Federal Securities Laws, 2012 COLUM. BUS. L. REV. 1. 32; Mendelson, *supra* note 8. at 77; Rohr & Wright, *supra* note 8. at 492.

- (50) ただし、住宅や車の流通市場と digital asset の流通市場を同視することができるのかについては注意を要する。後者の場合には、証券取引所と機能的に類似した取引所が存在するからである。See Rohr & Wright, *supra* note 8. at 485. また、Rohr & Wright は、流通市場で売却することを目的として商品またはサービスの提供を受ける権利を取得する者は、digital asset に限らず、伝統的に“security”に該当すると考えられてこなかったイベント・チケットや稀少なワイン、芸術品などについても存在するが、digital asset とこれらの伝統的な商品を区別する事情として、digital asset には流動性の高い活発な流通市場が存在し、かつ、事業に必要な資金を調達する手段として利用可能であることを挙げている。Id. at 486.
- (51) See Mendelson, *supra* note 8. at 78 (開発済みのネットワーク上で商品やサービスの提供を受けるために利用可能な digital asset の販売は、顧客に付与されるポイント (“loyalty points”) やゲームで利用される代用貨幣 (“game tokens”) と同じく、“security” とは評価されないであろうと指摘する)。
- (52) TurnKey Jet, Inc, SEC No Action Letter (April 3. 2019), <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2019/turnkey-jet-040219-2a1.htm>.
- (53) SEC の Division of Corporate Finance は、no action letter において、TKJ が発行を計画している digital asset (Tokens) が“security”に該当しないと判断した理由として、以下の6点を挙げている。① TKJ は Tokens を販売することによって調達した資金をネットワークやプラットフォームの開発に利用せず、Tokens の販売が行われる時点でネットワーク等は十分に開発され運用されていると予想される。② Tokens の販売が行われた時点で、Tokens は航空機のチャーター便を利用するためにすぐに利用可能となっていると予想される。③ TKJ は、TKJ が管理するプラットフォーム上でしか Tokens を譲渡できないとの制限を設けると予想される。④ TKJ は Tokens の発行を継続する限りその販売価格を固定する予定であり、Tokens の保有者が TKJ から提供を受けることができるサービスの価値は Tokens の販売価格と一致していると予想される。⑤裁判所からの命令がない限り、TKJ は Tokens の販売価格からディスカウントされた価格でしか Tokens の買戻しを行わないことが予想される。⑥

Token を販売する際には、Tokens は TKJ からサービスの提供を受けるために利用されるものであることが強調されるが、Tokens の市場価格が上昇する可能性については強調されないことが予想される。

- (54) 本注の本文で挙げた事例に類似する事件において、SEC は digital asset が “security” に該当すると判断したことがある。See *Munchee, Inc., Securities Act Release No. 10-445* (Dec. 11, 2017), available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2017/33-10445.pdf>. ただし、Munchee の事案では、digital asset の販売に関連して、取得者に「利益を得ることへの合理的な期待」を抱かせるような販売手法が広く利用されていたことが認定されている。
- (55) Mendelson, *supra* note 8. at 79.
- (56) Henderson & Raskin, *supra* note 8. at 18-19. Henderson & Raskin は、本注の本文のように考えることによって、有益な事業計画の実施を促進しつつ、流通市場を利用して利益を挙げることを目的として digital asset の発行を計画することを阻害できると主張する。
- (57) 例えば、digital asset の販売が投資契約の締結ではなく商品またはサービスの提供を受ける権利の販売である場合、Federal Trade Commission や Consumer Financial Protection Bureau など他の連邦規制に基づく監督権限の対象となる可能性が指摘されている。See *Rohr & Wright, supra* note 8. at 515-519.
- (58) なお、Howey 基準の適用に際して、他の規制によって投資家保護が十分に図られているかも考慮され、そのような規制の不存在は、ある商品が投資契約に該当するとの評価を基礎付けると解されている。See *Hazen, supra* note 8. at 504-505.

ドイツ将来債権譲渡論の現況——将来債権譲渡の構造について

1 はじめに

(1) 将来債権譲渡の構造

将来債権のうち、債権の発生原因すらないもの（以下、本稿では、このような将来債権を念頭に置く）が譲渡された場合において、その将来債権譲渡の構造をどのように捉えるべきか。この問題について、ドイツ連邦通常裁判所の判例⁽¹⁾が示した考え方は、次のようにまとめられる⁽²⁾。すなわち、将来債権譲渡では、処分の効果は、債権が現に発生した時に生じる一方、処分の要件は、債権譲渡契約がなされれば満たされる。そのため、譲受人は、譲渡の目的である債権を、その債権が現に発生した時に取得する。他方、譲渡人に債権の処分権があるかどうかは、債権譲渡契約がなされた時を基準に判断される。そして、債権譲渡契約がなされれば、その時点で、債権の処分権が譲渡人から失われる。

この考え方の背後には、次の2つの命題があるとみることができる。第1に、債権の処分権は、その債権が現に発生する前にも、これを観念することができる。第2に、将来債権譲渡において、その譲渡の目的となるのは、将来の時点で発生する債権である。

このうち、第1の命題については、古くから批判がされてきた⁽³⁾。これに対し、第2の命題は、多くの見解が前提としてきたものであるとみることができる。

(2) 本稿の目的

このような状況のもとで、近年、第1の命題に対する批判を正当としつつ、第2の命題についても疑問を投げかける教授資格論文が公刊された。フローリアン・アイヒェル『将来債権』⁽⁴⁾がそれであり、Jus Privatum シリーズの1冊として、Mohr社から、2014年に公刊されたものである。本稿では、まず、将来債権に関するさまざまな問題を包括的に扱う同書のうち、アイヒェルが、「将来債権のドグマティックの中核に属する」⁽⁵⁾と位置づける将来債権譲渡について、その構造の検討をおこなう（後記2）。

また、第1の命題が正当であるかどうかを判断するためには、処分権と処分される権利との関係を明らかにしなければならない。この問題については、近年で

は、アレクサンダー・B・ジモカート『処分権』⁽⁶⁾が扱っている。同書は、Schriften zum Bürgerlichen Recht シリーズの1冊として、Duncker & Humblot社から、2014年に公刊された博士論文である。その目的は、ドイツ民法の中心的な概念であるにもかかわらず、これまで包括的な研究がされてこなかった処分権について、その研究の欠缺を埋めるとともに、このことによって法実務に対しても寄与することにある⁽⁷⁾。本稿では、同書のうち、処分権と処分される権利との関係が扱われている部分について、検討をおこなう（後記3）。

最後に、若干のコメントを交えつつ、本稿の考察について要約をおこなう（後記4）。

2 将来債権譲渡の構造

(1) 「事前譲渡」モデルと「将来債権の現在譲渡」モデル

ドイツ民法典398条1文は、「債権は、債権者が他人との間でした契約によって、その他人に対して移転することができる（債権譲渡）」と定めている。アイヒェルによれば、同文の「債権」とは、現に発生した債権を意味する。そして、同文を手掛かりとして将来債権譲渡の許容性を基礎づけようとする考え方には、次の2つのモデルがある⁽⁸⁾。

(a) 「事前譲渡」モデル

1つは、「事前譲渡(Vorausabtretung)」モデルと呼ぶべきものである。このモデルによると、将来債権譲渡における譲渡の目的は、あくまでドイツ民法典398条1文の「債権」、つまり現に発生する債権である。したがって、将来債権譲渡も、現に発生する債権を譲渡するものにほかならない。もっとも、将来債権譲渡では、債権譲渡のプロセスの一部が前倒しされる。すなわち、将来債権譲渡では、債権譲渡契約がされるととき、譲渡の目的である債権が移転するときと分離され、後者は前者よりも後れて生じる。つまり、将来債権譲渡とは、将来の時点で発生する債権を事前に譲渡するものである。

このモデルによれば、将来債権譲渡も、同文の「債権」の譲渡に含まれる。そのため、将来債権譲渡の許容性は、同文の直接適用によって基礎づけられることとなる。

(b) 「将来債権の現在譲渡」モデル

もう1つは、「将来債権の現在譲渡(Gegenwärtige Abtretung der künftigen Forderung)」モデルと呼ぶべきものである。このモデルによると、将来債権譲渡

における譲渡の目的は、ドイツ民法典398条1文の「債権」ではなく、「将来債権」である。したがって、将来債権譲渡とは、将来の時点で発生する債権を事前に譲渡するものではなく、現在の時点で発生している「将来債権」を譲渡するものであると捉えられる。つまり、現在債権譲渡と将来債権譲渡は、譲渡の目的が同文の「債権」であるか、「将来債権」であるかは異なるものの、現に発生している対象を譲渡する点では、同一の構造を有するものである。

