

目次

〈個別報告〉

所有権留保と倒産手続	3
------------------	---

〈司会〉安永 正昭

〈報告〉印藤 弘二

質疑応答	24
------------	----

〈シンポジウム〉

デリバティブ取引の現状と課題	33
----------------------	----

〈司会〉岩原 紳作

〈報告〉森下 哲朗

本杉 明義

和仁 亮裕

神作 裕之

報告1 デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方 森下 哲朗.....	35
---------------------------------------	----

報告2 金融 ADR の現状と今後の課題	
----------------------	--

—為替デリバティブ取引の問題点を踏まえて— ...本杉 明義.....	44
-------------------------------------	----

報告3 デリバティブ取引と紛争解決	和仁 亮裕..... 54
-------------------------	---------------

報告4 金商法におけるインフラ整備	
-------------------	--

—清算集中および電子取引基盤を中心として— ...神作 裕之.....	67
-------------------------------------	----

質疑応答	76
------------	----

海外金融法の動向

アメリカ	小出 篤.....105
------------	--------------

イングランド	山下 純司.....115
--------------	---------------

ドイツ	松井 秀征.....123
-----------	---------------

フランス	平野 裕之.....131
------------	---------------

総会記録	146
学会記事	148
金融法学会規約	150
法人賛助会員	152

《個別報告》

所有権留保と倒産手続

報 告	5
質 疑 応 答	24

司会 安 永 正 昭（同志社大学教授）

報告 印 藤 弘 二（弁護士）

発言者（発言順）

道垣内弘人（東京大学教授）／小林明彦（弁護士）／田高寛
貴（慶応義塾大学教授）／遠藤元一（弁護士）／石口修（愛知
大学大学院教授）

※ 本文中の「レジュメ〇頁」「大会資料〇頁」などは、当日
に配付した大会資料の通し頁番号を指します。

はじめに

安永司会 それでは、午前、個別報告ということで11時30分までの時間をいただき、弁護士の印藤弘二さんに、「所有権留保と倒産手続」というテーマで報告をいただきます。報告時間は約1時間です。その後で質疑応答をお願いしますが、整理のため簡単に質問の趣旨を書いたペーパーの提出をお願いできれば幸いです。では、印藤さんよろしく申し上げます。

報 告

所有権留保と倒産手続

弁護士 印 藤 弘 二

1 はじめに

弁護士の印藤でございます。本日は、このような報告の機会を与您にいただき、心より感謝申し上げます。

本報告では、倒産手続における所有権留保の取扱いに関し、近時実務上重要と考える3つの問題を取り上げます。第1に、倒産手続において所有権留保を主張するために対抗要件は必要かとの問題です。第2に、買主に倒産手続が開始された場合において、所有権留保売買には倒産法上の双方未履行双務契約に関する規律の適用があるかとの問題です。第3に、所有権留保は民事再生法上の担保権実行中止命令の対象となるか、発令対象となる場合その時間的限界はいつまでかとの問題です。非典型担保に対する実行中止命令の類推適用の在り方いかんは、倒産に携わる実務家のなかでも、今大変ホットな話題となっています。本日は、所有権留保に的を絞った形になりますが、この論点にも言及したいと思います。

さて、本日の議論の前提として、2つのことを確認しておきたいと思ひます。

(1) 所有権留保の種類

第1に所有権留保の種類です。所有権留保には売主と買主の二当事者間取引で売主が所有権を留保する種類と、売主以外の第三者、例えば信販契約に基づき売買代金の立替払いをした信販会社などが所有権を留保する種類とがあります。以下では、二当事者間取引の種類を「売主所有権留保」といい、売主以外の第三者が所有権留保する種類を「第三者所有権留保」といひます。本日の報告ではこの双方の種類を意識して検討をしまひたいと考えています。

なお、所有権留保のほとんどは動産取引で利用されていますから、以下では目的物に動産を想定して議論を進めます。

(2) 議論の前提とする判例理論

第2に、前提とする判例理論です。まず、所有権留保の権利者が有する権利、

以下では「留保所有権」ともいいますが、これが取戻権か、それとも別除権ないし更生担保権かとの議論について、最二小判平22.6.4(民集64巻4号1107頁)が通説・実務に沿ってこれを別除権と明言しています。この判決を以下では「平成22年判決」といいます。次に、買主に倒産手続開始の申立てがあったことを所有権留保売買の解除原因とする特約、すなわち「倒産解除特約」の有効性についてです。最高裁は最三小判昭57.3.30(民集36巻3号484頁)で、更生手続において所有権留保の当該特約を無効としていましたが、最三小判平20.12.16(民集62巻10号2561頁)で、再生手続においてファイナンス・リースの当該特約を無効としました。この判決を以下では「平成20年判決」といいますが、その射程は所有権留保にも及ぶと考えます。

したがって、留保所有権は取戻権ではなく別除権であること、また再生・更生手続において所有権留保に関する倒産解除特約は無効であること、この2つの判例理論を所与の前提として議論を進めます。

2 対抗要件の要否

それでは最初の論点、倒産手続において所有権留保を主張するため対抗要件は必要かとの問題です。

(1) 従来議論等

a 倒産実務での問題意識

この論点に関して、平成22年判決は再生手続において自動車の第三者所有権留保が問題となった事案で、当該留保所有権を別除権として行使するには、手続開始時点で自動車の登録名義を具備していることが必要であるとしました。

この判決まで、倒産手続における所有権留保の主張に対抗要件は必要かとの点を正面から採り上げた公表裁判例はなかったようですが、従来から倒産実務では主に自動車の所有権留保との関係で意識されていました。むしろ、以前は主に破産手続において、売買代金を立替払いした信販会社が自動車に第三者所有権留保の設定を受けている場合、破産手続開始時には登録名義が販売店のままであってもその別除権を認める取扱いが多かったと思われます。

ところが、平成22年判決はこのような取扱いを否定しました。

b 平時実体法上の議論

さて、従来倒産手続開始をとくに想定しない平時の実体法の分野では、主に所

有権留保に関する法律構成との関係において、所有権留保に対抗要件は必要か否かとの議論がありました。この議論では物権変動がないから対抗要件は必要がないとする見解と、その物権変動を認めて対抗要件を必要とする見解とがあります。それぞれを、以下「物権変動否定説」、「物権変動肯定説」といいますが、否定説が通説的だと理解しています。肯定説では通常の動産であれば留保買主から留保売主への占有改定が対抗要件とされ、自動車であれば留保売主の所有者登録が念頭に置かれていると考えられます。

c 平成22年判決

ところが、平成22年判決は倒産時に自動車の所有権留保を別除権として行使するには登録名義が必要との結論を採りました。平時に対抗要件は不要との通説的立場との関係はどのように理解すべきでしょうか。

(2) 検討

a 問題意識

私の問題意識は所有権留保の主張について、第1に平時に対抗要件は必要か、第2に倒産時に対抗要件は必要か、第3に仮に平時と倒産時とで対抗要件の要否につき結論が異なるならば、その違いはどのように理由付けるべきかといった点です。

b 検討方法

これらの問題を検討するにあたって、まず、物権変動肯定説と否定説とではどちらが妥当な帰結を導くかを見ていきたいと思います。

そして、倒産は包括執行としての性格を有すると一般に言われますから、平時と倒産時とを比較するのなら、平時に関しては個別執行の場面を想定することが理解しやすいと考えます。留保買主が占有する所有権留保の目的動産をその債権者が差し押さえた場合、留保売主は第三者異議の訴えを提起して執行を排除できるとされています。したがって、平時と倒産時とを対照するときには、動産差押えは倒産手続開始に、差押債権者は管財人等に、第三者異議は別除権行使にそれぞれ対応すると見ることになります。なお、再生債務者は差押債権者類似の第三者的地位を獲得するといわれていますから、「管財人等」という用語はそのような再生債務者を含む意味で用います。

また、目的物が自動車の場合と通常の動産の場合とでは、留保所有権の実際の公示手段やその公示力に大きな違いがありますから、それぞれ場合を分けて検討

することにします。

c 自動車の所有権留保

まず、自動車についてです。当日配布資料の表②を参照ください。自動車の所有権留保では通常留保買主には登録名義がありません。登録名義は売主所有権留保であれば留保売主に、第三者所有権留保であれば留保売主かあるいは信販会社等の第三者に、それぞれ留保されるのが通常だからです。

(a) 平時の自動車執行

留保買主に登録名義のない通常の場合、その一般債権者の申立てによる対象自動車の差押えはそもそも開始されません。自動車に対する強制執行には、自動車登録ファイル記録事項の証明文書が必要だからです。つまり、平時において通常はそもそも留保所有権者が第三者異議を主張しなければならない事態は生じません。したがって、その主張に登録名義が必要かといった問題も生じません。

しかし、例外的ケースとして留保買主に登録名義が移転されてしまっていると当該自動車に差押えが開始されます。この場合、物権変動否定説では所有権留保に対抗要件は不要ですから、登録名義のない留保所有権者にも第三者異議の訴えが認められます。ただし、差押債権者が所有権留保のあることに善意なら、民法94条2項の類推によって保護が与えられ、第三者異議は否定されることになるでしょう。これに対し、物権変動肯定説では所有権留保に対抗要件が必要となりますから、登録名義のない留保売主はその留保所有権を差押債権者に主張できないこととなります。換言すると、差押債権者はたとえ悪意であっても留保売主に優先します。その保護として過剰ではないでしょうか。

つまり、自動車の所有権留保に関する平時の取扱いでは、まず、留保買主が登録名義を取得していない通常の場合には、物権変動肯定説と否定説を適用する場面がそもそも生じません。そして、留保買主が登録名義を既に取得してしまっている例外的な状況では、物権変動否定説に立って所有権留保に対抗要件は不要とするほうが妥当な結論が得られると考えられます。

(b) 留保買主の倒産時

一方、留保買主の倒産時ではどうでしょうか。たとえ留保買主に登録名義がなくとも、対象自動車に差押えが開始されたのと類似の効果が及びます。つまり、平時には想定されない倒産時固有の現象が生じます。

ア 売主所有権留保

当日配布資料の表⑩を参照ください。まず、売主所有権留保の場合を検討します。

留保売主に登録名義が留保された通常の場合では、物権変動否定説なら当然別除権を主張できます。物権変動肯定説でも対抗要件がありますから、別除権を主張できます。両説で結論に差異は生じません。

それでは留保買主に登録名義が移転されている、例外的な場合はどうでしょうか。物権変動否定説の立場では別除権行使に対抗要件は不要のはずで、留保売主は登録名義がなくても別除権行使ができるのではないのでしょうか。

そうすると管財人等がその行使を否定するには、民法94条2項類推による保護の主張をすることになります。その場合、善意・悪意は倒産債権者中に1人でも善意者がいるか否かによるとするのが一般的な見解です。しかし、たとえ善意の者は1人でよいとしても、管財人等は善意の倒産債権者の存在を立証する必要があります。そのような善意の倒産債権者を探索すること自体が管財人等には負担です。実際には、倒産債権者全員が当該自動車の存在すら知らないといった場合も多いのではないのでしょうか。ところが、そのような場合、管財人等は民法94条2項類推による保護を受けることはできず、別除権行使が認められてしまいます。

この帰結は妥当でないように思えます。倒産手続では信用が極度に収縮した状況で、限られた責任財産から倒産債権への割合的分配がなされ、分配されない部分は原則として免責されてしまいます。留保売主は自動車の登録名義をただ自己に留め置くだけで、きわめて容易に、しかも強力にその留保所有権を公示できるにもかかわらず、あえてその公示をしていません。その結果、平時の自動車執行でも、もし差押債権者が善意なら留保所有権を主張できない状況を作り出しています。その地位は相当不安定なものなのです。この場合に、留保売主に別除権行使を認め、限られた責任財産から割合的弁済を受ける倒産債権者に優先して、弁済を受けるべき保護を与える必要は乏しいと考えます。したがってまず、売主所有権留保の場合について、留保買主に登録名義を移転した留保売主には別除権行使を認めるべきではありません。

この場合、留保売主への所有権留保の設定には留保買主を起点とする物権変動があると考えれば、留保売主と管財人等との間に対抗問題が発生します。よって、対抗要件としての登録名義を有しない留保売主には、別除権行使を認めないとの結論を導くことができます。

つまり、この場合には物権変動肯定説のほうが妥当な結論が得られることになります。

イ 第三者所有権留保

それでは第三者所有権留保の場合はどうでしょうか。

留保所有権を有する第三者、以下では「与信第三者」ともいうことにしますが、まず、このような第三者に登録名義が移転している場合、物権変動否定説ではそもそも対抗要件は不要のほずですから別除権を行使できます。物権変動肯定説でも留保所有権者は対抗要件である登録名義を有しているので別除権を行使できます。この場合に両説で結論に差異は生じません。

次に、既に留保買主に登録名義が移転されてしまっている例外的な場合です。物権変動否定説によると対抗要件は不要なのですから、原則として別除権行使は認められ、管財人等が善意の倒産債権者の存在を立証した場合にだけ別除権行使が否定されます。しかし、先ほど述べたようにその帰結は妥当でないと考えます。一方、物権変動肯定説によるならば、留保所有権者は対抗要件である登録名義を有していませんから別除権行使は許されません。この場合、物権変動肯定説のほうが妥当な帰結が得られます。

それでは、留保売主に登録名義が留保され、立替金支払済みの信販会社等の与信第三者には、名義移転がされていない場合はどうでしょうか。このように販売業者に登録名義を留保しておく実務は、与信第三者が自動車メーカー系のファイナンス会社である場合を中心にこれまで普通に行われてきたことのようにです。その背景事情として、ファイナンス会社への名義変更には当然そのためのコストが生じる一方で、購入者が立替金等を問題なく支払えばその名義変更は余分なこととなります。また、少なくとも個別執行の場面では留保買主には名義がないのですから、このままでも当該自動車は執行対象とならず、まして留保買主は勝手に処分ができません。

平成22年判決は、このような事案に関して、信販会社の留保所有権の主張を認めない判断を明らかにしました。これまで普通に行われてきた実務について、信販会社の留保所有権の別除権行使を否定したものであるだけに、取引界に与えたインパクトは大きいと考えます。このような事案では、対象の自動車が留保買主の倒産財団に属する外観はなく、平時では留保買主の一般債権者がこれを差し押さえることはできません。そうであるなら、倒産時においても与信第三者の別除

権行使を認めて差し支えないのではないかの考え方もあり得るでしょう。本判決の帰結については評価が分かれるだろうと思います。

さて、所有権留保に物権変動がないとする否定説からはそもそも対抗要件は不要のはずですから、信販会社に登録名義はなくても別除権を行使できるとの結論を導くのが素直と思われます。

それでは、物権変動肯定説からはどのような結論が導かれるのでしょうか。これは、問題となる第三者所有権留保の合意の解釈として、①与信第三者の取得する留保所有権は留保買主と与信第三者との間で直接設定されると考えるのか、それとも、②留保買主と留保売主との間で設定された留保所有権が留保売主から与信第三者へ移転すると考えるのかによって、結論に違いが生じると思われます。与信第三者が直接設定を受けるとの考え方を「直接設定構成」、いったん留保売主が設定を受けた留保所有権が、与信第三者へ移転すると考え方を「移転的構成」と呼ばせていただきます。

まず、直接設定構成なら、留保売主に登録名義が留保されたとしても、それによって公示されるべき権利は何も残っていないのですから、その登録名義は既に無効なものだと考えます。したがって、手続開始時には無効な登録名義しかなく、与信第三者の有する留保所有権は手続開始時よりもより、その設定時点から一度も対抗要件を具備していません。よって、別除権行使を認めることはできません。これは、たとえ手続開始後に与信第三者が留保売主から名義移転を受けても同じだと思います。

一方で、移転的構成ならば手続開始時に留保売主に登録名義がある限り、与信第三者の別除権を認めてよいと考えます。留保所有権の設定がひとたび対抗力を具備し、留保買主の一般財産から切り出されています。そうであれば、その後の留保所有権の帰属変更に関する対抗力は被担保債権の移転の対抗力によって決せられますが、たとえそれがなくとも留保所有権が留保買主の一般財産に復帰するものではないからです。

平成22年判決は当該事案において、信販会社の留保所有権を「販売会社から移転を受けて留保する所有権」と判示していますから、その判示部分だけに着目すると当該事案について移転的構成ないしそれに類する構成を採ったと解されなくもありません。しかし、同判決が破棄した原判決は、当該事案の三者間契約について販売会社が売買代金を担保するために留保した所有権が、信販会社が立替払

いをしたことによる法定代位により信販会社に移転したことを確認したものと判断して移転的構成ないしそれに類する立場を採ったのに対し、平成22年判決はこれを否定するにあたり、当該契約では売買代金の残金相当額にとどまらない、手数料等も含めた立替金等債権が被担保債権とされていることを理由に挙げています。したがって、平成22年判決は、むしろ当該事案について直接設定構成ないしそれに類する構成を採ったと理解されます。

d 一般の動産の所有権留保

次に、一般の動産の所有権留保について検討します。

(a) 平時の動産執行

平時において、所有権留保の対象である通常の動産に留保買主の一般債権者からの差押えがあった場合、物権変動否定説によれば対抗要件は不要であり、占有改定の有無を問わず留保所有者は第三者異議の訴えにより権利主張が認められます。これに対し、物権変動肯定説では留保買主から留保売主への占有改定が存するとみればよいとされます。したがって、一般の動産執行に対する第三者異議の場面では、自動車の場合とは異なり物権変動否定説と肯定説との間で実際上の結論の差異は生じないと思われま

しかし、留保買主がその債権者のため、流動集合動産譲渡担保を設定している場合には、両説で結論に違いが出ると思います。すなわち、譲渡担保設定後に留保買主が動産を所有権留保売主で購入した場合、仮に所有権留保に物権変動を認めますと、留保買主を起点に譲渡担保設定と留保所有権設定の対抗問題が発生してしまいます。判例理論によると、流動集合動産譲渡担保では当初の集合物になされた占有改定による対抗要件具備の効力が、その後、その構成部分に新たに加わった動産を包含する集合物にも及ぶとされますから、その場合譲渡担保権は所有権留保にも優先することになります。しかし、この結論は妥当とは思われません。

すなわち、動産の所有権留保に関する平時の取扱いにおいても、やはり、物権変動否定説が妥当な帰結を導くといえます。

(b) 留保買主の倒産時

次に、留保買主の倒産時を考えてみます。物権変動否定説からは、売主所有権留保であれ第三者所有権留保であれ別除権行使が認められるでしょう。他方、物権変動肯定説からは、留保売主あるいは与信第三者への占有改定が必要となりま

す。しかし、仮に占有改定を要求してもその存在は緩やかに認定されますから、倒産時には自動車の場合とは異なって、通常の動産の所有権留保では両説の間で実際上の結論の相違は生じないと思われま

e 私見

以上に述べましたように、平時においてはやはり所有権留保に物権変動はないとの立場が妥当と考えられます。

一方、倒産時についてみると、売主所有権留保であれ第三者所有権留保であれ、自動車の登録名義が買主に移転している場合には留保所有権者に別除権行使を認めるべきではないと考えます。この帰結は、所有権留保に物権変動を認める立場からは対抗要件がないからだと説明できますが、物権変動を認めない立場からはどのように説明するかが問題となります。

しかし、所有権留保の設定に物権変動が有るか無いかは、その評価をすべき場面が平時であっても倒産時であっても異なることはありません。したがって、私は所有権留保の設定に物権変動はないと考えます。留保買主の倒産時においても、留保買主を起点とする物権変動はないのですから、留保所有権者と管財人等との間に対抗問題は発生していないと考えます。

それでは、対抗問題が発生していないにもかかわらず、留保買主の倒産時に自動車の留保所有権に登録名義が要求されるのはなぜでしょうか。まず、所有権留保は担保としての実質を有するから別除権として扱うということの意味ですが、これは目的物が既に債務者の責任財産に帰属していることを認めることです。そうであるなら、別除権者は一般債権者に優先して権利行使できるにふさわしい公示方法を備えておくべきだと考えます。それでは、一般債権者に優先するにふさわしい公示方法とは何か。それは、平時において所有権留保の設定につき、善意の債権者からの差押えをも排除できるものでなくてはならないと思います。したがって、自動車の所有権留保においては登録名義を有しておくことが必要と考えるのです。

平成22年判決が示した一般論、すなわち「再生手続が開始した場合において再生債務者の財産について特定の担保権を有する者の別除権の行使が認められるためには、個別の権利行使が禁止される一般債権者と再生手続によらないで別除権を行使することができる債権者との衡平を図るなどの趣旨から、原則として再生手続開始の時点で当該特定の担保につき登記、登録等を具備している必要がある」

との判示部分は、「平時において、善意の債権者からの差押えをも免れ得る公示方法」を具備しておく必要があるとの意味に解したいと思います。

そのような公示方法というのは、物権変動のある担保権設定においては、まさに当該物権変動の対抗要件そのものです。しかし、所有権留保は物権変動のない担保権設定ですからその対抗要件は観念できません。したがって、留保買主の倒産手続開始時において自動車の留保所有権者の別除権行使に所有者としての登録の具備が必要であるというのは、対抗要件として要求されるのではなくこれに関する限り、「権利保護要件」ないし「権利行使要件」として要求されるのだとの表現が適切であると考えます。

それでは、次に、通常の動産に対する留保所有権を別除権として行使する場合、占有改定は必要でしょうか。たとえ占有改定が必要でも緩やかに認定されますから、実際上の結論に影響は生じない問題であり理論的なお話にとどまるものと思われま

さて、この場合「平時において、所有権留保の設定につき善意の債権者からの差押えをも免れ得る公示方法」とは何か。そのようなものはありません。通常の動産の留保所有権は、そもそも何らの公示方法を取らずに、善意の債権者からの差押えをも免れ得るからです。したがって、その別除権の主張には、占有改定は必要ないと考えます。大会資料の私の論文（金融法務事情1951号67頁）では占有改定が必要とするほうが一貫すると述べたのですが、この点は改めたいと思います。

3 未履行双務契約ルールの適用の有無

(1) 議論の前提の整理

a 結論の相違

次に、留保買主に倒産手続が開始された場合において、所有権留保売買に倒産法上の双方未履行双務契約に関する規律の適用はあるかとの論点に入ります。以下、未履行双務契約ルールともいいます。

管財人等が目的物を必要とする場合、当該ルールの適用肯定説によれば履行選択が必要となり、被担保債権は全額共益債権ないし財団債権となります。適用否定説によれば、更生手続では目的物の時価部分が更生担保権、その余は更生債権となり管財人に有利です。再生手続および破産手続では別除権行使は否定されま

せんが、それでも別除権協定や担保権消滅手続により被担保債権の一部を再生債権ないし破産債権に確定させる余地が生まれます。やはり適用否定説のほうが管財人等にとって有利です。

b 学説等

さて、登記・登録を要しない通常の動産が目的物の場合には、未履行双務契約ルールの適用はないとするのが通説であり実務です。しかし、登録名義の留保された自動車の所有権留保売買については、学説・下級審裁判例ともに適用肯定説と否定説に分かれます。そこで、以下では登録名義の留保された自動車の所有権留保に的を絞って、議論をしたいと思います。

(2) 検討

a 場面設定

ところで、第三者所有権留保の自動車売買において、売買代金が与信第三者の立替払いにより完済されているものについては当該売買は留保買主の義務が履行済ですから、未履行双務契約ルールの適用は問題とならないと考えております。そこで以下では、売主所有権留保の自動車売買を念頭において議論をいたします。

もっとも、田高寛貴教授が最近のご論文（金融法務事情1950号58頁）で、留保売主が自動車の登録名義を留保する、このような第三者所有権留保の場合にも未履行双務契約ルールの適用を認める見解を明らかにされています。この点も重要な問題ですが、次に述べます私の立場は、登録名義の留保された所有権留保売買にも未履行双務契約ルールの適用はないというものです。よって、仮に第三者所有権留保の設定された自動車売買が形式上双方未履行状態にあると解しても、私の立場では当該ルールの適用がないとの結論は同じです。したがって、この点にはこれ以上立ち入りません。

b 学説等

さて、未履行双務契約の適用肯定説の代表的な論者はその理由付けとして、①1個の双務契約から生じた債権債務がともに存続するのに、何故この場合にだけ未履行双務契約ルールの適用が否定されるのかにつき納得のいく理由付けが与えられない、あるいは②割賦売買ではない通常の売買では、未履行双務契約ルールが適用されることとの権衡を失すると主張されます。

一方、適用否定説からは、①売主に残る登記・登録は「所有権留保」という担保権を公示するものに変容し、代金完済後にその移転義務を負うのは売主として

ではなく、「所有権留保」という担保権者としての担保権の公示の抹消義務である、あるいは②売主が登記・登録を留保していても、それはいったん買主に所有権が移転した後、担保目的で再び売主に所有権を移転するという行為をしているに等しく、売買契約の債務内容としての対抗要件移転を終了していると説明されます。

c 未履行双務契約ルールの趣旨

倒産法の条文文言からは、なるほど適用肯定説が穏当であり、適用否定説は文言から離れます。しかし、未履行双務契約ルールの趣旨からは適用肯定説が必然なのでしょうか。

未履行双務契約ルールの制度趣旨の理解には学説上様々な見解がありますが、最高裁は請負人の破産の事案に関する最一小判昭62.11.26(民集41巻8号1585頁)でその制度趣旨につき、破産管財人に選択権を認めることを通じた破産財団の利益保護と双務契約上の対価関係の維持を基礎とした相手方の保護とを図るものとする判示をしています。

ここに、管財人等の選択権を認めることについては、適用否定説でもほぼ同様の帰結を得ることができます。すなわち、自動車が不要なら留保売主の引揚げに応じればよく、自動車が必要なら少なくとも残代金全額を支払えば解除を免れるからです。したがって、両説の帰結が分岐するのは、管財人等の側で対象自動車の所有権確保を求める場合に、その時価を超える残代金債権についてまで共益債権ないし財団債権として留保売主が保護されるか否かです。問題はそこまでの保護の必要があるかという点です。

適用肯定説も所有権留保が担保権の実質を有し、それが別除権であることを否定するものではないと思われますが、自動車の所有権留保売買の場合に未履行双務契約ルールを適用すると、留保売主に別除権者としての地位を超える保護が与えられます。登録名義が留保されていることを根拠に、自動車の所有権留保売買につき、その別除権性が事実上否定される結果が妥当とは思われません。しかし、それでは適用肯定説の主張する根拠に対してどのように応えることができるでしょうか。

私の理解するところ、適用肯定説から否定説への問題提起は、①倒産法条文の文言から、あえて離れた解釈を正当化する根拠はあるか、②所有権留保特約のない自動車売買なら未履行双務契約ルールが適用され売主にその保護が与えられるのに、当該特約を付せばその適用が否定されて、かえって売主の保護レベルが低

下することは矛盾ではないかとの2点と考えます。

d 私見

この問題提起に対する私の考えは、次のようなものです。

まず第1に、登録名義はあくまで所有権の公示手段であり対抗要件であって、所有権と離れて独立の価値を持つものではありません。留保所有権が既に完全な所有権ではなく、担保目的に制限されている以上、売主に留保された登録名義についてもその価値は担保の公示手段に制限されるべきです。したがって、登録名義の留保により留保売主が形式上は未履行双務契約の当事者の地位にあっても、その根拠となるべき未履行の登録名義移転義務の実質が既に担保権の公示手段の抹消義務に変容していることに応じ、その地位に与えるべき保護が制限を受けることを正当化できると考えます。

第2に、所有権留保特約を付さない売主は自己の登録名義に担保権の公示手段としての実質を与えたことにはないのですから、本来の未履行双務契約の当事者としての保護を受けてよいと考えます。一方で、所有権留保売買の留保売主は自己の登録名義に対し完全な所有権の公示手段から踏み出して、担保の公示手段としての実質を与える選択をしたのですから、倒産手続において未履行双務契約の当事者としての保護に制限を受ける契機が生まれると考えます。

以上のように考えることで、私は自動車の所有権留保売買に未履行双務契約の適用はないと解します。

4 担保権実行中止命令の適用

(1) 別除権性を認める意義

それでは最後のテーマ、民事再生法上の担保権実行中止命令の類推適用に関する論点に入りたいと思います。以下、単に「中止命令」ともいいます。ところで、その検討に先立ってなぜこの論点を取り上げるかを述べたいと思います。

先ほどまで、所有権留保の別除権性を背景に登録名義が必要とされることや、未履行双務契約ルール適用がないことを論じてきました。その結果、取戻権構成よりも別除権構成のほうが総じて管財人等の側に有利な結論が導かれました。しかし、清算型手続である破産手続では別除権の行使は原則として手続の拘束を受けず、例外的な制約である担保権消滅手続も要は有利な換価を実現するための手段です。したがって結局のところ、取戻権構成よりも別除権構成のほうが破産

財団の増殖に有利であるというにとどまります。一方、再建型手続である更生・再生手続では、事業等の再生のため目的物を確保する必要性が生じます。したがって、留保所有権を取戻権ではなく更生担保権ないし別除権として扱う意義は、破産手続よりも更生・再生手続においてこそ格段に大きいといえます。

しかしながら、更生・再生の両手続の間でもその意義にはなお大きな開きがあります。更生手続では更生担保権として担保実行が全面的に拘束されますから、取戻権として扱う場合と対比して事業の維持更生に与える効果は絶大です。これに対し、再生手続では別除権の行使は原則として拘束されず、その目的物が事業再生に必要な場合に担保権実行中止命令や担保権消滅手続の制約を受けるにとどまります。換言すれば、たとえ所有権留保に別除権性を認めても、これら手続の実用性が確保できなければその意義は大きく減殺されてしまうわけです。何のために別除権性の議論をしているのかといったことになりかねません。そこで、民事再生法上の中止命令の類推適用について論じたいと考えた次第です。

したがってまた、所有権留保への中止命令の類推適用に関する規範を定立する上で重要な考慮事項は、その実用性の確保ということになります。もちろん、それによって簡易迅速な私的実行を可能とする所有権留保の機能が定型的に阻害されるものであってはなりません。しかし、そのような弊害のない規範が定立できれば、留保所有権者の利益と再生債務者の背後にある再生債権者一般の利益との適切な調整は、民事再生法31条1項所定の具体的発令要件である、「再生債権者の一般の利益に適合し、かつ、競売申立人に不当な損害を及ぼすおそれがないもの」か否かの判断によってこれを図ることができると考えます。

(2) 中止命令の類推適用に関する議論

さて、中止命令を定める民事再生法31条は条文上典型担保を対象としており、非典型担保に類推適用が認められるかにつき議論の余地はあるものの、一般論レベルではこれを肯定するのが学説・実務の趨勢です。中止命令の制度趣旨は、債務者の事業再生等に必要な資産が担保実行により失われ、債権者一般の利益に反する可能性があることから、別除権協定のため交渉の時間的猶予を与えることにあります。この趣旨は所有権留保を含む非典型担保にも等しく妥当します。私も同様に考えますので、以下では所有権留保に中止命令の類推適用があることを前提に議論を進めます。

そして、近時の議論は、非典型担保への中止命令の類推適用を肯定した上で、

その実用性をいかに確保するか、その重心が移っているといえます。

例えば、ファイナンス・リースでは、学説上は契約解除等により完全な所有権がリース業者に帰属した時点で担保権の実行は既に完了し、あとは取戻権の問題が残るにすぎないとの見解が有力です。裁判例でもファイナンス・リースに対する担保権消滅請求の事例で、解除通知により実行は完了するとしたものがあります。しかし、契約解除等の意思表示だけで担保権の実行が完了するとすれば、中止命令の実用性は大きく減殺されます。なぜなら、再生手続開始の申立てがあれば担保権者は速やかに解除等の実行通知を行うことが多いといえます。平成20年判決により倒産解除特約自体は無効であるとしても、債務不履行を原因とする解除の効力までが直ちに無効とはいえません。また、解除等の実行通知前にも中止命令の発令可能性があることを前提に、その申立てをしてもその発令には担保権者の意見聴取を経るため密行性は確保できません。それを契機として発令前に解除等の実行通知がなされる危険が拭えないわけです。

そこで近時は、主にファイナンス・リースを念頭に解除自体を制限するアプローチ、あるいは担保実行終了時期を問題とするアプローチから中止命令の実用性を確保する議論がなされています。それぞれを以下では「解除制限アプローチ」、「終了時アプローチ」と呼ぶことにします。

さて、「解除制限アプローチ」には、①端的に再生手続開始後2カ月程度の一定の期間は解除の効果が否定されるとする見解や、②無催告解除特約を無効であるとして解除には必ず1カ月程度の相当な催告期間を要するとの見解があります。これらの立場は、いずれも平成20年判決がファイナンス・リースにおける倒産解除特約を再生手続上無効と判断した理由として、当該特約が「債務者の事業等におけるリース物件の必要性に応じた対応をする機会を失わせる」と判示したことを引用し、このような機会の保障に反する行為や合意を無効とする点で共通します。

また、「終了時アプローチ」には、①仮登記担保法2条1項を類推して、実行通知後2カ月間の清算期間を認める見解や、②目的財産につき一応の合理性のある評価額が記載された清算通知があるまで実行手続は終了しないとする見解、さらには③目的財産を回収して交換価値を実現し弁済を受けるまで実行手続は終了しないとする見解があります。

非典型担保の中でもファイナンス・リースは担保権者に法形式上の所有権が帰

属し、担保実行として通常契約解除が行われるなどの点で所有権留保と共通します。以上の議論は、所有権留保についても参照すべきところが多いと思います。

(3) 所有権留保への中止命令の類推適用について

a 終了時アプローチ

それでは、所有権留保に的を絞って中止命令の類推適用を論じたいと思います。まず、所有権留保の担保実行の終了時期はいつか、すなわち終了時アプローチから入ってまいります。

所有権留保の実行は、解除を前提とするものであれば解除通知、解除を前提としないのなら実行通知といった意思表示により留保買主の占有権限を喪失させ、目的物件を引き揚げることによって行います。その際、目的物の価額が被担保債権額を上回れば清算金が発生し、譲渡担保の場合と同様に清算金が発生すればその提供、発生しなければその旨の通知が必要で、それまでは留保買主に受戻しができるとの見解が一般的です。換言すれば、それまでは実行が完了しておらず、その間は中止命令の発令が可能であると考えられます。

もっとも、動産の所有権留保では通常目的物の価値の減少が大きく、清算金が発生することは少ないと思われます。したがって実際上は、清算金が発生しない旨の通知だけで実行完了となる場合が多いでしょう。ところが、その旨の通知は目的物の引揚げ前であっても、さらには実行通知と同時にすることも可能です。また、たとえ中止命令の申立て時にその旨の通知がなくとも、担保権者の意見聴取は当該通知の契機となることが多いでしょう。したがって、終了時アプローチ、換言すると平時の実体法の解釈だけでは中止命令の実用性を確保することはできません。

b 解除制限アプローチ

それでは、次なるアプローチとして、民事再生法の解釈によって所有権留保に対する中止命令の実用性を確保することはできないかを検討することになります。解除制限アプローチはまさにこのような試みといえるでしょう。

先ほど、解除制限アプローチとしてご紹介した見解は、そのいずれもが平成20年判決を引用しています。同判決がファイナンス・リースの倒産解除特約を再生手続上無効と判断とした理由として、リース物件を「担保としての意義を有するにとどまる」とした上、倒産解除特約は、「一債権者と債務者との間の事前の合意により、・・・民事再生手続の中で債務者の事業等におけるリース物件の必要性に

応じた対応をする機会を失わせることを認めることにほかならないから、再生手続の趣旨、目的に反する」と判示した点に着目するものです。私もこの判示部分に注目したいと考えます。

再生手続における担保目的物の必要性に応じた「対応」とは、具体的には、①別除権協定、②中止命令、および③担保権消滅手続です。そのうち中止命令と担保権消滅手続は再生手続における法制度そのものです。民事再生法がこのような法制度を用意していることからすれば、これらの制度の適切な利用機会を再生債務者から奪う行為は、再生手続の趣旨、目的に反する行為として無効となるのではないのでしょうか。

平成20年判決は倒産解除特約に対し、事前の合意によって担保目的物の必要性に応じた対応の機会を失わせることは許さないとするものです。これに対して解除等の実行通知や清算金がない旨の通知は、それだけを取り出せば事前の合意のものではありません。しかし、それら通知が中止命令の適切な利用機会を奪う効果をもたらす場合、当該通知に当該効果を付与する原因となった行為は、やはり担保設定に係る事前の合意にほかなりません。すなわち、そのような通知に中止命令発令の機会を奪う効果は、やはり一債権者と債務者との間の事前の合意によってもたらされたものです。

したがって、民事再生法が中止命令等の法制度を用意していることからすれば、倒産解除特約のような事前の合意のみならず、解除等の実行通知や清算金がない旨の通知等の単独行為であってもこれら法制度の適切な利用機会を再生債務者から奪う行為は、民事再生手続の趣旨、目的に反すると解します。

さて、所有権留保の場合、留保買主の受戻権を喪失させ、留保所有者が確定的な所有権を取得する行為とは清算金の提供または清算金がない旨の通知です。これによって担保実行は終了します。

