

目次

〈講演〉

サステナブルファイナンスの推進	1
-----------------	---

〈司会〉井上 聡

〈講演〉高田 英樹

〈シンポジウム〉

サステナビリティと金融法	23
--------------	----

〈司会〉有吉 尚哉

〈報告〉黒沼 悦郎

久保田安彦

上田 真嗣

吉田 修

玉井 美記

報告1 サステナビリティに関する情報開示	黒沼 悦郎	26
----------------------	-------	----

報告2 サステナビリティ投資と企業活動	久保田安彦	41
---------------------	-------	----

報告3 SDGs 債の近時の動向と実務	上田 真嗣	56
---------------------	-------	----

報告4 SMBC グループの社会的価値創造への取組	吉田 修	71
---------------------------	------	----

報告5 〈みずほ〉のサステナビリティへの取り組み	玉井 美記	75
--------------------------	-------	----

質疑応答		82
------	--	----

金融判例の概観

民法研究者の視点から	藤澤 治奈	97
------------	-------	----

商法研究者の視点から	行岡 睦彦	111
------------	-------	-----

手続法研究者の視点から	杉本 和士	120
-------------	-------	-----

FinTech の領域に関わる裁判例	有吉 尚哉	128
--------------------	-------	-----

銀行法務担当者の視点から	安達 祐介	137
--------------	-------	-----

海外金融法の動向

アメリカ	湯原 心一	147
イングランド	宇波 洋介	170
ドイツ	船津 浩司	178
フランス	白石 大	187

総会記録		193
学会記事		194
金融法学会規約		197
賛助会員		199

《講演》

サステナブルファイナンスの推進

講演

3

司会 井 上 聡 (弁護士)

講演 高 田 英 樹 (GX 推進機構理事)

はじめに

井上司会 本日、午前の部の司会を務めさせていただきます、長島・大野・常松法律事務所の弁護士の井上聡と申します。よろしくお願いいたします。

本日午前の部では、GX推進機構の理事をしておられる高田英樹様に、「サステナブルファイナンスの推進」というテーマでご講演をお願いします。

ここで簡単に高田様のご経歴をご紹介します。高田様は、1995年に大蔵省、今の財務省に入省され、以後、1997年から99年には英国に留学していらっしゃいます。その後も様々な政策分野の要職を歴任されて、2015年から18年には、パリ OECD に出向されて、そこでグリーンファイナンス、環境金融を担当されました。帰国後も様々な役職に就かれています、それと併せて、私的に Green Finance Network Japan を立ち上げられて、本業の傍ら、グリーンファイナンスに関する活動を続けていらっしゃいます。また、本業のほうでも、21年には内閣官房気候変動対策推進室の総括参事官に就任され、また、最近で言えば、2022年、金融庁の総合政策局総合政策課長として、サステナブルファイナンスの推進を含む様々な諸施策の企画・調整を担当されました。そして、このほど、24年6月に新設されたGX推進機構に出向されて、現在、財務・サステナビリティ推進担当の理事をしておられます。

このように、サステナブルファイナンスの推進というテーマについて、金融行政あるいは政府の立場からお話いただくのに、これ以上の方はいないと考えております。私自身も大変楽しみにしておりました。

それでは、高田様、よろしくお願いいたします。

講演

サステナブルファイナンスの推進

GX 推進機構理事 高田 英樹

1 サステナブルファイナンスを取り巻く状況

(1) サステナブルファイナンスとは

皆さん、おはようございます。今ご紹介にあずかりました高田と申します。よろしく願いいたします。

本日、「サステナブルファイナンスの推進」というテーマについてお話をさせていただきます。

今ご紹介もいただきましたけれども、私はもともと財務省に所属しております。2015年にパリのOECDに出向してグリーンファイナンスを担当し、それ以降、この分野に携わっております。

まず、サステナブルファイナンスを取り巻く全体的な動向についてご紹介をしていきたいと思います。

サステナブルファイナンスというのは、文字どおり言えば、持続可能な金融というふうに訳されるわけですが、環境問題、あるいは、社会問題、そういった課題の解決に必要な資金を提供する、金融活動を指す概念です。ただ、その中でも非常に重要かつ緊急の課題として世界的に認識されているのが、環境問題、なかんずく気候変動問題です。

ダボス会議という会議が毎年1月にスイスのダボスという村で開かれるわけですが、それを主催している世界経済フォーラムが、毎年グローバルリスク報告書というものを公表しております。言わば世界のリーダーたちが、どういうものがリスクとして重要であるかという、そのアンケート調査のようなものですが、この中で、近年になるに従って、環境関連のリスクの割合が増えています。2020年に至っては、トップ5全てが環境関連のリスクでした。

直近の今年の報告書では、やはりトップ4全てが環境関連のリスクで占められておりますし、1位に挙げられているのが、Extreme weather events、気候変動によってもたらされる異常気象、これが最大のリスクとして世界のリーダーは認

識をしているということです。

(2) パリ協定

そうした問題意識を受けまして、ちょうどこれは私がパリ OECD に赴任したその年ですけれども、まさに2015年に、そのパリにおいてCOP21という会議が行われまして、そこで世界における気候変動対策の法的な枠組みとしてパリ協定が合意されました。

この中では、温暖化を2℃を十分に下回るものとし、さらに1.5℃に抑える努力をするということが世界の共通の長期目標として規定されております。この2℃というのは、人類による気候変動への影響がほぼ無視しえた産業革命以前と比べて2℃以内に抑えるということで、これはなかなか大変な目標です。というのは、もう既に足元で1℃以上は上がってしまっているからです。

もっとも、このときには2℃というのが基本目標であり、ただ、より気候変動の影響が深刻ないわゆる島嶼国、島々の国々に配慮して1.5℃という努力目標も設けたわけですが、近年では、むしろこの1.5℃こそが真に目指すべき目標ということに変わってきております。

そして、この長期目標を達成するために、今世紀後半に温室効果ガスの人為的な排出・吸収のバランスを達成する、要すれば、排出をネットゼロにするということが書いてあります。今世紀後半ということは、要すれば、2050年から2100年までの間にネットゼロを達成するというのがこのパリ協定の内容なのですが、温暖化を1.5℃に抑えるということが主目標に変わってきたことと併せて、むしろ今世紀後半になるまでに、要すれば、2050年までにネットゼロを達成するということが、日本を含めた多くの国の目標となっております。

そして、そのために、資金の流れを気候変動対策と整合的なものにするということも、この協定の中に書かれております。これがまさしくグリーンファイナンスの役割ということになります。

そして、パリ協定の特徴として、各国が自ら削減目標を立てて、それをプレッジする、言わばボトムアップ方式となっております。各国の目標はNDC (Nationally Determined Contribution) と呼ばれますが、各国が自主的に目標を立てることとなっております。自主的な目標なので、それが全て達成されたとしても、世界全体における気候変動対策のゴール、目標は達成できないというのが今の実態です。ただ、この協定は、そういった各国の自主目標の不十分さという

ものを織り込んだ上で、5年ごとに各国がそれを見直して、より高い目標を立てなければいけないという枠組みを盛り込んでおります。

そのパリ協定の下で、日本としても、このNDCのコミットをしております。日本が初めてネットゼロにコミットしたのは、2020年、当時の菅首相が2050年までに排出量ネットゼロを達成するとの宣言を行いました。

そして、現在の日本のNDC、排出削減目標は、2021年に定められております。2030年度において、2013年度対比で46%を削減し、さらに50%削減の高みを目指すことが、日本が国連に対して約束した内容となっております。

この46%という数字ですけれども、様々な調整の結果としてできたわけですが、単純にこの起点である2013年度から2050年度のゼロに向けて一直線に線を引くと、2030年度においては46%減にならなければいけないわけです。ですから、これは2050年度のネットゼロに総合的な目標であるということが言えます。

もっとも、これから今年の後半にかけて、この見直しの議論が活発に行われていく予定です。というのは、来年に新たな目標を提出することが義務づけられておりまして、今年の後半にかけて、このNDCの見直し、かつ、これはパリ協定の下では、見直しに当たって目標が後退することは許されないという枠組みになっていまして、さらに高い目標を出さなければいけないということになっております。

2 気候変動と金融の関わり

(1) 気候変動問題の広がり

そして、ここからファイナンスに関連する話に入っていきたいと思います。

気候変動問題というのは、もはや環境問題にとどまらない、これは経済問題であり、また金融問題であるといった認識が近年非常に高まってきております。これが近年の議論の特徴です。

その一つのきっかけとなったのが、これもまた私がちょうどパリに赴任をした2015年ですけれども、その9月に、当時イングランド銀行の総裁、また、金融安定理事会（Financial Stability Board）、これは世界主要国の金融当局の集まりですけれども、その議長でもあったマーク・カーニーさんという方が、ロンドンで金融関係者向けにスピーチを行いました。その中で、気候変動が金融市場にもたらすリスクについて強調しました。

フィジカルリスク、異常気象の発生によって様々な損害が生じるということに加えまして、トランジションリスク、移行リスクですね。今後、世界が脱炭素化に向かっていくと、石油や石炭といった資源は使えなくなってきました。そうすると、そういった資源が無価値になります。そうすると、そういうものを扱っている企業の経営が傾きます。そうすると、そうした企業に投資をしている投資家もダメージを受ける。そうした変化が非連続的に起きると、それは金融市場にとって大きなリスクになるということです。もっとも、こうしたリスクに正しく立ち向かえば、それは逆に将来の成長、収益の機会にもなり得るということではあります。いずれにしても、気候変動が金融問題でもあるということが、この辺りから強く認識され出したわけです。

こうした問題意識を受けまして、2015年12月に、気候関連財務情報開示タスクフォース、TCFDと言いますけれども、Task Force on Climate-related Financial Disclosure というタスクフォースが、金融安定理事会によって立ち上げられました。これは民間主導のタスクフォースですが、その最終報告が2017年に出されました。

およそ全ての業種の企業にとって、気候変動は大きなリスクの要因であるし、他方では、正しくこれに対処すれば、将来の成長の機会にもなり得るということで、企業は、こうした気候変動のリスクと機会をしっかりと把握しなければいけない。そして、それに対する戦略を立てて、それを開示するべきであるといった提言がなされております。

世界で多くの機関が、あるいは企業がこれに取り組んでいるわけですが、実はこのTCFDに賛同している機関の数で言うと、日本が世界でも圧倒的に1位です。なお、後で少しご紹介しますが、今、このTCFDの活動は、新しく出来上がったISSBという枠組みに引き継がれております。

今申し上げたように、気候変動問題が、もはや環境問題にとどまらない、財務あるいは金融に関わる問題として認識をされています。それに伴って、各国の政府においても、もはや環境省だけの問題ではなくて、財務省や金融規制当局、あるいは中央銀行が正面から対処すべき、そうした課題になってきております。ここにそれを示す幾つかの出来事を掲げております。順次紹介させていただきます。

一つの象徴的な出来事としては、これも私がパリにいた頃ですけれども、2016年に、当時の議長国であった中国のイニシアティブの下で、G20にGreen

Finance Study Group というものが設けられました。これが G20 の財務トラック、ファイナンストラックに設けられました。それは非常に大きな意味を持っています。というのは、この財務トラックというのは、各国の財務大臣と、中央銀行総裁が参加をする会議なんですね。そうした場にこの Green Finance Study Group といったものが設けられて、各国の財務省あるいは中央銀行が否応なしにこうした議論に向き合うこととなったわけです。このスタディグループは、今は Sustainable Finance Working Group という形で、引き続き G20 において議論されております。

また、Network for Greening the Financial System、気候変動に対処する各国の金融規制当局及び中央銀行のネットワークですけれども、これも 2017 年に立ち上がっておりまして、日本の金融庁、また、日本銀行もこれに参加をしております。

また、気候変動に対する財務大臣連合というものも 2019 年に立ち上がっておりまして、こちらも、日本の財務省も参加をしております。

(2) ESG 投資の進展

このように、気候変動問題あるいはサステナビリティの課題と金融というものははや不可分一体となってきているわけですけれども、この中でサステナブルファイナンスを語る上で中核的なテーマとして、ESG という概念があります。ESG という言葉はほぼ毎日のように新聞などでも出ておりますので、ご存じの方も多いかとは思いますが、Environment, Social, Governance、この頭文字を取った用語です。

こういった ESG 要素を考慮して、それを投資の意思決定に組み込んでいく、これが ESG 投資という概念です。この ESG というのは非財務的要素とも呼ばれるのですが、近年では、むしろこれが中長期的には財務的な、金融的なパフォーマンスにも影響してくるという認識が主流になってきております。ですから、今、世界で多くの金融機関あるいは投資家がこの ESG 投資に取り組んでいるわけですが、それは決してモラルの観点から行っているわけではなくて、あくまでも金融的なリターンを確保していく、そのための手段として、この ESG 投資を行っているということです。

したがって、後でまた少し述べますが、今日は金融法学会ということで、法律に携わっておられる方々が多くいらっしゃると思いますけれども、法的な

テーマとして、これはいわゆる機関投資家が負っている受託者責任という概念があります。要すれば、機関投資家は多くの方々のお金を預かって運用しているわけでありまして、その預かったお金を運用して金融的なりターンを上げるというのが、これが機関投資家の役割、受託者責任という、これは法的な義務であります。

それ以外のことを考慮して、例えば、政治的な考慮から何か投資をしてはいけないと、そういった他事考慮ということは法律上禁止されているわけです。ただ、このESGあるいはサステナビリティを考慮することは、中長期的な金融的なりターンのために行うものであるので、他事考慮ではなくて、むしろ受託者責任の一環として、多くの投資家がこれに今取り組んでいるということになります。そうした議論、認識が近年では世界の主流になってきているということです。

そして、サステナブルファイナンスの現状ですけれども、先ほど述べましたように、気候変動といった大きな課題、これが世界で重要な課題として認識をされておりますし、そのほか、社会的な課題なども様々あります。こうした課題に対処するための金融、サステナブルファイナンスの役割は、世界で増大しております。

世界でも、日本でも、ESG投資、サステナブルファイナンスの規模は拡大しております。2016年から2022年の6年の間に、世界ではこの規模が1.3倍に拡大しております。ただ、その同じ期間において、日本においては、これが8.6倍に拡大をしております。要すれば、日本におけるサステナブルファイナンスの市場、この拡大の速度は目覚ましいものがありまして、さらに伸び代もあると考えられます。世界でも注目されているマーケットです。

グリーンボンドという、例えば、再生可能エネルギーであるとか、環境目的の事業に充てるための資金を調達する、そのために発行する債券がありますけれども、その発行も日本において非常に増えてきております。

私は、この夏まで金融庁で総合政策課長という役職にありまして、そこで金融庁の様々な政策、例えば、今、はやっておりますNISAですとか、資産運用立国とか、そういったものも担当しておりましたけれども、もう一つ大きな柱として、サステナブルファイナンスを担当しておりました。金融庁において、サステナブルファイナンス有識者会議という会議体を設けまして、そこを中心に、様々なテーマについて議論を進めております。こちらはその概要になります。詳しくは、

金融庁のホームページをご覧くださいいただけますけれども、その中で主要なテーマについて、後ほど少しご紹介をしたいと思います。

3 GXの推進に向けた金融の役割

(1) 日本のGX政策

ここから、このサステナブルファイナンスの中でも非常に重要なテーマであります気候変動対策、あるいは、今日本ではGXという言葉を使っておりますけれども、これについてより詳しくご説明をしております。

このGX、Green Transformationを指す言葉なのですけれども、正直言えば、あまり耳慣れない言葉かもしれません。これは恐らく日本でつくられた造語でありまして、海外でGXと言ってもなかなか英単語としては通じないと思います。DX、Digital Transformationという言葉からつくられた言葉なのですけれども、行く行くはこのGXという言葉が海外でも通じるように広めていきたいと思っております。このGXは今、日本が強力に進めております。

このGXの本質というのは、脱炭素を実現するのはもちろんですけれども、それと同時に、日本の産業競争力の強化と経済成長を、同時に実現していくことにあります。この脱炭素と経済成長が昔はトレードオフの関係にあるようにも思われていたわけですが、今はそうではなくて、それは両立し得ると。むしろそれらが互いに高め合う、そういう関係性にある、それを目指していこう、そういう概念であります。

このGreen Transformationを実現するために、今後10年間で官民合わせて150兆円のGX投資を行っていくという目標を政府としては掲げております。そして、この150兆円のうち、20兆円は、政府、国の予算で出していくということとしております。

そのために、GX経済移行債という新しい国債を導入しております。これは世界で初めての国債としてのトランジションボンドになるわけですが、これを本年2月から発行を始めております。そして、また同時に、カーボンプライシングを法律に基づいて導入することとしておりまして、これを2026年度以降、段階的に導入していくということとしております。

もっとも、この150兆円のうち20兆円は国から出すと申し上げましたけれども、そうすると差引き130兆円超は、これは民間の資金を動員しなければいけな

ということになります。そのために、新たな金融手法、サステナブルファイナンス、あるいは、トランジション・ファイナンスといったファイナンス手法をしっかりと展開していく必要があるということです。

これまでGXは、政府の主要施策として着実に進行しております。カーボンプライシング、排出量取引制度が2026年度から法律に基づいて導入されるわけですけれども、2023年度から、言わば試行的、プロトタイプを取組として、GXリーグというものも立ち上がっております。これはボランティアな取組でありまして、脱炭素を目指す企業がこれにボランティアに参加して、そして、削減目標を立てる、削減目標が達成できない場合には、その中で排出量の売り買いをして、それを達成していく、そういった枠組みが立ち上がっております。

また、今申し上げたGX経済移行債も、本年2月から発行が始まっております。また、昨年12月には、分野別投資戦略という、GXそれぞれの分野ごとにどういった投資を行っていくか、そうした政府のロードマップも公表されております。この7月から、私が今所属しているGX推進機構も業務を開始しております。

このGX経済移行債によってどういった分野に国として投資を行っていくか、その大まかな絵姿も定まっております。GXの実現に向けた金融支援ということで、GX推進機構、その予算もこのGX経済移行債の財源から賄われております。

(2) GX推進機構

GX推進機構ですけれども、正式名称は、脱炭素成長型云々かんぬんという非常に長い名前でありまして、なかなかこれは言いにくいということで、我々も通常はGX推進機構という通称で通しております。

これはGX推進法という法律に基づいて直接設立された認可法人という形態になります。経済産業省の所管法人ということにはなりますけれども、運営としては、もちろん経産省その他政府の機関とは密接に連携をしながらも、独立した運営を行っております。

この7月から業務を開始しておりまして、ちょうど3か月ぐらいがたったばかりということで、まだ名実ともにスタートアップのような雰囲気ではあります。今30名程度の体制なのですけれども、大体その3分の1ぐらいが私のように役所からの出向、あと3分の2ぐらいは民間、主にメガバンクなどの金融機関が多いですけれども、そういったところからの出向者で今成り立っております。

このGX推進機構の任務ですけれども、先ほど申し上げたGXの実現、要すれ

ば、カーボンニュートラルの達成と、そして、産業競争力の強化、また、経済成長、これを同時に実現していくということが使命であります。

その中で、特に先ほど申し上げた 150 兆円の投資のうち、130 兆円は民間から資金を動員しなければいけない。この民間投資の促進が、GX 推進機構の主たる役割ということになります。そのために、大きく言って3つの業務の塊があります。