このモデルによれば、将来債権譲渡は、同文の「債権」の譲渡には含まれない。そのため、将来債権譲渡の許容性は、同文の類推適用によって基礎づけられることとなる。

(2) 「事前譲渡」モデルから「将来債権の現在譲渡」モデルへ

「事前譲渡」モデルは、判例（前記1(1)）においてとられているモデルであると考えられる。判例によれば、将来債権譲渡では、処分の効果は、債権が現に発生した時に生じるとされているからである。他方で、判例は、債権譲渡契約がされた時に、譲渡人が債権の処分権を有していることから出発している。通説も、このような理解をとるものであると考えられる⁽⁹⁾。これに対し、「将来債権の現在譲渡」モデルをとるとみられるものも、ないわけではない。近時の主張者としては、ミュールベルト⁽¹⁰⁾が挙げられる。アイヒェルによれば、将来債権譲渡の構造については、「事前譲渡」モデルから「将来債権の現在譲渡」モデルへと、視座の転換が図られるべきである。本稿の冒頭に掲げた2つの命題（前記1(1)）に対応するかたちでその理由をまとめると、次のとおりである。

(a) 処分権と処分の客体との関係

第1に、「事前譲渡」モデルによれば、債権の処分権は、その債権が現に発生する前にも、これを観念することができる⁽¹¹⁾とされる。しかし、アイヒェルによれば、すでに批判されているとおり、このような考え方から出発して、債権が現に発生する前に、その債権の処分権が債権譲渡契約によって失われるとする考え方は、正当でない⁽¹²⁾。

「処分 (Verfügung)」は、「義務づけ (Verpflichtung)」とは異なり、拘束力を生じさせるものではなく、対象について直接に作用するものである。そのため、処分は、その客体である対象がなければ、空振りになる。また、処分の客体である対象がなければ、その対象の処分権が失われることはない。そうだとすれば、将来債権譲渡における譲渡の目的を、現に発生する債権と捉える以上、その債権

が現に発生する前に、その債権の処分権が失われることはない。このように理解するならば、処分の要件と処分の効果とを分離することで、譲渡人に債権の処分権があるかどうかを、債権譲渡契約がされた時を基準に判断する考え方（前記1(1)）も、適切でないこととなる¹²⁾。

(b) 将来債権譲渡における譲渡の目的

第2に、「事前譲渡」モデルによれば、将来債権譲渡においてその譲渡の目的となるのは、将来の時点で発生する債権であるとされる。この理解は、多くの見解が前提としてきたものであるとみることができる。しかし、アイヒェルによれば、将来債権譲渡においてその譲渡の目的となるのは、現在の時点で発生している「将来債権」であるとされる。この理解によると、将来債権譲渡の構造は、「事前譲渡」モデルではなく、「将来債権の現在譲渡」モデルによって捉えられることとなる。

一般的な理解によれば、「対象(Gegenstand)」(ドイツ民法典90条¹³⁾参照)とは、経済上有用なものであって、自然的世界において個別化することができるすべての客体である¹⁴⁾。したがって、「対象」に当たるかどうかを判断するうえで、有体性を備えたものであるかどうかは、重要なことではない。無体的な「対象」に属するとされるのは、顧客、ノウハウ、グッドウィルなどである。

債権については、債権が存在しない段階と、債権が存在する段階との間に、「将来債権」が存在する段階を観念することができる。「将来債権」とは、「債権の取得に対する見込み (eine Aussicht auf den Erwerb einer Forderung)」のことである。債権の取得に対する見込みは、その債権を特定することが可能になった時に、無体的な「対象」となる¹⁵⁾。債権の取得に対する見込みはあるものの、その債権を特定することができないときは、どのような事情があれば、その債権が現に発生するための要件を満たすのかを明らかにすることができない。そのため、そのような見込みは、漠然とした期待にとどまり、事実上の意味しか有しない。この理解によれば、「特定可能性 (Bestimmbarkeit)」は、「将来債権の性質」としての位置づけも有することとなる¹⁶⁾。そのため、「将来債権」を、①特定可能なものと、②特定可能でないものとに区別することには、法的な意味はない¹⁷⁾。②は、事実上の意味しか有しないからである。

このように、主観的権利とは構成されない「対象」も、処分の客体となりうる¹⁸⁾。そして、特定可能性を備えた「将来債権」には、主体への帰属と処分権が生じ、譲渡人は、その「将来債権」を処分することができるようになる¹⁹⁾。判例および通

説は、将来の時点で発生する債権を事前に譲渡する時に、譲渡人がその債権の処分権を有することから出発している以上、譲渡人が「将来債権」の処分権を有するとすることは、この立場を一步進めるものにすぎない。むしろ、このように捉えることではじめて、判例および通説の目指す方向性が、処分権と処分の客体との関係に関する命題（前記(a)）と整合的なかたちで基礎づけられることとなる⁽²⁰⁾。

アイヒェルによれば、「将来債権の現在譲渡」モデルに基づいて将来債権譲渡を許容することは、ドイツ連邦共和国基本法2条1項が定める行動の自由の保障および同法14条が定める財産権の保障に合致するとともに、将来債権譲渡契約の当事者の意思を適切に反映するものである（このことについて、後記(3)(b)）⁽²¹⁾。

(3) 「将来債権の現在譲渡」モデルの展開

「将来債権の現在譲渡」モデルによれば、将来債権譲渡とは、現に発生している「将来債権」を譲渡するものであり、その許容性は、ドイツ民法典398条1文の類推適用によって基礎づけられる（前記(1)(b)）。「将来債権」とは、債権の取得に対する見込みのことであり、その債権を特定することが可能になった時に、その「将来債権」が譲渡人に帰属し、譲渡人は、これを処分することができるようになる（前記(2)(b)）。アイヒェルによれば、「将来債権の現在譲渡」モデルは、たいていのケースについて、「事前譲渡」モデルよりも説得力を有する方法で、これと同一の結論へと到達するとされる⁽²²⁾。

(a) 債権譲渡契約がされた時の状況

「将来債権の現在譲渡」モデルによれば、「将来債権」は、債権譲渡契約がされれば、その時点で、譲渡人から譲受人へと移転する。これにより、「将来債権」の処分権も、譲渡人から譲受人へと移転する（このことについて、後記3(4)の検討も参照）。

一方で、譲渡人は、「将来債権」とその処分権を喪失する。そのため、譲渡人がその「将来債権」を二重に譲渡したとしても、第一譲渡が第二譲渡に対して優先する。アイヒェルは、その正当化について、*nemo plus iuris* 原則、つまり、何人も、自分自身が有する以上の権利を移転することができない、という命題を援用するほか、第一譲渡の優先を認めることが、私的自治の原則に適合することを強調している⁽²³⁾。他方で、譲受人は、「将来債権」とその処分権を取得する。そのため、譲受人は、債権が現に発生する前に、その「将来債権」を転譲渡することができる。

(b) 債権が現に発生した時の状況

「将来債権の現在譲渡」モデルによれば、債権譲渡契約がされたときに、「将来債権」、つまり債権の取得に対する見込みが、その時点で、譲渡人から譲受人へと移転する。そのため、債権が現に発生したときは、その時点で、譲受人がその債権を直接に取得する⁽²⁴⁾。言い換えれば、譲渡人がその債権をいったん取得した後、その債権が譲渡人から譲受人へと移転するわけではない。

ドイツ民法典398条2文は、「新債権者は、債権譲渡契約の締結によって、旧債権者に代わる」としている。ここでは、債権譲渡は、同文の方法による承継取得をもたらすものであること、したがって、債権譲渡がされても、譲渡の目的である債権は、その同一性を保ったままであることが示されている⁽²⁵⁾。ドイツ民法典404条において、債務者は、債権譲渡がされた時にその発生原因が生じていた譲渡人に対する抗弁を、譲受人に対抗することができる⁽²⁶⁾とされているのは、そのあらわれである⁽²⁷⁾。「将来債権の現在譲渡」モデルによれば、これらの規律が類推適用される⁽²⁸⁾。そのため、譲受人は、「将来債権」、つまり債権の取得に対する見込みを、——その債権が現に発生しなかったり、その債権が現に発生したとしても、その債務者から、譲渡がされなければ債務関係に基づいて譲渡人に対抗することができるであろう抗弁の対抗を受けたりするといった——すべてのリスクを含んだものとして、譲渡人から取得することとなる⁽²⁹⁾。このようにして、アイヒェルによれば、「将来債権の現在譲渡」モデルは、「将来債権を他人へと割り当てるものの、その割り当ては、取得の見込みに内在するリスクをかかえたものとしたい」⁽³⁰⁾、という将来債権譲渡契約の当事者の意思を適切に反映するものであるとされる（前記(2)(b)の末尾を参照）。