しかし、中止命令の適切な利用機会を確保するにはそのための合理的な準備期間が必要です。したがって、そのような期間中は清算金の提供または清算金がない旨の通知があっても、それによって留保買主の受戻権を喪失させ担保実行を完了させる効果は無効と考えます。ここに、合理的な準備期間とは、①留保買主が目的物の要否を判断し、②必要があると判断すれば別除権協定を申し出て留保所有者の意向を確認すること等により、中止命令発令の要否を判断し、③その準備をするために必要な合理的期間との意味です。

それでは、「合理的準備期間」中の解除等の担保実行通知については、その効果を制限する必要はないでしょうか。実行通知後でも受戻権が残る限り中止命令発令の可能性は失われないと考えます。しかし、解除等の実行通知があれば留保買主の占有権限は失われ、不法占有の状態が発生します。このような違法状態が現出すると、目的物の要否判断、別除権協定の申出、留保所有者の意向確認といった再生債務者側の中止命令の要否判断とその準備に対して大きな制約となります。したがって、「合理的準備期間」中の解除等の実行通知についても、中止命令との関係で当該期間中は留保買主の占有権限を喪失させる効果を有しないと解すべきでしょう。

c 小 括

以上に述べた所有権留保への中止命令発令に関する私の考えをまとめると、次のようになります。

第1に、解除等の実行通知だけでは中止命令の発令可能性は失われません。それだけでは受戻権が失われておらず、担保実行は完了していないからです。

第2に、解除等の実行通知に加え清算金の提供または清算金がない旨の通知があれば、本来であれば担保実行は完了します。しかし、「合理的準備期間」中はその効果を否定すべきです。よって、当該行為が当該期間経過前になされたのならば当該期間の経過をもって、当該行為が当該期間経過後にされたのならば当該行為のあったときに実行が完了し、中止命令の発令可能性が失われます。

第3に、「合理的準備期間」中になされた解除等の実行通知は留保買主の占有権限を失わせる効果の限りで無効であり、その他の効果はなお有効です。例えば従前、留保買主に目的物の処分権限が与えられていたならば、実行通知により当該権限は失われます。

第4に、「合理的準備期間」中になされた清算金の提供または清算金がない旨の通知は、受戻権を失わせる効果が否定されます。したがって、たとえ当該行為があっても当該期間中であれば、なお中止命令の発令可能性が残ります。

第5に、「合理的準備期間」中になされた解除等の実行通知の効果の制限、および清算金の提供または清算金がない旨の通知の効果の制限は、あくまで中止命令との関係で認められるものです。したがって、中止命令が発令されなければ、たとえ「合理的準備期間」中のものであっても、当該行為にはその行為時から本来のすべての効果が認められます。よって、その場合には実行通知後の占有権限は

治癒されず、不法占有の評価が確定します。

以上のとおり、中止命令発令の時間的限界は、「合理的準備期間」満了までと考えます。もっとも、これはあくまで時間的限界にすぎず、当該期間満了前であっても中止命令発令が再生債権者一般の利益に適合せず、または留保所有者に不当な損害を及ぼすおそれがあれば発令要件を具備しないのですから、申立ては当然棄却されます。

したがって、実行通知を受けた留保買主はそれが合理的準備期間中であつたとしても、具体的な発令要件が認められない等の理由から、後に中止命令が発令されなければ占有権限が治癒されず、不法占有のまま確定することを常に予測しながら留保所有者に対応しなければなりません。

以上の帰結であれば、中止命令の実用性を確保する一方で、留保買主に留保所有者への誠実な対応を促す効果を期待できるのではないのでしょうか。すなわち、これによって留保所有者が本来有すべき簡易迅速な担保実行機能を不当に害さない調和点が見出し得ると考えるものです。

5 おわりに

私の予定した報告は以上です。あるいは最初に申し上げるべきことであつたかも知れませんが、本報告ではいずれの論点についても、具体的な帰結を重視して検討を進めることに意を払ったつもりです。倒産法は倒産処理を目的とする勝れて技術的な法領域ですから、その解釈にあたっては具体的妥当性こそ最も重視すべき価値と考えるからです。本報告では、とにもかくにも従来議論に何か付け加えたいと願っておりましたので、皆様のご批判を仰ぎたく思います。

ご静聴ありがとうございました。

質疑応答

安永司会 ご質問票を4通いただいております。それぞれについて、口頭で補充をお願いしたいと思います。

まず最初に、東京大学の道垣内弘人さんをお願いします。

道垣内 東京大学の道垣内でございます。本日のご報告およびレジュメにおいては、直接設定構成というものについて、「留保所有権が、留保買主と与信第三者との間で直接設定されると構成する」というご説明だったのですが、金融法務事情1951号で印藤さんがお書きになっているご論文の66頁には、直接設定構成とは「留保売主と与信第三者との間で直接設定」するものだと書いてありまして違いがあるようなのですが、しかし、それはどちらかが間違いかということではなく、両方ありそうな気がするのですね。つまり、金融法務事情のご論文にあるバージョンでは、一度も買主には所有権は行っていないままに与信会社に移転するということになりすし、他方、ご報告およびレジュメのご見解は、通常の売買がなされて売主に所有権が行って、与信会社の弁済によって当該所有権が与信会社に移転するということになりそうです。これは両方あり得る見解です。

しかるに、本日印藤さんは、平成22年判決は①の立場、すなわち直接設定構成ではないかとおっしゃり、その際、平成22年判決における所有権留保というのが拡大された所有権留保である、つまり立替払いの費用等を含めた形に被担保債権にしているということを根拠にされました。そうしますと、実は一度も買主に所有権は移転せず留保売主から与信会社にただ単純に移転するという構成は難しくなります。被担保債権を拡大しているわけですから。そうすると、平成22年判決の事案において、拡大された所有権留保だということを根拠にされるお考えは、留保売主から留保買主に所有権が移転し当該所有権が留保買主から与信会社に所有権が移転しているという構成、すなわち金融法務事情のご論文ではなく本日のご報告にある直接設定構成ということになりそうです。

さて、そういたしますとこれは明らかに對抗要件が必要な場合になってしまいます。買主にあった所有権が与信会社に移転するわけですから。ところが、その後平成22年判決の一般論を根拠にしてご自身のご見解をおまとめになったときに、登記、登録を権利保護資格要件として捉えるという見方を示されました。この捉え方は形式論理で考えると對抗要件は不要なのだけれども、しかしながら手

続の性格との関係で権利保護資格要件として登録を求めようという理解だということになります。

こうなりますと、拡大された所有権留保であることを根拠に、平成22年判決を直接設定構成と捉えるご理解と、平成22年判決は権利保護資格要件としての登録を要求したというご理解は実は両立し得ないのではないかという気がします。その点について、そもそもレジюмеバージョンと金融法務事情バージョンとどちらが印藤さんのご見解なのかということも含めましてお伺いできればと存じます。

印藤 恐れ入ります。先生がおっしゃった、レジюмеに私が直接設定構成を「留保所有権が、留保買主と与信第三者との間で直接設定されると構成する」と書いたところは、少なくとも私の今の考えを書きました。先生がそれと矛盾するのではないかとおっしゃったもう1つのほうというのは、私が別に書いたものでございましょうか。今日の大会資料のほうでしょうか。

道垣内 矛盾すると言っているわけではありません。両方あり得ますが、立場が違うと言っているだけで。

印藤 ここで説を変えたわけではありませんので。

安永司会 何頁でしたかね。

道垣内 66頁。

安永司会 66頁の下のほうですよ。

※報告者注：金融法務事情1951号66頁左側18行目の「留保売主と与信第三者との間で直接設定される」との記載中の「留保売主」は、「留保買主」の誤りであり、金融法務事情 DVD 版では訂正済みです。

道垣内 私の読み違いかもしれませんし、それが違うことはどうでもいいことであって、考え方は2通りあり得ると思うのです。問題は、理解の整合性です。

印藤 平成22年判決は、たしかに留保売主から与信第三者に留保所有権が直接移転したとも読める難しい判示だと思っています。

しかしながら、レジюмеに書いた直接設定構成というのは、比喩的に言うと、完全な所有権がいったん留保買主に移転し、留保買主のもとで完全な所有権から別除権部分が切り出され、その切り出された別除権が留保買主から与信第三者に直接移転するといった趣旨です。

先生のご質問になかったかもしれませんが、私のいう移転的構成というのは、完全な所有権がいったん逆戻りしてそれが法定地位や譲渡によって留保買

主から与信第三者へ移転するといった趣旨です。

もともとの私自身の考えというのは、やはり所有権留保には物権変動がないというもので、平成22年判決の事案でも留保所有権つまり別除権部分は留保売主に留め置かれていて、それが留保売主から与信第三者に移転しただけで、別除権部分は留保買主を素通りしているというものでした。しかし、留保所有権を別除権だと明言して、一定の物権的な価値が留保買主に帰属しその責任財産になっていると認めるのであれば、結論の落ちつきとしてはこの判決でよいのだと思います。

それでは、この判決はどういった考え方に立っているのかと考えましたところ、あえていうと私のいう直接設定構成に近い立場を採っているのかなと解しました。

安永司会 弁護士小林明彦さんから、対抗要件の要否、本日報告の第1の論点について質問が出ておりますが、もし関連することであれば今ご発言をいただければと思います。

小林 では、そのまま読み上げさせていただきます。別除権行使について、権利保護要件として登録が必要と解する先生のご見解の場合、その登録名義は与信第三者自身であることが必要でしょうか。

この場合、留保売主に残された登録は、与信第三者から信託的、一種のセキュリティトラスト的に委託を受けたものと考えることができれば、なお保護要件に欠けるところはないと考える余地もあるように思いますが、いかがでしょうかという質問でございます。

印藤 留保売主と留保買主との間で担保権が設定されたと構成できる事案であるならば登録名義は留保売主に残っていてもいいと考えていますが、留保買主と与信第三者との間で直接に担保権が設定されたというのであれば、留保売主に登録名義を残しておくということでは、与信第三者は保護されないと思っております。

ただし、先生がおっしゃった信託的な考え方を導入することで、なお与信第三者が保護できるのかというのは、そこまで考えが及んでいないのが率直なところ です。

安永司会 よろしゅうございますか。時間の関係で先に進ませていただきます。次に、慶應義塾大学の田高寛貴さんにご質問をお願いいたします。長い内容ではございますが、時間の関係で少しはしょっていただければありがたいです。

田高 質問は2点ございます。1つは今も議論のあった対抗要件についてです。留保所有権の主張に登録が必要という結論には異存はないのですが、しかしこれをあえて権利行使要件とか権利保護要件と位置付けていることには疑問を感じます。先生のこの問題へのアプローチの仕方として、権利移転があったかなかったかという観点から物権変動の有無＝対抗要件の要否を考察していらっしゃいますが、そもそも判例が売主を別除権者と位置付けているのは、要するに売主の権利が元の所有権から担保権に変容していることを示しているのであって、そういう意味での物権変動は少なくともあったといえるのではないのでしょうか。言うまでもなく物権変動には物権の得喪のほか変更も含まれます。また、この問題をあえて所有権移転があったか否かという枠組みで捉えて物権変動の有無を論ずるというのは、担保権的構成を志向する判例の前提と相いれないもののようにも思われます。

そうしたことからすると、ここでの登録は単純に対抗要件として位置付けられてよいのではないか、それが質問の1つ目です。

2つ目は、未履行双務契約ルールが所有権留保に適用されないというご主張についてです。このルールの適用がある典型例といえる一括払いの売買契約で全額未払いの場合と、所有権留保特約がある場合とで、本質的な差異は本当にあるのか。先生が適用否定の理由とされていることをもってしては、適用肯定説に対する説得的な反論になっていないように私自身は感じました。レジュメ7頁（金融法務事情1951号69頁）で、先生は「時価を超える残代金債権についてまで…留保売主を保護すべき必要があるか」という問題提起をされています。しかし、残代金債権が時価を超える状態は所有権留保特約がない売買でも生じ得るし、逆に時価が残代金債権を超える状態は所有権留保特約がある場合にだって生じます。そうすると、この論拠をもってしては一般的に所有権留保の場合は未履行債務契約ルールが妥当しないと結論付けることはできないのではないのでしょうか。

何より、所有権留保特約をなしたがゆえに特約のないときより売主の権利が低くなるという点には強い違和感を覚えます。買主の代金完済まで売主は登記・登録の移転をしなくてよい立場にあったのに、売主が代金回収の実をあげるため自身の権利を強化させる所有権留保の特約をしたとたん、一般的に認められているはずのことすら売主は主張できなくなるというのは、どう考えても不自然に思われてなりません。そうした効果を生じさせる意図が特約に含まれていたなどとい

うことが当事者の合理的意思の探求から導けるとも思われませんし、先にも述べたとおり、強いてそのように契約解釈をすることが要請される客観的状況にあるとも考えがたいのですが、いかがでしょう。

伊藤 まず、1つ目のご質問についてですが、私は、やはり対抗問題かどうかについては、権利の移転の方向というものが問題になると思っています。留保買主には物権的な権利が既に一部帰属しているのだと言われますから、留保売主から留保買主へという方向で物権的な権利の移転はあると思うのですが、しかし、留保買主から与信第三者へという方向での権利の移転というものはあるのでしょうかということに、私は疑問を持っています。今、あくまで問題となるのは、管財人という第三者と、与信第三者との対抗問題ですから、留保買主を起点、与信第三者を終点とする方向の物権変動があると言ってしまえば、まさに対抗問題だと思えます。ただ、私自身は、留保買主に権利は流入しているけれども、留保買主から流出した権利はないということであれば、管財人との間で対抗問題は発生していないと理解しています。私自身の考えは、こういうようなものなのだというので、1つ目のご質問に対する応答にさせていただきます。

次に2つ目のご質問についてですが、これについては先生のご論文も拝読して、いろいろ考えていたところです。端的には、所有権留保の設定を受けたがゆえにかえって売主の保護のレベルが下がるというのはやっぱり矛盾ではないかという趣旨に理解しています。

ただ私は、あえて意識的に所有権を留保するという特約をしているというのは、例えば分割払いというふうに期限を与えるなどして信用リスクを取ったとも言えるか、この物件については債権の確保のための利益が残るだけなのだということが、自ら宣言されているようには言えないだろうかと考えています。

安永司会 あと、お二方からかなり詳細な質問をいただいております。

愛知大学の石口修さんのご質問というのは、所有権留保を単なる担保権にすぎないという前提で議論するのはどうかと。ドイツの最近の判例は、所有権留保というのは原状回復請求権の担保という方向から議論がされている、そういうご紹介をいただき、それを質問されようというご趣旨だと思いますが、ちょっと本日のご報告とは内容的にびったり一致はしないというふうに拝見しましたので、ご質問の内容はもちろん学会誌に掲載をさせていただきますが、何かございましたら後で一言お話をいただきたいと思います。

失礼いたしまして、その前に弁護士の遠藤元一さんにご発言をお願いします。この質問は先ほどご報告をいただいた法律構成に関するものでありまして、ご見解の相違ということになると思いますが、ご意見という形で一言ご発言をいただければと思います。

遠藤 弁護士の遠藤でございます。大変貴重な報告ありがとうございます。時間がないので手短にお話し、ご質問させていただきます。

4点お書きしましたが、集約して3点になりまして、うち2点は田高先生がご質問したと根っこが同じ部分でございます。

私が記載した2点をまとめた1つは、先生が今回の本日のレジュメの4頁に書いておられますけれども、平時の対抗要件と倒産時の対抗要件とで分けて考えるという問題点自体について私は非常に疑問を持っておりまして、それはやはりこれは所有権留保は対抗要件の物権変動があるのだという前提を、どうも判例は採っているのだろうと思っております。

これは最近ですけれども、法曹時報で平成21年3月10日の最高裁の判例について、お名前は柴田調査官が解説を書かれました。それを見ますと、よりはっきり出ているのですけれども、こういう言い方をしています。これは、観念的には買主への物権的権利の移転（設定）を認めると同時に、留保所有権者側にも担保の設定と捉える行為、所有権の権能の一部の喪失を観念するとの考えもあり得る。ここで、やっぱり売主から買主に所有権が移転して、それは物権的権利が移転して、それが売主側にも担保権設定という形で一部、その部分が喪失したりという方向で観念しているわけですので、おそらく判例は非常に控え目ですが、こういう言い方をしていると思っております。

ごく最近、9月末だと思いますけれども、広島市の田村耕一教授もこれとはちょっと違うご説明で追完理論としての説明を考えていらっしゃいます。日本の判例を分析した上で、やはりこれは対抗問題として考えるべきだろうと考えておられて、そもそも平時と倒産時とで対抗要件の要否が異なるということ自身非常に違和感がありまして、担保権と考える以上は、（平時と倒産時とで分けずに）やはりそこは共通して説明すべきではないかというのが私の意見です。

そういう意味では、ご質問しましたが、やはり今、田高先生に対する先生のご回答で結構だと思います。

次の質問は双方未履行双務契約のルールについて、1点だけですけれども、や

はりこのルールの適用を否定するのは非常に厳しいと思っけています、ご承知のように先生は昭和62年の最高裁を書いていますけれども、それだけではなくて例えば平成12年の最高裁も双方未履行で互いに担保し合う債務の一部でも、従たる給付でも未履行がある限りはこれは適用するのだということを前提にしていますので、本件でいえば所有権移転登録名義というのは代金を完済するまで売主としてはしませんよということは、十分これは従たる給付としてありますので、これを排除するのはなかなか難しいのではないかというのが1点。

さらに、所有権留保は別除権といいながら、例えば特例法上の登記もできないような、これは先生が論文にお書きになっていますけれども、こういういわば不完全性な別除権ですので、あまり別除権であることを徹底しすぎることもちょうと酷ではないか。むしろ買主側に一部の権能しか残っていない、代金を完済するかわりに移転登録を受けるのか、あるいはそれを要らないとするかということ管財人側に確答を求めることをやるバランスを取るべきではないか。

先生は、これは財団債権とか共益債権を認めると別除権を超える利益となるのではないかとしておられますが、実務でこういうときに双務未履行契約の中でやはり和解をした経験からいいますと、結論はそれほど差がないというのが2点目で、それについてどう考えるか。

3点目、これは今日のご報告にはなかったのですが、平成22年最高裁判決は法定地位を、原審を排除しています。この排除の理由は合理的な意思ということ、当事者の意思というように言っていますが、実務家はこれで契約で確認すればいいだろうと考えていらっしゃる面もありますが、私は実はこれは非常に当たっていないことを望むのですけれども、おそらく契約で書いても最高裁は排除するのではないかと実は思っています。ここにおける当事者意思というのは、当事者の契約の意思表示のいわば改定部分、当事者がそこで書いていても、最高裁として結論が妥当でないときによく書きかえをしますね。契約の変更というように民法の総則の教科書で言われますが、これをやっているのではないか。

被担保債権が違うからということ、それだったらもとの売買代金相当額で担保権を設定したほうが有利なのは当たり前なわけですから、これを意図的に排除しているということは、多分契約と書いても有効性は認めない可能性があるのではないかと思っけています、これでご意見を一言いただければと思っけています。

以上、3点です。

印藤 詳細なご意見とご質問をいただきありがとうございます。時間の関係と
いうか、私の能力の関係もあって最後の3点目だけ一言添えさせてください。少
なくとも最初に一括払いで立替払いがされてしまっておれば、最高裁は同じ考え
方を採るのではないかなと、それは先生のご意見に私も賛成です。ただ、それは
ちょっと実務的にはなかなか難しい問題を提起するのですね。

遠藤 そうですね。ありがとうございました。

安永司会 どうもありがとうございました。

それでは、石口さんのご質問につきましては、先ほど簡単にご紹介をしました
が、このまま学会誌に記録としてご質問という形で残させていただきたいと思
いますが、何かご発言がございますでしょうか。

石口 すみません、趣旨が違いますので。

安永司会 失礼しました。

石口 質問に対する捉え方が若干違います。愛知大学の石口でございます。

この報告もそうですが、最三小判平21.3.10以後の最高裁判決は、所有権留保
は単なる担保権にすぎないというスタンスから、担保権的構成のみでいっている
わけですが、私の今日の質問の趣旨は、要するに売主単純所有権留保とい
うのはドイツの昔からの通説もそうではありますが、真正所有権の留保であって、
それは買主倒産時には取戻権の方向で考えるということです。単純な所有権留保
は要するに商品信用であり、そうであるからこそBGH1970年7月1日判決以後
のドイツ判例は買主の不履行の場合における原状回復、すなわち所有物返還請求
権を保全するといった構成を採るに至ったのです。それゆえ、換価のための取戻
しには解除を要するのです。商品信用であるから買主の倒産時には留保売主に真
正所有権の留保がなければ、所有権に基づく物権的請求権という構成でもって取
戻権を構成することができないわけです。確かに、BGH1970年判決より前のドイ
ツでも単純な所有権留保を代金債権の担保と解していましたが、現在の判例・通
説はそうではありません。ドイツ倒産法改正時においても所有権留保は単なる担
保権にすぎないという議論もありましたが、立法担当者は売主単純所有権留保は
商品信用であり、金融信用の局面とは分けて考えるべきだという結論に至り、今
日の解釈に至っております。

これに対して、ご報告の際にホワイトボードにお書きになった信という丸がつ
いている第三者所有権留保の問題につきましては、これはローン会社等金融機関

が入っておりますので、当然代金債権とローン債権の担保であることは明らかなのです。これはファイナンスリースの場合も同様ですが、いわゆる派生的所有権と言われまして、ドイツでも譲渡担保権構成で考えられているわけです。

この所有権留保における出発点における議論を我が国の最高裁はあえて問題にしなかったのかあるいは無視したのかわかりませんが、その点につきましてご見解を印藤先生にお伺いしようと思ひまして、今日は考えてきたわけです。すなわち、派生的所有権であれば金融信用であり、これはもう譲渡担保権と同じで別除権構成で当然いけるというか、いかなければいけないわけで、だからこの構成の違いですね。その点はこの学会においても全く意識されておりませんので、今日は一言申し上げようと思ひて来たわけでありませう。

印藤 先生がご紹介くださったドイツの議論は存じ上げませんでした。ただ、私も二当事者間の売主所有権留保と第三者所有権の留保とはかなり性格が違うものだろうと思ひながらも、その整理がうまくできておりません。研究者の先生方に、こう違うのだよということを、例えばこの最高裁判決を機会にご論文などでお教えいただけたらなと思ひています。

石口 わかりました。どうも、失礼しました。

安永司会 どうも司会の不手際で時間がすぎてしまいました。これで午前の個別報告を終わりたいと思ひます。印藤先生、どうもありがとうございました。活発な質疑にご参加いただきました会員の方々にも御礼申し上げます。

印藤 どうもありがとうございました。(拍手)

《シンポジウム》

デリバティブ取引の現状と課題

報告 1	(森下 哲朗)	35
報告 2	(本杉 明義)	44
報告 3	(和仁 亮裕)	54
報告 4	(神作 裕之)	67
質疑応答		76

司会 岩 原 紳 作 (東京大学教授)
報告 森 下 哲 朗 (上智大学教授)
 本 杉 明 義 (弁護士)
 和 仁 亮 裕 (弁護士)
 神 作 裕 之 (東京大学教授)

発言者 (発言順)

山中真人 (弁護士) / 森下国彦 (弁護士) / 神谷隆一 (弁護士)
 / 野里常真史 / 河合健 (弁護士) / 福島良治 (みずほ第一
ファイナンシャルテクノロジー) / 上柳敏郎 (弁護士)

※ 本文中の「レジュメ〇頁」「大会資料〇頁」などは、当日
に配付した大会資料の通し頁番号を指します。

はじめに

岩原司会 午後の「デリバティブ取引の現状と課題」のシンポジウムにご参加いただき、誠にありがとうございます。本日午後のシンポジウムの司会を務めさせていただきます東京大学の岩原でございます。

金融機関や証券会社が窓口販売をしたデリバティブ商品やデリバティブを組み込んだ商品や組み込んだ商品につき、顧客が金融機関を訴えたり、金融 ADR の斡旋を申し立てるケースが急増しています。とくに金融 ADR への申立件数が多くなっています。金融 ADR につき平成21年に制度改正がなされてから、デリバティブをはじめとする投資性金融商品等の紛争が、全国銀行協会や証券・金融商品あわせセンターでの金融 ADR に多数申し立てられるようになりました。

このシンポジウムにおいては、デリバティブ取引に係る販売・勧誘規制につきご報告いただき、次いで、金融 ADR における紛争解決の問題点につき、主に顧客側の観点から本杉明義弁護士に、主に金融機関側の観点から和仁亮裕弁護士にご報告いただきます。それからデリバティブ商品の取引・清算の在り方等、金融商品取引法におけるインフラ整備の問題につき、神作裕之教授にご報告いただきます。

これらのご報告に対し、フロアの皆様から積極的なご質問をいただき、デリバティブ取引の法的问题に係る学界と実務の認識を深めたいと願っております。どうか宜しくお願い申し上げます。

報告 1

デリバティブ商品の販売に関する法規制の在り方

上智大学 森 下 哲 朗

上智大学の森下と申します。

昨年利益相反に引き続きこのようなご報告の機会をいただき、大変恐縮いたしております。

私の役割は、この後にお話になられる諸先生方の前座として、デリバティブ取引に関する私法上、また監督法上のいくつかの論点について、前提となる若干の情報を提供させていただくとともに、デリバティブを販売する金融機関の責任に関する今後の議論のために、検討しておくべきであると思われるいくつかの論点をお示しさせていただくことと考えております。

ただ個別の内容に入る前に、デリバティブに関して議論する際の難しさとして筆者がとくに感じておりますことについてお話をさせていただきたいと存じます。それは、デリバティブ取引はかなりシンプルなものから相当複雑なものまで非常に多様であるということ、また取引を行う当事者についても、個人と法人、法人の中にも、大企業、中小企業、中小企業といってもある程度しっかりした組織を備えている会社から実質的には家族経営と言ってもよいような法人まで多様ですし、学校法人や地方公共団体なども当事者となっており、やはりきわめて多様であること。また、取引の経緯も多様と思われます。金融機関側からアプローチするケースもあれば顧客の側からアプローチするケースもありますし、各当事者がどのような背景事情や動機をもって取引に臨んだのかも多様と思われます。そして私自身もそうですが、デリバティブについて語る時、自分自身の問題意識、経験等から特定の何らかの類型をイメージし、意識的にか、あるいは無意識のうちにか、そうした類型を前提としてあるべき法規範について語ることも少なくないと思います。考え方が違うという場合もあるでしょうが、お互いイメージしている場面が違うことによって議論が噛み合わないといったことも少なくないように思います。それに加えてデリバティブ取引自体にはよくわからない部分がある、例えば金融機関の担当者の方でも複雑な取引になればなるほど、仕組み、リスクの程度等、よくわからないことが増えてくるのではないのでしょうか。

私もわからないことがたくさんあります。

私の報告にもそのようなある種のバイアスや、理解の浅さからくる誤解があるかもしれないことを自覚せねばならないと考えています。

1 民事紛争処理の状況

それでは、はじめにデリバティブをめぐる民事紛争処理の状況に関してお話をさせていただきたいと存じます。

(1) 訴訟

まず、デリバティブ取引を行った顧客が訴訟で金融機関の責任を追及するケースです。これも個人が証拠金取引や仕組債に関して訴えるケースと、企業が複雑なデリバティブに関して訴えるケースを一様に論じることが適切かどうかの問題となり得ますが、私法上は個人が金融機関を訴える場合でも法人が金融機関を訴える場合でも、説明義務や適合性原則が主戦場であることには変わりありません。説明義務と適合性原則との関係については、ご案内のとおり、学説では様々な議論がなされています。裁判例では、適合性原則違反と説明義務違反をともに認める例もありますが、「適合性原則違反とまではいええないものの説明義務違反ではある」とする例が多いように思われます。説明義務違反や適合性原則違反以外では、賭博・公序良俗、錯誤、目的外の行為の法理等の主張がなされる例もありますが、認められることはまれといつてよいと思います。

(2) ADR

次に金融 ADR についてです。全銀協の金融 ADR における取扱い件数の推移をレジュメに掲載させていただきましたが、相当な件数であるといつてよいと思います。金融 ADR ではヘッジ・ニーズの有無やオーバーヘッジであることが決め手となって、銀行が解約清算金等の一部を負担する形であっせんが成立している例が多いようです。訴訟において重要な要素とされている説明義務ではなく、ヘッジ・ニーズという適合性の一部として理解できるような要素が決め手となっているという点が興味深い点です。証人尋問等のできない金融 ADR の限界はあると思いますが、それでも金融機関が用意した説明書をみれば、金融機関が行った説明の内容をうかがい知ることが可能であることを考えますと、ヘッジ・ニーズの有無に偏重した ADR の姿が正常なものかどうかは疑問があるところです。

なお、金融 ADR に関しては、「典型的なモラルハザード」「投資者保護の後見的地から銀行に「結果責任」に近い責任を負わせるもの」との指摘もなされてい

ます。確かに、顧客の側がリスクがあっても儲かる商品を提案するよう積極的に要求したケースなど、顧客側の責任が大きく問われてしかるべき事案もあると思いますが、一口に中小企業といっても顧客の属性はきわめて多様であり、また、デリバティブの契約に至った経緯も多様であって、問題は単純ではないと思います。また、こうした見解の背景には、顧客の側もヘッジ目的ではなく投機的な商品であることを知っており、利益稼ぎ目的だったのだから自己責任ではないかといった趣旨が含まれていると思われませんが、銀行が作成する商品説明書には利益稼ぎのための商品であるとの説明は出てこず、専らヘッジ目的の商品であると説明されているのが通常である点をどのように考えるのかといった問題があるようにも思います。

なお、このような問題が発生しているのは日本だけではないようです。英国では、最近、中小企業向けの金利スワップ商品の不当販売問題が大きな問題となっています。具体的には2005年から2008年までの時期にかけて、大手銀行等によって借入れに伴う金利上昇リスクのヘッジ目的であると称して、金利スワップ商品が主として中小企業向けに大量に販売されたそうです。しかし、昨今の低金利の状況の中で顧客が多額の損失を抱える状態となっており、多くの顧客が訴訟を提起したり当局等に苦情を行ったりするといった事件が発生しているようです。英国ではFSAがかなり主導的に問題解決に乗り出しています。具体的にはFSAと大手金融機関11行との間で、2012年6月から7月にかけて顧客の救済のための枠組みについて合意がなされたほか、2012年9月3日に、大手金融機関はFSAが承認する独立の調査者を任命して調査を行うことについて合意したことが報道されています。この顧客の救済のための枠組みでは、2001年12月以降に行われた”non-sophisticated”な顧客との取引について合理的な内容の補償（redress）を行うこととされていますが、そこでは、”sophisticated”な顧客について、①売り上げが6.5百万ポンド超、②総資産が3.26百万ポンド超、③50名超の従業員、のいずれか2つを充たす顧客とされています。これは2006年会社法において小規模会社として扱われる際の基準を採用しているそうです。

報道ベースであり、その背景事情等定かでない部分もありますが、こうした英国の状況は、当局と金融機関側がより主導的に問題解決に取り組もうという姿勢を見せているようにも見えます。我が国でも、既に多くの金融機関が誠実かつ柔軟に問題解決に向けた積極的な取組みをされていると理解しておりますが、この

ような英国の例に接し、また、昨今聞かれる金融 ADR の限界等をも考えますと、顧客のイニシアティブにゆだねるのではなく、再発防止も視野にいたしたさらに一歩進んだ取組みというものも考えられてよいように感じております。

2 いくつかの論点

次に、いくつかの論点を取り上げてみたいと思います。第1に商品規制、第2に顧客の属性、第3に説明義務、第4に金融機関の義務についてです。

(1) 商品規制

まず商品規制です。ここでの私の問題関心は、仮に顧客が売って欲しいと求めたとしても、金融機関が売ってはならないデリバティブがあるのかどうかという点にあります。すなわち、適合性原則や説明義務などとは異なるレベルで、売ってはならないデリバティブとしてはどのようなものが、どのような理由であり得るのかということです。この関係では3つのことをお話ししたいと思います。

第1に賭博との関係です。デリバティブが賭博かというのは古典的な問題の1つです。デリバティブについては銀行法や金商法で認められた法令行為や正当業務行為であるので、賭博罪に当たることはないとの見解が一般的ですが、銀行法や金商法もデリバティブと名前が付けばどのような商品であっても売ってよいとまで言っているわけではありません。一部の金融機関が販売しているデリバティブ商品には、かなりリスクで投機的な要素が強く複雑な商品もあるようですが、過度に投機的な商品の販売はやはり違法であり私法上も無効とされるべきであると思います。

第2に商品の事前認可制です。米国などでは薬品の販売にならない、デリバティブの商品認可制度を導入すべきであるとの論文も存在します。実際デリバティブの販売は車の販売というよりも、薬品の販売に似ているような気がします。車であれば危ないと思えばブレーキを踏んだり乗のをやめたりすることができますが、デリバティブの場合にはひとたび契約したら終わりという点で車というよりは薬に似ているかもしれません。事前認可制を具体的に実現しようとした場合には、色々と実務的に難しい問題があるであろうことは承知しております。しかし、適合性原則、説明義務など、適切な取引を実現するための法的枠組みは既に存在しているにもかかわらず、多くのトラブルが発生しているという現実をみますと、例えば、消費者ならびに一定規模以下の企業に対する商品に限ってであっても、商品性等について何らかのコントロールが必要なのではないかという考え方には

十分な説得力があるように思われます。

第3に、適合性原則との関係では、まず適合性に反するような取引についてはどれほど顧客が取引のリスクについて深く理解し、それでもその取引を行いたいと強く願っていても、相場動向次第で顧客の経営に深刻な影響を与えるようなリスクを内包するデリバティブ商品については、適合性を欠くものとして金融機関は販売してはならないということになるのではないかと思います。

なお、最近、証券取引に関する自主規制機関である米国のFINRAや日本証券業協会が公表した規則では、合理的根拠適合性という考え方が示されています。日本証券業協会によれば、合理的根拠適合性とは商品の特定やリスクを十分に把握した上で、当該商品に適合する顧客が想定できないものは販売してはならないというルールとされていますが、ここでの適合性は、従来、我が国で説かれてきたような個々の顧客の経験・知識等を考慮する適合性原則とは異なり、そもそも一定以上に複雑あるいはリスク等の理由で合理的に考えて顧客が想定できないようなもの、あるいは自分たちがリスク等を十分に把握できないものは、個々の顧客の経験・知識等にかかわらず販売してはならないというものであり、商品性そのものを規制するものであると言ってよいと思います。

(2) 顧客の属性

次に顧客の属性、とくにプロとアマという枠組みについてです。

デリバティブの規制との関係では、プロとアマといった言い方がなされます。ところが、どのような人がプロでどのような人がアマというべきかは必ずしもはっきりしていません。

例えば、金商法では特定投資家については適合性原則等は適用されないほか、とくに有価証券関連デリバティブ取引以外の店頭デリバティブとの関係では、適格機関投資家や資本金額が10億円以上の株式会社等の一定の投資家を相手とするものを一律に金融商品取引業の対象外としています。しかし、適格機関投資家や特定投資家がデリバティブについて専門的な知識や経験を有しているかどうかは定かではありません。むしろデリバティブの商品性次第では、適格機関投資家や特定投資家であっても十分にリスクを理解できなかったり、管理できなかったりするものもあるのではないかと思います。

この点、先ほどもご紹介したFINRAの新規則は、1つの手がかりを与えてくれるようにも思われます。そこではレジюмеにお示したように、合理的根拠適

合性と特定顧客適合性といった2つの適合性が用意されています。このうち一定の要件を充たす機関投資家については特定顧客適合性は対象外とされますが、合理的根拠適合性はどのような顧客との関係でも適用除外とはされません。また機関投資家との関係でも特定顧客適合性の対象外とされるためには、業者の側が、機関投資家が取引のリスクを独立して評価する能力を有していると信じるに足る合理的な根拠を有していること、および当該機関投資家が業者の提案について自ら独立して判断を下すということを明示的に(affirmatively)示したことという2つの要件が課されています。このように単純な顧客の属性ではなく、業者側・顧客側のそれぞれについて主観的ともいえる要件を加重していることは注目に値します。

さらに、今年の6月にIOSCOが公表したレポートでは、顧客がリテールであるかどうかにかかわらず、すべての仲介業者は当局が定める行為規範に従って、正直、公正、プロフェッショナル、かつ誠実に行動しなければならず、最も sophisticated と考えられる取引相手方との取引においてであっても、仲介業者は包括的かつミスリーディングでない形で情報を提供しなければならないとしています。

そもそも金融機関自体が管理に失敗しているデリバティブについて、どのようなレベルの主体をプロとして扱うべきかは難しい問題のようにも思えます。プロとは何か？ 本当にプロなどいるのか？ といった問題に対する答えは結局はプロの定義次第ともいえますが、デリバティブ取引の多様性を考えますと、少なくともすべての取引との関係で一律にプロを定義し、そうしたプロには一切の規制が及ばないというのは単純にすぎるように思われます。もう少しきめ細かな枠組みが必要であるように思われます。