まず、最も中核的な業務は、金融支援業務です。GX 推進機構に今 1,000 億円の保証基金が措置されております。これは GX 経済移行債を財源として、国の予算措置で成り立っているわけですけれども、これを背景として、GX 推進機構が民間のプロジェクトに対して債務保証を提供することができます。それによって、非常にイノベティブな技術を伴うような、民間だけではなかなかリスクが取りにくいような、そういったプロジェクトを前に進めていきます。また、債務保証のほかに、機構が出資や社債の引受けを行うということも可能となっております。

2 番目の業務が、排出量取引制度、カーボンプライシングが 2026 年度から順次導入されていくわけですけれども、その運営の実務をこの機構を担うということとなっております。

以上2つが法律に規定された業務ですけれども、それに加えて、幅広く GX あるいはサステナビリティを推進していく、そうした任務もこの機構が担ってまいります。そのために調査研究を行ったり、企業連携の推進あるいは開示の促進、様々な政策議論の内外への発信に幅広く取り組んでまいります。言わば、GX 推進機構が、日本の、あるいは世界の GX のハブとして機能していく、あるいは政府のシンクタンクとして機能していく、そういったことを念頭に置いております。

そうした観点から、GX Future Academy というイニシアティブを展開しております。例えば、GX 推進機構において、企業の方々をお招きして定期的にセミナーを行っております。9月の初めには、地域での GX 投資の促進のために、地域連携室及び北海道デスクといったものも立ち上げております。北海道は、再生可能エネルギーでありますとか、GX のポテンシャルが非常に大きい地域ということで、特に重点的な取組を進めていくということとしております。

こちら、ご参考までに、GX 推進機構の現在の役員と、それから、運営委員会という審議会のようなものですけども、そのメンバーを記載しております。

この役員のほうをご覧くださいますと、理事長には日本生命の会長でおられる筒井さんが、非常勤という形ではありますけれども、理事長となっておりまして、その下、事務方のトップとしては、重竹さんという人が専務理事となっております。そのほか4名の理事がおりまして、私がおの一人であります。

今、このGX推進機構、まだ7月に立ち上がったばかりですので、詳しい保証の基準でありますとか、そういった枠組みの整備を進めているところであります。並行して、色々な具体のプロジェクトのお話も伺っております。

ちなみに、国からGX推進機構に対して支援基準というものが定められております。平たく言いますと、民間が取り切れないリスクを補完していくということが主たる任務です。ですから、民間だけでできるプロジェクトは、それはもう民間に任せると。ただ、民間だけではなかなかリスクが取りきれないようなものについて、この機構が支援をしていくということです。

そのためには、取るべきリスクはしっかりと取っていくということが基本になります。よくGX推進機構、いわゆる官民ファンドの一種というふうに思われがちなのですが、いわゆる官民ファンドの多くは、財政投融资という資金で成り立っております。それは返さなければいけないお金です。ですから、もうけはしないまでも基本的には損をしてはいけないというのが多くの官民ファンドの任務なのですけれども、GX推進機構の資金は、ある意味ではタックスペイヤーズマネーから出ております。究極的には、毀損するということもあり得べしと、そういった資金で成り立っております。

逆に言えば、仮に10年後、GX推進機構に置かれた1,000億円の基金、これが無傷で残っていたとすればいいかという、そういうことではなくて、むしろそれは毀損する可能性があっても真に取るべきリスクは取っていくと。それによって、GX事業をしっかりと前に進めていくということがこの機構の任務ということになります。

(3) 気候変動対策へ向けた金融機関の役割

気候変動に対して、金融の役割、金融機関が果たすべき役割というのは非常に大きなものがあります。金融庁が2022年に公表したガイダンスでは、金融機関としてどのようにして気候変動に対して対処していくか、また、顧客の企業、投融资先の企業、それを支援していくかということについて記載しております。

その中で、金融機関の役割としては、必要な資金を提供するということはもち

ろんですが、それにとどまらず、コンサルティングであるとか、そういった様々な支援、特に地域においては、地域の金融機関が地元の企業をしっかりと支えていく、その企業の気候変動への取組を支援していく、そういうことが重要になってまいります。

そして、その中でも重要な活動概念として、トランジション・ファイナンスというものを日本としては強く推進しております。このトランジション・ファイナンスという概念ですけれども、一般的にグリーンファイナンスというのは、例えば、再生可能エネルギーなど、既に脱炭素化している、そういった産業・技術に対して資金を提供していく、それはもちろん大変重要なんですけれども、ただ、残念ながら、この世の中にある大半の産業、あるいは企業というものは、まだすぐには脱炭素化ができないわけです。ただ、そういった多排出の産業も、今後脱炭素化に向けて変わっていかなければ、経済全体、あるいは社会全体での脱炭素化は達成できないわけです。そうした産業が変わっていくための資金、それを提供するのが、このトランジション・ファイナンスという活動になります。これは日本が世界にも先駆けて強く推進している分野です。2021年にはこの基本指針を策定しておりますし、また、幾つかの多排出分野について、分野別のロードマップといったものも策定しております。

例えば、鉄鋼産業についてのロードマップがあります。鉄鋼産業というのは、これは日本の産業の中でも最も排出量が多い、そうした産業分野です。世界的にももちろん重要な産業なんですけれども、脱炭素化が非常に難しい分野でもあります。ただ、行く行くは石炭に代えて、例えば、水素を使って鉄鋼を作るとか、そうした非常にイノベティブな技術を導入していかなければいけません。そうした過程においても、様々な研究開発投資など、資金が必要になります。あくまでも2050年にしっかりカーボンニュートラルを達成するという道筋の下で、今必要な資金を提供していくということの意味します。ですから、このトランジション・ファイナンスというのは、フォワードルッキングな、ダイナミックな、今現在の状況というよりか、将来に向けてどういうふうに産業が変わっていくか、そのための資金の提供であるということが言えます。

このトランジション・ファイナンスに関連して、一つ、最近提起されている論点として、ファイナンスド・エミッションというものがあります。ファイナンスド・エミッションというのは、専門的な言い方をすると、金融機関にとってのス

コープ3の排出ということになります。要すれば、金融機関が投融資を行っている企業の排出のうち、その金融機関に言わばひもづけられる、そういった排出を意味します。金融機関のポートフォリオにおける排出量ですね。多くの金融機関は、今これを減らして、行く行くはそれをゼロにする、そうした目標を立てています。

けれども、そうすると、仮に金融機関が多排出の産業に投融資を行ってしまうと、一時的にそのファイナンスド・エミッションが増えることにつながります。そうすると、ファイナンスド・エミッションの削減目標を立てている金融機関としては、それが逆に増えてしまうとなかなか外に対して説明が難しい、そうした状況にも陥りかねないわけですね。ですから、このファイナンスド・エミッションの削減目標というものがあって多排出産業への投融資、トランジション・ファイナンスの妨げとなってしまう、そういったおそれがあるという実務的な問題が提起されていまして、この問題も、実は日本の産業界、あるいは金融界が、世界にも先駆けて提起して、国際的に議論を展開しております。政府において、民間の有識者とともに、昨年ワーキンググループを立ち上げて議論しておりまして、その報告書を昨年10月に公表しております。

その報告書の主な内容というのは、もちろんこのファイナンスド・エミッションというのは重要な指標ですから、それはしっかりと開示をしていく必要があるわけですが、ただ、それだけを開示するのでは一面的な見方になりかねないということで、その開示の工夫であるとか、あるいは、それに加えて、例えば削減貢献量 (Avoided Emissions) という概念がありますけれども、そういったより金融機関の脱炭素への貢献を正しく表せるような指標を併せて公表していくと、今そういった議論を展開しているところであります。

国際的に民間のイニシアティブも動いております。その中で最たるものとして、GFANZ (Glasgow Financial Alliance for Net Zero) という枠組みがあります。これは2021年にイギリスのグラスゴーという都市でCOP26が行われたのですが、それに伴って設立されたので、この名前となっております。これは世界で脱炭素化を目指す民間の金融機関の集まりです。このGFANZという傘の下に、例えば、バンキングアライアンスであるとか、インシュアランスアライアンスであるとか、業態別のアライアンスが幾つかありまして、その中で様々な金融機関が活動しております。日本の金融機関も、多くがこのイニシアティブに参

加をして活動しております。

この日本の金融機関の取組、大変アクティブでありまして、評価されております。昨年には、GFANZの日本支部、ジャパンチャプターが設立されておりました。GFANZの国別の支部としては、日本が実は初めてです。大変日本の取組は評価されております。

4 サステナブルファイナンスの諸論点

(1) 企業開示の充実

ここからサステナブルファイナンスに関するその他の主要な論点を幾つか紹介してまいります。

まず、企業開示に関する取組です。冒頭にTCFDの活動についてご紹介しました。気候変動関連の情報開示を企業開示として行っていく、その取組は、このTCFDあたりから始まっているわけです。2021年には、国際的な会計基準を定めているIFRS財団というのがあるのですけれども、その下に国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が設置されました。現在は、TCFDの活動もISSBの中に統合されて、ISSBにおいて国際的なサステナビリティに関する基準の検討が進められております。

日本でも、これも冒頭申し上げましたけれども、TCFDにおける取組、これは日本の企業は非常に数多く取り組んでおります。2022年には、東京証券取引所が再編されまして、その中でも最上位に位置づけられるプライム市場の上場企業については、TCFDまたはそれと同等の枠組みによる気候変動開示が要請されております。また、日本においても、ISSBの検討に対応する検討主体として、SSBJというものが立ち上がっております。昨年1月からは、これは金融庁の制度改正になりますけれども、有価証券報告書の中にサステナビリティ情報の記載欄が設けられました。これは法定開示ということになりますから、上場企業は全て何らかサステナビリティ情報の開示を有報において行うことが必要となっております。

そして、国際的な基準に関して言うと、昨年6月にISSBが最初の2つの基準、S1、S2という、その基準を最終化しまして、今これを日本の開示基準の中に取り込むための検討作業が進められているところです。近い将来、少なくともプライム市場の上場企業の中でも大規模な企業については、これが義務化されていく

ということになります。

こちらは昨年1月から施行されております有価証券報告書におけるサステナビリティ情報の記載欄についての概要です。この中で、枠組みとしては、TCFDの枠組みに沿った記述が求められているということになります。その中で、例えば、ダイバーシティに関連する女性管理職比率ですとか、男女賃金格差とか、そういった情報の記載も求められています。今後、ISSBに基づく気候変動開示の基準などの詳細が日本において整備された暁には、より詳細なそういった情報の記載が法定開示として求められていくということになります。

(2) ESG 市場の透明性向上

ESG 市場の透明性の向上に関する取組です。今、ESG に関してのレーティング、ESG 評価といったものを提供する機関が非常に増えてきておりまして、その活動の重要性が高まってきております。

もともと債券の分野で信用格付という、いわゆるムーディーズとか、S & Pとか、トリプル A とか、そういった格付を行っている、それは昔からあるのですが、それと同様に、企業の ESG に関する活動をレーティングする、評価する、そういった機関が増えてきております。

その役割が増大しているのですが、他方では、それに対するいろいろな問題、不満も指摘されております。当然ながら、ESG 格付の機関によって格付がばらばらだったりするわけですが、企業からすると、一体どういう基準で格付がされているのかが分からない、透明性が欠けているのではないかとといった指摘、あるいは、格付を提供する機関が、別途有料で企業に対してコンサルティングも提供していたりすると、利益相反のおそれもあるのではないかと、そういった指摘がいろいろとありまして、IOSCO という世界の証券規制当局の会合からも、そういった問題点を指摘するペーパーも出たりしてございました。

金融庁として、この問題に対処するために専門分科会を設けまして、その報告書を公表し、また、この ESG 評価・データ提供機関に適用される行動規範を 2022 年 12 月に公表して、適用しております。実は、この分野でこうした規範を金融規制当局が導入するのは、日本の金融庁が初めてでしたので、かなり国際的にも注目されましたし、今、ほかの様々な国の金融規制当局も類似の規範ないし規制を導入しておりますけれども、これは言わば日本がこの分野で一つ世界をリードした、そうした事例にもなっております。

また、いわゆる ESG 投資信託といったものも今増えてきております。個人が買える、そういった商品もあるわけですが、いわゆるグリーンウォッシングという問題が指摘されておまして、ESG 投資信託といいながらも、実際にはどういうふうに ESG を考慮しているのかよく分からない、実際はあまり普通の投信と変わらないような運用をしているのではないかと、指摘もなされておりましたので、金融庁として、これについての調査を行いまして、レポートを 2022 年に公表しております。

それに基づきまして、昨年の 3 月に ESG 投信を取り扱う資産運用会社向けの監督指針を導入しております。その中で、ESG 投信と名のるからには、ESG を投資対象選定の主要な要素としていることが必要である。また、そう名のるからには、どういうふうに ESG を考慮しているか、それをしっかりと投資家に向けて開示・説明をすべきであるといったことを定めております。

(3) 個人によるサステナビリティ投資の促進

また、資産運用立国の取組、これは特に前の岸田政権において非常に強力に進めておりましたし、先般、誕生した石破政権においても、これは引き継いでいくということを表明されております。これが目指すところは、要すれば、日本において家計の貯蓄をプロダクティブな投資に振り向けていく。それによって、企業の成長と、それによるまた家計への還元、その好循環をつくって、いこうという取組ですが、昨年の 12 月にこの資産運用立国の実現プランを定めております。その中で、運用対象の多様化として、サステナブル投資などもしっかりと進めていこうということが盛り込まれております。

そういう中で、今年の 1 月から NISA の抜本的な拡充が行われまして、個人の間でも投資を始める人が増えている状況ですが、そうした投資を行い、資産形成を行いつつ、加えて、サステナビリティの課題にも貢献したいと、そういったニーズは非常にあると思われまして、けれども、そういったニーズに対応するサステナブル投資信託の残高で言いますと、日本でも出てきてはいますが、アメリカや欧州と比べると 1 桁、2 桁少ない、そういった状況にあります。

こうしたサステナビリティに貢献でき、かつ資産形成もできるような、そういった投資商品を質量ともに充実していくためにどうすればいいか。そのためのダイアログというものを昨年 12 月に金融庁において開始しまして、この夏までに 4 回会合を開いて、その中間報告をこの夏に金融庁から公表しております。

要すれば、個人としてしっかりと自分の投資が社会課題の解決に役立っているんだということが実感しやすいような、そういった商品のつくり方、あるいは、そういった商品の個人への説明、それをしっかりと工夫していくことが求められるのではないかとことです。

(4) インパクト投資

近年非常に注目されているテーマとしまして、インパクト投資というものがあります。ここで言っているインパクトというのは、環境や社会課題の解決に資する効果、その効果をインパクトと呼ぶのですが、そうしたインパクトの創出と、そして、投資としての収益の獲得、これを両立させる、それを実現しようという、そうした投資をいいます。

よくこのインパクト投資と ESG 投資の違いについて聞かれることがあります。インパクト投資も広い意味での ESG 投資の一環ではありますが、一般的な ESG 投資というのは、ポートフォリオのレベルでのアプローチがまず主流です。ポートフォリオの中で投資家が投融資先の企業を総合的に ESG でスコアリングをして、ウエイティングをしていく、あるいは、特定の業種を投資先から外していく、そういった、いずれにしてもポートフォリオレベルでの取組が主流ではあります。

それに対して、インパクト投資は、インパクトをもたらすような技術であるとか、あるいは、その企業とかを特定して、言わば一本釣りに投資を行っていく、そうした投資手法を指します。

金融庁においてこのインパクト投資の検討会を設けまして、基本的指針というものをご本年3月に策定しております。この中で、特にインパクト投資として求められる、あるいは期待される基本的要素を特定しております。インパクトを生じさせる意図があるということ、実際にその投資がインパクトの実現に貢献しているということ、また、それが抽象的なものではなくてしっかりと特定、測定、管理をされるということ、そしてそれが全体として市場の変革に貢献するという、そういった基本的な要素をこの基本的指針の中で提示しております。

この日本の取組、インパクト投資について政府を挙げたこの取組、これは非常に海外からも注目をされております。

このインパクト投資をメインストリームの活動としてしっかりと推進していくために、インパクトコンソーシアムという関係者のネットワーク、これも立ち上がっております。ここの会長や運営委員の名前をご覧くださいますと、インパク

トスタートアップ協会とかそういったものが入っているのに加えて、例えば、経団連とか、全銀協とか、そういう言わば伝統的な企業の代表的な団体も入っております。これは、要すれば、このインパクト投資というものが、これまでニッチな活動としての性質が強かったのですが、それをメインストリームの活動に押し上げていこうと、そういった意図が表されております。

このインパクトコンソーシアムの下に4つの分科会が設置されておまして、それぞれで議論が進んでいるところであります。

また、昨年の10月にPRI in Personという、PRIというのは、責任投資原則という国連がバックアップしてつくられた責任投資を推進する団体の名前なんですけれども、その年次総会が昨年10月初めて日本で開催されまして、そこに当時の岸田総理も参加されて、基調講演をされました。その中で、幾つか重要なメッセージを発しておられます。

まさにこのインパクト投資を有力な手法として発展させていきたいということを表示していますし、投資を通じて社会課題に取り組むことが、受託者責任に基づく責任ある投資の一環であると。こういうことを一国の総理が表明するという事は非常に画期的でありまして、これは世界の関係者からも大変評価をされたところですよ。

そして、今年の6月に、新しい資本主義実行計画という、閣議決定で定めた政策文書ですけども、その中で、先ほども申し上げましたけれども、このインパクトを含む非財務的要素を考慮することが他事考慮には当たらない、要すれば、機関投資家として、受託者責任に反しないのだということを、政府の見解として明確化をしました。

(5) 人材育成

サステナブルファイナンスに関する人材の育成は、非常に大きな重要なテーマです。今これだけサステナブルファイナンスというものが浸透してきている、その取組は広がっておりますので、官庁においてもそうですし、あるいは、民間においても、その人材が非常に足りない状態になってきております。この人材育成のために、これも金融庁のサステナブルファイナンス有識者会議の中でテーマとして議論をしまして、スキルマップといったものも策定して公表しております。

この人材育成のために、様々、政府、あるいは業界、あるいは教育機関でも色々な取組が行われているわけですが、ただ、この中で、特に若手人材、これが

今後この裾野を広げていくという意味では重要なのですが、それに特化した取組というのはまだまだ少ない状況にあります。最近、サステナブルファイナンスに関する大学での講座とかも徐々に出てきております。私もその幾つかでお話をさせていただいたことはあるのですけれども、やっぱりそういうものがまだまだ必要な状況だと思いますし、かつ、今ある講座というのは大体社会人が主体なんです。参加されている方が。ただ、本当に学生さんとかが触れる機会というのはまだまだ少ないと思っていて、今日ご列席の皆様におかれましても、それぞれの教育機関におきまして、ぜひそういった取組を広げていただければと思います。

5 Green Finance Network Japan

あとは、最後、ここからはあくまでもご参考なんですが、これは私的な活動としてですけれども、私が立ち上げた Green Finance Network Japan というものを少しご紹介させていただきます。

これは、2018年に私がパリの OECD から戻ってきたのですけれども、政府の中では全く違う部署に配属されました。日本の役所ではよくあることです。ただ、せっかく言わばグリーンファイナンスの黎明期に世界の最前線でいろいろやらせていただいた、その知見でありますとかネットワークを眠らせるのはもったいなさしいと思っていて、私的な活動として Green Finance Network Japan というものを立ち上げました。

その目的とするところは、官民のグリーンファイナンス関係者の連携ということです。これはインフォーマルな活動にすぎないものでして、別に何か法人格があるとか、NPOをつくっているとか、そういうことではなく、インフォーマルなネットワークなのですが、メーリングリストがありまして、そこで日々メンバーが情報の共有などを行っておりますし、また、海外の関係者とのプラットフォームとしても機能しております。