(c) 「将来債権」と現に発生した債権との関係

アイヒェルによれば、「将来債権」と現に発生した債権との関係は、次のように定式化される⁽³¹⁾。すなわち、「将来債権」は、「事後に発生する債権が一部現実化した、その債権の胴部（ein teilverwirklichter Rumpf der später entstehenden Forderung）」である。また、「将来債権」と現に発生した債権とは、「異なるものではなく、前者は、後者へと発展する前の段階にある」ともされている。

アイヒェルによれば、「将来債権」は、特定可能性を備えた時に、主体への帰属と処分権が生じる。主体への帰属と処分権は、現に発生した債権の内容を構成する要素である。そのため、「将来債権」が特定可能性を備えた時から、「債権の一

部現実化」を語ることができる。そして、このような理解は、「権能の束(ein Bündel von Befugnissen)」としての債権の理解と整合的であるとされている。

アイヒェルは、債権について、その処分権は、処分される権利の内容を構成する要素であるとする見解から出発している。この見解は、通説であると考えられる⁸¹⁾。そして、債権だけでなく、所有権その他の処分をすることができる権利についても、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素であると捉えるのが、おそらく通説であるとされる⁸²⁾。これに対し、近時、処分をすることができる権利一般について、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではないとする見解を支持し、これを擁護したのが、ジモカートである。章をあらためて検討しよう。

3 処分権の構造

ジモカートによれば、「処分(Verfügung)」は、権利について直接に作用するものであり⁸³⁾、「処分権(Verfügbungsmacht)」は、処分をすることができる法的な力である⁸⁴⁾。そして、処分権は、たいていは、「権能(Befugnis)」の1つに位置づけられる⁸⁵⁾。処分権と処分される権利との関係についてのジモカートの見解は、次の2つの命題にまとめることができる⁸⁶⁾。

第1に、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではない。権利者がその権利について処分権を有するときは、その処分権は、「権利の主体への帰属(Rechtsinhaberschaft)」から生じると捉えられる。

第2に、処分権は、つねに、処分の対象である特定の権利と関係づけられたものである。この意味において、処分権は、処分される権利に対し、従属したものであって、そこから独立したものではない。

以下では、処分権と処分能力および処分の自由との区別を確認した(後記(1))後、上記の第1の命題を、第2の命題との関係を含め、一般論として検討し(後記(2))、両命題との関係で、将来債権譲渡における譲渡人の処分権を扱い(後記(3))、最後に、処分される権利の移転と処分権の帰趨を取り上げる(後記(4))。

(1) 処分権と処分能力および処分の自由との区別

ジモカートによれば、処分権は、「処分能力(Verfügungsfähigkeit)」および「処分の自由(Verfügungsfreiheit)」と混同してはならない⁸⁷⁾。

(a) 処分権と処分能力との区別

処分能力とは、処分行為をする能力のことである。行為能力者は、つねに処分

能力者である。つまり、処分能力は、処分権とは異なり、特定の対象と関係づけられたものではなく、権利主体が処分をすることができることをあらわすものである。

(b) 処分権と処分の自由との区別

処分権は、処分の自由を、特定の対象との関係において具体化したものであると位置づけられる。処分の自由は、私的自治の原則のあらわれとして、一般的に捉えられるのに対し、処分権は、特定の対象がなければ、およそ存在しないものである。

(2) 処分権と処分される権利との関係

ジモカートは、所有権や債権など、処分をすることができる権利一般について、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではないとする。その理由づけをまとめると、処分される権利を有する主体と処分権を有する主体とは、一致しないことがあること(後記(a))、処分される権利と処分権との結びつきは、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではないとしても、説明することができること(後記(b))、処分をすることができる権利の中には、その定義上、処分権を権利の内容を構成する要素とみることができないものがあること(後記(c))が挙げられる。他方で、投石の比喩は、その理由づけとしては適切でない(後記(d))。以下、順にみていこう。

(a) 処分される権利を有する主体と処分権を有する主体との不一致

処分される権利を有する主体と、処分権を有する主体とは、つねに一致するわけではない。しかし、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素であるとするならば、このようなケースを捉えることが困難になる⁹³⁾。

たとえば、所有者が自己の所有物について処分授權をした場合において、被授權者が、自己の名において授權者である所有者に属する所有権を処分する法律行為をしたときは、その処分の効果は、授權者である所有者に生じる(ドイツ民法典185条1項)。この場合において、所有権の処分権がその所有権の内容を構成する要素であるとする、被授權者も、所有権の一部を有することとなる。したがって、この理解によれば、所有権が授權者と被授權者とに分割される。しかし、このように処分授權によって所有権の分割が生じると捉えるならば、処分授權は、物権法上の類型強制——物権法定主義——に反することになってしまうであろう。ドイツ民法典903条は、「所有者の権能」として、「物の所有者は、……その物

を自由に扱う〔mit der Sache nach Belieben verfahren〕〕ことができると定められているにもかかわらず、処分権は、この所有者の権能を、私人の意思によって変更するものと位置づけられるからである。処分権を定めるドイツ民法典185条1項が、所有者の権能を定めるドイツ民法典903条の例外に当たるとするのも難しい。そのような位置づけを、ドイツ民法典185条1項から読みとることはできないからである。むしろ、両条が別個独立に定められていることこそが、所有権の処分権は、その所有権の内容を構成する要素ではないことを示していると考えられる。そうだとすると、所有権の処分権がその所有権の内容を構成する要素であるとする解釈をとるために残された途は、所有者が有する処分権は、所有権の内容を構成する要素であるものの、被授權者が有する処分権は、所有権の内容を構成する要素ではない、とする方法しかないであろう。しかし、このような理解では、処分権の性質を統一的に定めることができなくなってしまう³⁹⁾。

また、倒産手続が開始したときは、倒産財団に属する財産にかかる権利の処分権は、債務者から倒産管財人へと移行する(ドイツ倒産法80条1項)。この場合には、法律に基づいて、倒産財団に属する権利を有しない倒産管財人に対し、その権利の処分権が与えられることとなる⁴⁰⁾。このように、処分権が、法律に基づいて、処分される権利を有しない者に与えられることもある。

さらに、無権限者が他人の物にかかる権利を処分した場合であっても、善意取得が成立したときは、処分を受けた相手方は、その他人の物にかかる権利を取得する(ドイツ民法典892条、932条)。このように、無権限者も、事実上、他人の物にかかる権利を処分する可能性を有することを捉えるために、「事実上の処分権(die faktische Verfügungsmacht)」の概念を導入することが考えられる。この考え方によれば、善意取得においては、法律に基づいて、その物にかかる権利を有しない無権限者に対し、その権利についての事実上の処分権が与えられると捉えられる⁴¹⁾。

(b) 処分される権利と処分権との結びつきとの関係

ジモカートによれば、処分権は、つねに、処分の対象である特定の権利と関係づけられたものである。このことは、「処分権の定義上」⁴²⁾、当然であるとされる。処分とは、権利について直接に作用するものであり、処分権は、処分をすることができる法的な力だからである(前記3の冒頭)。そのため、処分される権利が存在しなければ、その権利の処分権も存在しない。たとえば、将来動産が譲渡され

た場合において、物がまだ存在せず、したがって、所有権が存在しない段階では、その処分権も存在しない⁽⁴³⁾。また、所有権の処分権は、所有権の放棄、先占による所有権の取得または所有権の譲渡とともに、消滅、発生または移転する（所有権の譲渡に伴う処分権の移転について、後記(4)）。

もっとも、このことは、処分権が処分される権利の内容を構成する要素であるかどうか、という問題とはかかわりがない。言い換えれば、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではないという命題と、処分権は、処分される権利に従属したものであって、そこから独立したものではないという命題、つまり、3の冒頭で示した2つの命題は、矛盾することなく両立するものである⁽⁴⁴⁾。この理解によれば、処分権と処分される権利との関係は、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではないものの、その権利に従属したものであって、そこから独立したものではないと説明されることとなる。