(3) 説明義務

次に説明義務についてです。

デリバティブ取引については、金融機関と顧客との間に存在する知識や経験等の格差にかんがみ、信義則上金融機関には顧客が自己責任のもとに取引を行うか否かを決定するために必要な情報を提供する義務があることについては、裁判例は一致していると思います。しかし、具体的にどのような内容を説明しなければならないかという点については、個々の事案の個性もあり必ずしも一致していないように思われます。この点に関し、お手許のレジューメに引用しました福岡高判平成23年4月27日判決は、説明義務についてかなり踏み込んだ判断を示したこと

によって注目されています。附合契約的な性格を持つとする⑤や、説明義務違反が重大であるため信義則違反として無効とする⑥の部分については、従来の裁判例には見られなかった考え方であり反対意見も示されていますが、金融機関の説明義務に関する一般論を述べている③の部分についてはおおむね妥当なものと思われれます。また、解約に関する丁寧な説明の必要性に関する②は傾聴に値するように思われれます。

何を説明する必要があるかについては、和仁先生が金融法務事情にお書きになられた論文において、車やパソコンを販売する際に車やパソコンの仕組みを説明する義務はないとお書きになられています。それはそのとおりであると思われれます。デリバティブについても詳細な仕組みについて説明する必要はないと思われれますし、金融機関の役職員の多くにはそのような能力はないのではないかと思います。また、デリバティブの本質的な要素はわかりにくいものではないとの指摘もありますが、そうかもしれません。ただ、実際の問題はそのような点にあるのではなく、金融機関の作成した説明書を見ても取引の本質がよく分からない、どのようなリスクを負うのかがよくわからないというケースが少なくないことにあるように思われれます。すなわち、説明すべきことがきちんとわかりやすく説明できていないケースが少なくないのではないかと思います。また、金融法務事情の論文でも引用させていただきましたが、同じことを説明するにしても、どのようにして説明するかによって顧客が受ける印象は大きく異なり得ます。法律学はこのような認知心理学的な側面についてあまり考慮してこなかったように思われれますが、今後説明義務の問題を考える際にはそのような側面も考慮していく必要があるようにも感じています。デリバティブについてヘッジと投機を峻別することが難しいということは和仁先生もご論文で指摘されているところですが、投機的な性格を有する商品について殊更にヘッジという側面を強調している説明書などはミスリーディングなものと言わざるを得ないように思われれます。

(4) 顧客に対する義務

第4に金融機関の顧客に対する義務です。

a アドバイス義務

金融機関の顧客に対する義務を考える前に、そもそも金融機関と顧客との関係をどのように考えたらよいかははっきりしないように思われれます。

デリバティブについては顧客の自己責任であるということがよく言われれます。

その前提には、デリバティブ取引は投資であるといった理解があるように思われます。しかし、リスクをとってでも利益を取りに行くというタイプの取引を行う際に自己責任というのはわかりますが、ヘッジ目的であるとして勧められた取引について自己責任というのも少しわかりにくいような気がします。顧客の視点からすると、企業が抱えているリスクへの対処法をアドバイスされたといった感覚があるのではないのでしょうか。また、複雑な商品になればなるほど顧客としては当該商品についての金融機関からのアドバイスを期待することになって不自然ではありません。そうすると、顧客を投資家として整理することが適当ではない場面があるようにも思われます。

デリバティブ取引における金融機関と顧客との関係については、英米ではこれを売り手と買い手といった対等な関係ではなく、金融機関側が自己の利益よりも顧客の利益を優先させなければならないといった fiduciary duty を負うような関係として把握すべきであるとの見解が示されています。実際、先ほどからご紹介している米国の FINRA が公表したガイダンスでも、業者は自分の利益を顧客の利益に優先させてはならないといった考え方が紹介されています。

デリバティブ取引を行っている顧客と金融機関の関係をどのように整理すべきなのか、これも取引の態様によって一律に論じることは難しいですが、金融機関と同等の専門性を持つ顧客や専門のアドバイザーがついているような顧客との取引を除き、金融機関にアドバイザー的な役割が求められる傾向、したがってアドバイザーとしての責任が課されるような方向に向かっていくのではないかと思います。

b 顧客を知る義務

次に顧客を知る義務についてです。

顧客に適合する商品を推奨しようとするならば、また、顧客に適合しない商品を勧誘しないようにしようとするならば、金融機関が顧客についてよく知ることが重要です。例えば、米国の CFTC がドッド・フランク法に基づきスワップ業者の行為規範について定めたルールでも、顧客にデリバティブ取引を推奨しようとする業者は適合性原則に係る義務を果たす前提として、顧客の投資プロフィールや投資目的、損失吸収能力に関する情報を収集することが義務付けられています。実際にどのような情報の収集義務を課すか、金融機関としてどの程度の努力をすれば義務を果たしたといえるか等の点で具体的な課題はあるものの、情報収集義

務を課すという方向性自体は妥当なものであると思われます。

c アフター・ケア義務

最後にアフター・ケア義務です。

契約期間が長期間にわたるようなデリバティブ取引については、その後の相場動向等により顧客としては解約して手じまいをすることを検討したほうがよいような場面も出てくるように思われます。しかし、そうした判断は顧客にはなかなか容易ではありません。少なくとも中小企業や個人との取引においては、いったん商品を販売したから終わりではなく、変化する市場環境に照らして適切な対応について助言するという義務を金融機関に課することが検討される必要があると思われます。

以上、まとまりなく色々な考え方をご紹介させていただきました。大雑把な考え方しかお示しできておらず、具体的に考えると色々な問題があるものもあるでしょうし、またそもそも考え方として妥当とはないのご意見をいただくものもあるかと思います。ただ、このような学会の場において色々な考え方が示され当否が議論されることが望ましいのではないかと思います。あえてやや思い切った内容についてもお話をさせていただきました。

ご清聴ありがとうございました。

報告 2

金融 ADR の現状と今後の課題

——為替デリバティブ取引の問題点を踏まえて——

弁護士 本 杉 明 義

1 金融 ADR の現状と課題

(1) はじめに

こんにちは。弁護士の本杉でございます。

今日はこのような、歴史と権威のある金融法学会という学会にお招きいただきまして、こういう貴重な経験をさせていただきますことについて、まず感謝申し上げます。その中で、私の役割は顧客側でこの為替デリバティブの問題を金融 ADR、民事訴訟もやっておりますけれども、経験をたくさん持っているということで私が選ばれたと思いますので、ここにいらっしゃる皆様には、金融機関に所属している方もいらっしゃると思いますので、あまり聞きたくない話も多々あるかと思いますが、こういう場での報告だということでお許し下さい。

では早速具体的な話に入ってまいります。レジュメに沿って話をして参ります。

(2) 為替デリバティブ問題における金融 ADR の評価

私自身はこの為替デリバティブの問題につきましてはもう今から3年以上前から相談を受けるようになり、おそらく相談を受けた件数でいうと全国の中小企業から200社は軽く超えております。社長さんから相談を受けて、契約をしてしまったがために毎月何百万も金融機関にお金を払っている、毎日毎日、朝起きたときの為替のレートが気になって本業が手につかないと仰っている社長さんも少なくありませんでした。そういう中で、金融 ADR という制度が約2年前に出来上がって発足し、実際に金融 ADR に持ちこまれて解決が図られているということになっておりまして、私も金融 ADR が発足する前は民事裁判を起こしておりましたけれども、金融 ADR が活用できて解決が図られているということを知ってからは、金融 ADR の申立てを行うようになり、おそらく FINMAC と全銀協で100件はいかないかもしれませんが、それに近いくらいの件数の申立て、ADR の経験を持っております。

諸外国の話を簡単にさせていただきますと、先ほど森下先生がマス向けのデリバティブ商品で、中小企業が被害を被っているのは日本だけではないという話がありました。イギリスでは今、金利スワップで中小企業が集団的な被害を受けたことに関して非常に大きな問題になっております。FSA という日本でいう金融庁が発表している資料を見ましても、イギリスで販売されていた銀行が販売していた金利スワップ商品は、単純な金利スワップ商品ではなくてギャップとかレバレッジ、つまり一定の水準以上に金利が下がると顧客側が払わなければいけない金額が2倍になったり3倍になったりとか、あるいはある枠をくくってこの範囲に入ったらお金がもらえると、そういう複雑な条件がつけられた金利スワップ商品が多数販売されていて、それが集団的な被害になって金融庁も乗り出して補償の話になっています。イギリスだけではなくて、隣国の韓国でもこれは2008年の暮れにウォン安で200社以上の韓国の輸出企業が大損害を被りました。韓国では直ちにKIKO被害対策共同委員会という委員会が立ち上がり、その委員会を中心に韓国の場合はずっと集団訴訟に入っております。その集団訴訟の判決がもうほとんど地裁、高裁と出ていて上告審ではまだ判決が出ていないのですが、これまでのところ2010年頃は顧客側が敗訴する事件がかなり多かったようです。しかしながら、だんだん顧客側が勝つようになってきて、最近までは銀行側に責任が認められたケースでもおおむね2割から5割の賠償責任であったところが、2012年の8月23日のソウル中央地方裁判所は顧客企業が被った損害額の6割から7割、金額でいうと合計136億ウォン、日本円で約9億4千万円を銀行に賠償しろというように命じました。これは資料1です。これは簡単な新聞の切り抜きのようなものですが、私自身はこの判決の原文を手に入れて和訳もしておりまして、おおむね内容は理解しております。予定ではKIKO被害対策委員会の人と近々意見交換をする予定です。

そういう中で、日本の場合はどうなのかという話に戻りますと、日本の場合は結局金融ADRというものがありましたので、直ちに民事裁判に一気になだれ込むということではなく、金融ADRでかなりの件数が解決されていたと。我が国では金融ADRが訴訟前のクッション的な役割を果たしているというように書かせていただきました。金融ADRという制度がなければ、かなりの件数が一気に民事裁判に流れていただろうと思いますが、金融ADRが機能して、金融ADRで一定の解決が図られているということがありましたので、一気に裁判に入っていくこ

とはなかった。そういう意味で金融 ADR というのはこの為替デリバティブにおいては非常に機能したといえますか実績があがっていたというように思います。しかしながらというように書かせていただきましたが、韓国と違うのは、韓国はたくさん判決がでております。判決というのはやはり今後の指針を示すために重要な法創造機能を持っていると思うのですが、今までのところ日本の場合は金融 ADR という曖昧模糊とした世界で解決が図られてきたため、拠りどころとなる指針のようなものができていない、できるのが遅れているということになっていると思います。

それからレジュメ19頁の下から2行目くらいを見ていただきたいのですが、金融 ADR は事実認定の場ではないということによく言われます。それもそのとおりだと思います。しかも短期間で結論を出さなくてはいけないという物理的な限界もあります。そのために特定論点に偏っている傾向があると思います。具体的にいいますと事情聴取期日というのが非常に重要なのですが、事情聴取で何をあっせん委員の方が聞くかといいますと顧客企業の商流を確認すると。どういった品物をどこから仕入れているのか、値段はどうやって決めているのか、ではその仕入れた品物をどこに販売しているのか、販売するときの価格をどうやって決めているかということを確認してヘッジニーズがあるのかなのか、あるいはヘッジニーズがあるとした場合、どれくらいの金額のヘッジニーズがあるのかということを確認して、その点について銀行側に調査不足、検証不足であれば、それをあっせん案に反映させる。おおむねこのパターンが確立しております。そのため、他の論点、例えば商品性の問題のような民事裁判であれば当然正面から議論されるはずの銀行が為替リスクをヘッジするための商品だと言って勧誘販売しているにもかかわらず、実態がヘッジ商品になっていないではないかとか、それから契約の内容が一方的で不公平ではないかとか、それから契約時点で専門の業者に鑑定してもらおうとスタート時点でマイナス何千万とか、マイナス何億円という含み損を抱えている状態でスタートしている、こういったことに問題がないのか。それから、中途解約時の解約金について、これは銀行側から計算根拠を示されるということはないのですけれども、計算根拠が示されることがないような解約自体、解約金自体が適正妥当であるのかどうかとか、それから従来からこの種の組上では議論されている説明義務の問題、この辺がほとんど議論の対象になっていないがゆえにあっせん案に反映されていないという問題はあると思います。これは物

理的な限界とか、事実認定の場ではないということから導かれる限界なので、これ以上はどうしようもないのかもしれませんが、金融ADRではそういう限界があります。

それから、私はもうかれこれ2年近く金融ADRを経験しているのですが、最近の傾向としては負担割合がどちらかという顧客企業側に厳しくなっているように感じます。それは事案による厳しさであれば納得性があるのですが、私の経験では事案ではなく、事案はほとんど同じなのに、なぜか負担割合が顧客企業側に厳しくなっている。銀行の負担が少なくなっているというように感じます。それからこの為替デリバティブ取引については、3年とか5年とか7年とか10年という長期の期間で契約しているのですが、だいたいリーマンショック前に契約している事例が今問題になっておりますので、だんだん終わりに近づいてきているのですね。契約がもう既に終了してしまっていたり、あるいは銀行に勧められて合意解約し解約金を借入金で払っているとかいう形で契約が既に終わってしまっているというケースが最近是非常に増えてきています。そうすると、ADRで何を申立てするのかといいますと、今までは残っている未払金とか解約精算金、これ以上払えないという未払金、解約精算金を減額してほしいという申立てで、実際ADRの場で負担割合を決めて、例えば5割とか3割とか7割とかいう金額を銀行に負担してもらおうという形で解決が図られていたのが、今後は過去の損害の取戻しというところに重点が移っていくはずなのですが、過去の損害の取戻しという点では金融ADRはほとんど機能しておりません。これはなぜかという、銀行側が過去の損害の取戻しには応じませんというようにはっきり言っている銀行もありますし、そういうスタンスを貫いている限りは過去の損害の取戻しという点では、金融ADRはほとんど機能しないと思います。そういう意味で、為替デリバティブ取引の問題解決という面においては、金融ADRの役割は終わりを迎えているのではないかと私には思っています。つまり終わりを迎えているとはどういうことかという、次のステージ、民事裁判に主戦場が移っていくであろうというように考えています。

(2) 金融ADRの現状と課題

それから金融ADRの現状と課題ということで、いくつか書かせていただきました。まず全銀協とかFINMACで果たして中立公平な運用が期待できるのかと、これはあっせん委員が中立公平ではないと言っているわけではないのでそこは誤

解していただきたくないのですが、よく相談者からこういう質問をされます。全銀協とかFINMACというのは金融機関が作った組織なのだから、そうしたところで中立公平なADRはできないのではないかとというようによく言われます。実際、あっせん場に出て行ってみると、あっせん委員の先生が非常に重要な役割を果たしているのですが……。

弁護士会にも金融ADRというのがあるのですがけれども、私は弁護士会の金融ADRも利用してみようと思って調べてみたことがあるのですが、これは金融機関が弁護士会と協定を結んでいないので利用できないのですね。今、問題になっている為替デリバティブ取引については、弁護士会の金融ADRは協定を結ばれていないので利用できないことになっています。

では次、あっせん委員の人選、組合せは適切か。あっせん委員をどういった基準で選んでいるのかということは、正直わかりません。おそらく専門性ということから、ある程度金融の知識、経験のある方という前提で選んでいらっしゃるのだと思いますけれども、どうしてもそうなってくると金融機関に近い先生方に偏るように思います。それからあっせん委員の先生も非常にばらつきがありまして、本当に良いあっせん委員の先生に当たるかどうかという、運によって結果が大きく違ってくることがあります。こういった不公平感をなくすためには、例えば弁護士会の金融ADRではあっせん委員名簿の中から、あっせん委員を選べるようになってきているようなのですが、そういったことを取り入れるとか、あるいはあっせん委員の選任の仕方について外部に委託するとか、ある程度あっせん委員の人選についても透明感を持たせたほうがよいのではないかとというように思います。

それから、ユーザーから見て納得感のある手続になっているのか。これは事実認定に踏み込まないという命題がありますので、証拠調べするわけではありませんから、限界があることは理解しておりますけれども、誰がどうみても常識的ではない主張が銀行側から出されている場合は、そこはやはりあっせん委員から厳しく銀行側に指摘していただいて、その点はあっせん案に反映させるといったことをしていただければと思います。

銀行側はあくまで為替リスクのヘッジだということにこだわり続けているので、例えば、仕入商品の原材料が外国産だから為替リスクがあって、それをヘッジする必要があるとかです。非常に常識的ではないような主張がなされるこ

とがあります。それから70歳を超えるような高齢の社長にデリバティブ取引を説明して十分に理解が得られたとか、そういう主張もなされることがあります。こういった主張も同じです。

それからあっせんの進行やあっせん案の内容が合理的か。これは先ほど申し上げましたが、去年の今頃に比べると負担割合が顧客企業側に厳しくなってきているというのは合理的ではないのではないかとこのように考えます。つまり、銀行側がどこまで譲歩できるかによってあっせん案が決まってくるというのが合理的ではないのではないかとこのことです。

それから金融ADRにおける紛争解決機能のところで、伝家の宝刀という形で用意されている特別調停案というものをあっせん委員が出す権限が与えられているのですが、私を知る限り、全銀協、FINMACともに、この為替デリバティブの案件で特別調停が出たという話を聞いたことは一度もありません。たぶん今後でもでないのではないかとこのように思います。そういったことから、先ほども申し上げたとおり為替デリバティブ問題については契約の終わりに近づいてきているがために、これからはもう既に支払った損害の取戻しはどのようにするのかということに重点はシフトしてきていますので、そういう意味では金融ADRはなかなか利用しにくいなあというように思います。したがってある一部の法律事務所とか一部の弁護士は、金融ADRから引き上げ始めているという話を聞いております。

それから原則1回の期日が適切かという問題ですが、これも物理的な限界があるので1回で終わらせるということにしておりますけれども、先ほど申し上げたとおり、中小企業にとって切実な問題、会社を潰すか潰さないかという非常に切実な問題を、1回2時間程度の事情聴取だけで結論を出すというのは非常に酷だというように感じます。

2 為替デリバティブ紛争の法的論点

(1) 福岡高判平成23年4月27日の影響

続きまして、為替デリバティブ論争の法的論点という話に入ります。為替デリバティブ取引の紛争の指針となる判決というと、福岡高裁判決は為替デリバティブではありませんが、中小企業と銀行との間の店頭デリバティブ取引という点では共通しておりますので、この判決は参考になるのではないかとこのように思います。それで福岡高裁平成23年4月27日の判決をちょっと見ていきたいと思うの

ですが、簡単にまとめました。そこに、プレーンバニラタイプの金利スワップの取引において重大な説明義務違反があったというように言い、契約が信義則上無効であると、この判決が思いきっているなあと思うのは、重大な説明義務違反を理由に信義則上契約は無効であると、私もこういう事件を民事裁判で多数扱ってきておりますけれども、だいたい損害賠償請求の範疇で処理し、おおむね適合性というよりも説明義務違反で金融機関側の違法性を認め、損害の公平な負担という観点から過失相殺していくという形で結論を出しているのがオーソドックスで一般的なのですが、この福岡高裁判決は契約が無効だというように言っております。通常、説明義務違反というのは損害賠償請求の法的な根拠にとどめて契約の無効の理由にはしていない、まったくないわけではないと思いますけれども、普通はしていないので、そういった中ではかなり珍しい判決ではないかというように思います。

福岡高裁判決がなぜこういう処理の仕方をしたかなんですけれども、この金利スワップ取引も為替デリバティブ取引もそうなのですが、何年かにわたって一定の条件で契約を履行していくような内容の契約で、福岡高裁の事案では顧客企業が途中で支払を止めたのです。為替デリバティブ取引でも顧客企業が支払いできないということで、途中で支払を止めているケースが非常に多いのですが…支払を止めております。そして銀行側が高裁で未払金の反訴請求をしてきたのですが、それは契約が無効だから支払義務はないということで否定しております。それから契約を履行したことによって既に発生した実現損、顧客企業が既にお金を払うことによって被った実現損については、これは4割過失相殺しております。トータルで見ると、判決文に金額がでておりますのでそれを見ていただければわかるのですが、銀行側が請求した未払金というのが4654万円プラス利息です。顧客のほうが損害賠償請求で請求しているのが1300万円強くらいです、4割過失相殺して790万円くらい賠償請求を認めているので、トータル6000万円の中で、結局、銀行負担になっているのが5500万円くらいになっているのです。ということは、全体の負担割合でいうと、9割以上銀行が負担しているという形になっておりますので、この判決は銀行側からいうと全面敗訴の判決だというように思います。韓国の事例でもせいぜい6割から7割の賠償が認められたということで、今でもかなり騒いでいるくらいのなかでは、非常に銀行の負担が重く認められた判決だというように思います。為替デリバティブ取引についても、やはりこれからの未払

金、解約金の問題と、既にもう発生した実現損の問題、損害といっても2種類できますので、これから払う分については、なかなか損害賠償請求の範疇で処理することは難しいのではないかと思いますので、そういう意味で福岡高裁のこの理論構成というのは参考になるというように思います。

この福岡高裁の判決に非常に影響を及ぼしたのが、高裁の段階で提出された学者の方の意見書です。私は学者の方の意見書を読みました、ほとんどこの意見書をそのまま採用して判決文を出したのではないかなと思うような意見書です。この学者の方は銀行にも勤めていらっしゃる方で、金融工学の知識もかなりおありで、そういった観点からかなり詳しい意見書を書いてだしております。先ほど森下先生が福岡高裁のこの判決文を詳細に出されたと思いますので、それを参考に見てですね、レジュメの17頁の④の3行目くらいから、「本件銀行説明においては、前期認定の事実関係からすると、契約締結の是非の判断を左右する可能性のある、中途解約時における必要とされるかもしれない清算金につき、また、先スタート型とスポットスタート型の利害等につき、さらには契約締結の目的である狭義の変動金利リスクヘッジ機能の効果の判断に必要な、変動金利の基準金利がTIBORとされる場合の固定金利水準について、これがスワップ対象の金利同士の価値的均衡の観点からの妥当な範囲にあること等の説明がなされなかったことからすると、同説明は、全体としては極めて不十分であった」というように言っており、かなり高度な説明義務を認めているという感じがします。少なくとも金利スワップというのは比較的一般的な商品で、契約の条件を理解するのはそう難しくはないと思うのですけれども、少なくとも基本的な商品の仕組みとか、契約の条件さえ認識理解してればいいというレベルではない。もっと高度な説明義務を銀行に課しております。かなりこの辺になってくると専門的なので、専門家でないとうわらないような話だと思うのですけれども、結局専門家が見るとこの契約はヘッジ効果が働かない、不適切な条件の契約だったからこういう判決になっているのだと思います。なかなか中小企業の側は設定されている金利水準が適切かどうかというのは、これはわからない、なかなかというより、まずわからないと思いますけれども、実際に金融工学の見地から調べてみると不適切だということがわかるということです。同じことが為替デリバティブ取引の場合もいえるのではないかとということで資料2と資料3をあげたのですけれども、資料2がですね、本来は顧客に渡すべきではない銀行の資料がたまたま顧客に渡されていて、25頁

の一番上のところに、スワップスプレッド0.21172%、支店収益が2千万強、つまり、あの差をつけるとこういう収益が落ちるんだよと契約締結をしていることがわかります。それから資料3は、これもメガバンクが販売していた、ギャップ、レバレッジ条件付きの為替デリバティブ取引で、これは何がわかるかといいますと、契約締結時点で、28頁の原告の評価損失というところで、マイナス3億3184万円強の、つまり契約締結時点でこれだけ原告側が評価損を抱えていたと、この取引をすることによってわかるわけです。この資料3の事件の特徴は、これは今も係属中なので詳しいことはいえませんが、契約の締結の2カ月後くらいにやめたいという申出をしたのですね。やめたいと言ったならば、辞めるためには3億円お金が必要だよと、そこでびっくりして紛争になっていったと。それで、2007年10月30日の時点でも時価評価のマイナスも3億円を超えていて、こういったことがあって、2カ月後、たいして為替レートも動いてないと思われまじけれども、解約するためには3億円必要だと、それで解約できなかったということで紛争になっている。

それでもう一度レジュメの21頁に戻りまして、一定のレートを決めて円貨と外貨を交換してただけの契約であればまだわかりやすいのですけれども、このギャップだとか、レバレッジとかノックイン、ノックアウト、デジタルオプション、ノッジオプションといろいろな条件がだんだん付け加わっていつてしまっていて、結局契約時点で自分が有利なのか不利なのかがよくわからない契約になっているのです。そういう契約が非常に多いというような印象を受けます。

(2) 適合性原則違反

それから22頁、23頁、時間がせまって参りましたので、簡単に駆け足で、適合性原則違反、もっぱら金融ADRで議論されているのですけれども、顧客企業のヘッジニーズに合っているのか、合っていないのかということがよく議論されています。それから財務耐久力ということもよく議論されています。財務耐久力を調べるときに、何と何を比較すべきなのかという問題もありますけども。

(3) 説明義務違反

それから説明義務違反についてちょっとだけお話ししたいのは、店頭デリバティブ取引だということが、私は1つポイントではないかと思っています。韓国の判決とか、福岡高裁の判決を見ている場合、やはり金融のプロ中のプロである銀行と、素人のアマチュアの中小企業とが、取引所を介さずに、相対でデリバティ

ブ取引をしているというところが説明義務を高度化する理由になっているのではないかというように思います。

それから中途解約金の説明義務違反ということについては、大阪産業大学事件が、これは銀行ではなくて証券会社ですけれども、中途解約時の解約金についての説明が足りなかったということで、損害賠償金を課しているという事例があります。

30分ということですので、私からの話は以上とさせていただきたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

報告 3

デリバティブ取引と紛争解決

弁護士 和 仁 亮 裕

1 リーマン・ショック後の世界でデリバティブ問題を語ることの難しさについて

(1) グローバルな状況

今日のお話ですが、この問題を語るのはあまり愉快的ことではなく、私と森下教授は、どちらがどれだけ友達を失うだろうなということで賭けをしております。森下教授と私は、基本的には同じ見解なのですが、ちょっと立場が違います。先ほど森下教授から、いくつかご質問をいただきましたので、本日はそれについてもお答えしていくという形にしたいと思います。

細かいことは金融法務事情（1951号28頁以下）に書いた論稿で理解していただけていると思いますけれども、今の状況では、国際的にも国内的にも、デリバティブといったらもうそれだけで悪だという安易な見解が広まっています。AIJという年金を運用している投資顧問が損失を発生させたときも、当初はデリバティブのせいだと皆が決め付けました。実際にはタコが自分で自分の足を食べて、新しい加入者の抛出した金を配当に回していたというだけであって、デリバティブは全然関係なかったわけですけども、何かというとデリバティブだということで、非常に叩かれている時代であることをまずご認識いただけるとありがたいです。

これは世界的に見た場合も同様な状況でありまして、2009年のピッツバーグ・サミットでデリバティブについてシステムック・リスク回避のために厳しい規制をかけようということになり、神作教授が後で説明されますCCP等の新しい制度導入ということで、みんな足並みをそろえてやりましょうということになっておりますが、実際には、先頭を走っているアメリカに真面目な日本が一生懸命追いついていこうとしているだけの話であって、ヨーロッパ各国等は結構ガタガタしていて、追いつけそうにないところもあります。

結局、アメリカの言っていることは、昔の話で恐縮ですが、トロツキーの「世界同時革命論」みたいなものなのですね。同じアメリカの基準を世界に当てはめ

て、世界各地で民主的な各国政府による金融規制の革命が起こるということを考えているのですが、各国はそれぞれ違う歴史、法律制度、金融法規制体制を持っていますから、そのアプローチはそもそも無理だと思うのです。

もう1つ、問題をややこしくしているのは、ユーロゾーンでガタガタとしていることです。最近のロンドンの法律家達は、ギリシャがユーロから脱落するというのは、もう既定の事実として、その次のスペインとイタリアをつなぎとめるにはどうするのだという議論をしているようです。フィナンシャル・タイムズの記事等をざらんにすると、そういうことが読み取れると思います。しかし、法的にユーロゾーン・クライシスを解決するには多くの問題があります。そして政治が絡みます。

また、世界的に景気が減速しています。アメリカは少し持ち直してきましたけれども、世界経済の希望と言われるアジアも悪いです。ヨーロッパはもうどん底ですけれども、アジアも決して良いとは言えません。しかしながら、外見はどの国もかつての大不況時代とは違うのですね。皆、結構お金を持っているようにも見えるという時代なのですが、景気は確かに減速している。

金融法務事情の論稿には書きませんでしたけれども、LIBORのスキャンダルもいろいろ問題を引き起こしています。LIBORというのは指標にしすぎないのであって、適当な遊びの幅があるはずだろうという考え方に対して、いや指標なのだから公正かつ透明性を持ってきちんと決めなくてはいけない、公的にきちんと管理しなくてはいけないというのが、この間のウィトリー・レビューの趣旨ですけれども、そこまで厳しくやらないといけないのですかね、金融というのはある程度の不透明さがあってこそ活気が出てくるのではないかという見方も十分根拠があるように思えます。ご案内のように、TIBORというのは報告者にかなり裁量を認める定義になっていまして、ぎちぎちに決める必要はないという形なので、逆に不正作業をすることは難しい。

もう1つ言えることは、LIBORはいろいろ糾弾されていますけれども、あれは複数の銀行が共謀して数字を出さなくては成立しない指標で、そのため複数行が共謀しないと不正行為が始まらないのですが、何か1行だけがおかしいことをやったということで、それを殊更に新聞が書きたてているというのではなかなか理解できないところもあります。もちろん金融市場参加者のモラルの問題としては深刻です。LIBORはデリバティブ取引によく使われているわけですがけれども、そ

ういう指標というものに対する考え方が、今まで何となく絶対に神聖にして侵すべからざるものと思っていたという思い込みに問題があるのではないかなと私は思うのです。

(2) 日本の状況

逆に、日本の状況はどうですかというと、1998年の日本長期信用銀行等の危機以来もう憂うべき期間がほとんどでしたので、2008年のリーマン危機のときなどは完全にこれはデジャヴ（既視感）ですわねという話になった。システムック・リスクを絶対に回避しなくちゃいけないというので、岩原教授からのお話にもありました金融審で議論中です。一般には金融機関の救済に税金を使うというトゥー・ビッグ・トゥー・フェイルという考え方を撲滅しなくちゃいけないというアメリカの考え方のコンテキストで議論がされているように報道されているのですが、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル、要するにつぶすには大きすぎる、あるいは、トゥー・コンプリケティッド・トゥー・フェイル、つぶすにはあまりにも複雑すぎる、そういう対応策をなくそうとしてもそれは常識的に言って無理です。税金の投入をしなくては金融システムが持たず、国家の経済が持ちません。問題が起こったときに、いろいろそういうキレイ事を言っている国のレギュレーターが何をやったかということ、結局税金を投入して金融機関を救うということをやった。で、それはけしからんと言うのですけれども、日本長期信用銀行、今の新生銀行などの例を見ますと、事実上その投入した税金は返ってきているのです。そうすると、景気が悪いときに景気対策でお金を入れて、後で税収が上がってきて回収するのと同じ話ではないでしょうか。残念ながら理念が先行してリアリスティックな形での議論がなされていない。やはり、もっとクールな議論が必要なのではないかと思います。

もう1つ、日本の状況で問題なのは、ドッド・フランク法に基づく規制の到来です。ドッド・フランク法に関しては、アメリカのスタンダードを各国に押し付けるという結果が発生しています。要するに、アメリカの規制の域外適用を広く認めている。でも、それは現実的なのだろうか、それはおかしいのではないかということ、やはり日本の金融機関の皆様も、それから金融当局もはっきりと国際的に説明して相手国に納得させるということが必要なのですが、その作業が日本は拙いです。わかってくれるだろうと勝手に思い込んでいるというところが多いと思います。

2 日本市場の問題についてももう少し法律的に論じると

(1) ホールセール（大口取引）市場とリテール（小口取引）市場

日本の市場の問題についてももう少し論ずれば、先ほど森下教授からお話がありましたように、大口取引市場と小口取引市場とが区別されていないという問題があります。金商法ではデリバティブに関して、一応資本金10億円以上という基準を設けて大口取引市場というものを認めたわけなのですけれども、そんなにうまく市場が分けられているかということ、よくわからない状況です。

(2) デリバティブ取引と賭博罪——デリバティブ取引の性質——

先ほど、森下教授は、デリバティブ取引と賭博罪の関係について、やはり問題になるのではないかと、投機的な商品の販売は賭博なのだ、やるべきではないということとして禁止すべきだ、あるいは私法上も無効とされるべきだという考え方を示されたのですが、これは非常にわかりやすい議論なのです。しかし、投機というのは悪いことなのでしょうかということについての議論が、日本ではきちんとできていません。これはデリバティブの世界にずっと関わり続けている私としては、そういうことをおっしゃるのだったら、はっきりと禁止されるべき投機行為の基準を作って示していただきたい。そういう作業を我々法律家はやらなくてはいけないのではないかと思います。

デリバティブ取引というのは、複雑怪奇とか半人半獣とかいろいろ非難されていますけれども、基本的にはリスクを分解してそれをマネージしてコントロールしようということが出発点のはずでした。それには市場は常に変動するものであるということを理解していただかなくてはいけないのですが、そこが一般社会の方にはなかなかわかっていただけない。裁判官にはもっとわかっていただけない。金利なんかは固定が当然だと思われるという前提に立った判決を読んでいると、そういう印象を禁じ得ません。何かおかしいのではないのか。

つまりリスクをヘッジしようとする、そのリスクを投機目的で引き受ける人は絶対に必要になるわけです。それがどうしていけないのかというところの議論、どの程度のリスクを引き受けるような投機的行為ならいいのか、どの程度なら悪いのか、はっきりしていません。それで業者規制というのがあって、業者で一定の資格を作って、こういう人たちならやって良いのだらうということを決めているのが金商法のシステムではないかと思えますけれども、ここのところを理解するのが難しい。なおかつ、ヘッジと投機の関係というのは非常によくわか

らない。論稿にも書きましたけれども、フル・ヘッジというのがなかなかできない。オーバー・ヘッジになったり、過少ヘッジになったりするのによく起こることです。ただ、ヘッジ目的で取引をやりたいという人に投機商品を持っていくというのは、これは倫理違反でもう論外な話です。これはやめたほうがいい。そのような取引について、法的に金融機関が責任を問われるということはこれは当然だろうと思います。

しかしながら、ヘッジ行為と投機行為とがまざっているという人間の強欲さです。これをどう考えるのか。裁判所としてどう考えるのかということは、これから考えていくべき問題になるのだろうと思います。

それからもう1つは、金融ADR制度のところで申し上げますけれども、金融機関としては金融ADR制度で和解をしようということになると、やはり社内での和解は正しかったという理屈を見つけなくてははいけない。そうしないと取締役等の善管注意義務上の責任が発生する。もちろん担当者の責任も発生するでしょう。そうすると、やはり金融機関としては引けないのです。自分たちのやったことが正しいということで会社を動かしてきた訳なのですから。ある研究者の方からは、金融ADR制度にかけた結果こうなってやったのだからこれは金融ADR制度の結果ということで、もうそれ以上の説明はする必要はないのではないかと。ご意見をいただいたのですが、金融庁が許してくれないでしょう。甘い条件で和解すれば、何でもこういうケースで和解したのですか、内部統制上おかしくありませんかということは必ず言われます。法化社会ということで久保利先生が推奨されてきた、いわゆる何でも法的にきれいに理屈で説明できる透明性のある世界の一部なのですけれども、それを徹底しようとする逆になんかところで苦しい現実が発生してしまう。

(3) 過失相殺と法的整合性

それから後でも申し上げますけれども、判決で過大な過失相殺が非常に多すぎます。例えば8割過失相殺という現象です。これも論稿の中で書きましたけれども、要するに金融機関のほうとしては、8割過失相殺だったら自分達のやったことは実は正しかったのではないかと。安心感を持つことにもなるわけです。逆に、原告側の弁護士は悪くても2割取れるのではないかと。金融ADR制度の手続を申し立てるとか、または訴訟を起こすことになります。デリバティブの場合は金額が大きいのですから、請求金額が100億円だったら2割でも20億

円ですから、それで成功報酬で1億円といったらすばらしいものですよ。これは法的に望ましいことなのだろうか。

そういうことで、金融ADR制度とかあるいは金融訴訟というのはもうかるものだという分析がなされてもこれは不思議ではない。ではどんどん起こしてやれということなのですが、それでは金融機関もたまらないでしょう。本来金融取引というのはかなり各取引の個性が強いということで、その個性が強い案件の準備にやはり法律家は時間を投入しなくてはいけない。そうするとそんな簡単に済むものではない。そここのところを受任される弁護士はどう考えておられるのかなということも、私は弁護士ですけれども、弁護士倫理の見地から考えなくてはいけないということも思います。