最初は小規模から始まったのですけれども、だんだん増えてきて、今では200を超える様々な公的あるいは民間の機関の方々、600名を超える方々に既に参加していただいております。これはどなたでもお入りいただけますし、何ら会費とか義務も全くありませんので、ご関心のある方は私にご連絡をいただければ、登録をさせていただきます。

活動として、情報共有に加えて、例えば、イベントの開催なども行っています。大体年に1回ぐらいのペースで、ネットワークとしてのイベントを開催しております。コロナ禍の中ではオンライン化せざるを得なかったのですが、今年の5月には、5年ぶりに対面でのイベントを開催いたしました。

自らイベントを行うことに加えて、様々なステークホルダーと協働という形でも活動してまして、多いパターンとしては、例えば、在京のフランス大使館やイギリス大使館などと組んでイベントを行うと、そういった活動もしております。

取りあえず、私からのご報告は以上とさせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

井上司会 高田様、ありがとうございました。

いろいろな論点を非常に要領よくまとめてくださいました。世界では、今、様々な地域紛争が起こっているなど、リスクに満ちあふれているように思われる中で、実は世界のリスクのトップ5が環境関連であるというお話に始まって、そういった世界のリスクの中で、気候変動をはじめとする環境関連リスクと金融がどういうふうに関係しているのかということや、その中において日本がどういった取組をしているのか、これからしていくのかということ、GX推進機構という新たに立ち上がった組織でのご活動を含めてお話してくださいました。特に、日本がリードしている部分が幾つかあることもよく分かりました。本日は本当にありがとうございました。

《シンポジウム》

サステナビリティと金融法

報告 1 (黒沼 悦郎)	26
報告 2 (久保田安彦)	41
報告 3 (上田 真嗣)	56
報告 4 (吉田 修)	71
報告 5 (玉井 美記)	75
質疑応答	82

司会	有 吉 尚 哉	(弁護士)
報告	黒 沼 悦 郎	(早稲田大学)
	久保田 安 彦	(慶應義塾大学)
	上 田 真 嗣	(弁護士)
	吉 田 修	(三井住友銀行)
	玉 井 美 記	(みずほ銀行)

発言者 (発言順)

飯田秀総 (東京大学) /
浅田 隆 (SMBC コンシューマーファイナンス) /
小出 篤 (早稲田大学) / 河村賢治 (立教大学) /
藤池智則 (弁護士) / 佐藤正謙 (弁護士) /
坂東洋行 (名古屋学院大学) / 山中真人 (弁護士) /
得津 晶 (一橋大学) / 森まどか (中京大学)

はじめに

有吉司会 皆様、こんにちは。ただいまご紹介にあずかりまして、本日午後のシンポジウムの司会役を担当させていただきます、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の弁護士の有吉でございます。どうぞよろしくお願いたします。

本日の午後のシンポジウムでございますが、テーマは午前中からの引き続きということでございまして、「サステナビリティと金融法」と題しまして、早稲田大学の黒沼さん、慶應義塾大学の久保田さん、西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の上田さん、さらには、三井住友フィナンシャルグループの吉田さん、みずほフィナンシャルグループの玉井さん、以上の5名の皆様からご報告をいただきまして、質疑応答という形で進めさせていただきたいと思っております。

サステナビリティと金融法あるいはサステナブルファイナンスは、昨今、非常に注目を集めるテーマとなっております。本日も多くの皆様にお集まりいただいていることが注目度の高さの現れなのかなと感じるところであります。

一方で、サステナビリティと金融とか、あるいは、サステナビリティと何とかと言っても、その視点、観点、論点は非常に多岐にわたるものでございまして、なかなか捉えどころがないものでもございます。

しかしながら、本日の報告のうち、先ほどご紹介いたしました黒沼さん、久保田さん、それから、上田さんの3つの報告は、中身についてはネタバレになりますので、私のほうから詳しくご紹介することは避けませんが、事業会社的な視点、それから、投資家的な視点、あるいは、金融商品を組成する視点といった3つの視点から、それぞれサステナビリティと金融法に関わる最新の論点をご紹介していただき、あるいは、その考察をご披露いただくという内容になっているものと理解しております。

また、午前中の基調報告の高田さんの行政や政策的な取組に関するお話と今の3名の先生方のご報告と併せて聞いていただいた後に、各金融機関あるいは事業法人としての金融機関におけるサステナビリティの具体的な取組を、お二人の金融機関の方からお話しただけということで、このサステナビリティと金融法という論点について、具体的かつ地に足のついた形で今日は学べるのではないかと、私自身も非常に期待しているところでございます。

それでは、まず最初に、黒沼さんから、「サステナビリティに関する情報開示」

ということで、ご報告をお願いしたいと思います。黒沼さん、よろしくお願いいたします。

報告 1

サステナビリティに関する情報開示

早稲田大学教授 黒 沼 悦 郎

皆さん、こんにちは。ただいまご紹介いただきました早稲田大学の黒沼でございます。私の報告では、サステナビリティに関する情報の企業による開示を取り上げます。

1 有価証券報告書における「サステナビリティ開示欄」の創設

サステナビリティに関する開示とは、企業と社会の持続可能性に関する情報を企業に開示させることをいいます。

サステナビリティに関する開示を企業に求めることには、社会の持続可能性を確保するという目的と、ESG投資を行っている投資者に判断資料を提供するという目的があり、いずれの目的を重視するかによって、開示の在り方も変わります。

また、社会の持続可能性を確保するには、開示だけでは足りないので、企業を名宛人とする法規制により、企業行動を直接コントロールする必要があり、EUは、企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令（2024）により、その方向に一步踏み出したと言えます。

日本でも、大規模な上場企業では、CSR報告書、サステナビリティ報告書、統合報告書などと称するESG情報に関する任意の報告書を事業年度ごとに作成し、ウェブ上で開示しています。本報告では、これらをデータブックと総称します。

もっとも、全ての有価証券報告書提出会社がサステナビリティ開示を行っているわけではありません。日本では、2023年1月31日の内閣府令の改正により、有価証券報告書中の「第一部 企業情報」の「第2 事業の状況」の中に、「サステナビリティに関する考え方及び取組み」の記載欄を新設することにしました。

内閣府令には「サステナビリティ」の定義が置かれていないため、サステナビリティ情報の範囲が問題となりますが、金融庁のガイダンス文書では、「国際的な議論を踏まえると、例えば、環境、社会、従業員、人権の尊重、腐敗防止、贈

取締役防止、ガバナンス、サイバーセキュリティ、データセキュリティなどに関する事項が含まれ得る」とされています。

改正内閣府令による開示は、2023年3月期の有価証券報告書から既に適用されています。

なお、サステナビリティ開示欄では、多様性を含む人的資本に関する記載も求められますが、本日の報告では、人的資本の開示については省略させていただきます。

2 開示の枠組み——共通事項

サステナビリティ開示欄においては、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」の4つの構成要素を記載することになりますが、「ガバナンス」と「リスク管理」については全ての企業が記載し、「戦略」と「指標及び目標」については、重要なものについて記載することとされました。「重要なものについて記載する」とは、各企業が重要であると考えられる場合には記載しなければならないという意味です。

開示府令第二号様式記載上の注意によると、「ガバナンス」とは、サステナビリティ関連のリスク及び機会を監視し、及び管理するためのガバナンスの過程、統制及び手続をいい、「リスク管理」とは、サステナビリティ関連のリスク及び機会を識別し、評価し、及び管理するための過程をいうとされています。

他方、「戦略」とは、短期、中期及び長期にわたる連結会社の経営方針・経営戦略等に影響を与える可能性があるサステナビリティ関連のリスク及び機会に対処するための取組をいい、「指標及び目標」とは、サステナビリティ関連のリスク及び機会に関する連結会社の実績を長期的に評価し、管理し、及び監視するために用いられる情報をいう、とされています。

そして、ガバナンスとリスク管理の体制を整えれば、サステナビリティ情報の企業業績に対する影響を判断できるはずなので、その影響が重要なものについて、戦略欄及び指標及び目標欄の記載をしなければならないということになります。

3 開示内容

(1) 概要

サステナビリティ開示欄の記載は、2023年3月期より開始しましたが、開示

基準が作成・適用されるまでの間は、何をどう記載するかは基本的に各企業の裁量に委ねられています。

サステナビリティ開示基準については、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）が、2023年6月にIFRS S1号及びIFRS S2号を公表しました。

日本では、財務会計基準機構が、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）を設置し、同委員会がISSBの開示基準を国内企業向けにアレンジした開示基準の開発作業を行っています。SSBJは、2024年3月に、スライドに掲げた3つの基準、これらを適用基準、一般基準、気候基準という略称で呼ぶことにしますが、その公開草案を公表し、現在、基準の最終化に向けた作業が行われています。

また、その適用対象や適用時期については、金融庁のワーキンググループで審議されており、現在、2027年3月期から、時価総額3兆円以上のプライム市場上場会社より段階的に適用するという案が提示されています。

以下、SSBJの基準案のコアコンテンツである「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、及び「指標及び目標」ごとに内容を見ていきたいと思います。

(2) ガバナンス

まずガバナンスですけれども、一般基準案は、ガバナンスのコアコンテンツとして、次の6項目の開示を求めています（8項）。

- (1) サステナビリティ関連のリスク及び機会の監督に責任を負う機関の名称又は責任を負う個人の役職名。
- (2) サステナビリティ関連のリスク・機会に関する責任が、(1)の者に与えられた役割、権限及び義務等にどのように反映されているか。
- (3) (1)の機関・個人が、リスク・機会に対応するために定めた戦略を監督するための適切なスキル及びコンピテンシーが利用可能かどうか、または開発する予定であるかどうかについて、どのように判断しているか。
- (4) (1)の機関・個人が、リスク・機会について、どのように、また、どの頻度で情報を入手しているか。
- (5) (1)の機関・個人が、企業の戦略、主要な取引に関する意思決定、企業のリスク管理のプロセス及び関連する方針を監督するにあたり、サステナビリティ関連のリスク・機会をどのように考慮しているか（トレードオフを考慮しているかどうかを含む）。
- (6) (1)の機関・個人が、リスク・機会に関連する目標の設定をどのように監督

し、目標達成に向けた進捗をどのようにモニタリングしているか。これには、次に事項が含まれる。

① 関連するパフォーマンス指標が報酬に関する方針に含まれている場合、どのように含まれているか。

② 関連するパフォーマンス指標が報酬に関する方針に含まれていない場合、その旨。

ここにいうサステナビリティ関連のリスクとは、定義はありませんが、後で述べる「シングルマテリアリティ」を基準にしますと、企業の持続可能性に悪影響を与える事象をリスクといい、サステナビリティ関連の機会とは、企業の持続可能性に好影響を与える事象のことを指すと解されます。対象企業は、そのようなリスク及び機会を識別し、管理するための体制に関する項目が「ガバナンス」の開示項目であるというわけです。

開示基準はまだ適用されておりませんので、本基準を適用した例ではありませんが、本報告では4つの上場企業を取り上げて、各企業が2024年6月末に提出した有価証券報告書におけるサステナビリティ開示欄の記載を参照することにしました。

このうちA社は、プライム市場に上場する自動車製造販売会社、B社は、スタンダード市場上場のビルの空調システムの設計・施工会社、C社は、プライム市場上場の石油精製販売会社、D社は、プライム市場上場のガス会社であり、B社以外はいわゆるデータブックを公表している企業です。

開示例を見ますと、A社では、ガバナンスについてですけれども、サステナビリティ委員会を設置したこと、業績型インセンティブ報酬にサステナビリティに関する評価指標を追加している旨を記載しています。その報酬ですけれども、報酬の詳細はサステナビリティ開示欄には記載されていませんが、「コーポレートガバナンスの状況等」の欄において、業績型インセンティブの金銭報酬の社会的価値指標として、カーボンニュートラル外部評価が5%、人権尊重外部評価5%を設定したこと、それぞれの目標値を設定し、目標の達成率により支給額が決定される仕組みであるということを記載しています。

B社では、サステナビリティ委員会を設置し、その下に3つのワーキンググループを設けたことを記載しています。

C社は、特別の委員会を設けていないようであり、企業グループでESG経営

に関する基本方針を策定しているということ、社内では経営会議で協議を行っている旨を記載しています。

D社では、サステナビリティ委員会を設け、当委員会と経営会議で審議し、重要事項を取締役に報告している旨を記載しています。

それが重要であると判断した場合には、気候変動に関するガバナンスも記載する必要があります。ガバナンスに関する気候基準案は、上述の一般基準案の「サステナビリティ関連」の語を「気候変動関連」に置き換えたものになっています。ですから、基本的に一般基準と気候基準で変わりありません。

開示例を見ますと、A社ではグローバル環境委員会を設置している旨を、B社は気候変動プロジェクトチームを編成している旨を記載しており、C社、D社では気候変動のガバナンス事項の記載はありません。C社、D社にとって、気候変動関連は明らかに重要と言えますが、ガバナンスについては、サステナビリティ全般の記載事項と同じと捉えているのでありましょう。

(3) 戦略

次に、戦略ですが、気候基準案では、次の5項目を記載項目としています(14項)。一般基準案では、「気候関連」の語が「サステナビリティ関連」に置き換わります。その5つとは、(1)企業の見通しに影響を与えると合理的に見込み得る気候関連のリスク及び機会、(2)(1)のリスク・機会が企業のビジネスモデル及びバリューチェーンに与える影響、(3)(1)のリスク・機会の財務的影響、(4)(1)のリスク・機会が企業の戦略・意思決定に与える影響、(5)レジリエンスの5つです。戦略欄は、気候関連リスク・機会のほうが細かい開示項目を定めていますので、以下では、気候関連の戦略欄について説明します。

本基準は、何が気候関連であるかを明示的に定めてはいません。企業に影響を与える可能性のある気候関連のリスク及び機会を正確に網羅的に定義することが不可能であるからだと説明されています(同BC28頁)。

先ほどの5項目のうち、(1)では、識別されたリスク・機会を特定するとともに、リスクが物理的リスクか移行リスクか、リスク・機会が影響を与える時間軸、これは短期、中期、長期の別を記載します。

(2)では、現在与えている影響と将来与えると予想される影響を記載するとともに、企業のビジネスモデル及びバリューチェーンのうち、リスク・機会が集中している部分はどこかということを示します。この(2)のためには、バリューチャー

ンの範囲の決定が必要になります。

(3)では、企業の財政状態、財務業績及びキャッシュフローに、現在、与えている影響及び短期、中期及び長期において与えると予想される影響を記載します。影響を区別して識別できない場合、影響を見積もるに当たり測定の不確実性の程度があまりにも高いために、もたらされる定量的情報が有用でない場合には、定量的情報を開示する必要はないとされています。また、企業が定量的情報を提供するスキル、能力または資源を有していない場合も、定量的情報を提供する必要はないとされています。

(4)では、企業の戦略・意思決定において、気候関連リスク・機会にどのように対応してきたかといった事項を記載します。

(5)のレジリエンスとは、「気候関連の変化、進展又は不確実性に対応する企業の能力」のことでありますが、ここでは気候関連のシナリオ分析に基づき、気候レジリエンスを評価することになります。もっとも、本基準は、用いるべきシナリオを特定していません。

一般基準では、サステナビリティ関連のリスク及び機会が、この戦略欄に記載されることとなります。開示例を見ると、ここに重要課題を列挙するものが多いわけであります。

A社では、「ガバナンス、法規制、コンプライアンス」、「包括的なモビリティソリューション」、「人権」、「クルマの電動化」、「再生可能エネルギー」、「クルマの安全性」、「クリーンな排出ガス」、「プライバシー&データ保護」、「コミュニティの発展」、「製品品質」、「サステナブル資源マネジメント」の11項目を挙げています。

B社では、成長戦略課題として掲げる「既存事業強化戦略」、「事業領域拡大戦略」、「企業文化成長戦略」のそれぞれに対応する最重要課題（マテリアリティ）をESGの観点で分類して設定している旨の記載はあるが、最重要課題の内容については記載していません。

C社は、「脱炭素化社会形成への貢献」、「安全確保・健康増進」、「コンプライアンスの推進」、「国際的な人権原則の遵守」、「人材の育成・確保」、「コーポレートガバナンスの適切な構築・運営」、「生物多様性リスクの適切な把握・管理」、「ダイバーシティ・エクイティ&インクルージョンの推進」、「循環型社会への貢献」、「ステークホルダーとのコミュニケーション」の9項目を掲げ、この順に優

先順位が高いとしています。

D社は、「脱炭素社会への責任あるトランジション」、「地球環境の保全」、「エネルギーの安定供給」、「安全と防災の徹底・安心なまちづくりへの貢献」、「ウェルビーイングなくらしとコミュニティへの貢献」、「多様な人材が活躍できる組織の実現」、「サプライチェーン全体における人権の尊重」の7項目を挙げています。

気候関連については、企業が重要と考える場合に戦略を記載することになります。

A社では、中期環境行動計画を策定していること、「気候変動」、「資源への依存」、「大気品質と水」を環境分野の重要課題に設定していること、CO₂削減に向けた取組の概要を記載していますが、レジリエンスに相当する記載は見られません。

B社では、TCFDの提言に従ったシナリオ分析を行ったとして、その結果を記載しています。財務へのインパクトの定量化も行ったけれども、不確実性が高いため影響度を「大・中・小」の区分で記載しています。

C社では、IEAの複数のシナリオを用いた分析を用い、移行リスク、物理リスク、機会のそれぞれについて、短期・中期・長期の財務的影響とその評価を記載しています。

D社では、CO₂ネットゼロに向けたロードマップを策定していること、IEAのシナリオ等を用いて、想定されるリスクと機会を特定・整理している旨を記載していますが、シナリオ分析の結果は記載していません。

(4) リスク管理

次に、リスク管理ですが、リスク管理欄については、一般基準案では、スライドに掲げた3項目の記載を設けています。

(1) サステナビリティ関連リスクを識別し、評価し、優先順位付けし、モニタリングするために用いるプロセス及び関連する方針に関する情報。これには次の情報を含む。

① 企業が用いるインプット等に関する情報（ex データの情報源・当該プロセスの対象となる事業の範囲）

② サステナビリティ関連リスクを識別するためのシナリオ分析に関する次の情報 ア. シナリオ分析の利用方法に関する情報 イ. シナリオ分析を用いていない場合、その旨

③ サステナビリティ関連リスクの影響の性質、発生可能性及び規模の評価方法に関する情報（ex 定性的要因、定量的閾値又はその他の規準を考慮しているかどうか）

④ サステナビリティ関連リスクの優先順位付けに関する次の情報 ア. 他の種類のリスクと比べてサステナビリティ関連のリスクに高い優先順位を付けている場合、どのように高い優先順位を付けているかに関する情報 イ. 他の種類のリスクと比べてサステナビリティ関連のリスクに高い優先順位を付けていない場合、その旨

⑤ サステナビリティ関連リスクをモニタリングする方法に関する情報

⑥ 前報告期間と比較して、企業が用いるプロセスを変更した場合、その旨及び変更の内容に関する情報

(2) サステナビリティ関連の機会を識別し、評価し、優先順位付けし、モニタリングするために用いるプロセスに関する情報。

(3) サステナビリティ関連のリスク・機会を識別し、評価し、優先順位付けし、モニタリングするために用いるプロセスが、全体的なリスク管理プロセスに統合され、用いられている程度、並びにその統合方法及び利用方法に関する情報。