(c) 処分をすることができる権利の定義との関係

債権とは、他人に対し、作為または不作為を求める権利をいう（請求権の定義に関するドイツ民法典194条参照）。しかし、債権を処分する者は、他人に対し、作為または不作為を求めるわけではなく、自分自身で処分という行為をおこなう。したがって、債権の処分権は、その定義上、処分される債権の内容を構成する要素とみることができない⁽⁴⁵⁾。

このように、処分をすることができる権利の中には、その定義上、処分権を権利の内容を構成する要素とみることができないものがある⁽⁴⁶⁾。

(d) 投石の比喩に対する評価

処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではない、という命題を基礎づけるにあたって、投石の比喩を用いる見解がある⁽⁴⁷⁾。それによれば、石を投げる力が、石の内ではなく、その外にあるのと同じように、処分権は、処分される権利の内ではなく、その外にあると捉えられる。

しかしながら、ジモカートによれば、このような類比は、説得的でない。処分権は、物理的な力ではなく、法的な権能である。そして、石を投げる力と処分権との間には、本質的な違いがある。すなわち、石を投げる力は、石に従属するものではなく、そこから独立して存在する。これに対し、処分権は、処分される権利に従属したものであって、そこから独立したものではない。投石の比喩によると、この処分権の従属性・非独立性を捉えることができない⁽⁴⁸⁾。

(3) 将来債権譲渡における譲渡人の処分権

ジモカートによれば、将来動産が譲渡された場合において、物がまだ存在せず、したがって、所有権が存在しない段階では、その処分権も存在しない(前記(2)(b))。このことと同様に、将来債権が譲渡された場合においても、債権が存在しない段階では、その処分権は存在しないとされる。このことは、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではないと捉えたとしても、同様である。処分権は、処分の対象である特定の権利と関係づけられたものでなければならぬ以上、処分される権利が存在しなければ、その権利の処分権も存在しないからである⁽⁴⁹⁾。

アイヒェルは、将来債権譲渡における譲渡の目的を「将来債権」と捉え、特定可能性を備えた「将来債権」は、債権譲渡契約がされた時に存在し、その処分権も存在すると主張していた(前記 2(2)(b))。これに対し、ジモカートの上記の説明は、将来債権譲渡における譲渡の目的は、現に発生する債権であることを前提としている。アイヒェルの整理概念(前記 2(1))を用いれば、ジモカートは、将来債権譲渡の構造について、判例および通説と同じように、「事前譲渡」モデルをとるものであるといえる。この「事前譲渡」モデルと処分権の従属性・非独立性とを組み合わせると、譲渡の目的である債権は、債権譲渡契約がされた時には存在しない以上、その債権の処分権も存在しない。その債権の処分権が生じるのは、その債権が現に発生した時であるということとなる。

(4) 処分される権利の移転と処分権の帰趨

処分される権利が移転するときは、その権利の処分権の帰趨が問題となる。以下では、所有権が譲渡によって移転するときを例として、検討をおこなう。

(a) 処分権の移転の有無

第1は、所有権の処分権は、譲渡人から譲受人へと移転するのか、そうではなく、譲渡人のもとでいったん消滅し、譲受人のところであらためて発生するのか、という問題である。

所有権の譲渡は、承継取得をもたらすものであると理解されている。それによれば、所有権は、譲渡人のもとでいったん消滅し、譲受人のところであらためて生じるのではなく、譲渡人から譲受人へと移転すると捉えられる。ジモカートによれば、そうである以上、所有権の処分権も、譲渡人のもとでいったん消滅し、譲受人のところであらためて生じるのではなく、譲渡人から譲受人へと移転すると捉えるほうが整合的である。このことは、所有権の処分権は、その所有権の内

容を構成する要素であるという考え方に立てばもちろん、所有権の処分権は、その所有権の内容を構成する要素ではないという考え方に立ったとしても、所有権の処分権は、その所有権に従属したものであって、そこから独立したものではないとすることで、基礎づけることができる⁶⁰。

(b) 処分権の移転の構成

第2は、所有権の移転に伴い、その処分権も移転することを、どのように構成すべきか、という問題である。

権利者の処分権は、「権利の主体への帰属」から生じる（このことについて、前記3の冒頭を参照）。この理解によれば、所有者がその所有権の処分権を有するのは、その所有権がその所有者へと帰属しているからである。そして、所有権を譲渡によって移転したときは、その所有権は、譲渡人から譲受人へと移転する。その結果、所有権が帰属する主体も、譲渡人から譲受人へと変更する。この帰属の変更に伴い、所有権の処分権も、譲渡人から譲受人へと移転することとなる⁶¹。

4 おわりに

最後に、若干のコメントを交えつつ、本稿の考察について要約をおこなう。

(1) 将来債権譲渡の構造

ドイツでは、将来債権譲渡において、譲受人が譲渡にかかる債権を取得するのは、その債権が現に発生した時であると捉えられている。アイヒェルの見解は、このことを前提としたうえで、「事前譲渡」モデルと「将来債権の現在譲渡」モデルとの2つのモデルを対置し（前記2(1)）、判例および通説がとる前者のモデルから、後者のモデルへの転換を主張するものである。

アイヒェルによれば、将来債権譲渡とは、現に発生している「将来債権」を譲渡するものであり、その許容性は、ドイツ民法典398条1文の類推適用によって基礎づけられる（前記2(1)(b))。「将来債権」とは、債権の取得に対する見込みのことであり、その債権を特定することが可能になった時に、その「将来債権」が譲渡人に帰属し、譲渡人は、これを処分することができるようになる（前記2(2)(b)）。このように、主観的権利とは構成されない「対象」も、処分の客体となりうる。そして、「将来債権」は、債権譲渡契約がされれば、その時点で、譲渡人から譲受人へと移転し、このことに伴い、「将来債権」の処分権も、譲渡人から譲受人へと移転する（前記2(3)(a)）。そして、債権が現に発生したときは、その時点で、譲受人がその債権を直接に取得する（前記2(3)(b)）。

アイヒェルの見解のうち、とくに注目されるのは、次の点である。

第1は、将来債権の「特定可能性」に、「将来債権の性質」、つまり、譲渡性を備えた将来債権の存在が認められるための要件としての位置づけも与えていることである（前記2(2)(b)）。

第2は、債権が現に発生したときに、その時点で、譲受人がその債権を直接に取得するとしても、将来債権譲渡は、現在債権譲渡と同様に、原始取得ではなく、承継取得をもたらすものであると捉えていることである。すなわち、アイヒェルによれば、譲受人は、ドイツ民法典398条2文、404条の類推適用によって、「将来債権」、つまり債権の取得に対する見込みを、——その債権が現に発生しなかったり、その債権が現に発生したとしても、その債務者から、譲渡がされなければ債務関係に基づいて譲渡人に対抗することができたであろう抗弁の対抗を受けたりするといった——すべてのリスクを含んだものとして、譲渡人から取得することとなる（前記2(3)(b)）。

第3は、「将来債権」と現に発生した債権との関係について、「将来債権」は、「事後に発生する債権が一部現実化した、その債権の胴部」であるとしていることである（前記2(3)(c)）。アイヒェルは、その理由づけとして、「権能の束」としての債権の理解と整合的であることにくわえ、次のことを挙げている。「将来債権」は、特定可能性を備えた時に、主体への帰属と処分権が生じる。主体への帰属と処分権は、現に発生した債権の内容を構成する要素である。そのため、「将来債権」が特定可能性を備えた時から、「債権の一部現実化」を語ることができる。

しかしながら、他方で、アイヒェルは、「事前譲渡」モデルについて、債権が現に発生する前に、その債権の処分権を観念するのは不当である、と批判している（前記2(2)(a)）。この批判は、自説にも当てはまるものと考えられる。特定可能性を備えた「将来債権」について処分権が生じることをもって、その「将来債権」が現に発生する「債権の一部現実化」であると捉える考え方は、特定可能性を備えた「将来債権」の処分権と、現に発生する債権の処分権とを同列に置くことを前提としている。そうだとすれば、この考え方も、突き詰めれば、債権が現に発生する前に、その債権の処分権を観念していることになるものと考えられる。

(2) 処分権の構造

処分権と処分される権利との関係についてのジモカートの見解は、次の2つの命題にまとめることができる（前記3の冒頭）。第1に、処分権は、処分される権

利の内容を構成する要素ではない。権利者がその権利について処分権を有するときは、その処分権は、「権利の主体への帰属」から生じると捉えられる。第2に、処分権は、つねに、処分の対象である特定の権利と関係づけられたものである。この意味において、処分権は、処分される権利に対し、従属したものであって、そこから独立したものではない。