3 金融ADR制度を考える

(1) 軽装備の紛争解決手段

金融ADR制度に関しては、これは本来は岩原教授が金融審で担当された制度ですし、私も委員でございましたから上記のような事態になっているのはちょっと残念なんです。基本的には金融ADR制度は軽装備の紛争解決手段であって、事実認定もしないし法律判断もしないということが基礎にあるはずです。先ほど言いましたように、双方折半で歩み寄りましょうというのが金融ADR制度のシステムだとすると、コンプライアンスの見地では、いやそのためには理由が要りますよという話になる。もちろん通常金融機関はレピュテーション・リスクを考えなくてはいけませんから、ここで内々で処理したほうがいいのですよという見地からマネージメントを説得できるという場合もあります。誰が見てもこれはおかしいよという場合に対応するため、またはそもそも金融機関に対して金融ADR制度が存在しなかったときに、金融機関に対して異議を申し立てることが難しい場合に対応するために、例えばローンでお金を借りていてそのような状況下で他の取引について銀行に文句を言わなければならないとすると、日本人は結構気にします。右手でけんかしながら左手で握手というのは日本人はなかなかできませんので、金融機関の取引先はそこで自己抑制してしまうということがあったわけです。けれどもそういう拘束を解き放とうではないかというのが、金融ADR制度を設けた時の金融庁の方々のお考えの1つだったと理解していますが、やはりそここのところで現実にはちょっと違うところへ来てしまっているという感じがいたします。事実認定もしないしそれに基づく法律判断もしない。そうす

ると、自分もちょっと後ろめたいところがあるよねという場合であれば金融機関との間で和解の話ができるのですけれども、そうでない場合には金融 ADR 制度では議論が片付かない。適合性原則違反であるとか説明義務という法律問題の場合がそうです。殊に事実に基づいて議論しなくてはいけない説明義務の問題になると、金融 ADR 制度に載せるのは難しい。金融機関はお金持ちだから、Deep Pocket Theory で譲るべきだという主張を申立人の側の弁護士はされますけれども、金融機関が和解に応じてお金を支払うにはその裏付けが必要であり、それについての合理的な説明が必要なんです、それが無いという状況になります。そうすると、こういう Deep Pocket Theory に基づいて支払うというのはなかなか難しい。

(2) 金融 ADR 制度の将来像

先ほど本杉先生は、為替デリバティブについての紛争で金融 ADR 制度が効果を発揮する時代はもう終わりつつあるとおっしゃいましたけれども、基本的には金融 ADR 制度に法律的な争点しかないような案件は持ってこないほうが適切であるということになります。そういう案件は最初から裁判でやったほうが良いと考えます。

金融紛争については全銀協と日証協 (FINMAC) の 2 つの金融 ADR 制度がよく使われていますけれども、全銀協の制度はその辺を意識してやっておられるのかなという感じはしております。当事者の納得感ということを本杉先生は強調されていたように思いますが、金融 ADR 制度では当事者は納得というのはなかなかしないものです。やはりお金を失ったのはあいつが原因だ、あいつがこういう話こういう投資の話を持って来なかったら、こういうことにはならなかったというのが損失を被った投資家の心境でしょう。私だってそのような状況に置かれたら同じことを言うでしょう。だから納得感を持つというのはなかなか難しいです。ここが事実認定と法律判断を伴う裁判上の和解とはちょっと違うのではないかなと思います。

いずれにせよ、今まで申し上げましたように金融 ADR 制度というのはかなり問題を抱えた制度であり、なおかつ少なくともデリバティブ取引をめぐる紛争について、その機能に期待しすぎるのはどうなんだろうということになります。金融 ADR 制度の結果についての公表資料も短かすぎて内容が捉え難いという問題があります。簡潔すぎてどういうアプローチで読んだらいいのかわからないこ

とが多いのです。このように、金融 ADR 制度の利用結果資料の公表方法も改善の余地があると思います。

4 適合性原則をもう一度考える

(1) 適合性原則違反は取引の即無効をもたらすのか

次に適合性原則について少し触れさせていただきますけれども、私も適合性原則から著しい逸脱あった場合には不法行為が成立するという考え方には全然異存はありません。ただ著しい逸脱とは何なのでしょう。もう1つ、弁護士は著しい逸脱がある場合には、公序良俗違反または信義則違反で契約の効力が即無効という議論をしたがります。先ほどの森下教授が引用された福岡高判平23.4.27のお話も信義則違反で即無効と言ったんですが、何でそういう論理構成を採用したのだろうなと思います。

(2) 金融商品販売法の考え方

金融商品販売法を作ったときにどうい議論がなされたかということ思い出してみたいと思います。無効という構成を採用してしまうと、その取引の無効により連鎖している取引がみんな影響を受けてしまいます。そこで法律的にきれいに整理するには、不法行為で構成したほうがよいのではないかというのも不法行為構成が採用された1つの理由でした。そのような配慮なしに即無効という粗っぽい議論を持ち出してくるというのは、不適切ではないかという感じがします。

(3) 適合性と説明義務との区別を

適合性原則は要するに、一定の投資家にはこういう商品を売ってはいけないという、そういう群としての投資家を選別してしまうということになります。ですからその場合、具体的案件に応じて個別の判断要素を入れるということは可能ですけれども、金融機関は多数のお客さんを相手にしていますので、やはり適合性の判断基準というものはかなり一般化、類型化されざるを得ないと思います。

投資家が引き受けるリスクが高すぎるから適合性原則に違反するという議論が時々されていますけれども、先ほど本杉先生がおっしゃっていた財務耐久性を押さえれば別に問題はないはずで。財務耐久性がないようなところに投機性の高いデリバティブを売ろうとしても、それはそもそも適合性原則のところで義務を充足することはできなくなっていることになります。

ただ、金融商品に投資することが自分に適合するかどうかというのは、最終的には投資家が決断すべきことなのですね。それが一応、外から見ても客観的に証

明できるかどうかというのが業者に課されている適合性原則のほうです。適合性原則が充足されればあとは説明義務の話であると議論を整理したほうがいいと思います。今、我々の業界の中では適合性原則も説明義務もごっちゃにして議論しています。裁判所もそういうところがあります。ここで概念整理をきちんとして、認識を共通にさせていただいたほうがよろしいのではないかなと思います。

次に説明義務のところに入りますけれども、説明義務の対象には価格変動リスク、信用リスク、流動性リスクなどがございます。ただ、先ほど森下教授はデリバティブは車とかコンピューターとは違うのだということをおっしゃっていたのですけれども、車だって、コンピューターだって、メンテナンスしなくてはいけないわけです。そうしないとどんな事故を起こすかわからない。結局、その予防としてきちんとしたメンテナンスをしなくてはいけない。一度投資したらあとは知らないよ、君、うまく運用してくれよという預金とは全く違うということについての意識が投資家にも欠けていたし、売っている側、殊に金融機関には欠けていたのではないかという感じがします。

でも、あまりたとえ話の議論をしても生産的ではないのでもう少し具体的にご説明しますと、我々が株に投資をするときに、この株に投資すれば上がるかもしれないし、下がるかもしれないと証券会社の人は言うでしょう。だけど、やっぱりそこで上がればいいなということで投資しているわけで、ではそのときに自分が被るリスクとは何かを考えている訳です。株の場合には、その会社が倒産して、自分が株に投資した金額がゼロになるということなのだろうと思います。

ではデリバティブの場合にはどうなるかということ、自分がデリバティブ商品に投資したときにいくら利益が得られるのか、損をするときにはどこまで損失を被るリスクが発生するのかということの理解をきちんとしてできるかという話になります。これは実際なかなか難しいです。なぜかという、金融商品の価格というのは確率論に基づいて算出していますが、いわゆるブラック・ショールズあるいはモンテカルロ・シミュレーション等で大体こういう結果になるだろうということで仮定に基づいて計算しているわけですが、そういうことで示されている数値はかなり不確実性、または幅を有しているものなのですね。そういう不確実性による制約を、デリバティブ商品を買っている人も買っている人も認識した上で取引しているべきなのに、それができているのかなという問題があります。

もう1つ付け加えれば、これは金融業界の方はあまりおっしゃらないですけれ

ども、リーマン・ショックのときのマーケットの動きというのは想像を絶するもので不可抗力そのものでした。ただ、それについて金融機関の方のコメントはおそらく福島原発事故に関しての政府のアプローチと一緒だと思います。法律적으로는不可抗力だと考えられても、我々はそういうことは口に出せないということと同じだろうと思います。

5 説明義務とリテラシー

では、そこで取引勧誘時にどれだけリスクを開示していたのか、説明義務を尽くしていたのかというのが本来の問題だと思います。そこできちんと説明ができていたのか、できていなかったのか。このリスクは計測できませんし、一般人が理解できるような説明はできませんというのだったら、はっきり説明できませんと言わざるを得ないですね。そう言われても買いたいというのだったらどうぞ、財務耐久性があるのだったらどうぞお買いくださいという話だろうと思います。

そういう意味で投資家の方というのは、入口と出口、上値のほうか下値のほうかわかりませんけれども、投資開始時の自分のポジションと投資終了時の自分のポジションの両方を見ながら行動しておられるということでありまして、リスクの説明を受けていたにもかかわらず後で仕組みがわかっていないということをおっしゃられ出すと、それはそもそも自己責任で行う金融商品取引というものの性質に反することになるのではないかと感じがあります。結局、この点についての議論が錯綜してくると、説明した、説明していないということで議論が水かけ論になってしまう。となると問題は、投資家のリテラシーの向上というところに行き着いてしまうのではないかと思います。

このリテラシーの問題は、投資家だけではなくて投資家の側についている弁護士も、あるいは金融機関の側についている弁護士も、そして裁判官もやっぱりもっと向上させる必要があるのではないかなというのが、口幅ったいですが私コメントです。

6 適合性と説明義務—森下教授のコメントに答える

先ほど森下教授からいくつかコメントをいただいた点についてお答えしますと、過度に投機的な商品の販売は違法であり無効だというのは、そう簡単に言えますかね、というのが私の答えです。むしろそういう商品を取引するという当事者の内部のガバナンス、コンプライアンスの問題ではないかと思えます。

それから商品の事前認可制ですけれども、先ほど申しましたように危ない商品

の定義は何なのか、リテラシーの問題にもつながるでしょうし、それから誰がそれを、どういう形で規制するのか。問題の複雑さから言って金融庁がおやりになるとは私はあまり予測していません。その意味で難しい。では、為替マージン取引の場合はレバレッジ規制をかけたらくまくいったではないかとおっしゃるかもしれませんが、あれも個人相手だから可能だったので、例えば企業間の取引でそれができるかという、これは経済活動の自由を阻害するものとして問題になるのではないかなと思います。

それから顧客の財務耐久性、これは非常に大切なのですけれども、財務耐久性のない顧客に関し、「顧客の経営に深刻な影響を与えるようなリスクを内包するデリバティブ商品については、適合性を欠くものとして金融機関は販売してはならない」ということとなります。ただ、問題は顧客が金融商品取引業者に対し客観的に財務耐久性を判断するのに足るデータを提供してくれるかということにあります。皆さんもご存じのように、金融商品取引業者はお客さんをヒアリングしてカルテを作るのですけれども、そのカルテの中に本当のことが書いてあるとは必ずしも限らない。厳しい言い方をすると、顧客によるあらまほしき顧客の姿が描かれているということは良くあることで、これも解決すべき問題だろうと思います。

それから「金融機関は、リスク等を十分に把握できていないものは、個々の顧客の経験、知識にかかわらず販売してはならない」という論点ですが、顧客のほうがよく研究し、知っている場合はあるわけですね。そのような顧客からリクエストを受けた上で、こうしてくれああしてくれということ、顧客主導で商品を作り込んでいくということになる訳ですが、金融機関は顧客の背景事情を十分把握できないまま取引に入ることになり、それで結果としてロスが出たために金融機関が責任を問われることになってしまうのであれば、それで良いのかなというようなケースも考えられます。

それから説明義務のところ、「金融機関が作成した説明書が出来不出来である」というコメントがあります。これはおっしゃるとおり、あり得る話だと思います。それはきちんとつくらなくてはいけない。「ヘッジしか考えられないような客にスベキュレーションを持っていくというのはおかしい」というご指摘。これもおっしゃるとおりだと思います。基本的に、投資をやりたい、これははっきり言って投機なのですけれども、それをやりたいというお客さんと、日々輸入等の取引の

ために為替取引をしなくてはいけないという企業とでは、これは適合性の顧客類型としては分けたほうがいいのは当然だと考えます。前者に関してはスペキュレーションの世界であり、後者に関してはヘッジの世界でしょう。しかし、いったんヘッジのポジションを取ってしまうと、そのヘッジしたポジションをどうやってマネージしていくかというスペキュレーションに近いアフター・ケアの問題が必ず発生してきます。

それから森下教授のお話にありましたFINRAのように、デリバティブ取引では顧客と金融機関との間では顧客の利益を優先させなくてはいけないという考え方を日本で採用するとすると、おそらく自己責任原則のもとで取引を行っている日本の金融機関は全部つぶれてしまうと思います。一言ここで申し上げたいのは、リーマン・ショックの後、日本の立法について「海外の先例でこうまく行ったから」ということがそんなにうまく当てはまらないのが現状です。これがレギュレーターの人々の悩みなのです。誰しも海外では何かいい方法があるのではないかなと思ってしまいます。アメリカで投資家保護を強化していると言いますが、2007年に導入された金商法のほうが先を行っている感じがしてなりません。そういう現実的な意味で、この問題については我々日本人がこの国をよくするためにどのようなルールを考えるべきかというところからスタートすべきであって、海外がどうだからということだけで即決まる話ではなくなりつつあると思います。

7 リテラシーの向上を

そういうことから、私はリテラシーの向上ということを行いましたけれども、金融機関の側ではやるべきことはいっぱいあります。まず問題が深刻なのは、反対側に居る投資家のリテラシーの向上です。自分で目の前に提案されたデリバティブ取引の内容やリスクを判断することができないのなら、プロを呼んで来られたほうがいいと思います。つまり、独立の投資顧問業者等のプロの意見を求める。もちろんプロも外れることはありますけれども、第三者に近い人ですから、その客観的な意見を聞いて投資するかどうかを決められたほうがいいと思います。

これは弁護士にも言えます。我々は数字はわかりませんか、理論はよくわかりませんが、金融工学はわかりませんということを使うのが普通です。私も言っていますけれども、金融工学に基づいたモデルがどういうロジックを使って作られているのか。そのロジックをここで問題になっている取引に適用するのが正しい

のかということは、論理の問題ですから、法律判断でできることです。ですから、それを担うのが金融に携わる法律家の仕事なのだろうと思います。

そういう意味で、私は市場の中で、市場参加者がきちんと問題の深刻さを捉えて、考えていただければと思います。先ほど、全銀協の金融 ADR 制度について、非常に数が増えていて大変だということに触れられていましたが、金融法務事情の金融 ADR 制度を特集した座談会（1946号 6 頁以下）で、FINMAC のほうはそうでもないというコメントがなされております（同号 9 頁参照）。やはりその辺で、銀行にはデリバティブ取引の販売勧誘について反省すべき点が随分あるのだろうなと思いました。銀行と預金者の関係というのは、証券会社とお客さんとの関係とは随分違います。そのコンテクストを考えた上での金融機関のコンプライアンス体制構築、適合性の判断基準の設定、説明義務の具体的な実施方法の設定、そういうものを考えていかないといけないのではないのでしょうか。確かに海外の事例は参考になりますけれども、それが絶対的に指導的な意味を持つとは言えない時代にさしかかっているのです。ある意味では海図がない中で航海していかなくてはならない船という状況に置かれているわけで、逆に言えば、これは日本が先進性を示すことができる場面かもしれません。米国の主導する今のドッド・フランク法体制に関して、日本の金融庁が採用している立場もそういう考え方ではないかと思います。1998年にひどい目に遭ったからもっとはっきりしたことが言えるのであって、日本が世界の金融規制についてリーダーシップをとるということは十分に可能ではないかと私は思っております。

ということで時間をちょっとオーバーしましたけれども、私の報告を終わらせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

報告 4

金商法におけるインフラ整備 ——清算集中および電子取引基盤を中心として——

東京大学 神作裕之

1 本報告の対象と問題の背景

2007年以降の金融危機を受けて2009年9月に開催されたG20のピッツバーグ・サミットにおいて、2012年末までに標準化された店頭（OTC）デリバティブは、適切と考えられる場合には、①取引所または電子取引基盤を通じて取引し、②中央清算機関（CCP：Central Counter Party）により決済した上で、③取引情報蓄積機関に報告されるべき旨の首脳声明が出されました。日本は上記課題を実現するための法制整備を着実に進めており、平成22年に改正された金融商品取引法により、一定の店頭デリバティブ取引について清算集中義務および取引情報の保存・報告義務を課し、上記②および③を法制上実現しました。

これに対し、標準化された店頭デリバティブ取引について一定の要件を充たした電子取引基盤の利用を義務付ける上記①については法整備がなされてきませんでした。ところが、平成23年に金融庁に設置された「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会」において、電子取引基盤の利用義務付け等について検討がなされ、『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ（以下「取りまとめ」といいます）が公表されました。平成24年3月14日に電子取引基盤の利用義務付け等を含む改正金商法が国会に提出され、本年9月6日に成立し、同月12日に公布されました。これら一連の改正は、主として前述した国際的な規制の動向への対応という観点から説明できます。

平成22年改正金商法による金融商品取引清算機関の利用を義務付けと、取引情報の保存・報告義務および取引情報蓄積機関の設置については、一昨年金融法学会シンポジウムにおいて和仁先生から詳細かつ批判的な検討がなされたので、本日は電子取引基盤の利用義務付けを中心に検討し、最後にCCPによる権利義務の置換えに係る法律構成について一言することといたします。

2 電子取引基盤の利用義務付け

電子取引基盤の利用義務付けには、店頭デリバティブ取引の透明性の向上、シ

ステミック・リスクの削減および不公正取引もしくは市場濫用行為からの保護などのメリットがあるとして、国際的なレベルでコンセンサスが形成されてきました。「取りまとめ」においては、電子取引基盤の利用を義務付ける理由として、①価格形成の公正性も含む取引の実情を監督当局が迅速にモニタリングする必要性、②流動性の向上、③価格情報等の透明性の向上を通じた市場の効率性の向上や市場参加者の拡大、および④STP化の進展の4つを挙げています。

EUにおいては、電子取引基盤の利用義務付けは、店頭デリバティブ取引の条件を適時に確認することを可能にすることにより約定した取引をネットिंगの対象にすることを容易にし、もって確実に決済を行うことを目的とするものと説明されています。また、事前または事後の取引情報の開示義務を課すこと等により、店頭デリバティブ取引を取引所で取引されるデリバティブ市場に実質的に接近させる目的があるとされます。

これに対しアメリカにおいては、ドッド・フランク法によりSEF(Swap Execution Facilities)の利用を義務付けた趣旨は、①標準化された店頭デリバティブについての事前および事後の取引価格の透明性の向上、および②市場における競争の促進のためであるとされます。競争促進の目的が強調される点に特色がありません。

他方で、電子取引基盤の利用義務付けに対しては次のような疑問が提起されています。第1は、多くの店頭デリバティブ商品はこのような方法で取引を行うほど十分な流動性を有していないのではないかという疑問です。第2は、マーケット・メーカーはもしも①自ら適切なヘッジができない、あるいは②仮に店頭デリバティブ取引が清算されなかったと仮定した場合に、多数にのぼる可能性があるカウンターパーティーに対するエクスポージャーを管理できないということにでもなれば、そもそもこれらの取引を行うこと自体をためらい、店頭デリバティブ取引が縮小するという疑問です。

所定の店頭デリバティブ取引がそれを通じて行うことを義務付けられる取引基盤には、利用を強制する目的にかんがみどのような要素が含まれていることが望ましいでしょうか。電子取引基盤には様々なモデルがあり得えます。IOSCOは共通する要素として、①取引基盤を監督当局の監督下に置くこと、②当該取引基盤にアクセスするための客観的かつ公正なルールが策定されることなど7点を指摘しています。時間の関係で省略いたしますが、詳細については金融法務事情1951

号46頁をご覧ください。なお、IOSCOは集中化された取引基盤の中で参加者が流動性を求め他の複数の流動性供給者との間で取引を行うことができるマルチ・ディーラー型が望ましいと考えられると述べていますが、コストとの見合いでそれを最低限の機能として挙げることについてはコンセンサスが得られなかった模様です。

3 電子取引基盤の定義—欧米の状況

(1) E U

EUでは、標準化された所定の店頭デリバティブについて、MiFID-2草案において、MTFまたは後述するOTFが顧客とCCPの間に介在しなければならないものとされます。現行MiFIDは金融商品の取引プラットフォームを、規制市場(Regulated Market)、MTF(Multilateral Trading Facility)およびシステムティック・インターナライザー(Systematic Internaliser)の3種類に分けています。システムティック・インターナライザーとは、「規制市場、MTFまたは組織化された取引システム以外において、組織化され、頻繁に、かつシステムティックな方法により、顧客からの注文を受けて自己勘定で取引を行う投資業者」と定義されています。前二者は、第三者の売買に係る需要を突き合わせる機能を営む点において取引基盤であるのに対し、システムティック・インターナライザーはそのような機能をもたず、したがって取引基盤とはなり得ません。

今回提案されている「組織化された取引システム(OTF: Organized Trading Facility)」は、規制市場およびMTFと基本的に同等の規制に服する「取引システム」の一種として構想されています。第三者の取引に係る需要を突き合わせる点において同様の機能を営む活動については、同等の規制を確保するためです。

OTFとは、「投資業者または市場運営者により運営または管理されるシステムまたは設備であり、かつ、規制市場またはMTFには該当しないものであって、金融商品の売買を行おうとする複数の第三者が当該システムを通じて相互に交信し、MiFID第2章の規定に従った方法に基づき売買契約を成立させることができるもの」です(EMIR 2条1項7号)。OTFの運営者は、執行されようとする取引について運営者の中立性を確保するとともに顧客に対して負っている義務がきちんと履行されるように、システムティック・インターナライザーとは異なり、自己の計算で顧客の委託注文を執行することが禁止されます(MiFID改正案20条

1項)。他方、あらかじめ定めたルールに従って取引が執行される規制市場およびMTFと異なり、OTFには取引の執行について裁量の余地が認められます。そのため、OTFの運営者は、投資者保護、行為準則、取引前後の開示規制および顧客に対する最良執行義務等の諸規制の適用を受けることになります。OTFへのアクセスおよび執行の方法に関するルールが透明かつ明確であることを担保した上で、規制市場やMTFと同等のサービスを顧客に提供することを認めようとしているわけです。これに対し、「より中立的」なMTFには説明義務や助言義務が課されません。

EUが店頭デリバティブに特化した取引基盤としてではなく、規制市場およびMTFと並ぶ現物を含む金融商品一般の取引基盤としてOTFを規制しようとしている背景には、現行の規制ではMiFIDが狙ったようには取引の透明性が高まっていないことに対する問題意識があります。すなわち、ブローカー・クロッシング・システム、ダーク・プールなども取り込むべく、OTFという新たな法概念を設けようとしているようです。もっともEU委員会のこの提案に対しては、とくにイギリスを中心に、顧客の不利益になるだけでなく市場が分断され効率的な顧客注文の執行が妨げられるとの批判がなされています。欧州議会においては、OTFにはより広い裁量を認めるべきである半面、MTFが消滅しそれよりさらに透明性の低いOTFにとってかわられることは議会の利益に合致しないとして、エクイティ関連物のOTFにおける取引を禁止するよう修正すべきであるとの意見が強いようです。

(2) アメリカ

2010年7月に成立したドッド・フランク法の第7章において、SECに対し「有価証券に基づくスワップ取引」、CFTCに対し「スワップ取引」、SECとCFTCの双方に対し両者の要素を結合した「混合スワップ取引」について詳細な定義規定の創設やCCPによる清算強制等の規制権限を付与しました。CFTCおよびSECが定める所定の店頭デリバティブ取引は原則として集中清算により決済されなければならない、その場合には取引所または電子取引基盤を用いて取引を行い、情報蓄積機関に報告することが義務付けられます。

清算集中義務に服するスワップ取引は、監督当局に登録された電子取引基盤を用いて行われなければなりません。電子取引基盤は、ドッド・フランク法により始めて導入される制度です。電子取引基盤は、「スワップ取引」に関しては「スワ

ップ取引執行システム（SEFs: Swap Execution Facilities）」、「有価証券に基づくスワップ取引」に関しては「有価証券に基づくスワップ取引執行システム（SB SEFs: Security-based Swap Execution Facilities）」と呼ばれます。スワップ取引執行システムは、「複数の参加者が、当該システムにおける複数の参加者の提示するビッドまたはオファーを承認することによりデリバティブを執行または取引することができるシステムまたはプラットフォーム」であって、参加者間におけるスワップ取引の執行を促進するものと定義されます。これらのスワップ取引執行システムは監督官庁への登録を要し、開示義務や行為規範等に係る基本原則に服します。このように、アメリカではEUと異なり、スワップ取引のためのシステムに特化した定義を置くことが予定されています。また、定義から明らかのようにマルチ・ディーラー型に限定しています。SEFを通じた取引の強制により、価格発見機能や法的安定性が高まることが期待されています。

ドッド・フランク法は、SEFまたは指定商品取引所において提供されたスワップ商品を取引することを市場参加者に強制しますが、他方でSEFまたは指定商品取引所に対しては取引のために提供するスワップ商品を選択することを許しています（同法733条）。どのようなスワップ取引が標準化に適しているのかは市場が決定すべきであるという考え方によるものです。さらに、その他のスワップ商品のための店頭市場の柔軟性を保持する一方で、より組織化されたプラットフォームへの移行を可能にするためです。

SEFについての規則案が公表されていますが、CFTCとSECとではアプローチに根本的な違いがあると指摘されています。すなわち、CFTCは包括的かつルールベースのアプローチを採用しているのに対し、SECはより柔軟なプリンシプルベースのアプローチを採用しています。具体的には、CFTCはRFQ(request for quote)システム、オーダー・ブックシステムその他のシステムまたはプラットフォームをCFTCの決定によりSEFとして承認することができるよう規定しています。例えば、RFQの場合には5者以上のディーラーから呼び値を要求できることが要件とされる予定です。これに対し、SECの提案におけるSB-SEFはより柔軟であり、特定の特徴を指し示すのではなく市場参加者に当該電子取引基盤において他のすべての参加者と取引を行う可能性が開かれている必要があるとしながら、実際に取引を執行する場合に参加者が他の参加者と取引できる必要があるということまでは要求していません。とくに、SB-SEFにおける取引参加者が1

人のカウンターパーティーと交渉して取引する可能性を残しています。もっとも、SEFと同様に単一のディーラーのプラットフォームやそれを集積したプラットフォームはSB-SEFに当たらないものとしています。

CFTCと異なり、SECがSB-SEFについてより柔軟かつプリンシプル・ベースのアプローチを取っている理由は、店頭取引からSB-SEFへの移行を競争を通じて促進する一方で、取引がオフショアに流れることを防ぐという基本方針に立っているためではないかと思われます。

そのほかにも、取引基盤への差別のないアクセスについて、CFTCのルール案では適格契約参加者については誰にでもアクセスを認めるべきことを要求しているのに対し、SECのルール案ではSB-SEFの参加者を巨大な市場参加者に限る余地が認められています。相対的に脆弱な適格契約参加者を参加者にするにより、参加者の様々なリスクを管理するより精緻なリスク管理体制および監督手続を構築することが必要になります。その手間を省くためであると思われます。

4 平成24年改正金商法

(1) 特定店頭デリバティブ取引の定義

平成24年改正金商法は、店頭デリバティブ取引のうち「取引高その他の取引の状況に照らして、取引の公正の確保のためその概要に関する情報の迅速な開示が必要であると認められる取引として内閣府令で定めるもの」を「特定店頭デリバティブ取引」と定義した上で（同改正金商法40条の7第1項）、それを行う場合には電子情報処理組織の利用義務を課しました。電子取引基盤の義務付けにおける取引基盤の構造やモデルは、そこで取引されるのに適したデリバティブ商品の流動性と直接的な関係があることが明らかにされています。そのような観点から、日本法は、電子取引基盤についてはシングル・ディーラー型のプラットフォームも許容することとし、一般の店頭デリバティブ取引の媒介等に係る金融商品取引業および電子店頭デリバティブ取引等許可業務として位置付けたものと考えられます。

店頭デリバティブ取引のうち電子取引基盤で取り扱われるべきデリバティブとは、標準化がなされ、かつ、流動性の高いものであるという一般論については広く共通の認識があります。デフォルトした会員のポジションを値洗い流動化するためには、そもそも当該ポジションの時価評価が可能であり、かつ、ある程度の流動性を持つものでなければならないという関係にあるためです。同改正法の

もとても取引高その他の取引の状況に照らし、流動性の高い店頭デリバティブ取引が内閣府令により指定されることになりました。

電子情報処理組織の使用が義務付けられる店頭デリバティブ取引は、清算機関を通じて清算される取引対象と一致することが適切とされます。というのは、清算強制がなされている店頭デリバティブ取引についてはカウンターパーティー・リスクの負担が軽減され、照合以降の取引プロセスが電子化されているためSTP化のメリットを享受し得るためです。CCPによる清算が強制される店頭デリバティブ取引の範囲は、本年（平成24年）7月11日に公布された「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令」および金融庁告示第60号によりブレンバニラ型の円金利スワップおよびCDSの指数商品であるiTraxx Japanとされています。相対で一度に大量に同一銘柄の取引を行うブロック取引については、その内容がリアルタイムで公表され、当該取引の状況を他の取引参加者が知ることにより流動性の低下やコスト高につながるおそれがあります。そこで取引の公正を確保する観点から、価格形成の状況を含む取引実態を当局が把握できるようにしておく必要があることから、公表の方法等を工夫しつつ電子取引基盤での取引を義務付けるものとされます。特定の業者の個別の事業上のニーズに応えた店頭デリバティブ取引等、清算集中もしくは電子取引基盤の利用を強制する必要のない取引を適切に除外していくために、さらに検討がなされることとなります。

(2) 電子情報処理組織の意義

EU法が金融商品についての一般的な取引基盤として「組織化された取引システム(OTFs)」を創設しようとし、またアメリカ法が店頭デリバティブ取引に特化した「スワップ取引執行システム(SEFs)」という制度を設けたのに対し、日本法は店頭デリバティブ取引業等の提供と利用の枠組みの中で、特定店頭デリバティブ取引について電子情報処理組織の利用を義務付けました。また、欧米ではマルチ・ディーラー型の取引基盤に限定しているのに対し、日本ではシングル・ディーラー型の取引基盤の使用をも許容する趣旨であると解されます。この点について「取りまとめ」は、電子取引基盤の提供者が欧米に比べても少ない日本においては、取引の柔軟性を確保するため双方を許容する枠組みとすることが適当と考えられるとした上で、義務付けの対象が取引量の多い金融商品取引業者等間の取引に限定されている段階においては、一方の当事者が運営するシングル・ディーラー型を用いて取引が行われることは想定しにくいことから、施行当初はマルチ・デ

イーラー型の利用が基本となることが想定されると述べています。

(3) 電子取引基盤の条件

a 電取引基盤の提供者に対する監督法上の規制

店頭デリバティブ取引等とは、「店頭デリバティブ取引又はその媒介、取次ぎ(有価証券等清算取次ぎを除く。)若しくは代理」と定義されています(金商法2条8項4号)。そして、店頭デリバティブ取引等を業として行うことは第1種金融商品取引業に該当します(同法28条1項2号)。したがって、店頭デリバティブ取引について電子情報処理組織を提供する者は第1種金融商品取引業者として金商法上の規制に服することになります。

b 電子取引基盤に求められる最低限の機能

電子情報処理組織の利用を義務付け、当該組織の提供を第1種金融商品取引業として位置付けている改正金商法のもとでは、とくに中立性という観点から電子取引基盤に最低限のような機能が求められるか判然としないという問題があるように思われます。また、金商法2条14項において金融商品市場は有価証券の売買または市場デリバティブ取引を行う市場と定義されており、店頭デリバティブ取引は形式的に金融商品市場には当たらないものとされているのに対し、有価証券の場合にはその間にPTSという概念が設けられ監督法上特別の規制がなされています。有価証券の場合とデリバティブ取引の場合とで規制を異にする理論的な理由が何であるかが問われています。

5 CCPへの権利義務の置換えの法律構成—「三面更改」

最後に、CCPの法律構成について新たな提案がなされていますので、それについて簡単にご紹介します。複数の当事者間の取引について取引当事者間に法主体(CCP)を設置することによりカウンターパーティー・リスクが削減されます。CCPが清算集中された契約を保証し確実に履行する体制を整えることにより参加者の負担を平準化し、システミック・リスクの削減に資する可能性もあります。

しかし、そのようなCCPのメリットが実現するためには、CCPの参加者による個々の取引に基づく権利義務関係のCCPへの置換えが、私法上その目的に資するように、法的に確実に行われることが前提となります。法制審議会民法(債権関係)部会において債権法の改正論議がなされています。そこでは、CCPの重要性に対する問題意識から、CCPによる権利義務の置換えに焦点を合わせた提案がなされています。はじめは、AがBに対して将来取得する一定の債権が、XのB

に対する債権およびXのAに対する債務に置き換えられる旨の合意がされ、実際に対象債権が生じたときは、当該合意に基づきXの債権・債務が発生して対象債権が消滅することを内容とする新たな債務消滅原因を創設することが提案されていました。なお、第三者の取引安全を確保するため、この合意については登記を効力発生要件とし、登記の完了後対象債権の発生前にAがした債権譲渡その他の処分は効力を否定されるものとされており、この制度は登記制度と結び付けて構想されていました。

これに対し、現時点においては更改の一種として、AとBとの間で、AのBに対する債権をAのXに対する債権とXのBに対する債権とに置換することについて合意し、これについてXが承諾した場合には、AB間の債権は、Xが承諾した時に消滅するものとし、この場合には、A・B間の債権の消滅と同時に、AはXに対してA・B間の債権と同内容の債権を取得するとともに、XはBに対してA・B間の債権と同内容の債権を取得するものとする規律を置く旨の新提案がなされています。更改の一種と位置付けられたのは、この提案の法的効果が債務の要素の変更にあたると考えられるためです。

「三面更改」の提案は、集中決済を念頭に置きつつも、より一般的に、債務消滅原因として更改の一種として位置付けた上で、当該合意の成立後に、AB間の債権を譲り受けた譲受人またはA・B間の債権の差押債権者に対して、登記を要することなく債権の置換えの効力を対抗できるとするものです。こうして、無因性の実現、抗弁の切断や三面更改前の債権に対する契約当事者の債権者による差押禁止など、CCPにとって望ましい法的効果が付与されることとなります。他方、「三面更改」は広く顧客・信販会社・販売会社間のクレジットに係る法律関係などにも射程が広がることから、抗弁の切断により顧客が害されるおそれがあるなどとして反対する意見も強いところです。しかし、抗弁の切断の問題は、物品・サービス等の提供に伴う信用供与に係る一般的問題として解決するなどしてCCPの業務の法的安定性を支える選択肢の拡大ととらえ、三面更改の導入を前向きに検討すべきであると考えます。

ご静聴ありがとうございました。

質疑応答

岩原司会 それでは、午後のシンポジウムを再開させていただきます。全部で7つのご質問をいただいております。かなりの部分が森下教授へのご質問ということで、森下教授へのご質問から始めさせていただきたいと思っております。これから、質問状をご提出いただきました方のお名前を申し上げますので、その方はお立ちいただいて、ご所属とお名前をおっしゃっていただいた後で、ご自分のご質問をおっしゃって下さい。それを受けて、報告者の方が回答させていただくことにしたいと思います。

それでは、まず最初に、山中真人さん。お願いいたします。

山中 すみません、弁護士の中のと申します。所属は、ペーカー&マッケンジー法律事務所です。この間まで東京青山・青木・狛という日本語の事務所名もございましたが、ペーカーの方に統一いたしました。

私からは森下先生への質問でございます。金融機関の説明義務の私法上の根拠というのは「信義則」と言われていますが、信義則は個別具体的な場面で当該事例を前提に作用するものですから、ある意味では裁判所が、裁量が広すぎるといえるか、彼らが「信義則に基づくからこうですよ」と言ってしまうと、それが理屈になってしまうように思います。具体的な事案の解決としてはそれでいいのかもしれないのですが、やはり法律論としては一般化、類型化しにくいものになってしまうと思っています。先ほどご紹介いただいた平成23年の福岡高裁のように、言いすぎかもしれませんが、やや実務感覚から離れている感じがする判決が出て、それもやはり「信義則に基づくから」と言われてしまえば我々としては反論できません。ですので、金融機関の説明義務の根拠として、信義則以外のものというのは何かないものかというのをずっと考えてきたのですけれども、その点何かお教え願えればと思います。

あと、その裏ですけれども、もし信義則というものが根拠であれば、当然、信義則が作用しない事案も有り得るはずでして、事案によっては説明義務そのものが存在しないという理屈もあるはずなのですが、いまだそういう判決を私は見たことがございません。その2点についてご意見をお願いいたします。

森下(哲) ご質問ありがとうございます。今の日本法を前提とする限り、私の理解が正しければ、契約締結段階で事業者が顧客に対して何らかの形で説明を

する義務を一般的に根拠付けるものは、信義則というようなものにならざるを得ないのかなというように理解をしております。先ほど、神作先生から教えていただいたところだと、例えば、ドイツなどと助言義務のようなものが認められているとのことですが、誤ってれば教えていただきたいのですが、少なくとも日本においては信義則ということになるのかなと思います。