具体的な開示例を見ますと、A社では、重要課題ごとに活動計画を策定し、ガバナンスを通じて進捗管理を行っているといった概括的な記載にとどまっております。具体的な活動計画については、公表予定のデータブックを参照する旨を記載しています。これではリスクの優先順位づけの有無、内容などは読み取れません。また、データブックにその記載があるとしても、どこを見ればよいか分からず、開示基準が求める情報を知ることができないように思います。

B社では、リスク管理委員会を設置して、経営リスク全般の洗い出しとその財務インパクト評価及び対応策の審議・決定等を行っている旨の記載があります。もっとも、このリスク管理委員会は、経営全般に関する委員会のものであり、ここでのサステナビリティ関連リスクと他のリスクの間の優先順位づけや、重要課題間の優先順位づけは開示されていません。開示欄の記載としては甚だ不十分と思われるます。

C社では、毎年、ESG重要課題を特定していること、ESG重要課題ごとに責任部署・KPIを設定し、KPIの進捗状況、取組結果を経営会議・取締役会に報

告していることを記載しています。重要課題の優先順位づけはしており、その際、社会的インパクトと事業インパクトを考慮している旨を記載しています。もっとも、インパクトをどうやって計測しているかは記載していません。

D社では、全社的リスク管理の一環としてサステナビリティ関連のリスクを管理していること、重要課題は、環境・社会問題が企業活動・財務状況に及ぼす影響と、企業活動が社会に及ぼす影響の両面を考慮して特定していることを記載しています。ただし、詳しい特定方法や重要課題間の優先順位づけは記載していません。

気候変動関連のリスク管理については、気候基準案は、一般基準と同様の情報の記載を求めています。開示例を見ると、A社では、シナリオ分析を「戦略」欄ではなく「リスク管理」欄に記載していますが、ここでは影響領域ごとに想定シナリオに沿った機会とリスクの内容が定性的に記載されており、財務インパクトの記載はありません。

B社では、「サステナビリティ全般に関する取組」の欄に記載のとおりと記載しているのみですが、引用先の記載も実は極めて簡略なものです。ただし、さきに述べたように、「戦略」欄にシナリオ分析の結果を記載しています。

C社は、「戦略」欄と「リスク管理」欄を区別せずに、財務インパクトを含むシナリオ分析の結果を記載しています。

D社は、気候変動についてのリスク管理欄の記載がありません。

(5) 指標及び目標

指標及び目標の開示項目は、一般基準案と気候基準案とで異なっていますが、実務上重要なのは後者と思われるので、本報告では気候基準案のみを取り上げます。

開示基準では、産業横断的指標等、産業別の指標、企業が設定した気候関連の目標、及び法令に要求されている目標がある場合の当該目標を開示しなければならないのですが(44項)、産業横断的指標等については、次の事項を開示しなければなりません(46項)。(1)温室効果ガス排出、(2)気候関連の移行リスク、(3)気候関連の物理的リスク、(4)気候関連の機会、(5)資本投下、(6)内部炭素価格、(7)報酬の7項目です。

(1)については、報告期間中に生成した温室効果ガス排出の絶対総量(オフセット前の排出量)について、スコープ1から3に区分して開示します。

温室効果ガス排出は、GHG プロトコル（2004年）に従って測定します。ただし、温対法の適用対象企業は、当該制度により測定した温室効果ガス排出量を報告することを選択できます。ここにいうスコープ1は、報告企業が所有又は支配する排出源から発生する直接的な温室効果ガス排出、スコープ2は、報告企業が消費する、購入又は取得した電気、蒸気、温熱又は冷熱の生成から発生する間接的な温室効果ガス排出、スコープ3は、報告企業のバリュー・チェーンで発生する間接的な温室効果ガス排出であり、バリューチェーンとは、報告企業のビジネス・モデル及び当該企業が事業を営む外部環境に関連する、相互作用、資源及び関係のすべてをいいます（適用基準案4項(10)）。

スコープ1、2については、報告企業に関するものと投資先に関するものに分解して開示します。スコープ2の開示については、ロケーション基準とマーケット基準というのがあります、それらを併用しています。

スコープ3については、「スコープ3基準（2011年）」というのがあります、これに記述されている15のカテゴリーに従い、カテゴリー別に分解して開示します。午前中の基調報告でもありましたけれども、報告企業が資産運用、銀行、保険の活動を行う場合、ファイナンスド・エミッションに関する追加的开示が必要となります。

(5)の資本投下の説明は省略しまして、(6)内部炭素価格ですが、これは企業が自主的にビジネスの過程で排出する二酸化炭素の量に付した価格のことであり、経営上の意思決定に有用であるということから、開示を求めることにされました。

(7)報酬については、気候関連の評価項目が役員報酬に組み込まれている場合、①役員報酬に組み込む方法、②役員報酬のうち気候関連の評価項目と結び付いている部分の割合、気候関連の評価項目が役員報酬に組み込まれていない場合、その旨を記載します。

気候関連の目標については、当然のことですが、企業が目標を設定した場合、または法令により充足を求められている目標がある場合に限って記載が求められます。

開示例を見ると、A社では共通事項についての指標及び目標の記載がなく、気候関連では、2018年度を起点とするCO₂排出量削減の2030年度目標値と2023年度実績値を記載、また、スコープ1～3の排出量の実績値を記載しています（スコープ3が80%以上を占める）。B社では、各WGで目標（KPI）を設

定し、進捗状況をサステナビリティ委員会に報告している旨のみを記載しています。気候関連では、温室効果ガス排出量（スコープ1・2・3）の概算値を記載しています。C社は、共通項目では、同社の7つの重要課題に対する取組を記載し、指標と目標がある場合にはそれを記載しています。気候関連では、温室効果ガス排出量（スコープ1・2）の実績値を記載するとともに、同社のカーボンニュートラル基本計画の詳細を記載し、その中でスコープ1・2の削減目標を記載しています。D社では、重点課題ごとに定性的または定量的目標・指標を掲げ、2023年度の実績値を記載しています。気候関連では、CO₂削減貢献量として2025年・2030年の目標値、2023年度の実績値、温室効果ガス排出量として2050年の目標値（スコープ1～3：ネット・ゼロ）、2023年実績値（スコープ1・2及びスコープ3）を記載しています。このように、CO₂の排出量の実績値と削減目標を記載する例が多いですけれども、実績値にスコープ3を含めるかどうかといった点で、相違点も見られます。

4 法的課題

(1) EU企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令との相違

以下、法的課題を幾つか取り上げ、簡単に検討を加えたいと思います。

日本の規制は開示規制、EU指令は行為規制ということで、両者の間には一見大きな差異が存在します。EU型の規制を導入すべきか否かは、今後日本でも議論すべきですが、本報告では、両者の差異はそれほど大きくないのではないかということを論じてみたいと思います。

EU指令というデューデリジェンス義務とは、企業及びそのバリューチェーン上の、人権または環境の負の影響を特定、評価、優先順位づけし、負の影響の防止、軽減、または是正策を実施し、ステークホルダーとの対話を行うとともに、実施状況を公表する義務であると言うことができます。

日本の開示規制では、サステナビリティの共通事項として、ガバナンスとリスク管理の開示を義務づけていますけれども、ガバナンスの開示を義務づけることは、対象企業がサステナビリティ関連のリスク及び機会を監視し、管理するための手続を整えることを義務づけるということを意味し、リスク管理の開示を義務づけることは、サステナビリティ関連のリスクを管理するよう義務づけることを意味します。

そして、これらの行為義務の結果として企業が識別した重要なリスクと機会について、戦略と指標及び目標の開示が義務づけられることとなりますが、「重要課題がない」と企業が判断することは、これは実質的に、ガバナンスとリスク管理に関する行為義務に違反することを意味することになるため、それはまず考えられないです。そして、戦略欄の開示に当たっては、バリューチェーン上の範囲の確定が求められていますので、日本の開示規制は企業にバリューチェーン上のデューデリジェンスの実施を義務づけるのと大きな差異はないと言えるのではないかと考えています。

(2) マテリアリティ

次に、マテリアリティの点です。

EU 指令では、企業が重要課題を特定するために、社会が企業に与える影響と企業が社会に与える影響を考慮するダブルマテリアリティが採用されています。

日本では、金融庁の「開示原則別添」において、「企業価値への影響を踏まえて」重要性を判断するというシングルマテリアリティが堅持されました。

SSBJ の適用基準案も、「重要性がある」とは、一般目的財務報告書の主要な利用者が行う意思決定に影響を与えると合理的に見込み得ることをいうとしています。シングルマテリアリティは、日本の開示規制が投資者に投資判断を提供することを目的しているということと整合的です。

ここでのマテリアリティとは、CO₂ 排出量が何トンなら重要で何トンなら重要でないという意味ではなくて、企業が課題を抽出する際の判断基準のことをいいます。そこで、マテリアリティのことを重要課題と呼んだりしているわけです。

そして、実際の開示例を見ると、実はダブルマテリアリティを採用する企業が多いわけであります。例えば、先ほどの4社の例では、そのうちA社では、当社が社会・環境に与える影響・インパクトと社会・環境が当社に与えるインパクトによりマトリクスを作成し、重要課題を選定しています。C社でも、重要課題の優先づけの際に、社会的インパクトと事業インパクトを考慮していると記載しています。D社も同様であります。

このように、日本の企業は、既にダブルマテリアリティによって重要課題を選定しており、この点でもEU指令と大きな差異はないと考えられます。もっとも、その原因は、ファクトブックのような任意開示書類が社会一般に向けられたものであり、そこではダブルマテリアリティが採用されているからではないでしょう

か。つまり、現段階では上場会社等はファクトブックを利用して有価証券報告書の記載を行っているから、ダブルマテリアリティになっているだけかもしれませんが。そうだとすると、SSBJの基準が強制適用されるようになり、企業が社会・環境へ与える影響が重要性の考慮から外されるとしたら、そのほうがむしろ問題であるように思います。

また、上述のように、気候基準案は、温室効果ガス排出量の算定・開示を求めています。温室効果ガス排出量の開示が求められるのは、これは企業が環境へ与える影響が重要だからであり、日本の開示規制は既にシングルマテリアリティからは説明できなくなっているのではないかと考えています。

(3) 将来情報の開示

次に、将来情報の開示の問題です。

サステナビリティの開示の導入時に、開示ガイドライン5—16—2が改正され、大要、次のような規定が設けられました。

一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、有価証券届出書に記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても、直ちに虚偽記載等の責任を負うものではないと考えられる。当該説明を記載するに当たっては、例えば、当該将来情報について社内で合理的な根拠に基づく適切な検討を経たものである場合には、その旨を、検討された内容（例えば、当該将来情報を記載するに当たり前提とされた事実、仮定及び推論過程）の概要とともに記載することが考えられる。

この規定のうち前段部分は、パブリックコメントへの金融庁の従前の回答と同じであり、「一般に合理的と考えられる範囲で具体的な説明がされていた場合」に免責を受けられるというのでは、あまりにも曖昧でセーフハーバー・ルールとは言えない。そこで、今回の開示ガイドラインで具体例を付け加えたわけです。

私は、この具体例の内容は合理的であると考えています。この具体例は、将来情報の導出に当たり、合理的な根拠に基づく検討を行ったことだけでなく、その事実を、検討の前提事実、仮定、及び推論過程の概要とともに記載することを要求しています。これは、将来情報が投資者判断にとって重要な情報になるためには、投資者がその情報を信頼できなければならず、投資者が信頼できるためには、将来情報の導出過程が説明されている必要があるからです。

例えば、「戦略」欄に記載することとなる気候変動が将来の業績に及ぼす影響

という将来情報について、企業のビジネスモデルや現在の業績、財務状況は「予測の前提となる事実」であり、シナリオ分析において何度の気温上昇を仮定するかは「仮定」、気温上昇が業績に与える影響を測定する方法は「推論過程」に当たると考えられます。これらが異なれば、現実の結果が予測と大きく異なることになるため、これらが虚偽であったり、あるいは、不合理である場合には、将来情報は開示時点で「虚偽」と評価され得るわけです。

このように考えると、前提事実が虚偽でなく、仮定及び推論過程が合理的であるということは、記載が虚偽と評価されないための要件と解すべきだと思います。

なお、「指標及び目標」欄のうち「目標」の記載は将来情報ではありませんので、目標を達成できなくても記載が虚偽になるということはありませんし、そのような目標を設定したことが事実であれば、目標の記載自体が虚偽となることもありません。

(4) 第三者提供情報が虚偽であった場合

最後に、スコープ3の排出量算定に関わる問題を取り上げます。

気候関連の「指標及び目標」欄に記載する温室効果ガス排出量の実績値は、これを見積りによって測定する場合には、排出量は電気使用量などの「活動データ」に、それを温室効果ガス排出に変換する「排出係数」を乗じて得ることになり、特にスコープ3の活動データは、バリューチェーン上の企業から提供されたデータを用いることになります。

こうしたバリューチェーン上の第三者には報告企業による統制の及ばないものもあり、第三者提供情報に誤りがあった場合に報告企業が虚偽記載の責任を負うのは酷ではないか。スコープ3の排出量は将来情報ではありませんけれども、何らかのセーフハーバーが必要ではないかという点が、現在、金融庁のワーキンググループで審議されています。

この点を考えると、SSBJの開示基準が強制適用される企業では、スコープ3の排出量を開示することを強制されるわけであり、セーフハーバー・ルールを設けないと企業が開示をためらうということにはなりません。

また、スコープ3温室効果ガス排出の測定に用いるアプローチ、インプット及び仮定の選択は、合理的で裏づけ可能な情報を用いなければならないとされていますが、そこにいう「合理的で裏づけ可能な情報」とは、報告日時点で企業が過大なコストや労力をかけずに利用可能な情報をいうとされています。したがって、企

業が合理的な労力をかけて集めた情報に依拠した場合には、そもそも気候基準違反にはならないということに注意すべきです。

他方、アメリカでは、SECが規則案において、スコープ3の排出量に関する開示についてセーフハーバー・ルールを設ける案を提示していましたが、これについては賛否両論があったようです。結局、SECの最終規則ではスコープ3の開示自体を削除したため、セーフハーバー・ルールは設けられませんでした。

日本の選択については、今後の議論を見守りたいですが、私としては、次の点を指摘しておきたいと思います。

まず、投資者がスコープ3の排出量情報を信頼できるようにするために、企業が第三者やデータプロバイダーから入手した情報を特定し、排出量が真実と乖離する可能性がある要因を指摘する必要があると考えられます。

その上で、企業が情報収集にどこまで労力をかければ「合理的」と言えるかは、これは今後詰めていく必要があると思います。

統制の全く効かない第三者から得た情報で排出量を算定すべきでないのは当然ですが、企業集団に属する企業に対するのと同レベルの内部統制の構築を求めるのも、この場合、企業間に資本関係がないことから、行き過ぎであると考えられます。両者の中間のどこかに一定レベルの統制義務を課すことが望ましいと考えますが、これはEU指令による「デューデリジエンス義務」の内容は何かとも関連する、近い将来の重要課題ではないかと考えております。

最後は問いをもって問いに答えるような内容になってしまいましたが、私の報告は以上です。

ご清聴ありがとうございました。

報告 2

サステナビリティ投資と企業活動

慶應義塾大学教授 久保田 安彦

1 はじめに

慶應義塾大学の久保田でございます。本日は、「サステナビリティ投資と企業活動」というテーマで報告させていただきます。

最初に、簡単に本報告の対象と問題意識について確認したいと思います。

本報告では、サステナビリティ投資を取り上げますが、そこでいうサステナビリティ投資とは、企業との対話を含む投資の戦略・実践に当たり、サステナビリティ（ESG要素を含む持続可能性）に関する要素を考慮するものを指します。一般にESG投資とも呼ばれるものであります。本報告の中でも、サステナビリティ投資という用語とESG投資という用語が混在していますが、それらは基本的に同じ意味で用いています。

ここで挙げましたサステナビリティと投資（ESG投資）の定義は、かなり広い定義といえます。当初はサステナビリティ要素を強く考慮する、そういう投資に限定して議論することも検討したのですが、サステナビリティ投資におけるサステナビリティ要素の考慮方法は非常に対応であり、それらを適切に区分、あるいは、類型化して論じるということも非常に難しいと考えたため、こうした広い定義を採用し、広くサステナビリティ投資全般を取り上げることにした次第です。

その代わりにというわけではありませんが、サステナビリティ投資の対象については少し限定しまして、上場会社の株式を対象とするものだけを取り上げます。これには、社債や融資はこの後の報告で取り上げられるという事情があります。本報告では、このように、上場会社を対象としたサステナビリティ投資が企業活動に及ぼす影響について取り上げます。こうした影響としては、株価を通じた影響と株主としての「発言」、エンゲージメントや議決権行使を通じた影響がありますが、本報告では後者だけを取り上げます。実際上、後者の影響のほうがはるかに大きいと考えられるからです。

その上で、本報告の問題意識を申し上げますと、それは、サステナビリティ投資がサステナビリティに関する事項につき、株主としての発言を通じて企業活動

に影響を及ぼすことは、望ましいものなのかという問題を考えてみたいということになります。また、その前提として、そもそもサステナビリティ投資は株主としてどのような発言をしているのか、他の投資・ファンド等とは異なる発言をしているのかということも問題になってきます。

なお、こうした前提問題としてのサステナビリティ投資は株主としてどのような発言をしているのかという点については、我が国において2024年に公表されたGPIFの報告書において詳細に分析されています。これによれば、少なくともGPIFの国内株式運用委託先21ファンドに関しては、実際の企業活動に及ぼすようなエンゲージメントが行われているということが明らかにされています。

さて、本題であるサステナビリティ投資がサステナビリティに関する事項につき、株主としての発言を通じて企業活動に影響を及ぼすことは望ましいのかという問題についてです。もしかすると、こうした問題を検討するというと、そういうことは自明だろうと思う方もいらっしゃるかもしれませんが、しかし、現実には米国では否定的な意見が少なからず主張され、議論が盛り上がっているところです。このことは、本報告で検討する問題は決して自明なものではないということを意味します。

本報告では、批判的な主張として代表的なものを3つ取り上げ、それらに十分な根拠があるか否かの検討することによって、サステナビリティ要素につき、株主としての発言を通じて企業活動に影響を及ぼすことは望ましいことなのかという問題の一端を明らかにしたいと思っています。

なお、ここで挙げました3つの批判の当否というのは、実は、サステナビリティ投資はリスク調整後リターンを改善させるかという問題とも密接に関連してきます。というのも、もしサステナビリティ投資がリスク調整後リターンを改善させるのだとすると、その分批判は当てはまらなくなると考えられるからです。しかし、サステナビリティ投資がリスク調整後リターンを改善させるかという問題は非常に大きな問題であり、私の手には余るものですから、本報告では基本的に取り上げず、リスク調整後リターンを改善させるか否かにかかわらず望ましいと言えるかという問題設定にしたいと考えています。

2 不要なコスト負担

(1) 問題の所在

まずは、サステナビリティ投資は受益者に不要なコストを負担させるため望ましくないという批判から取り上げます。この批判は、見せかけのサステナビリティ投資が横行しているのではないかと、それにもかかわらず、投資家は、ほかのファンドよりも無駄に高い手数料、我が国で言うと、信託報酬や総経費率を負担させられているのではないかと懸念に基づくものと言えます。

より具体的には、サステナビリティ投資を謳うファンドであっても、それ以外のファンドと比べてポートフォリオも大して変わらないのではないかと、あるいは、議決権行使の在り方も大して変わらないのではないかと。それなのに手数料や総経費率だけ高くなっているのではないかと懸念に基づくものです。