ドイツでは、処分をすることができる権利一般について、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素であると捉えるのが、おそらく通説であるとされる（前記2(3)(c)）。アイヒェルも、債権について、その処分権を、処分される権利の内容を構成する要素とする見解から出発していた。これに対し、第1の命題は、反対説を支持するものである。他方で、ジモカートは、第2の命題をとりつつ、将来債権譲渡の構造について、いわゆる「事前譲渡」モデルをとるため、処分権の問題については、次のように捉えることとなる（前記3(3)）。譲渡の目的である債権は、債権譲渡契約がされた時には存在しない以上、その債権の処分権も存在しない。その債権の処分権が生じるのは、その債権が現に発生した時である。

ジモカートは、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではない、という命題を正当化するため、次の3つの理由づけを挙げている（前記3(2)(a)～(c)）。①処分される権利を有する主体と処分権を有する主体とは、一致しないことがあること、②処分される権利と処分権との結びつきは、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではないとしても、説明することができること、③処分をすることができる権利の中には、その定義上、処分権を権利の内容を構成する要素とみることができないものがあることである。

他方で、ジモカートによれば、投石の比喩は、その理由づけとして適切でない（前記3(2)(d)）。なぜなら、この比喩によれば、第2の命題、つまり処分権の従属性・非独立性を捉えることができないからである。しかしながら、この比喩は、「移転されるものが、同時に、移転するものであることはありえない」⁶²という論理を示すものとしては、適切なものである。そして、この論理は、それ自体、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではない、とする命題を正当化するための独立の理由づけとなるものと考えられる。

そのほか、ジモカートは、処分権と処分される権利との関係に付随する問題として、処分権と処分能力および処分の自由との区別（前記3(1)）や、処分される権利の移転と処分権の帰趨（前記3(4)）についても、分析を加えている。

(3) 将来債権譲渡の構造と処分権の構造との関係

アイヒェルは、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素である、とする見解に立ちつつ、将来債権譲渡において、債権譲渡契約がされた時に処分権が存在することを基礎づけるため、債権譲渡契約がされた時点で、処分の客体である「将来債権」、つまり債権の取得に対する見込みが存在していると主張していた。これに対し、ジモカートは、処分権は、処分される権利の内容を構成する要素ではない、とする見解に立ちつつ、将来債権譲渡において、処分の客体は、債権が現に発生した時に存在することになるため、債権譲渡契約がされた時点では、その債権の処分権は存在していないと主張していた。

両者の間では、処分権が処分される権利の内容を構成する要素であるかどうか、という問題についての立場の相違を超えて、処分される権利が存在しなければ、その権利の処分権も存在しないという考え方が、立論の前提として共有されていることがわかる。アイヒェルによれば、この考え方は、義務づけと処分との区別と関連するものであり(前記2(2)(a))、ジモカートによれば、この考え方は、処分権の定義上、当然のことであるとされている(前記3(2)(b))。

〔注〕

- (1) BGH, 20.03.1997-IX ZR 71/96, BGHZ 135, 140; BGH, 22.10.2009-IX ZR 90/08, NJW-RR 2010, 192 = NZI 2009, 888.
- (2) 和田勝行『将来債権譲渡担保と倒産手続』(有斐閣, 2014年) 171頁, 藤井徳展「ドイツ法における債権の譲渡担保の効力と、その法的諸問題」池田真朗ほか編『動産債権担保—比較法のマトリクス』(商事法務, 2015年) 297頁などを参照。
- (3) 水津太郎「ドイツ法における将来動産と将来債権の譲渡担保—商品倉庫の譲渡担保と包括債権譲渡担保を念頭において」法研88巻1号215~217頁を参照。
- (4) Florian EICHEL, Künftige Forderungen, Jus Privatum, Bd. 185, Tübingen 2014(以下, 同書は, 「EICHEL」として引用する)。自著解題として, DERS., Künftige Forderungen, in: AcP, Bd. 216 (2016), S. 327. 書評として, Jan LIEDER, Rezension: Florian Eichel, Künftige Forderungen, in: JZ 2015, S. 940. 同書は, 主要なコンメンタール等で引用されている。Vgl. z. B. Günther H. ROTH/Eva-Maria KIENINGER, in: Wolfgang Krüger (Red.), Münchener Kommentar

- zum BGB, Bd. 3, 8. Aufl., München 2019, § 398 BGB, Rn. 78, passim.
- (5) EICHEL, S. 346.
- (6) Alexander B. SIMOKAT, Die Verfügungsmacht, Schriften zum Bürgerlichen Recht, Bd. 437, Berlin 2014（以下、同書は、「SIMOKAT」として引用する）。同書は、主要なコンメンタール等で引用されている。Vgl. z. B. Jürgen KOHLER, in: Volker Rieble (Red.), J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, §§ 134-138 BGB, ProstG, Neubearbeitung 2017, § 137 BGB, Schrifttum, passim.
- (7) このことについて、SIMOKAT, S. 15.
- (8) EICHEL, S. 352-353.
- (9) 文献については、EICHEL, S. 354 Fn. 43, S. 363 Fn. 90, 92, S. 365 Fn. 104 und S. 383 Fn. 190 を参照。
- (10) Peter O. MÜLBERT, Das inexistente Anwartschaftsrecht und seine Alternativen, in: AcP, Bd. 202 (2002), S. 912.
- (11) EICHEL, S. 364-366, vgl. auch S. 357.
- (12) もっとも、アイヒェルにおいては、処分権の問題と、処分の要件と処分の効果との分離の問題との関連性は、かならずしも明確でない。EICHEL, S. 358-359 は、処分の要件と処分の効果とを分離する構成を批判するにあたり、債権が現に発生していなくても、債権譲渡契約がされれば、処分の要件が満たされるとすることは、倒産法上の否認権に関する判例と整合しないことを強調している。
- (13) ドイツ民法典90条および対象の概念については、水津太郎「有体物規定に関する基礎的考察 I—ヨーホウ物権法部分草案1条をめぐる—」法研82巻12号211頁、同「有体物規定に関する基礎的考II—ドイツ民法典90条の成立—」法研83巻1号67頁、同「民法体系と物概念」吉田克己＝片山直也編『財の多様化と民法学』（商事法務、2014年）71～73頁。
- (14) このことについて、EICHEL, S. 54.
- (15) EICHEL, S. 430, vgl. auch S. 29-30, 54, 362. もっとも、特定可能性を備えた「将来債権」のうち、債権が現に発生する蓋然性が低いだけでなく、そもそもその可能性がないものは、「対象」とはならないとされる。EICHEL, S. 524-525.
- (16) EICHEL, S. 382.
- (17) EICHEL, S. 525.

- (18) EICHEL, S. 364.
- (19) EICHEL, S. 430 und S. 525.
- (20) EICHEL, S. 365-366.
- (21) EICHEL, S. 532-533.
- (22) EICHEL, S. 533. 以下, (a)および(b)の項目について, 全体として, EICHEL, S. 366-367 und S. 430-431.
- (23) EICHEL, S. 392-394. これに対し, 将来債権が二重に譲渡された場合において, 第一譲渡が第二譲渡に対して優先することを, 債権譲渡の意思表示の拘束力によって正当化する見解が主張されている。しかしながら, アイヒェルによれば, この見解は, 処分と義務づけとの相違を見失ったものである。この見解では, 譲渡人が債権譲渡の意思表示によって拘束を受けるかどうかという義務づけのレベルの問題と, 譲渡人が債権の処分権の制限を受け, その債権を譲渡することができなくなるかどうかという処分のレベルの問題とが, 同列に置かれているからである。EICHEL, S. 357.
- (24) アイヒェルは, 債権が現に発生した時に, その債権が, 将来債権譲渡契約の当事者によってその帰属が割り当てられた人のところで発生することを, 将来債権の「帰属割当て機能 (Zuweisungsfunktion)」と呼んでいる。EICHEL, S. 518.
- (25) EICHEL, S. 24.
- (26) EICHEL, S. 414.
- (27) EICHEL, S. 430 und S. 419. これに対し, 「事前譲渡」モデルによれば, ドイツ民法典404条は, 直接適用することができる。他方, ドイツ民法典398条2文を直接適用するのは, 困難である。譲受人は, 「債権譲渡契約の締結によって」, その時に新たな債権者になるわけではないからである。EICHEL, S. 353 und S. 418.
- (28) EICHEL, S. 420, 428. そのため, 「将来債権」は, 「対象」であるとはいっても ((2)(b)), 「砂上の楼閣のように崩れ去ることがある弱い対象」(EICHEL, S. 526)であるとされる。
- (29) EICHEL, S. 533.
- (30) 以下の記述を含め, EICHEL, S. 430, vgl. auch S. 525.
- (31) EICHEL, S. 18 Fn. 60.
- (32) このことについて, SIMOKAT, S. 20. 同所にあるとおり, 通説の表現には, さ

