## 金融法研究 第37号

# 目 次

〈個別報告〉		
LIBOR の廃止に伴う契約上の諸問題 …		4
	〈司会〉道垣	内弘人
	〈報告〉森下	国彦
質疑応答		22
海外金融法の動向		
アメリカ	湯原	心一 34
イングランド	戸塚	貴晴 58
ドイツ	水津	太郎 64
フランス	白石	大 87
総会記録		96
学会記事		98
金融法学会規約 · · · · · · · · · · · · · · · · · · ·		102
法人替助会員		104

## 《個別報告》

## LIBOR の廃止に伴う契約上の諸問題

報告6質疑応答22

司会 道垣内 弘 人 (専修大学教授)報告 森 下 国 彦 (弁護士)

### 発言者 (発言順)

大木 健輔 (弁護士)/字波 洋介 (弁護士)/

和仁 亮裕 (上智大学)/佐藤 正謙 (弁護士)/

大木 良 (新生信託銀行)/浅田 隆 (三井住友銀行)/

堀内 秀晃 (ゴードン・ブラザーズ・ジャパン)/

西正 稔(マンパワーグループ)

### はじめに

道垣内司会 司会を務めます専修大学の道垣内弘人と申します。本日の個別報告は1本です。アンダーソン・毛利・友常法律事務所の森下国彦さんに「LIBOR の廃止に伴う契約上の諸問題」というテーマでご報告をいただきます。

ご報告をいただく前に、Zoomによる初めての開催ですので、そのことに関連いたしまして、皆様にいくつかのお願いを申し上げます。

皆さんは、Zoom上で「参加者」というカテゴリーになっていまして、マイクやカメラはオフにさせていただいています。質問などの場面でご発言いただくときには、こちらからオンにいたしますので、ご了承ください。また、録音・録画はご遠慮ください。

さて、森下さんには、45分程度の報告をいただき、それから10分程度、区切りの良い時刻まで休憩を取りまして、その後、時間の許す限り質疑応答ということにしたいと思います。

通常の学会では、報告終了後に、複写式になっております用紙に質問を書いて提出していただくことが多いのですが、今回は、報告中を含めて、随時、ご提出いただけます。質問のご提出は、Zoomの「Q&A」というところから入っていただき、質問を書き込むという方法でお願いします。質問をくださった方には、その後、なるべく、ご発言をお願いしたいと考えているのですが、多くのご質問をいただくことが予想され、その場合には、こちらから質問を読み上げるということで対応させていただくことになるかもしれません。そのため、申し訳ありませんが、「Q&A」に書き込んでいただいた記述だけで質問内容が理解できるようにしていただければと存じます。

なお、「Chat」の機能については、事務局でオフにしてあるはずなのですが、何らかのミスにより「Chat」でも書き込めるようになっていても、「Chat」をお使いにならないようお願いします。また、報告者、理事長、司会者、事務局に急にメールを送って、そこで質問をしていただいても対応できません。「Q&A」のところに書き込んでください。

また、質問をいただきますと、その内容を整理し、順番を決め、森下さんにお 考えいただき、回答の準備をしていただくという流れになります。そこで、こち らとしましては、なるべく早く質問内容を知りたいわけでして、休憩中に質問を いただくときには、休憩時間中の早い段階で質問をいただければありがたく存じます。

それでは, 森下さん, ご報告をお願いします。

## 報告

## LIBOR の廃止に伴う契約上の諸問題

弁護士 森 下 国 彦

ありがとうございます。ただいまご紹介にあずかりました、弁護士の森下でご ざいます。

本日は、このような機会をいただきまして誠にありがとうございます。

それでは、早速ですが、報告に入らせていただきたいと思います。事前に事務 局の方を通じて簡単なレジュメをお送りいただいておりますが、ここで画面共有 をしたいと思います。うまく出ておりますでしょうか。大丈夫ですね。

#### 1 LIBORとは

それでは、最初の頁です。皆さんよくご存じと思いますが、LIBORとは、ロンドンにおける銀行間取引金利で、基準金利として世界中で幅広く使われております。現在、5種類の通貨(米ドル、英ポンド、スイスフラン、ユーロ、円)につき公表されており、期間は現在7種類(翌日、1週間、1ヵ月、2ヵ月、3ヵ月、6ヵ月、12ヵ月)のものがございます。

レジュメの下半分に、ごく簡単に「歴史と経緯」として書かせていただきましたが、1986年から BBA、イギリスの銀行協会が算出、公表しております。その前から LIBOR はあったと記憶しておりますが、1986年から BBA が公表するようになりました。ちなみに、この1986年というのはちょうど私が弁護士になった年でございまして、弁護士として金融関係の仕事に触れる都度「LIBOR」を見聞きした記憶がございます。

時代は先に行きまして、2012年に皆様よくご存じのLIBOR 不正問題というものが発覚して、それから動きが急速になったということです。現在は、インターコンチネンタル取引所(Intercontinental Exchange;ICE)が算出・公表主体となっております。2017年にイギリス FCA のベイリー長官の講演により、2021年末にはLIBOR の公表が恒久的に停止される可能性が高まったということでございます。

#### 2 LIBOR 利用状況(日本)

2頁に参ります。LIBOR は、日本においても、非常に広く使われております。 主たる取引としては、貸出、社債等の債券、そしてデリバティブ取引ですが、それ以外にも預金でも使われておりますし、信託商品においても使われております。 どのくらい実際に使われているのか、ということのために参考として(レジュメの)下に数字を挙げております。

これは、金融庁と日銀が連名で今年の3月に公表した資料から取ってきたものですが、契約の満期が2021年末を越えるものについてピックアップした数字です。 円 LIBOR と米ドル LIBOR についてのみピックアップしています。

#### (以下レジュメから再録)

■ LIBOR の利用実態:満期が2021年末を越えるものの残高

	円 LIBOR	<u>米ドル LIBOR</u>
●運用(貸出等)	21兆円	70兆円
	(19,804件)	(59,058件)
●調達 (預金・債券等)	7兆円	9 兆円
	(80,083件)	(323,900件)
●デリバティブ	1,952兆円	1,161兆円
(想定元本ベース)	(329,476件)	(204,735件)

\*出典:金融庁・日本銀行「LIBOR 利用状況調査結果の概要及び求められる今後の主な対応」(2020年3月13日)

これをみると、国内での取引ですが、米ドル LIBOR も非常に多く用いられているということがみて取れます。金額は、元本、特にデリバティブの場合は想定元本ですので、これだけの金額が金利として動いているというわけではございませんが、件数をみていただきますと、とにかく規模、件数ともに非常に多いということがみて取れます。

ちなみに、若干の資料につきましては、出典をレジュメの後ろのほう(13頁、14頁)にまとめて URL を載せておりますので、後でご参照ください(本稿の最後に再録)。

#### 8 金融法研究·第37号

#### 3 円 LIBOR の代替金利指標

次の頁に参ります。円 LIBOR についてのお話をメインにさせていただきますが、2021年末に公表が停止される可能性が高いということで、2018年8月に日銀を事務局とする「日本円金利指標に関する検討委員会」が立ち上げられて、円 LIBOR に代わる金利指標は何がよいのだろうか、といったことについての検討が始まりまして、現在に至っております。皆様よくご存じのところだと思いますけれども、2019年11月に公表されました、いわゆる「市中協議文書」(第1回)において、レジュメに書きました5種類の金利が、円 LIBOR の後継金利指標の候補として提示されております。

#### (以下レジュメから再録)

- O/N RFR 複利(前決め)
- ② O/N RFR 複利 (後決め)
- ③ ターム物 RFR 金利(スワップ)
  - → 「Tokyo Term Risk Free Rate;略称"TORF"」
- ④ ターム物 RFR 金利(先物)
- (5) TIBOR

「O/N」とあるのは「オーバーナイト」という意味で、翌日物金利です。①と②は、翌日物金利、つまりお金を借りた日の翌日に返すという前提の金利、それを複利計算して、1週間、1カ月、3カ月といった期間に対応する金利を決めるというものです。③と④は、「ターム物」つまり一定の期間が想定されて算出される金利で、ターム物リスク・フリー・レートの「スワップ」と「先物」という2種類が提示されております。⑤のTIBORは、現在既に算出されて幅広く使われているものでございます。確か1990年代から公表されております。

「リスク・フリー・レート」とは何かという話ですが、そもそも、LIBOR や、他の国にある同様の基準金利、それから日本のTIBOR もそうですけれども、銀行間の取引をベースに算出される金利ですので、取引相手つまり借手の側の銀行の信用リスクが含まれています。それに対して、銀行の信用リスクが基本的にはない形のレート、リスク・フリー・レートという方向が望ましいのではないかという提言がグローバルになされ、日本でもその検討が進められたということでご

ざいます。リスク・フリーとはいっても、翌日物ですので、リスクが全くないわけではないのですけれども、日銀の検討委員会の前身である「リスク・フリー・レートに関する勉強会」の報告書(注:「日本円のリスク・フリー・レートの特定に関する報告書」(2016年12月))によりますと、「取引当事者である銀行の信用リスクを含まないリスク・フリーに近い金融指標」と定義されております。日本での円のリスク・フリー・レートとしては、「無担保コール・O/Nレート」である Tokyo Overnight Average Rate、略して「TONA」というようですが、これが指定されているという現状です。

このように5つのレートが提示されているという現状, 逆にいうと1つに絞られていないという現状が, 後に議論します契約上の解釈論に影響する可能性があるということでございます。

#### 4 契約・取引における対応

では、次の頁に行きまして、LIBORがなくなるということで、代わりの基準金利を決めなければいけない、そのために、ローン、社債、デリバティブの契約についてどのような対応が必要か、という話でございます。これについては、先ほどの日銀の検討委員会等でも検討がされておりまして、基本的にはフォールバック条項というものを入れる必要があるのではないか、ということでございます。

その前に、「移行」という概念も出てくるのですが、これは何かというと、典型的には、新しくこれから契約をしますというときに、その時点でLIBORに代わる特定の金利指標を決めて、それに加えて適切なスプレッドを当事者間で合意して、いわば一発で新しい金利の決め方を当事者間で合意するという方法です。これは新規の契約でももちろん可能ですし、現在存在する契約でもそれを解約なり変更してそのような合意をすることも可能です。この方法によると、後の時点でまた協議や合意をして決める必要がないということで簡便ですけれども、現状では、先ほどの5つの金利指標のうち実際に公表されて使えるのはTIBORだけですし、その意味では、どの時点で対応することになるかによりますけれども、LIBORが廃止される十分前にそれに備えて対応するという意味では、「移行」はなかなか使いにくい面があります。

ということで、いわゆるフォールバック条項を契約書に入れていく方法が、標準的というかスタンダードな方法になると思います。

#### 10 金融法研究·第37号

「フォールバック」を含めてこの分野ではカタカナの言葉がたくさん出てくるので、わかりにくい場合が多いのですが、「フォールバック」とは、英語では緊急の場合に予備の対応をするという意味のようでして、ITの世界ではシステムに障害が生じた場合に予備のシステムを使うとか、システムをダウングレードしてその一部だけを使うとかのことをいっているそうです。なので、LIBORがなくなったときにどうするか、をあらかじめ決めておく契約条項、といった意味合いかと思います。

後でフォールバック条項の具体的な条項について若干検討いたしますが、一定の事由、具体的には、LIBORの公表がされなくなりました、というような事由、これを「トリガー事由」といっておりますが、それが発生した時点で、後継の代わりの金利指標を基準金利に変更するという旨の条項、これをフォールバック条項といっております。このフォールバック条項の「フォールバック」の方式には2種類あると一般にいわれております。

これも検討委員会の報告書に出てくるのですが、1つは「ハードワイヤード・アプローチ」、これもわかりにくいのですが、ハード、つまり固く、ワイヤードというのは針金で結ぶとか配線をするというイメージですが、要するに、後でもう1回相談しましょうということではなくて、トリガー事由が発生したときに自動的にというか一定のルールで決まってしまうという形の条項、それをハードワイヤード・アプローチといっております。

それに対しては、今の段階では決めにくいので、トリガー事由が発生した時点で協議して決めましょうというアプローチもあり得るわけで、それを修正アプローチといっております。なお、ハードワイヤード・アプローチ、つまり一発で決めるアプローチの中にも、1つの金利指標をLIBORの後継金利として指定するという方法もありますが、いくつかの金利指標、先ほどの5つ、またそれ以外にもあり得るわけですが、そのいくつかの指標に優先順位を付けて、1番これ、2番これ、1番のものがあればそれを使うが、なければ2番を使う、さらに3番、4番、5番という優先順位を付けて定めておく方式もあり得るといわれており、これを「ウォーターフォール方式」といいます。「ウォーターフォール」もカタカナですが、これは滝のことですので、滝から水が落ちていくように順番で優先順位が決まっているということでございます。

#### 5 フォールバック条項は必要か

フォールバック条項の検討に入る前に、レジュメの5頁ですが、現状の社債の 要項やローン契約の条項で、一定のフォールバック条項に近い条項が入っている こともございます。これは、LIBORの問題が生ずる以前からみられたものです が、それがもし使えるのであれば、あえてフォールバック条項を入れる必要はな いのではないか、ということにもなります。ここで、1つ実例をみて検討したい と思います。これは、最近のEDINETで出ていました実際の国内での社債の要 項から、ほとんどそのまま引用してきたものです。

#### (以下レジュメから再録)

「利率(%)」:「(利率基準日の)ロンドン時間午前11時現在のロイター3750頁 (ICE Benchmark Administration Limited (または下記レートの管理を承継する その他の者) が管理する円預金のロンドン銀行間オファード・レートを表示する ロイターの3750頁またはその承継頁をいい,以下ロイター3750頁という。)に表示されているロンドン銀行間市場における円の 6 カ月預金のオファード・レート (以下 6 カ月ユーロ円ライボーという。) に  $\P$  (以下 6 カ月ユーロ円ライボーという。)

「利率基準日に、6カ月ユーロ円ライボーがロイター3750頁に表示されない場合またはロイター3750頁が利用不能となった場合には、当社は利率決定日に利率照会銀行(ロンドン銀行間市場における主要銀行であって当社が指定する銀行4行をいい、以下利率照会銀行という。)の東京の主たる店舗に対し、利率基準日のロンドン時間午前11時現在にロンドン銀行間市場において利率照会銀行が提示していたロンドンの主要銀行に対する円の6カ月預金のオファード・レート(以下提示レートという。)の提示を求め、その平均値(算術平均値を算出した上、小数点以下第5位を四捨五入する。)を当該利息計算期間に適用される6カ月ユーロ円ライボーとする。」(下線は報告者による)

前半に書いてあるのは、基準金利の定義です。ロイターなどの情報ベンダーのスクリーンにレートが表示されていまして、どこの頁か、ここでは3750頁の、何時現在の、期間は6カ月のLIBORということですが、このような感じで定義されております。「●」の部分がいわゆるスプレッドというもので、6カ月LIBORプラス何%、という金利が実際に適用される金利ということになります。

#### 12 金融法研究·第37号

問題は、後半の条項です。これをみていただきますと、LIBORがロイターの指定された頁に表示されない場合、またはその頁が利用不能となった場合に、社債の発行体が、利率決定日に、レギュラーにレートを呈示している銀行の日本の支店に対して代わりにレートを出してもらい、その平均値で金利を算出しましょう、ということです。したがって、これは一種のフォールバック条項ではあるのですが、実際の具体的な条項次第ではありますが、この典型的な条項を前提とすると、LIBORの算出が全く廃止されてしまったということを想定しているようには読めないわけです。LIBORは基本的にはまだある前提で、何らかの事情で一時的に本来の形での算出ができなかった場合に、銀行の日本支店にレートの呈示を求めてその平均値を使うという臨時の措置を定めるものであって、ここで議論しているようなLIBORが全く停止されてしまった場合の代替手段について合意しているものではないように思われます。

ということを前提としますと、やはりフォールバック条項の導入は必要ではないか、ということになると思います。

#### 6 フォールバック条項の構造

では、次の6頁でございます。フォールバック条項に具体的にどのような条項 を盛り込むかということですが、主として、以下のような事項が盛り込まれるこ とになります。

一定のトリガー事由が発生した場合に、あらかじめ定めておいた代わりの金利指標、レジュメの3頁ですと①から⑤まであったわけですが、またそれ以外のものも考えられるわけですが、それに変更しますという点、そして大事なことは、それだけでは実際の金利が決まらないので、スプレッドをどうするか、基準金利が変わると当然スプレッドも変えないといけないというのが一般的な理解ですので、その調整を行う、どのように行うかという方法について合意をしておく、といった内容になります。

トリガー事由というのは、契約で何とか事由というのがよくありますが、意味 合いとしては、「参照金利指標を変更する事由」、あるいは「参照金利指標変更手 続が開始される事由」ということになると思います。

次に、LIBORの代わりの金利指標を決めなければならないわけですが、先ほど申しましたように、やり方としては、「ハードワイヤード・アプローチ」つまり一発で決まる方法、その中にも単一の指標を指定する場合と、「ウォーター

フォール」構造といって複数の指標を優先順位を付けて決める方法とがあります。 それから、具体的には決めないで、トリガー事由が発生したときに改めて協議をして決めるという「修正アプローチ」もあり得るということでございます。「スプレッド調整」については、後で少し述べることにいたします。

実際にどのような文言の条項を入れるのかということについては、ローンについて全銀協がフォールバック条項の「参考例」を公表しております。レジュメのこの頁(6頁)にリンクを載せておけばよかったのですが、レジュメの14頁にリンクを入れております。修正アプローチの場合とハードワイヤード・アプローチの場合の参考例が提案されておりまして、さらに、その背景あるいは理由についての「解説」が書かれております。

#### 7 フォールバック条項の有効性

7頁に参りまして、若干の法律問題の検討に入りたいと思います、フォール バック条項についてどのような問題点があるかということについて少し検討いた します。

先ほど申しましたように、フォールバック条項を使う場面になると、トリガー 事由が発生したことが前提になるわけです。全銀協の参考例では、「参照レート 移行事由」が基本的なトリガー事由です。これには2種類ありまして、「公表中 止事由」と「指標性喪失事由」が提案されております。

「公表中止事由」は、「LIBOR公表主体がLIBORの公表停止を発表した場合」や「LIBORの規制当局が、LIBORの公表停止を発表した場合」ということで、要するに、LIBORが公表されなくなることが決まった場合、ということです。これは、トリガー事由としてはおそらく最低限必要です。ただ、これだけではなく、LIBORの公表が正式に停止される前の段階においても、指標としての信頼性が低くなってしまった場合も考えられますので、その段階でも、LIBORの規制当局が、LIBORの公表は続いているけれども信頼に足る指標性がない旨を発表した場合もトリガー事由とすることが適当であるといわれておりますので、これが「指標性喪失事由」とされております。この2つはトリガー事由に入ることが通常なのかなと思います。

全銀協の参考例では、さらに「早期移行事由」を入れることもできるとされています。これは、いろんな事情で、LIBORの公表中止はまだ決まっていないし、指標としての信頼性はまだあるのかもしれないけれども、マーケットの状況とし

#### 14 金融法研究·第37号

て別のレートを使うことが一般的になったとか、そのような場合に早めに新しい 指標に移行できるように、ローンであればレンダーのイニシアティブで、早く移 りましょうということを決めることができる枠組みになっております。貸付人が その判断で「早期移行決定」を行えるとされており、それが「早期移行事由」と なるとされます。

修正アプローチの場合、金利決定のプロセスとしてどのようなことが考えられるかということですが、全銀協の参考例では、貸付人がまず借入人に対して提案をする、借入人はそれに対して「誠実に協議に応ずる」こととされ、借入人は「誠実に協議に応ずるものとし、当該提案を合理的な理由なく拒絶することができない」とされています。この提案は、協議をしましょうという提案ではなく、後継金利指標はこれにしましょう、スプレッドはこういう方式で計算して、何%にしましょうという具体的な提案ということですが、貸出人が提案し、借入人は誠実に協議に応じる義務があることになっています。

これは参考例ですので、もちろんこれに拘束されるものではなく、基本的に契約自由ですので、貸出人と借入人で自由に協議をして条項を決めていいわけですが、協議をしましょうという合意にとどまる場合には、可能性としては、レンダーが提案をしたけれども、ボロワーがそれに納得せず、いつまでも決まらないということは考えられるわけです。そうすると、そのうちにLIBORの公表が停止されてしまうといことになり得るわけですが、そのような事態を避けるとすれば、貸出人が、その時点での当局なり権威のある機関が発表した方針等を十分考慮して、またマーケットの趨勢を十分勘案した上で、合理的に決定、提案するという前提で、貸出人が提案したものが通用する、つまり貸出人が決めることができるという方式にすることが考えられます。その際に、借入人の側に拒否権を与えることも考えられます。拒否権を与えてしまうと、結局決まらないということも考えられますので、提案をした後一定の期間に異議がなければ、それで合意したものとみなすという方式、これをネガティブ・コンセント方式といっておりますが、このような可能性もあるということがいわれております。

こういったいくつかのやり方については、日銀が事務局の検討委員会でも検討されておりますし、他の国でもいくつか提案されております。全銀協の参考例においても、このような方式も検討したけれども、参考例のようにしたということが「解説」のほうに書かれています。

最終的に合意ができれば、契約としては有効に変更されたということで問題がないわけですけれども、一方的な通知方式とか、ネガティブ・コンセント方式によって同意があったものとみなすという方式が法律上有効なのかという問題は一応あると思います。

形式的には、フォールバック条項の導入時に、両者は既にそのような内容に合意して導入しているわけですので、合意に則って、そのように貸出人の一方的通知によって決めるとしても、特に B to B の企業間の取引であればこのような方式は合理性があると思いますので、一般的には有効であろうと思われますが、仮に、レンダーが提案したレートの内容が非常に不合理であるとか、一方的な通知とはいっても実際にはある程度の相談とか協議がされることが望ましいと思われますが、そのようなプロセスが全く取られていないといった場合に、結果的に借入人が不利益な内容の契約を押し付けられる場合があるとすると、法律的な効力にも疑問が生ずることがあるかもしれないと思います。

あと、ウォーターフォール方式の場合は、順位が決まっていて順番が確定しておりますので、有効性に疑問がある余地はあまりないと思いますが、全銀協の参考例をみますと、ウォーターフォールの順番が移っていく場合に、上位のレートが「利用可能」でない場合、という表現になっています。そうすると、状況によっては、優先順位の上のレートが「利用可能」なのかどうかということについて、不明確というか疑問が生ずる場合も考えられなくはないかなと思っておりますが、それはその時点になってみないとわからないということかなと思います。

#### 8 後継金利決定前に LIBOR 公表が停止された場合の問題

さて、8頁です。少し難しい問題に入って参りますが、フォールバック条項が導入されない場合、導入の話を始めたけれどもなかなか話がつかない場合、それから、フォールバック条項は導入されました、しかし、先ほど申し上げましたように特に「修正アプローチ」の場合には、トリガー事由が発生するとまたそこで協議を始めなければならないわけですし、そうでない場合、いわゆる一発決定方式である「ハードワイヤード・アプローチ」でも、後継金利指標としてLIBORに代わるものは決まりました、しかしスプレッド調整については通常は具体的に何%とするという合意をしなければいけませんので、そのスプレッドについて話がつかないということも考えられます。そうこうしているうちにLIBORの公表が停止されてしまった、という場合にどうなるのか、という話でございます。

#### 16 金融法研究·第37号

論点としては、契約全体が無効になるのだろうか、という点と、金利が具体的に確定しない状態になりますので、民法404条に基づいて利率は法定利率が適用されるのか、という問題があろうかと思います。

これらの問題は相互に関連しているような気もするのですが、まず、全体が無 効になるのか、という意味では、結論としては、私は契約が全体として無効に なることはないだろうと思っております。金利の利率は、ローン契約について も、社債やデリバティブ契約についてもそうですが、契約の重要な要素ではあり ますが、全く何の合意もないというわけではなく、貸出に即していうと、最初に ローンに合意した時点での適切な基準金利をベースとして使い、それに適切なス プレッドを乗せた金利を使う、という内容の合意があり、またスプレッドは、貸 手と借手の力関係もあるでしょうし、借手の信用リスクを反映して決定されると いうもので、そういう形で実際の金利が決められるという趣旨の合意であったわ けですし、LIBOR という基準金利が廃止されることはいわば想定外の事象です ので、その場合には LIBOR に代わるような金利指標がもしあればそれをベース として、同様の手続でスプレッドを決める、という一般的な合意はあるとも考え られます。そうすると、契約全体が無効となるほどの本質的な欠陥はないといっ てよいと思います。仮に、重要な要素が欠けるので無効になると考えるとすると、 ローンの場合は、元本と今までに払った金利は不当利得になるので、全部返せと いうことになりますが、その結果が非常に不合理であることはいうまでもないで すし、当事者の意思に沿ったものではないので、実務的には全体が無効になるこ とはないであろうと思います。これはローンに限らず、デリバティブでも、元本 のやり取りがないという意味ではデリバティブはローンとは違いますが、今まで やり取りした金利を不当利得だから返せというのもおかしいですし、将来に向 かって契約がないことになるというのも当事者の意思とはかけ離れていると思い ますので、結論としては無効にはならないだろうと考えております。