私が思いますところ、福岡高裁の判決がある違和感を持って受け取られる原因となっているのは、その根拠が信義則であるからというよりも、具体的に何を説明しなければいけないのかという内容の部分で、金融機関の方が通常お考えになられていたものとは非常に違うものが出てきたということなので、その根拠としての道具が信義則であることが悪いというよりも、何を説明すれば義務が果たされるのかということについてスタンダードがはっきりしないという点にあるように思います。ただ、信義則によらなかったとしても、例えば何らかの立法によるとしても、いろいろある取引について、この点を説明すれば義務が充たされますよというようなことまで規定することは難しいように思います。結局法律上の根拠のいかんにかかわらず、何を説明すれば義務が充たされるかというところはある程度幅が出て来ざるを得ないのかなと思います。

ただ、デリバティブはやっぱり多様です。当事者も多様ですし、売っている方も多様です。そうしますと、どういったものを説明すれば義務が充たされるかということについての明確なルールを、法律論からうまく導き出せるというと少し難しいような気がしてしまっていて、むしろそれは日々販売に携わられている方々のほうが、顧客とのやりとりを通じて、例えば、こういった商品との関係でよりよい理解を得る上では、最低限こういうことは必ず説明をしていくようにしようということを積極的にある程度類型化しつつ、表に出していかれたほうがうまく進んでいくのではないかなと思います。

あと、すみません。今、和仁先生からメモをいただいて、確かにそのとおりでと思うのですが、金融商品販売法には一定の説明義務の根拠というものがありません。ただ、金融商品販売法が規定する説明事項は、最低限しなければいけないということであって、それ以上のものを課していくということになると、やはり信義則ということにならざるを得ません。金融商品販売法があるからといって信義則によって説明義務を認めることは必ずしも排除されないと思います。信義則による場合、相手方がもう説明しなくていいと、説明しないでくれといっているよ

うな場合にまで、あえて説明義務を課す必要があるかという、そうでもないのかなとは思いますが。相手が商品のリスクなどをきちんと判断ができるぐらいの企業であればですが。

お答えになっているかどうかわかりませんが、ありがとうございます。

岩原司会 山中さん、よろしゅうございますか。

それでは、続きまして森下教授へのご質問で、森下弁護士、お願いいたします。

森下(国) 弁護士の森下国彦と申します。今日はどうもありがとうございます。上智の森下先生と姻戚関係は、とくに私の把握している限りではないのですが、20年ほど前に東大の大学院で1年間一緒に勉強させていただきました。

1点、ご質問させていただきたかったのは、デリバティブ取引ないし金融商品を販売する業者の義務としては、説明義務とか適合性の判断義務とか、いわゆる販売時の義務が中心に論ぜられていると思いますし、それが問題になることが多いのですけれども、一部、ちょっと今は手元にないのですが、最近の金融庁の監督指針の中で、販売後のアフターケアの義務というようなことが抽象的に語られている箇所がたしかあったと思います。それから森下先生のご論文の中でも、最高裁の判例で最後に補足意見を、裁判官がそういう義務の存在を示唆されるようなコメントをされています。今後、販売後のある一定の時期に適切な対応を取る、具体的にはいわゆる損切りということで解約するというのを、販売した金融機関が助言をしてその実施をサジェスチョンするというのか、そういう義務が議論の対象になることが出てくるのかなという気もしております。いわゆる行政的な、内閣府令を含めた正式な法令ないし監督指針の中で、具体的にどういう場合にどういうことをしろということを行政的な枠組みの中で義務が課されることもあり得るかとは思いますが、なかなかテクニカルな部分があってそれが難しいとすると、裁判の場面などで、いわゆる私法的な義務としてそれが議論されて確立していくようなことがあるのかなのか。あるとすると、その法的根拠というのは信義則というのは一応すぐ思いつくのですけれども、具体的な契約法の中の議論ないし根拠というのがあり得るのかというあたりにちょっと興味がございましたので、質問させていただきました。よろしく願います。

森下(哲) ありがとうございます。

法的な根拠ということに関しましては、ご指摘がありましたように、少なくとも今までそういった点については、あまりスポットライトが当たって来なかった

ということかと思えます。

今日、和仁先生のお話の中で、車もコンピュータもメンテナンスをしないとだめだと。デリバティブというのは、今まで、売ったら終わりというような認識でされてきたかもしれないけれども、そうではないということを、お客さんの側も金融機関の側も十分理解して来なかったのではないかと、というようなご指摘があったところがすごく大事なところかなと思っております。また、森下先生からご指摘がありましたように、金融庁の監督指針の中で、契約締結後も定期的かつ必要に応じて、顧客の状況に応じて、ヘッジの有効性等の確認をしているかどうか、問い合わせに対してわかりやすく的確に対応しているかどうかという点がポイントとして規定されるということになると、これまでは信義則上の義務の内容としてそこまでは考えられて来なかったとしても、だんだんそういったようなものが、顧客の側が業者から期待できるようなものということで、信義則上の義務の内容に取り込まれていくのではないかと気がいたします。

あと、もう1つ法的にということですと、具体的な顧客と金融機関とのやりとりの中において、明示的に金融機関がそうした義務を引き受けるということはないとしても、いろいろなデリバティブ契約を締結した後のやりとりや行為を通じて、顧客に対して継続的に一定の助言をしていくという責任を黙示的に引き受け、あるいは顧客に対してそういった期待を与えるという形で、一定の義務を引き受けていると認められるケースはあり得ると思います。そのような形での黙示的な約束、義務の引受けということは、デリバティブにかかわらずいろいろなところであり得ることなのかなとは思いますが、そうした法律構成も考えられるのではないかと思います。

あとは、先ほどの和仁先生のお話にあるようなご見解も含めると、今後、そういった金融機関の義務というのは、デリバティブ取引において必要なものとして認知されていく傾向もあるのかなと思います。ただ、具体的にどこまでかということになりますと、もう少し詰めていく必要があると思います。

もしよろしければ、和仁先生からつけ加えていただけますでしょうか。

岩原司会 和仁さん、お願いします。

和仁 デリバティブ取引の場合、契約締結後はアフターケアというのは考えられないのではないかと、ことを言っていた時期もあるのですが、今では金商業者にはデリバティブ取引をやったら時価提供義務があるということで、そ

これは開示の関係でも必要になる場合があるのですが、それを出すようになってきているわけです。継続的な関係が続いていく、デリバティブ商品売ってそれでおしまいというものではないですねということから、やはり金商業者に関していえば誠実義務というような規定を根拠にこういう義務が出てくるということはありません。ただ、この義務は先ほども申しましたけれども、森下教授が引用されているようなフィデューシャリーとしての義務ではないと思います。公正な市場を保ち、それから市場に対する投資家の信頼を傷つけないためには業者は一体何をすべきなのかという見地から考えるべきで、それが条文でどこに現れるのかということ、誠実義務とかその辺ぐらいで説明するのではないかなと私は思っております。

岩原司会 よろしゅうございますか。

それでは、本杉さん、お願いします。

本杉 デリバティブで相談を受けていると、最初の頃は、銀行、これも原則同意がないと解約できませんというふうに突っぱねられていたと。円高になってきて、だんだん損失が膨らんできたならば解約できますと。ただ、解約金は1億円です、2億円ですという、結構相談の件数が多い場合、私は、ちょっとこういう対応は銀行としてどうなのかなと、法的にどうなのかなと感じるときがあります。ただ、手仕舞い義務まで認めてしまう…、よく、証券会社の信用取引で手仕舞い義務が議論されて、手仕舞った後に損失が確定した後に相場が反転して、実は損失が少なく済んだというような話が出る時があるんですね。それで結構、証券会社の信用取引の手仕舞い義務は認められていないと思うので、そういう難しさはあるなと思います。例えば損切りしたと。では、解約損害金1億円で損切ったと。その後、相場が円安になって、実は様子を見て、もう少したってから解約すれば5000万円で済んだといった場合に、では5000万円余分に膨らんだ分はどうするのだという話があると思うので、その辺は難しいなと思うのですけれども。

岩原司会 よろしゅうございますか、森下さん。

それでは、次のご質問に移らせていただきたいと思います。神谷隆様、お願いいたします。

神谷 弁護士の神谷でございます。今日は有意義なお話をお聞かせいただき、どうもありがとうございました。

森下先生への質問というよりは、もう少し教えていただければということです。

大会資料の16頁の「(3)説明義務」のところに、説明の仕方として認知心理学的側面というコメントがありますが、この分野における調査とか研究とかそういう成果があれば教えていただけないでしょうか。と言いますのは、確かにデリバティブ取引というのは簡単なものではないと思いますが、中小企業、もっと言うと町の小さな工場をやっているような会社でも、納品先の大手企業の海外進出に、例えばアジア進出に伴って、自社も海外進出するかどうか判断している例も多いと思います。また、ある製品を作るために必要となるかなり高額な機械を導入するかどうか、あるいは業務提携、とくに海外企業との業務提携をするかどうかという判断を迫られることも結構あると思います。そういう、かなり難しい判断というか、失敗のリスクも相応に高い取引についての判断を、中小企業でも、町の小さな工場をやっている企業でも、経営判断としてきちんとやっていらっしゃる。これらの難しい経営判断をしている会社というか経営者が、デリバティブ取引になると途端に「よくわからないけれども契約してしまった」ですとか、「金融機関に勧められたので、まさか損をすることはないと思って取引してしまった」という趣旨の主張をすること自体、不思議といえば不思議です。ただ、先ほどの森下先生のご報告の中で、認知心理学的側面というお話を聞いて思ったのですが、デリバティブ取引に失敗した中小企業の社長さんのそういう主張の背景に認知心理学的な要因があるとすれば、売る側の金融機関がそこを十分認識して配慮した上で、説明の仕方を工夫することで後日の紛争を防げるのではないかなと思いました。冗談じみた話ですが、たばこの箱には「喫煙は、あなたにとって肺がんの原因の1つとなり、心筋梗塞・脳卒中の危険性や肺気腫を悪化させる危険性を高めます」という警告文言が記載されており、デリバティブ取引についてもこれに倣って、説明書の1枚目に「この取引をすることによって、あなたの会社の財務の健全性が損なわれる可能性があり、場合によっては倒産に至ります」というようなことでも書いておかないといけなくなるのだらうかななどと、そんな極端なこともふと頭をよぎりました。ご教示のほど、よろしく願いたします。

森下(哲) ありがとうございます。

私自身も心理学の専門家というわけではございません。ただ1つ文献としましては、金融法務事情に書かせていただきました原稿の注の50というところでご紹介をさせていただきました、村本先生という方のご論文が、そういった認知心理学的な要素を説明義務などの局面で適用してみたらどうだろうかというようなご

検討をされています。私自身、金融とは別に交渉もロースクールなどで教えているのですが例えば、デリバティブの販売だけではなくて、企業間の普通の交渉であったとしても、損失を強調するのか、利得を強調するのかによって相手の受け取る印象が全然違うとか、あるいは、原告側の弁護士さんと被告側の弁護士さんに自分が勝つ勝率を聞いたら、足したら絶対100%以上になるとか、後のものは自信過剰というバイアスと呼ばれるようですが、そのような様々なバイアスというものをどう交渉のプロセスに生かしていくかというようなことというのは結構研究されています。そうすると、デリバティブの販売の局面においても、銀行の方がメリットを強調するところから行くのか、ロスを強調するところから行くのか、あるいはそのお客さんの持っている、自分だけは特別というような潜在的な意識をうまくくすぐっているのか、そういうようなことで、ひょっとすると、お客さんの側は、銀行が客観的に受け取ってほしいと思っているものとはちょっと違った受けとめ方をしているケースもあるのではないかなということはあると思います。お話にあったような普段からやっているようなビジネスについては、さはさりながら、慣れとか、ちょっとくさいのではないかという直感とか、そういうものが身を守ってくれるかもしれませんが、全く違う金融商品についての、とくに金融機関からの勧めというときには、そのような防衛本能のようなものはうまく働きにくいかもしれません。

今申し上げたような商品説明をするときに、どういう順番で話すかとか、何を強調するかというのは、金融機関に限らず、普通はセールスマンの方であればやっている話だと思うので、それが悪いということではないと思いますが、金融機関が顧客に対してちゃんと説明すべきことをしなければいけないという義務を課されているというもう1つのファクターをはめた場合には、今申し上げたような、お客さんがちょっとバイアスをかけて受けとめるかもしれないという要素を金融機関が認識すべきなのか、あるいは事後的にお客さんが理解したことを法的に評価するときに、多少裁判所も考慮していくべきなのか。今まで、そういったことはほとんど議論されていなかったような気がするのですけれども、そういった要素も検討に加えていったらいいのではないかという趣旨で申し上げました。十分なお答えになっているかどうかわかりませんが、ありがとうございます。

岩原司会 神谷さん、よろしゅうございますか。

それでは、次のご質問に移らせていただきます。野里常さんから、森下教授へ

のご質問と、本杉弁護士へのご質問をいただいております。まず、森下教授へのご質問をお願いしたいと思います。

野里常 野里常と申します。私費で参加しているので、企業名は伏せさせていただきます。個人参加でお願いします。銀行に勤務しております。

まず、森下先生へのご質問ですけれども、17頁で、先ほどご質問をいただいた内容と実は近くて、認知心理学的観点というのは私も非常に興味がありまして、確かにおっしゃるとおり、人と人とが説明をして理解をし合うというものなので、そういった側面は強いのかなと理解をしております。その中で、17頁のところの4に関する説明の中で、森下先生から不必要な箇所にはフォーカスが当たっていること等によりミスリーディングが発生しているということをご指摘いただいたと思います。その内容について、具体的にもし何か見た箇所があれば、その不必要な箇所というのは具体的にどんなところにフォーカスが当たっているものがあった、何がよくなかったのかというのをぜひご教示いただきたいという点と、あと、もう1点は、逆にミスリーディングをしないためにはどのような、とくに重要な、これは大事ですという、この説明部分のどの部分が大事なのかということ、書面上で具体的にどのようなところに書けば、それは認知上大丈夫なのかというご意見等が何かもしあれば、ぜひお伺いしたいというのが1つ目です。

森下(哲) ありがとうございます。まず福岡高裁についてなんですけれども、私、おそらくちょっと説明の仕方が悪かったかもしれないのですが、福岡高裁の事案で具体的になされた説明のどこどこがミスリーディングだということを申し上げたつもりはございません。この判決の中にはちょっと言いすぎかなと思う部分がありますということは申し上げましたけれども、この事案について具体的になされた説明のどこどこがミスリーディングということは、私自身が実際に説明書なども見ておりませんので、そういったことはちょっと言えないと思っております。

ただ、先ほどの報告の中で、ミスリーディングではないかという文脈を申し上げたときに念頭に置いていましたのは、例えば、金融機関がこの商品はヘッジのための商品ですというところを強調して販売したものの、実は投機的な性格もあり、後になって金融機関の側から、モラルハザードではないかとか、お客さんももうけるつもりだったんでしょうといった主張が出てくるとすると、少し違和感を覚えます。そのような商品でありながら、ことさら「ヘッジです」ということ

を強調する。普通、ヘッジといったら投資とは少し違うイメージを持つと思うのですが、それでも、「ヘッジです。でも注意してね」という説明書は、まさに認知的心理学にはどうなのかなという気もいたしますし、それが少しミスリーディングなのではないかという趣旨で申し上げました。

野里常 ありがとうございます。実は、まさにそこところが2つ目の質問だったので、ヘッジと投機を分けることが難しいというお話が和仁先生からもあって、森下先生からもあったと思うのですが、その中に、提案書にはヘッジのみが書かれていることが多いというご指摘がまさにあったと思います。ただ一方で、やはりこれも和仁先生からもお話がありましたけれども、外貨実需がない場合にはこれは投機になってリスクはかなり大きくなるという事実もございますので、一方でヘッジであるということを強調する必要があるという側面もあるのが事実かなというように認識しております。

その中で、具体的に、では一体どのように説明をされれば一番お客様の保護になるのかというのを、ぜひ一観点という形で皆様にお伺いしたいなと思っております。ぜひご意見をいただければ幸いです。

森下(哲) 外貨の実需がないお客様、そういったお客様の場合はヘッジのニーズがないのだとすれば、その方にヘッジだという説明書を持って行って、その結果成約するというのは、お客様が何か勘違いをされているか、やっぱり説明したことがうまく伝わっていないからなのかなという気もいたします。実需が全くない、したがって、ヘッジのニーズがない方に対しては、表現の仕方という問題ではなくて、そもそも、やはりそれはほかの商品を探すというのが筋なのかなと思います。ちょっと、ご質問の趣旨を正確に理解しているかどうかわかりませんが、そのような気がいたします。

野里常 おそらくヘッジとして提案書を持って行っている場合には、実際、少なくともその場では一応ヘッジであるという合意のもとで提案書を渡して、それでお客様と当然契約がなされているというのがおそらく前提だとは思いますが、ただし、一方で、当然、哲学的な話に近いですが、投機とヘッジというのが結局どちらとも言いづらいぐらい難しい論点ですよという観点がある中で、どのように説明をするのが一番適切に、お客様にとって顧客保護になるのかというのが気になっている点ということです。

本杉 先ほど森下先生がおっしゃったとおり、ヘッジニーズがなさそうな会社

にヘッジ商品として売り込むのはミスリーディングではないかと、そのとおりだと思っているのですけれども、顧客側から相談を受けていると、暗黙の了解のもととってはなんですが、ヘッジというよりも多分投機目的でやっていたのだろうなというケースがやっぱりあります。そういう場合どうするかというのは、正直私もよくわからないところで、裁判所も悩ましいところではないかなと思うのですけれども。あと、よく銀行側から、銀行は必ず裁判でも、相手方の企業にはヘッジニーズがあるのだと、そこは絶対に譲ってこない。どう考えてもヘッジニーズがなさそうな会社でも、ヘッジニーズがあるのだという、そこはずっと一貫して主張しています。いろいろ言ってくるのですが、例えば、全然証拠も何も無いのに、「社長から聞いたから」とか、「社長に確認したらニーズがあると聞いたから、我々はそれを信用して勧めたんだ」とか、こういうケースもありますよね。では、後は金融機関としてそれでいいのかという話に、多分なってくると思うのですね。全然調査もしないで、社長から聞いたから、社長が拒否しなかったからニーズがあると思ったのだみたいな。私は、それは金融機関がヘッジ商品だとしてヘッジニーズのある相手に勧めているという手続を通して以上は、やはりそれなりに調査義務があるだろうとは思っていますけれども、実務でそういうケースがあります。

野里常 ありがとうございます。

和仁 今のお話だと、次は野里常さんの会社の内部決済とか、我々に相談するのに、では、提案書の中に、ここまではヘッジ効果が働きますけれども、ここから先はヘッジではなくてスペキュレーションになりますということを書くことになるのでしょうか。おそらく書くのでしょうかね。金融機関はみんな書くと思います。それで、書いて、それについて了承いたしましたという投資確認書をいただいて、結局、それでこの問題というのは片づいてしまう話なのかというのが、私はよくわからないのです。要するに人間の持っている貪欲さ、グリードネスの問題であって、では、これは思うにヘッジ目的でやられていたのですか、それとも円高がここまで来たときに、これがもうかるというか、または円安になったときにこれだけもうかるというところに賭けられたのですか、どちらですかという問題は結局残ってしまう。やはり、そういう意味では説明書にそういうことを書いておくのは、ないよりはいいのでしょうか。だけど、やっぱり裁判になってしまう可能性を完全に消すことはできないだろうと私は思っております。

野里常 ありがとうございます。

岩原司会 よろしいですか。

森下(哲) 実務的にどうかというのはよくわからないのですが、ヘッジとして売られている商品なんかであれば、本来であれば、お客さんがどれぐらいの会社で、どれぐらいのリスクを負っていて、というのが多分前提としてあって、その上でこうやったらヘッジになりますよということをご提案するというのは良いと思うのですが、お客さんがどういったリスクを持っているかということについての分析がない提案書が利用されているということは、ちょっと違和感があるところで、むしろ、例えばその説明書において、あなたの会社がこうで、こういったリスクについてこれぐらいこうやったらこういう効果が出ますよという説明書というのは、為替デリバティブの案件との関係でどれだけ作成されてきたのかよくわからないのですけれども、例えば、そういうことをしていくことによって、お客さん自身が、後で「いや、我が社はこういうことではなかったですよ」というふうなことを言う機会が多少減るのかなとも思いますし、お客さん自身にちゃんとした説明をしようということにもつながるのかなと思います。あと、お客を知る義務ということを先ほど申し上げましたけれども、そういった契機にもなるのかなと思います。マス商品で、例えば10万円、100万円をデリバティブ投資商品に投資しますというのであれば、そこまで手間をかけるというのはどうかと思いますけれども、何千万円という案件だとしますと、その程度の手間をかけることがそんなに負担かなという、どうなのかなという気がいたします。

和仁 では、少々付け加えますと、普通、銀行の方などは「ご提案書」というのを顧客のところへ持って行くのですが、最初は、ヘッジのシナリオで持っていくわけですね。そうしたら、だんだん、おっ、為替がこっちへ動くとこれだけもうかるのかという話になって、だんだんヘッジ商品がスペキュレーション商品になってしまって、最終的にはそれで成約してしまうということがよくあるわけですね。金融機関の中でそれをやるときに、では、こういう経緯で商品内容が展開していきましてということの認識と把握がきちんとできていない。それで、その部分についての記録が残っていない。これが問題なのでしょうね。やはり、そのところが、いつの間にか提案している商品の性質がヘッジから投機に変わってしまった。それをどう立証するのかということが問題です。つまり、当事者間で段階を追って商品性の変容についてきちんと意思確認がされていたのかというこ

とですね。おそらく、このようなことはしていないと思うのです。それで、顧客のほうは、損をしたら、自分が以前言った不利なことなんて絶対に認めません。その意味で、金融機関としてはどのようなモデルから出発して、どういう予想をしたかという記録をとっておくかということが大切なのでしょうね。デリバティブ紛争については、皆様ご理解のようにここで議論して結論が出て、それで世の中すべて訴訟がなくなるとか、紛争がなくなるといことはあり得ません。人間は、損したら絶対に誰かを悪者にしないと気が済まないです。私もそうです。ですから、そういう利害状況の中で、顧客との交渉の中で用いられた論理が適正なのかどうなのかというのが、ここで議論すべきことだと思うのです。そういう意味では、記録を残すということは大切だと思います。

本杉 森下先生の意見に賛成というか、補足、強調したいところなのですが、この為替デリバティブ取引の銀行の提案書を見ると、みんな同じですよ。輸入をしていない会社に対しても、輸入企業向けの為替リスクヘッジの商品としてお勧めしますというふうに書いてあって、こう書いてあったら当然裁判で責めたくなくなりますよね。だから、本来オーダーメイドで個々のお客さんのニーズごとに商品内容とかが違ってしかるべきなのに、全部同じで、提案書も使い回しであると。これでは、何というか本当にプロの仕事なのかとやはり思ってしまいますね。やはり相手のある程度の商流、どういう仕事をしていて、どこにヘッジニーズがあってとかを調べて、できれば、それが多少書面とか提案書に表れていれば、ちゃんとその会社のことを考えて提案してあげたのだなというのが汲み取れますけれども、どこの会社でも同じ提案書で、単に御中の会社名を変えているだけだと。輸入もしないのにA社御中と書いてあって、輸入企業向けの為替リスクヘッジの商品を御社に提案しますというようなのは、それはちょっとどうかなと思いますね。

野里常 非常に参考になりました。ありがとうございました。

岩原司会 野里常さん、よろしゅうございますか。

野里常 はい。

岩原司会 今の話は非常に根本的な問題で、とくに和仁さんがおっしゃったように、だんだん交渉している間にお互いに理解してきて、金融機関側も顧客側も、実はこれは投機だということがわかって、そういう了解のもとで、ただ契約書はヘッジ目的の契約書を使っているときに、どう扱ったらいいのか。射幸契約性や

賭博性との関係でもどう考えたらいいかとといった根本的な問題につき、答えはまだ出ていないように思います。さっき和仁さんのご報告の中であったご指摘でございます。

それでは、次に野里常さんには、本杉先生へのご質問がさらにあります。お願いいたします。

野里常 それでは、次に本杉先生へのご質問ということで、すみません、よろしく申し上げます。

単純な疑問というか、どうなのだろうなと思ったこととして、デリバティブ取引というと、まさに複雑な取引という表現をよくされることが多いなと思っていて、実際、組成の状況に関しては確かに複雑なものが多いという事実があります。ただ、その中で、例えば、本当に一部のかんりの条件がついた複雑なものとはともかく、一般的なプレーンなデリバティブ商品のリスクというか、いわゆる損益の計算の方法については、どこまで難しいのだろうかというのは、実は単純にちょっと疑問がありまして、例えば、ある指標が動いたときにこの損失が出ますというのは、例えばエクセルとかに入ればすぐに出てしまうような金額だと思うのですよね。それに対して、例えば投信とかってというのは実は次の日にこれが動いたらこうなるというのは逆にわからない。そういう対比がある中で、このデリバティブ取引がとくに複雑だというふうに本杉先生が感じられる部分というのはどの部分なのかというのをぜひ伺いしてみたいなと思って、ちょっとご質問させていただきました

本杉 よく、その議論は裁判でも出てきます。デリバティブ取引もシンプルなものから、いろいろな条件をくっつけていって複雑になったものまであって、それを十把一からげで複雑だとかシンプルだとはいえないと思います。銀行作成の提案書とか説明書を見ていただくと、やはりいろいろな条件を付加したものは一見してわかりにくい。これは結構複雑だといえるのではないのかなと思います。わりとそうではないシンプルなものの場合はどうなのかというときに、複雑というよりも判断しにくい商品であるということは間違いないのではないかと。あとは、10年間拘束されて、こうなったらこうなるという条件を、要は10年先を見据えて契約時点で判断しなくてはいけないという判断は、これはかなり難しい。株を単純に買うとか買わないよりもかなり難しいのではないのかなというように思っています。この辺の議論は実は仕組債でも同じような議論がなされていて、仕

組債というのは別に、株価が下がったら株で戻ってくる、結構シンプルじゃないかという議論もあるのですよね。でも、やはり、今自分が購入する時点で置かれた状況で、それが得なのか、損なのかとか、リスクとリターンが見合っているのかという判断はかなり難しいし、何でそれが議論されているかというところ、売っている金融機関の側はコンピュータとかで計算してわかっているのに、買っているほうは全然わかっていない。そこが不均衡じゃないかというところで多分問題になっているのではないかなと思います。

野里常 ありがとうございます。

岩原司会 よろしいですか。

和仁 付け加えていいですか。

岩原司会 はい、和仁さん。

和仁 確かに野里常さんがおっしゃるように、シンプルなプレーンバニラはわかりやすいですけれども、問題になっている商品というのは必ずしもプレーンバニラではなくて、例えばプット・オプションの売りとコールの買いの組合せとか、組み合わせられた商品になってしまっているの、どういう動きをするのかというのは簡単にはよく予想できない。一定の前提で数字が出されてきているわけですけれども、その数式の前提が大きく変わってしまうような状況が生じたらどうなるか。何回も言いますが、リーマンショックはまさにそういう事件で、日本の投資家ですさまじい損失を被った人もいます。もうけた方はいますけど、その方は何もおっしゃいません。そういう世界ですよ。ゼロサムの世界ですから与件が変わると予想は難しい。

例えば大阪産業大学の判決では、中途解約金について説明しろということが書いてありますけれども、実際可能なのでしょうか。中途解約金について説明義務の一部としてそのことを説明すべきであったと書いてあるのですけれども、可能とはちょっと思えないですよ。後発の状況がいろいろ出てきますから。今日参加の方にはクオンツの方もいらっしゃるの、ぜひご意見を伺いたいのですけれども、いくつかの前提をつけないと将来の中途解約金額の説明などというものは書けないと思います。そして、その前提が正しいかどうかということは、多分投資家の方には検証がなかなかできないのではないかなと思うのですよね。そういう意味では、私は、そういうようなやや複雑系から本当に複雑系の商品に関しては、やるのだったらちゃんとプロを自分のアドバイザーにつけたほうが良いと申し上げ

げたいのです。それで、多分これからは、リーマンがありましたから、みんな中途解約のことは気にして聞かれるとは思いますが、やはりそういう意味でデリバティブというのはどうしても複雑なところが否定できない。でも、ではほかの商品はどうなのですかと。実は単純な商品である株だってその動きはわからない。債券だってわからないわけですよね。だから、そういう見地から言うと、複雑であるというマジックワードで迷わされるのは、ちょっとミスリーディングじゃないかなと思います。むしろ、どういうリスクがあって、自分はそれを避けたいのか、避けたくないのか、そのリスクは取っていいのかと、そういうふうなリスクの選考と決断ですね。そこをきちんと考えて、自分の身の丈に合った投資をされるべきだなと思います。

岩原司会 よろしゅうございますか。

野里常 ありがとうございます。おっしゃるとおり、おそらく損失、経常的に行われる損失の部分と中途解約の部分というのは、やっぱり異なるのかなと。損失の部分をはっきり言って、組合せであっても、単純にこのレートよりもよくなれば、悪くなればというもので計算できますので、やはり中途解約の部分は大切なのかなと思います。

ありがとうございました。

本杉 中途解約について、よろしいですか。

岩原司会 中途解約についての今の野里常さんのご発言に対するお答えですか。それでは、中途解約については河合健さんからご質問いただいておりますので、河合さんからご質問いただいてから、中途解約についてそれぞれの報告者の方からお答えいただきたいと思います。

河合 弁護士の河合健と申します。本日は貴重なお話をいただきまして、ありがとうございました。

今少しお話が出ましたが中途解約の清算金についての説明義務が金融機関にあるのかどうかということについてお尋ねします。そもそも説明義務があるのかということ、そして、仮にあるとしたらどのような説明、もしくはどの程度の説明をすべきなのかということについてお伺いしたいと思ってご質問をさせていただいております。

ご案内のとおり、例えば大阪産業大学と野村証券の事件では、解約料の算定方法、あるいは概算額について説明すべきであったのにこの点の説明が不十分であ

ったとされていますが、どのように考えられるかということをご先生方、和仁先生、本杉先生、森下先生にお伺いしたいということでございます。

とくに踏まえるべき観点として考えましたのは、第1に、投資家がはじめに投資をするとき、すなわちデリバティブ契約をするときには中途解約を基本的に想定していないことが多いのではないかとことです。中途解約が原則禁止と書かれている場合もありますから、そういう状況において、解約清算金が投資の意思決定のそもそも要素になっているのか。もちろん、途中で解約することもあるのですから、そういう情報を与えるべきだという考え方もありますし、そうではないという考え方もあります。それが1点。

第2に、先ほど少し話が出ましたけれども、株や債券においては最大損失がゼロということがわかっているわけですから、それでいいのかもしれないけれども、どの程度の損失が発生するかその概算額を示すという義務までは要求されていないように思います。それとの整合性をどう考えるかということです。

第3に、実際に中途解約をしたときに解約清算金がどれぐらいの概算額になるかを示すには、オプションモデルを使ったシミュレーション等が必要なのですが、実際に発生している損失とシミュレーションは、結構食い違うことがあると思うのです。そういうときに金融機関側からしてみれば、顧客から「全然違うじゃない。この数字間違っていたでしょう、説明義務違反ですよ」と言われるリスクもあって、概算額を示すこと自体かなり難しいことを強いられているような気がします。そのあたりも踏まえつつ、各先生方にご意見をいただければと思います。

岩原司会 それでは、各報告者の先生方ということですが、順番に。森下さんからお願いします。

森下（哲） はい。ご質問ありがとうございました。

実際に解約清算金をどう算出しているのかというのがわからない身としては、なかなか、そこが一番冒頭に申し上げたつらいところなのですが、今回、解約をめぐる、いろいろなトラブルが発生している、解約のプロセスで大きな損失を被って困ったお客さんが出てきているという例がある以上、確にお客さんが取引する前に解約のことを考えて取引を締結される方はいないにしても、将来、こういう場面になったときに、過去にこういう例があったと。1つ予想されるパターンであることは事実だと思いますので、解約ということを考えざるを得ないような場面もあるかもしれませんよ、するかしないかは、お客さんの自由ですが。

その場合には、一括して、かなり大きな金額が必要になる場合がありますよと。それは最低限、やっぱり言わざるを得ないのかなと思います。今までどおり、「原則として解約できません」。終わり。これではちょっとどうなのかなというような気がいたします。その上で、そのシミュレーションが正確でないのは仕方がないと思うのですが、ただ、例えばこういう前提であればこれぐらいですと。ただ、その解約金の計算というのは大変難しいと。今、予測できない。大変難しいのであれば、それは率直に伝えてほしい。ただ、今までは解約というオプションをお客さんに考えさせる程度の説明もなされていなかったのかなというところが問題だと思っているところでして、確かに取引に入るときに、いついつの時点で最終解約をしたときのロスはいくらですというようなことまで保障してあげる必要はないのかなと思っております。お答えになっているかどうかわかりませんが。

岩原 本杉さん、どうぞ。

本杉 まず、契約締結時にデリバティブ契約を中途解約した場合の清算金についての説明義務があるのかということに関していうと、私は説明義務がないという考え方はあり得ないだろうと思っています。それはなぜかという、やはり長期の契約を契約締結にするわけですから、もし失敗した場合にヘッジにならなかったとか、何か思惑が外れて失敗してしまった場合のまさに出口が中途解約なわけであって、出たいときにどうなるのかというイメージすらも湧かないような説明というのは、それは、やはり金融機関としての説明義務違反だろうというように私は思っています。

どの程度説明するのか。では計算方法、非常にオプションモデルみたいな複雑な計算式を説明すればいいのかどうかとか、その辺になってくると難しい問題はあると思いますけれども、私の感覚で言うと少なくともこうなったらこうなるぐらいのイメージが持てるような説明は必要なのではないかと思っています。先ほどの例みたいに契約締結してから2、3カ月後に解約したいと言ったら解約料3億円で。これはちょっとないだろうというように私は思います。

岩原 和仁さん、お願いします。

和仁 はい。私のポジションは既にかかなり申し上げてしまったのですけれども、デリバティブというのは時価がある商品なのです。それが前提になっています。一般的に使われている契約書は中途解約禁止になっています。ところが実務ではどの業者も中途解約に応じているという事実があります。この格差をどう考えら

れますかということです。結局皆、安易な考え方で中途解約禁止というのを入れている。中途解約が可能にすると、それはオプションをもう1つ、アメリカン・タイプのオプションを入れているようなものです。

次に、中途解約清算金の説明義務ですが、中途解約清算金と時価というのは必ずしも一致しません。これも一般にはあまり理解されていないことだと思います。時価はあっても、それと中途解約金というのは同じではない。さらに、裏でやっている取引の解消料とかそういうのも考えなくてはいけないですし、そういう要素でぶれが出てきます。したがって、デリバティブ取引について、少なくとも中途解約ができないと言い切るのはどうなのかなという気もしているのですけれども、中途解約清算金についての説明義務があるのかということに関していえば、中途解約をしたらこの程度のこういう手続を経て計算がされますということは説明できても、それが具体的にいくらであるかということまで言えるのかというと、なかなか言えないだろうと思います。要するに、取引開始日に中途解約をする人なんて誰もいないわけですよ。今の本杉先生のお話にあったように、3カ月たってから考えるとかそういうような話ですから。そうすると、やっぱり中途解約について説明義務を付すると言っても、シミュレーションもなかなか難しいだろうなと思います。要するにこういう条件でここまでの仮定を置いたらこういう数字が出てきますということ位しか言えないのでしょうね。でも、それは説明する方にとって大きな負担ですなということですね。だから、やっぱり商品の説明にそこまで求めるのは経済効率性からいって可能なのかなという感じはしています。ご質問で、株や債券等の取引ではそんな説明は普通していないじゃないかとおっしゃっていますが、それはおっしゃるとおりですね。それは多分、投資家のロスがゼロで止まるからだだと思います。ですから、そういうところから言って、投資家のロスがゼロで止まらない商品について追証がいろいろ要求されるとか、そういう効果が伴う場合でしょうけれども、その辺の説明をしているのと同じぐらいの説明をするのかな。要するに、ぼんやりとしたそういうことなのかなというので、大阪産業大学の判決はその辺についてはかなり疑問があります。

河合 ありがとうございます。

岩原司会 よろしいですか。

河合 はい。

岩原司会 手を挙げていらっしゃる方がいますが、それに関するご質問ですか。

それではお願いします。

福島 みずほ第一フィナンシャルテクノロジーの福島と申します。和仁先生に半ばご指名を受けたようなので発言します。私はクォンツではないのですけれども、クォンツを使っている会社のマネジメントと言ったほうがいいです。あと、ここ8年はやっていないのですが、8年前まで興銀と長銀でデリバティブのマーケティングのヘッドをやっていたので、ちょっとお話しておこうと思ったのですけれども…。

岩原 大きい声でお願いします。

福島 まずは中途解約金については、私は実務をやっていたときは中途解約できると言っていました。それで、今の法的根拠というのは、たしか金融商品取引業等に関する内閣府令の93条1項7号にデリバティブの基礎的なことについて説明する義務があるとあります。デリバティブの時価とか中途解約で清算が発生するというのは、時価会計も制度として導入されていますし、今や当然のことだと思います。であれば、説明義務があるというように判断していいかなと思います。