まざまなものがある。本稿では、そのうち、処分権は、処分される「権利の内容を構成する要素」である、という表現で一貫させている。

- (33) ジモカートによる処分の正確な定義については、SIMOKAT, S. 69. 処分の客体が主観的権利に限られるかどうか、という問題（前記 2 (2)(b)）は、検討されていない。
- (34) Verfügungsmacht と Verfügungsbefugnis との関係について、SIMOKAT, S. 205.
- (35) SIMOKAT, S. 221.
- (36) SIMOKAT, S. 151 und S. 217-218.
- (37) 以下、(a)および(b)の項目について、SIMOKAT, S. 18-19.
- (38) SIMOKAT, S. 216-218.
- (39) 以上について、SIMOKAT, S. 30-32 und S. 35-36, vgl. auch S. 163.
- (40) SIMOKAT, S. 152-153 mit Fn. 560
- (41) SIMOKAT, S. 171-175.
- (42) SIMOKAT, S. 217.
- (43) このことについて、とりわけ、SIMOKAT, S. 96.
- (44) 以上、(b)の項目について、全体として、SIMOKAT, S. 217-218.
- (45) SIMOKAT, S. 46.
- (46) SIMOKAT, S. 218.
- (47) 投石の比喩は、日本では、末川博「私権の行使」同『権利侵害と権利濫用』（岩波書店、1970年）95頁（初出1928年）によって知られている。末川・前掲書98頁注3がこの比喩を用いるものとして引用するのは、Paul OERTMANN, Der Dinglichkeitsbegriff, in: JherJb, Bd. 31 (1892), S. 415, 451である。これに対し、SIMOKAT, S. 217は、この比喩を用いるものとして、August THON, Rechtsnorm und subjektives Recht: Untersuchungen zur allgemeinen Rechtslehre, Weimar 1878, S. 328（ジモカートがS. 225 ff. としているのは、S. 325 ff. の誤植であろう）を引用している。トーンの著書は、末川・前掲書98頁注1およびOERTMANN, a.a.O, S. 415, 451でも、引用されている。ドイツでは、投石の比喩は、一般に、トーンに帰せられているようである。Vgl. z. B. Christian BERGER, Rechtsgeschäftliche Verfügungsbeschränkungen, Jus Privatum, Bd. 25, Tübingen 1998, S. 14 Fn. 38.

- (48) SIMOKAT, S. 217-218.
- (49) 以上について, SIMOKAT, S. 95-97. さらに, DERS., Vorausverfügungen über künftige Forderungen im vorläufigen Insolvenzverfahren, in: NZI 2012, S. 57, 60-61 も参照。
- (50) SIMOKAT, S. 69-70 mit Fn. 193. 結論については, SIMOKAT, S. 98. ただし, ジモカートは, 譲渡人が処分権の制約を受けていなかったにもかかわらず, 譲受人は, 処分権の制約を受けているケースがあることについて, 注意を促している。
- (51) SIMOKAT, S. 163 からは, 以下のような理解がうかがわれる。ただし, ジモカート自身がこの問題について, 本文ほど明確な説明を与えているわけではない。
- (52) THON, a.a.O., S. 327-328.

フランス

上智大学教授 松井智子

2018年フランス金融法の動向

——フランスの複数議決権株式制度が日本において注目を集める——

2018年は、何かとフランス法の動向が耳目に入りやすい1年であった。とくに、年の後半には、マクロン政権下において、庶民の生活に負担となる税制・賃金制度が導入・継続されていることに対する抗議として⁽¹⁾、黄色いチョッキ運動（Le mouvement des Gilets Jaunes）が展開され、それに対する政府側の反応として様々な税制・賃金制度の改革が打ち出されているため⁽²⁾、2019年には様々な制度改革が行われるとみられる。国際的にとくに注目されているのは、GAFAX 税制の導入である。これは、国際的に7億5000万ユーロ・フランス国内で2500万ユーロを超える売上げを記録している企業を対象都市、プラットフォーム事業・オンライン広告事業・個人データの転売から生ずる収益の3%に対して課税するものであって⁽³⁾、もともとEUレベルでの導入を目指してドイツと共同提案がされていたが、実現しなかったものであり⁽⁴⁾、ヨーロッパ各国やG20、OECDなどで現在導入が検討されているところである⁽⁵⁾。

もう1つの大きな話題は、日本において日産がカルロス・ゴーンCEOの金融商品取引法違反を告発したことである。この騒動に端を発し、その背景として、日産とフランスの親会社（ルノー）およびその株主であるフランス政府との関係が注目された。この関係を語る上で重要な役割を果たすのは⁽⁶⁾、2014年になってフランス政府が制定した「フロランジュ法⁽⁷⁾」である。この法律は、企業の無責任な撤退などにより雇用が脅かされることを防ぐために政府の介入を強めることを主眼とするもので、2つの制度を含む。1つは製鉄所などの大きな設備の廃止にあたっての 절차를定めるが⁽⁸⁾、もう1つは上場会社において特別決議によりそれを否定する趣旨の定款を導入しない限り、2年以上の長期保有株主に対して通常の2倍の議決権を与えることを定めている⁽⁹⁾。フロランジュ法は国内憲法裁判所において工場閉鎖プロセスに伴う罰則等に関して一部無効と判決されたがなお存続し⁽¹⁰⁾、この後、2015年にフランス政府は一時的に19.7%までルノーの株式の買増しを行い、株主総会で議決権倍増の1株1議決権を支持の議案を否決に追い込んだ上⁽¹¹⁾、大株主としてその後ルノーの報酬議案や日産の経営など、折に触れてプレゼ

ンスを発揮してきた¹²⁾。

この制度は、新しい株式関係規定として商法典に盛り込まれたものである(L. 225-123条3項新設)。配当や議決権制限など何の制約もついていない普通株式の一部が——政府が大企業の株主となれる国家のもと、導入阻止に高いハードルを設定されて——突然黄金株になるという制度は、導入時点のみならず以後継続して企業が吟味した規模で特定の株主に向けて発行するといったプランニングやコントロールができない点、普通市場で取引される株式が流通市場での取得の度に2年保有がカウントされ、議決権比率が大きく変わるため株主総会における議決権比率に関する予測可能性を害する点、長期保有を望む株主と短期投資を目的とする株主とで同一株式の価値が異なることが相場形式に影響を与える点などにおいて、種類株式の一種としての複数議決権株とは大きく異なる。この法律の導入以後、余剰の議決権を得る大株主による取奪を恐れて、同制度を導入したフランス企業からは外国人機関投資家が撤退しているとの報告、この法律の勝者は労働者およびこの余剰議決権による影響力を税収に活かせる国家となるだろうとの考察がある¹³⁾。

日本でも、種類株式制度導入当時に企業価値研究会が諸外国での複数議決権株(黄金株)の利用を調査し、また日本での可能性について提言がなされてきたが¹⁴⁾、東証での取扱方針はより一般投資家に対する透明・公平性を重視するものであり¹⁵⁾、現在の日本で黄金株を発行する上場会社はほとんどない¹⁶⁾。当然、資本の移動の自由をポリシーとするEUでは、この株式制度が取用に類するのではないか、あるいはいわゆる黄金株として問題となるのではないかという疑念がわくだろう。

もともと黄金株という手法は、1990年代にイギリスをはじめとするEU構成国において、民営化に際して政府の支配を維持する方法として考案された¹⁷⁾。様々なEU加盟国で民営化が進んだのを反映して黄金株の制度も多様に発展し(前述の企業価値研究会の調査はこの時期のものを網羅している)、ECJには黄金株に関して、ドイツ・イギリス・スペイン・ポルトガル・フランス・イタリア・オランダを対象とした多数に上る事件が継続した。その内容は、厳密に株式自体の内容として一定の権利を定めたものというわけではなく、民営化前に法律によって政府による企業の支配権を確保する内容のものが一般的である。ECJはそれに対して、資本移動の自由に対する制限となることなどを根拠として概して否定的評価

を下してきたが⁽¹⁸⁾、その論拠として、第1に政府株主の持ち株に与えられた特定の権利が、一般会社から逸脱し、国内の特別な立法措置によって単に公的主体の利益のために策定されていること（その反面として、制定法により少数派への便宜が与えられうる場合には、そうした便宜が政府に排他的に留保されるのではなくすべての株主に利用可能であることが示唆される⁽¹⁹⁾）、および第2に投資者の投資意欲が失われることが挙げられる。