そうすると、次の問題として利率なのですが、法定利率に関する規定があります。この点は先般の民法改正で若干変わったところなのですけれども、民法404条の条文をレジュメに引用しております。

#### (以下レジュメから再録)

#### <民法404条>

- 1 項 利息を生ずべき債権について別段の意思表示がないときは、その利率は、 その利息が生じた最初の時点における法定利率による。
- 2項 法定利率は、年3%とする。

(金利が決まらないと)「利息を生ずべき債権」について、つまり金利を払うと いう前提で、「別段の意思表示がないとき」に該当するとも思われます。もしこ れに該当するとすれば、法定利率、改正後は3%ということになるわけですが、 改正民法で変動制になってレートが下がったわけですが、依然として特に企業間 取引では非現実的に高いレートになりますし、法定利率が適用されるという解釈 は何とか避けたいというのは、個人的な思いとしてはあります。解釈論としては、 あまり詰めて検討したわけではないのですが、金利を払う合意をしたけれどもそ の決め方について全く合意がないというわけではなくて、先ほど申し上げました ように、たまたまLIBORという代表的な金利指標があったのでそれを使ってい るが、それがなければ代わりのものを使って、またスプレッドについては適宜同 様の方法で決めればいいだろう、というのが当事者間の合意内容、合理的な意思 解釈かなと思うのですけれど、そうだとすると、「別段の意思表示」がない場合 ではなくて、それはあるのだ、ただそれがあまり明確になっていないだけである。 というように考えれば、法定利率の3%ということにはならないのではないかと 思います。ここはいろいろな考え方があり得るところでして、私としては、法定 利率が適用されるという考え方は全く否定はし切れないところであるとは思って おりますが、特に現状の金利水準を考えると、当事者の意思には全く合致しない し、不合理な結果になるので、何とか「別段の意思表示がないとき」には該当し ないという解釈ができるのではないかと思っております。ここはご異論があり得 るところかもしれません。

#### 9 "スプレッド調整"

次に参りまして、前にも出てきました、「スプレッド」について少しここで話をさせていただきます。スプレッドというのは、最初に具体的な条項の例をお示ししましたが、LIBOR「 $+\alpha$ 」の「 $\alpha$ 」のことでございます。基準金利を変えると、スプレッドの調整をしないといけないという前提で、検討委員会でも議論

がされております。先ほど申し上げたローンのフォールバック条項の参考例でもスプレッド調整を行うことになっております。なぜ行う必要があるのかということについては、基準金利を変更すると、ローンの場合ですと貸手と借手の間で「価値の移転」が生ずるからである、といわれています。なかなかわかりにくいところでして、私も正確に理解しているかどうかわからないのですが、基準金利があってそれをベースにスプレッドを決めているわけですが、基準金利を変えると、例えば TIBOR は以前からあったわけですが、LIBOR と TIBOR を比べると当然動きが違いますし、若干の数値の違いがあるので、LIBOR から TIBOR に変更すると、LIBOR をずっと使い続ける場合に比べると、どちらかが若干有利、あるいは不利になります。特に、前に申し上げた①から④のレートは、いわゆるリスク・フリー・レートで、借手側の銀行の信用リスクが入っておりませんので、当然金利のレベルが変わって参ります。これは調整するのが適切であろうと皆さん判断されていると思います。

契約自由の世界ですので、特にLIBORと類似した構造のTIBORに変更する際にスプレッド調整はいらない、従前、例えばLIBOR+0.2%であったとするとTIBOR+0.2%でよいとすることも、もちろん契約としては可能ですが、経済的にはその時点で、過去の金利の動き、または今後の金利の動きに照らして、基準金利の価値が変わると理論的には考えられているので、適切なスプレッド調整をしない形で合意をしてしまうと、契約としては有効でしょうが、利益の移転があると考えるのが通常のようですので、会計、税務の問題を生ずる可能性がありますし、業法上も金融商品取引業者が関与している場合には、顧客に対する特別の利益の提供という問題が生じてくるのではないかと思われます。したがって、スプレッド調整は適切なやり方で行うという前提で検討すべきかなと思います。

「価値の移転」について私が正確に理解できているかわからないのですが、適切なスプレッド調整をしても、LIBOR は実際には算出が停止されてしまいますので、両者が完全にイーブンになるとは限らないといわれています。そうすると、当事者間で合意した合理的な方法でスプレッド調整をしても若干の利益の移転、価値の移転は生ずるということであって、そうすると不当利得の問題が生ずるのかという点が頭に浮かんでくるわけです。この点は私としては、結論としては、合理的な方法でスプレッド調整を行い、あるいは先ほどお話したようにスプレッド調整は不要と当事者間で判断して合意した場合であっても、両者で合意を

して決めることですので、「法律上の原因なくして」という不当利得請求権発生 の要件には該当しないので、結論としては不当利得返還請求権は発生しないと考 えております。

#### 10 社債におけるフォールバック条項の導入

若干時間が押して参りまして、申し訳ございません。次に、社債についてのフォールバック条項の導入についてお話しいたします。

金利は社債の重要な条件の1つでございまして、それを変更するため、また変更のためにフォールバック条項を導入するためには、社債権者集会の決議が必要と考えざるを得ないと思っております。この点は、検討委員会の債券サブグループでも、何とか決議なしで対応できないのかということが検討されたようですが、解釈論としてはなかなか難しいのではないかと考えております。ただ、法定決議事項ではなく、任意的決議事項に該当し、また決議要件としては特別決議ではなく、普通決議、つまり出席した社債権者の議決権総数の過半数の同意で決議されるということであると考えます。また、ご承知のとおり、社債権者集会の決議があった後で、裁判所の認可を受けることが必要で、それを受けて初めて社債条件の変更が効力を生ずるということになっております。手続的には、件数も多いですし大変なところだと思いますが、解釈論としてはいかんともし難いところかなと思っております。

#### 11 社債権者全員の同意がある場合

ただ、次の11頁ですが、社債権者の全員の同意がある場合については、現行の会社法には明文の規定はないのですが、解釈論として、そもそも社債権者集会が必要という制度になっているのは、個別の同意を取るのが大変なので多数決によることにしたということですので、全員の同意が取れれば社債権者集会の同意はいらないであろう、したがって裁判所の認可も不要であろうと考えております。この点については、レジュメに参考として書きましたように、改正会社法(下記に再録)に、まだ施行されておりませんけれども、規定が入っております。

#### 20 金融法研究 · 第37号

#### (以下レジュメから再録)

・改正会社法 (2021年に施行予定) 735条の2第1項

「社債発行会社、・・・・又は社債権者が社債権者集会の目的である事項について・・・提案をした場合において、当該提案につき議決権者の全員が・・・同意の意思表示をしたときは、当該提案を可決する旨の社債権者集会の決議があったものとみなす。」

この規定が入ったことにより、反対解釈をすべきかという論点は当然あり得ますが、改正法の関連する解説等をみますと、これは創設的な規定ではなく、少なくとも任意的決議事項については現状の有力な解釈を明文化したものであると解されますし、そのように解するべきであると思います。

#### 12 デリバティブ取引

12頁のデリバティブ取引についてですが、現状では契約書としては ISDA(国際スワップ・デリバティブ協会)のひな型を使っている例が多いと思います。ご 承知のとおり、基本契約があって、定義集があり、定義集の中に基準金利の定義があるわけですが、基本契約自体は変えずに、スケジュールでいろいろな交渉の結果を書き、実際の取引はコンファメーションのやり取りを行う、担保のやり取りをする場合はクレジット・サポート・アネックスを差し入れる、という形で使われています。

これについては、ちょうど本年10月9日付で、定義集の改訂版と、その改訂版を実施するためのプロトコルの最終版が公表されております。そこでは、ISDAが決める後継金利指標としては、最初に申し上げた5つの候補のうち2番目の金利指標、つまりオーバーナイト・リスク・フリー・レートであるTONAをベースに複利計算をしたレートを使うということになっております。プロトコルというのは、批准という特殊なやり方で、ウェブベースでそれぞれの参加者がISDAに同意の意思表示をするというもので、10月9日に公表されているのですが、実際に批准が開始されるのは10月23日からで、効力が発生するのは来年の1月25日から、効力発生時点より前に契約が締結された取引についても、遡ってというのでしょうか、新しい基準金利が適用されるということになっています。

ISDA については、参加者がプロに限定されているということもあって、あまり理論的な問題が生ずることはないのではないかと考えております。

若干駆け足になってしまいましたが、最後の頁に、日本で発表されている資料のリンクを入れておきました。私からは以上でございます。

#### 13 資料(和文)

(以下. レジュメ13頁. 14頁から再録)

●日本円金利指標に関する検討委員会ホームページ

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy\_cmte/index.htm/

●日本円金利指標に関する検討委員会「日本円金利指標の適切な選択と利用等に 関する市中協議」(2019年7月)

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy\_cmte/data/cmt190702b.pdf

●日本円金利指標に関する検討委員会「「日本円金利指標の適切な選択と利用等 に関する市中協議 | 取りまとめ報告書 | (2019年11月)

https://www.boi.or.ip/paym/market/ipy\_cmte/data/cmt191129b.pdf

●日本円金利指標に関する検討委員会「日本円金利指標の適切な選択と利用等に 関する市中協議(第2回)|(2020年8月)

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy\_cmte/cmt200807b.pdf

●金融庁・日本銀行「LIBOR 利用状況調査結果の概要及び求められる今後の主な対応」(2020年3月13日)

https://www.fsa.go.jp/policy/libor/libor.survey.200313.pdf

●全銀協による貸出に関するフォールバック条項の参考例(2020年3月。7月補 訂)

(ハードワイヤードアプローチについて)

 $https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/special/libor/pdf/hardwired-approach\_sample.pdf\\$ 

(修正アプローチについて)

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/special/libor/pdf/amendment-approach\_sample.pdf

(解説)

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/special/libor/pdf/explanation\_sample.pdf

## 質疑応答

道垣内 11時5分を既に過ぎておりますが、質問の整理に時間がかかりまして、大変申し訳ありません。実はまだ完全に整理ができているわけではないのですが、これ以上、皆さんをお待たせするわけにいきませんので、走りながら考えるということで、質疑応答を開始したいと思います。

まず、お詫びしなければなりません。質問をたくさんいただいておりまして、時間との関係で質問者からいただいた質問を私の方で読み上げさせていただくという方法にせざるを得ません。私の読み上げの内容とか、あるいは森下さんからの回答の内容が、自分の質問についての誤解に基づいている、あるいは、対応していないといった理由で質問者のほうで補足が必要でありましたら、Zoom上の「挙手」の機能を使いまして、挙手をしていただければと思います。ただし、それについてもこちらの側で気がついて十分に対応することができるかには、若干、自信のないところもありまして、失礼なことになってしまうかもしれません。お許しいただければと存じます。

最初に、森下さんの報告の内容を確認したい、あるいは、補足を求めたいということで、2つの質問をいただいております。

まず、ベーカー&マッケンジー法律事務所の大木健輔さんからご質問をいただいております。

LIBORの代替指標として、森下さんの報告中に、「取引相手方の信用リスクを含まないリスクフリーレート」が望ましいとの考え方が取られており、現にそのような考え方に基づき複数の候補が挙げられているという理解が示されていましたが、そもそもリスクフリーレートが望ましいと考えられている理由は何なのでしょうか。

森下さんのほうから補足をいただければと思います。

森下 ご質問ありがとうございます。私の声はちゃんと届いておりますでしょうか。

このご質問に私がきちんとお答えできるかどうかちょっとわからないのですが、 私の理解によりますと、従来のLIBORについては、実取引をベースにして、そ こから算出をしてきましたと。実取引がベースになっているということで、そこ に不正の行われる余地があるということで、実際にそれが問題になったわけです けれども、一時は同じような方法を取るという前提で、より適正な、頑健な金利 の算出が目指されたわけですけれども、やはりそこには限界があると。基礎とな る取引が十分活発でない可能性とか、実取引の裏付けが十分ないレートが提示さ れる可能性があるとか、パネル行も数が減少するとか、十分な活動ができないの で適切なルートが提示されないというようなリスクを払拭することができないと いうことで、翌日物のレート、リスクはゼロではないわけですけれども、そう いった個別銀行の事情が極力ゼロに近い形のレートが望ましいという判断に至っ たというふうに理解しております。

不十分かもしれませんが、一応のお答えとさせていただきます。

道垣内 ありがとうございました。今のご回答でよろしいでしょうか。

それでは、次に、そもそも「LIBOR の廃止」という概念そのものにつきまし て、外国法共同事業法律事務所リンクレーターズの宇波洋介さんから質問をいた だいております。読み上げさせていただきます。

指標性喪失によるトリガー事由は、欧州ベンチマーク規制を踏まえた事由であ ると理解しております。仮に適切なフォールバック条項が、ある契約に含まれて いない状態において、指標性喪失トリガーを構成する当局の声明が発表されたに もかかわらず,なお LIBOR が公表され続けているという場面を想定します。こ の場合、当該契約については当該 LIBOR を利用し続けることでよく、日本法の 観点からは私法上の問題は生じないと考えてよいでしょうか。

「指標性喪失」という事由を定めた理由と、日本の契約上のリテラルな文言と しての「LIBOR が存在しない」ということとの間で、若干ずれが生じている場 合、どう考えるのかということかと思います。

では、森下さんお願いいたします。

森下 はい、ありがとうございます。

基本的には契約自由の世界の話ですので、いわゆるトリガー事由をどのよう に定めるかということは、当事者間の自由に任されていると思います。ただ. LIBOR の算出が停止されてしまえば、実際金利が決まらないわけですので、算 出の停止をトリガーとすることがまず、最小限必要であろうと思います。

それ以上に、 宇波さんご指摘の指標性喪失トリガーを入れるかどうかは、 契約 当事者の自由であるというふうに考えます。したがって、指標性トリガーを入れ ないフォールバック条項は、民法上といいますか、私法上は問題はないと思いま

す。

ただ、おそらくマーケットの多くの当事者が指標性喪失トリガーもフォールバック条項に入れることが想定されますし、実際そういう、それに相当する公表が当局なり関係機関から行われた場合に、多くの当事者がLIBORの後継金利に移るということになりますと、それをしない契約については、従前のレートのままということになりますので、いわゆる価値の移転というのでしょうか、その状況によってはそのときのボロワーがほかの人に比べて得をしている、あるいは損をしているといったような状況が発生するかもしれないですね。そのことが、例えば不当利得とか、あるいは損害賠償とかという問題を発生させるのかどうかというのは、検討対象にはなると思います。直ちに、今、私が、どうなるだろうという、ちょっと結論はいいにくいので、それは控えさせていただきます。

道垣内 どうもありがとうございました。

ハードワイヤードとか、フォールバックとか、私にはプロレス用語としか思えないような言葉が相次いでおりまして、司会者の質問整理能力に大きな疑問を自ら感じつつ行っておりますが、多分ですね、多分で恐縮ですが、上智大学の和仁亮裕さんのご質問というのも、これに関連しているのではないかと思います。ちょっと読み上げさせていただきます。

今,英国のFCA(金融行為規制機構)が議会に提出した,一時的な救済措置としてのFCAが監督するシンセティック LIBOR が LIBOR 消滅後も存続しているとした場合,何のフォールバック規定もない,いわゆるレガシーLIBOR 取引について,これを LIBOR の代わりとしてそのまま使うことに問題はありますでしょうか。

正しいか正しくないか不安を抱えながら、司会者の理解を示しますと、 LIBOR がないとき、LIBOR 代替指標を使うことが明示されていない契約においても、LIBOR 代替指標であるとして、英国の当局が出した指標を使い得るか、 ということなのだろうと思うのですが、森下さん、いかがでしょうか。

森下 はい。ちょっと報告では時間がなくて割愛したのですが、英国、さらに 米国では、当社間で合意をしない場合の一定の対応について検討がなされている というふうに理解しております。和仁さんのご指摘の点もそういった考え方の1 つだと思います。

その場合に、円 LIBOR が対象になるのかどうかということにもよると思いま

すが、仮に円 LIBOR も対象になって、いわゆるシンセティック LIBOR といわ れる、本来の LIBOR の代替金利が提示されて、それを法律的に、自動的にそれ を使うものとみなすという強制力がある形なのか、あるいはレコメンデーション 式なのかにもよると思いますけれども、少なくとも強制力がないとしても、じゃ あ、それを使いましょうということで、日本当事者が合意をして使うということ はもちろん契約自由の原則から可能だと思います。

その場合に、どういった法律問題が生じ得るのかということは、先ほどの字波 さんのご質問と同じように、契約全体の有効性にはおそらく疑問はないですが、 不当利得等々、あるいは業法的には特別利益の提供といったような問題が発生す る余地があるのかもしれないと思いつつ、単に当事者間でそういう世の中の趨勢 と異なった合意をするということではなくて、英国の当局の推奨なり、一定の法 律的な効果のあるものを使うということですので、それほど問題はないのではな いかなというふうに思っております。

お答えになっていれば幸いです。「選」

道垣内 ありがとうございました。さらに議論をして、深めていきたいのです が、時間の関係で先に進めざるを得ません。大変申し訳ございません。

次に、法定利率が適用される可能性について、ちょっとそれは困るのではない かということで、いくつか質問をいただいております。法定利率の適用可能性と いう内容そのものの問題もありますし、また、主張立証の責任との関係で、この ことを問題にされる質問も出ております。3ついただいておりますので、合わせ て扱いたいと思います。

まずは、森・濱田松本法律事務所の佐藤正謙さんからのご質問を読み上げます。 フォールバック条項が導入されなかった場合等における適用金利について、日 本円金利指標の適切な選択と利用等に関する市中協議(第2回)(本年8月7日 公表)により、後継金利指標に関する検討委員会の推奨内容も示され、市場参加 者間のコンセンサスはおおむね形成されつつあるように見受けられますが、それ でもなお法定利率適用の可能性は相当程度残るとお考えでしょうか。

法定利率以外の指標について、大体みんなが納得しているのではないか、とい う話だろうと思います。それと関連いたしまして、新生信託銀行の大木良さんよ りご質問をいただいておりますので、多少簡略化して、読み上げます。

証券化案件においては、関係当事者も多いこと、利害関係も複雑となることか

ら、信託契約後に改めてフォールバック条項を合意することは難しい場合も多い と思われるが、そうしたときに、民法に定める法定利率が適用される余地がどの 程度あるのか、あるいは法定利率が適用されないように合意に導くために、何ら か検討しておくべきところがあるか、さらには、法的には異論もあるところだと のことだが、どういった異論が展開される余地があるのか。

さらに、三井住友銀行の浅田隆さんから、訴訟になった場合にどうなるのかという観点からの質問をいただいております。少し簡略化し、逆に一部補足しながら、読み上げます。

LIBOR を用いた契約当事者間で、フォールバック条項導入を含めて金利に関する合意が成り立たず、LIBOR が廃止時を経過したときの適用金利について、当事者の合理的意思解釈により決せられるというのが森下さんのお考えと理解したが、訴訟になった場合に具体的に適用されるべき新金利基準について、いずれの当事者に挙証責任があるのか。利息を請求する貸主が利息の基礎となる適用金利の挙証責任を負うように思われるが、この場合でも、貸主が商取引であって有利息債権であることにつき挙証が成功すれば、適用金利の合意がない限り、(改正)民法は法定利率が適用されるべきことから、法定利率ではない別の金利について合意があったと主張する側が挙証責任を負うことになり、それは借主になるのではないか。借地借家法11条のように、裁判所が裁量的に賃料を確定するといった条文がある場合はともかく、金利に関連しては、特定の基準金利を合理的意思解釈として挙証をしなければ、裁判が追行できないと思われるし、訴訟にならなくても、実際の交渉力学に影響すると思われます。どう考えるべきか。

3つ合わせてとなりますが、森下さん、お願いいたします。

森下 ありがとうございます。法定利率について、殊のほか皆様ご関心が高い ということを改めて認識しております。

難しい問題であまりクリアにお答えはできません。私の単なる個人的な感想というか、考え方にすぎませんけれども、おそらく3つともご質問は関連しておりまして、まず、佐藤さんの法定利率適用の可能性は相当程度残るというお考えでしょうかということに対しては、「相当程度」残るというふうに考えているわけでもないと申し上げます。理論的には適用の可能性は排除はできないだろうというニュアンスでございます。

おそらく実務としては、現状の金利情勢下で、来年の年末、どうなっているか

は、もちろんわかりませんが、現状の金利水準下で、仮に合意がうまくできなく ても、じゃあ3%払えということを真面目に請求する銀行があるとも思えません し、そういう事態はおそらく生じないだろうというふうに考えてはおります。

それから、理論的にどうなるのかということに関しては、民法404条の適用問 題ということですので、金利についての具体的な合意がない場合だということに なってしまうと、法定金利だというのが1つの筋として、どうしても否定はでき ないのではないかという。まあ、個人的な感想でございます。

佐藤さんもおっしゃっているのは、仮に当事者間で決まっていなくても、マー ケットでは、具体的にはその市場参加者、ボロワーである事業会社等含めて、そ の時点でおそらく、そのタイプの取引については、この金利を金利指標で使うの が一般的で、みんなそうしているし、そこにコンセンサスがあるでしょうと。

それから、スプレッドが決まらないと最終金利は決まらないわけですが、その 計算方法についても、本日ちょっとお話は省略しましたが、ほぼマーケットでは こういう方法がいいだろうという合意はできつつあるというふうに認識をしてお ります。

そうであれば、その当該のローンについては、そのローンの性質、単発のロー ンなのか、シンジケートローンなのか等々含めて、ほぼこういうレートが一番適 切ですよね、という市場参加者の合意というのは、おそらく、事実認定の問題で すが、できるだろうと思います。

しかしながら、特定のその案件でそういう合理的な内容のレートをレンダーが 提示しているのに、ボロワーが、理由はともかく、嫌だ嫌だといい続けていると いう状況でクリアに拒否されている場合に、合意があるといっていいのかという のはちょっと条文解釈上、疑問もあるところでございます。ですから、そういっ たケースが実際にどの程度生じ得るのかわかりませんし、場合によっては、ボロ ワーが例えば倒産してしまって話ができないという中で、 倒産手続が始まって、 銀行として債権届出をしないといけないという場面もあるかもしれません。その ときに、決まってないのだから3%で届け出るという行動も考えられなくはない わけでございまして、そういう意味で、おそらく、そういう場合にはもちろん管 財人が異議を出して、そこで争うということなのでしょうけれども、感触として は、お答えになっているかどうかわかりませんが、理論的な可能性は否定できな いというところかなというふうに思っております。

それから、新生信託銀行の大木さんのご質問ですが、適用される余地がどの程度あるのかということについては、今、申し上げた感じでございます。信託については、いろんな場面があるというふうに理解しておりまして、非常に多数のローンを信託財産に入れて、信託の受託者として、名義上というのでしょうか、貸主になっている場合があって、そういう場合に個別のボロワーとなかなか具体的な話ができない場合に、法定利率が適用される余地があるのかという意味では、これも理論的にはあり得るのでしょうけれども、何らかの合理的な方法でネガティブ・コンセント方式なり、あるいはマーケットでスダンダードになった方法で、ある意味、一方的にボロワーに通知をすると。で、異議のあった人とは個別に交渉をするというふうなことで、法定利率の適用しかないという場面は、実務的には避けられるのではないかなというふうには思っております。

ちょっと十分なお答えになっているかどうかわかりませんが、一応そのように 考えております。

それから、三井住友銀行の浅田さんからのご質問ですが、ちょっと難しい問題で私もあまり自信はないのですが、伝統的な要件事実に基づく主張立証責任の分配のルールによると、おそらく、まず原告としては、ローンの契約をしましたと。元本、貸しましたと。したがって、利息を払う義務が発生します、利息を払うという合意はありますということ。それから、当事者が会社または商人であること、それらを主張立証すると、商法513条の1項だったと思いますが、別段の合意がない限り、利息は法定利率になり、法定利率は民法に戻って年3%ということになります。