その意味で、これは先ほど申し上げました前提問題、すなわち、サステナビリティ投資は株主としてどのような発言をしているのか、ほかのファンドとは異なる行動を取っているのかという問題に関わる批判であると言えます。

しかし、もしサステナビリティ投資が見せかけのものではなく、実際にサステナビリティ要素を考慮したポートフォリオの構築や議決権行使をしているのであれば、ほかのファンドと比べて仮に手数料や総経費率が高いとしても、それは必ずしも不要なコストとは言えないことになります。

(2) カーティス教授らの分析

そこで、この問題を明らかにするため、ここではまずバージニア大学のカーティス教授らの2021年の論文の分析を参照してみたいと思います。

分析対象になっているのは、2018年から2019年の231のESG投資をうたうファンド（ここではカーティス教授らがESG投資という用語を使っているため、そのままESG投資という用語を使います）と、それ以外のファンドとの比較です。使っているデータは、ISSの議決権行使分析のデータベース、そして、CRSPのデータベースです。

分析結果を簡単に御紹介しますと、ESGファンドのポートフォリオは、それ以外のファンドと比べて、ESG評価の高い企業に大きく傾斜しているということが明らかにされています。

また、株主としての発言についても、サステナビリティ要素が考慮されているということを示唆する分析結果として、次の3点が挙げられています。

第1に、カーティス教授らによると、経営陣は、株主提案に対してはほぼ反対推奨しているのに対し、ESG投資は同じ会社に投資する他のファンドと比べて、株主提案を支持することによって、経営陣と反対の立場に立つ可能性が非常に高くなっています。

第2に、とりわけ環境にフォーカスしたESGファンドの場合を見ても、経営陣と反対の立場に立つ可能性は、一般的な株主提案についてはその他のファンドと変わらないのですが、環境問題に関する株主提案については、こちらに賛成して経営陣と反対の立場に立つ可能性が大幅に高いという結果が示されています。

第3に、株主が経営陣に反対する立場に立つ方法としては、他に候補者がいない取締役の選任について反対の議決権行使をするという方法があるところ、ESG投資は、他のファンドと比べて、他に候補者がいない取締役選任について反対の議決権行使をする可能性が約2倍高いという結果になっています。

そして、カーティス教授らは、このようにESGファンドが経営陣に反対する立場に立つ理由としては、例えば、多くのESGファンドは経営陣にESG要素を考慮させるようなエンゲージメント活動を行っているところ、それでも経営陣がそれに対して対応しないという場合に、経営陣に反対の議決権行使をすることが考えられるという分析を述べています。

さらに、総経費率を見ても、一般にインデックスファンドとアクティブ運用型ファンドでは総経費率は異なるわけですが、いずれのタイプについても、ESGファンドはそれ以外のファンドと比べて、総経費率が低いという結果が出ています。

ちなみに、リスク調整後リターンについてもカーティス教授らは分析して、それぞれ、ESGファンドについては、インデックス型もアクティブ型もリスク調整後リターンが、少なくとも低くはないという結果を示しています。

(3) フィッシュ教授らの分析

ペンシルバニア大学のフィッシュ教授らの2024年の分析を見ても、同様の結果が示されています。

分析対象は、2015年から2022年のESGファンドと、ESGファンドでない姉妹ファンドです。ここでいう姉妹ファンドというのは、同じ運用会社が提供するESGファンド以外のファンドであって、ポートフォリオが同年のESGファンド

のポートフォリオに最も類似しているものを指します。

このように、ESG ファンドとそれ以外のファンドを単純に比べるのではなく、ESG ファンドとそうでない姉妹ファンドを比べることによって、見せかけのESG 投資が行われていないかどうかをより確かな形で明らかにしようというところに工夫があると言えます。使っているデータは、やはり CRSP のデータです。

分析結果を見てみますと、少数の例外はありますけれども、圧倒的多数のESG ファンドは、そのポートフォリオが姉妹ファンドのポートフォリオとは実質的に異なっているといえます。また、ESG ファンドの手数料は、姉妹ファンドの手数料等同一水準であり、さらに、姉妹ファンドとの類似性が高い ESG ファンドだけ取り上げてみても、やはりその手数料が姉妹ファンドと比べて高いとは言えないという結論になっています。

このように、米国の実証分析を見ますと、ごく一部の例外はありますが、総じてサステナビリティ投資は見せかけのものではなく、実際にサステナビリティ要素を考慮したポートフォリオや議決権行使をしているという結果が示されています。しかも、手数料や総経費率も、その他のファンドと比べて高いわけではありません。したがって、これらの分析結果を踏まえますと、サステナビリティ投資は受益者に不要なコストを負担させているという批判は当たらないことになりません。

(4) 米国とわが国の異同

それでは、我が国は米国と状況は同じなのでしょう、それとも異なるのでしょうか。この点は、我が国でも同様の大規模な実証分析をして結果を見てみるとはっきりとしたことは言えないわけですが、少なくとも私には、我が国と米国とで状況が異なると見るべき理由というのはあまり思い浮かびませんでした。また、2021 年から 2022 年にかけて金融庁が行い、「資産運用業高度化プロセスレポート 2022」において公表された調査では、これは小規模な調査ですけれども、少なくとも手数料については、ESG ファンドとそれ以外では大差がなかったという結論が示されているところです。

これに対しては、米国のほうが我が国よりもファンドや投資顧問会社に対する ESG 情報の開示規制や名称規制等の法規制が効果を発揮しているのであり、その点で我が国と状況は異なるという批判も出されるかもしれません。しかし、米

国では、2022年5月に規制強化が公表されたわけですが、先ほど見ました、紹介した2つの実証分析は、それ以前の時期を対象とするものです。そのため、米国と我が国では法規制が違うから状況が違うのであるという見方も難しいような気がしています。

3 民主主義との抵触

(1) 問題の所在

次いで、2つ目の代表的な批判として、サステナビリティ投資は、選挙を通さずに特定のアジェンダを社会に押しつけたり、特定の価値観に基づいて企業を格付したりするのに等しいため、望ましくないという批判について取り上げたいと思います。

しかし、この点、まず考えてみますと、上場会社が特定のアジェンダを推進すること自体はよく見られる現象です。そのため、上場会社が嫌がっているのに特定のアジェンダの推進を押しつけられているというのでしたら問題があるかもしれませんが、仮に株主の選好に合致した形でサステナビリティ投資ファンドによる発言が行われ、それに基づいて上場会社が自ら特定のアジェンダを推進するのであれば、問題になくてよいように思います。

ただし、逆に言えば、サステナビリティ投資が受益者の選好に合致したかたちで株主としての「発言」をしておらず、特定の者、例えば、一部のファンドマネジャーや政治家などの選好に基づく発言を行い、それによって上場会社の行動が影響を受けているとすれば問題であると言えます。

そこで、ここでは、サステナビリティ投資が受益者の選好に合致した発言をしているのかという問題を明らかにすることにしたいと思います。

(2) ハースト准教授の分析

この点、まずボストン大学のハースト准教授の2018年の論文の分析を取り上げます。分析対象は、ミューチュアル・ファンド全般であります。データは、Form N-PXで公表されているデータです。このデータを用いて、2013年7月1日から2014年6月30日の1年間の326社の年次株主総会における746の社会的決議、ここでいう社会的決議というのは、会社の社会的責任に関わる決議のことをいいますが、これについての議決権行使の態様を見ていきます。

分析結果は以下のとおりです。すなわち、同時期の社会的決議で最多であった

のは、会社の政治献金に関する情報開示を求める決議だったわけですが、これにつき、上位30の総資産規模を有するファンド・ファミリーの議決権行使は、平均的には賛成27.6%、反対55.4%でしたが、かなりのばらつきがありまして、100%賛成するファンド・ファミリーもあれば、100%反対するファンド・ファミリーも見られたといえます。また、そうした状況は、会社の温室効果ガス排出に関する情報開示を求める決議についても同様でありました。

ハースト准教授は、こうした分析結果は、受益者の利益・選好と合致した議決権行使がされていない可能性を示すものであると主張しています。なぜかといいますと、大規模なファンドでは受益者、個人や公的年金基金の受益者などですけれども、受益者のタイプがかなり重複していると考えられるため、その利益・選好も大きく異ならないはずだろう。それにもかかわらず、各ファンドの議決権行使は大きく異なっているというのは、受益者の選好に合致した議決権行使がされていないことを示している可能性があるといえます。

また、最終的な受益者は米国の家庭ですので、大規模なファンドの受益者の選好は米国の一般家庭の選好に近づく可能性が高いにもかかわらず、各ファンドの議決権行使の状況は世論調査によって明らかにされた一般家庭との選好とも大きく異なっていることを指摘しています。

その上で、ハースト准教授は、仮にこれが問題であるとすれば、この問題当否については結論を留保しているのですが、仮にそれが問題であるとしたら、改善策としては何が考えられるかについて、2つ挙げています。

1つ目の改善策は、受益者が自己の利益・選好に合致した議決権行使をするファンドを選択できるようにすることです。ただし、この改善策には、投資家が各ファンドによる決議事項ごとの議決権行使状況を把握するのが難しいといった難点があるといえます。

この点に関連しまして、米国では、2022年11月にSECが機関投資家向けの議決権行使結果開示規則の改正を決定しました。これによって、各ファンドがどのような議決権行使をしているのかのデータの入手・分析はしやすくなりましたが、少なくとも個人投資家にとっては、各ファンドが決議事項ごとにどういう議決権行使をしているのか把握するのは難しい状況は続いていると言われています。

そこで、より現実的な改善策として考えられるのは、各ファンドが社会的決議の事項ごとに世論調査等で用いられているようなサンプリング技法によって受益

者の選好を調査した上で、比例的な議決権行使をすること、例えば、ある決議事項につき受益者の70%が賛成、30%が反対の場合は、その割合で議決権行使をすることを義務づけることが考えられるとしています。そして、こうした改善策が実現すれば、社会的議決が可決されやすくなり、実際の企業行動に影響が及ぶ可能性も高まるのではないかと予測を示しています。

(3) シュワルツ教授の分析

次いで、ユタ大学のシュワルツ教授の2022年の論文を見てみたいと思います。

シュワルツ教授は、別の観点から分析しています。どういうことかといいますと、大手資産運用会社は、非常に大きな割合の議決権を保有しているところ、有力な政治家の意見に反するような議決権行使をすると、政治的に大きな反撃を受けるリスクがあるため、それを避けるような議決権行使をする可能性が小さくないと述べています。

この点、インデックスファンドを取り上げると、インデックスファンドには株主としての発言をする経済的インセンティブがないという見方が伝統的には強いわけですが、こういう見方をする場合は、インデックスファンドはどのような議決権行使をするかについても特にこだわりのないため、政治的なリスクを負わないような議決権行使をするであろうと考えられます。このことを裏づける事実として、シュワルツ教授は、トランプ政権からバイデン政権への移行と同時期に、大手資産運用会社の議決権行使の在り方が急変したということを挙げています。

このように、仮に大手資産運用会社が政治に左右されるような議決権行使をするということになりますと、それこそ望ましくないということになってきます。

そこで、シュワルツ教授も、対応策として、受益者の意見を反映した議決権行使を促すため、パススルー議決権行使の義務づけ、このパススルー議決権行使は、近時の米国の資産運用会社において任意に拡充しようという動きが見られるものであり、受益者の選好をあらかじめ登録させ、それに従って比例的な議決権交渉していくものですが、このようなパススルー議決権行使の義務づけが考えられるとします。

ただし、パススルー議決権行使については、受益者の意見が直接的に反映される一方で、受益者が必ずしも関心を持っておらず、自分の選好を登録しない受益者も少なくないと考えられるため、そうした合理的無関心の可能性を考えると、むしろハースト準教授が挙げたような2つ目の改善策のほうがいいのではないかと

ということを主張しています。

(4) 米国とわが国の異同

それでは、日米で状況は異なると考えられるでしょうか。この点、我が国では米国と比して、一般論として言えば、国民間で、サステナビリティに対する価値観の対立、あるいは、政治的な対立は比較的小さいのではないかと考えられます。仮にそうだとすると、米国で指摘されているような問題は、日本では比較的小さいことになります。

ただし、程度問題こそあれ、我が国でも米国と同様の問題を抱えている可能性が小さくないところ、この問題は重要な問題ですので、ハースト准教授やシュワルツ教授が主張されるような規制の導入も、検討に値するのではないかと考えています。

4 ポートフォリオ第一主義

(1) 株主としての「発言」のインセンティブ

最後に、ポートフォリオ第一主義を取り上げたいと思います。

その前提としまして、サステナビリティ投資をするファンド等が株主としての発言を通じて企業活動を変えようとするインセンティブはどこにあるのでしょうか。この点、大きく分けると2つの見方があるということが一般に言われております。

1つ目の見方として、経営陣にサステナビリティ要素をより考慮した行動を取らせることで、企業価値の向上が期待できるという考え方を前提に、企業価値の向上による投資リターンの増加を狙って、ファンド等は発言しているんだという見方があるわけです。これは、ESG投資はリスク調整後リターンを改善させるという考え方と整合的な考え方ということになります。そして、我が国のスチュワードシップコードやコーポレートガバナンスコードが機関投資家や企業に対してサステナビリティの考慮に向けた対応を求めているというのも、こういった考え方に基づくものと理解されます。

ただし、他方で、ファンド等の機関投資家は、必ずしも企業価値の向上とは関係なく、ESG要素を考慮した企業行動を取らせること自体を狙って発言しているという見方も有力であります。この点、例えば、米国の目論見書を見ても、発言の方針として、企業価値には触れることなくESG課題への対応の改善に

フォーカスするといった記載も少なくないということが挙げられています。

では、仮にこの第2の見方、ESG要素を考慮させること自体を狙って発言しているのであるという見方が正しいとした場合、こうした発言をする機関投資家のインセンティブはどこにあるのでしょうか。この点、様々なことがアメリカでは主張されているわけですが、最近注目を集めているのが、ポートフォリオ第一主義と言われるものです。そこで、本報告では、このポートフォリオ第一主義を特に取り上げて検討してみたいと思います。

(2) ポートフォリオ第一主義とその基本的な考え方

ポートフォリオ第一主義は競争法分野で提示された考え方ですが、これを会社法や証券取引の場面に当てはめて最初に主張したのは、ボストン大学のコンドン准教授であろうと思います。その後、コロンビア大学のゴードン教授などもこれを支持する論文を公表されています。

このポートフォリオ第一主義の基本的な考え方は、以下のとおりです。

分散されたポートフォリオ、特にインテックスファンドを運用する業者は、分散投資によっても消去できないリスク、すなわち、ポートフォリオ全体のリターンに影響を与えるリスク、システムティック・リスクのみを負担しています。システムティック・リスクの典型例は気候変動リスクであり、もし気候変動リスクが実現して混乱が及ぶと、経済全体ひいてはポートフォリオ全体に悪影響が及びます。また、その他のシステムティック・リスクとして、ゴードン教授は、金融安定性リスクや社会的安定性リスクを挙げています。

社会的安定性リスクというのは少し分かりにくいのですが、例えば、従業員処遇が不安定になると社会が不安定化する。そうすると、経済全体ひいてはポートフォリオ全体に悪影響が及ぶ、その意味でシステムティック・リスクであるというように述べています。

分散されたポートフォリオを有する投資家にとっては、このシステムティック・リスクを低減させるため、ポートフォリオに含まれる各会社の株主として発言することを通じて、各会社にサステナビリティを考慮させる行動を取らせることが（こういうのをシステムティック・スチュワードシップとゴードン教授は呼んでいますけれども）ポートフォリオ全体のリターンの最大化につながる。そして、そのことは、インテックスファンド等がサステナビリティ関連事項について発言するインセンティブになり得ることが主張されているわけです。

アメリカの学会では、このポートフォリオ第一主義をめぐって議論が盛り上がっており、非常に多くの論文が公表されています。私の見る限り、このポートフォリオ第一主義という考え方が成り立たないと言っている方はあまりおらず、十分にあり得るストーリーだとした上で、これが望ましいものなのか、あるいは、それによってどれだけの行動が取られ、どれほどの効果が期待できるのかという議論に移っているように見えます。

(3) ポートフォリオ第一主義に対する評価

そこで、いくつかの論文を参照しながら、このポートフォリオ第一主義に対する評価を考えていきたいと思います。本稿の問題関心に引きつけて言いますと、仮にポートフォリオ第一主義に基づく発言であるという見方に立った場合、その発言は望ましいのか、望ましくないのかという問題です。

この点、ニューヨーク大学のカハン教授らは、会社法上の伝統的な株主利益最大化原則やERISAや信託法上の受託者責任との抵触という問題があることを指摘しています。会社法上の伝統的な株主利益最大化原則では、あくまで特定の会社の株主利益最大化が想定されています。ところが、ポートフォリオ第一主義は、特定の会社ではなく、ポートフォリオ全体の価値の最大化を優先し、場合によっては特定の会社の株主の利益を損なう危険があるため、伝統的な株主利益最大化原則に反するのであるというわけです。

また、受託者責任との抵触ということはどういうことかと言いますと、例えば、ある資産運用会社がS & P500インデックスファンドと、それとは別に、エクソノンモービルやシェブロンが重要な保有銘柄であるエネルギーETFを保有・運用しているとしましょう。もしこの資産運用会社が、自己が管理する全てのポートフォリオの価値を最大化しようとして、炭素排出量の削減の実現のために「発言」する行動をとると、S & P500インデックスファンドの投資家にとってはプラスになる一方、エネルギーETFの投資家にとっては大きなマイナスが生じます。そのため、このエネルギーETFの投資家との関係で、受託者責任との抵触が問題になり、ERISAや信託法上の受託者責任を追及する訴訟にさらされるリスクを負う可能性があるというわけです。

しかし一方で、ポートフォリオ第一主義は企業活動に伴う負の外部性の問題を緩和するものであるため、その意味で望ましいという主張も有力です。コフィー・ジュニア教授やゴードン教授はそのような主張をしていますし、日本で

も田中亘教授が比較的好意的な見解を述べています。

私自身も、ポートフォリオ第一主義は負の外部性の問題を緩和させる数少ないものの一つですので、望ましいと思っている一方で、あまり期待できないのではないかというシニカルな意見にも共感を覚えます。そうした意見として、ここではカハン教授とロック教授の2023年の論文をご紹介します。

カハン教授らは、1つ目に、ポートフォリオ第一主義は対象となる事項に限られる上に、対象も上場会社に限られるため、政府による直接規制のほうがベターではないかということを言います。

対象となる事項に限られるというのは、システムティック・リスクを低減させるような事項というのは限られるという意味であり、気候変動はその一つだと思いますが、それ以外にシステムティック・リスクを低減させるようなものはどれほどあるのかということ言います。

また、対象も上場会社に限られるというのは、上場会社の行動だけにでも影響が及ぶのであれば意味があるようにも見えるわけですが、カハン教授らによれば、攻撃対象となる業界、例えば、エネルギー業界などは、ポートフォリオ第一主義に基づく行動が増えると、対象になるのを免れるために非上場会社のほうに移行してしまうのではないか。その結果、ポートフォリオ第一主義に基づく行動の対象となる会社は減っていったら、効果は限定的になっていくのではないかというシニカルな見方を示しています。

また、實際上、不利益を受ける利害関係者の強い反対も生じるだろうから、目立つ形での発言、システムティック・ステewardシップというのは、実際には結構難しいということも言います。目立つ形での発言ができないというのは、先ほども少し触れたように、訴訟の対象になりかねないという面もあります。