フロランジュ法はこうした一連の判決の後に立法され、もともとフランスの一般法において認められてきた、定款をもって2倍議決権を任意的に導入する制度（商法典L.225-123条1項・2項⁽²⁰⁾）を拡張した体裁を採っている。日本の視点からみれば典型的な黄金株であるが、従来のEUの「黄金株」制度はよりストレートに市場を無視するものであったから、普通株式の体裁を採り、単なる一般法の原則と例外を転換したにすぎないとすることで⁽²¹⁾、上記第1の批判は一応免れているといえる。ただし、定款変更という1回限りのイベントによって導入を決め、政府はそれに際して持ち株数をコントロールして支配的な議決権を確保することができることを定める同法が、実質的にもすべての株主に同様の便益を与えるものとして立法・施行されたとはとうていいうことができないとも考えられる。また、労働者や国家による保有株式の固定化を促す（その過程で投資家は敵対的買収を含めた投資の自由を奪われる）という方向性は明確であり、多くの批判がありうるころではあるが⁽²²⁾、この点に関してはステイクホルダーによる議決権の固定化という現象に対する評価自体が、一連のECJ判決の時代から変化している可能性がある。というも、市場の開放が進みすぎて域外ファンドからの買収が活発化することに対するEU自体の危機感が生じたことや⁽²³⁾、リーマンショック以後投資家の短期的視野に基づく投資からの転換が叫ばれ、長期の保有に対してプレミアムを与える仕組み自体が有効な手段として認知される契機にあることなど（“loyalty share”として議論される⁽²⁴⁾）、EU自体も資本移動の自由という方針をどこまで徹底するのか不透明な情勢にあるからである⁽²⁵⁾。とはいっても、長期保有に関する一般的議論が常に政府保有を念頭に置いているとは限らない。総じていえば、先行するECJ判決の枠組みを厳格に維持すれば、フロランジュ法が資本の移動の自由と明確に抵触しないとはいえないものの、同法に対するECJ提訴や判決の報は今のところない。

このような方式は、フランス以外にもイタリアに存在し(article 127-quinquies

TUF)、さらにベルギーで導入が検討されている (article 7:53 New Companies and Associations Code)とあって、新しいタイプの黄金株として耳目を集めている⁽²⁶⁾。しかし、種類株式の体裁に外形的にはより近い制度が広がりつつあるからといって、loyalty share 方式の望ましさが確認されたわけではないということに注意が必要だろう。この制度はEUにおいて、業績の追及とは別に、雇用や国内経済の観点から重要な企業の過度のグローバル化に歯止めをかけるという考え方に基づいて導入されており、制度の立法者・導入に際しての議決権行使者がともに利害関係株主たる国家である。

ビジネススペースでみたときは、黄金株は、大規模な投資を伴わずに固定的な支配株主の創設を可能とするため、大きな副作用を伴いうる。オーナーの強いリーダーシップを維持すれば高い成長が実現されるという効用も想定できるものの⁽²⁷⁾、分析はむしろ低業績における導入が多く、導入後の業績も振るわないことを示しており⁽²⁸⁾、またステewardシップコードのもとにあるからといって投資家がこの方策を支持してくれるわけでもない⁽²⁹⁾。不利益を受ける株主からの承認を導入のベースにおく日本法上の種類株式制度は、高収益企業のIPOや国家が主要株主である場合などの特殊性を捨象すればより公正な制度といえる。一般的な株式制度に政府の介入を溶け込ませる一部のEU構成国の立法は、ECJ判決の拘束を避けるためとはいえ、特殊な企業への政府の干渉を維持するために上場企業に好ましくない影響を与えているのではないかと危惧される。

経済活動と国家政策の調和を実現するために、黄金株成立後の運用が焦点となる。普通株式の議決権はすべての事項について行使できるが、国家が議決権を行使しようとする場面に限っては、国内雇用や企業の経営方針に「干渉されない」ために必要なのか、より広い企業グループに「干渉する」ことが目的なのかという一資本移動の自由とは違った一問題について、株式の内容と異なる合意が必須となろう⁽³⁰⁾。

〔注〕

- (1) この運動には様々な側面があるため、簡単に説明することが難しい。直接の契機は炭素税的側面を持つ燃料税の引上げによる燃料価格の高騰であるとされている。フランス金融法の動向でも既に述べたとおり、フランスはパリ協定以降脱炭素政策について急進的な態度を取ってきたが、その負担は自動車・暖房

などを炭素燃料に依存する庶民の家庭に負わされた。デモの主張は燃料税増加の反対、2017年にマクロン大統領が軽減した富裕税（l'impôt de solidarité sur la fortune）の復活など、多岐にわたるが、環境問題の一因である多国籍企業の拡大の陰で一般家庭の負担が増えることへの不満が根底にある。

- (2) 2018年12月4日、政府は燃料税の引上げが保留になると発表した。また、同月10日、マクロン大統領がテレビで演説し、2019年の最低賃金の100ユーロ/月の増加、残業時間や年末ボーナスの課税除外、毎月の年金額が少ない退職者の社会保障税（CSG）増税からの除外などを発表し、富裕税復活は拒んだ。
- (3) 2019年4月8日に下院に法案が提出され、成立すれば2019年度4億ユーロの税収をもたらすと報じられている（Le Monde 誌2019年4月8日記事“La 《taxe Gafa》 à la française au menudes députés”）。
- (4) 2018年3月21日に欧州委員会は、デジタル・サービス税（DST）とデジタル・プレゼンスに対する法人税についての理事会指令の2つの制度の提案を行った（Brussels, 21.3.2018 COM (2018) 147 final, id. 148 final）。ただし、ドイツのアメリカに対する配慮などからEUレベルでの導入が進まず、フランスが単独での導入に踏み切ったものである（Le Monde 誌2018年11月10日記事“Taxe sur les Gafa : le blocage allemand”）。
- (5) 2019年4月16日付日本経済新聞「課税／G20で新ルール模索」。
- (6) 日産とルノーの関係自体は、1999年に当時業績不振だった日産がルノーの傘下に入ったことで形成され、2006年以降ルノーの日産株の所有は約44%となっている。
- (7) 《Loi Florange》, Loi No. 2014-389 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économieréelle, JORF : No. 0077 du 1er avril 2014, p. 6227. 服部有希「【フランス】閉鎖する工場等の売却先を探すよう義務づける法律」外国の立法260巻2号8頁参照。
- (8) 2013年に鉄鋼最大手アルセロール・ミタル社がフロランジュ製鉄所の閉鎖を発表した際、従業員の解雇問題が生じ、オランダ大統領候補（当時）が対処を約束したため制定された。従業員数1000人以上の事業所で、集団解雇を伴う事業所閉鎖を計画する企業は、その計画内容と売却先を検討するための方針を従業員代表および行政監督官庁に通知し、最低3カ月間売却先を探す努力義務が課され、企業側が売却先の検討を怠ったり、正当な理由なく買収提案を拒否し

たと判断された場合には、従業員解雇者1人につき最大で月額法定最低賃金(SMIC)の20倍(2万8907ユーロ)の罰金が、年間売上高の2%を限度として科され、閉鎖前の2年間に当該企業が公的支援を受けていた場合には返済を要求される。

- (9) 株主に長期的保有を促すことにより、企業も長期的視点に基づく経営を促すことを目的として、上場企業の株式を2年以上保有する株主に2倍の議決権を認める。この条項の適用を避けるためには、株主総会で3分の2以上の株主が1株1議決権を支持することが必要になる。日本では2015年11月6日付日本経済新聞「フロランジュ法 長期保有の株主、議決権2倍」が、フロランジュ法のもとでルノー・エールフランス・ビベンディなどが議決権2倍ルールを採用する一方、エア・リキード、ロリアルなどが1株1議決権を維持する見通しであると伝えている。
- (10) Décision n° 2014-692 DC du 27 mars 2014.
- (11) 2015年5月1日付日本経済新聞「仏政府、ルノーへの議決権2倍に、日産の経営に影響も」によれば、仏政府のルノーへの議決権数は、15%から28%に増える見直しとなったという。
- (12) 2018年2月16日付日本経済新聞「日産に迫る政府の影 ゴーン氏、ルノーCEO 統投」など参照。
- (13) Laurence Boisseau, 《Loi Florange : les droits de vote double découragent les grands fonds étrangers》 (Les Echos. Fr. 11/02/2019) および後掲注28 Becht et al.
- (14) 企業価値研究会「上場会社による種類株式の発行に関する提言」(平成19年12月)。
- (15) 当初、東京証券取引所「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について(要綱試案)」(平成17年11月22日)において黄金株の禁止を打ち出したが、「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備等について」(平成18年1月24日)では、拒否権付種類株式により上場株式が備えるべき基本的かつ重要な権利が著しく損なわれる状態となった上場会社が、6カ月以内に当該状態を解消しない場合の上場廃止を定めている。
- (16) 国際石油開発帝石(旧石油公団)のほか、2014年上場のCYBERDYNE社の例が知られる。