これは別段の合意がないという前提ですので、先ほど申し上げましたように、マーケットのスタンダードなり、市場参加者間の緩い合意として合意があるということになると、ここには来ないわけですけれども、合意がないという前提ですと、法律の適用によると、まず、年3%になります、ということになって、このままだと3%払えという判決が下りるということになります。現状では3%は高すぎるということだと思いますので、被告のほうでそれを争う場合には、抗弁事実として、実は3%じゃなくて、それを下回る約定利率の合意があるということを主張して立証しないといけないということになる、というのが一応の形式上の整理かなと思います。

しかし、ここも実際の裁判の場面でどうなるかというのは、ちょっと私もその

経験がないのでわからないのですが、考え方として、このように考えるとして、 まず、利息の額についての合意が全くないと考えるかどうかということがありま すけれども、合意がないとして、しかし、何らかの利率による利息を払うという 合意はもともとあったわけですし、そういう合意があるということ自体は争いは ないというふうに考えると、じゃあ、どうやって適切なレートを認定していくの かという、ある意味、事実認定というよりも、契約の解釈の問題になるとすると、 その本来の主張立証責任の分配というルールを形式的に当てはめて裁判が進行す るかというと、実際のところはそうでもないのではないのかなと思います。

おそらく、3%払えというのは、形式論は一応成り立つけれども、マーケット の金利水準として、そのタイプの取引については、異例に高いぞということにな ると、むしろ裁判所としては、そうでないといけない理由をもっと説明しろとい うことで、レンダーのほうに一応立証責任をかぶせると。ただ、それは嫌だけれ ども、じゃあ、いくらなら払うのですか、いくらが合理的だと思っているのです かということについては、ある程度ボロワーのほうにも主張立証責任を負わせる というふうな形で、実際には裁判は進行するのでないのかなという推測をしてお ります。

お答えになっているかどうかわかりませんが、一応以上でございます。

道垣内 ありがとうございました。

予定していた終了時刻は11時30分でして、もう時間が来ているのですが、もう 一固まり――いま「クラスター」といいそうになったのですが.「クラスター」 というのは、最近ちょっと別の意味に用いられることが多いので、もう一固まり ——の質問がありまして、それについて扱うことをお許しいただければと存じま す。それは、既に森下さんからもかなりお話が出たのですが、金利あるいは基準 を新たに決める交渉についてのご質問でございます。

まずは、株式会社ゴードン・ブラザーズ・ジャパンの堀内秀晃さんから、金利 の提示をするということになると. 金利の提示は金利に詳しい貸出人から行うこ とになりそうだが、私募債のように融資と類似する商品で借入人が提示して債権 者が同意するということは現実的なのか、というご質問であります。

それとぴったりではありませんが、この交渉ということに、信託の受託者が 絡んできたときには、今度は信託の受託者の行為規範の問題になってまいりま す。そこで、新生信託銀行の大木良さんからは、証券化を目的とした信託 ABS スキームにおいては、事後的な契約変更はストラクチャーの安定の観点からも想定されていないのであり、そのような場合においては、契約当事者間の合意による契約は実務的には困難が予想されるけれども、特に信託受託者として留意すべき点などがあるか、という質問をいただいております。

さらに、もう1つ、マンパワーグループの西正稔さんから、いただいております。ご意見に近いものだと思いますけれども、読み上げます。トリガー事由(例えば LIBOR の公表停止の発生時)に再協議して、それが成立する可能性がどの程度あるのかを踏まえて、類型ごとに対応を考える必要があるのではないか。例えば社債のように当事者の数が多いものもあれば、個々の貸出のように二者だけのもの、さらには、デリバティブ取引の中には相対(二者間で)契約しているものの別の契約と連鎖しているために、最終的には当事者の数が多数になるというものもある。そして、当事者が多数になる場合には、紹介されていた「ハードワイヤード・アプローチ」で対応するしかないであろうし、一方、二当事者間で完結するのであれば、「修正アプローチ」で対応可能とも思われるけれども、当事者間の力関係によっては、一方当事者に有利な修正がなされる危険性がある。

契約当事者が多数になる場合については、金融庁等の規制機関が関与する形で、全銀協等の業界団体において、トリガー事由発生時にデフォルトでどのような対応するのか、早急に決めておくことが望ましいと思われるし、また、二者間だけで完結する契約についても、業界団体でデフォルトとなる契約条項を提案し、それ以外の両当事者が希望するのであれば、当事者間で交渉ということになるのではないか。

以上ですが、全体として、交渉の問題でございますので、森下さんに一括して お答えいただければと思います。

森下 ありがとうございます。

最初のご質問ですが、もちろん、ボロワーのほうから提案するということも十分可能かと思います。そのときのレンダーがどういう属性の人かにもよりますけれども、銀行であれば多数のボロワーを抱えていますので、当然、今後の推移を見守りつつ、デフォルトとしてどういうレート、どういうスプレッド調整をするかということは当然検討していると思いますので、実態としては、レンダー、銀行のほうから提案することが多いと思いますが、もちろん、ボロワーも背後でスワップでヘッジをしていたり、場合によっては非常に詳しいボロワーさんもい

らっしゃるでしょうし、ボロワーのほうから提案するということもできるとは思 います。全銀協の貸出のフォールバック条項の参考例ですと、ボロワーから提案 するということは、想定はされていないようですが、もちろん契約の交渉として は、ボロワーから提案するということは十分可能かと思います。

それから、信託に関するご質問ですが、信託を使った流動化スキームというも のについて、私はそれほど詳しいわけではありませんが、先ほどちょっと話が出 ましたように、多数の貸付債権を信託財産として信託をして、それをベースに投 資家である受益者に受益権が販売されるというストラクチャーが基本かなという ふうに理解をしております。

そこで、LIBORが登場する場面としては、もちろん信託財産に入る、もとも とのローン契約に LIBOR が使われているというケースと、それから、信託の、 いわゆる信託は実績配当ですので、ローンとはちょっと意味合いが違うのかもし れませんが、予定配当率の表示というふうな意味合いで、信託契約上、この受益 権にはLIBOR プラスいくらを目途として払われますというふうな条項がある場 合もあると理解をしております。

そういう両方の場合について、その受託者がどういうふうに行動すべきかとい う点については、正直、まだあまり検討はしていなかったのですが、基本的には、 信託の場合は、信託の受益者に対しては受託者として、むしろ金利を払うほうで すし、それから、信託財産の管理者としては、金利を受け取るほうですけれども、 何もしないでその LIBOR 公表停止を迎えてしまうとその金額が決まらないとい うことになってしまいますので、やはり契約当事者としては対応することになる のかなと。

で、対応すべき法律上の義務という意味ではなかなか難しいのですが、それは 関係契約書がいくつかあると思いますし、一番大事なのは信託契約かと思います が、そこで信託の受託者の義務がどのように書かれているかという、具体的な規 定振りにもよりますけれども、一般的には、やはり LIBOR 廃止をまたいで信託 契約なり、信託の仕組みが続くということであれば、信託の受託者としては、合 理的な努力は尽くすべきであろうと。つまり、信託受益権としては、受益者が複 数いれば当然複数の受益者が相手になりますし、また、信託契約の変更は委託者 の合意が必要なのが一般的だと思いますので、大変ではありますが、協議をして、 適切なフォールバック条項の導入、あるいは代替金利指標の決定、スプレッドの

指摘のとおりかと思います。

決定に少なくとも努力をするというのが受託者の義務ではなかろうかなと。それ は信託財産にローンが多数入っている場合も基本的には同じではないのかなと、 個人的な見解ですが、考えております。

もちろん、一対一のローンではなくて、相手が多数、何千とか、何万とか、場 合によっては非常に多いので、個別の交渉というのは非常に難しいと。それから、 もともと信託のこういったスキームの中では、大木さんがおっしゃっているよう に、一種スペシャルパーパスビークルというか、カストディアンといってもいい のでしょうか、信託財産の管理保全をメインの義務として担っていて、かつ、そ ういった義務をベースにして信託報酬も決まっているでしょうから、かなり想定 外のエキストラな努力になってしまうというのは、おっしゃるとおりかなと思う のですが、逆に何もしないということで義務を果たせるかというと、そうでもな いだろうと思います。実務的には、例えばですけれども、多数のボロワーに対し て、LIBOR がなくなってしまうので、こういうふうにしますと。マーケットで 代替金利として代表的なそのタイプのローンについては、この金利指標を使うこ とになっており、また、すべての調整はこうやって行うというのがスタンダード になっていますので、それで計算して、今後、いついつからはこの金利をお支払 いくださいという一斉の通知をするとか。万が一、それに異議を述べてきた人と は個別の交渉をやらざるを得ない、という程度のことはする必要があるのではな いのかなと。取引の実態を十分理解せず、勝手なご意見を申し上げてご迷惑がか かるといけないのですが、今のところ個人的にはそういうふうに思っております。 それから、最後のご質問ですが、ちょっとご質問の趣旨を十分理解できたかど うかも心もとないのですけれども,実際の取引はいろんな対応のものがございま

その中で、当局の果たすべき役割というのはいろいろ考え方が多分あるところでございまして、米国とか、英国では、かなり当局なり、民間の団体がかなり動いているところもありますけれども、フォールバックの条項の導入とか、その内容とか、それから合意できない場合についての対処の方法とかについて、一定の方向での指針を公表するなり、業界を指導するなりということは考えられるところではございますが、日本の場合は、私の知る限りは、具体的な方法について当局が動いて金融機関に指示を与えるというスタンスではないというふうに理解し

すし、ケース・バイ・ケースでその交渉の在り方も変わってくるということはご

ておりますので、早く対応しないといけないよということは何回か当局からもア ナウンスは出ておりますけれども、基本的には、民間の努力、創意工夫に任され ているということかなと思います。

ちゃんとお答えになっているかどうか自信がないのですが、いかがでしょうか。 道垣内 どうもありがとうございました。

時間も超過しておりまして、大変残念ですが、個別報告のセッションは、ここ でお開きとせざるを得ません。

本日は、森下さんには、非常に制約された環境の中、ご報告いただきまして、 ありがとうございました。また、質問者の皆さんも非常に明快な質問をご提出い ただき、ありがとうございました。にもかかわらず、時間を超過するとともに、 質問の読み上げということになってしまったことにつきましては、司会者として 心よりお詫び申し上げます。

「LIBOR の廃止に伴う契約上の諸問題」というのが本日のテーマですが、「リ アルな会合の廃止に伴う学会運営上の諸問題」というのも、多々予想されました。 しかし、皆様のご協力によって、個別報告のセッションを無事に運営することが できたと思います。どうもありがとうございました。

[注(森下)] なお、3番目の質問者の和仁亮裕さんの英国FCAが監督する「シ ンセティック LIBOR | に関するご質問につき. 私がご質問の趣旨を正しく理解 してお答えしていなかった可能性があるので、一言補足させていただきたい。ご 質問の趣旨が、契約の当事者が特に合意していない場合においても、いわゆる 「シンセティック LIBOR」が契約上の金利指標として効力を有するか、というご 質問であったとすると、それは、もともと契約上合意されていた「LIBOR」の 定義に「シンセティックLIBOR」が含まれるか、という解釈問題となり、それ は両者の類似性(特に「シンセティック LIBOR | の算出方法)その他の諸般の 事情に照らして、当事者の合理的意思解釈という観点から決せられることになる と思われる。もちろん、円 LIBOR に関しては、シンセティック LIBOR は存続 しないということであれば、この問題は生じない。

#### 新型コロナウイルス対応

#### 1 はじめに

2019年に発見され、2020年に世界的に流行した新型コロナウイルス(SARS-CoV-2)およびこれに基づく新型コロナウイルス感染症(COVID-19) $^{(1)}$ は、米国においても猛威をふるった $^{(2)}$ 。そして、新型コロナウイルスに対して、同年3月以降、様々な対応が講じられた。

本稿は、2020年に金融との関係で米国で新型コロナウイルスに対してどのような法的な対策が講じられたのかを概観するものである $^{(3)}$ 。ただし、同年12月27日に成立した統合予算法(後述)については、検討対象外とする。

本稿の構成は、次のとおりである。第2節では、背景として新型コロナウイルスの蔓延と米国においてどのような立法がなされたのか概観する。第3節では、流動性の供給という観点からどのような対策がなされたのかを概観する。第4節では、雇用の維持という観点からどのような対策がなされたのかを概観する。第5節は、結びである。

#### 2 背景

本節では、まず(1)において、ごく簡単に、新型コロナウイルスの感染拡大と感染拡大への対策について記述する。その後(2)において、金融政策による対応について言及し、最後に(3)において、連邦議会による立法の一覧を概観する。

(1) 新型コロナウイルスの感染拡大と感染拡大への対策

まず、米国における新型コロナウイルスの感染拡大と感染拡大への対策につい て記述する。

新型コロナウイルスは、2019年末に中国で感染が拡大したが $^{(4)}$ 、諸外国での流行の時期は、国によって異なる。米国では、2020年2月29日に最初の死者に関する報道がなされた $^{(5)}$ 。米国内での感染も地域によって感染拡大の時期が異なる。金融と関係が深いニューヨークについて見てみると、同年3月初旬から感染者が確認され $^{(6)}$ 、同月7日にニューヨーク州のアンドリュー・クオモ知事が非常事態を宣言した $^{(7)}$ 。その後、段階的に緩和がなされたが $^{(8)}$ 、クオモ知事は、同年12月17日に18の郡について、再度、非常事態を宣言した $^{(9)}$ 。食品医薬品局(Food and

Drug Administration, FDA) は、同月11日にファイザー社のワクチンの緊急使 用を許可した心。本稿執筆時点では、米国での感染者数の拡大が続いているが、 ワクチンの接種と集団免疫(herd immunity)の獲得によって、新型コロナウイ ルスは、長期的には収束することが見込まれる。

このように米国では、我が国と比較して、多数の新型コロナウイルスの感染者 が確認された。これに対して、米国の政府機関や立法府が様々な対策を講じた。 次に、金融政策と連邦議会の立法を順に概観する。

#### (2) 金融政策

金融との関係で最も重要といえるのは、連邦準備制度理事会 (the Board of Governors of the Federal Reserve System, FRB) の連邦公開市場委員会(the Federal Open Market Committee, 以下「FOMC」という)による対応であろう。 すなわち、FOMC は、2020年3月3日に政策金利を0.5%引き下げた。その結 果. 短期金利の誘導目標であるフェデラル・ファンド金利 (federal funds rate) は、年1.50~1.75% から年1.00~1.25% に引き下げられた(11)。さらに、同月15日の FOMC で、短期金利の指標であるフェデラル・ファンド金利の誘導目標を、1.00  $\sim$ 1.25% から  $0\sim$ 0.25% に、1% 引き下げた(2)。これは、2008年の金融危機の際 に行ったゼロ金利政策を復活させるものであった(13)。このゼロ金利政策は、フォ ワード・ガイダンスの提供[4] 量的緩和の実施[5]などと併せて実行された。結果. 米国における住宅価格指数であるケース・シラー指数は、2020年10月に14年振り の高値となり<sup>(16)</sup>、また、米国の代表的な株価指数である S&P 500は、同年12月31 日に最高値を記録した(17)。

金融政策と並行して、米国では、立法府および行政府の活動も活発であった。 本稿では、次に、連邦議会での立法活動を概観する。

- (3) 立法府および行政府の対応の概観
- 2020年12月までの新型コロナウイルスに対する主な連邦議会における立法(8)は、 次のとおりである(19)。
- ① 2020年3月6日: コロナウイルス準備および対策補正歳出予算法 (Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act) (20)
- ② 2020年3月18日:家族優先新型コロナウイルス対策法 (Families First Coronavirus Response Act (FFCRA)) (21)

- ③ 2020年 3 月27日:コロナウイルス援助・救援・経済保障法(Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act) <sup>(2)</sup>
- ④ 2020年4月24日:給与保護プログラムおよび保健増進法 (Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act) <sup>(23)</sup>
- ⑤ 2020年4月28日: 2020年学生・退役軍人コロナウイルス対策法(Student Veteran Coronavirus Response Act of 2020)<sup>24</sup>
- ⑥ 2020年6月5日:給与保護プログラム柔軟化法 (Paycheck Protection Program Flexibility Act of 2020) ધ
- (7) 2020年7月4日:給与保護プログラム改正法(26)
- ⑧ 2020年7月13日:コロナウイルスにより影響を受けたアメリカ人の帰国のための緊急救助法 (Emergency Aid for Returning Americans Affected by Coronavirus Act) (27)
- ⑨ 2020年8月3日:壊滅的なキャッシュフローの制約からの非営利団体保護法 (Protecting Nonprofits from Catastrophic Cash Flow Strain Act of 2020) <sup>(28)</sup>
- ⑩ 2020年8月14日: 2020年アメリカ第一応答者保護法 (Safeguarding America's First Responders Act of 2020) <sup>29</sup>
- ① 2020年12月27日: 2021年統合予算法 (Consolidated Appropriations Act, 2021) <sup>(30)</sup>

このうち特に重要な法律が2つある。第1に、③コロナウイルス援助・救援・経済保障法(以下、「CARES 法」という)である。同法は、米国の連邦議会で成立した本格的な新型コロナウイルス対策法であり、経済対策のための支出は、約2兆ドルである<sup>(31)</sup>。また、④⑥⑦の各法律は、CARES 法の主要な内容の1つである給与保護プログラム(Paycheck Protection Program、PPP)に関する改正を含んでおり、③と関係が深い。

①2021年統合予算法(以下、「統合予算法」という)は、CARES 法に基づくいくつかの対策の期限が2020年12月31日に失効することに伴って、追加の対策を立法化したものである。統合予算法の経済対策の規模は、約9000億ドルである<sup>©2</sup>。また、政府機関も新型コロナウイルスへの対策を打ち出している。対策を発表した政府機関として、①連邦準備制度理事会(Federal Reserve)、②中小企業庁(Small Business Administration)、③消費者金融保護局(Consumer Financial Protection Bureau)、④商品先物取引委員会(Commodity Futures Trading

Commission), ⑤連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), ⑥連邦金融機関調査委員会 (Federal Financial Institutions Examination Council, FFIEC), ⑦連邦住宅金融局 (Federal Housing Finance Agency, FHFA), ⑧通貨監督庁 (Office of the Comptroller of the Currency, OCC) お よび⑨証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) が挙げら れ、その数の合計は優に百を超える(33)。

本稿では、以下の節において、流動性の供給および雇用の維持に関する米国の 対応を概観し、関係する範囲で、CARES 法に言及するものとする。統合予算法 については、別稿を期したい。

#### 3 流動性の供給

## (1) 序 論

米国における流動性供給との関係で、法律上、特に興味を惹くのは、連邦 準備法13条3項<sup>[5]</sup>に基づく緊急の貸付権限ではないだろうか。同項は、連邦 準備制度理事会が「異例かつ差し迫った状況において (unusual and exigent circumstances)」, 連邦準備銀行経由で、一定の要件を満たす連邦準備制度の参 加者に対して、証券割引等の手法により一時的な流動性を供給することが認め ている55。同項は、2008年から2009年の金融危機において用いられたが、大き くて潰せない(too big to fail)問題として、批判を浴びた物。結果、金融危機後 に制定されたドッド・フランク・ウォール・ストリート改革および消費者保護 法 (Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act of 2010) (37) (以下、「金融規制改革法」という)の1101条(a)項によって、改正がなされた。す なわち、従前の連邦準備法13条3項の発動条件は、①異例かつ差し迫った状況 において (unusual and exigent circumstances), ②5名以上の連邦準備制度理 事会の承認を得ること、③十分な信用供与を他の銀行組織から確保することが できないこと、④連邦準備銀行に対する十分な担保を得ることであった(88)。これ が金融規制改革法によって、①連邦準備制度理事会の設定した一定の要件を満 たす者に広く参加を認めるようなプログラムベース (program or facility with broadbased eligibility) のものにすること<sup>(39)</sup>, ②支払不能 (insolvent) である者 に対する信用供与が行われないこと<sup>(40)</sup>、および③合衆国財務長官(the Secretary of the Treasury) の承認が求められるようになった<sup>(41)</sup>。財務長官の承認を要求す ることについては、懸念もあったが42、CARES法に関する限り、特に問題なく

財務長官は、承認をしている(43)。

前述の財務長官の承認に基づいて、連邦準備法13条3項に基づく権限によって、流動性の供給のため多数のプログラムが実施された。それぞれについて概要を示す(細かい点は、脚注で示した資料などを確認されたい)。なお、プログラムの条件が変更されている場合には、2020年12月時点で最新の情報となるように努めた。

## (2) プライマリー・ディーラー信用供与枠

2020年 3 月17日に連邦準備制度理事会は、ニューヨーク連邦準備銀行に対して、プライマリー・ディーラー信用供与枠(the Primary Dealer Credit Facility)(以下、「PDCF」という)の設置を承認した $^{(4)}$ 。これは、金融危機において $^{2008}$ 年に設置されたものと類似のプログラムである $^{(5)}$ 。

PDCF は、一定の担保に基づいて、プライマリー・ディーラー(46)に対して90日 未満の貸付を行うものである。PDCF は、プライマリー・ディーラーが市場機能 を果たすことおよび企業や家計に対する信用供与を促進することを目的としている(47)。

当初のターム・シートでは、プログラムの終了は、「短くとも6ヵ月」と示されていたが<sup>(48)</sup>、2020年7月28日に連邦準備制度理事会は、PDCFの12月31日までの延長を発表し<sup>(49)</sup>、さらに、同年11月30日に同理事会は、2021年3月31日までの延長を発表した<sup>(50)</sup>。

2020年4月14日時点でのニューヨーク連邦準備銀行の貸出総額は、約340億ドルであった<sup>⑤</sup>。

#### (3) コマーシャル・ペーパー (CP) 資金供与枠

連邦準備制度理事会は、PDCFと同様、2020年3月17日に、ニューヨーク連邦準備銀行に対してコマーシャル・ペーパー(以下、「CP」という)資金供与枠(the Commercial Paper Funding Facility)(以下、「CPFF」という)の設置を承認した<sup>622</sup>。これは、金融危機において2008年に設置されたものと類似のプログラムである<sup>633</sup>。

米国における CP の残高は、2019年末時点で、7340億ドルほどあった<sup>64</sup>。しかし、2020年3月中旬になり、残高が減少するとともに、優良な格付けを有する CP についてもスプレッドが拡大したために、CPFF の導入がなされた<sup>65</sup>。

CPFF は、連邦準備法13条(3)項に基づくものであるが、特別目的会社(デラ

ウェア州に設立した CP Funding Facility II LLC) が設立され、この特別目的会 社に対してニューヨーク連邦準備銀行からの貸与および財務省の為替安定化基 金 (Exchange Stabilization Fund) から100億ドルの出資がなされた<sup>56</sup>。CPFF は、 2020年3月17日時点でA1/P1に格付けされる無担保または資産担保 CP を特別 目的会社を通じて購入する。特別目的会社は、購入した CP を満期まで保有する ことにより、CP市場に流動性を提供する。

当初のターム・シートでは、CPの購入期限を「2021年3月17日」と明示して いたが、2020年11月30日に同理事会は、2021年3月31日までの延長を発表した<sup>670</sup>。 2020年6月30日時点で、特別目的会社が保有する CP の残高は、約42億ドルで あった(58)。

## (4) MMF 流動性供与枠

連邦準備制度理事会は、2020年3月18日に MMF 流動性供与枠 (the Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) (以下、「MMLF | という)の設置を 発表した<sup>69</sup>。これは、金融危機において2008年に設置された資産担保コマーシャ ル・ペーパーMMF 流動性枠 (Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) Money Market Mutual Fund (MMMF) Liquidity Facility (AMLF)) と類似のプログラム である<sup>(60)</sup>。

2020年3月2日から3月23日までの間に米国の MMF は、プライム MMF で 1200億ドル. 地方債 MMF で90億ドル. それぞれ残高が減少した<sup>(61)</sup>。プライム MMF および地方債 MMF からの資金流出を回避するために、連邦準備制度理事 会は、ボストン連邦準備銀行に対して、MMLF の設置を承認した。MMLF に基 づいて、ボストン連邦準備銀行は、預金金融機関、銀行持株会社など一定の借手 に対して、適格な担保(担保範囲は、当初範囲から拡大したが、満期が12カ月未 満である財務証券や政府支援機関(government-sponsored enterprise)の負債 などである)を徴求した上で、貸付を行う。財務省の為替安定化基金から100億 ドルの保証がボストン連邦準備銀行に対してなされている。