さらに、3つ目に、副作用を伴うということも言います。すなわち、ポートフォリオ第一主義は、私的かつ社会的に有益な目的達成を実現可能にする一方で、私的には有益だが社会的には有害な目的、例えば競争法上の制限をするといった目的の達成も可能になるところ、それらの線引きが難しいという副作用があると主張するわけです。

確かに、このカハン教授らの分析は、相応の説得力を有しているように思うわけです。

この点、ヴァンダービルト大学のローズ教授は、こういう分析を踏まえていく

と、實際上、ポートフォリオ第一主義に基づく積極的な発言というのは、せいぜいサステナビリティ情報開示を要求するものにとどまる可能性が小さくないのではないかと述べていまして、私もそうではないかという気がしているわけです。

それでは、なぜそのような行動にとどまると予想されるかといいますと、まずポートフォリオ第一主義に基づく発言として、経営者に裁量を与え、効果的なモニタリングができないような行動を経営者に求めていくとしますと、対象会社のエージェンシーコストが増加しますので、トータルで見ると、かえってポートフォリオ全体の価値も下がってしまう危険があります。ところが、経営者に裁量を与えず、効果的なモニタリングできるような行動を経営者に求めると、カハン教授らが言うような目立つ形での発言になってしまって、訴訟の対象になったり、不利益を受ける利害関係者からの強い反対にさらされたりします。そうすると、現実的には、サステナビリティ情報開示を要求するといった行動ぐらいしか取れないではないかということ言うわけです。

ポートフォリオ第一主義に基づいて、なぜサステナビリティ情報の開示を要求するかといいますと、ローズ教授は、その目的は、他の市場関係者、特にアクティビストや政府の関係者に、企業活動に伴う負の外部性を内部化させるための措置を取るよう促す、例えば、政府の関係者に直接規制をするよう促すためであるとします。この点、先ほどの黒沼先生の報告にありましたように、現行の情報開示規制は基本的にシングルマテリアリティですので、ポートフォリオ第一主義から見ると、情報が足りないという面もあるかと思えます。

そして、このように、ポートフォリオ第一主義に基づく積極的な発言がこの程度のものであるとしますと、対象会社の企業価値の低下をもたらすような発言というも行わないだろうと考えられますので、伝統的な株主利益最大化原則や受託者責任との抵触も深刻なものではないことになりそうです。したがって、カハン教授らが言うような副作用が生じる危険も小さいということになるかと思えます。

(4) わが国と米国の異同

それでは、日米で状況は異なると考えられるかという点についてです。

この点で問題になるのは、日本国内に特化したインデックスファンドが内部化できる外部性、我が国固有のシステムティック・リスクで内部化できるものがどれだけ存在するかという点であります。これは湯原心一教授が2023年に提起し

ている問題提起です。

金融安定性リスクや社会的安定性リスクは、日本国内に特化してインデックスファンドが内部化できる外部性であるとは思いますが、恐らく米国のインデックスファンドよりは内部化できる外部性というのは少ないだろうと考えられますので、米国よりも日本では、さらに問題は小さいということになるかと思えます。

5 結びに代えて

最後に結びに代えてです。

米国だけではなく、我が国でも、「サステナビリティ投資の株主としての『発言』を通じた企業活動への影響は望ましくない」とは言えないのではないかとというのが、本報告の結論ということになります。サステナビリティ投資の発言に対する代表的な3つの批判的主張は、いずれも根拠が不十分であると考えられます。

そして、このようにサステナビリティ投資による発言にマイナス面があまりないのであれば（それは受益者の選好に合致しているということが前提になるわけですが）、サステナビリティ投資による発言は、経営者の私的利益追求の危険を避けながら、企業活動に伴う負の外部性の問題を緩和するものであるため、むしろプラス面のほうが大きいという評価にもなってくるように思います。

すなわち、経営者がサステナビリティ要素を考慮した経営をすることは負の外部性の問題の緩和に資するわけですが、それを経営者の裁量に完全に委ねてしまうと、サステナビリティ要素の考慮を隠れ蓑にした私的利益の追求が行われる危険があるため、そうした危険を防止する観点からは、株主のコントロールに服させるほうがよいと考えられます。そして、このような考え方からすれば、サステナビリティ投資による発言には、経営者の私的利益追求の危険を避けながら、企業活動に伴う負の外部性の問題を緩和するものであるというプラス面が認められるというわけです。

また、そのようにプラス面のほうが大きいと評価できるのであれば、さらに進んで、サステナビリティ投資による発言が企業活動に影響を一層及ぼしやすいようにすることが望ましいという議論もできるように思います。この点について、現行の日本の会社法の下では、勧告的決議を求める株主提案が許されませんので、

サステナビリティ事項に係る株主提案は、通常、定款変更議案という形を取ることが少なくありません。しかし、他の株主たちが、この提案の基本的な趣旨には賛成できるが、定款変更議案という形を取っているために、会社の経営の自由度を必要以上に定めてしまうということを懸念して、反対に回る例が少なくありません。そうであれば、サステナビリティ事項について、株主の選好がより反映しやすい形になるよう、勧告的決議を求める株主提案を許容する会社法改正をするということも検討に値するのではないかと考えています。

以上で、私の報告を終えさせていただきます。

ご清聴ありがとうございました。

報告 3

SDGs 債の近時の動向と実務

弁護士 上田真嗣

1 SDGs 債の概要

(1) SDGs 債について

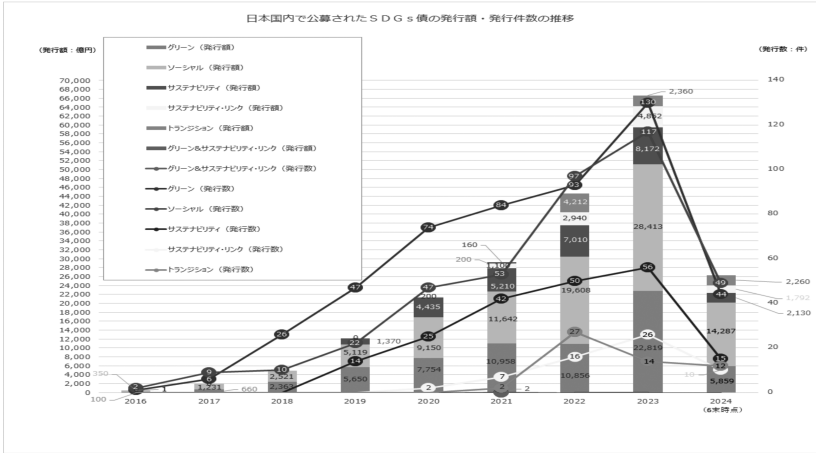
ただいま紹介いただきました西村あさひ法律事務所・外国法共同事業の上田真嗣と申します。本日、私のほうからは、「SDGs 債の近時の動向と実務」というテーマで、実務的なところも交えたお話をさせて頂ければと考えております。

まず、SDGs 債の概要ですが、SDGs 債は、一般的には、発行体のサステナビリティ戦略における文脈に即して、調達した資金がSDGsに貢献する事業に充当される債券や、または、SDGsの実現に貢献するようなKPIを設定し、また具体的な目標を設定して、それを設定した場合に一定の経済的効果が生じるような性質を有する債券というものを指すと考えられております。

SDGs 債については、そのラベル・名称には様々な種類があり、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド、また、近時、CO₂の排出削減に着目したトランジションボンドといった形式も出ているのですが、それらについて、基本的なところを説明しつつ、進めさせて頂ければと思います。

(2) 日本国内で公募されたSDGs債の発行額・発行件数の推移

日本国内で公募されたSDGs債の発行額・発行件数の推移



日本国内で公募されたSDGs債の発行額・発行件数がどのように推移しているかについては、グラフにあるとおり、2016年頃では、グリーンボンドとソーシャルボンドの発行はトータル450億円ぐらいでした。その後、その金額、発行数も年々相当高い伸び率で伸びていることがわかります。その種類についても、当初は、グリーンプロジェクトに充当するグリーンボンドや、社会インフラ等に充当するソーシャルボンドが主でしたが、2019年、2020年あたりから、グリーンとソーシャルの両方の性質を持ったサステナビリティボンドでの調達も実施され、また、グリーンボンドやソーシャルボンドというのは、調達資金の用途に着目してグリーンプロジェクトやソーシャルプロジェクトに充当されるかという観点からの分類ですが、そのような分類ではなく、資金用途としては特定していないものの、一定のサステナビリティの目標が達成した場合には債券の経済条件が変動するというようなサステナビリティ・リンク債の発行も、2021年あたりから発行され始めています。また、2021年、2022年以降では、トランジション、典型的には電力会社が発行する、例えば、熱効率が良く二酸化炭素を削減するのに効果的な火力発電所への投資のための資金調達など、そういった形態のものが発行されるという状況で、公社債市場においてSDGs債の存在感は増してきてい

るとというのが現状かと考えております。

(3) グリーンボンド

今申し上げたグリーンボンドやソーシャルボンドなどについてそれぞれ簡単に紹介すると、グリーンボンドは、発行体としては、私企業だけではなくて公共団体という場合も多いのですが、国内外の適格なグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために発行する債券で、具体的には、調達資金が適格なグリーンプロジェクトに充当されて、かつ調達資金が確実に追跡管理されて、それらについて発行後レポーティングを通じて、当初予定されていたグリーンプロジェクトに充当されているということが分かる形で透明性が確保された債券というのが、環境省のグリーンボンドガイドラインで規定しているグリーンボンドということになります。

発行主体についても、今申し上げたとおり、再生可能エネルギーなどの事業をしている一般事業者だけではなく、再生可能エネルギーやそのようなグリーンプロジェクトに対する投融資のための資金を調達する金融機関や、もしくは、そういったグリーンプロジェクトに関する資金を調達する地方公共団体など、幅広い者が発行主体になっております。

発行のメリットとして、グリーンボンドのガイドラインにおいては、グリーンボンドの発行を通して、投資家との対話を通じたサステナビリティ経営の高度化や、投資家との対話による調達の安定化なども挙げられており、更には、比較的好条件での資金調達の可能性というのもガイドラインで言及されております。もっとも、実務上の感覚としては、グリーンやSDGsのラベルがある債券であるからといって直ちに良い条件で調達できるかという点、必ずしもそうではなく、実務上は、SDGs債のラベル以外の諸条件が全て同じ債券が同じタイミングで複数発行される場合には、各債券の条件は差異が出ないように運用されているようにも思われます。そうだとすると、何のためにグリーンとかSDGs債などを発行するのかという点にもつながるように思いますので、この点については後ほどもう一度触れたいと思います。

さらに、こういったグリーンボンドの投資主体としては、年金基金や保険会社といった機関投資家、もしくはESG投資の運用を受託する運用機関や、一般の個人投資家など幅広い投資家層が考えられるところであり、投資側の投資のメリットとしても、ESG投資という位置付けや、多様なポートフォリオの構築と

いう観点からのリスクヘッジなど、様々なメリットが考えられるところです。

(4) ソーシャルボンド

ソーシャルボンドの基本的特徴も、調達資金がソーシャルプロジェクトに充当されるという点以外は、グリーンボンドと類似しておりますので、詳細をここで言及するのは避けたいと思いますが、グリーンボンドが再生エネルギーなどのグリーンプロジェクトに充当される債券だったのに対して、ソーシャルボンドにおけるソーシャルプロジェクトというのは、社会インフラ、例えば、高速道路の整備ですとか、そういったことに関して資金が充当されることが念頭に置かれています。

2021年6月までのデータではありますが、発行体別発行額に関して、グリーンボンドについては、社債での発行が約70%とかなりの割合を占めているのに対して、ソーシャルボンドについては約80%が財投機関債等が占めるという割合になっていて、社債は5%に過ぎません。これは、資金用途の説明として、やはり地方公共団体等が発行する資金調達においては、社会インフラに資金を充てるとか、そういったことがより説明しやすいと思われまし、民間の私企業における発行においては、再生可能エネルギー関連に充当するなど、グリーンプロジェクトへの充当による説明がよりしやすいというところもあるかと思われまし。このように、グリーンボンドとソーシャルボンドでは発行による資金用途の充当先が異なっていて、それによって全体的な発行体の属性も少し異なるところです。

なお、サステナビリティボンドという類型もあり、これはグリーンやソーシャルの性格を併せ持った債券のことを指しております。

(5) サステナビリティ・リンク・ボンド

これまで述べていたものとは少し毛色が違う類型として、サステナビリティ・リンク・ボンドという類型もあり、グリーンボンドやソーシャルボンドが調達した資金を特定のプロジェクトに充当することを前提とした債券であったのに対して、サステナビリティ・リンク・ボンドは、企業や自治体である発行体が事前に設定した将来的なサステナビリティ／ESGに関連する目的の達成状況に応じて、財務的・構造的な特徴が変化する可能性がある債券となります。特に、その発行体が事前に設定していた目標である一定のKPI（重要業績評価指標）によって測定され、事前に設定された具体的な数値水準であるサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）に照らして評価をされるような債券のこと

を指しています。一番シンプルな形としては、一定のターゲットの数字を達成できれば、利率が発行体に有利になるとか、そういった仕組みが考えられるところですが、このような、先ほど申し上げたグリーンボンドやソーシャルボンドのような資金使途を特定するパターンではなく、サステナビリティに関する一定の目標を達成することによって、発行体にとってもリターンがあるというような形態の債券もあるということになります。

(6) トランジション・ファイナンス（ボンド）

次は、トランジション・ファイナンスについて、債券として発行する場合はトランジションボンドとなりますが、ご紹介します。これも一部グリーンボンドなどに重なるところはあるのですが、気候変動への対策を検討している企業が、二酸化炭素、温室効果ガスの削減の取組を行っている場合に、その取組を支援することを目的とした金融手法となります。調達資金を二酸化炭素の排出量を削減するような熱効率の高い火力発電所の開発に充当するなどを目的とする債券といったものが典型的には該当する類型ということになります。

2 SDGs 債の発行プロセス

(1) SDGs 債（グリーンボンド）の発行フロー及び検討事項

次に、これらのSDGs債がどのように検討され、実務上発行されているかについて言及させていただきます。

通常の社債発行手続に追加して必要となる手続については、具体的には、債券発行の準備段階において、グリーンボンドによって調達した資金の充当対象のプロジェクトをどうするかや、そのプロジェクトの評価・選定プロセスをどうするか、さらに、それによって見込まれる環境改善効果はいかなるものなのか、また、調達したお金がきちんとグリーンプロジェクトに充当されるように、その管理方法やレポート方法などを検討する必要があります。

グリーンボンドの場合を例にとつて説明致しますと、グリーンプロジェクトをどのように選定するかという点は、グリーンボンドフレームワークとして具体的に何をどう策定するかというところになりますが、そのフレームワークの策定や、策定されたフレームワークについての外部の評価機関による評価の取得を通して、客観性を担保することが想定されております。このような検討が発行準備の段階で行われ、さらに、債券が発行された後は、調達資金の追跡管理や、実際の環境

改善効果の算定やそのレポーティング、外部機関による発行後レビューの取得なども考えられます。これらが、通常の債券発行手続に加えて、グリーンボンドなどを発行しようとする場合には、追加的に検討が必要となるところです。

かかる追加的な手続についても簡潔に言及させていただきます。グリーンボンドによって調達される資金は、適格なグリーンプロジェクトに充当されるべきであるところ、さらに、プロジェクトが一定のネガティブな効果についてももたらす可能性がある場合には、環境改善効果と比べて過大にならないようにするという点がグリーンボンドガイドラインで定められております。

また、グリーンボンドという類型は、特定のグリーンプロジェクトに充当され、グリーンボンドと呼称されるに値する債券ということになりますので、かかる債券を取得する投資家にその旨を適切に説明するという点も重要なファクターとなります。

調達資金の使途については、事業会社や金融機関などの会社が社債を発行する場合において、その社債が私募の形式ではなくマーケットから広く調達するという場合には、金融商品取引法上、有価証券届出書や発行登録書類などの法定開示書類を提出すべきなのですが、かかる書類において適切に投資家に事前に説明をしておくべきだと考えられますし、それが調達資金の使途がグリーンプロジェクトそのものではなくて、リファイナンスの形態を取る場合など、その点についても適切に投資家に説明すべきであると考えられております。

さらに、プロジェクトの評価や選定プロセスについても投資家に事前説明すべきだと考えられておまして、具体的には、クリーンボンドを通じて実現しようとする環境面での目標や、環境面での目標に合致すると判断するための規律（クライテリア）、その判断を行う際のプロセスなど、適切に事前に投資家に説明すべきと考えられておりますが、それはすなわち、先ほど申し上げた金融商品取引法上法定開示書類を提出しなければいけない場合には、そのような開示書類にグリーンプロジェクトのフレームワークとして適切に記載をしていくべきということになります。

今の点の補足ですが、こういったグリーンプロジェクトの評価・選定の判断を行う際のプロセスについては、発行体が私企業だとすると、通常、社債の発行などは財務部などの部署が取り仕切り、会社の資金計画に応じて起債準備を進めるということが多いのですが、こういったグリーンボンドなどを発行する際には、

先ほど申し上げたような、グリーンプロジェクトがどのような影響・環境改善効果があるかなど、適切に判断しなくてはいけないため、財務部などの部署だけではなく、環境関連部署の関与や、外部機関を起用して適切に評価・選定するようにして、社内でプロセスを進めていく必要があると考えられます。

調達資金は、グリーンプロジェクトに確実に充当されるように、適切な方法で追跡管理を行われるべきです。

これに関しては、開示書類において適切に調達資金の使途の管理についても触れておくことが望ましいということになります。

また、レポートिंगの観点ですが、これも先ほど申し上げたところと重なるところではありますが、債券発行後、調達資金の使用方法に関する一般的な開示というのは適切に実施していく必要があります。地方公共団体などが発行するグリーンボンドでは、そのホームページなどウェブで開示することになると考えられますが、金融商品取引法上の開示義務を負い法定開示書類を提出した場合には、かかる法定開示書類にも適切に記載をすることになります。

ただし、かかる法定開示書類は、グリーンボンドを募集するときに提出され、そこから基本的には更新されるものではないため、発行後のレポートिंगとして、実際の充当状況などはウェブなどで開示をすべきだという点が、グリーンボンドのガイドラインでは指摘されております。

先ほど申し上げたとおり、こういったグリーンボンドのフレームワークについて、第三者機関によるレビューを経て、そのプロセス・適正性を担保しておくことが望ましいと考えられます。

実務上は、グリーンボンドなどのSDGs債の初回発行の場合に、外部機関を起用して、資金が充当されるプロジェクトのフレームワークなどの適正性などを確認し、それが確認できれば、同じフレームワークで発行する後続の発行については、追加で外部機関によるレビューを取っていない場合も多いのではないかと思います。いずれにせよ、SDGs債のためのフレームワークを策定した際には、一度はこういった外部機関によるレビューを経てその適正性を検証し、外部機関によるレビューを経た債券である旨を開示して投資家に販売していくことが望ましいと考えられます。

(2) サステナビリティ・リンク・ボンドの場合の検討事項についての補足

サステナビリティ・リンク・ボンドの発行フローについても、今言及していた

グリーンボンドと共通している部分は多いので、特徴的な点のみかいつまんで申し上げますが、サステナビリティ・リンク・ボンドですので、先ほど申し上げたとおり、KPIなど具体的な目標と連動させることとなりますので、そもそもどういった指標を選定するかという点が非常に重要になります。