それから、その程度については、先ほどから森下先生、和仁先生がおっしゃるとおり、簡単なものはできる。線形なものですね、スワップとかそういったものは、こうなればこうなりますというようなある程度の数字は出せるのですけれども、オプションになるとボラティリティが入るので、これはちゃんと数字が出せないのですよね。しかもこれはアフターケアの問題ともかぶってくるのですけれども、簡単なものはアフターケアしやすい。ところが、いわゆる勝ち逃げ商品、これは外資系の証券会社が売ってお客さんが勝ったらそれで解約できます、負けたら塩漬けになってしまうというものです。塩漬けになったところで解約してくださいと言われたら、大きな金額の清算金が要求されるわけですね。こういったものはボラティリティ等の要素が複雑に入っているのです、事前に計算して、「いくらになります」というのは提示できないのですよね。こういったものが難しいわけですが、ただ、デリバティブは中途解約するとかこういうふうになりますよという話をしないといけないと思うので、その程度、だから、商品によって差を設けて、中途解約についての説明責任を果たすというのは金融機関の義務だと思われまます。金融機関は公的な責任を持っているわけですから、さっき言及されていた話ですけれど、ヘッジだと言って実はヘッジではない取引を勧めるというのはこれは許されないのです、そんな金融機関とは取引をやらないというような、そういうス

タンスで金融当局も、金融機関も、ユーザー側も臨むというのが基本だと思いません。

ちょっとすみません、感想めいたことで。

岩原司会 大体、説明義務に関するご質問は以上かと思いますが、最後のところ、中途解約に関して申しますと、超長期の契約で中途解約禁止という条項が入っているとき、それは一体どれだけの契約上の拘束力を持つか、1つの問題かなという感じがします。

それでは、以上で説明義務に関連するご質問は終わりました、次にADRに関するご質問をいただきたいと思います。上柳敏郎さん、お願いします。

上柳 弁護士の上柳敏郎です。必ずしもご発表と重なっていないかもわかりませんが森下先生に、それから神作先生もADRの設計に関わっていらしたと思いますので、金融ADR、とくに銀行の関係のADRがどういう範囲の種類の紛争を扱うべきか、お考えがあれば伺いたく思います。現状では今日本杉先生からご紹介がありましたように、いわゆるオーバーヘッジタイプの為替デリバティブについてたくさんの解決例があると、ホームページでも拝見しているところです。私もそういう案件の顧客側に立つことがありまして、本杉先生が20頁で指摘されています、とくに商品の問題性について切り込んで審理していただけない、書面に書いても無視されるみたいな扱いに思えるようなところもあって、大変不満に思ったりしています。最近では顧客側に立ちましても、例えばモンテカルロ・シミュレーションをある程度できるようになり、理論価格であるとか、現在価値をある程度主張できるようになっています。費用をかけてそういうものを持って行っても検討対象にしてもらえず、不満を感じることがあります。ただ他方で、本杉さんの発表の足を引っ張ることになるかもわかりませんが、このオーバーヘッジタイプの為替デリバティブの解決は社会的に大きな役割を果たしていると思っています。とくに中小企業が破綻に近いけれども、解約金の負担配分をして長期分割して支払うということであれば生き延びていけるということで、ある意味では私的整理ガイドラインみたいと言いきすぎかもわかりませんが、破綻処理、企業の救済の役割を果たしているようにも思うのですね。でも、こういう使われ方がよいというか、あるいは当初ADRを設計されたときにどういうように思っておられたのか、できましたら先生方のご意見を伺いたく思います。

和仁先生のご意見はかなりシンプルで、私はあまり賛同はできませんけれども、

訴訟との切り分けとして大変よく理解できるのですけれども、2人の先生方、あるいは本杉先生もどう考えておられるか、もしご意見がありましたらお願いします。

岩原司会 それでは、まず森下さん、お願いします。

森下(哲) ありがとうございます。私自身は金融ADRの創設には全然タッチしていませんので、そういう意味では、当初どうだったかという思い出は全くないわけでございますけれども、1つだけ、ADR一般という観点からちょっと申し上げますと、私は国際取引法というクラスも教えているのですが、やっぱり国際取引の局面においてもADRというのは非常に大事なのですが、そのときには、例えば、比較的友好的なムードの中で、ゼロサムではない柔軟な解決を見出していくとか、ファシリテーションをする人がお互いの当事者からいろいろ解決に向けたアイデアを導き出して解決をするといったことが行われます。そういった取組みがADRの1つの魅力として言われていると思うのですが、そういったADR像からすると、今の少なくとも為替デリバティブに使われている形のADRとはかなり異なるのかなと思います。例えば、手続のフレキシビリティですとか、その間に入る方の持っている専門性ですとか、あるいは先ほど申し上げた訴訟とは違う話し合いによる柔軟な解決の余地だとか、そういったものを使えてない今の為替デリバティブとの関係での金融ADRというのは、本来ADRが持っている可能性を生かし切れてないのかなという気がいたします。件数の多さを考えるとそれでも仕方がないという、特殊要因はあるのかもしれませんが、もっとほかの形で使えることがあったらいいなという、その程度のお返事でよろしいでしょうか。すいません。

岩原司会 神作さん、お願いします。

神作 ご質問ありがとうございます。私はADR制度の設計に関与させていただいておったのですが、個人的には、今日議論になっているタイプのADRの利用というのは、正直申し上げましてあまり想定しておりませんでした。その理由は、問題となっている金額がこれほど大きな場合にADRが使われることは想定していなかったためです。むしろ、簡易、迅速というADRによる紛争解決の前提は一般的な消費者ないし投資家が申立てを行い、それほど大きくない額をめぐるADRが用いられる。そこでは、厳密な訴訟手続とは異なり、言葉悪いかもしれませんが、いい意味におけるいいかげんさがあって、そのかわり

簡易迅速に一般的な消費者、投資家としてイメージしているところの投資家が納得する公正な解決が図られ、望むらくは当該顧客は取引を継続する、このような使われ方をすると思っておりました。事業者が顧客であり、かつ為替デリバティブのような形で億単位のお金が問題になることは個人的にはあまり想定していなかったというのが正直なところでございます。

それでは、このような現実をどのように理解し整理するかということでございますけれども、上柳先生からは当初の想定とは違うかもしれないけれども、企業の再生という観点からは一定の重要な機能を果たしているという肯定的な評価をいただいたものと思います。金融法務事情の金融ADRについての座談会(1946号6頁)に出席させていただいたときに、銀行関係の方は同様のご趣旨のご発言をなさっておられました。為替デリバティブのケース、とくに中小企業が顧客となっているケースの多くは、実際には破綻処理の一部として金融ADRが利用されており、とくに迅速かつ柔軟な処理という観点から一定の評価をなさっていたと記憶しております。そのような機能を営んでいるというのは事実だと思いますけれども、そのことをどのように評価するかという問題と、紛争解決委員の方はそのような事情を果たして正面から考慮に入れて判断して良いものなのかどうかという大変難しい問題が生じてくると思います。今後のADRの適正な発展のために、今回の事業者が一方当事者であり為替デリバティブが問題となった今般の一連の事例は特殊な類型であって、特別にグループ化してほかのADRの類型からは分離して整理するという整理の仕方というのはもしかしたらあり得るのではないかと感じております。

岩原司会 上柳さんよろしゅうございますか。私は司会者ということでご質問の対象にはならなかったのですが、私は金融ADR検討会の座長として取りまとめにあたりました。その立場から申しますと、検討会で主に想定していたタイプと違う種類の紛争の処理に現在は金融ADRが使われているということは確かだと思います。ただ、当時想定されていた金融ADRの中に私的整理的なものはなかったかといいますと、それも実はあったと思います。例えば、金融ADR検討会にはいろいろな金融業界の代表の方も加わっていたわけで、その中には貸金業者の方も入っていたわけです。貸金業者の場合の紛争は、ほとんど借りた個人の再生の問題になりますので、一種の再生のための手段として金融ADRを使うということも含めて検討しておりました。そういう意味では、私的整理的な使われ方を

するということは決して想定外のことではないと、私自身は思っております。

ただ、和仁さんが指摘されているように、本来裁判所に行くような、あるいは行くべきような事件がかなりADRの形で使われており、それが妥当かというのは大きな問題です。その問題の背後にあるのは、金融ADRの使用についての金融監督との関係ではないかと思います。金融ADRについて各金融機関がどういう対応を取っているかということを金融監督、とくに金融検査においてどのようにそれを見ているかということが問題としてあるのではないかということです。和仁さんは違うご意見があるかもしれませんが、あったらどうぞ。

和仁 いや、別にありませんが。上柳先生、金融審のときにADRワーキング・グループに入っておられませんでしたか。何か私はそういう記憶あって、議論した記憶があるのですけれども。それで、ADRの手續に荷の重いものとか関係ないものが入ってくることもあり、例えば、適格機関投資家が金融ADRを申し立てたりするのです。これは、何でそういうことをやるのか。多分、ここに行けば2割か3割の和解案が出てくるだろうと、やっぱりそういう意味で誤解されているのです。お金のある人たちなら、自分たちでそれこそネゴして調停をやってもいい訳ですし、別に調停だってある程度秘密性は保てます。その辺がみんな金融ADRに流れてきている、これがよくわからないところなのです。ただ、金融ADRに問題を持っていけば取り上げてもらえるということで金融ADRが使われている、それは誠にめでたいことではあるのですけれども、そうはいつでも事実認定はしない、法律判断はしないというのが金融ADRの基本点です。当事者の両方に解決したいというインセンティブがある場合にはADRが動きます。だけど、それが無いときには、これはどうしようもないので裁判にいかざるを得ないと思います。そのところが何か議論がごっちゃになっているのではないかという感じがいたします。やはり、ADRはADR向けのものをもっと厳選してやるべきではないかなということで、なぜADRが使われるか私のペーパーには書きましたけれども、申立料がたかだか5万円ですか、そういうこともあるのでしょうか。だけど、本当に弁護士がそういう案件をADRに持っていくというのが依頼者の望んでいることの実現に合致しているのかというところではないですよ。やはり、そういう意味でADRの機能というのはもう一回考え直すべき時期にきて岩原先生に頑張ってくださいませう。

そういうことで、金融ADRというのは、私は成功して欲しいし、いいシステム

でありますけれども、それに向いてないものを持ってくるというのはいかがなものかというのがずっと申し上げていることでございます。

以上です。

岩原司会 上柳さんよろしゅうございますか。何かあれば。

上柳 和仁先生のおっしゃった最後の点はどのようなのですかね。本来は少額案件や為替デリバティブ以外の種類の案件がもっともっと気楽に大手町の窓口を持っていけるようになるべきだと思いますので、一定の種類の紛争だけで事務局の方々が忙しいというのはよくないとは思うのです。けれども、本杉先生ご指摘の問題点はありつつも、一定の機能を果たしているというのはかなり大きな事実ではないかと思います。私も当初は想定しておりませんでしたけれども、積極的に評価をしてもいいのかなと思いました。

和仁 すいません。私は何も否定的な評価はしていません。うまく動いていないからそれをどうするかという話をしているだけです。そこは誤解されないでください。

本杉 ちょっとだけよろしいですか。

岩原司会 どうぞ、どうぞ。

本杉 私は、為替デリバティブについては一定の解決例を見ているので成果があったと思っていますが、逆にほかの分野で実績が上がっているのかというのが気になりまして、仕組債とかノックイン投資とか結構いろいろな商品が個人投資家に出回って紛争になっていると思うのですけれども、よくうちの事務所には金融ADRに自分で持って行ったのだけれども全然相手にしてもらえなかったと、金融機関が全く応じなかったと、憤慨して私の事務所にやって来て裁判になるというケースがあるので、その部分で本当に成果が上がっているのかというのは、これは逆に聞きたいです。

岩原司会 おっしゃるように、特定の問題に集中して金融ADRが利用されている面がありまして、金融ADRの制度を作ったときに全体としてあらゆるタイプの金融取引について新しい紛争の解決手段を提供するという制度発足の狙いからすると、現在の利用のされ方というのはやや一部のタイプの紛争だけが突出して利用されているということは事実だろうと思います。それはなぜかということは確かに検討する必要があるという気がしております。

皆さんのほうから何かありますか。まだ時間があるのですが、一応いただいた

ご質問には全部答えさせていただきました。ただ、時間が残っておりますし、神作教授のご報告にご質問がなかったのは、神作教授に申しわけない感じがしまして、司会者の権限を濫用して私からご質問をさせていただきたいと思います。

金融法務事情(1951号)の神作先生の論文の55頁の注の49のところに CCP の利用を強制するなど、現在の世界的なデリバティブのインフラに関する法規制の強化の方向に対する疑問が書かれております。私も共感するところがございまして、カウンターパーティー・リスクをいわば CCP に集中させることになるわけで、その結果取引をする者の間にモラルハザードが生じて、取引相手のカウンターパーティー・リスクについて適切に計測せず過大なエクスポージャーを抱える危険があるのではないかという問題があり得るのではという危惧があり得ます。それからもう1つ、結局、リスクが CCP に集中することになってしまって、CCP 自体が非常に大きいリスクを抱えることになるのではないかという危惧があり得ます。一部の学者からは、CCP 自体がトゥー・ビッグ・トゥ・フェイルになってしまうのではないかという問題点の指摘などもされているのですが、そういう点についてどのように神作さんお考えになりますか？

神作 本日は CCP への権利義務関係の置換えについては少し申し上げたのですが、CCP 自体の評価についてはとくに言及することはなかったのですが、ただ今、岩原先生からご質問いただきましたので、この機会に多少考えているところを述べさせていただきます。

CCP は確かに、メリットとデメリットの双方を抱えている、そういう意味では取扱いが非常にデリケートな難しい制度だと思います。カウンターパーティー・リスクへの対処の仕方としては、CCP のほかにもいろいろな制度があります。証拠金ですとかネットティングですとか担保の制度、そういった諸制度がうまく機能すれば確かに CCP の存在意義は少なくなるのかもしれませんが、けれども、例えば神田先生のご論文の中でホールセール取引の例として挙げられている事例では、担保の差入れ方が金融機関どうしでもどうも効率的に行われてない実例が示されているように思います。CCP を設けなくても、個々のプレーヤーにおいて本当に適切に責任を持ってカウンターパーティー・リスクについて管理できるのかというと、能力の問題や法制上の問題等から、その実現のためには様々な課題があると思われまます。そうだといたしますと、カウンターパーティー・リスクの管理については、いわば総合的に全体的なバランスを量りながら漸進的に解決をしてい

くほかないと一般に考えられているのではないかと理解しております。CCPについても、そのような意味では完全無欠の切り札であるというわけではなく、岩原先生が指摘されたような様々なしな場合によっては相当に深刻な問題点を抱えているのは事実だと存じますが、他のカウンターパーティー・リスクの管理の手法の発展を促しつつ、手探りになりますけれども、国際的な流れとして一部の標準化された店頭デリバティブ取引について CCP を通じた決済を強制するという方向性が決まった以上は、そのことを所与の前提として対応していくほかないのであらうと思います。もっとも、具体的な制度設計や監督においては、金融法務事情1951号55頁の注49に指摘させていただいた CCP 自体の問題点を常に十分に意識しながら検討を行い、実践していく必要があると考えております。大変難しいご質問いただいて十分なお答えができませんけれども、以上でよろしゅうございますでしょうか。

岩原司会 こういう CCP へのリスクの集中、その裏側としての取引参加者におけるモラルハザードの出現という問題は、デリバティブ取引だけではなくて、それ以外の金融取引にもあって、何よりも資金決済がそうです。資金決済が現在はいったん全国銀行協会の口座を経由するという形での取引になっています。いわば全国銀行協会が CCP の役割を果たしているわけで、そのリスクを削減するために取引についてのカウンターパーティー・リスクを小さくするための制度的な規制が内国為替規則等で決められているわけでありまして、それと同様な工夫がデリバティブについての CCP において十分に整備されているのかという問題があり得るように思うのですが、いかがでしょうか。

和仁さんも何かあれば。

和仁 今日のこの会場には少なくとも1名は CCP のプロがいらっしゃるのですけれども、最初にこの話をご説明しておきますと、基本的には担保をクリアリングにかけるときには CCP に対して担保を積んでいただくという形になっています。そこで、ですから、そういう意味でおかしくなってきた金融機関に関しては当然取引をしないと、クリアリングにかけないということになっています。今、今の日本証券クリアリングの CCP のルールというのは万が一、あるメンバーが破綻したときに、それですべてもみんなではリスクがとれないときには何が起るかという、CCP を相手方とする取引は全部キャンセルアウトされ、リスクが市場にもう1回投げ返されるというそういう仕組みを取っております。平たく

言えば CCP が倒産する能力があるのかないのかという話です。日本の金融庁は CCP は倒産する能力はないという、株式会社としては倒産する能力はあるのですけれども、制度的にはそういうことではないということをおっしゃっています。ただ、CCP が倒産すれば、それに対して一番エクスポージャーを持っていたメンバーが今度は次に倒産するということで、実際には同じ話なのです。もっとはっきり言いますと、担保を入れてもらっているといいますけれども、リーマンの後みたいに担保のプライスが消えてしまう、フェア・バリューが消えてしまうという場合にはどうするのですかという話なのです。そうするとここで議論しなくてはいけないのは、もし CCP という制度を入れるのであれば、それにいざというときに流動性を供給するレンダー・オブ・ザ・ラスト・リゾートというのを設けておく必要があるわけです。日本銀行は残念ながら、今のところその後は引き受けておられません。ただ、そういう制度を、市場を維持するための流動性供給のシステムというのを、考えていかなきゃいけない。これは何も CCP を救うためではなくて CCP のメンバーを救うため、銀行証券その他を救うためにどういうシステムを作らなくてはいけないのかということです。市場を救うためと言い換えることもできるでしょう。その意味からいいますと、通常の場合だったら全然問題ないのです。ただ、リーマンショックの後みたいにプライスが消えてしまう状況が発生したときには、今の CCP のシステムではなかなか難しい。では、この問題を誰か解決しているかというのと、誰もまだ解決していないという状況だと思います。

岩原司会 これはまさに、トゥー・ビッグ・トゥ・フェイルの典型の問題でありまして、CCP を利用している金融機関その他全体にリスクが波及していくという問題になってしまうわけですから、それに対する十分な手当てなしに CCP だけに取引とリスクを集中してみたところで、問題は解決しないということではないかという気がしております。

皆さんのほうから何かありますか。まだ時間がありますね。(笑)

それでは、ついでにもう少し聞かせていただきますと、海外での電子取引基盤の制度と日本の制度との比較が大変興味深かったのです。海外ではマルチ・ディーラー型を対象としているのに対して日本ではシングル・ディーラー型を含めた制度になっている。そして、電子取引基盤を第 1 種金融商品取引業者として扱うという形での規制体系になっているということですが、このような規制体

系、対象の決め方、それから第1種金融商品取引業者として規制するといういき方。これは海外での在り方と比べて合理的と考えられるのでしょうか、それをご質問させていただきたいと思います。

神作 大変難しいご質問をいただいて、お答えする能力もないのですが、要するに根本的には市場をどのように捉えるのかという問題ではないかと思います。日本の場合は、金融デリバティブについては取引所以外は市場外であるという整理をしているのですけれども、むしろG20のピッツバーグ・サミットにおける合意は取引所以外の店頭デリバティブについても、少なくとも標準化された店頭デリバティブ取引についてはいわば市場的な規律を及ぼしていこうという方向だと思います。そのような趣旨からすると、おそらく欧州ですとか米国のタイプの規律すなわちEU法の場合には金融商品に係る一般的な取引基盤としての「組織化された取引システム(OTFs)」を創設しようとし、またアメリカ法においては店頭デリバティブ取引に特化した「スワップ取引執行システム(SEFs)」という制度を設け、マルチ・ディーラー型に限定しようとしているのが本来の在り方であるようにも思います。もっとも、他方で、日本の現状に照らしてマルチ・ディーラー型だけに限ることが現実的かつ合理的であるのかどうかという問題があるように思います。しかし、いずれにしても、ご報告の中で述べましたように、有価証券については3層の構造すなわち取引所、PTS、および店頭という3層を区別しているのに対し、金融デリバティブについてはそうではなく二重構造になっているということについてどのように考えていくのかという問題は、少なくとも論理的には大きな課題として突き付けられているのではないかと思います。

岩原司会 どうもありがとうございます。

和仁 1つ。

岩原司会 和仁さん、どうぞ。

和仁 確かに学問的には、今、神作先生がおっしゃったとおりなのですが、基本的には日本のデリバティブのマーケットが薄いということです。だから取引量が少ない、では、それだけのお金をかける必要があるのかという、その判断が関わってきています。金融業というのはリーマンショック後、本当にお金がかかる商売になってきています。その上にこういう決済基盤とかそういうものを導入するので、それでまた業界が負担しなくてはいけない、業界というか各社が負担しなくてはいけない。そういった場合にはこれを軽装備でやるより仕方がな

いのだろうと思います。もし、日本のデリバティブ・マーケットが復活してくれば、多分マルチに行く必要があるのでしょうかけれども、今のところそうではありません。

それから、CCP に関しては、JSCC の取扱量というのはクレジットデリバティブに関しては本当に微々たるものです。ちょっと数字忘れましたけれども、皆さんがどんどん取引をやっていただくようになれば、これは伸びていきます。だから何が一番大切なことかと言ったら、規制を考える前に日本のキャピタル・マーケットをどうやって伸ばすか、そちらのほうをまず考えるべきではないかと私は思います。

岩原司会 はい、どうもありがとうございます。まず先にマーケットがあってそれから規制が来る、そのマーケットのないところで規制だけ作っても仕方がないというのが和仁さんの持論です。

皆様のほうから何かございますでしょうか。なければそろそろ時間になりましたので以上をもって本年の金融法学会のシンポジウムを終了させていただきたいと思います。長時間にわたりまして熱心にご議論をしていただき、誠にありがとうございました。どうも、本当にありがとうございました。(拍手)

〔海外金融法の動向〕

アメリカ

学習院大学教授 小出 篤

「システム上重要な」ノンバンク金融会社 (nonbank SIFI) の決定に関する
最終規則・指針

1 はじめに

2010年7月21日にドッド＝フランク法 (Pub. L. No.111-203, 124 Stat. 1376 (2010))が成立し、2年以上が過ぎた⁽¹⁾。同法は、関連する各規制当局に対して様々な規則制定の権限を付与しているが、そうした規則もこの2年で相当数が整備されてきており⁽²⁾、同法による金融規制の全体像が見えてきつつある。2012年においても様々な最終規則が制定されているが、本稿ではそれらのうち、いわゆる「システム上重要な金融機関」(systemically important financial institution: SIFI)に該当するものとして連邦準備制度理事会 (FRB) の監督対象とされるノンバンク金融会社の決定についての最終規則およびその解釈指針(2012年4月3日公布。以下「最終規則」「指針」という)⁽³⁾について、概観することとする。なお、本稿でとくに法令名を明示せずに引用する条文は、いずれもドッド＝フランク法のものである。

2 ドッド＝フランク法におけるノンバンク金融会社へのFRBの監督

ドッド＝フランク法第1章は、「金融の安定」と題し、昨今の金融危機への反省から、米国の金融システムへの現在および将来のリスクを特定して適切な監督を行うための様々な新しい枠組みを構築している。その一環として創設された新たな機関が「金融安定監督評議会」(Financial Stability Oversight Council: FSOC)⁽⁴⁾であるが、このFSOCの職務の重要な1つとして「その重大な財務上の困難または破綻の際に、またはその業務のために、合衆国の金融の安定にリスクを生ぜしめ得るノンバンク金融会社に対して113条に基づきFRBによる監督を求めること」が挙げられている(112条(a)(2)(H))。これによってFRBの監督対象とされたノンバンク金融会社に対しては、FRBは、金融の安定にリスクを生ぜしめないその他のノンバンク金融会社に対するよりも厳格な監督と健全性基準を定めなければならない(165条)⁽⁵⁾、⁽⁶⁾。FSOCはFRBの監督対象とされたノンバンク金

融会社に対する健全性基準について勧告を出せる（115条）ものとされており、FRBが監督対象のノンバンク金融会社に対する健全性基準を定めるにあたってはこの勧告にも従うものとされている。

昨今の金融危機では、いわゆるノンバンク金融会社が財務上の困難に陥ったことが、金融市場の広い機能不全をもたらし、他の金融機関の経営を圧迫する一因となった。しかし、これらのノンバンク金融会社の多くは、銀行持株会社に対してなされてきた規制の対象外とされており、また、統合的な監督も行われてこなかった。さらにこれらのノンバンク金融会社のうちとくに大規模で、相互にきわめて連関しているような会社を、米国の金融全体の安定性にそれ以上の影響をもたらさない形で処理するための効果的な仕組みというものも存在していなかった。すなわち、これらのノンバンク金融会社が米国の金融の安定性に対していわゆる新しいタイプのシステム・リスク要因となり得るということであり、ドッド＝フランク法は、こうしたリスクに対処するために、上記のように一定のノンバンク金融会社をシステム上重要な金融機関としてFRBの監督対象下とすることとしたものである。

ノンバンク金融会社（nonbank financial companies）とは102条(a)(4)において定義され、外国ノンバンク金融会社と米国ノンバンク金融会社とに分けられる。前者は、米国外で設立された、米国内で銀行持株会社とされる会社以外の会社であって、「主として金融業務を営む」会社（米国内支店を通じて営む場合を含む）である。後者は、米国において設立された、銀行持株会社・農業信用制度（Farm Credit System）金融機関・国法証券取引所・清算機関・証券関連スワップ取引執行機関・証券関連スワップ取引情報蓄積機関・いわゆる商品取引所・デリバティブ清算機関・デリバティブ取引執行機関・デリバティブ取引情報蓄積機関以外の会社であって、「主として金融業務を営む」会社である。「主として金融業務を営む」とは、下記(A)(B)のいずれかに当てはまる場合を指す（102条(a)(6)）。

- (A) 「本質的に金融である業務」ならびに預金保険加入預金受入金融機関の所有または支配からの当該会社およびそのすべての子会社による年間総収入が当該会社の年間総収入の85%以上である場合
- (B) 「本質的に金融である業務」ならびに預金保険加入預金受入金融機関の所有または支配に関連する当該会社およびそのすべての子会社の連結総資産が当該会社の連結総資産の85%以上である場合

ここでの「本質的に金融である業務」とは、銀行持株会社法 4 条(k)に定義された業務であり、具体的には金銭・有価証券の貸付等、保険・保証業務等、投資助言サービス等、証券の引受け・ディーリング・マーケットメイキング業務等、いわゆる銀行業の付随業務等、いわゆるマーチャント・バンキング業務等などである⁽⁷⁾。

3 FRB の監督対象となるノンバンク金融会社の決定

では、具体的にはどのようなノンバンク金融会社が、FSOC によって FRB の監督および拡充された健全性規制に服することを要求されることになるのであろうか。

この決定に関する手続および基準については 113 条において示されているが、113 条の手続および基準をさらに明確化することでその透明性を確保し、実務に対する予測可能性を高めるために出されたのが（本稿で取り上げる）「最終規則」および「指針」である⁽⁸⁾。「最終規則」では、FSOC が決定を行うための手続の明確化のための規定が置かれ、情報収集や聴聞の手続についても定められている。「指針」では、①「重大な財務上の困難」や「金融の安定性への脅威」などといった 113 条による決定において重要な概念の意義についての整理、② 113 条による決定の具体的なプロセス（3 段階の決定プロセス）、③ 3 段階の決定プロセスにおいて、第 2 段階以後の実質判断のプロセスに移行する会社を抽出する第 1 段階での数量的な基準の設定、④ 113 条所定の 2 つの決定基準に該当するか否かを判断するためのフレームワーク（6 カテゴリーに区分）、などを中心に具体的・実務的な決定の方法や枠組みが整理されている。以下では、この最終規則および指針を踏まえ、具体的な 113 条の決定の手続および基準を概観する。

(1) 決定基準

113 条によれば、米国ノンバンク金融会社⁽⁹⁾については、FSOC の議決権を有するメンバーの 3 分の 2 を超える賛成により、① 当該ノンバンク金融会社の重大な財務上の困難が米国の金融の安定性に脅威を及ぼし得るか（「第 1 の基準」）、あるいは② 当該ノンバンク金融会社の業務の性質・範囲・規模・程度・集中度・相互連関性・組合せが米国の金融の安定性に脅威を及ぼし得る（「第 2 の基準」）と判断した場合に、当該ノンバンク金融会社が FRB の監督および拡充された健全性基準に服すべきと決定することとされている（113 条(a)(1)）。

「指針」では、この条文の解釈について、より詳細な説明が行われている。ま

ず、「金融の安定性への脅威」とは、より広い経済に対して重大なダメージを与えるほど深刻な金融仲介または金融市場の機能の障害が生じる場合であるとされた上で、FSOCがあるノンバンク金融会社が上記の「第1の基準」「第2の基準」のどちらかに当てはまるかどうかを判断するにあたっては、当該ノンバンク金融会社の重大な財務上の困難（「第1の基準」に関連）および業務（「第2の基準」に関連）がどのように他の会社や市場に影響を及ぼし、ひいては金融仲介および金融市場に機能障害をもたらすかを検討するものとされている。FSOCは、ノンバンク金融会社の重大な財務上の困難および業務が、具体的には以下のような経路で金融仲介および金融市場への機能障害を生ぜしめることが想定されるとしている。

- ① ノンバンク金融会社の債権者・カウンターパーティー・投資家、あるいはその他の市場参加者が、当該ノンバンク金融会社に対して有するエクスポージャーにより、当該債権者等が損害を受けるという経路
- ② ノンバンク金融会社の資産の清算（処分）が一気に行われることで資産の市場価格が下落し、それによって市場が混乱したり他の同一資産を保有する会社に対して損失を生ぜしめたりするという経路
- ③ 市場参加者が依存し、かつすぐに代替先が見つからないような重要な機能またはサービスをノンバンク金融会社が提供している場合に、その提供ができなくなることによって市場参加者や市場に影響が生ずるという経路

次に、「第1の基準」に関しては、金融債務について支払不能または債務不履行の差し迫った危険が存在する場合は「重大な財務上の困難」であるとされた上で、金融業界全体の緊張が生じており、さらにマクロ経済が弱い状態にあるときに当該ノンバンク金融会社が「重大な財務上の困難」に陥ったとすればどのようなインパクトを有するかによって当該会社が「第1の基準」に該当するかどうかを判断するものとされている。他方で、「第2の基準」の判定においては、当該ノンバンク金融会社の財務上の困難が生じているとしないにもかかわらず、その業務の性質等が金融の安定に影響を及ぼすかどうかを判断するものとされているが、「第1の基準」と「第2の基準」とは実際には重なり合うものであろうということは「指針」も認めているところである。

(2) 決定にあたっての考慮事項と「6カテゴリーのフレームワーク」

あるノンバンク金融会社が113条における「第1の基準」あるいは「第2の基準」

に該当するかどうかの判断においては、同条の条文に列挙された事項を考慮すべきこととされている（113条(a)(2)。「最終規則」においてもそのまま取り入れられている）。「指針」においては、これらの考慮事項を、①規模、②相互関連性（金融機関同士のつながりを示す）、③代替可能性（他の会社によってサービスが代替されるかを示す）、④レバレッジ、⑤流動性リスクおよび期間のミスマッチ、⑥既存の規制による監督、という6つのカテゴリーによって構成される枠組みに当てはめている。これらのカテゴリーのうち、①～③はノンバンク金融会社の財務上の困難がより広い経済に対して及ぼし得る影響について検討しようとするものであり、④～⑥はノンバンク金融会社の財務上の困難に対する脆弱性を検討しようとするものとされている。

具体的には、「指針」は113条に列挙された以下の(A)～(K)の事項のそれぞれについて、以下のとおり上記の①～⑥のカテゴリーに当てはめている。

- (A) 当該会社のレバレッジの程度……④
- (B) 当該会社のオフバランスのエクスポージャーの程度および性質……①②
- (C) 当該会社と他の重要なノンバンク金融会社および重要な銀行持株会社との取引および関係の程度と性質……②
- (D) 当該会社の、家計・企業・州・地方政府にとっての信用の供給源としての重要性および米国の金融システムに対する流動性の供給源としての重要性……①③
- (E) 当該会社の、低所得者、マイノリティ、およびサービスが十分に行き届いていないコミュニティにとっての信用の供給源としての重要性、および当該会社の破綻がこれらのコミュニティが信用を受けるにあたって有するインパクト……③
- (F) 資産が当該会社によって所有ではなく管理されている程度、および管理されている資産の所有者の分散の程度……①②③
- (G) 当該会社の業務の性質・範囲・規模・程度・集中度・相互関連性・組合せ……①②③
- (H) 当該会社がすでに主たる規制当局によって規制されている度合い……⑥
- (I) 当該会社の金融資産の額および性質……①②
- (J) 当該会社の債務の額およびタイプ（短期の資金調達への依存の度合いを含む）……①②⑤

(K) FSOCが適当と考えるあらゆる他のリスク関連要因……（具体的内容によりどれかに分類）

「指針」では、具体的にFSOCがあるノンバンク金融会社について上記の考慮要素について判断を行うにあたっての具体的かつ詳細な測定基準の例を、6つのカテゴリーそれぞれについて列挙している。

(3) 決定の手続—3段階の手続

「指針」では、FSOCがあるノンバンク金融会社について、FRBの監督等に服すべきことを決定する（「第1の基準」「第2の基準」に該当するかどうかを判断する）具体的な手続についても詳述されている。ここで採用されているのは、3つの段階を踏んで決定を行っていくという方法である。

まず、第1段階では公開情報のみを用い、統一的な数値基準に従ってまずは第2段階に進むべきノンバンク金融会社を絞り込む。ここで用いられる数値基準は、「6カテゴリーのフレームワーク」において数値化が比較的容易に可能な①規模、②相互関連性、④レバレッジ、⑤流動性リスクおよび期間のミスマッチ、に関するものとなっている。具体的には、連結総資産が500億ドル以上であり、かつ以下のうちのいずれかの基準を満たすノンバンク金融会社が、第2段階に進むべきものとされる。

- (a) そのノンバンク金融会社が参照組織となっているクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の想定元本の総額が300億ドル以上であること⁽¹⁰⁾
- (b) デリバティブ負債が35億ドル以上であること
- (c) 債務（借入れ、債券、CPなど幅広い形態のものが含まれる）の総額が200億ドル以上であること
- (d) レバレッジ比率（連結総資産：総資本）が15：1以上であること
- (e) 短期負債比率（短期負債の連結総資産に対する割合）が10%以上であること

以上の数字については、2007年から2008年までにかけての金融危機において重大な財務上の困難に実際に陥った会社（ベア・スターンズやリーマンなど）の例などから算出されている。

なお、これらの数値基準は、資産運用会社やプライベートエクイティ、ヘッジファンドなどには必ずしもうまく当てはまらないものであり、FSOCは場合によっては他の基準を用いる余地を残している。

次に、第2段階に進んだノンバンク金融会社については、個々の会社について、主たる規制当局などが既に有する情報などを用いてより詳細に判断を行って第3段階に進むべきかどうかを判断する。ここでは、(2)で触れた6つのカテゴリーごとの測定基準例などにしたがって判断が行われる。

第3段階では候補となっているノンバンク金融会社に正式に通知を行った上で、第1段階・第2段階で用いたデータに加え、対象会社から直接に入手した非公開情報も用いて、定性的・定量的双方についての判断がなされる。ここでの「定性的」要素としては、業務の不透明性、複雑性、既存の規制の程度などが挙げられている。また、対象会社の解体可能性（破綻処理の可能性）についても検討される。

ここまでの3つの段階をすべて終了したノンバンク金融会社については、FSOCは「決定案」を出すかどうかを協議の上議決する。「決定案」が出されることとなったノンバンク金融会社に対しては書面で「決定案」の概要が通知され、この段階で証拠の聴聞手続を要求する機会（113条(e)(2)）が与えられる。その後、最終的にFSOCにおいてメンバーの3分の2の議決によって最終的な決定が行われ、当該ノンバンク金融会社には書面で通知がなされる。以後、当該ノンバンク金融会社がこの決定について争う場合には、連邦裁判所における司法手続によることとなる（115条(h)）。

なお、一度FRBの監督下に置かれることを指定されたノンバンク金融会社については、毎年その決定について見直しが行われる（113条(d)）。

4 実務の反応

実務からはこの「最終規則」および「指針」の制定過程において、「規則案」の段階から積極的なコメントがなされてきた。FRBの監督下に置かれることとなるノンバンク金融会社と決定されることは、要するに規制の強化を意味するため、その可能性を有する業界からはとりわけ多くの反応があったところである。例えば、保険業界は、伝統的な保険会社は代替可能性も高く、レバレッジ比率や短期負債比率も高くはなく、既存の規制当局の監督も既に受けているのであって、FRBの監督下に置かれるノンバンク金融会社の対象外となるべきであると主張しており、同様に例えば資産運用業界も、資産運用業は米国の金融の安定性に影響を及ぼすようなものではないと主張した。他方で、より幅広い会社をFRBの監督下に置けるようにするべきであると主張する意見も存在したところである。