前述のとおり、MMLFの設置の発表は、2020年3月18日であったが、実際の 貸付は. 2020年3月23日から行われた。当初ターム・シートでは、プログラムの 終了は、2020年9月30日であったが、同年7月28日に終了時期が同年12月31日に 延長され<sup>62</sup>. さらに. 同年11月30日に終了時期が2021年3月31日に延長された<sup>63</sup>。 2020年4月14日時点でのボストン連邦準備銀行の貸出総額は、約510億ドルで 40 金融法研究・第37号

あった<sup>(64)</sup>。

## (5) 発行市場会社向け信用供与枠および流通市場会社向け信用供与枠

連邦準備制度理事会は、2020年3月22日に約ニューヨーク連邦準備銀行が発行市場会社向け信用供与枠(the Primary Market Corporate Credit Facility)(以下,「PMCCF」という)および流通市場会社向け信用供与枠(the Secondary Market Corporate Credit Facility)(以下,「SMCCF」という)を設置することを承認した%。このプログラムは、金融危機の際に設置されたプログラムに類似のものがなく、新型コロナウイルス対策として新たに設置されたものといえる。

米国では、大規模な会社は、資金調達を社債で行っていることが多い。今般の新型コロナウイルスによって、社債市場での資金調達が難しくなり、また、流通市場での社債の利回りが上昇することによって、発行市場での資金調達が難しくなるといった問題があった。特に、2020年3月18日および25日の週において社債を専門とするミューチュアル・ファンドおよび上場投資信託からの資金流出は、1740億ドルに上った<sup>67</sup>。

そこで、PMCCF および SMCCF に基づいて、ニューヨーク連邦準備銀行は、デラウェア州に設立した特別目的会社(Corporate Credit Facilities LLC)に対して貸付を行い、また、財務省から当該特別目的会社に対して750億ドルの出資がなされた<sup>68</sup>。

PMCCF に基づき、この特別目的会社は、一定の適格な社債を発行者から購入し、または、シンジケート・ローンについて貸出総額の25%まで参加することにより、比較的大規模な発行体への信用供与を行う<sup>(6)</sup>。特別目的会社が購入する社債およびシンジケート・ローンの満期は、4年以下のものに限られる<sup>(7)</sup>。

また、SMCCFに基づいて、特別目的会社は、流通市場において投資適格の米国会社の社債を購入し、米国の投資適格およびハイ・イールドの社債に投資する上場投資信託を購入する<sup>(7)</sup>。個別の会社の社債を購入する場合、満期までの期間が5年以下のものに限定されている<sup>(7)</sup>。

2020年11月19日時点で、財務長官によって延長がなされなかった。このため、PMCCF および SMCCF は、資産の買取りを同年12月31日で終了した<sup>(73)</sup>。同日時点での PMCCF および SMCCF に基づく貸付残高は、約141億ドルであった<sup>(74)</sup>。

#### (6) 期限付資産担保証券貸付枠

資産担保証券の発行者である金融機関は、貸付を裏付けとして証券化した資産

担保証券を発行することによって、流動性を得て、さらなる融資家計や企業に対 して行うことができる。米国において事業や家計への貸付を裏付けとする資産担 保証券の発行は、2019年に3000億ドルを超えるといわれば、米国における金融の 一翼を担っている。資産担保証券の発行は、2020年2月までは比較的好調であっ たが、同月から4月にかけて新型コロナウイルスの蔓延により70%以上下落し た(%)。そこで、同年3月23日に連邦準備制度理事会は、期限付資産担保証券貸付 枠(the Term Asset Backed Securities Loan Facility)(以下,「TALF」という) の設置を発表した(で)。これは、金融危機において2008年に設置されたものと類似 のプログラムである(78)。

TALF において、ニューヨーク連邦準備銀行は、デラウェア州に設立された 特別目的会社(TALF II LLC)に対して貸付を行い、また、財務省は、CARES 法4027条に基づき、為替安定化基金から100億ドルの出資を特別目的会社に対し て行った。当該目的会社は、資産担保証券を保有する適格な借手に対して当該資 産担保証券を担保とした上で貸付を行う(20)。貸付期間は、3年間であるが、担保 となる資産担保証券の満期が3年未満である場合は、貸付期間もこれに準じる800。 これにより TALF は、証券化市場に対して流動性を提供し、新たな資産担保 証券の発行を促進し、さらに、資産担保証券の発行者である金融機関が、家計や 企業に対して貸付を継続して行うことを意図している®」。

TALF に基づく貸付は、2020年12月31日までとされていた。同年11月19日時 点で、いくつかのプログラムの延長が発表されたが、TALF については財務長 官によって延長がなされなかった。このため、TALFに基づく貸付は、同年12 月31日で終了した62。同日時点で、特別目的会社が行った貸付残高は、約35億ド ルであった(83)。

# (7) 給与保護プログラム流動性供与枠

給与保護プログラムは、後述するとおり、CARES 法に基づく主要な失業対策 である。給与保護プログラムの提供と関連して、2020年4月9日に給与保護プロ グラム流動性供与枠(the Pavcheck Protection Program Liquidity Facility)(以 下,「PPPLF」という)の設置を承認した<sup>64</sup>。

給与保護プログラムでは、中小企業が給与保護プログラムに参加する金融機 関から融資を受けることができる。PPPLFは、給与保護プログラムに参加する 金融機関際に対し、各地域の連邦準備銀行に対して申請をすることにより、給与

保護プログラムに基づく貸付(流通市場で購入した貸付債権を含む)を担保として、融資を行うものである。当該融資に対する金利は、年率0.35%である<sup>80</sup>。満期は、担保となる給与保護プログラムに基づく貸付と同じである<sup>87</sup>。PPPLFにより、金融機関に対して給与保護プログラムに参加する誘因を与えることができ、流通市場で購入した貸付債権を含む給与保護プログラムに基づく貸付を担保とすることができるようにすることで、当該貸付の流通市場に流動性を与えるなどの効果がある<sup>80</sup>。

当初は、2020年9月30日で貸付を終了する予定であったが、同年7月28日に終了時期が同年12月31日に延長され<sup>89</sup>、さらに、同年11月30日に終了時期が2021年3月31日に延長された<sup>90</sup>。2020年3月31日時点での信用供与額は、約500億ドルであった<sup>91</sup>。

## (8) 地方自治体流動性枠

新型コロナウイルスの発生によって、経済活動が停滞し、その結果として、税収が減収することが考えられる<sup>622</sup>。また、新型コロナウイルスの発生時期と確定申告の提出時期(通常、毎年4月15日)が重なったため、確定申告の提出期限が7月15日に延長された<sup>623</sup>。これによって税金の納付時期も遅くなると予想された。新型コロナウイルスは、地方公共団体が対策を講じる必要性も高く、このためには地方公共団体に流動性が必要である。そこで、4月9日に地方自治体流動性枠(the Municipal Liquidity Facility)(以下、「MLF」という)が発表された<sup>624</sup>。

2020年8月11日付のターム・シート<sup>650</sup>によれば、MLFの対象は、主に、2つ以上の格付機関から投資適格と認められた米国の州、ワシントン特別区および人口が50万人以上の郡(counties)や人口が25万人以上の市(cities)などである<sup>640</sup>。MLFに基づいて、財務省が特別目的会社(デラウェア州に設立されたMunicipal Liquidity Facility LLC)に対してCARES 法4027条に基づいて350億ドルの出資を行い<sup>657</sup>、また、ニューヨーク連邦準備銀行が同目的会社に対して貸付を行う。特別目的会社は、適格な発行体が発行する負債証券を購入する。購入する負債証券は、満期が36カ月未満であり、適格性について審査がある<sup>648</sup>。ほかに、特別目的会社が個々の地方公共団体から購入できる負債の上限金額、購入する際の価格、発行者による手取金の使途などに条件が付されている<sup>649</sup>。

特別目的会社による負債証券の購入期限は、2020年12月31日と定められ、同日 に満了した<sup>(M)</sup>。同日時点で、特別目的会社が保有する負債証券の額は、約62億ド ルであった<sup>(101)</sup>。

# (9) メイン・ストリート融資プログラム

新型コロナウイルスは、経済活動の重大な障害となり、その影響は中小規模の会社や非営利団体に対しても同様であった。資金繰りに窮する中小規模の会社や非営利団体に対して融資を実施するために、連邦準備制度理事会は、2020年4月9日にメイン・ストリート融資プログラム(the Main Street Lending Program)(以下、「MSLP」という)を発表した(100)。

MSLP は、会社等の営利団体向けと、それ以外の非営利団体向けに分けられる。営利団体向けのプログラムは、①新規融資枠(New Loan Facility)、②優先融資枠(Priority Loan Facility)および③追加融資枠(Expanded Loan Facility)がある。非営利団体向けには、①新規融資枠(New Loan Facility)および②追加融資枠(Expanded Loan Facility)がある。本稿では、営利団体向けの制度について以下で概観する。

MSLPに基づく融資は、MSLPに参加する金融機関から一定の条件を満たす借手に対してなされる。借手の条件としては、従業員の数が1万5000人以下であることや2019年の売上げが50億ドルを下回ることが挙げられる。MSLPに基づいて、特別目的会社(デラウェア州に設立した MS Facilities LLC)が設立され、財務省が750億ドルの出資を行い、ボストン連邦準備銀行が特別目的会社に対して貸付を行った。この特別目的会社が金融機関から貸付債権の95%を買い取る(残り5%は、金融機関に残る)ことによって、金融機関に流動性を提供している。

前述のとおり、営利団体向けの制度は3種類あるが、このうち最も利用が多かったと思われる優先融資枠について2020年12月29日付のターム・シートを見てみると (103)、その条件は、次のとおりである。優先融資枠に基づく融資期間は、5年である (104)。元本の返済は、2年間猶予された後、3年目に元本の15%、4年目に元本の15%、5年目に元本の70%を返済する (105)。利息の支払は、1年間猶予され、利率は、1カ月または3カ月 LIBOR+3% である (106)。

MSLPに基づく3つのプログラムのうち追加融資制度は、既存の融資制度を利用している借手向けのものであるという点に特徴がある。また、新規融資枠と優先融資枠の違いとして、借入れの際に許容されるレバレッジが、新規融資枠の場合には、負債とEBITDAの比率が4であるのに対し、優先融資枠では6まで許容されるという点にある(M)。これに加えて、貸付額の上限は、プログラムによっ

て異なり、新規融資枠の場合、3500万ドル、優先融資枠の場合5000万ドルおよび 追加融資制度の場合、3000万ドルであった。

MSLP は、2021年1月8日に特別目的会社による新規の貸付債権の購入を停止した(108)。MSLPに基づき供された担保の額は、合計約540億ドルであった(109)。

# 4 雇用の維持

給与保護プログラムは、CARES 法の中で最も重要な規定である。本プログラムをごく簡単に説明すると、申込みをした中小企業が金融機関経由で貸付を受けるが、当該貸付を給与や(一定の制限のもとで)家賃および光熱費等に用いる場合、返済が不要になるというものである(代わりに中小企業庁が貸付を行った金融機関に弁済する(110)。これにより、中小企業において雇用を維持することが本プログラムの目的である。

このプログラムは、CARES 法の1102条が中小企業法(Small Business Act)の7条(a)項を修正することで導入された(III)。CARES 法制定後、2020年4月3日から給与保護プログラムの申請を受け付けていたが、同月16日に予算計上されていた3490億ドル分の全額について申請がなされた。そこで、連邦議会は、給与保護プログラムおよび保健増進法を同月24日に制定し、3100億ドル分について追加の予算を確保し、中小企業への貸付が行われた。すなわち、合計で、6590億ドルの予算が確保された(III)。この予算に基づいて同年6月30日まで給与保護プログラムの申請を受け付けていたが、同日時点での貸付総額は、5200億ドルであり、1300億ドルほどの余裕があった(III)。このため、給与保護プログラム改正法が制定され、CARES 法1102条(b)項に定める期間が同年8月8日まで延長された(III4)。同日の期間満了時でも結果は、それほど変わらず、貸付総額は、約5250億ドルであった(III5)。

本プログラムには、次のような条件・特徴がある。

第1に、中小企業は、本プログラムに参加している金融機関に対して申請することで、貸付を受けることができる。すなわち、中小企業庁や連邦準備銀行への別途の申請は不要である。

第 2 に、貸付の金利は年  $1\%^{(116)}$ 、満期は、当初 2 年間 (117)であったが、2020年 6 月 5 日に成立した給与保護プログラム柔軟法によって、以後に行われた貸付 (118) についての満期は、5 年に延長された (119)。経営者の個人保証等は不要である (120)。

第3に、貸付を受けることができる中小企業は、従業員の数が500名までに限られているなど条件があるが、その条件は、厳しいものではない<sup>(12)</sup>。

第4に、中小企業庁が貸付残高について、100%保証する(122)。

第5 に,借入金額の上限は,おおむね月額の平均支払給与の2.5倍であり,また,1,000万ドルのうち、少ない金額である<sup>(123)</sup>。

第6に、貸付を受けた資金の使途には制限があり、①給与支払、②不動産抵当借入の利息支払、③家賃、④光熱費、⑤2020年2月15日以前に負った負債の利息支払に用いなければならない(124。貸付から24週間または同年12月31日のいずれか早い日まで(125)に、⑦給与支払、①同年2月15日以前に負った負債の利息支払、⑦同日以前から借りている物件の家賃支払、④同日以前からサービスの提供を受けている光熱費に用いる場合(126)返済が免除される(ただし、給与部分に、貸付金額の60%超を用いなければならない(1271)。前述のとおり、本プログラムの目的は、従業員の雇用を維持することであり、上述の条件のほかにも、従業員の雇用を維持する仕組みが組み込まれている。例えば、従業員を解雇すると、解雇した従業員の割合に応じて、返済免除の割合も減少する(128)。また、給与の支払額が25%以上減少する場合も、これに応じて返済免除の割合が減少する(129)。

第7に、貸付に基づく支払が、返済免除に基づき中小企業庁から貸手の金融機関に支払われるまで繰り延べられる<sup>(30)</sup>。

## 5 結 び

本稿では、米国における新型コロナウイルスへの金融面での対応を概観した。 執筆時点では、新型コロナウイルスの流行が続いており、金融システムという観 点からも予断を許さない状況ではあるが、連邦準備制度理事会が打ち出した多く のプログラムが奏功し、新型コロナウイルスという保健上の問題が金融システム の問題に発展することを未然に防ぐことができたように思われる。本稿は、米国 での対応の表面に触れたに過ぎず、金融システムの安定化のためにどのような方 策を採ることが必要か、有効かについて、さらなる研究が必要である。特に、本 稿では、2020年の年末に成立した統合予算法については、検討ができていないな どの課題があるが、これについては別稿を期したい。

# [注]

- (1) 米国の立法では、新型コロナウイルス(novel coronavirus)や2019-nCoVという用語が用いられることもある。*See, e.g.*, Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act, Pub. L. No. 116-136, 134 Stat. 281, § 2102(a) (1) (2020) [hereinafter *CARES Act*].
- (2) Campbell Robertson, Amy Harmon & Mitch Smith, 'Healing Is Coming': U.S. Vaccinations Begin, N.Y. Times, Dec. 15, 2020, at A 1 (米国における死者数が30万人を超えたことに言及する).
- (3) 2020年5月時点の解説として、寺田知洋「米国における新型コロナウイルス対策法 (CARES Act) の概要——中小事業者融資及び優遇税制を中心に」NBL1170号26頁。
- (4) Peng Zhou et al., A Pneumonia Outbreak Associated With a New Coronavirus of Probable Bat Origin, 579 Nature 270 (2020).
- (5) Mike Baker et al., Washington State Declares Emergency Amid Coronavirus Death and Illnesses at Nursing Home, N.Y. Times Online (Feb. 29, 2020). た だ し、Matt Hamilton et al., Autopsies Reveal First Confirmed U.S. Coronavirus-Related Deaths Occurred in California in February, L.A. Times Online (Apr. 21, 2020) 参照。
- (6) N.Y. Times, New York Coronavirus Map and Case Count (January 7, 2021) (https://www.nytimes.com/interactive/2020/us/new-york-coronavirus-cases. html) (last visited Jan. 8, 2021). 2020年4月10日には、ニューヨーク州における1日の新規感染者が1万794人に達し、7日間平均は、9877人であった。
- (7) State of New York, Press Release, At Novel Coronavirus Briefing, Governor Cuomo Declares State of Emergency to Contain Spread of Virus (Mar. 7, 2020) (https://www.governor.ny.gov/news/novel-coronavirusbriefing-governor-cuomo-declares-state-emergency-contain-spread-virus); N.Y., Exec. Order No. 202 (Mar. 7, 2020) ("Declaring a Disaster Emergency in the State of New York").
- (8) 2020年8月26日のニューヨーク州の新規感染者数の7日間平均は,591人にまで減少した。N.Y. Times, *supra* note 6.
- (9) State of New York, Press Release, Governor Cuomo Declares State of

Emergency in Eighteen Counties as Winter Storm Dumps Up to Two Feet of Snow in Much of New York (Dec. 17, 2020) (https://www.governor.ny.gov/news/governor-cuomo-declares-state-emergency-eighteen-counties-winter-storm-dumps-two-feet-snow-much). 同日のニューヨーク州における新規感染者数は、1万498人であり、また、7日間平均は、1万32人であった。N.Y. Times, *supra* note 6.

- (10) Food and Drug Administration, Press Release, FDA Takes Key Action in Fight Against COVID-19 By Issuing Emergency Use Authorization for First COVID-19 Vaccine (Dec. 11, 2020) (https://www.fda.gov/news-events/press-announcements/fda-takes-key-action-fight-against-covid-19-issuing-emergency-use-authorization-first-covid-19). その後, 2020年12月18日に Moderna 社のワクチンが承認されている。Food and Drug Administration, Press Release, FDA Takes Additional Action in Fight Against COVID-19 By Issuing Emergency Use Authorization for Second COVID-19 Vaccine (Dec. 18, 2020) (https://www.fda.gov/news-events/press-announcements/fda-takes-additional-action-fight-against-covid-19-issuing-emergency-use-authorization-second-covid).
  - (11) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Issues FOMC Statement (Mar. 3, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200303a.htm).
- (12) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Issues FOMC Statement (Mar. 15, 2020) (https://www.federalreserve.gov/ newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm).
- (3) 2020年3月16日付日本経済新聞夕刊1頁「米,ゼロ金利復活 1%緊急利下 げ FRB. 量的緩和再開 資産7000億ドル購入 |。
- (14) Federal Reserve, Transcript of Chair Powell's Press Conference 7 (June 10, 2020) (https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/ FOMCpresconf20200610.pdf).
- (15) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 12.
- (16) Nicole Friedman, U.S. Home-Price Growth Accelerated in October, Wall ST. J. Online (Dec. 29, 2020).

- 48 金融法研究·第37号
- (17) Caitlin Ostroff & Paul Vigna, U.S. Stocks Notch Records in Final Trading Day of 2020, Wall ST. J. Online (Dec. 31, 2020).
- (18) U.S. Const. art. I, § 8, cl. 1; § 9, cl. 7.
- (19) 州や地方自治体でも立法を含む対策が講じられたが、本稿では措く。
- (20) Pub. L. No. 116-123, 134 Stat. 146 (2020).
- (21) Pub. L. No. 116-127, 134 Stat. 178 (2020).
- (22) Pub. L. No. 116-136, 134 Stat. 281 (2020).
- (23) Pub. L. No. 116-139, 134 Stat. 620 (2020).
- (24) Pub. L. No. 116-140, 134 Stat. 631 (2020).
- (25) Pub. L. No. 116–142, 134 Stat. 641 (2020).
- (26) An Act to extend the authority for commitments for the paycheck protection program and separate amounts authorized for other loans under section 7 (a) of the Small Business Act, and for other purposes, Pub. L. No. 116–147, 134 Stat. 660 (2020) [hereinafter PPP Extension Act].
- (27) Pub. L. No. 116-148, 134 Stat. 661 (2020).
- (28) Pub. L. No. 116–151, 134 Stat. 680 (2020).
- (29) Pub. L. No. 116–157, 134 Stat. 704 (2020).
- (30) Pub. L. No. 116–260, 134 Stat. 1182 (2020) [hereinafter Consolidated Appropriations Act].
- (31) Anna Price & Louis Myers, United States: Federal, State, and Local Government Responses to COVID-19, Library of Congress LL File No. 2021–019570 4 (Nov. 2020).
- (32) Emily Cochrane et al., President Signs Virus Relief Bill After Aid Lapses, N.Y. Times, Dec. 28, 2020, A1.
- (33) Michael S. Barr et al., *The Financial Response to the COVID*-19 *Pandemic* 2 (Aug. 1, 2020) (https://ssrn.com/abstract=3666461) Davis Polk & Wardwell LLP, Financial Regulatory Agency Actions in Response to COVID-19 (July 31, 2020) (https://www.davispolk.com/files/financial\_regulatory\_agency\_actions\_in\_response\_to\_covid-19.pdf) (last visited Jan. 27, 2021).
- 34 12 U.S.C. § 343(3) (2020). 同項に関する研究として、平岡克行「大きすぎて 潰せない(Too-Big-to-Fail) 金融機関に対する法規制の在り方に関する考察

- (1) 早稲田法学会誌68巻2号248~249頁。
- (35) 12 U.S.C. § 343(3) (2020).
- (36) 平岡・前掲注(34)·239頁。政府の黙示の保証によるモラルハザードと市場 規律の喪失について、平岡克行「大きすぎて潰せない(Too-Big-to-Fail)金 融機関をめぐる問題に対する一考察 | 早稲田法学会誌66巻 1 号515~527頁.レ ント・シーキングについて同521~523頁。また、米国における大きくて潰せな い問題に関する優れた研究として、平岡・前掲注(34)237頁、平岡克行「大 きすぎて潰せない(Too-Big-to-Fail)金融機関に対する法規制の在り方に関 する考察(2・完)」早稲田法学会誌69巻1号353頁。
- (37) Pub. L. 111–203, 124 Stat. 1376 (2010) [hereinafter *Dodd-Frank Act*].
- (38) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Extensions of Credit by Federal Reserve Banks, 80 Fed. Reg. 78959, 78959 (Dec. 18, 2015). 平岡·前掲注 (34) 248頁。
- (39) Dodd-Frank Act, § 1101(a)(2) (amending § 13 of the Federal Reserve Act, 12 U.S.C. § 343(3)(A)); 12 C.F.R. § 201.4(d)(1), 平岡·前掲注(34) 248 頁。特に、個々のまたは特定の会社の倒産を避けるものでないという点につい 7, Dodd-Frank Act, § 1101(a)(6) (codified in § 13 of the Federal Reserve Act. 12 U.S.C. § 343(3)(B)(iii)) 参照。
- (40) Dodd-Frank Act, § 1101(a)(6) (codified in § 13 of the Federal Reserve Act, 12 U.S.C. § 343(3)(B)(ii); 12 C.F.R. § 201.4(d)(5)(i)).
- (41) Dodd-Frank Act, § 1101(a)(6) (codified in § 13 of the Federal Reserve Act, 12 U.S.C. § 343(3)(B)(ii); 12 C.F.R. § 201.4(d)(2)).
- (42) Barr et al., supra note 33, at 4. 金融規制改革法による連邦準備法13条3 項に対する規制強化については、一定の懸念を表するものが多い。See, e.g., Iman Anabtawi & Steven L. Schwarcz, Regulating Systemic Risk: Towards an Analytical Framework, 86 Notre Dame L. Rev. 1349, 1412 n.238 (2011): John C. Coffee, Jr., The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated, 97 Cornell L. Rev. 1019, 1060-62 (2012); Steven L. Schwarcz, Too Big to Fool: Moral Hazard, Bailouts, and Corporate Responsibility, 102 Minn. L. Rev. 761, 784 (2017); Michael Barr et al., Financial Regulation: Law and Policy 952-53 (2 d ed.

- 50 金融法研究·第37号 2018).
- (43) Department of the Treasury, Statement from Secretary Steven T. Mnuchin on the Establishment of a Commercial Paper Funding Facility to Support the Flow of Credit to Households and Businesses (Mar. 17, 2020) (https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm944) (approval of Commercial Paper Funding Facility (CPFF)); Department of the Treasury, Press Release, Letter from Secretary Steven T. Mnuchin on the Status of Facilities Authorized Under Section 13(3) of the Federal Reserve Act (Nov. 19, 2020) (https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm1190) (財務長官が CARES 法の起草に関与したことが言及されている).
- (44) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Board Announces Establishment of a Primary Dealer Credit Facility (PDCF) to Support the Credit Needs of Households and Businesses (Mar. 17, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200317b.htm) (last visited Jan. 31, 2021).
- (45) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Announces Two Initiatives Designed to Bolster Market Liquidity and Promote Orderly Market Functioning (Mar. 16, 2008) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20080316a.htm) (last visited Jan. 29, 2021).
- (46) プライマリー・ディーラーは、金融政策の実施の際に、ニューヨーク連邦準備銀行の取引相手となる指定銀行およびブローカー・ディーラーであり、執筆時点では、24の金融機関が指定されている。Fed. Res. Bank of N.Y., List of Primary Dealers (May 13, 2019) (https://www.newyorkfed.org/markets/primarydealers) (last visited Jan. 28, 2021).
- (47) Fed. Res. Bank of N.Y., FAQs: Primary Dealer Credit Facility (May 7, 2020) (https://www.newyorkfed.org/markets/primary-dealer-credit-facility/primary-dealer-credit-facility-faq) (last visited Jan. 28, 2021).
- (48) Fed. Res. Bank of N.Y., Term Sheet for Primary Dealer Credit Facility (PDCF) (Mar. 17, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200317b1.pdf) (last visited Jan. 28, 2021).