- (17) 小塚莊一郎「公益を理由とした株主の権利の制約—黄金株に関する欧州裁判所判決の教訓—」上法52巻1・2号11頁参照。
- (18) 上田純子「EU「黄金株」事件・再考」EUIJ-Kyushu Review Issue 1-2011 pp. 1-55. が挙げている事件は、例えば、①国有企業が民営化される前に、重要な一定の企業に対しては財務大臣が、所定の割合の議決権保有への承認権、所定の員数の取締役や監査役員の選任権、および、所定の事項に対する拒否権などの権限を有する旨の規定を定款に挿入すべき旨を定めるイタリアのデクレに対し、EUの是正措置意見書が出され、イタリア政府が期限までにこれを遵守できなかった事件（Case C-58/99 Commission v. Italy, [2000] ECR I-3811）、②ポルトガルにおいて民営化される国营会社に関し、外国会社または外国会社を親会社とする内国会社による当該民営化会社の持ち株比率に対する制限（25%を超える部分についての強制売却、議決権の剥奪、または譲渡および引受けの無効）、10%を超える取得に関する財務大臣の事前承認などが法で定められたことに対し、欧州委員会が提訴した事件（Case C-367/98 Commission v. Portugal, 8 [2002] ECR I-4731）、③フランス政府が Société National Elf-Aquitaine への政府持ち株に対して、大量保有に際しての経済大臣の承認、経済大臣等からの選任議案に基づく政府代表者2名の議決権のない取締役への選任、主要子会社資産の過半数の譲渡・担保の設定の決定への政府の異議申立権を定めたデクレに対して欧州委員会が提訴した事件（Case C-483/99 Commission v. France）といった具合である。
- (19) Case C-112/05 Commission v. Germany para61 など。
- (20) 横沢恭平「複数議決権制度に関する一考察—フランスにおける2倍議決権制度を参考に—」明治大学法学研究論集49号141頁～161頁。
- (21) 上田廣美「フロランジュ法と二倍議決権—例外から原則へ—」重法50巻2号210～230頁。
- (22) Klaus J. Hopt “Corporate Governance in Europe A Critical Review of the European Commission’s Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance” ECGI Working Paper Series in Law Working Paper N°. 296/2015 August 2015.
- (23) 2007年8月6日付日本経済新聞「EUが黄金株検討、中ロファンドの買収警戒」。

- (24) Jeroen Delvoie & Carl Clottens (2015) Accountability and short-termism: some notes on loyalty shares, *Law and Financial Markets Review*, 9:1, 19-28, DOI: 10.1080/17521440.2015.1032065.
- (25) 前掲注18の2007年 ECJ 判決で違法とされた VW 法に対し、ドイツは敵対的買収を阻止するため20%以上の議決権を握る投資家（ニーダーザクセン州）に VW での戦略的決定に対する拒否権を認める条項は変更しないという判断をしたが、ECJ は2013年10月22日に、ドイツは2007年の ECJ 判決に全面的に従ったとの判決を出している。
- (26) アメリカでも、例えば NYU ロースクールで2018年12月に紹介セッションがあるなど、状況が知られるようになってきている。
- (27) 藤田勉「世界の成長企業は種類株式を使いこなす」月刊資本市場385号64頁。
- (28) Becht, Marco and Kamisarenka, Yuliya and Pajuste, Anete, *Loyalty Shares with Tenure Voting - A Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment (April 2018)*. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 398/2018. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3166494> は、同法のインパクトについて分析し、低業績の会社のほうが2倍議決権に移行しやすかったことを指摘している。種類株式発行会社における経年的なパフォーマンスの低下を指摘する論文として、Cremers, Lauterbach and Pajuste “The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation” European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 550/2018 など。
- (29) ISS は、フロランジュ法のもとで単一議決権を維持するための定款変更を提案しない株式会社に対して、取締役再任ないし計算書類承認の決議に反対票を投じるよう助言している (<https://www.issgovernance.com/file/publications/impact-of-florange-act-france.pdf>)。
- (30) 2015年12月12日付日刊工業新聞「日産の経営にルノー介入せず、仏政府と合意」。前日、ルノーと日産および仏政府は、仏政府はルノーの同国内での戦略的決定事項など特別な案件にのみ議決権を2倍にして行使できること、日産はルノーによって不当な干渉があった場合、ルノーへの出資比率を引き上げてルノーの議決権をなくさせる権利をもつことで合意したとされている。

〔総 会 記 録〕

2018年10月20日（土）

1 前回総会以降の学会運営に関する件

神作理事長より、金融法研究34号と金融判例研究28号が無事に刊行されたことが報告された。

2 学会経理に関する件

(1) 2017年度会計について

森下常務理事より、「2017年度会計報告」に基づき、2017年度会計について報告がなされた。

神作理事長が、川口監事と小杉監事から「2017年度会計報告」について監査証明書を受領していることを説明した後に2017年度会計の承認を求めたところ、異議なく承認された。

(2) 2018年度予算について

森下常務理事より、「2018年度予算案」に基づき、平成30年度予算について報告がなされた。

神作理事長が2018年度予算の承認を求めたところ、異議なく承認された。

3 2019年度（第36回）大会に関する件

(1) 開催日程・会場について

神作理事長より、2019年度（第36回）大会を2019年10月19日（土）にキャンパスプラザ京都（第1候補）又は同志社大学（第2候補）で開催することが報告された。

(2) シンポジウム等について

神作理事長より、2019年度（第36回）大会の個別報告・シンポジウムのテーマについて、理事会の一任を受けて、常務理事会が検討することが報告された。

学 会 記 事

1 2018年度大会

2018年10月20日（土）10時より、上智大学四谷キャンパスにて、金融法学会第35回大会が開催された。

○シンポジウム I（10時～12時45分）

「フィンテックに関する法的課題」

司会：森下哲朗

報告：丸山弘毅，森田宏樹，佐藤正謙

○会員総会（14時15分～14時.30分）

神作理事長より、学会運営についての報告があり、森下常務理事より、2017年度会計について報告がされ、神作理事長より、会計報告については川口監事、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。

2018年度予算について、森下常務理事より報告がされ、神作理事長が承認を求めたところ、異議なく承認された。

○シンポジウム II（14時30分～17時30分）

「フィンテックと金融商品取引法」

司会：黒沼悦郎

報告：角田美穂子，芳賀良，河村賢治，加藤貴仁

2 2019年度大会

神作理事長より、2019年度の金融法学会大会は2019年10月19日（土）に京都で開催することが報告された。

2017年度会計報告
(2017. 4. 1~2018. 3.31)

2018年10月20日
金融法学会

収支計算書

(単位；円)

収入の部	会費	2,942,800	通常会員 5000×441名－過入金2200	2,202,800
	利子	882	賛助会員	740,000
	雑収入	298,630	第34回大会聴講料 2000×83名	166,000
			金融法研究販売	5,400
			金融法研究掲載広告料	30,000
			出版者著作権管理機構分配料	97,230
	(小計)	3,242,312		
	基本財産取崩し	0		
	前年度繰越し	10,027,975		
	計	13,270,287		

支出の部	1 大会費	720,040	研究費（金融法研究33号原稿料）海外金融法の動向 34回大会速記料	200,000
			34回大会会場費	92,340
			報告準備費（第34回）	70,200
				357,500
	2 地区部会費	0	理事会・常務理事会等	152,187
	3 学会運営費	152,187	業務委託費	100,000
	4 事務費	615,586	印刷費	35,856
			通信費	179,000
			ウェブサイト運営費	287,928
			雑費	12,802
5 雑誌費	1,536,000	←（金融法研究33号，金融判例研究27号）		
6 郵便振込手数料	43,260			
7 基本財産組入れ	0			
(小計)	3,067,073			
	次年度繰越し	10,203,214		
	計	13,270,287		

財産目録

運用財産	銀行預金	4,629,801
	郵便貯金	5,817,554
	現金	0
	計	10,447,355
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られた事業

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。他の役員の任期の途中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