具体的な手続に関しては、「最終規則」や「指針」における指定基準はなおあまりにも曖昧であって、また FSOC は、「最終規則」「指針」に示された基準以外の基準を個別的に用いる余地も残しており、実務にとっては結局予測可能性に乏しいとの批判もある。また、「指針」において提示された、ノンバンク金融会社の財務上の困難などが他の会社や金融市場に対して影響を与える「経路」については、この概念が具体的に決定手続においてどのように考慮されるのか、あいまいであるとの批判もなされている。さらに、この手続による「決定」について争う方法についても、そもそも個別の会社への通知も含め、争える機会やそのための準備が与えられる段階が遅すぎるといった問題点も指摘されている¹¹⁾。

今後、実際の決定手続が行われていく中で、様々な実務的・理論的問題がさらに掘り下げられることになろう。

〔注〕

- (1) 同法の概要については、例えば拙稿「海外金融法の動向(アメリカ)ドッド＝フランク法の成立」金融法研究27号115頁(2011年)、松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法―ドッド＝フランク法のすべて』(金融財政事情研究会, 2011年)などを参照。
- (2) 2012年末現在では、制定の期限が過ぎた237の規則のうち、95の規則(40.1%)が最終規則にまで至っている。全体では398の規則のうち136の規則(34.2%)が最終規則にまで至っているが、なお129の規則(32.4%)は提案にも至っていない状態である(デービス・ポーク法律事務所の Dodd-Frank Progress Report による。<http://www.davispolk.com/Dodd-Frank-Rulemaking-Progress-Report/>参照)。
- (3) Authority To Require Supervision and Regulation of Certain Nonbank Financial Companies, 77 Fed. Reg. 21637 (to be codified at 12 C.F.R. pt. 1310) (April 11, 2012)
- (4) 関連する金融監督当局の代表等をメンバーとして組織されるが、そのうち議決権を有するメンバーは、財務長官(FSOCの議長となる)、FRB議長、通貨監督官、消費者金融保護局局長、証券取引委員会(SEC)委員長、連邦預金保険公社(FDIC)総裁、商品先物取引委員会(CFTC)委員長、連邦住宅金融庁長官、全国信用組合管理理事会議長、保険業についての専門委員の計10名である

(111条(b)(c))。

- (5) 具体的には、リスク集中制限、リスクベースの資本規制、レバレッジ規制、リスクマネジメントに対する規制、清算のプランについての規制、信用エクスポージャーの報告などの規制に服することになる。
- (6) なお、FSOCによって指定されたノンバンク金融会社と同様に、連結総資産500億ドル以上の銀行持株会社についても、FRBによって定められる拡充された監督と健全性基準に服することとされている（165条）。本稿で見ると、ノンバンク金融会社の指定については、定量的・定性的双方についての様々な要素を総合的に考慮してなされるが、銀行持株会社については総資産という定量的な基準によって、拡充された監督・健全性基準の対象とされることになる。
- (7) なお、銀行持株会社法における「本質的に金融である業務」の定義を、ドッド＝フランク法において「ノンバンク金融会社」を定義するために用いる「本質的に金融である業務」の定義として用いることについては、それぞれの法律の趣旨の違いから調整も必要となる。例えば、銀行持株会社に対しては、業務について一定の規制が設けられているが、銀行持株会社以外の場合は当該規制に従わない形で「本質的に金融である業務」に相当する業務を行っていることもあり、その場合には銀行持株会社法における「本質的に金融である業務」には相当しないと判断されてしまうような可能性もある。「主として金融業務を営む」の定義についてはFRBに規則制定権限が付与されており（102条(b)）、2013年4月3日にFRBによってその最終規則が公布されたが、同規則では「本質的に金融である業務」の意義についても上記の問題点等に照らしてより詳細に定められている。See, Definitions of “Predominantly Engaged In Financial Activities” and “Significant” Nonbank Financial Company and Bank Holding Company, 78 Fed. Reg. 20756 (to be codified at 12 C.F.R. pt. 242) (April 5, 2013).
- (8) 2010年10月6日に規則の事前提案（75 Fed. Reg. 61653）が公表された後、2011年1月26日に規則の第1提案（76 Fed. Reg. 4555）が、続いて同年10月18日に規則の第2提案と指針案（76 Fed. Reg. 64264）が公表されており、それぞれに対するパブリックコメントを踏まえて、2012年4月3日に「最終規則」および「指針」が出された。規則の第1提案については、小立敬＝磯部昌吾「米国FSOCによるシステム上重要なノンバンク金融会社の指定基準の規則提案」

野村資本市場クォータリー2011春号ウェブサイト版 (*available at* <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011spr01web.pdf>) を、規則の第2提案および指針案については、小立敬「より具体化された米国のシステム上重要なノンバンク金融会社の決定プロセス」野村資本市場クォータリー2012冬号108頁をそれぞれ参照。

- (9) 外国ノンバンク金融会社については113条(b)においてFRBに監督される会社としての指定の方法および指定に際しての考慮事項が列挙されており、最終規則や指針においても規定がある。本稿では紙幅の関係から、米国ノンバンク金融会社についてのみ取り扱う。ただし、外国ノンバンク金融会社についても、米国ノンバンク金融会社とほぼ同旨の手続および基準に従うこととされている(主な相違点としては、外国ノンバンク金融会社については米国所在の資産・債務・業務が判断の対象となる点などが挙げられる)。
- (10) この場合、当該ノンバンク金融会社がデフォルトした場合に影響を受けるCDSの売り手がきわめて多く、金融市場に影響が及ぶことが想定される。
- (11) 本段落については、Bradley K. Sabel, *Final Rule Issued on Systemically Important Firms, Many Unknowns Remain*, *available at* <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/05/09/final-rule-issued-on-systemically-important-firms-many-unknowns-remain/>参照。

消費者向け金融商品販売についての規制改革

1 RDR の概説

FSA は消費者向け小売金融商品の販売方法の見直しに2006年から着手し、順次改革案を公表してきた。RDR（Retail Distribution Review）と呼ばれるこの一連の規制改革は、2012年12月31日に発効し、現在 FSA の HP では消費者向けの公報活動も行われている。

RDR は、それまでの消費者向け金融商品市場が抱えていた、以下のような問題点に対処することを目的とする。①多くの投資商品が複雑なチャージ方法をとっていて消費者にわかりにくく、②金融商品購入についてアドバイスをを行う金融アドバイザー⁽¹⁾が金融商品供給業者からコミッションと呼ばれる報酬を受け取っているために消費者の利益に合致しないアドバイスがなされる可能性があり、③アドバイザーが質の悪いアドバイス等をしたことに対して責任を負う仕組みが不十分であるといった点であり、さらにはそれに関連して、④消費者が十分なアドバイスを受けることができず、⑤アドバイス自体の質も低いため、消費者の金融商品市場に対する信頼性が醸成されないといった点である⁽²⁾。

こうした問題に対処するために、RDR は以下のような改革案を提示した。第1に、金融アドバイスについて、金融商品供給業者からアドバイザーへの報酬の支払を禁止し、消費者がアドバイザーにアドバイス料を支払うことを原則とする。第2に、金融アドバイスを独立アドバイスと限定アドバイスという2つの類型に分けて、異なる規制を実施する。第3に、上記の報酬支払の仕組みやアドバイスの類型を含め、金融商品推奨の際のアドバイスの性質について十分な説明を消費者に対して行うことを要求する。第4に、アドバイザーの資格について規制を強化し、年35時間以上の訓練や認証機関による認証を義務付ける。第5に、監督のため金融アドバイスの報酬や消費者トラブルの事例に関する報告義務を強化することである。これらの改革は、FSA のハンドブック中の規制あるいはガイドラインとして定められた⁽³⁾が、それぞれ多様な論点を含むため、改革案は段階的に提示され、そのために複数のディスカッション・ペーパーやコンサルテーション・ペーパー、ポリシー・ステートメントがまとめられ公表されている⁽⁴⁾。RDR は、消

費者向け金融商品市場の在り方全体を見直す大きな改革であるといっていだらう。本稿では、RDRの概要について、とくに金融商品販売に際しての説明義務と適合性ルールに重点を置きながら解説を行う⁽⁵⁾。

2 アドバイスに対する報酬と説明義務⁽⁶⁾

RDRにおいて焦点が置かれているのは、金融アドバイスの在り方である。先に述べたように、従来の制度では、金融アドバイスを行うアドバイザーに対して、その報酬（コミッション）が金融商品供給業者から支払われていた。このため、アドバイスにバイアスがかかる可能性が危惧されていた。RDRはアドバイザーの独立性を確保する為に、このような報酬支払方法を改め、消費者がアドバイザーに料金（フィー）を支払うものとした。アドバイス提供業者はそうしたアドバイス料の課金に際して適切な仕組みを用いることが求められ（COBS 6.1A.11R）、そのような課金の仕組みは文書によって、商品推奨前の適切な時期に消費者に対して説明される必要がある（COBS 6.1A.17R）ほか、その料金総額は「実行可能な範囲で迅速に（as early as practicable）」消費者に説明され、同意が得られなければならない（COBS 6.1A.24R (2)(b)）。

3 アドバイスの類型化と説明義務

RDRは、金融アドバイスを独立アドバイスと限定アドバイスの2つの類型に分けている。独立アドバイスとは、顧客に対する投資商品に関する個人的推奨であり、独立アドバイスのルールの要求に合致して提供されるもので、関連する市場の適切で公正な分析に基礎を置き、不偏的で非限定的になされる個別推奨であることが要求される（Glossary, COB 6.2A.3R）。上記の定義に当てはまらない金融アドバイスは、限定アドバイスとなる。

両者の区別は、つまるところアドバイスに際して検討され推奨される投資商品の範囲の違いである。独立アドバイスは、顧客のニーズや目的に合致するすべての投資商品が検討と推奨の対象になる。RDRで規制対象とされる消費者向けの金融投資商品（Retail investment product）は、生命保険やユニット、年金、投資信託といった様々な種類の投資商品を広く含む形で定義されており（Glossary）、したがって独立アドバイスを提供するアドバイス提供業者は、金融商品市場を広く見渡した上で顧客のニーズや目的に合致する投資商品を選択して推奨することが求められることになる（COBS 6.2A.11G）。もっとも、顧客のニーズや目的との関係で、ある種の投資商品群を一律に検討の対象から外したとしても、そのア

ドバイスが「関連する市場（Relevant Market）」をすべて検討しているならば、独立アドバイスと認められる⁽⁷⁾。

これに対して、限定アドバイスとは特定の種類の投資商品、特定の金融商品供給業者の供給する投資商品のみを検討や推奨の対象とするアドバイスである。例えば、特定の会社が提供する生命保険商品群の中から、顧客のニーズや目的に一番合致する商品を推奨するというアドバイスは、限定アドバイスということになる。

独立アドバイスと限定アドバイスの規制の違いは、主として説明義務の内容である。すなわち、アドバイザーは、販売に際して行われるアドバイスが独立アドバイスか限定アドバイスかを書面によって明らかにしなければならない、限定アドバイスを提供するにはその限定の内容を書面で明らかにしなければならない（COBS 6.2.6R）。さらに顧客との会話が交わされるような販売形態の場合には、書面交付だけでなく口頭による説明も行わなければならない（COBS 6.2A.9R）⁽⁸⁾。当然、限定アドバイスを提供するアドバイス提供業者が独立アドバイスを提供するかのように称することは禁止されており（cf. COBS 6.2A.3R）、両方のアドバイスを提供するアドバイス提供業者が全体として独立アドバイスを提供しているかのように説明することもすべきではない（6.2A.4G）。

4 適合性ルール⁽⁹⁾

上記のように、独立アドバイスと限定アドバイスの違いは、アドバイスにおいて検討対象となる投資商品の範囲であり、そのことを顧客に理解させるための説明義務の内容が、両者に対する規制の主たる違いということになる。規制のその他の部分、アドバイス料、勧誘方法、求められるアドバイザーの専門性などは、独立アドバイスであれ、限定アドバイスであれ違いがない。

また、顧客のニーズや目的に合致した投資商品を推奨しなければならない点でも、独立アドバイスと限定アドバイスでは少なくとも抽象的なレベルでは差を設けていない。すなわち、アドバイスを提供するには、個人的な推奨や取引の決定が顧客に適合したものとなることを確保する為の合理的な段階を踏まなければならない、そうした適合性の評価のために顧客の投資経験や知識、財政状況、投資目的などについての必要な情報を収集しなければならない（COBS 9.2.1R）。

もっとも、このいわゆる適合性ルール（Suitability rules）が具体的に適用される場面においては、顧客の求めるサービスの性質の違い等によって適合性の評価

の仕方が変わってこざるを得ない。すなわち、顧客が特定の投資取引についての妥当性についてアドバイスを求めた場合には、適合性の評価はその範囲に限定されることになる。アドバイスの前提としての適合性評価のために収集すべき情報の範囲は、ケース・バイ・ケースということになる⁽¹⁰⁾。

5 簡易アドバイス (Simplified advice) における適合性

限定アドバイスの中には、アドバイスのプロセスの全部または一部がシステム化されており、あらかじめ設定された質問等に顧客が答えるだけで、推奨商品を選択してくれるといった簡略化されたアドバイスのサービスが含まれる⁽¹¹⁾。このような簡易アドバイスは、顧客の個別の状況についての分析を経ず、そのニーズに直接に答えるものではないという問題があるが、その反面サービスの提供コストが低く抑えられるという利点がある。この、簡易アドバイスに対する FSA のガイダンス⁽¹²⁾は、適合性ルールに対する FSA の姿勢をよく示していると思われるので簡単に紹介しておく。

簡易アドバイスにも、当然に適合性ルールの適用があるから、顧客のニーズや目的に合致した商品を推奨しなければならない点は他のアドバイスと同様である。もちろん簡易アドバイスのサービス内容にはその構造上限界が存在するが、そのようなサービスの限界について顧客に事前に明確に説明したからといって、アドバイス提供者の適合性ルールに沿った推奨を行う義務が免除されるわけではない。しかし事実上は、とくに商品購入の場面において、商品推奨のために収集しなければならない顧客の情報の程度が減じられる可能性があることも、ガイダンスによって指摘されている。

具体的に指摘されているのは、顧客が過去に行った投資に関する情報である。自動化された(automated)簡易アドバイスの過程のプロセスにおいて、アドバイス提供者が顧客に対して新しい商品を推奨するに際して、既に行われている投資についても考慮にいたれたアドバイス⁽¹³⁾を望むかどうかを質問するということが考えられる。顧客がその質問の意味を十分に理解した上で、そうした考慮を望まないという選択をした場合には、アドバイス提供者が顧客の過去の投資に関して収集すべき情報は減じられる可能性がある。

逆に、顧客が過去の投資についても考慮に含めることを希望した場合や、顧客の希望がはっきりしない場合、あるいはそうした決定の持つ意味について十分理解していないという場合には、顧客は簡易アドバイスのプロセスから外れ、必要

に応じたアドバイスを受けることになる。

このように、簡易アドバイスの提供における適合性の評価は、顧客がそのようなサービスを自ら選択している限り、また、そのプロセスに基づくアドバイスの提供がふさわしくないと判断されるような事情が認められない限りで、限定されたサービス内容の範囲で行われることになる。もっとも、アドバイス提供者は、そうしたサービスの限界について顧客に理解させるために、適時の警告画面などシステム上の工夫を行わなければならない、また顧客の財政状況などを知るために顧客の収入や負債額などの情報は収集する必要がある(COBS 9.2.2R (3))。また、当該顧客に過去に販売した商品の情報は、適合性の評価にあたって考慮に入れられることになる。

6 若干の整理

RDR では、①アドバイスの公正中立性を高め、顧客のニーズと目的に合致した商品のみを推奨することと、②消費者に十分な情報提供を行い、顧客として自分が受けるアドバイスについて、その範囲と料金を明確に理解させることが重視されている。両者は別々の問題でありながら、相互に関連しあっている。例えば特定の業者によって提供される投資商品のみを推奨対象とした限定アドバイスは、そうした限定について消費者に十分に説明せずに当該業者の商品のみ推奨を行えば公正中立性のないアドバイスであり、独立アドバイスを期待していた顧客、すなわち多種多様な商品群から自分の目的に合致した商品の推奨を受けたい顧客にとっては、ニーズに合致しない商品推奨を受けたことになる。しかしアドバイス内容の限定について顧客に十分説明し、顧客がそのことを理解した上で料金を支払った場合には、そのアドバイスがその限定された範囲で公正中立なものであり、推奨される商品が当該業者の供給する商品群の中で最も顧客のニーズと目的に合致するものであれば、RDR の基準を充たすことになる。

また、独立アドバイスにおける検討対象商品あるいは「関連する市場」の限定や、簡易アドバイスにおける顧客の情報収集範囲の限定については、業者が顧客のニーズや目的を適切な方法で把握し、かつ顧客にそうしたアドバイス・サービスの内容を理解させることによって、アドバイスのプロセスを合理化しつつ適合性ルールに合致した商品推奨が可能である。しかし、検討対象商品の限定が適切に行われておらず推奨対象となるべき商品群に漏れがある場合や、顧客のニーズや目的の把握が不十分であるため適合性のない商品推奨が行われている場合に

は、提供するアドバイス・サービスについて説明義務を尽くしたとしてもアドバイス提供者が当然に免責されるわけではないため、そうした合理化されたプロセスの採用にあたっては商品設計やシステム設計に工夫が求められることになる。

〔注〕

- (1) 英国における金融商品販売は、金融商品供給業者(provider)から独立した独立金融アドバイザー(Independent Financial Adviser)を介して行われるのが通常形態である(IFAについて、小林雅史「英国における募集規制の動向—IFAとプラットフォームに対する規制」生命保険経営80巻5号84頁以下を参照)。しかし、金融商品供給業者の営業職員や専属代理店によるアドバイスも行われており、RDRは、そうしたアドバイスを行う場合も含め広く規制の網をかけている(清水宏紀=コーリン・J・サヴェジ=林彩子「英国金融サービス制度改革と将来展望」生命保険経営78巻4号5頁)。

FSAのハンドブックにおいて、アドバイザー(Adviser)とは、顧客に対して金融アドバイスを与える個人(individual)を指す概念であるが、同ハンドブックは、主としてそうしたアドバイザーを雇う業者(firm)に対する規制やガイドラインとして定められている。そこで本稿では、そうした業者をとくに指示したい場合にはアドバイス提供者という語を用いる。区別の実益があるのは、後述する自動化された簡易アドバイスの場合と思われる。この場合にはアドバイスにあたってアドバイザーは必ずしも関与しないからである。

- (2) Discussion Paper (DP) 07/01, pp15-16.
- (3) RDRの改革は、そのカバーする範囲が広いことから、FSAのハンドブックの複数の異なる部分に及ぶ。アドバイザー資格については、High Level StandardsのTC(Training and Competence)の部分に、本稿で主として取り上げる説明義務や適合性の問題は、Business StandardsのCOBS(Conduct of Business sourcebook)の部分に主だった規定がある。
- (4) RDRに関連してPolicy Statement(PC)としてまとめられたものだけでも、
 ① PS10/6 *Distribution of retail investments : Delivering the RDR-feedback to CP09/18 and final rules* ; ② PS11/1 *Distribution of retail investments : Delivering the RDR-professionalism Feedback to CP10/14 and CP10/22*

and final rules ; ③ PS11/9 *Platforms* ; ④ PS11/14 *Product disclosure : Retail investments-changes to reflect RDR Adviser Charging-feedback to CP11/3 and final rules* ; ⑤ PS12/3 *Distribution of retail investments : RDR Adviser Charging-treatment of legacy assets* ; ⑥ PS12/5 *Distribution of retail investments : RDR Adviser Charging and Solvency II disclosures-feedback to CP11/25 and final Adviser Charging rules*, を挙げることができる。

- (5) RDR とそれに関連する規制改革についての紹介としては、注(1)に掲げた文献のほか、本多省三「英国販売規制見直しとチャネルへの影響」生命保険経営80巻3号82頁、小林雅史「英国におけるRDR（Retail Distribution Review）による金融商品販売改革について」平成24年度日本保険学会大会報告用レジュメ (<http://www.js-is.org/wp-content/uploads/2011/12/e368454d29ae98b626e8dfbe8e35d2bc.pdf>) などが存在する。
- (6) RDR における報酬体系については小林・前掲注(5)の論文が詳しい。
- (7) ハンドブックでは具体例として、顧客が倫理的あるいは社会的責任の観点からの投資にのみ興味を持っているような場合にその基準を充たさない商品を対象から外すという例(COBS 6.2A.12G)が挙げられているが、そのほか、顧客の関心が、イスラム金融に限定した投資である場合に非イスラムへの投資のアドバイスをしないことや、信託とチャリティーに限定し年金をアドバイスの対象外とする例、年金にのみ関心のある顧客に年金に関する商品のみのアドバイスを提供する例などが考えられるという(Finalised guidance “Retail Distribution Review : Independent and restricted advise (June 2012)”)。
- (8) 説明の方法は公正かつ明確で、ミスリーディングなものでなければよいとされるが、COBS 6.2A.10G は説明の具体例として「私はX社の限定アドバイスを提供するアドバイザーであり、私のアドバイスはX社の商品についてのアドバイスに限定されます」とか、「私はX社の限定アドバイスを提供するアドバイザーであり、私のアドバイスはX社が選択した数の限られた会社からの商品に関するアドバイスに限定されます」といった表現をあげている。
- (9) 英国の適合性ルールについて、遠山聡「商品推奨の適合性と保険仲介者の助言義務」生命保険論集170号67～69頁を参照。
- (10) 適合性の評価方法等については、COBS 9.2全体を参照。

- (11) 完全に自動化されたサービスのほか、必要に応じて相対、電話、インターネットによるサポートが受けられるシステムもある。その場合はサポートを行う個人にアドバイザーとしての資格が求められる。
- (12) Finalised guidance “Simplified advice” (March 2012) pp. 9-11.
- (13) 過去の投資が現在もなお適合的か、新たな商品購入が適合性に影響するかといった検討を含めたアドバイスが例として挙げられている。

有価証券目論見書法の改正

1 はじめに

現在のドイツにおける目論見書(Prospekt)に関する規律は、2003年のEUにおける目論見書指令(以下「2003年目論見書指令」という)⁽¹⁾に従い、2005年に制定された有価証券目論見書法(Wertpapierprospektgesetz; WpPG. 以下、「法」という)⁽²⁾に基づいている。このことから推測されるとおり、ドイツにおける目論見書をめぐる規律は、ヨーロッパにおける指令の展開と平仄を合わせる形で展開してきた⁽³⁾。

目論見書の意義についてドイツで充てられる説明は、次のようなものである。すなわち有価証券およびその発行体についての情報を提供させて透明性を確保し、目論見書を入手した投資者において当該有価証券ないし発行体に関しての評価を可能とする点にその目的がある⁽⁴⁾。このような考え方は、おおむね我が国のそれと共通している。

さて2003年目論見書指令は、その適用の状況について5年後に確認を行い、改正の提案が行われることを想定していた⁽⁵⁾。これを受けてなされたのが、2010年の改正である(以下、この改正に係る指令を「2010年目論見書指令」という)⁽⁶⁾。そしてドイツにおいても、指令が改正されたのに伴って2012年6月に法の改正が行われ⁽⁷⁾、同年7月1日にその効力が発生している。

2010年指令は、目論見書に関する規律について様々な改正を施しており、その目的においてもいくつか異なる側面を有している。ただ、ひとまず重要な目的として、次の2点を挙げることができる⁽⁸⁾。第1は、目論見書に関する義務等に係る法的な不明確さの排除である。そして第2が、目論見書の要約(Prospektzusammenfassung)に関する規定を改正して、投資家保護をさらに推し進めることである。以下、法の改正内容のうち、以上2点に関する部分を概観する。

2 目論見書に関する義務等の明確化

(1) 目論見書の公表義務

2012年改正前の法においては、有価証券の募集に際して目論見書の公表(Veröffentlichung)の義務を負うのは、その募集を行う者(Anbieter)⁽⁹⁾であった(2012

年改正前法3条1項1文)。

ところで有価証券の募集を行う場合、いったん金融機関がこれを取得し、その後の状況に応じて当該有価証券を売り出すということも考えられる(段階的販売。Vertriebsketten)。そして当初よりこのような段階的な売出しの計画がなされている場合、その後の売出しも含めて、1つの募集と考えたほうが実質に合致していることもある。しかし改正前の法は、その後の有価証券の再譲渡、すなわち売出しについても募集に該当するものとみなし、金融機関に目論見書の公表義務を課してきた(2012年改正前法3条2項2文)⁽⁹⁾。

しかし最初に、有価証券の募集を行う者が公表した目論見書が、その後の当該有価証券の売出しの時点においてもなお投資家の基本的な投資判断に有用な内容を含んでいる場合、当該売出しの際に別途の目論見書を求める必要性は必ずしも高くない⁽¹⁰⁾(無用の費用がかかるだけである)。そこで2010年指令では、以上の段階的販売の場合について、その後の売出しを行う金融機関において、有価証券の募集を行う者の同意に基づき、その者が先に公表した目論見書を利用する余地を認めている(2010年指令1条3項a号ii)。

この指令の内容を受けて法も、有価証券の募集が行われた後になされる売出しについてもそれが募集とみなされるとしつつ(2012年改正法3条2項2文)、一定の場合には目論見書の公表義務を排除している(同条3項)。すなわち信用制度法1条1b項に定める機関(Institut)⁽¹¹⁾、または同法53条1項1文、53b条1項1文・7項に従って事業活動を行う企業⁽¹²⁾は、法9条による有効な目論見書⁽¹³⁾について、その公表者の書面による同意によりこれを利用することが認められる。

(2) 目論見書の追加記載

目論見書が金融監督庁により承認⁽¹⁴⁾された後、まだ問題となる有価証券に係る公募ないし市場における取引許可が完了していない段階において、新たな重要な事情により目論見書記載事項に変更が生じ、あるいはそもそも記載事項の虚偽が発覚する場合も考えられる。そのような変更ないし虚偽が有価証券の評価に影響し得る場合、これは投資家保護の観点から速やかに開示させる必要がある。そこで法は、以上の場合につき、目論見書に対する追加記載(Nachtrag)を義務付けてきた(2012年改正前法16条1項)。また、目論見書の追加記載が公表された場合、その公表前に問題となる有価証券の取得ないし引受けの意思表示を行った投資家は、その投資を控えたいと考えることが十分想定される。そこで法は、まだ取引

が履行されていない場合に限り、追加記載の公表後2取引日以内にその意思表示を撤回することを認めてきた（2012年改正前法16条3項）。

ここで問題となるのが、目論見書の追加記載に関する義務がいつまで継続し、投資家による意思表示の撤回がいつまで可能なのかという点である¹⁰⁾。まず目論見書の追加記載に関する義務については、従前、公募が終了するか、市場における取引許可がなされるかにより、解放されてきた。だが公募を行い、かつ市場における取引許可も申請している事案において、公募終了後、取引許可前（取引開始前）に目論見書に追加記載すべき事情が発覚したらどうなるか。公募が終了した時点で義務から解放されるのか、あるいはこれに関わらず取引開始前まで義務は残るのか。従前の解釈には、公募期間のいかんにかかわらず、市場における取引が開始されれば義務が終了されてきたとするものがあったが¹¹⁾、以上の例がどう扱われるのかは必ずしもはっきりしなかった。他方、投資家による意思表示の撤回については、この目論見書の追加記載の義務とは別に考えるべきだというのがここでの問題意識である¹²⁾。追加記載の義務については、公募と併せて市場における取引許可が申請されている場合の扱いが明確にされた。これに対して意思表示の撤回は、目論見書を見て募集に応じた者について、追加記載があった場合に保護を及ぼす趣旨であるから、公募との関係に限って撤回可能な期間を設定すれば足りる（取引許可申請の場合は対象としない）はずである。

以上の問題意識に従って2010年指令では、目論見書の追加記載に係る義務の終了時点を明確化するとともに、投資家による意思表示の撤回権については公募との関係でこれを認める方向性を明らかにした（2010年指令1条16項）。そして法も、2010年指令の内容をそのまま受容している。すなわち目論見書の追加記載義務に関しては、公募の終了時点において解放されるが、その終了後であっても組織化された市場における取引が行われる前に追加記載をなすべき事情が発覚した場合には、なおその義務が継続するものとされている（2012年改正法16条1項1文）¹³⁾。

他方で投資家による意思表示の撤回については、公募のための目論見書の場合に限り、その追加記載が公表される前になされた有価証券の取得または引受けにかかる意思表示について、公表から2取引日以内にこれをなすことを認めている。ただし、当該事情が公募の終了前に生じ、かつ有価証券の引渡しが行われていない場合に限られる（以上につき、2012年改正法16条3項）。

3 目論見書の要約と投資家保護

2012年改正前の法は、目論見書の要約について、発行者、保証を行う者、そして有価証券についての重要な特徴とリスクを提示することを求めてきた（2012年改正前法5条2項2文）。目論見書の要約は、有価証券に対する投資を行う者が情報を獲得するため、まず利用され得る手段である。他方で、網羅的な情報は目論見書本体を読まなければ得られないし、その責任の根拠も目論見書の要約だけではなく本体の記載と併せてはじめて基礎付けられ得る（2012年改正前法5条2項3文4号参照）⁹⁰。そこで改正前の法は、目論見書の要約について、それが目論見書の導入として理解されるべきこと、投資家は目論見書全体を精査して有価証券投資の判断を行うべきこと等、警告文言を付すことを求めていた（2012年改正前法5条2項3文1号・2号）⁹¹。

ドイツにおける目論見書の要約に関する規律は、以上のとおり相当に整備されていたのだが、EUレベルにおいては次のような問題意識が提示されていた⁹²。すなわち目論見書の要約というのは、零細投資家にとっては情報を取得するための中心手段であり、その意味で目論見書の独立の構成要素たるべきである。またその内容は、簡潔かつ明瞭で、投資目的を有する公衆にとって容易に理解できるものでなければならない。そこで目論見書の要約に係る形式と内容は、すべての重要情報（Schlüsselinformation）を含むものでなければならない。その重要情報は有価証券の本質的側面の理解に役立つ情報であって、投資家の投資判断に資するものであることを求めたのである（2010年指令1条5項a号i）。

これを受けて法も、目論見書は重要情報および警告文言を含まなければならないものとし、その形式と内容は目論見書の他の記載と併せて投資家が当該有価証券に投資すべきかどうかの判断に資するものでなければならないとしている（2012年改正法5条2項1文・3文）。そしてこの重要情報は、簡易な形式かつ一般的に理解可能な文言で各募集、各有価証券について次の内容を含むことが求められている（同法5条2a項）。

- ① 発行者、保証を行う者に関するリスクと重要な特徴についての簡潔な記載。これには、発行者、保証を行う者の財産価値、債務、および財務状況に関するものを含む。
- ② 当該有価証券への投資に付随するリスクと当該投資に関する重要な特徴についての簡潔な記載。これには当該有価証券に結び付けられた権利に関するものを含む。

- ③ 募集に係る一般的な条件。これには発行者または募集者により投資家の計算に帰せられる費用の概算を含む。
- ④ 取引許可の詳細
- ⑤ 募集および利益の使用を行う理由

なお、警告文言については、若干の文言の変更はあるものの、基本的には先に紹介した2012年改正前の法の内容を踏襲している(2012年改正法5条2b項)。したがって、この点の詳細については省略する。

〔注〕

- (1) Richtlinie 2003/71/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.
- (2) Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist. Vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698).
- (3) 2003年目論見書指令以前も、ヨーロッパ共同体の域内において目論見書を利用する場合に係る法規制の調和の観点から、いくつかの指令が出されていた。古くは1980年の指令において有価証券上場時の目論見書利用について（Richtlinie 80/390/EWG des Rates vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist）、また1989年の指令では有価証券に関する募集を行う際の目論見書利用について（Richtlinie 89/298/EWG des Rates vom 17. April 1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist）、その規制に関する域内での調和が図られた。これらの指令の規定は、その後2001年の指令において、その他の指令と併せ統合されるに至っている（Richtlinie 2001/34/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Mai 2001

über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen)。

- (4) P. H. Assis/D. Beule et al. (Hrsg.), Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Kap. 7 Rn. 25 [Heise] (2012).
- (5) 2010年目論見書指令前文 4 項参照。
- (6) Richtlinie 2010/73/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.
- (7) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes. Vom 26. Juni 2012 (BGBl. I, S. 1375).
- (8) K. Henningsen, Änderungen im Wertpapierprospektrecht, BaFinJournal 09/2012, S. 5.
- (9) 有価証券の募集を行う者とは、有価証券の募集を行う人 (Person) または会社 (Gesellschaft) である (法 2 条 10 号)。
- (10) この義務を免れることができるのは、少数の特定投資者を対象として売り出す場合、有価証券の最小単位が 5 万ユーロ以上の場合、あるいは募集対象となる有価証券の総額が 12 か月間に 10 万ユーロ未満の場合等、目論見書の公表による投資家保護の要請が低い場合に限られていた (2012 年改正前法 3 条 2 項 1 文 1 号～ 5 号)。
- (11) この点については、2010 年指令前文 10 項参照。
- (12) ここにいう機関とは、信用機関 (Kreditinstitut) と金融サービス提供機関 (Finanzdienstleistungsinstitut) を指す。
- (13) 信用制度法 53 条 1 項 1 文の企業に該当する場合とは、外国に本拠を有する企業がドイツ国内に銀行業務または金融サービス提供業務を行う営業所を有する場合において、当該営業所が信用機関または金融サービス提供機関とみなされる場合である。

同法53b条1項1文の企業に該当する場合とは、欧州経済圏協定の他の加盟国に本拠を有する投資信用機関(Einlagekreditinstitut)または有価証券取引企業(Wertpapierhandelsunternehmen)がドイツ金融監督庁の許可を得ることなく、営業所を設ける方法、ないし国境を超えるサービス提供取引の方法により銀行業務を営み、または金融サービスを提供する場合であって、加盟本国の所管当局によって当該企業が免許を与えられ、その業務の許可を得、かつ欧州連合の指令の規定に従った監督を受けている場合である。

- 同法53b条7項の企業に該当する場合とは、欧州経済圏協定の他の加盟国に本拠を有する企業であって、銀行業務を営むもの、金融サービスを提供するもの、または支払サービスを提供するものその他金融機関が、ドイツ金融監督庁の許可を得ることなく、営業所を設ける方法、ないし国境を超えるサービス提供取引の方法により以上の業務を行う場合で、前述の同条1項1文の投資信用機関の子会社である場合(90%以上の持分を保有している場合)である。
- (14) 法9条1項は、公表された目論見書について、公表後12カ月間、公募または組織化された市場における取引許可取得のために有効である旨定める(ただし、法16条による訂正が必要なときは、これがなされている場合に限る)。
- (15) 目論見書の公表は、金融監督庁の承認がなされてはじめて可能となる(法13条)。
- (16) EU指令に見られる問題意識については、2010年指令前文23項参照。
- (17) E. Schwark/D. Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl., § 16 WpPG Rn. 8 [Heidelberg] (2010).
- (18) この点の問題意識についても、2010年指令前文23項参照。
- (19) これによって、従前の文言では必ずしも明確でなかった部分が明確化され、またある事情について適時開示も追加記載も必要となる場合が生ずることとなった(K. Henningsen, a.a.O. (Fn. 8), S. 10f.)。
- (20) 以上につき, E. Schwark/D. Zimmer (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 17), § 5 WpPG Rn. 19 [Heidelberg/Doleczik].
- (21) 本文に掲げた2つの内容のほか、警告文言として付されなければならないのは、
- ・目論見書の情報に基づいて裁判上の請求を行う場合、欧州経済圏協定加盟国法の規定により、原告たる投資家が当該目論見書の翻訳費用を負担する可能

性があること

- 翻訳も含め要約について責任を負うのは、要約の内容が目論見書のその他の部分と併せ読んだ場合に誤導的である、虚偽がある、もしくは矛盾があるという場合に限られる可能性があること

といった内容である（2012年改正前法5条2項3文3号・4号）。

(2) 2010年指令前文15項参照。

電子マネーについての法改正（2013年1月28日の法律2013-100号）

1 はじめに

フランスにはスイカもパスモもエディもナナコもない。これは電子マネーを発行できる者が法律により与信機関（établissements de crédit）に限定されているためである。しかし、これからは様々な電子マネーが登場するかもしれない。

電子マネーについては、2000年9月18日の電子マネーについての指令（directive monnaie électronique〔DME1〕）があり、これをフランスの国内法化する2002年11月21日の規則（Règlement N° 2002-13 du 21 novembre 2002）が制定されていた。しかし、この指令は、100万ユーロという高額の最低資本を必要とし、電子マネー機関（établissement de monnaie électronique=EME）が他の商事取引を行うことを禁止し、また、かなり厳しい運用上の規制をしていたため、電子マネーの発展の足かせになっていた。2007年11月13日の決済サービスについての指令が作られ、これを国内法化する2009年7月15日のオールドナンスによって電子マネーについての上記2002の規則も一部改正されている。