- (49) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Board Announces an Extension Through December 31 of its Lending Facilities That Were Scheduled to Expire on or around September 30 (July 28, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/ monetary20200728a.htm) (last visited Jan. 29, 2021).
- 50 Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Board Announces Extension Through March 31, 2021, for Several of its Lending Facilities That Were Generally Scheduled to Expire on or around December 31 (Nov. 30, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/ pressreleases/monetary20201130a.htm) (last visited Jan. 29, 2021).
- (51) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act (April 23, 2020) (https://www.federalreserve. gov/publications/files/pdcf-mmlf-and-cpff-4-24-20.pdf) (last visited Jan. 31, 2021).
- (52) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Board Announces Establishment of a Commercial Paper Funding Facility (CPFF) to Support the Flow of Credit to Households and Businesses (Mar. 17, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/ monetary20200317a.htm) (last visited Jan. 29, 2021). CPFF の発表は、前述のと おり、2020年3月17日であったが、実際に取引を開始したのは同年4月14日から であった。Nina Boyarchenko et al., The Commercial Paper Funding Facility, LIBERTY STREET ECONOMICS (May 15, 2020) (https://libertystreeteconomics. newyorkfed.org/2020/05/the-commercial-paper-funding-facility.html) (last visited Ian. 28, 2021).
- 63) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Board Announces Creation of the Commercial Paper Funding Facility (CPFF) to Help Provide Liquidity to Term Funding Markets (Oct. 7, 2008) (https://www.federalBoard announces creation of the Commercial Paper Funding Facility (CPFF) to help provide liquidity to term funding marketsreserve.gov/newsevents/ pressreleases/monetary20081007c.htm) (last visited Jan. 29, 2021).

- (54) Boyarchenko et al., supra note 52.
- (55) Id.
- (56) Id.
- (57) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., *supra* note 50.
- 68 Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act (July 9, 2020) (https://www.federalreserve.gov/publications/files/mlf-ppplf-pdcf-mmlf-cpff-pmccf-smccf-talf-7-10-20.pdf) (last visited Jan. 28, 2021).
- 69) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Board broadens program of support for the flow of credit to households and businesses by establishing a Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) (Mar. 18, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200318a.htm) (last visited Jan. 29, 2021).
- 60) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Board Announces Two Enhancements to its Programs to Provide Liquidity to Markets (Sep. 19, 2008) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20080919a.htm) (last visited Jan. 29, 2021).
- (61) Marco Cipriani et al., *The Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, Liberty Street Economics (May 8, 2020) (https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/the-money-market-mutual-fund-liquidity-facility.html) (last visited Jan. 29, 2021).
- 62) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 49.
- 63) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 50.
- 64 Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 51.
- (65) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Primary Market Corporate Credit Facility 1 (Mar. 30, 2020) (https://www.federalreserve.gov/publications/files/primary-market-corporate-credit-facility-3-29-20.pdf) (last visited Jan. 29, 2021).
- 66 Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve

- Announces Extensive New Measures to Support the Economy (Mar. 23, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm) (last visited Jan. 29, 2021).
- 67) Nina Boyarchenko et al., *The Primary and Secondary Market Corporate Credit Facilities*, Liberty Street Economics (May 26, 2020) (https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/05/the-primary-and-secondary-market-corporate-credit-facilities.html) (last visited Jan. 29, 2021).
- 68) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act 1-2 (April 28, 2020) (https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/pmccf-smccf-talf-4-28-20.pdf) (last visited Jan. 29, 2021).
- 69 Fed. Res. Bank of N.Y., Primary Market Corporate Credit Facility: Program Terms and Conditions (July 28, 2020) (https://www.newyorkfed.org/markets/primary-market-corporate-credit-facility/primary-market-corporate-credit-facility-terms-and-conditions) (last visited Jan. 29, 2021).
- (70) Id
- (71) Fed. Res. Bank of N.Y., FAQs: Primary Market Corporate Credit Facility and Secondary Market Corporate Credit Facility (Dec. 4, 2020) (https://www.newyorkfed.org/markets/primary-and-secondary-market-faq/corporate-credit-facility-faq) (last visited Jan. 29, 2021).
- (72) Id.
- (73) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Periodic Report: Update on Outstanding Lending Facilities Authorized by the Board under Section 13(3) of the Federal Reserve Act (January 9, 2021) (https://www.federalreserve.gov/publications/files/pdcf-mmlf-cpff-pmccf-smccf-talf-mlf-ppplf-msnlf-mself-msplf-nonlf-noelf-01-11-21.pdf) (last visited Jan. 29, 2021).
- (74) Id. at 4.
- (75) Elizabeth Caviness & Asani Sarkar, Securing Secured Finance: The Term Asset-Backed Securities Loan Facility, Liberty Street Economics (Aug. 7, 2020) (https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/08/securing-secured-

finance-the-term-asset-backed-securities-loan-facility.html) (last visited Jan. 30, 2021).

- (76) Id.
- (77) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 66.
- (78) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve announces the creation of the Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) (Nov. 25, 2008) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081125a.htm) (last visited Jan. 29, 2021).
- (79) Elizabeth Caviness & Asani Sarkar, supra note 75.
- (80) Fed. Res. Bank of N.Y., FAQs: Term Asset-Backed Securities Loan Facility (Nov. 2, 2020) (https://www.newyorkfed.org/markets/term-asset-backed-securities-loan-facility/term-asset-backed-securities-loan-facility-faq) (last visited Jan. 30, 2021).
- (81) Elizabeth Caviness & Asani Sarkar, *supra* note 75.
- 82) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 73, at 5.
- (83) Id.
- 84 Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve Takes Additional Actions to Provide up to \$2.3 Trillion in Loans to Support the Economy (Apr. 9, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200409a.htm) (last visited Jan. 30, 2021).
- (85) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Press Release, Federal Reserve expands access to its Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF) to additional lenders, and expands the collateral that can be pledged (Apr. 30, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200430b.htm) (last visited Jan. 31, 2021).
- 86) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Report to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act: Paycheck Protection Program Lending Facility 2 (Apr. 16, 2020) (https://www.federalreserve.gov/publications/files/paycheck-protection-program-lending-facility-4-16-20. pdf) (last visited Jan. 31, 2021).
  - (87) Id.

- 88) Haoyang Liu & Desi Volker, The Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF), Liberty Street Economics (May 20, 2020) (https:// libertystreeteconomics.newvorkfed.org/2020/05/the-paycheck-protectionprogram-liquidity-facility-ppplf.html) (last visited Jan. 31, 2021).
- (89) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 49.
- (90) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., *supra* note 50.
- (91) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 73, at 7.
- (92) Andrew F. Haughwout et al., Helping State and Local Governments Stay Liquid, Liberty Street Economics (Apr. 10, 2020) (https:// libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/04/helping-state-and-localgovernments-stay-liquid.html) (last visited Jan. 31, 2021).
- (93) Internal Revenue Service, Press Release, Tax Day now July 15: Treasury, IRS Extend Filing Deadline and Federal Tax Payments Regardless of Amount Owed, IR-2020-58 (Mar. 21, 2020) (https://www.irs.gov/newsroom/ tax-day-now-july-15-treasury-irs-extend-filing-deadline-and-federal-taxpayments-regardless-of-amount-owed) (last visited Ian. 31, 2021).
- 94) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., supra note 84.
- (95) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Municipal Liquidity Facility (Aug. 11, 2020) (https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/ monetary20200811a1.pdf) (last visited Jan. 31, 2021).
- (96) *Id.* at 1.
- (97) Id.
- (98)Id.
- (99)Id
- (100) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., subra note 73. at 6.
- (101) Id.
- (102) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., *supra* note 84.
- (103) Bd. of Governors of the Fed. Res. Sys., Main Street Priority Loan Facility (MSPLF): Term Sheet (Dec. 29, 2020) (https://www.federalreserve.gov/ newsevents/pressreleases/files/monetary20201229a2.pdf) (last visited Jan. 31, 2021)

- 56 金融法研究·第37号
- (104) *Id.* at 2.
- (105) *Id.* at 2.
- (106) *Id.* at 2.
- (107) Id. at 2.
- (108) Bd. of Governors of the Fed. Res. Svs., subra note 73, at 8.
- (109) Id.
- (110) CARES Act § 1106(c)(3).
- (111) CARES Act, § 1102 (amending S 7 (a) of the Small Business Act (15 U.S.C. § 636(a)).
- (II2) 統合予算法において給与保護プログラムに対して2840億ドルの予算が計上されたが、本稿では措く。Consolidated Appropriations Act, Div. N, § 323(d)(1).
- (II3) Emily Cochrane, Senate Approves Extending Small-Business Program, N.Y. Times Online (June 30, 2020) (https://www.nytimes.com/2020/06/30/us/politics/ppp-extension.html) (last visited Jan. 31, 2021).
- (114) PPP Extension Act, § 1.
- (II5) Small Business Administration, Paycheck Protection Program (PPP) Report—Approvals through 08/08/2020 (as of Aug. 8, 2020) (https://www.sba.gov/sites/default/files/2020-08/PPP\_Report%20-%202020-08-10-508.pdf) (last visited Jan. 31, 2021).
- (II6) Small Business Administration, Business Loan Program Temporary Changes; Paycheck Protection Program, Docket No. SBA-2020-0015, 85 Fed. Reg. 20811, 20816 (Apr. 15, 2020).
- (III7) 給与保護プログラム柔軟法の制定前は、CARES 法では、10年未満と定められていたが、中小企業庁が2年と定めていた。*Id.* at 20813.
- (118) Paycheck Protection Program Flexibility Act of 2020, § 2 (b).
- (119) Paycheck Protection Program Flexibility Act of 2020, § 2 (a) (amending § 7 (a)(36)(K)(ii) of the Small Business Act (15 U.S.C. 636(a)(36))).
- (120) CARES Act, § 1102(a)(2) (adding 15 U.S.C. § 636(a)(36)(J) (Small Business Act, § 7 (a)(36)(J)).
- (121) CARES Act, § 1102(a)(2) (adding 15 U.S.C. § 636(a)(36)(D)(i) (Small

- Business Act, § 7 (a)(36)(D)(i))); 15 U.S.C. § 636(a) (Small Business Act, § 3 (a); definition of small business concerns).
- (122) CARES Act, § 1102(a)(2) (adding 15 U.S.C. § 636(a)(36)(B) (Small Business Act, § 7 (a)(36)(B)); Small Business Administration, supra note 116, at 20816.
- (123) *CARES Act*, § 1102(a)(2) (adding 15 U.S.C. § 636(a)(36)(E) (Small Business Act, § 7 (a)(36)(E)).
- (124) CARES Act, § 1102(a)(2) (adding 15 U.S.C. § 636(a)(36)(F) (Small Business Act, § 7 (a)(36)(F)).
- (125) Paycheck Protection Program Flexibility Act of 2020, § 3(b)(1) (amending § 1106(a)(3) of the CARES Act). 給与保護プログラム柔軟法の成立前は、貸付から8週間以内と定められていた。CARES Act, § 1106(a)(3).
- (126) CARES Act, § 1106(a)(7).
- (127) Paycheck Protection Program Flexibility Act of 2020, § 3 (b)(2)(B) (adding § 1106(d)(8) of the CARES Act).
- (128) CARES Act, § 1106(d)(2).
- (129) CARES Act, § 1106(d)(3).
- (130) Paycheck Protection Program Flexibility Act of 2020, § 3 (c).

# イングランド

# 英国における Market Abuse Regulation と Brexit とコロナ禍について

## 1 はじめに

2020年は、英国にとって大きな出来事の続いた年であった。

すなわち、2020年1月31日<sup>(1)</sup>、英国は欧州連合(以下「EU」という)から離脱し、離脱後もEU加盟国とほぼ同等に扱われる離脱協定に基づく移行期間が同年12月31日に終了したことで、いわゆるBrexitが完了した。また、同年前半から新型コロナウイルスの感染が拡大し、同年3月から2021年1月にかけて3回のロックダウンが実施され、人々の生活は大きな影響を受けた。

本稿では、英国の金融市場における取引を規律する Market Abuse Regulation (市場濫用規則、以下「MAR」という)について、その概要と英国における適用 関係を概観するとともに、Brexit やコロナ禍に伴って MAR に関して取られた措置について紹介する。

なお、本稿中の意見にわたる部分は、あくまでも筆者の個人的な見解であり、 筆者の所属する団体・組織の見解ではない点に留意されたい。

## 2 MAR の概要と英国における適用関係

## (1) MAR の概要

MAR は、2014年に EU により採択され、2016年 6 月に施行された<sup>(2)</sup>。その目的としては以下が挙げられている<sup>(3)</sup>。

- ・市場の発展に対応し、金融市場および商品市場ならびに関連するデリバティ ブ市場における市場濫用を防止すること。
- ・LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)等のベンチマークの操縦を禁止すること。
- ・EU 加盟国の金融市場が適正に機能するように、EU 加盟国の規制担当者の 調査および制裁の権限を強化すること。
- ・中小規模の証券発行者の管理上の負担を可能な限り軽減するとともに、EU におけるルールブックを統一すること。

これらのうち、市場濫用(market abuse)に関しては、市場操作、インサイダー取引および違法なインサイダー情報の開示という3つの行為類型が禁止されており、これらの行為類型はそれぞれ以下のようなものとされる(4)。

市場操作(market manipulation)とは、(a)金融商品の需給に関し虚偽もしくは誤解を招くおそれのあるメッセージを与え、もしくは与える可能性がある取引もしくは行為を行うこと、または(b)金融商品の価格を異常な水準に維持し、もしくは維持する可能性がある取引もしくは行為を行うことをいう。以下のような行為も市場操作に該当する可能性があるとされる。

- ・虚偽の手段その他の形式の欺瞞を用いた取引または行動。
- ・誤解を招くおそれのある情報の拡散。
- ・虚偽または誤解を招くおそれのある情報の伝達。
- ・虚偽または誤解を招くおそれのある情報の提供。
- ・ベンチマークの計算を操作するあらゆる行為。

## ②インサイダー取引

インサイダー取引 (insider dealing) とは、自己または第三者の計算により、インサイダー情報を利用して行う当該インサイダー情報に関係する金融商品の取引をいう。また、インサイダー情報とは、非公開の金融商品の発行者に関係する詳細性がある情報で、開示されれば金融商品の価格に重大な影響を与えるであろう情報をいう。

# ③違法なインサイダー情報の開示

違法なインサイダー情報の開示 (unlawful disclosure of inside information) とは、インサイダー情報を保有する者が、それを他人に開示することをいい、例えば、インサイダー情報を含む機密書類を他人に漏洩するような行為がこれに該当する。ただし、開示が通常の雇用もしくは職業の遂行または通常の義務の履行の過程で行われる場合には、違法なインサイダー情報の開示には当たらない。

## (2) 英国における MAR の適用関係

MAR は EU 法における規則 (Regulation) の形態を採っているため、国内法 化の措置を行うことなく EU 加盟国において直接適用される<sup>(5)</sup>。

したがって、英国においても、2020年 1 月31日の EU 離脱後も、離脱協定に基づき EU 法が適用される移行期間の満了する2020年12月31日までは、MAR が直接適用されていた。

#### 3 Brexit の完了に関する MAR への対応

#### (1) MAR の英国法への組込みと UK MAR の成立

移行期間の終了に伴い、EU 法は英国で適用されなくなったが、英国では、2018年6月にEU 離脱法(European Union (Withdrawal) Act 2018)<sup>(6)</sup>が成立しており、同法によって、移行期間終了とともに関連するEU 法が英国法に組み込まれる(onshored into UK law)こととされていた<sup>(7)</sup>。MAR も同法によって2020年12月31日に英国法に組み込まれたが、その際に、Market Abuse (Amendment)(EU Exit)Regulations 2019(以下「MAR 改正規則」という)<sup>(8)</sup>による改正が行われた(以下かかる改正後の MAR を「UK MAR」という)。また、同時に、MAR の下位規範<sup>(9)</sup>も英国法に組み込まれ、英国金融行為規制機構(以下「FCA」という)の技術水準文書<sup>(10)</sup>により改正された<sup>(11)</sup>。これらの改正は、英国法に組み込まれた MAR が効果的に運用されることを企図したものであると説明されている<sup>(12)</sup>。

なお、欧州証券市場監督局(European Securities and Markets Authority(以下「ESMA」という))の定める MAR に関するガイドラインは英国法には組み込まれなかったが、FCA は、業者や市場参加者に対し、移行期間終了前と同様、関連する ESMA のガイドラインの適用があるものとして行動することを期待する旨を表明している<sup>(13)</sup>。

## (2) UK MAR の適用範囲

UK MAR は、以下のような金融商品について適用される<sup>[4]</sup>。

- ・英国もしくは EU の規制された市場において取引される金融商品, またはこれらの市場における取引の認可が申請されている金融商品。
- ・英国もしくは EU の多角的取引システム(multilateral trading facility,以下「MTF」という)において取引され、もしくは取引されることが認可されている金融商品、またはこれらの MTF における取引の認可が申請されている金融商品。
- ・英国および EU の組織化された取引施設 (organised trading facility (OTF)) で取引される金融商品。
- ・上記に該当しない金融商品のうち、その価格または価値が上記のいずれかの 金融商品の価格または価値に依存しまたは影響を与えるもの(クレジット・ デフォルト・スワップや CFD(contracts for difference)を含むがこれらに 限られない)。

## 4 MAR に関するコロナ禍への対応

新型コロナウイルスの感染拡大は、全世界の経済や人々の生活に大きな影響を 及ぼしているが、FCA は、MAR に関してコロナ禍への対応も行っている。す なわち、FCA の市場監視部門(Market Oversight)担当責任者(Director)の Tulia Hoggett 氏は、2020年10月12日に「コロナウイルスの時代における市場濫 用 | (Market Abuse in a Time of Coronavirus) というタイトルで講演を行い. コロナ禍のもとでの MAR の遵守に関する注意喚起を行った(5)。

この講演でカバーされたトピックは、市場濫用に関する FCA によるリスク・ アセスメント、インサイダー取引、疑わしい取引の報告、個人取引、リモート ワーク,取引報告の集積により FCA が保有するデータ等,多岐にわたるが,以 下では、日本におけるコロナ禍のもとでの市場取引規制の在り方を考える上でも 示唆に富むと思われるトピックである。インサイダー取引およびリモートワーク に関連する部分について、その概要を紹介する。

#### (1) インサイダー取引とコロナ禍

2020年の上半期、英国では、EUの他の上位7つの取引所の合計額よりも多額 の株式発行が行われた。株式の発行時には、多数のインサイダー情報が発生する。 これらは適切に扱われる必要があるが、コロナ禍のもとでは、インサイダー情報 の適切な管理や効果的な情報隔壁の構築といった、企業による基本的な対応がま すますきわめて重要である。インサイダー情報の社内でのやり取りや社外への持 出しの管理等に関して、新たな課題が発生しているからである。

具体的には、オフィスでは、ソーシャルディスタンスを確保することに伴い、 情報隔壁の維持のための適切な物理的距離を維持することが困難となっている ケースが見受けられる。家庭では、インサイダー情報が家族や同居者に漏洩する 可能性が生じている。これらは、コロナ禍の前から常に存在してきたリスクでは あるが、コロナ禍により職場と家庭生活の区別が困難なケースが増えることによ り、より重要で緊急の課題となっている。

また、コロナ禍のもとでは、どのような情報がインサイダー情報に該当するか についても根本的な変化が生じ得る。企業が事業活動を停止しなければならない または事業活動を再開できるようになったという情報、企業がレイオフを行った またはコロナ禍対応の制度融資を利用したという情報、企業のキャッシュフロー の減少のペースに関する情報――こうした情報は、過去ではそもそも存在しない

か、重要な情報に該当しなかったが、現在は、発生し得る上に重要な情報にも該当し得る。企業は、どのような情報が企業価値に影響を与えるかについて留意し、より広範囲の情報について、開示が必要か否かを検討する必要がある。

## (2) リモートワークと市場濫用

コロナ禍のもとにおいて、リモートワークというこれまでは考えられなかった 新たな働き方が導入された。コロナ禍が収束すれば、オフィスへの回帰は進むと 考えられるが、それでも、コロナ禍以前のように、全員が揃ってオフィスで働く という状態には戻らないかもしれない。このような働き方の多様化が進行しても、 FCA は、オフィスで働く場合とリモートで働く場合とが企業によって同等に管 理され、市場における情報がアービトラージされない体制が取られることを期待 している。

具体的には、企業が内規を見直し、改めて従業者の研修を行い、新たな労務環境を反映した厳格な管理を導入するよう求めている。とりわけ、個人の保有するデバイスを業務に使用することによるリスクに注目しており、個人の保有するデバイスについて使用履歴を記録できないのであれば、業務での使用を内規によって禁止すべきであるとしている。

また、企業内のコンプライアンス担当部署による監視や助言の提供に関しても、 リモートワーク中も従業者が関連する資料や支援にアクセスできるよう、適切に 構築されるべきであるとしている。

さらに、フロントオフィスの従業者同士による自己規律の低下によるリスクについても懸念が示されている。例えば、コロナ禍以前の通常の状況では、オフィスにおいて、ある従業者が近くの同僚の怪しい動きを見聞すれば、それを質したり、コンプライアンス部署に報告したりするのが通常であろう。しかし、リモートワークのもとでは、そのような最前線での統制が行われなくなってしまう可能性があるとしている。

FCAは、これらのリスクを顕在化させないためにも、企業内での良き文化を 醸成することの重要性を指摘している。企業のコンプライアンス担当部署や経営 層は、関連する規範を従業者との間で共有し、かかる規範は、オフィスにいる場合も、DRサイトにいる場合も、自宅で仕事をしている場合も、すべて等しく適 用されることを問知するよう説いている。また、従業者の一人一人が、市場濫用 の防止の最前線での役割を担っていることを認識することが重要であるとしてい る。

## [注]

- (1) 英国時間。以下本稿における日付はすべて英国時間とする。
- (2) MAR の全文については、https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ TXT/?uri=celex% 3 A32014R0596を参照。
- (3) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX;32014R0596
- (4) https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:32014R0596
- (5) 中西優美子『法学叢書 EU 法』115頁 (新世社, 2012年)。
- (6) https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2018/16/contents/enacted
- (7) https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation
- (8) https://www.legislation.gov.uk/uksi/2019/310/contents
- (9) https://ec.europa.eu/info/law/market-abuse-regulation-eu-no-596-2014/ amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts\_en
- (10) Technical Standards (Market Abuse Regulation) (EU Exit) Instrument 2019 (https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2019/FCA 2019 45.pdf)
- (11) MAR 改正規則による MAR の主な改正点は、①インサイダー情報の公 開の遅延に関する届出,②経営上の責任を負う者 (persons discharging managerial responsibilities (PDMRs) による取引の届出. ③疑わしい取引の 報告 (suspicious transaction and order report (STORs)). および④株式の発 行者等による買戻しおよび安定操作取引の報告に係る適用除外の4点と整理さ れており、いずれも MAR に基づく届出・報告義務に関連している。これらの 改正点についての詳細は、https://www.fca.org.uk/publications/newsletters/ primary-market-bulletin-32を参照。
- (12) https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse
- (13) https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation
- https://www.fca.org.uk/markets/market-abuse/regulation (14)
- https://www.fca.org.uk/news/speeches/market-abuse-coronavirus

#### ドイツ

# ドイツ倒産法における代償的取戻権に対する批判\*

- 1 はじめに
- (1) ドイツ倒産法における代償的取戻権 ドイツ倒産法は、InsO48条の規定において、代償的取戻権を定めている。

# (代償的取戻し)

InsO48条 1取戻しを請求することができたはずのものについて、債務者が倒産手続開始前にそのものを無権限で譲渡した場合または倒産管財人が倒産手続開始後にそのものを無権限で譲渡した場合において、反対給付が履行されていないときは、取戻権者は、反対給付を求める権利の譲渡を請求することができる。2取戻権者は、反対給付が倒産財団において識別可能なかたちで存在しているときに限り、倒産財団からその反対給付を請求することができる。