このKPIの選定基準やプロセスに関する情報は適切に投資家に説明することが望ましいというところでありますし、明確にKPIを定義して、業界水準等に対して比較可能な方法で設定することが望ましいと考えられます。

このようなKPIに対して、具体的なパフォーマンスのターゲットとなるのがSPTsであり、具体的な目標値の設定作業も必要になります。

3 SDGs債に関する発行開示責任等

(1) 金融商品取引法上の発行開示責任

SDGs債に関する発行開示責任等

▶ 金融商品取引法上の発行開示責任

- SDGs債の募集・発行時に、発行体が金融商品取引法に基づき法定開示書類（有価証券届出書、発行登録書、発行登録追補書類等）を提出し、引受証券会社が目論見書を用いて投資家に勧誘を行う場合、開示書類・目論見書において、重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているときには、有価証券を取得した者に対して損害賠償責任を負う（金商法17条、18条、23条の12第5項）。
- SDGs債発行の文脈で、何が「重要な事項」か？
 - - 投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事項：①定性的な重要性、②定量的な重要性
 - - SDGs債発行の際に求められる「重要な事項」に係る開示は、法令開示書類において関係法令により規定されている法定された記載事項では網羅されない？

ここまでの中で、SDGs債について、資金用途を特定するパターンであれば調達資金が適切なプロジェクトに充当されているかという点や、グリーンボンドの要件を満たすような適格なプロジェクトが策定されているかなどを適切に開示していくことが重要だということを申し上げました。この点に関しては、SDGs債の発行主体が事業会社や金融機関といった私企業であり、公募の形式で発行する社債の場合においては、金融商品取引法上の発行開示責任という論点もありまして、これによって、SDGs債の調達の際に発行体を用いた勧誘資料、法定開示書類などに、重要な事項について虚偽となる記載やミスリードとなる記載、本来記載すべき重要な事実の記載が欠けているときには、有価証券を取得した者に対して損害賠償責任を負うという立て付けになっております。このような発行開示

責任を通して、その資金使途の記載や、SDGs債の資金を充当するプロジェクトについての勧誘資料における記載が、より正確かつミスリードなものにならないようにすることが一定程度担保される形になります。

このような発行開示責任は、たとえば社債を公募により募集する場合などには一般的な話ではありますが、SDGs債の発行の文脈において、何が重要な事項についての虚偽の記載であるかという点を考えてみます。一般的には、「重要な事項」とは投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす事項と考えられ、ここでの重要性というのは、定性的な重要性和定量的な重要性の2つに分けて考えることができるかと考えております。定量的な重要性とは、例えば、財務諸表などに虚偽記載があった場合に、虚偽記載と実際の数値との間でどの程度の差異があるかなどを指しますが、これに対して定性的な重要性は、定量的には測れないような、投資判断にとっての重要性のことを指すと考えられます。今まで述べたように、グリーンボンドなどについては、まさに適切なグリーンプロジェクトに充当されるかという点が重要な要素となっておりますので、かかる点に関する開示書類の記載について、その内容が実は虚偽やミスリードであったとか、重要なリスク情報が記載されていなかったなど、そのような場合には、「重要な事項」について虚偽の記載等があったのではないかと判断される可能性はあります。

そして、SDGs債発行の際に求められる「重要な事項」に係る開示について、法定開示書類において関係法令に規定されている法定された記載項目では網羅されないのかという点については、一般的に、有価証券届出書などの法定開示書類について、金融商品取引法や関係法令において、様式上の開示項目が一応定められてはいるのですが、そのような開示項目に形式的に従って記載していれば十分であり、先ほど申し上げた「重要な事項」について虚偽記載がないといえるかという観点でも十分かと言うと、必ずしもそうではないとも考えられます。

SDGs債に関する発行開示責任等

- ・ 企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）5-3（様式上の項目以外の項目の追加）：
 - 「有価証券届出書の様式上の項目以外で、投資者の投資判断に誤解を生じない範囲において、特に記載すべき事項がある場合には、様式上の項目以外の項目を設けて、当該必要事項を記載することができるものとする。
例えば、有価証券の募集又は売出しが特殊な方法により行われる場合、有価証券の募集又は売出しが本邦外において同時に行われる場合、有価証券の募集又は売出しに関連し有価証券の保有者又は引受人等との合意がある場合、有価証券の募集又は売出しに付 随し開示府令第19条第2項第1号㊦(1)に定める方法で引受人に割当が行われる場合等は、有価証券届出書の各様式「第一部」中「第1 募集要項」又は「第2 売出要項」の次に「募集又は売出しに関する特別記載事項」の項を設け、その旨及び当該関連事項の内容を記載することができる。」
- ・ 東京高等裁判所判決平成27年1月26日：
 - 「目論見書の記載事項は、特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令により法定されており、法定された記載事項の中に、投資信託の一般的な仕組みや、原告らの主張する本件事実A及びBは含まれてはいない（乙B26）が、金融商品取引法17条又は18条の責任の成立要件としての「重要な事項」、「記載すべき重要な事項」又は「誤解を生じさせないために必要な事実」の解釈に当たり、その解釈が同法の委任を受けた政省令等の定めによって限定されるものと解すべき根拠はない。」

金融庁が公表している企業内容等開示ガイドラインにおいても、投資者の投資判断に誤解を生じない範囲において、特に記載すべき事項がある場合には、様式上の項目以外の項目を設けて、当該必要事項を記載することができるというふうにされておりますし、東京高裁の平成27年の判決では、特にSDGs債などとは関係がなく、投資信託に関する判決ですが、目論見書の記載事項が法定されていたとしても、金融商品取引法17条または18条の成立要件としての「重要な事項」などの解釈に当たって、その解釈が金融商品取引法の委任を受けた政省令等の定めによって限定されるものと解すべき根拠はないとの判示がされており、法定の記載事項だけを形式的に開示書類に記載していれば、「重要な事項」についての虚偽記載がないといえるとは考えられていないと思われま

SDGs債に関する発行開示責任等

- ・ 手取金の使途の開示：

「上記の差分手取概算額●円は、20●年●月末までにその全額を、後記「募集又は売出しに関する特別記載事項」のグリーンボンド・フレームワークに基づき、同フレームワーク「1. 調達資金の使途」に記載の適格クライテリアを満たすプロジェクトのための資金として、●[具体的な使途]に充当する予定です。」

- 実際の手取金の使途がSDGs債発行後に変更され、変更後の使途はSDGs債のクライテリアを満たさないプロジェクトに充当されることになった場合に、「重要な事項」に関する虚偽記載等に該当して損害賠償責任を問われる可能性は？

それでは、SDGs債の発行に際してどういった開示がなされているかというところですが、手取金の使途の開示については、たとえば、いつまでに特定のグリーンプロジェクトに充当するというふうに具体的に記載がなされることになり

ます。グリーンプロジェクトの具体的な記載としては、次のように、有価証券届出書などの様式上の項目ではないものの、特別記載事項という項目を設けて、グリーンボンドとしての適格性やグリーンボンドのフレームワークに関する記載を含め、先ほどグリーンボンドの発行フロー及び検討事項で述べた調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポートニングなど、投資家に説明すべきと考えられる内容について記載をすることになります。

SDGs債に関する発行開示責任等

・ 募集又は売出しに関する特別記載事項：

「グリーンボンドとしての適格性について

当社は、グリーンボンドの発行のために、「グリーンボンド原則（Green Bond Principles）2021」に即したグリーンボンド・フレームワーク（以下「本フレームワーク」という。）を策定しており、適格性についてセカンドオピニオンを

●より取得しております。

グリーンボンド・フレームワーク

1. 調達資金の使途
調達した資金は、当社グループの下記の適格クライテリアを満たすプロジェクトのための新規支出またはリファイナンスに充当します。

[適格クライテリアの具体的な定め]

2. プロジェクトの評価と選定のプロセス
3. 調達資金の管理
4. レポートニング

- SDGs債のフレームワークに将来に関する事項が含まれており、これがSDGs債発行後に目標未達等となった場合に、「重要な事項」に関する虚偽記載等に該当して損害賠償責任を問われる可能性は？

このような形で開示は行われるのですが、それでは、実際にその手取金の使途がSDGs債の発行後に変更されて、変更された後の使途がSDGs債のクライテリアを満たさないようなプロジェクトに充当されることになった場合に、それは「重要な事項」に関する虚偽記載等に該当して損害賠償責任を問われる可能性があるのかといった点が、一応実務上は問題になり得るかなと思っております。

留意すべきであるのは、SDGs債の発行当初から開示書類に記載されてあった資金使途などが、内容自体がミスリードであったり、本当はグリーンとは関係のないプロジェクトに実質的に充当するつもりだったのに、あたかもグリーンプロジェクトに充当するものであるように記載したりですとか、別の第三者に実質的に調達したお金の大部分を流す予定だったのに、これは発行体のグリーンプロジェクトに使われるものであると記載するなど、そういった潜脱的な記載を開示書類に含めた場合には、それは資金使途の変更という問題ではなく、当初から開示書類の「重要な事項」の記載が不適切であったのではないかという話になりますので、そういった場合はもちろん問題です。上記の問題設定は、そのような場

合ではなく、当初は開示書類に記載したとおりに適切にグリーンプロジェクトに使う予定だったのですが、発行後において、再生可能エネルギーについての発行会社の戦略が突然変わって、グリーンプロジェクトではないところに充当しなければいけなくなったような場合には、開示書類の虚偽記載責任についてはどのように考えるべきかという話となります。

この点については、基本的には、発行時には想定していなかった事後的な事情の変更によって資金用途が変更されたとしても、直ちに「重要な事項」に関する虚偽記載等にはならないのではないかとと思われるところではあります。もっとも、調達資金がグリーンプロジェクトに充当されるということそれ自体は、先ほどから申し上げているとおり、グリーンボンドをはじめSDGs債に投資する投資家にとっては（質的な）重要性は有すると考えられますし、実際にそういった用途の変更、すなわち開示書類に記載されたSDGs関連以外のプロジェクトに用途が変更される可能性が社債の発行時に一定程度見込まれるような場合には、そういった用途の変更があり得るリスクがあることそれ自体が、投資家にとって開示をうけるべき「重要な事項」に該当するのではないかという議論もあり得ると思っております。したがって、そういった用途の変更可能性についても開示書類においてリスク情報として言及すべきではないかという点は、もう少し実務上も検討されてもよろしいのではないかと思っております。というのも、SDGs債の発行情例が積み重なるのに伴い、開示書類における開示内容がかなり定型化してきていると思われるところでもあり、今述べた用途の変更があり得るかもしれないリスクなど、個別具体的な事実関係に即したSDGs債に係るリスク情報の開示というのはあまり積極的になされていないような印象を受けているところであり、他方で、具体的なSDGs債に係るプロジェクトの事実関係によっては、個別の案件ごとにリスクは異なり得るところかとも思いますので、実務上もリスク情報の観点で個別事情に即した記載をもう少し開示書類に含めることにより、SDGs債に係る開示を充実させることも検討すべきかと個人的には考えているところではございます。

また、SDGs債のフレームワークに係る開示についても、開示されたSDGs債のフレームワークに将来に関する事項が含まれていて、これがSDGs債発行後に目標未達などとなった場合に、「重要な事項」に関する虚偽記載等に該当して、損害賠償責任を問われる可能性というのはどの程度あるのかということも、実

務上は問題になり得るかと思っております。

SDGs債に関する発行開示責任等

- ・ 企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）5-16-2の射程は？：
 - 「有価証券届出書の様式中「企業情報」の「第2 事業の状況」の「1 経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」から「4 経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」までの将来に関する事項（以下「将来情報」という。）で有価証券届出書に記載すべき重要な事項について、一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、有価証券届出書に記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても、直ちに虚偽記載等（重要な事項について虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けていることをいう。以下5-16-2及び5-16-4において同じ。）の責任を負うものではないと考えられる。当該説明を記載するに当たっては、例えば、当該将来情報について社内で合理的な根拠に基づく適切な検討を経たものである場合には、その旨を、検討された内容（例えば、当該将来情報を記載するに当たり前提とされた事実、仮定及び推論過程）の概要とともに記載することが考えられる。なお、経営者が、有価証券届出書に記載すべき重要な事項であるにもかかわらず、投資者の投資判断に影響を与える重要な将来情報を、届出書提出日現在において認識しながら敢て記載しなかった場合や、重要であることを合理的な根拠なく認識せず記載しなかった場合には、虚偽記載等の責任を負う可能性があることに留意する。」

この点については、企業内容等開示ガイドラインが改正されて、特にサステナビリティ開示、有価証券届出書や有価証券報告書の経営成績及びキャッシュフローの状況の分析などにおける将来情報の記載については、一定の前提事実や検討過程などを記載することで、虚偽開示等の責任を負わない旨の一定のセーフハーバーが設けられておりますが、他方で、この開示ガイドラインの改正は、有価証券届出書等の記載に含まれる将来情報の記載全てにおいて適用されるような一般的なものではないことから、先ほど申し上げた有価証券届出書における証券情報の特別記載事項の中に、将来情報を含んだフレームワークに関する記載があった場合には、このガイドラインは直接適用はできないため、やはり開示書類においてSDGsのフレームワークを記載する際には、引き続き慎重な検討が必要かとは思います。

ただ、少なくともサステナビリティ開示の将来情報のところで、このような開示ガイドラインが出ていることも踏まえ、有価証券届出書等のそれ以外の項目で将来情報を記載する場合においても、やはりそれが合理的な前提条件を適切に記載しているかといった点や、その前提条件が発行体の社内で適切に検証されたかなどは、同様に検証されるべきではないかと思うところではあります。

さらに、これは資金使途の記載の話とも重複するのですが、一定のフレームワークに関する将来情報について、一定の未達のリスクがあるのであれば、それは個別具体的な発行体の事情によってリスクの程度も異なるものだと思いますので、そのような点もやはり具体的なリスク情報として開示書類に記載すべきか検

討すべきであろうと考えております。

(2) SDGs 債での資金調達可否という観点が企業の資金調達行動等に与える影響

SDGs債に関する発行開示責任等

▶ SDGs債での資金調達可否という観点が、企業の資金調達行動等に与える影響

- SDGs債のラベルがあることが社債の発行条件に影響を与えるか（ラベルがある方が条件が改善されるか）については、SDGs債のラベルの有無以外の諸条件が全て同じ場合、SDGs債のラベルの有無のみによって実際の社債の発行条件には差異が出ないように、一般的には運用されているように思われる。（同一の発行体が同時に複数回号の社債を発行し、それらの社債にSDGs債のラベルがあるものではないものの双方が含まれる場合には、一般的には、ラベルの有無によって利率等の条件が有意に異なるものではないように思われる。）
- もっとも、そのような場合であっても、SDGs債のラベルがあるからこそ購入を検討したという機関投資家は一定数存在するものと考えられるし、将来的に起債環境が悪化した場合に、SDGs債発行の選択肢がない発行体の場合には、調達手段が限定的になってくる（＝調達コストの上昇等を招く）可能性もある。
- （幅広い機関投資家にアクセスできる余地を残すことで）将来的な調達手段・余力を確保しておく観点から、社債による調達を重視している発行体はSDGs債での発行を検討せざるを得ないのであるとすれば、SDGs債は、SDGsに沿った一定のフレームワーク及びクライテリアを策定することを発行体に促し、その社会的責任を果たさせるためにも有用ではないかと評価できよう。

これまで発行開示責任の観点からお話させていただきましたが、SDGs 債での資金調達可否という観点が企業の資金調達行動等に与える影響についても言及させていただきます。この点については、冒頭でも申し上げましたけれども、SDGs 債という名称・ラベルの有無以外の債券の諸条件が全て同じである場合は、その名称・ラベルの有無のみによって実際の債券の発行条件に差異が出ないように、実務的には運用されているように思われるところでもあります。すなわち、同一の発行体が、例えば、複数回号の社債を同じ機会に発行するとき、一つの回号がSDGs 債の名称・ラベルが付されたものであり、もう一つの回号がSDGs 債の名称・ラベルがなかったという場合でも、かかる名称・ラベルの有無によって債券の利率等の条件に差異が出るということはなく、かかる名称・ラベルのあるなしにかかわらず、条件面では一番タイトなところ、発行体に有利なところで条件決定を目指すというのが実務における社債発行のスタンスなのかと思っており、SDGs 債の名称・ラベルの有無によって実際に債券の発行条件に差が出ているというような実務上の話はあまり聞かれないところではございます。

ただ、そのような状況であっても、SDGs 債の名称・ラベルがあるからこそ購入を検討したという投資家は一定数存在するものと考えられますし、将来的に起

債環境が悪化した場合に、SDGs債発行の選択肢がない発行体の場合には、調達手段が限定的になり、それが結果的に調達コストの上昇等を招くという可能性もあるかと思しますので、SDGs債を発行できるという選択肢を持っていること自体は資金調達のフェジビリティ確保という観点でも意味のあることかと考えております。SDGs債は発行体に一定のSDGsに沿ったフレームワークやクライテリアを策定することを求めていることと併せて考えると、SDGs債という調達手段の存在は、発行体に一定の社会的な責任を果たさせるために有用であると考えられるのではないかと考えております。

長くなり恐縮ですが、私のほうからは以上です。ご清聴ありがとうございました。

報告 4

SMBC グループの社会的価値創造への取組

三井住友銀行 吉田 修

三井住友フィナンシャルグループの吉田です。よろしくお願いします。

SMBC グループは「幸せな成長」の時代の実現に向けて、をテーマに社会的価値創造の取り組みに注力しています。

SMBC グループは中期経営計画を3年ごとに策定しています。今中期経営計画では「社会的価値創造」に取り組むことを標榜しています。私は当時、国際部門にいましたので、当時の私はSMBC グループは何を始めるのか、と正直思いました。その後、私自身が思ってもみない異動で、当時はサステナビリティ企画部という名前でした社会的価値創造企画部に着任しました。

これまで経済的価値の追求に重きを置いてきましたが、それだけを追っているのではもう社会から求められない、社会に認められない、これからは社会的課題、社会に新しい価値を創造することを目指していくということです。その取り組みの中で、持続可能なビジネスに結びつけていく、ただし、目的はあくまで社会的価値の創造と社会的課題を解決することに我々の組織は取り組んでいくということです。

くれぐれもボランティア活動で終わらせないこと、もちろん、最初はボランティア活動から始めることもあります。それだけで絶対終わらせない、必ずそこにビジネスチャンスもあると考えています。ビジネスチャンスをつかんで、SMBC、三井住友銀行グループ自体がお金も稼ぐことで、持続的に社会の価値創造を支えられるということです。過去の金融危機のとき、我々は苦しかったので、やめざるを得ないことがいくつかありました。そういうことを繰り返さない、そのためには、社会的価値創造を目指しつつも、SMBC グループ自身の事業化にすること、この両輪で取り組んでいくことを目指しています。

そこで、我々は5つの重点課題を掲げています。環境、多様性であるDE&I・人権、貧困・格差、少子高齢化、日本の再成長です。いろんな課題が世の中にある中で、特に重要と思う5つを掲げて、それぞれに具体的な目標を掲げて、達成していきたい、長期的に取り組んでいきたいと考えています。

因みに社会的価値創造という言葉は社内では、サステナビリティと同義、同じ意味で使っています。

おそらくSMBCグループのほとんどの社員は、自身が社会的価値創造の取り組みをまだ理解できていないと思っています。最初にやらなければいけないのは、社員の全員参加に向けた仕組みづくりと、SMBCグループが社会に対して何をしようとしているのかを、社員が参加して理解していくことです。