その後、2009年9月16日のヨーロッパ評議会の指令2009/110/CE（Directive 2009/110/CE du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009）が制定され——電子マネー指令2（DME2）と呼ばれる——、先の2000年の指令を廃止しており、これをフランスにおいて国内法化する立法が、2013年1月28日の法律2013-100号（Loi n°2013-100 du 28 janvier 2013）により実現されている。導入期限は2011年4月30日であったのでかなりの遅滞である。これにより、通貨・金融法典（Code monétaire et financier=CMF）が改正され、電子マネーをめぐる規律が通貨・金融法典に取り込まれ、新たな章や節が追加され、商法典、消費者法典等の調整的な改正もされている（ほかに、directive 2010/78/UE と directive 2011/7/UE の2つの指令を国内法化するものである）。

この改正の目玉として、政府により次の2つの点が説明されている。①1つは、消費者（電子マネー保有者=利用者）に対して従前以上の手厚い保護を提供することである。ファンド（資金）の確保のための2つの措置のいずれかを採ることを義務付け、また、とりわけ会計関係の詳細な義務を設定し、その違反に対して

刑事罰で臨むという厳しい姿勢が採られている。また、利用だけでなく電子マネーの払戻し（償還）をいつでも請求できるようにした。②もう1つは、フランスにおける決済システムの健全性を確保し、新たな市場の開拓、競争の発展というチャンスを営業者に提供することである。この点については、従前は電子マネーの発行は銀行（与信機関）のみに限られ（先の2002年11月21日の規則2条）、日本のような交通事業者系や流通事業者系の電子マネーは発行できなかったが、この制限を撤廃したのである。与信機関のほか、例外的に決済機関も電子マネーを発行できるようになったが、特筆すべきは「電子マネー機関」という電子マネーの発行・運営に特化した制度を今回新たに導入し、これについて詳細な規定が今回導入されていることである（DME2の導入）。2000年のDME1では、電子マネー発行者は法人であることが必要であり最低資本金が100万ユーロ必要であったが、これがDME2では35万ユーロに引き下げられ、代わりに認可が開業の要件とされている。また、電子マネーの発行・管理しか行えなかったのが、決済等の他の業務も行えるようにしたのも、DME1からDME2への大きな変更点である。

電子マネーの発行は、集金の対価として直接または完成に利用可能な電子マネーのファンドのユニット（unités de monnaie électronique）を作り出すことによって行われる。この発行は、プリペイドの方法、すなわちプリペイドカードまたは電子財布（cartes prépayées ou porte-monnaie électronique）またはサーバー（serveur）の方法、すなわちネットマネーまたはサイバー通貨（《monnaie de réseau》 ou 《cyber argent》）に基づいて、電子マネーをストックして行われる。まず、電子マネーの発行は、電子マネー発行者に対する電子マネー保有者の債権が作り出され、次いで、電子マネー保有者の使用ごとに、電子マネー発行者に対する電子マネー承諾取引業者の債権が成立し、そして最後に、電子マネー発行者が電子マネーのユニットから払い戻す手続が取られることになる。

上記のように、従前は、①与信機関しか電子マネーを発行できなかったのが、今後は、②決済機関（établissements de paiement [先の2007年11月13日の指令を国内法化した2009年7月15日のオールドナンスにより通貨・金融法典L.521-1条以下に導入された制度]）さらには③電子マネー機関が、それぞれ異なった需要に対応して電子マネーを発行することになる。これによりフランス経済の活性化また競争力の強化を図ろうとしたものである。本法律により、通貨・金融法典について関連規定の無数の調整的な改正のほか、電子マネーをめぐる新たな章・節を

設けた新設規定が導入されており、主要な改正点について概説をしてみよう。なお、DME2は最低限を定めるのではなく最大限を画するものであり、以下の内容はDME2を導入したものである。

2 電子マネーの償還

通貨・金融法典第2編「金銭」（La monnaie）第3部「預金通貨制度」第3章「その他の決済制度に適用される規則」に第12節「電子マネーの償還方法」が新設され、電子マネーの償還についての規定が置かれている（L.133-29条～L.133-38条）。

電子マネーのユニット（Les unités de monnaie électronique）は、電子マネー保有者（détenteur＝利用者）により求められたならば発行機関（l'établissement émetteur）によって償還されねばならず（L.133-29条）、L.525-1条に規定された発行者（電子マネー機関）による電子マネーの償還は、電子マネー保有者に何ら手数料を負担させることなしに行われなければならない（L.133-30条）。ただし、明確に契約期間（利用期間）が定められている場合には、例外として、①契約期間満了前に償還を請求する場合、②保有者が期間満了前に契約を解除する場合、および、保有者が契約期間経過後1年1日以上して償還を請求する場合に限り、償還のための手数料の負担を求めることができる（L.133-31条）。この場合、償還のための手数料の額は、電子マネー発行者に実際にかかることと費用と釣合ひの取れたものでなければならない（L.133-32条）。

保有者が期間満了前に契約を解除せずになす電子マネーの償還請求は、その全部または一部だけについて行うことができる（L.133-33条）。電子マネーの償還が、契約期間満了から1年以内になされる場合また契約が解除される場合になされるときは、すべて償還されなければならない（L.133-34条）。この場合、L.526-3条の混合業務を行う電子マネー機関と保有者との間の契約については、電子マネーの償還が契約期間満了から1年以内になされる場合に、電子マネーの使用に当てられる割合が当事者により決められていなければ、全部の償還を受けることができる（L.133-34条）。本節に規定する償還は、電子マネーの保有者の選択に従い、①現金によるか、または、②発行者による保有者のために指図された決済取引の方法のいずれかによる（L.133-35条1項）。現金による償還については、電子マネー発行者は保有者との合意により、ファンドの譲渡（transmission de fonds）の方法によることができ、この場合、そのための費用はすべて電子マネー発行者の

負担とし、これと異なる合意は認められない（同2項）。

L.133-30条からL.133-36条までの規律は、事業以外の目的で利用する自然人を除き、これとは異なる合意をすることが認められる（L.133-37条）。

電子マネー発行者が、その配給のために自己の計算でL.525-8条に規定されている者（配給代行業者）を用いても、発行者は本節に規定された電子マネーの償還についての責任を免れない（L.525-38条）。

3 電子マネーについての一般規定

第3編「業務」第1部「銀行取引、決済業務、電子マネーの発行および管理」（タイトル修正）に第5章「電子マネーの発行および管理」（L'émission et la gestion de monnaie électronique）が新設されている。ここでは電子マネー一般についての規定が置かれ、その定義と預金とは異なり利息は認められないことなどが規定されている。

(1) 電子マネーの意義

第1節「定義」では電子マネーの定義がなされ「電子マネーとは、電子的または電磁的形態のもとでストックされた金銭価値（une valeur monétaire）であり、電子マネー発行者とは別の自然人ないし法人によって承諾され、また、それを発行した発行者に対するL.133-3条に規定された決済取引のためのファンドの取り崩しについての債権を体现したものである」と定義される（L.315-1条I項）。また、電子マネーのユニットは「価値ユニット」（unités de valeur）と呼ばれる（同II項）。旧立法（先のRèglement N° 2002-13 du 21 novembre 2002）では、「電子マネーは、電子マネーユニットと呼ばれる価値のユニットにより構成される。それぞれの〔電子マネー〕は発行者以外の第三者により通貨・金融法典L.311-3条の意味における決済方法として認められかつ電子的手段によって体现された債権の名目（un titre）を構成している」と規定していたが（1条1項）、これを内容的に変更するものではない。

電子マネーのユニットは、ファンドの交付があったならば遅滞なく発行されなければならない（L.315-2条）。それぞれの電子マネーのユニットは、集められたファンドの金額に対応した額面の価値のものが発行されなければならない（L.315-3条）。

(2) 利息等の支払禁止および電子マネー発行者の契約上の義務

第2節「報酬」では、一切の電子マネー発行者は、ファンドを集めた見返りと

して、電子マネーの保有期間に応じて利息、報酬、その他一切の利益を供与することが禁止される（L.315-4条）。

第3節「契約上の義務」では（契約締結に際する義務も含む）、電子マネー発行者の契約上の義務が規定されている。第3編第1部の第4章「決済サービス」の規定は、本節の規定の適用を妨げない限度で、電子マネーの発行および管理業務に適用される（L.315-5条）。電子マネー契約の申込みまた締結の前に、電子マネー保有者（利用者）となるようとする者に対して契約条件が明瞭かつ容易に理解し得る言葉によってL.314-13条1項に規定する要件を充たす情報提供をしなければならず（L.315-6条1項）、これは当事者の反対の合意がない限り、フランス語で書かれていなければならない（同2項）。電子マネー発行者とその保有者との間の契約では、電子マネーのユニットの償還の要件および期間が明確に取り決められていなければならない（L.315-7条1項）。ファンドの償還について例外的に手数料を取ることが認められる場合に、手数料がかかることは契約において明確に記載されなければならない（L.315-7条2項）。また、この場合、契約では、手数料の金額、性質および計算の細目が明らかにされなければならない（L.315-7条3項）。契約では、電子マネーのユニットの額面の価値の限度で償還が行われることを明記しなければならない（L.315-8条）。

4 電子マネー発行者

(1) 電子マネーの発行機関

(a) 電子マネーを発行できる者

第5編「サービス給付」第2部「両替、支払および電子マネー発行サービス給付」（タイトル修正）に第5章「電子マネーの発行者」（Les émetteurs de monnaie électronique）が新設され、これがいくつかの節に分かれている。

第1節「総論」では、電子マネーの発行者は、①電子マネー機関（les établissements de monnaie électronique = EME）および②与信機関（les établissements de crédit）とされる（L.525-1条）。フランス中央銀行（La Banque de France）、IEDOM（海外領土での通貨発刊機関）、国庫、預金供託金庫（CDC）も電子マネーを発行する以上は電子マネー発行機関として扱われる（L.525-2条）。これ以外の者が、L.315-1条の意味での主たる業務として電子マネーを発行することは禁止される（L.525-3条）。③ただし、例外的に財産またはサービスの取得目的で利用される電子マネーに限り、また、その企業においてのみ使用できるもの、その

企業と商事上の合意がなされている場所でのみ使用できるもの、これを支払手段として利用することを認めた業者だけの組織においてのみ使用できるものであれば、電子マネー保有者が利用できる最大限がデクレによって定められた金額を超えないことを条件として発行・管理を行うことができる。この場合の電子マネー発行者には、電子マネーの発行者に適用される規則は適用されない(L.525-5条1項)。これにより日本のスイカやエディ等と同様の電子マネーの発行が可能になる。この場合の決算業務は、L.141-4条I第3および4項の規定によるフランス中央銀行の監督に服する(同2項)。

(b) 財産・サービスのための電子マネー発行者についての ACP の認可

電子マネー機関が業務開始のためにはACP(L'Autorité de contrôle prudentiel—2010年に創設された銀行と保険会社の監督機関)の認可が必要なことは後述するが、L.525-5条またはL.311-4条1号に規定された企業(財産・サービスのための電子マネー発行者)は、電子マネー発行者としての業務を開始する前に、この企業によって発行・管理されている電子マネーがその企業またはその企業と商事フランチャイズの合意により提携している企業において特定された財産またはサービスの取得のためのみに利用できる場合を除き、ACPに届け出なければならない(L.525-6条1項)。ACPは受付からデクレで定められる期間内に、申請が不十分と判断される場合には必要な情報が補填されてから同期間につき、フランス中央銀行の意見に基づき、L.525-5条またはL.311-4条1号の規定する要件が充たされているかどうかを判断することができる(同2項)。この期間内にACPが何もアクションをとらない場合には、要件が充たされていると認められたものとみなされる(同3項)。L.525-5条に規定された財産・サービスのための電子マネー発行者は、同規定が遵守されておりまたその発行・管理に係る決済方法の確実性を証する年次報告書をACPに提出しなければならないが、ACPはこれをフランス中央銀行に転送する(同4項)。財産・サービスのための電子マネー発行者がL.525-5条およびL.311-4条1号の規定する要件を充たさなくなったならば、遅滞なくL.526-7条の電子マネー機関としての認可をACPに求めなければならない(同5項)。ACPが、財産・サービスのための電子マネー発行者に対してL.525-5条およびL.311-4条1号の規定する要件を充していないと通知をした場合、この企業には要件を充足するために適切な措置を取るか、または、L.526-7条の電子マネー機関としての認可を求めるための3カ月の猶予期間が認

められる（同6項）。

L.526-1条の電子マネー機関を除き、認可を受けていない企業が、電子マネー発行者として認可を受けたと信じさせるないしそう誤認させる恐れのある商号、広告、表示をすることは禁止される（L.525-7条）。

(2) 電子マネーの配給等の委託（配給代行業者）

第2節「電子マネーの配給（distribution）」では、電子マネー発行者による他の企業への配給等の業務委託についての規定が置かれている。

電子マネー発行者は、1人またはそれ以上の者に対して、自己の計算により電子マネーを配給させること、また、①電子マネーのチャージ（le rechargement）を含む電子マネーの流通、および、②電子マネーの償還業務を行わせることができる（L.525-8条1項）。電子マネーの償還業務を行わせるために電子マネー発行者によって分離口座が用意されていない場合には、分離取引（opérations de guichet）についての規定が適用される（同2項）。電子マネー発行者が、配給代行業者に電子マネーを配給させている場合には、業務の外部化（l'externalisation）について規制する規定を遵守しなければならない（L.525-9条）。電子マネー発行者は、配給代行業者に対して、顧客また公衆に対して、電子マネー発行者の会社の商号、商業上の名称、住所明瞭で読みやすい形で顧客また一般に提供するように指導しなければならない（L.525-10条）。

電子マネー発行者は、電子マネー保有者に対して、L.525-8条の配給代行業者の配給した電子マネーについて責任を責任を免れることはできず、これに反する条項があったとしても免責は認められない（L.525-11条）。L.511-33条、L.526-35条、L.571-4条およびL.572-17条の適用については、L.525-8条の配給代行業者は、その従業員と同視される（L.525-12条）。本節の適用についての細かな要件は、経済大臣のアレテによって定められる（L.525-13条）。

5 電子マネー機関（Les établissements de monnaie électronique）

第5編「サービス給付」第2部「両替、支払および電子マネー発行サービス給付」（タイトル修正）に、第6章「電子マネー機関」を追加して、電子マネー機関についての詳細な規定が導入されている。

(1) 電子マネー機関の定義およびなし得る業務

その第1節「定義」において、「電子マネー機関」の定義規定が置かれている。「電子マネー機関は、与信機関およびL.525-2条に掲げられた者」[注 フランス中

中央銀行等]以外の法人であり、主たる業務 (profession habituelle) として L.315-1 条の定義する電子マネーの発行および管理をするものである」と定義されている (L.526-1 条)。

電子マネー機関は、電子マネーの発行・管理・顧客による利用供与のほかに、① L.314-1 条 II 項に定められた決済を、決済についての規定を遵守しつつ行うこと、② L.522-2 条に規定された決済サービスに付随するサービスを、決済についての規定を遵守しつつ行うこと、および、③ L.524-1 条に規定された両替サービス、データの登録・管理のように、電子マネーの発行・管理と密接に結び付いたまたは機能的に関連したサービスを行うことができる (L.526-2 条 1 号～3 号)。

また、電子マネー機関は、上記の L.526-2 条に規定された取引および電子マネーの発行・管理以外の業務を主たる業務として、それぞれの業種ごとの法令による規制のほかに、その業務についての規定を遵守しつつ行うことができるが、L.526-10 条の規制は回避することはできない (L.526-3 条 1 項)。しかし、電子マネー機関が、混合的な業務 (activités de nature hybride) を行う場合、電子マネーの発行・管理以外の業務は、電子マネー機関としての信用の維持、顧客の利益を優先、市場の競争等、電子マネー事業の要請との両立を損なうものであってはならない (同 2 項)。電子マネー機関が主たる業務として電子マネーの発行・管理以外の業務を行うための態様については、経済大臣のアレテにより定められる (同 3 項)。

電子マネー機関によって決済サービスのために用意された口座については、決済取引および口座についての規定に従わなければならない (L.526-4 条)。電子マネー機関によって電子マネーの発行・管理のために集められたファンド、また、決済サービスのために集められたファンドは、いずれも L.312-2 条の意味での公衆から集めたファンド (預金等) には該当しない (L.526-5 条 1 項、2 項)。電子マネー機関がこのファンドを自己の計算で処分することは禁止される (同 3 項)。すべての電子マネー機関は、L.511-29 条に規定された与信および投資機関の全国フランス協会に加盟している事業者団体のいずれかに加入しなければならない (L.526-6 条)。

(2) 電子マネー機関の事業開始の要件 (ACP の認可)

第 2 節は「事業開始の要件」と表題が付され、電子マネー機関が業務を行うための手続的な要件を規定している。まず、第 2-1 節「認可」(Agrément) では、

電子マネー機関の認可をめぐる規定が置かれている。

(a) ACP による認可の必要性

電子マネー機関は、事業開始前に、L.141-4 条 3 項のフランス中央銀行の意見を受けた上で ACP の認可を受けなければならない(L.526-7 条)。ACP が認可を与えるためには、申請企業が電子マネー機関の健全な経営についての適性を有していることを確認し、また、経営に参加する株主ないし社員の資質についての評価を行わなければならない (L.526-8 条)。

ACP は認可をするに際して、申請企業が、①法人であること、②フランス国内に主たる営業所および定款上の支店を有すること、③規則により定められる金額を充たした資本金を充たしていること (DME2 では最低35万ユーロなのでこれと同じかこれ以上になる)、④この取引に必要な知識と経験を有する 2 人以上の者によって経営がされていること、⑤責任の明確かつ調和した分配についての構成を含む企業経営の堅実な体制になっていること、⑥健全な会計管理手続を含むリスクコントロールについての適切な管理手続が具えられていること、⑦企業間または別の者による直接的ないし間接的管理や資本の関係の存在により足かせがはめられていないこと、⑧ L.525-8 条以下の規定に合致した配給ネットワークの明細書が具えていることを確かめることになっている (L.526-9 条)。

もし電子マネー機関が L.526-3 条の混合的性質の事業を行う場合、または、L.525-4 条および L.525-5 条に挙げられた事業を行う場合 (財産またはサービスの取得目的の電子マネー) には、ACP は、電子マネーの発行・管理事業の責任者についてのみ L.526-9 条 4 号の要件を充たしているかどうかを確認すれば足りる (L.526-10 条 1 項)。ACP は、電子マネー機関による電子マネーの発行・管理以外の業務が、電子マネー機関の財政的健全性および電子マネー機関に課されている種々の義務を遵守する能力に対して障害になっているないし障害になる恐れがある場合には、電子マネーの発行・管理業務を行う独立した法人を創設するよう求めることができる (同 2 項)。

ACP は、認可申請の受領から規則によって定められる期間内、もし申請が不十分であるため評価のために必要な資料が後日追加提出された場合にはその受領から同じ期間内に、その決定を通知しなければならない (L.526-11 条 1 項)。L.525-5 条または L.311-4 条の業務を行っていた企業に対して決定が下される場合には、その認可決定では、1 年を超えない期間を定めて、既に流通している電子マ

ネーの有効期間を考慮に入れて、認可前に流通している電子マネーの適合性を確保するための措置を講じることを求めることができる（同2項）。

認可を受けた電子マネー機関は、認可のための要件を常時充たしていなければならず（L.526-12条1項）、認可に服する要件について変更があった場合には、ACPに報告しなければならない、詳細は経済大臣のアレテによって定められる（同2項）。商法典L.233-3条の企業グループ内でなされる場合を除き、電子マネー機関における、同L.233-4条に規定する participation（株式または社員権）の直接または間接の拡張または譲渡については、ACPの事前の承認が必要である（L.526-13条1項）。この場合、事前の承認を得ないでなされたならば、ACPは、事前の承認の対象となっている株式または社員権についての投票権の停止を裁判所に求めることができ（同2項）、また、取得者の株式または社員権の投票権を停止すること、また、なされた投票を無効とすることを裁判所に求めることができる（同3項）。

(b) 認可の取消し

ACPは、電子マネー機関の求めによりその認可を取り消すことができ（L.526-14条）、また、①認可から12カ月以内に業務を開始しないまたは業務を停止して6カ月以上に上る場合、②虚偽の情報に基づいて認可を受けたまたは違法な方法で認可を受けた場合、③認可に服する条件を充たさなくなった場合には、職権で認可を取り消すことができる（L.526-15条）。認可の取消しはACPがその決定のために定めた期間の経過によりその効力を生じ（L.526-16条1項）、この期間内において、電子マネー機関は依然としてACPの監督に服し、新たな電子マネーの発行は禁止され、絶対必要な取引実行のための担保の提供のみをすることができる（同2項）。

認可が取り消された場合には、電子マネー機関によって集められたファンドは、電子マネー保有者に返還されるか、与信機関または別の電子マネー機関に移転するか、または、供託されなければならない（L.526-17条1項）。電子マネー機関のACPの認可を受けた電子マネー機関の名簿からの抹消は、ACPによって公示される（L.526-18条1項）。認可取消しによる電子マネー機関の名簿からの抹消は、①L.526-3条の電子マネーの発行・管理以外の業種も行っている企業では、電子マネーの発行・管理のみについてが禁止され（同2項）、それ以外の電子マネー機関では、抹消は法人の清算事由となる（同3項）。清算の場合には清算完了まで

ACP の管理に服し、認可を取り消された電子マネー機関は状況によりどうしても必要と考えられる電子マネーの管理行為のみを行うことができるにすぎない（同 4 項）。L.526-14条から L.526-18条までの適用の要件、とりわけ認可の取消しまた削除の公示の方法については、経済大臣のアレテによって定められる（L.526-20条）。

(3) 小規模電子マネー機関についての特則

小規模電子マネー機関 (petits EME [PEME]) については特則があり、デクレにより定められる金額以下の電子マネー発行額の電子マネー機関については、L.526-32条から L.526-34条までを除いて、次の第 3 節の規定は適用にならない（L.526-19条 1 項）。また、L.526-21条から L.526-26条までも小規模電子マネー機関には適用されない（同 2 項）。この小規模電子マネー機関の電子マネーのユニットはデクレによって決められる金額を超えることはできない（同 4 項）。本条の適用の要件は経済大臣のアレテによって定められる（同 5 項）。

第 2-2 節は「ヨーロッパ領域内での合意された当事国領域での自由な成立およびサービスの提供」と題され、正に表題の内容の規定が詳細に置かれているが省略する。

(4) 電子マネー機関運用上の義務

(a) 経営についての善管注意

第 3 節には、電子マネー機関の経営についての善管注意をめぐる規定 (Dispositions prudentielles) が置かれている。電子マネー機関は、支払能力を担保しその財政構造とのバランスを保つための経営規範を遵守しなければならないとその活動のリスクまた収益性を計算するために適切な内部コントロールを有していないしなければならない (L.526-27条 1 項)。また、適切なファンドの水準を維持しなければならない（同 2 項）。詳しい要件は規則によって定められることになっている（同 3 項）。電子マネー機関の固有の資産は、L.526-9 条 3 号および L.526-27 条 2 項の基準を下回るものであってはならない（L.526-28条）。

ACP は、電子マネー機関に対して、十分なファンドを確保するため、とりわけ、電子マネーの発行・管理以外の業務を行う場合にはそれが電子マネー機関の財政的健全性を脅かす恐れがある場合に、必要な勧告または命令を発することができる（L.526-29条 1 項）。また、ACP は、L.526-3 条の電子マネー発行・管理以外の混合業務を行っている電子マネー機関に対して、その電子マネー業務以外の業務

が電子マネー機関の財政的健全性を脅かす恐れがある場合には、電子マネーの発行・管理を行う部分を法人として独立させるよう勧告または命令を発することができる(同2項)。電子マネー機関が、L.526-2条1号の決済サービスを提供する場合には、L.522-14条からL.522-18条までを遵守しなければならない(L.526-30条)。

(b) ファンドの確保

電子マネー発行により集められたファンドは、次の2つの方法のいずれかによって償還の保証措置が採られなければならない(L.526-32条1項)。

①集めたファンドを保有者以外の個人または法人の資産と混和させてはならない。現金で集められたファンドは、遅くとも受け入れた就業日の終わりまでに、公衆からの資金の受入れを認められている与信機関のそのための独立した口座で保管しなければならない。それ以外の方法で集められたファンドを、電子マネー機関の口座への与信後直ちに、または少なくとも電子マネー発行から5就業日以内に上記の口座で保管しなければならない。または、これらのファンドは、経済大臣のアレテにより定められる要件により、L.542-1条1～5号に規定されたこの目的のために特別に開設された口座を持つ与信機関に投資することができる。このファンドは、L.613-30-1条の要件のもとで、電子マネー機関の他の債権者に対して保護され、それは電子マネー機関についての強制執行また倒産手続においても同様である(同1項1号)。②電子マネーの発行によって集めたファンドについて、商法典L.233-3条の意味のグループ企業ではない保険会社または与信機関による保険その他の同様の担保によってカバーされなければならない(同1項2号)。集められたファンドは、電子マネーが流通している限り保護される(同4項)。

ファンドが、電子マネーの利用のためだけでなく、それ以外のサービスのために使うことができる場合には、電子マネー発行の対価として集められたファンドの部分のみが上記のL.526-32条に従い保護される。もしこの部分が明確に決められない場合には、経済大臣のアレテによって定められた要件に従い、電子マネー発行の対価として集められたファンド部分を算定することができる(L.526-33条)。電子マネー機関は、顧客またすべてそれを要求する者に対して、集めたファンドの保護のために講じている措置についての情報を提供しなければならない。また、ファンド保護のための方法を変更した場合には、そのことを顧客に知らせなければならない、それは公告の方法によることは認められない(L.526-34条)。顧

客に個別に通知をすることが必要になる。

(5) 業務上の秘密保持，会計および会計についての監督

第4節「職業上の秘密，会計および会計についての監督」の節では，電子マネーの関係者（従業員も含む）に業務上知り得た秘密についての遵守義務が規定され（L.526-35条），また，経営の健全化のために会計関係の非常に詳細な規定が置かれているが（L.526-36条以下），これは省略させていただく（違反に対する刑事罰については次の6(2)に説明する）。

6 罰則について

第5編「サービス給付」第7部「罰則規定」第2章「電子マネーの発行，両替および支払サービス給付」（タイトル修正）に第3節「電子マネーの発行者」が追加され，電子マネー発行者についての規律の違反に対して刑罰をもって規制している。これにより電子マネー発行・管理をめぐる健全性を確保し利用者の保護を万全なものとしようとしている。

(1) 無認可による電子マネーの発行・管理

L.525-3条（無認可での電子マネーの発行・管理の禁止）の違反に対しては，3年の禁固および37万5000ユーロの罰金に処せられる（L.572-13条）。

この場合に，責任ある自然人については，さらに，①刑法典131-26条に予定されている方法による私法上の権利，身分法上の権利の停止，②刑法典131-27条に規定されている方法により，最大限5年にわたる公職また違反を犯した会社ないし事業活動の禁止，③違反に供された企業機関の最大限5年にわたる閉鎖，④償還に必要な物を除いて，違反のために使われたまたは違反により取得した物の没収，⑤刑法典131-35条または131-39条に規定する要件による有罪を宣告する判決の掲示または公示といった刑事罰が適用される（L.572-14条）。

また，法人について刑法典121-2条の規定する要件のもとで刑事上責任があるものと判決で宣告される場合には，①刑法典131-38条による罰金，②刑法典131-39条による補充的な刑事罰が適用される（L.572-15条1項）。②の禁止は，違反がなされた業務活動について認められる（同2項）。

L.525-7条の禁止（認可を得ていないのに認可を得ているとのまたはそのように誤認させる商号，公告，表示の禁止）の違反については，3年の禁固および37万5000ユーロの罰金に処せられる（L.572-16条1項）。判決を下す裁判所は刑法典131-39条の規定する要件のもとで，下した判決の軽視または公示を同時に命じる

ことができる（同2項）。

(2) 事業上の秘密および会計関係違反

L.526-35条(電子マネー事業上の秘密保持義務)に違反した者については、刑法典226-13条の刑罰（秘密漏洩罪。1年の禁固および1万5000ユーロの罰金）に処せられる（L.572-17条）。

電子マネー機関の経営者が、ACPにより情報の提示を求められたのにもかかわらず、これを遅滞し、その提示を怠りACPによるコントロールの任務を妨げた行為、また、虚偽の情報をACPに提示した行為については、1年の禁固および1万5000ユーロの罰金に処せられる(L.572-18条)。電子マネー機関の経営者が、L.526-36条に規定された要件による明細目録の作成を怠り、年次会計または経営報告書を作成することを怠った行為は、1万5000ユーロの罰金に処せられる（L.572-19条）。電子マネー機関の経営者が、会計監査役（*commissaires aux comptes*）を任命しなかった、または、会計監査役をすべての総会に招集しなかった行為は、2年の禁固および3万ユーロの罰金に処せられる(L.572-20条1項)。電子マネーの経営者および同機関で働いているすべての者につき、会計監査役が調査・監督をすることを妨げた行為、その任務遂行に有益な一切の書類、とりわけ契約書、帳簿、会計関係の書類および議事録の情報を提供することを拒否した行為については、5年の禁固および7万5000ユーロの罰金に処せられる（同2項）。

電子マネー機関の経営者が、L.526-37条の補強された方式による会計報告書を作成しなかった行為は、1万5000ユーロの罰金に処せられる(L.572-21条)、また、L.526-38条の規定する要件に従って会計の年次報告書を公示しなかった行為も同様である（L.572-22条）。

〔総 会 記 録〕

平成24年10月6日

1 前回理事会以降の学会運営に関する件

理事長より、金融法研究28号、金融判例研究22号が予定通り刊行されたことが報告された。

2 学会経理に関する件

(1) 平成23年度会計について

池田常務理事より、「平成23年度会計報告」に基づき、平成23年度会計について報告がなされた。なお、収入に関して、会員数は通減傾向にある結果通常会費収入が減少していること、雑収入が大会聴講料増等により50%増であったこと、支出に関して、29回大会の報告準備費は未計上であること等が報告された。また、柏木監事、小杉監事からの監査証明を頂いていることが紹介された。

理事長が平成23年度会計の承認を求めたところ、異議なく承認された。

(2) 平成24年度予算について

池田常務理事より、「平成24年度収支予算案」に基づき、平成24年度予算について報告がなされ、総会に提案することが承認された。なお、通常会費については会員減少傾向を勘案していること、大会費としては、29回大会、30回大会の2大会分の報告準備費を計上していること、雑誌費については会員数減少を勘案して部数を700部から650部に減らしたこと、15万円の黒字を見込んでいること等が報告された。

理事長が平成24年度予算の承認を求めたところ、異議なく承認された。

3 平成25年度（第30回）大会に関する件

(1) 開催日程・会場について

理事長より、私法学会は来年10月12日（土）、13日（日）に京都産業大学にて開催されることが報告された。日時は10月14日とし、場所については、山田常務理事・安永理事のお力添えにより、同志社大学にお引き受けいただけることとなり、同大学ハーディーホールにて開催される予定である旨が報告された。

(2) シンポジウム等について

第25回大会のシンポジウムのテーマについては、金融監督法制の見直し（持株規制、預金保険、破綻処理を中心に、場合によってはインサイダー取引規制等を

含む)、債権法改正、表明保証、コベナンツ、預金の成立等の提案が理事会でなされ、最終的な決定は年末に開催される常務理事会に一任することとなった旨が報告された。

以 上

学 会 記 事

1 年次大会

平成24（2012）年10月6日（土）午前10時より、慶應義塾大学三田キャンパスにて、金融法学会第29回大会が開催された。

○個別報告（10時～11時30分）

「所有権留保と倒産手続」

司会：安永正昭

報告：印藤弘二

○会員総会（13時15分～13時30分）

岩原理事長より、学会運営についての報告があり、池田常務理事より、平成23年度会計について報告がなされ、岩原理事長より、会計報告については柏木監事、小杉監事より、適正である旨の証明がなされている旨が報告され、決算が承認された。

平成24年度予算について、池田常務理事より、会員数の逡減を受けた予算編成である旨の報告がなされ、承認された。

○シンポジウム（13時30分～17時30分）

「デリバティブ取引の現状と課題」

司会：岩原紳作

報告：森下哲朗，本杉明義，和仁亮裕，神作裕之

2 次回大会

私法学会が10月12日（土）、13日（日）に京都産業大学で開催されることから、10月14日（月・祝）に京都（同志社大学）で開催予定であることが報告された。

平成23年度会計報告
(平成23. 4. 1～平成24. 3.31)

平成24(2012)年10月 6 日
金 融 法 学 会

収支計算書

(単位；円)

収 入 の 部	会 費	3,315,000	通常会員 5000×485名	2,425,000
	利 子	370	賛助会員	890,000
	雑 収 入	295,000	第27回大会聴講料	152,000
			2000×76名	
			金融法研究販売	17,000
			金融法研究掲載広告料	30,000
			出版者著作権協議会著作権分配料	96,000
	(小計)	3,610,370		
	基本財産取崩し	0		
	前年度繰越し	6,959,151		
	計	10,569,521		

支 出 の 部	1 大会費	728,960	研究費（金融法研究27号「海外金融法の動向」原稿料）	200,000
			28回大会速記料	75,600
			28回大会会場費	53,360
			28回大会報告準備費	400,000
	2 地区部会費	0		
	3 学会運営費	115,320	理事会・常務理事会等	115,320
	4 事務費	446,032	業務委託費	100,000
			印刷費	77,595
			通信費	250,498
			雑費	17,939
5 雑誌費	1,652,000	←(金融法研究27号, 金融判例研究21号)		
6 郵便振込手数料	43,600			
7 基本財産組入れ	0			
	(小計)	2,985,912		
	次年度繰越し	7,583,609		
	計	10,569,521		

財産目録

運用財産	銀行預金	4,065,706
	郵便貯金	3,767,720
	現金	0
	計	7,779,750
基本財産	銀行預金	10,000,000

金融法学会規約

第1章 総 則

第1条 本会は金融法学会（Japan Association of the Law of Finance）と称する。

第2条 本会の事務局は、東京都におく。

第2章 目的および事業

第3条 本会は、金融法に関する研究を行い、この分野の研究ならびにその促進に寄与することを目的とする。

第4条 本会は、前条の目的を達するため、次の事業を行う。

1. 研究発表会の開催
2. 機関誌の発行
3. その他理事会において適当と認められた事業

第3章 会 員

第5条 本会の会員は、次のいずれかに該当する者で、理事会の承認を得た者とする。

1. 通常会員は、金融法の研究に寄与できる者で会員2名以上の推薦した者
2. 賛助会員は、本会の事業に賛助

する団体または個人

第6条 会員は、理事会の定めるところにより、会費を納めなければならない。

第7条 会員は、本会の機関誌の配布を受ける。

第8条 会員は、次の場合には、退会したものとする。

1. 本人が退会を届出したとき
2. 会費の滞納により、理事会において退会を相当と認めたとき
3. 本会の品位を汚すなどの事由により、理事会において退会をやむをえないと認めたとき

第4章 機 関

第9条 本会に、次の役員をおく。

1. 理事 若干名 内1名を理事長とする。
2. 監事 若干名

第10条 理事および監事は、総会において選任する。

理事長は、理事会において互選する。

第11条 理事および監事の任期は、3年とする。ただし、再任を妨げない。他の役員の任期の途中で就任した理事および監事の任期は他の役員

と同時に終了する。

第12条 理事長は、本会を代表する。

理事長に故障がある場合には、理事長の指名した常任理事が、その職務を代行する。

第13条 理事は、理事会を構成し、会務を執行する。

理事会の議を経て、理事長は、常務理事若干名を選任し、これに常務の執行を委任することができる。

第14条 監事は、会計および会務執行の状況を監査する。

第14条の2 本会に顧問をおくことができる。

顧問は、本会に特別の貢献のあった会員に対して、総会の議を経て、理事長が委嘱する。

顧問は、理事会の諮問に応じて意見を述べる。

第15条 理事長は、毎年1回、会員の通常総会を招集しなければならない。

理事長は、必要があると認めるときは、何時でも、臨時総会を招集することができる。

通常会員の5分の1以上の者が会議の目的たる事項を示して請求したときは、理事長は臨時総会を招集しなければならない。

第16条 総会の議事は、出席通常会員の過半数をもって決する。

第5章 規約の変更および解散

第17条 本規約の変更には、総会の議決を要する。

第18条 本会の解散は、理事会または通常会員の5分の1以上の提案にもとづき、総会において出席通常会員の3分の2以上の賛成を得なければ、これを行うことができない。

付 則

1. 本規約は、昭和59年10月8日から施行する。
2. 本会設立準備委員会の委員は、本会の設立とともに、本会の通常会員となる。
第1回総会前に、設立準備委員会によって推薦された者は、第5条の規定にかかわらず、本会の会員となることができる。
3. 第1回総会前に、本会設立準備委員会によって、理事または監事の職務を行うことを委嘱された者は、第10条の規定にかかわらず、第1回総会の日に理事・監事に就任する。
4. 本会設立準備中の費用については、本会がこれを負担する。
5. 第14条の2は、平成3年10月14日から施行する。

法人賛助会員（順不同）

一般社団法人全国銀行協会

一般社団法人全国地方銀行協会

一般社団法人信託協会

社団法人生命保険協会

日本司法書士会連合会

日本銀行

一般社団法人全国信用保証協会連合会

一般社団法人全国サービス協会