この規定によれば、代償的取戻権は、①債務者が倒産手続開始前に取戻権の目的となるべきものを無権限で譲渡したときと、②倒産管財人が倒産手続開始後に取戻権の目的となるべきものを無権限で譲渡したときとの双方について、これを行使することができる。そして、①と②とのいずれについても、a反対給付が履行されていないときは、反対給付を求める権利の譲渡を請求することができ、b反対給付が履行されていたときは、反対給付が倒産財団において識別可能なかたちで存在しているときに限り、反対給付そのものを請求することができる(1)。

本稿は、主として、 $\hat{1}$ のうち、 $\hat{1}$ の局面を対象として検討をおこなうものである $\hat{1}$ 0。

- (2) ドイツ倒産法における代償的取戻権とドイツ金融法 ドイツ倒産法における代償的取戻権は、ドイツ金融法との関係において、さまざまな局面で取り上げられている。以下では、2つの例をあげよう。
- ①金融取引において金融機関が保有する顧客からの預かり資産の保護 金融取引において金融機関が顧客から預かっていた資産を無権限で売り渡した場合において、金融機関について倒産手続が開始したときは、その資産について取戻権を

行使することができたはずであった顧客は、倒産管財人に対し、代償的取戻権の 行使として、売買代金債権を譲渡するよう求めることができる<sup>(3)</sup>。

②留保売主または譲渡担保権者が代位目的債権について有する権利 動産売買において所有権留保の合意がされたときは、留保売主は、ドイツでは、取戻権者として扱われる(InsO47条1文)(4)。そこで、留保買主が所有権留保の目的である動産を無権限で売り渡した場合において、留保買主について倒産手続が開始したときは、その動産について取戻権を行使することができたはずであった留保売主は、倒産管財人に対し、代償的取戻権の行使として、売買代金債権を譲渡するよう求めることができる。

他方,動産について譲渡担保権が設定されたときは,譲渡担保権者は、別除権者として扱われる(InsO51条1号)。そして、別除権については、明文の規定がないものの、代償的取戻権に関する規定(InsO48条)の類推適用によって、代償的別除権が認められている(5)。そこで、譲渡担保権設定者が譲渡担保権の目的である動産を無権限で売り渡した場合において、譲渡担保権設定者について倒産手続が開始したときは、その動産について別除権を行使することができたはずであった譲渡担保権者は、代償的別除権の行使として、売買代金債権から別除的満足を受けることができる。

このように、ドイツでは、留保買主または譲渡担保権設定者が取得すべき代位目的債権について、留保売主または譲渡担保権者が法律にもとづいて取得する権利は、物上代位に関するルールではなく、代償的取戻権や代償的別除権に関するルールによって定められる(6)。これは、次のような考え方にもとづくものであると考えられる(7)。所有権については、物上代位が認められない。そうであるならば、所有権が債権担保の目的で留保されたり、債権担保の目的で譲渡されたりしたときも、物上代位は、認められるべきではない。留保売主や譲渡担保権者が法律にもとづいて代位目的債権について有する権利は、所有者が法律にもとづいて代位目的債権について有する権利と同じように、またはこれに準じて扱われるべきである。そのため、留保売主については、代償的取戻権が認められ、また、譲渡担保権者については、代償的別除権が認められる。

#### (3) 課題と方法

これに対し、ドイツでは、近年、代償的取戻権という権利を認めることそれ自 体について批判がされている。その批判によれば、代償的取戻権に関する規定の

類推適用によって認められてきた代償的別除権も, 認められるべきではない。この批判は, 現在, 注目を集めつつある。本稿は, この批判について考察をおこなうことを目的とするものである。

以下では、まず、上記の批判の内容(2)を紹介した後、その根拠(3)を分析する。次に、上記の批判について、検討をおこなう(4)。最後に、比較法的な観点から、コメントをくわえる(5)。

## 2 ドイツ倒産法における代償的取戻権に対する批判の内容

(1) 現行法のもとでの判例および通説による扱い 本稿では、理解の便宜を図るため、次に掲げる簡単な設例を用いる。

[設例] Aは、指輪(甲)の所有者であり、Bは、指輪(乙)の所有者であり、Cは、指輪(丙)の所有者である。一人の盗人Pが、A、BおよびCから、それぞれ甲、乙および丙を盗んだ。

Aが所有する甲は、Pのところに残っている。他方、Pは、Qに対し、Bが所有する乙を売り、現実に引き渡すことによってこれを無権限で譲渡した。PのQに対する売買代金債権は、まだ弁済されていない。Qは、乙を紛失してしまった。さらに、Pは、Cが所有する丙を過失によって滅失させた。そのほか、Dは、Pに対し、金銭を貸し付けた。

その後、Pについて、倒産手続が開始された。これにより、倒産管財人が選任されている。

[設例] において、Aは、指輪(甲)の所有者である。そこで、Aは、取戻権者として扱われる(InsO47条1文)。Aは、甲を占有する倒産管財人に対し、所有権にもとづく返還請求として、甲の引渡しを求めることができる(InsO47条2文、BGB985条)。

これに対し、Cは、過失によって指輪(丙)を滅失させたことを理由として、Pに対し、不法行為にもとづく損害賠償請求権を有している(BGB823条1項)。また、Dは、Pに対し、金銭消費貸借契約にもとづく返還請求権を有している(BGB488条1項2文)。CおよびDのように、債務者に対し、倒産手続開始前の原因にもとづいて生じた財産上の請求権を有する人的債権者は、倒産債権者として扱われる(InsO38条)。そこで、CおよびDについては、債権者平等原則が適

用される。したがって、CおよびDは、倒産法の定めるところにより、自己の 債権額に比例した満足を受けることができるにすぎない。

問題となるのは、Bの扱いである。ドイツでは、盗品または遺失物その他の占有離脱物については、原則として、善意取得に関する規定の適用が排除されている(BGB935条1項1文)。そのため、Qは、Bが所有する指輪(乙)を善意取得することができない(8)。もっとも、Qは、乙を紛失してしまった。連邦通常裁判所の判例によれば、この場合には、Bは、PがQにした乙の処分を追認する(BGB185条2項1文)ことで、Pに対し、無権限者の処分による不当利得の規定(BGB816条1項1文)にもとづく不当利得返還請求をすることができる(9)。同請求権は、PのQに対する売買代金債権をPからBへと譲渡することを内容とするものであるとされる(0)。

[設例]では、Pについて、倒産手続が開始している。この場合において、Bが上記の追認をしたときは、Bは、Pに対し、倒産手続開始前の原因にもとづいて不当利得返還請求権を有する。そのため、この場合には、Bは、CおよびDと同じように、倒産債権者として扱われるかのようである。かりにそうであるとしたら、Bについても、CおよびDと同じように、債権者平等原則が適用されることとなろう。そうすると、Bは、CおよびDと同じように、倒産法の定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができるにすぎないはずである。しかし、Bは、かつて乙を所有していたものとして、特別の取戻権としての代償的取戻権を有する(InsO48条)(11)。それによれば、Bは、倒産管財人に対し、PのQに対する売買代金債権をPからBへと譲渡するよう求めることができるものとされている(22)。

以上に述べたことをまとめると、次のようになる。

	民法上の権利	倒産法上の地位
Α	所有権	取戻権者
В	債権	代償的取戻権者
С	債権	倒産債権者
D	債権	倒産債権者

#### (2) 解釈論および立法論上の批判

これに対し、1(3)で述べたように、近年では、代償的取戻権という権利を認め

ることそれ自体について批判をする見解(以下,「批判的見解」という)が主張されている。

それによれば、Bは、代償的取戻権者ではなく、CおよびDと同じように、倒産債権者として扱われるべきであるとされる。なぜなら、Bは、CおよびDと同じように、債権しか有しないからである。批判的見解のなかには、①代償的取戻権に関する規定を目的論的に縮小解釈することによって、解釈論上、Bを倒産債権者として扱うべきであるとするもの<sup>(13)</sup>と、②立法論として、代償的取戻権に関する規定を削除し、Bを倒産債権者として扱うべきであるとするもの<sup>(14)</sup>とがある。

代償的別除権は、代償的取戻権に関する規定の類推適用によって認められるものである(1(2)②)。そこで、批判的見解のうち、①に属するものは、代償的別除権も、解釈論上、認められるべきではないとしている<sup>(15)</sup>。また、②に属するもののなかにも、代償的別除権については、代償的取戻権に関する規定の類推適用を否定することによって、そのような権利は、解釈論として認められるべきではないとするものがある<sup>(16)</sup>。

1(3)で述べたように、批判的見解は、現在、注目を集めつつある<sup>(17)</sup>。

## 3 ドイツ倒産法における代償的取戻権に対する批判の根拠

批判的見解によれば、[設例]では、Bは、倒産債権者として扱われるべきであるとされる。批判的見解があげる根拠のうち、重要であると考えられるものを整理すると、次のとおりである。

# (1) 概念についての問題

#### a 物権と債権との区別との関係

[設例]において、指輪(甲)の所有者であるAは、取戻権者として扱われる。Aは、甲を占有する倒産管財人に対し、所有権にもとづく返還請求として、その引渡しを求めることができる。これに対し、債権者であるCおよびDは、倒産債権者として扱われる。そのため、CおよびDについては、債権者平等原則が適用される。したがって、CおよびDは、倒産法の定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができるにすぎない。ここでは、倒産法における取戻権と倒産債権との区別は、民法における物権と債権との区別と対応している<sup>(18)</sup>。

これに対し、Bは、CおよびDと同じように、債権しか有しないにもかかわらず、Aと同じように、(代償的) 取戻権者として扱われる。ここでは、倒産法に

おける(代償的)取戻権と倒産債権との区別は、民法における物権と債権との区 別と一致していない。

## b 物上代位と債務法的代位との区別との関係

民法では、物上代位と債務法的代位とが区別されている。物上代位が適用され るときは、それにより利益を受ける権利者は、物権的な地位を有する。そこで、 その者は、物上代位の目的である財産について、倒産法上、取戻権を行使するこ とができる。これに対し、債務法的代位が適用されるときは、それにより利益を 受ける権利者は、債務法上の地位しか有しない。そのため、その者は、債務法的 代位の目的である財産について、倒産法上、取戻権を行使することができない。

では、Bについては、どうか。Qに対する売買代金債権は、Bに直接に帰属す るのではなく、Pに帰属する。Bは、Pに対し、PのQに対する売買代金債権を PからBへと譲渡するよう求める不当利得返還請求権を有するにすぎない。 つま り、ここでは、物上代位が適用されるわけではなく、債務法的代位が適用される。 それにもかかわらず、 Bは、 PのQに対する売買代金債権について、 倒産法上、 (代償的) 取戻権を行使することができるとされる。

代償的取戻権は、しばしば、「責任法的代位」にもとづくものであるとされて いる。しかし、「責任法的代位」なる概念は、民法における物権と債権との区別 に混乱を生じさせる不当なものである(19)。

#### (2) 体系についての問題

批判的見解によれば、「設例」において、Bについて(代償的)取戻権を認め ることは、ドイツ法の体系に反するものであるとされる。

#### a 債権者平等原則との関係

[設例] では、民法によれば、Bは、CおよびDと同じように、債権しか有し ない。そうであるならば、倒産法上も、Bは、CおよびDと同じように、倒産債 権者として扱われるべきである。そのため、B、CおよびDについて、債権者平 等原則が適用される<sup>20</sup>。したがって、Bは、CおよびDと同じように、倒産法の 定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができるにすぎ ないものと考えられる。

Bについて(代償的)取戻権を認めることは、とりわけ、Cとの関係で問題が 生ずる<sup>(21)</sup>。Bは、不当利得返還請求権を有する一方、Cは、不法行為にもとづく 損害賠償請求権を有する。不当利得法と損害賠償法とは、私法秩序において互い

に補完しあって私権を保護するものである。不当利得返還請求権を有する者と,不法行為にもとづく損害賠償請求権を有する者とを比較して,前者のほうが後者よりも保護に値するとはされていない。そうであるならば,どちらの債権者も,倒産法上,同じように倒産債権者として扱われるべきである。

# b 倒産否認権との関係

代償的取戻権は、「設例」のように、債務者が倒産手続開始前に取戻権の目的となるべきものを無権限で譲渡したとき(1(1)における①の局面)についても、認められている。この局面での代償的取戻権は、倒産否認権と、次の意味において共通している。すなわち、いずれも、債務者が倒産手続開始前にした行為を規制するものである。

しかし、代償的取戻権と倒産否認権との間には、次のようなずれがある<sup>622</sup>。まず、①代償的取戻権については、倒産否認権とは異なり、なんら時的限界が引かれていない。次に、②代償的取戻権は、倒産否認権とは異なり、「財団友好的」なものではなく、「財団敵対的」なものとしてはたらく。倒産否認権は、総債権者の利益を図るためのものであるのに対し、代償的取戻権は、一債権者に取戻権を認めてその者を特権的に保護するものだからである。

c 不当利得により倒産財団に対して生じた請求権を財団債権とする規定との 関係

代償的取戻権に関する規定(InsO48条)は、不当利得により倒産財団に対して生じた請求権を財団債権とする規定(InsO55条1項3号)と同じように、倒産財団の不当利得についてのものである。しかし、両規定の間では、特権を与える方法が異なっている<sup>(23)</sup>。

第1に、InsO55条1項3号の規定は、目的論的な縮小解釈により、倒産手続開始後に生じた倒産財団の不当利得に限って適用されるものと解されている<sup>24</sup>。これに対し、InsO48条の規定は、代償的取戻権の適用範囲について、債務者が倒産手続開始前に取戻権の目的となるべきものを無権限で譲渡したときにまで、これを明文をもって拡張している。

第2に、InsO48条の規定は、InsO55条1項3号の規定とは異なり、識別可能性を要件としている。すなわち、(insO55) のように、反対給付が履行されていない場合(1(1)におけるaの局面)には、反対給付を求める権利が存在するため、代償的取戻権を行使することができる。これに対し、反対給付が履行された場合

(1(1)における b の局面)には、反対給付が識別可能なかたちで存在していると きに限り、代償的取戻権を行使することができるものとされている。しかし、こ のように識別可能性を要件とすることは、不当利得返還請求権が債務法上の性格 を有することと整合しない。

## d 価値追跡の考え方の不当性

代償的取戻権は、価値追跡の考え方をその基礎に据えるものである四。価値追 跡の考え方によれば、債権者が債務者に属する財産の価値を増加させた場合にお いて、その価値が倒産財団に残存しているときは、その債権者は、他の債権者に 対する特権を有するべきであるとされる。

しかし、価値追跡の考え方にもとづいて債権について特権を与えるならば、特 権が与えられる債権の範囲は、際限なく広がることとなってしまうぽ。たとえば、 配偶者間の扶養義務にかかる債権についても、債権者である一方の配偶者が債務 者である他方の配偶者のために自分の労力を費やして、他方の配偶者が経済活動 をするために必要不可欠な時間を与えたときは、特権が与えられることとなろう。 ラディカルに考えれば、弁済を受けていないすべての債権者は、次のように主張 することができるはずである。すなわち、自分は、債務者から弁済を受けていな いことで、債務者に属する財産の価値を増加させている。その価値は、倒産財団 に残存しているものと考えられる。したがって、自分の債権について、特権が与 えられるべきである。

もっとも、代償的取戻権は、債権者が債務者に属する財産の価値を増加させた 場合において、その価値が倒産財団に残存しているときのすべてについて認めら れるわけではない。代償的取戻権が認められる範囲は、恣意的に画されている図。 たとえば、「設例」において、Bが所有する指輪(乙)について、PがRに対 し、これを賃貸していたとしよう。この場合には、Bは、PのRに対する賃料債 権について、代償的取戻権を行使することができないものとされている。しかし、 その理由は、明らかでない。Pは、取戻権者であるBに割り当てられた使用・ 収益権能を無権限で侵害している。そうであるとしたら、この場合であっても、 Bは、PのRに対する賃料債権について、代償的取戻権を行使することができる としなければ、首尾一貫しないであろう。

#### 4 ドイツ倒産法における代償的取戻権に対する批判の検討

批判的見解によれば、「設例」では、Bは、倒産債権者として扱われるべきで

ある。3では、批判的見解があげる根拠のうち、重要であると考えられるものを 整理した。これらの根拠については、それぞれ次のように反論することができる。

## (1) 概念についての検討

## a 取戻権の基礎となる権利

批判的見解によれば、倒産法における取戻権と倒産債権との区別は、民法における物権と債権との区別に対応するものである。〔**設例**〕では、Bは、債権しか有しない。そのため、Bを(代償的)取戻権者として扱うことは、上記の対応関係をくずすものととらえられることとなる。

しかし、InsO47条の規定にもとづく一般の取戻権は、倒産財団に属しない財産を目的とするものである。倒産管財人が倒産財団に属する財産として占有する物が、倒産債務者以外の者に属する所有権の目的物であるときは、所有者は、その物について、一般の取戻権を行使することができる。また、倒産管財人が倒産財団に属する財産として管理する権利が、倒産債務者以外の者に属する債権であるときは、債権者は、その債権について、一般の取戻権を行使することができる。つまり、倒産財団に属しない権利を有する者は、その権利が物権であっても、債権であっても、債権者が債務者に対し、債務者に属しない財産の給付を求める請求権である。たとえば、転貸人が転借人に対し、転貸借契約の終了にもとづいて、転貸借の目的物の返還を求める請求権が、これにあたる。このように、債務法上の取戻請求権を有する債権者は、債務者について倒産手続が開始したときは、一般の取戻権を行使することができる。以上を要するに、倒産法における取戻権と倒産債権との区別は、民法における物権と債権との区別に対応しているという理解は、正確なものではない。

これに対し、いわゆる債務法上の交付請求権は、債権者が債務者に対し、債務者に属する財産の給付を求める請求権である。そのため、債務者について倒産手続が開始したときは、その債権者は、倒産財産に属する財産について権利を有するにすぎない。したがって、債務法上の交付請求権は、一般の取戻権の基礎となる権利ではない。その債権者は、倒産債権者として扱われるのが原則である。もっとも、この場合であっても、その債権者について取戻権が認められることがある。その代表的な例のひとつが、InsO48条の規定にもとづく代償的取戻権にほかならない。

## b 責任法的代位にもとづくものとしての代償的取戻権

[設例]では、Bが所有する指輪(乙)について、PがQに対し、乙を無権限で売り渡している。この場合において、かりに物上代位が適用されるのであれば、Qに対する売買代金債権は、Bに属することとなろう。そして、Bは、Qに対する売買代金債権について、一般の取戻権を行使することができるはずである $^{(2)}$ 。しかし、所有権については、物上代位が認められない。そのため、この場合において、物上代位が適用されることはない。Qに対する売買代金債権は、Pに属する。そのうえで、Bは、PのQに対する売買代金債権をPからBへと譲渡するよう求める不当利得返還請求権を有するものとされる。つまり、BのPに対する権利は、債務法上の交付請求権である。

もっとも、この場合には、Bは、PのQに対する売買代金債権について、特別の取戻権としての代償的取戻権を行使することができる。その方法として、Bは、倒産管財人に対し、PのQに対する売買代金債権をPからBへと譲渡するよう求めることとなる。

このことは、次のように説明されている。民法上、Qに対する売買代金債権は、Pに属する。したがって、原則によれば、Qに対する売買代金債権は、Pの倒産財団に属するはずである。もっとも、[設例]とは異なり、Bが所有する指輪(乙)について、PがQに対し、これを売り渡していなかったとしたら、Bは、乙について、一般の取戻権を行使することができたはずである。他方、[設例]では、乙に代わるものとして、Qに対する売買代金債権が生じている。そこで、Qに対する売買代金債権は、「代位の思想から」<sup>(30)</sup>、Pの倒産財団に属しないものとされる。この意味において、代償的取戻権は、債務法上の交付請求権について、倒産法上、特別に取戻権能を認めることによってこれを強化したものであるとされている<sup>(31)</sup>。このように、代償的取戻権が認められるときは、物的帰属と責任的帰属とが分離する<sup>(32)</sup>。代償的取戻権が「責任法的代位」にもとづくものであるとされるのは、そのためである。

以上の分析によるならば、批判的見解の主張とは異なり、代償的取戻権が「責任法的代位」にもとづくものであるとされることには、相応の理由があるものと考えられる。

## (2) 体系についての検討

[設例] において、Bについて特別な取戻権としての代償的取戻権を認めるこ

とは、ドイツ法の体系に反するものではない。以下では、批判的見解が問題とする点(3(2)aからdまで)に対応させるかたちで、その理由を明らかにする。

## a 所有権の保護の継続

【設例】では、Pは、Aが所有する指輪(甲)、Bが所有する指輪(乙)およびCが所有する指輪(丙)について、A、BおよびCからそれぞれ甲、乙および丙を盗んだ。甲は、Pのところに残っている。これに対し、乙は、PからQへと無権限で売り渡された。また、丙は、Pの過失によって滅失した。他方、Dは、Pに対し、金銭を貸し付けた。その後、Pについて、倒産手続が開始されている。批判的見解によれば、この場合において、取戻権者として扱われるのは、所有権を有するAのみである。これに対し、不当利得返還請求権を有するBは、不法行為にもとづく損害賠償請求権を有するCおよび貸金債権を有するDと同じように、倒産債権者として扱われる。そこで、B、CおよびDについては、債権者平等原則が適用される(3(2)a)。したがって、Bは、CおよびDと同じように、倒産法の定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができるにすぎない。しかし、このように、取戻権を行使することができたはずのBをCおよびDと同じように扱うのは、適切でないものと考えられる。

第1に、Aのみを取戻権者として扱うべきであるかどうかが問題となる。まず、①Aが所有する甲は、Pのところに残っている一方、Bが所有する乙は、PからQへと無権限で売り渡された。しかし、乙ではなく、甲がPのところに残っているのは、まったくの偶然にすぎない。すなわち、Aが所有する甲は、PからQへと無権限で売り渡された一方、Bが所有する乙は、Pのところに残っているという逆の事態が生ずることも、十分に考えられたはずである。次に、②Aが所有する甲は、Pの倒産財団において識別可能なかたちで存在している。また、Bが所有する乙の代わりに生じたPのQに対する売買代金債権も、Pの倒産財団において識別可能なかたちで存在している。①および②を考慮すれば、Aのみを取戻権者として扱うことを合理的に正当化するのは、困難であると考えられる。

第2に、CおよびDは、PのQに対する売買代金債権<sup>図3</sup>が倒産財団に属するものとして、倒産法の定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができるとすべきかどうかが問題となる。CおよびDは、Aが所有する甲については、それが倒産財団に属するものとして、倒産法の定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができない。そして、かりにPがQに

対し、Bが所有する乙を無権限で売り渡していなかったとしたら、CおよびDは、乙についても、それが倒産財団に属するものとして、倒産法の定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができなかったはずである。そうであるとすれば、PがQに対して乙を無権限で売り渡していたときであっても、CおよびDは、乙に代わるものとして生じたPのQに対する売買代金債権については、それが倒産財団に属するものとして、倒産法の定めるところにより、自己の債権額に比例した満足を受けることができないとするほうが、首尾一貫するものと考えられる。

CおよびDがPのQに対する売買代金債権から、自己の債権額に比例した満足を受けることができると過失なく信頼していたとしても、そのような信頼は、保護に値しない。このことは、CおよびDが、Aが所有する甲から自己の債権額に比例した満足を受けることができると過失なく信頼していたとしても、そのような信頼は、保護に値しないとされているのと同じことである。

第3に、批判的見解は、不当利得返還請求権を有するBと、不法行為にもとづく損害賠償請求権を有するCとを同じように扱わなければならないと主張している(3(2)a)。しかし、BとCとの間には、次のような違いがある。

Pは、Qに対し、Bが所有する乙を無権限で売り渡している。これにより、PがQに対して取得した売買代金債権は、Pの倒産財団において識別可能なかたちで存在している。この場合には、Bについて特別の取戻権としての代償的取戻権を認めたとしても、Dが満足を受けるべき額は、変わらないものと考えられる(このことについて、第2での検討を参照)。これに対し、Pは、Cが所有する丙を過失によって滅失させている。これにより、Pは、なんら権利や利益を取得していない。そのため、この場合において、Cに優先権を認めると、Dが満足を受けるべき額が、減少するものと考えられる。したがって、Bについて特別の取戻権としての代償的取戻権を認めるのであれば、Cについても当然に優先権を認めるべきであるということにはならない。

他方、BとCとは、いずれもPによって、それぞれが所有する乙と丙とについてその所有権が侵害されている。そこで、Cを倒産債権者として扱う以上、Bも倒産債権者として扱うべきであるという主張も考えられる。しかし、この主張を首尾一貫させるのであれば、Aも、倒産債権者として扱うべきであることとなってしまう。Aも、BおよびCと同じように、Pによって、みずからが所有する

甲についてその所有権が侵害されているからである。しかし、批判的見解によっても、Aは、取戻権者として扱われる。つまり、所有権が侵害されたものは、いずれも等しくこれを扱うべきであるとは、考えられていない。

以上を要するに、特別の取戻権としての代償的取戻権は、所有権の保護の継続<sup>644</sup>という観点から、これを正当化することができるものと考えられる。特別の取戻権としての代償的取戻権が認められないのであれば、所有権の保護は、偶然にゆだねられてしまうこととなろう(このことについて、第1での検討を参照)。特別の取戻権としての代償的取戻権は、物権と債権との区別の基礎に据えられている評価と矛盾するものではなく、むしろ、その評価を貫徹するものであると位置づけられる。

## b 代償的取戻権と倒産否認権との違い

批判的見解は、代償的取戻権と倒産否認権とで、その規律が整合していないことを問題としている(3(2)b)。それによれば、まず、①代償的取戻権については、倒産否認権とは異なり、なんら時的限界が引かれていない。次に、②代償的取戻権は、倒産否認権とは異なり、財団友好的なものではなく、財団敵対的なものとしてはたらくとされる。

しかし、このように、代償的取戻権と倒産否認権とを同列に置き、両者の規律を比較することそれ自体が適切でない。すなわち、一般の取戻権については、なんら時的限界が引かれていない。また、一般の取戻権の目的である財産は、倒産財団に属しないものである。したがって、一般の取戻権は、財団友好的なものでも、財団敵対的なものでもなく、むしろ、財団中立的なものであると考えられる。そして、特別の取戻権としての代償的取戻権は、所有権の保護の継続という観点から、一般の取戻権に準じて構成されたものである。したがって、上記の①は、なんら問題ではない。また、上記の②は、代償的取戻権も、財団中立的なものであるととらえられる。

## c 代償的取戻権の取戻権としての性格

批判的見解によれば、代償的取戻権に関する規定(InsO48条)と、不当利得により倒産財団に対して生じた請求権を財団債権とする規定(InsO55条1項3号)とは、次の点で異なるとされる(3(2)a)。第1に、InsO55条1項3号の規定は、倒産手続開始後に生じた倒産財団の不当利得に限って適用される。他方、InsO48条の規定は、代償的取戻権の適用範囲について、債務者が倒産手続開始

前に取戻権の目的となるべきものを無権限で譲渡したときにまで、これを拡張し ている。第2に、InsO48条の規定は、InsO55条1項3号の規定と異なり、識別 可能性を要件としている。この要件は、不当利得返還請求権が債務法上の性格を 有していることと整合しない。

しかし、両規定の間にこのような違いがあることは、なんら問題ではない。す なわち、代償的取戻権は、債務法上の交付請求権について、倒産法上、特別に 取戻権能を認めることによってこれを強化したものである((1)b)。第1の点も. 第2の点も、この代償的取戻権の取戻権としての性格を反映したものであると考 えられる。

## d 価値追跡の考え方の特殊なあらわれとしての代償的取戻権

批判的見解によれば、代償的取戻権がその基礎に据えている価値追跡の考え方 を突き詰めると、弁済を受けていないすべての債権者は、次のように主張するこ とができることとなるはずであるとされる (3(2)d)。すなわち、自分は、債務 者から弁済を受けていないことで、債務者に属する財産の価値を増加させている。 その価値は、倒産財団に残存しているものと考えられる。したがって、自分の債 権について、特権が与えられるべきである。

しかし、代償的取戻権は、価値追跡の考え方を単純に適用したものではない。 すなわち、特別の取戻権としての代償的取戻権について、InsO48条は、次の要 件を規定している。すなわち、取戻権を行使することができたはずのものが譲渡 されたこと、譲渡が無権限でされたこと、そして、代償的取戻権の目的が倒産財 団において識別可能なかたちで存在していることである。この意味において、代 償的取戻権は、価値追跡の考え方の特殊なあらわれであるととらえることができ る。したがって、価値追跡の考え方一般に対してされた上記の批判は、代償的取 戻権に対してそのままあてはまるものではない。

他方、批判的見解によれば、InsO48条の規定は、代償的取戻権が認められる 範囲を恣意的に画している。たとえば、無権限の譲渡について代償的取戻権を認 めるのであれば、無権限の賃貸についても代償的取戻権を認めないと、首尾一貫 しないのではないかとされる。

たしかに、代償的取戻権が認められる範囲は、解釈論や立法論をとおして、首 尾一貫したかたちで画されるべきである。しかし、そのことから、代償的取戻権 そのものを認めるべきではないという主張を正当化するのは、困難であろう。無

#### 78 金融法研究·第37号

権限の譲渡について代償的取戻権を認めるのであれば、無権限の賃貸についても 代償的取戻権を認めないと、首尾一貫しないととらえるのであれば、逆に、解釈 論または立法論として、無権限の賃貸についても代償的取戻権を認めるべきであ るということにもなりそうである。

## 5 おわりに

## (1) まとめ

ドイツでは、近年、代償的取戻権という権利を認めることそれ自体について批判がされている。本稿では、この批判の内容(2)を紹介した後、その根拠(3)について、分析をおこなった。批判的見解の主張は、日本の代償的取戻権についても、基本的にあてはまるものである。

もっとも、本稿の検討(4)によれば、批判的見解の主張は、説得的なものであるとは考えられない。

## (2) 比較法的な観点からのコメント

[設例] の扱いについて、ドイツと日本との比較をするときは、とりわけ、次の点に注意をすべきである。それは、ドイツでは、日本とは異なり、動産売主について、動産売買先取特権のような権利が認められていないということである<sup>(50)</sup>。

#### a ドイツ法における動産売主の扱い

ドイツ民法典は、典型担保物権としての先取特権に関する規定をまとめて設けるのではなく、個別のケースについて、法定質権に関する規定を設けるという構成をとっている。そして、動産が売買されたケースについては、法定質権に関する規定は、設けられていない。そのため、動産売主が動産買主に対し、売買の目的物である動産を引き渡してこれを譲渡したときは、動産売主は、その動産について担保物権を有しない。したがって、動産買主について倒産手続が開始されたときは、動産売主は、倒産債権者として扱われる。

そこで、動産売主が売買の目的物である動産について、債権担保の目的で物権 的地位を確保しようとするときは、動産売主は、動産買主との間で、所有権留保 の合意をしておくこととなる。

## b 日本法における動産売主の扱い

これに対し、日本法によれば、動産売主には、民法311条5号および321条の規定にもとづいて、売買の目的物である動産について動産売買先取特権が与えられる。この場合において、動産買主が売買の目的物である動産を転売したときは、

動産売主は、転買主に引き渡されたその動産について、先取特権を行使すること ができない(民法333条)。もっとも、動産売主は、物上代位にもとづいてその転 売代金債権を差し押さえることによって、同債権から優先弁済を受けることがで きる(民法304条1項)。

動産買主について破産手続が開始されたときは、動産売買先取特権を有する動 産売主は、別除権者として扱われる(破産法2条9号,65条1項)。そして、動 **産買主が売買の目的物である動産を転売していた場合には、動産買主について破** 産手続が開始されたときであっても、動産売主は、別除権者として、物上代位に もとづいてその転売代金債権を差し押さえることによって、同債権から優先弁済 を受けることができる[36]。

## c 法体系の違い

このように、日本法では、動産売主が動産買主に対し、売買の目的物である動 産を売却し、動産買主がその動産を転売した場合には、動産買主について破産手 続が開始されたときであっても、動産売主は、別除権者として、物上代位にもと づいてその転売代金債権を差し押さえることによって、同債権から優先弁済を受 けることができる。そうであるとすると、[設例]のように、所有者が自己の所 有する動産を盗人に盗まれ、その盗人がその動産を無権限で売却した場合におい て、盗人について破産手続が開始されたときに、その所有者は、破産債権者とし て、破産財団に属する売買代金債権から、破産法の定めるところにより、債権額 に比例した満足を受けることしかできないとするのは、アンバランスであると考 えられる。

ドイツにおける批判的見解は、代償的取戻権を認めることは、ドイツ法の体系 に反すると主張している。本稿の検討によれば、この主張は、説得的なものであ るとは考えられない。しかし、かりにこの主張がドイツにおいて正当なものであ るとして受け入れられたとしても、そのことから、日本においても、ドイツと同 じように、代償的取戻権を認めることが日本法の体系に反するということにはな らない。ドイツ法の体系と日本法の体系とは、同じものではないからである。

#### [注]

- \* 本稿は、Taro Suizu、Eigentumsschutz und Gläubigergleichbehandlung in der Insolvenz: Zur Verteidigung des Ersatzaussonderungsrechts, in: Annemarie Matusche-Beckmann/Takuma Sato (Hrsg.)、Rechtsprobleme der Risikogesellschaft: Japanisch-Deutscher Rechtsdialog、Iurisprudentia Saraviensis: Schriftenreihe der Abteilung Rechtswissenschaft der Universität des Saarlandes、Bd. 15、Saarbrücken 2020、S. 159について、構成の組換えや内容の補充をおこなったものである。
- (1) 日本の破産法64条も、代償的取戻権を規定している。この規定は、民事再生 法52条2項および会社更生法64条2項の規定によって準用されている。日本の 破産法64条の規定は、日本の旧破産法91条の規定を承継したものである。そし て、日本の旧破産法91条の規定は、ドイツの旧破産法の規定である KO46条と 対応していた。これに対し、ドイツは、倒産法制を全面的に改め、単一手続型 を採用したドイツ倒産法(1994年)を制定するにあたり、KO46条の規定の内 容を一部改め、InsO48条の規定を設けることとした。そのため、ドイツの代 償的取戻権と日本の代償的取戻権とは、その内容が異なっている。すなわち、 InsO48条の規定と日本の破産法64条の規定とを文言上対比すると、①のうち、 bの局面についても代償的取戻権を認めている点では、InsO48条の規定のほう が日本の破産法64条の規定よりも、広い。これに対し、次の点では、InsO48 条の規定のほうが日本の破産法64条の規定よりも、狭い。それは、InsO48条 の規定が、①および②について、無権限の譲渡がされたときに限り、また、b について、識別可能性があるときに限り、代償的取戻権を認めることを定めて いる点である。なお、ドイツ倒産法に関する政府草案は、①の局面については、 代償的取戻権を認めないこととしていた(RegE55条)。オーストリア倒産法も、 これと同様の立場である(IO44条2項)。以上について、水津太郎「代償的取 戻権の意義と代位の法理 | 法研86巻8号33頁も参照。
- (2) ①のうち、aの局面について代償的取戻権が認められることは、日本においても同様である。このことについて、前掲注(1)を参照。
- (3) 有価証券寄託法における倒産優先権との関係を含め、加毛明「ドイツにおける顧客財産保護にかかる法制度」金融研究34巻3号85~86頁。
- (4) これに対し、日本では、一般に、留保売主は、別除権者として扱われるもの

- とされている(最二小判平22.6.4民集64巻4号1107頁・金法1910号68頁 最一 小判平29.12.7民集71巻10号1925頁・金法2099号72頁を参照)。ドイツにおいて、 留保売主が別除権者として扱われるとしたならば、留保売主は、代償的取戻権 ではなく、すぐ後で述べる代償的別除権を有するとされることとなろう。
- (5) 水津太郎「ドイツ譲渡担保法における代位法理」池田真朗ほか編『動産 **債権担保』351頁(商事法務, 2015年)。**
- (6) これに対し、留保売主が留保買主との間で、留保買主が取得すべき代位目的 債権を債権担保の目的で譲り受ける合意をすることによって、所有権留保を延 長したり(延長された所有権留保) 譲渡担保権者が譲渡担保権設定者との間 で、譲渡担保権設定者が取得すべき代位目的債権を債権担保の目的で譲り受け る合意をすることによって、譲渡担保を延長したり(延長された譲渡担保)し たときは、留保売主または譲渡担保権者は、その合意にもとづいて、その代位 目的債権を取得する。
- (7) 水津太郎「財貨帰属と代位法理」民法理論の対話と創造研究会編『民法理論 の対話と創造』276頁(日本評論社, 2018年)を参照。
- (8) [設例] については、ドイツでは、Q が競売によって B が所有する指輪 (乙)を買い受けたときに限り、善意取得が成立する(BGB935条2項)。これ に対し、日本では、Q が即時取得の要件を満たすときは、B は、Q に対し、盗 難の時から2年間、乙の回復を請求することができるにすぎない(民法193条)。 そして、Q が競売もしくは公の市場において、または乙と同種の物を販売する 商人から善意で買い受けたときは、Bは、Qが支払った代価を弁償しなければ、 乙を回復することができない(民法194条)。もっとも、古物商であるQが古 物である乙を買い受け、または交換したり、質屋であるQが乙を質物または 流質物として所持していたりしたとするならば、Bは、盗難の時から1年間、 乙を無償で回復するよう請求することができる(古物20条・質屋22条)。
- (9) BGH. Urteil vom 06.05.1971 VII ZR 232/69 BGHZ 56. 131. 判例および学 説の展開については、藤原正則「無権限者による他人の物の処分と他人の債権 の取立による不当利得(1)(2)」 北法59巻 2 号43頁、3 号107頁が詳しい。
- (10) BGH, Urteil vom 08.01.1959 VII ZR 26/58 -, BGHZ 29, 157. これに対し、 学説のなかには、BGB816条1項1文の規定による不当利得返還請求の範囲に ついて、売買代金(債権)が目的物の客観的価値を上回るときは、目的物の客

観的価値を限度として、その返還を求めることができるとするものがある。議論の状況については、多治川卓朗「売却処分と不当利得返還請求権の内容」関法62巻 2 号476頁などを参照。もっとも、この見解によっても、[設例]では、Bは、Pに対し、準事務管理にもとづいて、PのQに対する売買代金債権をPからBへと譲渡するよう求めることができるものと考えられる(BGB687条 2 項:681条 2 文:667条)。

- (11) Bは、次の2つの方法を選択することができるものとされている。すなわち、①Qに対し、所有権にもとづく返還請求として、乙の引渡しを求める方法と、②PがQにした乙の処分を追認することで、倒産管財人に対し、代償的取戻権を行使する方法とである。このことについて、vgl. Hans Gerhard Ganter, in: Rolf Stürner/Horst Eidenmüller/Heinrich Schoppmeyer (Hrsg.)、Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung, Bd. 1, 4. Aufl., München 2019、§ 48 InsO, Rn. 43; Jens Adolphsen, in: Peter Gottwald/Ulrich Haas (Hrsg.)、Insolvenzrechts-Handbuch, 6. Aufl., München 2020、§ 41, Rn. 17.
- (2) Ganter, in: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung (Anm. 11), § 48 InsO, Rn. 67; Adolphsen, in: Gottwald/Haas, Insolvenzrechts-Handbuch (Anm. 11), § 41, Rn. 35. では、Bは、Pに対し、準事務管理にもとづいて、PのQに対する売買代金債権をPからBへと譲渡するよう求めることができる (BGB687条2項・681条2文・667条)とする見解(前掲注(10))をとったときは、どうか。この問題については、準事務管理にもとづく上記の請求権も、代償的取戻権の基礎となる権利にあたり、Bは、倒産管財人に対し、PのQに対する売買代金債権について、代償的取戻権を行使することができるものと分析されている。このことについて、Tomas Kuhn、Ersatzaussonderungsrecht und Drittwiderspruchsklage、Veröffentlichungen zum Verfahrensrecht、Bd. 55. Tübingen 2008. S. 125-147.
- (3) Jürgen S<sub>TAMM</sub>, Der Sündenfall des § 48 InsO und die verbotene Frucht der Ersatzabsonderung, in: KTS 2015, S. 461. シュタムによれば、代償的取戻権に 関する規定 (InsO48条) は、倒産管財人が倒産手続開始後に取戻権の目的と なるべきものを無権限で譲渡したとき (1(1)における②の局面) についてのみ 適用されるべきであり、かつ、その場合であっても、同規定によって認められるのは、取戻権ではなく、財団債権であるされる (S. 484, 494)。この解釈に

よれば、InsO48条の規定は、不当利得により——倒産手続開始後に(後掲24を参照)——倒産財団に対して生じた請求権を財団債権とする規定(InsO55条1項3号)の特則として位置づけられることとなる(S. 480)。代償的取戻権に関する規定によって認められるのは、財団債権であるとする見解は、旧破産法時代において、すでに主張されていたものである。Wilhelm Stieglitz, Die Konkursordnung für das Deutsche Reich nebst dem Einführungsgesetze und dem Württembergischen Ausführungsgesetze, Tübingen 1879、§ 38, I. 4. (S. 242); Gustav Mandry/Otto Geib, Der civilrechtliche Inhalt der Reichsgesetze, 4. Aufl., Freiburg i.B. u.a. 1898、§ 28, I. 2)(S. 335); Lothar Seuffert, Deutsches Konkursprozeßrecht, Systematisches Handbuch der deutschen Rechtswissenschaft, Abt. 9, T. 3, Leipzig 1899、§ 16, II. 4. (S. 100).

- (4) Jan Felix Hoffmann, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung, Heidelberger Rechtswissenschaftliche Abhandlungen, Bd. 13, Tübingen 2016, insbes. S. 273-290. ホフマンによれば、代償的取戻権に関する規定(InsO48条)は、「少なくとも立法論としては排除されるべきである」(S. 288)とされる。日本で実施された関連テーマについての講演の翻訳として、ヤン・フェリックス・ホフマン(水津太郎訳)「債権者平等原則と価値追跡」法研91巻8号33頁。また、Moritz Brinkmann, in: Heribert Hirte/Heinz Vallender (Hrsg.), Uhlenbruck Insolvenzordnung, Bd. 1, 15. Aufl., München 2019, § 48 InsO, Rn. 2, 13は、債務者が倒産手続開始前に取戻権の目的となるべきものを無権限で譲渡したとき(1(1)における①の局面)について、次のように述べている。解釈論としては、この場合についても、代償的取戻権が認められる。しかし、「立法論としては、改正の必要がある」。
- (15) Stamm, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 493.
- (16) Hoffmann, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlun (Anm. 14), S. 290. 他方, Brinkmann, in: Uhlenbruck Insolvenzordnung (Anm. 14), § 48 InsO, Rn. 40によれば、代償的別除権は、解釈論上、代償的取戻権に関する規定 (InsO48条) を類推適用することによって認められるものとされている。
- (17) シュタムの見解 (前掲注(13)) は、立法者の明確な意思に反するため、解釈論としては、不当であるとされている。Ganter, in: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung (Anm. 11), § 48 InsO, Rn. 14 mit Anm. 121; Brinkmann,

in: Uhlenbruck Insolvenzordnung (Anm. 14), § 48 InsO, Rn. 2, 13; ferner Christoph T<sub>HOLE</sub>, Die Ersatzabsonderung bei Einziehung sicherungszedierter Kundenforderungen und beimverlängerten Eigentumsvorbehalt, in: ZIP 2019. S. 553. しかし、シュタムによる代償的取戻権に対する批判については、その全 部または一部を正当とするものがある。すなわち、ホフマンの見解(前掲注(4)) は、シュタムの見解を引きつつ、少なくとも立法論として代償的取戻権に関す る規定を削除すべきであるとするものであり、また、ブリンクマンの見解(前 掲注(14) は、シュタムの見解を引きつつ、債務者が倒産手続開始前に取戻権の 目的となるべきものを無権限で譲渡したとき(1(1)における①の局面)につい ては、立法論として代償的取戻権を認めるべきではないとするものである。つ まり、債務者が倒産手続開始前に取戻権の目的となるべきものを無権限で譲渡 したとき(1(1)における①の局面)について代償的取戻権を認めるべきではな いという考え方は、シュタム、ホフマンおよびブリンクマンという有力とみら れる民事法研究者によって共有されていることとなる。この考え方は、ドイツ 倒産法に関する政府草案およびオーストリア倒産法の立場(前掲注(1)を参照) と一致している。そのほか、シュタムの見解を紹介するものとして、Peter A. Windel, Anmerkung zu BGH, Urteil vom 24.01.2019 - IX ZR 110/17 - , BGHZ 221, 10. in: NZI 2019, S. 274: Michael Bremen, in: Marie Luise Graf-Schlicker (Hrsg.), Kommentar zur Insolvenzordnung, 5. Aufl., Köln 2020. § 48 InsO. Rn. 1.

- (18) Stamm, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 466.
- (19) Stamm, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 468; vgl. auch Hoffmann, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung (Anm. 14), S. 275.
- (20) Hoffmann, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung (Anm. 14), S. 288; ferner auch Stamm, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 465, 477.
- (21) Stamm, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 478; Hoffmann, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung (Anm. 14), S. 281, 288, 382; ホフマン (水津訳)・前掲注(454頁。
- (22) Stamm, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 469.

- (23) S<sub>TAMM</sub>, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 471, 476.
- 24 InsO55条1項3号は、日本の破産法148条1項5号と異なり、倒産手続開始 後に生じた倒産財団の不当利得に限られることを、明文をもって規定していな い。言い換えると、InsO55条1項3号の規定の文言は、なお、日本の旧破産 法47条5号の規定の文言に類するものとなっている。
- (25) HOFFMANN, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung (Anm. 14), S. 287: ホフマン (水津訳)・前掲注(4953. 56頁。
- (26) 価値追跡の考え方については、ホフマン(水津訳)・前掲注(4)のほか、松岡 久和「ベールの『価値追跡』について」龍法22巻2号1頁、コツィオール・ガ ブリエーレ「価値追跡と信託」論叢180巻5・6号601頁。
- (27) HOFFMANN, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung (Anm. 14), S. 382-383; ホフマン (水津訳)・前掲注(453~55頁。
- 28) Stamm, Der Sündenfall des § 48 InsO (Anm. 13), S. 478; ausführlich Hoffmann, Prioritätsgrundsatz und Gläubigergleichbehandlung (Anm. 14), S. 280-288: ホフマン (水津訳)・前掲注(456~57頁。
- 29) このことについて、Hans Gerhard G<sub>ANTER</sub>, Der Surrogationsgedanke bei der Aus- und Absonderung, in: NZI 2008, S. 587などを参照。
- (30) Begründung des Rechtsausschuss, abgedruckt in: Bruno Maria Kübler/ Hanns Prütting (Hrsg.), Das neue Insolvenzrecht: InsO/EGInsO, RWS-Dokumentation, Bd. 18, 2. Aufl., Köln 2002, S. 214. 代償的取戻権における代位 の思想については、vgl. auch Walter Gerhardt, Der Surrogationsgedanke im Konkursrecht – dargestellt an der Ersatzaussonderung, in: KTS 1990, S. 1.
- (31) Ganter in: Münchener Kommentar zur Insolvenzordnung (Anm. 11), § 48 InsO, Rn. 7; Adolphsen, Gottwald/Haas, Insolvenzrechts-Handbuch (Anm. 11), § 41, Rn. 2.
- (32) Wolfram Henckel, Grenzen der Vermögenshaftung, in: JuS 1985, S. 836; DERS., in: Wolfram Henckel/Walter Gerhardt (Hrsg.), Jaeger Insolvenzordnung: Großkommentar, Bd. 1, Berlin 2004, § 48, Rn. 5; ferner auch Ludwig Häsemeyer, Insolvenzrecht, 4. Aufl., Köln u.a. 2007, Rn. 1.15.
- (33) 返還義務の範囲をめぐる問題については、前掲注(10)および前掲注(12)を参照。
- (34) Vgl. Motive, S. 185, in: Carl Hahn, Die gesammten Materialien zur

Konkursordnung und dem Einführungsgesetz zu derselben vom 1. Februar 1877, sowie zu dem Gesetze, betreffend die Anfechtung von Rechtshandlungen eines Schuldners ausserhalb des Konkursverfahrens, vom 21 Juli 1879, Berlin 1881, S. 182. より正確にいえば、特別の取戻権としての代償的取戻権によって保護の継続が認められる権利は、取戻権の基礎となる権利であって、所有権に限られない。このことについて、4(1) a を参照。所有権その他の取戻権の基礎となる権利の保護の継続という観点からは、その権利を有する者を財団債権者として扱う(前掲注(3)を参照)のでは、その権利の保護として十分ではないこととなる。代償的取戻権も、真正な取戻権であることを強調する見解として、Hellwig, Erweiterung des Eigentumsschutzes durch persönliche Ansprüche, mit besonderer Beziehung auf § 38 KO, in: AcP, Bd. 68 (1885) S. 249; Harry Hochmuth, Die Ersatzaussonderung, Leipziger rechtswissenschaftliche Studien, Bd. 63, Leipzig 1931, S. 73; Ulf Gundlach, Der Ersatzaussonderungsberechtigte, Europäische Hochschulschriften, Reihe II, Rechtswissenschaft, Bd. 1638, Frankfurt a.M. u.a. 1994, S. 37.

- (35) このことについて、鈴木禄弥「担保法判例雑考」同『物的担保制度の分化』 750頁(創文社,1992年)、米倉明「流通過程における所有権留保」同『所有権 留保の研究』19頁(新青出版,1997年)、尾島茂樹「ファクタリングと動産売 買先取特権の物上代位の競合(1)」名法118号104頁など。
- (36) 最一小判昭59.2.2民集38巻 3 号431頁·金法1056号44頁。

## 新型コロナウイルスの感染拡大と金融・倒産法制の対応

#### 1 はじめに

2020年は、新型コロナウイルス(COVID-19)との闘いの年として全世界で記憶されることとなった。特に欧州はウイルスの猛威にさらされたが、フランスも全くその例外ではなく、フランスの社会は深刻な影響を受けた $^{(1)}$ 。本欄も、今年度はこのトピックを取り上げないわけにはいかないと思われる $^{(2)}$ 。

フランスでは、2020年中に 2 度にわたって全土のロックダウン(confinement)が行われ(3)、経済活動も停滞を余儀なくされた(4)。このため政府は、金融機関からの企業の借入れに対する3000億ユーロの政府保証枠を設ける(5)など、総額4500億ユーロ(フランスの国内総生産の20%に相当)の支援パッケージを用意した。また、ロックダウンの根拠法として制定された「COVID-19に対処するための2020年 3 月23日の緊急法(6)」は、3 月24日を始期とする衛生緊急事態(l'état d'urgence sanitaire)を宣言するとともに(4条)(7)、ウイルスの感染拡大とその防止のための対策が経済・社会等に与える影響に対処するため、政府が3カ月の間にオルドナンス形式によって必要な措置を採ることを授権した(11条)。

この授権を受けた政府は、3月下旬以降、矢継ぎ早にオルドナンスを発令したが、本稿ではそのうち金融・倒産法制に関わりがある2つのオルドナンスを紹介する。

#### 2 期限の延長に関するオルドナンス

衛生緊急事態の期間中に到来する期限の延長等に関する2020年 3 月25日のオルドナンス<sup>(8)</sup>は、3 月12日から 6 月23日までの間(「法的に保護される期間(période juridiquement protégée)」と呼ばれる<sup>(9)</sup>)に到来する一定の期限等について、その延長を一般的に定めるものである。

#### (1) 期限(期間の終期)の繰延べ

このオルドナンスは、まず、期限(期間の終期)の繰延べについて規定する(2条)。すなわち、法律または行政立法によって定められた行為・不服申立て・訴訟提起・要式手続・登記・届出・通知・公表などであって、これらを行うべき期限(期間の終期)が「法的に保護される期間」内に到来するものについては、

それらを行うべき法定の期間は、「法的に保護される期間」の終了時(=2020年 6月23日)から新たに進行を始める(ただし2カ月を上限とする)。この新たに進行する期間内にこれらの行為等がされれば、それは期限を遵守してされたものとみなされ、無効・失効・失権・時効消滅・対抗不能・不受理などの不利益が課されることはない。

一例を挙げてこの仕組みを説明しよう。営業財産質(nantissement du fonds de commerce)は、設定行為から30日以内に登記しないと無効となるが(商法典 L.142-4条)、設定行為が2020年 2 月25日に行われた場合には、30日の法定期間は「法的に保護される期間」内に終期を迎えることになる。したがって、同年6月23日から起算して30日以内に登記がされれば、この営業財産質が無効とされることはない(0)。

この規律は、「法的に保護される期間」内に期限(期間の終期)が到来する場合のみを対象としており、2020年3月12日よりも前に期限(期間の終期)が既に到来していた場合には繰延べは生じない。また、同年6月23日よりも後に期限(期間の終期)が到来する場合にも、同様に繰延べは行われない。

一見すると、この規律は債務の繰延べ(モラトリアム)を認めるものであるようにも思われる。しかし、これは法律・行政立法によって定められた行為等の期限を対象としており、契約によって定められた期限には適用されない $^{(1)}$ 。つまり、契約から生じた債務の弁済は、やはり合意された弁済期に従って行われなければならないのである $^{(2)}$ 。したがって、この規律が金融法に与える影響は限定的であったといえよう。ただし、この規律は債権届出期間(商法典 L.622-24条)などにも適用されるため、特に倒産手続においてはなお重要な意義を有したと思われる $^{(3)}$ 。

#### (2) 違約金条項・解除条項・失期条項などの凍結

このオルドナンスは、債務不履行のサンクションとして定められた契約条項の「凍結」についても規定している(4条)。これによれば、債務の履行期が「法的に保護される期間」内に到来する場合には、履行遅滞の制裁を目的とする違約金条項・解除条項・失期条項などは、2020年3月12日から履行期までの間と同じ期間(債務の発生が同日よりも後であるときはその発生日から履行期までの間と同じ期間)が「法的に保護される期間」の終了時(=同年6月23日)から経過するまで、その効果の発生が猶予される(この猶予期間内に履行が行われればこれら

の条項の効果は生じない)(4)。これは、衛生緊急事態宣言下において、債務の履 行が困難になることに配慮した規律である。

また、金銭債務以外の債務については、2020年6月23日よりも後に履行期が到 来する場合であっても、「法的に保護される期間」の長さと同じ期間(債務の発 生が同年3月12日よりも後であるときはその発生日から同年6月23日までの間と 同じ期間)が履行期からさらに経過するまで、これらの条項の効果発生が猶予さ れる(15)。これは、履行期が「法的に保護される期間」より後であっても、例えば 建物建築請負契約における請負人の債務などを想起すれば明らかなように、ロッ クダウンの影響によって債務の履行の準備に支障を来す場合があり得るためであ る。また、金銭債務がこの規律の適用対象から除外された理由は、ロックダウン が金銭債務の履行可能性に与える影響は間接的なものにすぎず、債務者の資金面 での困難には倒産手続などで配慮すれば足りると考えられたためである(16)。

これらの規律は、(1)でみた期限(期間の終期)の繰延べに関する規律と同じ く. 契約上の債務の履行期を繰り延べるものではない<sup>は7</sup>。しかし、債務不履行に 係る一定の契約条項の効果発生を猶予し、ロックダウンの状況下で履行の困難に 直面した債務者に対して過度なサンクションが課されないようにすることによっ て、債務者が経済的窮境に陥るのを可及的に回避する意義はあったと思われる。

## 3 倒産手続の特則に関するオルドナンス

次に紹介するのは、衛生緊急事態のもとでの倒産手続の特則を定める2020年3 月27日のオルドナンス(場)である。倒産法の規律に必要な修正を加えることは、同 月23日の緊急法によって政府に明示的に授権された内容でもあった。このオルド ナンスは6か条からなるが、以下では1条が定める2つの規律についてみること にする。

#### (1) 支払停止状態の判定基準時の凍結

このオルドナンスの最も象徴的とされる規律は、債務者が支払停止状態にある かどうかを判定するための基準時を、ロックダウン実施前の時点に固定したこと である(1条I-1°)。すなわち、2020年8月23日までの間<sup>19</sup>、債務者の支払停止 の有無は、同年3月12日時点の債務者の状況を考慮して評価することとされた。

これにより債務者は、2020年3月13日から同年8月23日までの間に、本来なら ば支払停止状態と評価されるべき窮境に陥ったとしても、依然として調停手続 (procédure de conciliation) や保護手続 (procédure de sauvegarde) などの予

#### 90 金融法研究·第37号

防的・保護的な倒産手続を利用することができるようになった<sup>201</sup>。ただし、債務者自らが、同年3月13日以降の支払停止を理由として、再建手続(procédure de redressement judiciaire)や清算手続(procédure de liquidation judiciaire)などの開始を申し立てることは可能であるとされた。また、否認制度の適用の基準となる「疑わしき期間(période suspecte)<sup>(211</sup>」を判断するにあたっては、同日以降の日を支払停止日と認定することがあり得る旨が留保されていた。

この規律は、ロックダウンに伴う経営の悪化に直面した企業が、再建手続やさらには清算手続など、深刻な倒産手続に服するのを余儀なくされる事態に陥ることを極力回避し、倒産法制が用意する予防的・保護的なメニューを、これらの企業がより広く利用できるようにするために設けられたものである。この政策判断は緊急時の時限的な対策としておおむね好意的に評価されたようであるが、なかには、支払停止の有無の判定基準時を固定したとしても現実の企業の経営悪化は避けられず、再建の見込みがない企業の清算を猶予することにはせいぜい人道的な意味しかないというシニカルな批判もあった<sup>623</sup>。

## (2) 倒産手続の時的制限の緩和

このオルドナンスは、再生に向けた企業の努力がロックダウンの影響によって 阻害されることを防ぐため、調停手続・保護手続・再建手続について、倒産手続 が定める時的制限を一部緩和している。

調停手続に関しては、まず、手続期間が本来ならば最長5ヵ月に制限されているところ(商法典 L.611-6条2項)、これがさらに5ヵ月間間自動的に延長される。また、調停手続が不調に終わっていったん終了すると、本来ならば新たな調停手続を開始するために3ヵ月待たなければならないところ(同項)、この待機期間は要求されない(1条 $\Pi$ )。これらの規律もまた、上記(1)でみた支払停止状態の判定基準時の凍結と同様に、企業の維持・再生のために調停手続を優先的に利用させようという意図に出たものである。

次に、保護手続・再建手続については、保護計画・再建計画の期間延長が規定されている(1 条II)。まず、2020年 8 月23日までに計画遂行管理人(commissaire à l'exécution du plan)の申立てがあれば、裁判長は保護計画・再建計画の期間を 5 カ月間延長することができる。検察官の申立てがあれば、延長幅を最大 1 年間とすることも可能である。また、同日から 6 カ月以内に、検察官または計画遂行管理人の申立てがあれば、裁判所はその申立ての時点からさらに最大 1 年間の

計画期間の延長を認めることもできる。これらの期間延長は、商法典 L.626-26 条の定める厳格な手続によらずに行うことが可能である。

保護計画・再建計画が延長されることにより、債務者にとっては、弁済のリス ケジューリングを受けられるというメリットが生じる。他方で、この規律は債権 者にとって不利益となり得る。このオルドナンスに併せて法務大臣名で発出され た通達では、この特例は緊急の状況下においてのみ正当化し得るものであって、 その運用は抑制的であるべきだとされている四。

#### 4 おわりに

本稿で紹介した2つのオルドナンスを含む一連の施策が功を奏したか、フラ ンスの昨年の企業倒産件数は、かえって前年比約40%ものマイナスとなった©。 ただ、政府の支援が続かない限り、2021年は反動で倒産件数が激増するおそれが あるとも懸念されている。COVID-19の脅威がいつ去るかは現時点ではまだ見通 せないが、我が国よりもさらに深いダメージを負っているフランスが、今後どの ように経済への悪影響を食い止めていくかが注目される。

#### [注]

- (1) 世界保健機関(WHO)によれば、本稿執筆の時点でフランスにおける COVID-19の累計感染者数は約400万人であり、これは米国・ブラジル・イン ド・ロシア・英国に次ぐ6番目の多さである。また、累計死者数は約9万人で あり、これは米国・ブラジル・メキシコ・インド・英国・イタリア・ロシアに 次いで世界で8番目に多い (https://covid19.who.int/table [2021年3月17日閲 覧门。
- (2) 昨年度の本欄では、フランスにおける担保法の再改正作業について紹介した (拙稿「担保法の再改正に向けた動き | 金融法研究36号170頁以下)。授権法に より、この担保法改正は2021年5月までに行われなければならないとされてお り、2020年12月18日、司法省はオルドナンス草案を公表して2021年1月31日ま でパブリックコメントを募った。最終的な改正担保法の内容は、来年度の本欄 で紹介したいと考えている。
- (3) 1回目は2020年3月17日から5月11日まで、2回目は同年10月30日から12月 15日までそれぞれ実施された。
- (4) 2020年のフランスの国内総生産は速報ベースで前年比マイナス8.3%と公表

されており、これは1950年以降で最大の下落である(https://www.insee.fr/fr/statistiques/5018361〔2021年3月17日閲覧〕)。

- (5) この制度は、2020年3月23日付のアレテ(Arrêté du 23 mars 2020 accordant la garantie de l'Etat aux établissements de crédit et sociétés de financement, ainsi qu'aux prêteurs mentionnés à l'article L. 548-1 du code monétaire et financier, en application de l'article 6 de la loi n° 2020-289 du 23 mars 2020 de finances rectificative pour 2020)によって導入されたものである。この政府保証に係る借入れは、原則として売上高の3カ月分を上限とし、初年度据置後に最大5年間での分割返済が可能とされる。政府による保証は融資額の70~90%について付され、残額についての貸倒れリスクは融資金融機関が負担することとされている。
- (6) LOI n° 2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19.
- (7) 衛生緊急事態の期間は、当初は2020年3月24日から2カ月の予定だったが、その後同年7月10日まで延長された。また、秋以降の第2波の感染拡大を受け、同年10月17日を始期とする衛生緊急事態が再度宣言されている(本稿執筆時点では2021年6月1日まで)。
- (8) Ordonnance n° 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période.
- (9) 当初,「法的に保護される期間」は,衛生緊急事態の期間(2カ月)に1カ月を加えたものとされていた。その後,衛生緊急事態の期間が2020年7月まで延長される一方で,ロックダウンは同年5月11日に終了して経済活動が再開されることになったため,「法的に保護される期間」の終期を衛生緊急事態の延長に併せて繰り延べることはせず,同年6月23日を終期として確定した(同年5月13日のオルドナンス(2020-560号)による改正)。
- (10) V. Circulaire n° CIV/01/20, 26 mars 2020, NOR: JUSC2008608C, p.6.
- (11) ただし、契約で法定とは異なる時効期間が定められた場合などのように、法律・行政立法によって定められた期限と契約によって定められた期限との区別が困難な場合もあり得るとの指摘もある(O. Deshayes, La prorogation des délais en période de Covid-19: quels effets sur les contrats?, D.2020.833)。

- (12) ただし、この場合も一定の保護が与えられる場合がある(本文**2**(2)参照)。 また、時効の停止の規定(民法典2234条)や不可抗力の規定(民法典1218条) などの一般法の適用があり得ることは別論である(Circulaire n° CIV/01/20. 26 mars 2020, p.6)
- (13) V. Circulaire n° CIV/03/20, 30 mars 2020, NOR: IUSC2008794C, p.6.
- (14) 当初は、この猶予期間は「法的に保護される期間」の終了時から一律1カ月 が経過するまでとされていたが、2020年4月15日のオルドナンス(2020-427 号)によって本文記載のとおりに改められた。
- (15) これは2020年4月15日のオルドナンス(2020-427号)により追加された規律 である。
- (16) V. Rapport au Président de la République relatif à l'ordonnance n° 2020-427 du 15 avril 2020 portant diverses dispositions en matière de délais pour faire face à l'épidémie de covid-19.
- (17) したがって、履行期を徒過すれば「法的に保護される期間」中であっても債 権者は債務者を遅滞に付し、強制執行の申立て、裁判上の解除の請求、損害賠 償の請求などを行うことができる。もっとも、債務の不履行が不可抗力による ものと解される場合は履行が猶予され(民法典1218条2項),債権者はこれら の手段を取ることができない (Deshaves, supra note (11), p.834 et s.)。
- (18) Ordonnance n° 2020-341 du 27 mars 2020 portant adaptation des règles relatives aux difficultés des entreprises et des exploitations agricoles à l'urgence sanitaire et modifiant certaines dispositions de procédure pénale.
- (19) この期間も当初は「衛生緊急事態の終期から3カ月を経過するまで」とされ ていたが、2020年5月20日のオルドナンス(2020-596号)により同年8月23日 に固定された。なお、この5月20日のオルドナンスでも倒産法制に係る特則が 多数設けられているが、紙幅の関係もあり本稿では取り扱わない。
- 20 支払停止にある場合には、債務者は再建手続または清算手続の開始を申し立 てなければならず、保護手続の申立ては認められない。他方、調停手続は支払 停止後も可能だが、これは支払停止から45日以内に開始されなければならない。 フランスの各種倒産手続の概要については、杉本和士「フランスにおける物的 担保法制と倒産法制の関係」池田真朗ほか編『動産債権担保―比較法のマトリ クス』239頁以下(商事法務, 2015年)が詳細である。

- 94 金融法研究 · 第37号
- (21) この概念については、杉本・前掲注(20)246頁以下参照。
- 22) G.Teboul, L'adaptation du droit des entreprises en difficulté à la crise du coronavirus, D.2020.785.
- 23) これも当初は「衛生緊急事態の期間 (2カ月) プラス 3 カ月」であったが、2020年 5 月20日のオルドナンス (2020-596号) で「5カ月」に変更された。
- (24) Circulaire n° CIV/03/20, 30 mars 2020, p.9.
- (25) フランス国立統計経済研究所 (INSEE) によれば、2019年の企業倒産件数 は約5万2000件であったのに対し、2020年は約3万1000件に減少した (https://www.insee.fr/fr/statistiques/2015359 [2021年3月17日閲覧] よりダウンロード可能な Excel ファイルから算出した)。

## 〔総会記録〕

2020年10月18日(日)

## 1 前回総会以降の学会運営に関する件

神作理事長より、本総会をオンラインで開催することが説明された。

## 2 学会経理に関する件

(1) 2019年度会計について (第1号議案)

森下常務理事より、「2019年度会計報告」に基づき、2019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、「2019年度会計報告」について適正 である旨の監査証明書を受領していることを説明した後に2019年度会計の承認を 求めたところ、異議なく承認された。

(2) 2020年度予算について (第2号議案)

森下常務理事より、「2020年度予算案」に基づき、2020年度予算について報告がなされた。

神作理事長が2020年度予算の承認を求めたところ、異議なく承認された。

## 3 理事・監事改選に関する件(第3号議案)

神作理事長より, 学会規約11条に基づき, 本大会の終了時に全ての理事と監事の任期が満了することが説明された。その後, 神作理事長から, 現理事のうち, 退任の申出がなされた4名(鎌田薫, 河上正二, 神作裕之, 三上徹)を除く, 21名(青木哲, 池田眞朗, 伊藤進, 井上聡, 沖野眞已, 片山直也, 加藤貴仁, 木南敦, 木村仁, 黒沼悦郎, 小出篤, 佐久間毅, 佐藤正謙, 潮見佳男, 瀬川信久, 中原利明, 野澤正充, 松井秀征, 松尾健一, 松本恒雄, 森下哲朗)および現監事(川口恭弘, 小杉丈夫)の再任と, 新理事候補者3氏(古積健三, 白井正和, 白石大)の新任が提案され, 承認された。

#### 4 2021年度(第38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、2021年度の金融法学会大会は2021年10月17日(日)に東京大学伊藤国際学術研究センター伊藤謝恩ホール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、2021年度大会のシンポジウムのテーマとしては、本年度予定されていた森田修氏を中心とするシンポジウムを予定し、その他については理事

会と常務理事会で現在検討中であることが報告された。

## 5 理事長退任挨拶・新理事長選任報告

神作理事長より、退任挨拶がされた。

引き続き神作理事長より,新理事と新監事が総会で選任されることを条件として開催された新理事による理事会によって,潮見理事が新理事長に選任されたことが報告された。

## 6 顧問委嘱に関する件など

潮見新理事長より、学会規約14条の2第2文に基づき、退任する神作理事長に 顧問を委嘱することが提案され、承認された。

引き続き、潮見新理事長より、新理事と新監事が総会で選任されることを条件として開催された新理事による理事会において、新執行部案(潮見佳男理事長、沖野眞已常務理事、加藤貴仁常務理事、森下哲朗常務理事、松元暢子幹事、和田勝行幹事)が承認されたことが報告された。

## 学 会 記 事

## 1 2020年度大会

2020年10月18日(日)午前10時より、オンラインにて、金融法学会第37回大会が開催された。

○個別報告(10時5分~11時40分)

「LIBOR の廃止に伴う契約上の諸問題 |

司会: 道垣内弘人

報告:森下国彦

○会員総会(13時15分~13時40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、2019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。

2020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。

また、神作理事長より、現理事のうち、退任の申出がなされた4名(鎌田薫、河上正二、神作裕之、三上徹)を除く、21名(青木哲、池田眞朗、伊藤進、井上聡、沖野眞已、片山直也、加藤貴仁、木南敦、木村仁、黒沼悦郎、小出篤、佐久間毅、佐藤正謙、潮見佳男、瀬川信久、中原利明、野澤正充、松井秀征、松尾健一、松本恒雄、森下哲朗)および現監事(川口恭弘、小杉丈夫)の再任と、新理事候補者3氏(古積健三郎、白井正和、白石大)の新任が提案され、承認された。

神作理事長より、退任の挨拶がされた。また、神作理事長より、新理事と新監事が総会で選任されることを条件として開催された新理事による理事会によって、 潮見理事が新理事長に選任されたことが報告された。

続いて、潮見新理事長より、学会規約14条の2第2文に基づき、退任する神作 理事長を顧問に委嘱することが提案され、承認された。

引き続き、潮見新理事長より、新理事と新監事が総会で選任されることを条件として開催された新理事による理事会において、新執行部案(潮見佳男理事長、沖野眞已常務理事、加藤貴仁常務理事、森下哲朗常務理事、松元暢子幹事、和田勝行幹事)が承認されたことが報告された。

## 2 2021年度大会

神作理事長より、2021年度の金融法学会大会は2021年10月17日(日)に東京大学伊藤国際学術研究センター伊藤謝恩ホールで開催することが報告された。

# 2019年度会計報告 (2019.4.1~2020.3.31)

2020年10月18日

金融法学会

## 収支計算書

(単位;円)

			(-1-122,13)
	会費 3,143,000 利子 878	通常会員 5000×480名(過入金含) 賛助会員	2,403,000 740,000
収入	雑収入 202,831	第36回大会聴講料 2000×80名 金融法研究販売 1833×7冊 金融法研究掲載広告料 出版者著作権管理機構分配料	160,000 12,831 30,000
0		出版者著作権管理機構分配料	00,000
部	(小計) 3,346,709		
引)	基本財産取崩し 0		
	前年度繰越し 10,039,943		
	計 13,386,652		
支入の対	1 大会費 999,200 2 地区部会費 0 3 学会運営費 149,318 4 事務費 621,313	研究費(金融法研究35号原稿料) 海外金融法の動向 36回大会速記料 36回大会会場費 報告準備費(36回・37回) 理事会・常務理事会等 業務委託費 印信費 ウェブサイト運営費 雑費	150,000 79,200 0 770,000 149,318 100,000 34,020 152,139 323,740 11,414
部	5 雑誌費 1,536,000 6 郵便振込手数料 69,682 7 基本財産組入れ 0	←(金融法研究35号、金融判例研究29号)	11,414
	(小計) 3,375,513		
	次年度繰越し 10,011,139		
	計 13,386,652		

## 財産目録

運用財産	銀行預金 郵便貯金 現金 計	3,874,272 6,381,008 0 10,255,280
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 3. 本会の品位を汚すなどの事由に る。
- 第4条 本会は、前条の目的を達する ため、次の事業を行う。
  - 1. 研究発表会の開催
  - 2. 機関誌の発行
  - 3. その他理事会において適当と認 めた事業

## 第3章 会員

- 第5条 本会の会員は、次のいずれか に該当する者で、理事会の承認を得 た者とする。
  - 1. 通常会員は、金融法の研究に寄 与できる者で会員2名以上の推薦 した者

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
  - より、理事会において退会をやむ をえないと認めたとき

## 第4章 機 関

- 第9条 本会に、次の役員をおく。
  - 1. 理事 若干名 内1名を理事長 とする。
    - 2. 監事 若干名
- 第10条 理事および監事は、総会に おいて選任する。

理事長は、理事会において互選す る。

第11条 理事および監事の任期は. 3年とする。ただし、再任を妨げな い。他の役員の任期の中途で就任し 2. 賛助会員は、本会の事業に賛助 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 員の3分の2以上の賛成を得なけ 理事若干名を選任し、これに常務の ば、これを行うことができない。 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