次に、社会的価値創造の好循環を生み出す取り組みです。社会的課題解決に向けて、もちろんボランティア活動もありますが、新たなビジネスをつくっていかうと考えています。

物差しの変化を先取りした開示とは、これまでは財務的価値という物差しだけの時代でしたが、社会的価値創造は財務的価値に影響を与えること、もしくは財務的成果を出せることも多々ありますが、他の形で社会にどういったインパクトを与えているかを示すための新しい物差しが必要と考えています。社会への影響を開示することで、SMBCグループが何を取り組もうとしているのかをしっかりと伝えていきたいと考えています。

そういったことによってPERへの働きかけと、期待成長率や資本コストによって企業価値を向上させるということも目指しています。

従業員の参画機会拡充ということで、プロボノ活動に力を入れています。プロボノとは、社員が、勤務時間の最大20%を使って、自社の業務以外に取り組む活動です。

NGO、NPOなど活動されている団体があります。そうした団体へ社員を派遣して、協力していくこと、社員自身が活動を通じて課題を見つけて、SMBCグループの力を使ってもっと強力に応援できないか、もしくは、SMBCグループ自身の活動にできないか、という取り組みを行っています。

社会的価値創造の取り組みは資金も必要です。経費枠として100億円の枠も設定しています。大規模に取り組んでいきます。

ユニリーバ元CEO、アメリカのポール・ポールマン氏はサステナビリティの世界では非常に有名な方です。SMBCグループのグローバル・アドバイザーのメンバーに就任頂き、アドバイスをいただいています。

ポール・ポールマン氏は言っていました。「自ら取り組んできたことは慈善活動ではありません。社会的課題を真正面から見つめて、そこにビジネスチャンス

を探してきました。社会的課題を解決することで良い影響を受ける人がいて、ビジネスを取り組んでいる側も、その活動を通じて収益を上げられれば、お互い Win Win の関係をつくっていける、これを自分はやってきました。」

続いて、社会的価値創造の好循環を生み出す仕組みづくりです。銀行は大きなバランスシートを皆様のおかげで持っているわけです。右側が預金などお金を預けていただいて、それをどういったものに使うか、これまではいわゆる融資だったわけです。もちろん、融資は融資ですけれども、社会的課題解決に向けた融資です。その原資もグリーン預金やソーシャル預金という目的が示された預金としてお金を預けていただく流れをつくっていかうとしています。

続いて、貧困・格差についてです。世の中には絶対的貧困があります。例えば、アフリカで困っている人などです。一方、相対的貧困は、日本であっても、いわゆる中間層に対して相対的に貧困な人たちです。一体どれくらいいるかということ、子供で言えば11%ということで、日本は例えば教育を満足に受けられない子供たちがいます。

そういった課題に対してもしっかり取り組んでいきます。具体的には、チャンス・フォー・チルドレンというNPOとの協働です。子供を支援するお金をそのまま親に渡すと、勝手に親自身の使いたいことに使ってしまうことが起こってしまうそうです。そのため、最初から使い道を限定したスタディクーポンという塾にしか使えないクーポンに変えて、資金使途が必ず子供のために役立つものに絞り込んで、支援しています。このNPOに社員も派遣しています。学んで帰ってきてもらいたいと考えています。

海外では最近アジア中心にグループ会社を増やしています。海外ではマイクロファイナンスという小口融資を通じた活動を行っています。海外は、そもそも口座を持っていない人も多いとよく聞きます。そういった方々に小口で融資するという金融機関が我々グループの中にあります。金融サービスを受けられない方たちを一人でも減らしていく活動です。まさにビジネスでもありますので我々自身も収益を上げます。こういった社会の金融インフラ整備を支援する活動です。

アメリカは寄附が浸透している社会ですから、我々はGlobal Foundationという財団も持っていて、ハーレム、ニューヨークのマンハッタンの北側にある比較的恵まれない子供たちが多い地域にある学校を直接支援しています。具体的には、年に1回、修学旅行という形で日本に1週間旅行に来てもらって、SMBCの本

店に来てもらい、勉強してもらう取り組みです。学生に学ぶ機会を増やす活動を昔から行っています。

少子高齢化、これをなかなかダイレクトに貢献できる方法は我々も正直悩んでいます。例えば、高齢者の方々に、老後の生活のマネープランを支援するサービスなど取り組んでいます。金融経済教育も力を入れています。子供、学生、高齢者などに対して、金融リテラシー、金融の言葉を覚えてもらって、金融知識を高めてもらう活動も取り組んでいます。

日本の再成長については、最近、SMBCグループ自ら会社をつくっています。創業、業を創る分野で合弁会社を創ることを合意しています。Wevoxという、社員のエンゲージメント、やる気を測るアンケートがありまして、取り組んでいる会社と合弁会社をつくって、サービスの浸透、ツールの浸透を図っています。

インパクトベースの情報開示について。我々の活動が社会にどういった影響を与えたか、これまでの財務指標とは違う物差しを自ら頭をひねって考えています。

環境への取り組みは後段のみずほ様に説明いただきますので割愛します。

ガバナンスについて。取締役会における社外取が過半数を超えました。最近是非常に活発な議論ができるようになってきました。

総括しますと、サステナビリティ、長期戦略、長期的成長を遂げたいと思っていますし、SMBCグループは昔の銀行の殻を破ろうとしていることを伝えたいと思っています。社会に少しでも役立つように社会的価値創造に取り組んでいきたいと思っています。

報告 5

〈みずほ〉のサステナビリティへの取り組み

みずほ銀行 玉井 美 記

1 はじめに

みずほフィナンシャルグループのサステナビリティ企画部の玉井でございます。私は、サステナビリティ経営の企画推進を担当しており、気候変動への対応、人権尊重の取り組み、投資家・NGOなどのステークホルダーの皆様との対話、サステナビリティ情報開示規制への対応などに携わってまいりました。

本日は、金融機関のサステナビリティ経営において特に重要なテーマである気候変動への対応と人権尊重の取り組みについてお話させていただきます。

2 みずほフィナンシャルグループのサステナビリティ経営

本題に入る前に、まず、みずほフィナンシャルグループのサステナビリティ経営の考え方について少し御紹介します。

まず、〈みずほ〉は、「個人の幸福な生活」と、それを支える「サステナブルな社会・経済」をありたき世界として目指しています。人々が将来不安なく生き生きと生活できるような社会、そのためには、〈みずほ〉のマザーマーケットである日本が今抱えている社会課題を解決し、世界の中で競争力がある国であること、グローバルに脱炭素社会が実現すること、そういった社会を展望しています。〈みずほ〉のパーパス「ともに挑む。ともに実る。」の下、お客さまとともに挑戦し、ありたき世界の実現にチャレンジしていきたいと考えています。

そこからバックキャストすると、10年後にはインクルーシブな社会構築が進展していること、AI等の革新的なテクノロジーが人間と共存可能な形で浸透していくこと、次世代を担うような新技術や企業が日本でも勃興し、それらが成長軌道に乗ること、脱炭素や循環型社会に向けた取り組みが加速していること、そういったことをこの10年間で進展させていく必要があります。

〈みずほ〉は、その実現に向けてこの3年間で取り組むべきことを明確にし、中期経営計画を策定しています。〈みずほ〉にとって環境・社会課題の解決は経営課題であり、この課題解決に取り組むことで、我々自身の中長期的な企業価値

向上にもつなげていきたいと考えています。

本日は、その中で、気候変動への対応と人権尊重の取り組みというテーマについてお話をしたいと思います。

この2つのテーマは似ているところがございます。気候変動への対応、人権尊重の取り組みいずれにおいても、金融機関が環境・社会に与える影響の大部分は金融機関自身が直接的に与えるものではなく、お客さまを通じた間接的なインパクトになります。そのため、影響力をいかに発揮しながら、お客さまとともに社会へのポジティブなインパクトを創出し、ネガティブなインパクトを削減していくかがポイントであり、非常に難しい点でもあります。

3 気候変動への取り組み

それでは、具体的に気候変動の取り組みについてご説明いたします。

(1) 気候変動への取り組みの全体感

地球温暖化の進行は顕著になっており、世界での海面上昇や大雨等の自然災害の増加・激甚化をもたらすものとして、世界共通の課題となっています。それは個人々の生活はもちろんのこと、企業の存続や金融システムの安定にも影響を及ぼし得る課題として、我々は捉えています。

気候変動に伴うリスクが顕在化し、例えば、海面上昇や大規模災害が生じると、金融機関が投融資している企業において資産価値の下落が生じる可能性があります。また、脱炭素に向けて政策や規制が強化されたり、社会でスタンダードになっている技術やインフラが変化したりすることも考えられます。その過程で、企業の競争力や勢力図が変化していく可能性があります。

金融機関にとって、投融資している企業の信用力が低下すると、信用コストの増加につながります。それが大規模に発生すると、ひいては金融システムにも影響を与え得るという捉え方をしています。

金融機関の脱炭素の取り組みは、まさにお客さまである投融資先企業の取り組みと表裏一体という関係性にあります。そのため、金融機関は取引先企業の脱炭素の取り組みを支援することが不可欠です。それが金融機関に対してステークホルダーの皆様が期待している取り組み・役割でもあります。

〈みずほ〉は、脱炭素の社会実現に向けて、我々が取り組むべきことをネットゼロ移行計画として策定しています。〈みずほ〉の移行計画のポイントは、実体

経済のネットゼロ移行促進と、〈みずほ〉にとってのビジネス機会の獲得、リスク管理を三位一体で取り組んでいることです。

(2) 実体経済のネットゼロ移行促進について

〈みずほ〉は、実体経済のネットゼロ移行に向けた重要セクターや関連する次世代技術を明確化し、示しています。産業は、上流から下流まで複雑に絡み合うような形で相互につながっています。脱炭素に向けては、これら全てがうまく噛み合う形で移行を進めることが重要になります。例えば、自動車のガソリン、船舶の重油、航空機のジェット燃料などが転換していかないと、上流にあるエネルギーの転換も実現できないわけです。

また、どうしても削減できない、やむを得ず排出が残ってしまう温室効果ガスは、新しい技術や自然の力を使って吸収・除去しないとネットゼロが実現しないという構造になっています。

金融機関は、こうした全ての産業に関わる立場として、産業構造の全体観を俯瞰しながら、産業構造転換をサポートしていくことが求められていると考えています。

〈みずほ〉は、我々自身が排出する温室効果ガス（スコープ1・2）を2030年度にカーボンニュートラルとすることを目指しています。具体的には、〈みずほ〉の店舗・データセンターで使用している電力の再エネ化や、社用車のEV化等を進めています。

また、投融資を通じた温室効果ガスについては、2050年にネットゼロとすることを目指しています。

企業は、自身が直接使う電気や燃料を通じた排出だけではなく、バリューチェーンを通じた温室効果ガス（スコープ3）排出を削減することも求められています。金融機関の場合は、この大部分が投融資先企業の排出する温室効果ガスになります。直接排出ではなく間接排出という観点で、コントローラビリティの難しさがあります。

〈みずほ〉のポートフォリオの中で、特に排出が多いのが、電力、石油ガス、石炭採掘、自動車、海運、鉄鋼、不動産セクターであり、我々はこれらのセクターのポートフォリオに対して温室効果ガス排出削減目標を設定しています。

(3) ビジネス機会の獲得について

脱炭素の取り組みは、我々にとってビジネス機会でもあります。お客さまの事

業構造転換や次世代技術の社会実装をサポートすることでビジネス機会獲得につなげたいと考えています。その中でも、社会から期待されているのは金融機関としての資金供給です。

〈みずほ〉は、サステナブルファイナンスの目標を設定しており、2019～2030年年度の合計12年間でサステナブルファイナンス100兆円を目標に掲げています。2023年度までに31兆円の資金実行を行っており、太陽光・風力発電などの再生可能エネルギー向けのプロジェクトや、環境の取り組みを積極的に推進している企業への融資等に取り組んでいます。また、新しい技術やビジネスモデルへのリスクマネーの供給も積極的に行っています。エクイティの形でも資金供給しており、例えば、カナダでCO₂の貯留を行うスタートアップ企業へ投資するなど、化石燃料の燃焼時に生じるCO₂を回収し、再度地中に戻す、CCS（Carbon Capture and Storage）事業も支援をしています。

(4) リスク管理について

次に、リスク管理について。〈みずほ〉は、気候関連リスク管理の観点で二つの指標を設定しています。一つが、石炭火力発電所向けの与信残高を2040年度までにゼロにすること、もう一つが、移行リスクが高いセクターにおける高リスク領域のエクスポージャーをコントロールし、中長期的に削減していくこととなります。

気候変動の取り組みを進めていく上での基本的な考え方として、〈みずほ〉はダイベストメントではなく、エンゲージメントというアプローチを取っています。つまり、我々が投融資を通じた排出ゼロを志向する際に、排出が多い企業からの投融資をやめるのではなく、お客さまの移行が進むように対話を行い、ソリューションを提供し、お客さまの移行にともに取り組んでいくという考え方をしています。

〈みずほ〉は、取引先企業の移行リスクへの対応状況を一定の基準で評価し、経年での進捗を可視化して開示することを継続的に行ってきました。こうした評価を通じながら、お客さまの取り組みが着実に進展していることを認識しています。

4 人権尊重の取り組み

ここまでが気候変動の取り組みでございます。続いて、人権尊重の取り組みに

ついて説明させていただきます。

(1) 人権尊重の取り組みの全体感

最初に、人権尊重に対する〈みずほ〉の基本的なアプローチですが、国連「ビジネスと人権に関する指導原則」に基づき、我々はどのように行動するかを具体的に示すものとして、人権方針を制定しています。これは〈みずほ〉の中で憲法のような位置づけです。それをバリューチェーンに広がる様々な事業の手続等に落とし込んで、人権への負の影響が生じないようにマネジメントしています。

(2) 人権課題について

実際に〈みずほ〉の人権課題としてどのようなものがあるのか、人権課題マップを作成し、開示しています。潜在的な人権課題を、深さと発生可能性の2軸で評価して、優先的に取り組むべき課題を洗い出ししています。

我々が関係する人権課題は、大きく分けると5つの種類があります。①我々自身の社員（雇用）に関する自社の課題、②金融サービスの提供を通じて自社が引き起こす課題、③投融資の提供を通じて投融資先の企業が引き起こす課題、④外部委託や購買等の調達活動を通じてサプライヤーが引き起こす課題、⑤それ以外となります。このうち、②③が金融機関特有の人権課題となります。

その中でも、③投融資を通じた人権課題は、〈みずほ〉の事業活動において発生可能性が特に高く、深さと高くなるリスクがあります。

例えば、我々はエネルギー開発プロジェクト等に融資を行うことがあります。そのプロジェクトの中で、地域住民の方の強制的な立ち退きが行われたり、開発の過程で先住民の方の重要な文化的遺産が破壊されたりすることが生じてしまうと、我々自身が投融資を通じて先住民や地域住民の方の人権侵害につながるリスクをはらんでいます。

また、投融資をしている企業が強制労働や児童労働に関与することも生じるリスクがあります。

そのため、金融機関にとっては、投融資を通じた人権への負の影響を防止・軽減することが非常に重要なため、責任ある投融資の取り組みを進めています。

(3) 人権デューデリジェンスについて

〈みずほ〉は、人権デューデリジェンスの取り組み、人権マネジメントの全体像を開示しています。

国連「ビジネスと人権に関する指導原則」は、企業に対して人権尊重を求め、

その具体的な行動として、人権尊重のコミットメント、人権デューデリジェンスの実施、人権への負の影響への対処を挙げています。

〈みずほ〉もこれを踏まえ、人権方針の制定、人権課題の特定と評価、それに基づく負の影響の防止・軽減策、対応状況のモニタリング、情報開示を継続的に強化しながら進めています。また、これらの方針をもってしても、やむを得ず防ぎようがない人権侵害が発生した場合は救済に取り組んでいくという考え方をしています。

本日は、その中でも投融資における強化デューデリジェンスの取り組みにフォーカスし紹介いたします。実際に、取引先が重大な人権に関わっている可能性があるインシデントを検知することがあります。インシデントを検知した場合、我々はインシデントを評価した上で、強化デューデリジェンスというプロセスに進むかどうかを検討します。

インシデントの検知には、NGOなど外部の方から御指摘をいただいたり、我々自身がお客さまとの対話の中で気づいたり、公的機関から情報があつたりするなど、様々な情報ルートがあります。それを深刻度・発生可能性をもとに評価し、強化デューデリジェンスを行うかどうかを決定します。

実際に、昨年度は〈みずほ〉のバリューチェーンにおいて12件の強化デューデリジェンスを実施しています。〈みずほ〉のバリューチェーンはグローバルに広がっているため、米州・アフリカや日本を含むアジアなど、様々な場所でインシデントがありました。

インシデントへの対応として、検証の結果、新しい取引を見送ったという事例もありますが、人権尊重においても重要なことは、金融機関としてしっかり我々の影響力を行使しながら、投融資先の企業と対話をして、共に改善に向けて取り組むことだと考えています。お客さまとのエンゲージメントをしっかりと行い、必要な対応・再発防止に向けて働きかけることが根幹であると考えています。

5 まとめ

気候変動への対応と人権尊重の取り組み、いずれにおいても金融機関は間接的なインパクトが大きいセクターです。そのため、お客さまといかに協働し、影響力を発揮していくか、お客さまとともにいかにポジティブインパクトを創出してネガティブインパクトを低減するかがポイントであると思っています。

お客さまと対話をする上で、やはり重要になるのは、我々自身が襟を正した存在であるということです。我々自身が、環境・社会に配慮したサステナブルな存在でないと対話ができないと思っています。

取り組みをさらに深化していくという観点では、企業体としてはもちろんのこと、社員一人一人の意識や取り組みが不可欠です。社員が自分事としてサステナビリティを意識して推進していく、そういったことがサステナビリティ経営の根幹であると考えています。

それらの取り組みを通じ、金融機関として、社会、お客さまの持続的な発展とともに取り組んでまいります。

質疑応答

有吉 それでは、まだお戻りでない方もいらっしゃるかと思いますが、時間の関係もございますので、シンポジウムの質疑応答の部分について進めさせていただきたいと思います。

なお、質問の量に鑑みまして、定刻では5時半終了という予定になっているかと思うのですが、恐らく若干時間を超過する可能性が高いということを先に申し上げさせていただきたいと思います。何かご予定のある方は、適当なタイミングでご退位いただければと思います。

また、質問の量が、想定していたよりも多くの質問を頂戴いたしまして、誠にありがとうございます。そういった状況もございますので、進め方としまして、私のほうでいただいた質問を読み上げさせていただいて、各先生方にご回答いただいた上で、私の質問の読み方に下手くそな点があり、真意が伝わってないというようなことがあれば、その時点で質問を出していただいた方に追加で、あるいは、補足してご質問いただければと思いますので、そういった段取りで進めることをご了承いただければと思います。

それでは、黒沼さんに対する質問から順番に進めさせていただきたいと思います。

黒沼さんには合わせて6名の方からご質問を頂戴しているのですが、お三方の質問が重複しているところもございますので、3つまとめてご質問を読み上げさせていただきますので、黒沼さんにご回答いただきたいと思います。

まず1番目は、東京大学の飯田さんからのご質問でございます。

スライド21ページで、情報開示義務を課すことはガバナンスの体制を整えるなどの行為義務を課すことを意味するとされています。前者の義務と後者の義務が直結すると整理できる理由をご教示いただければ幸いです。

あわせて、サステナビリティに関するガバナンスやリスク管理について、取締役の任務の一つとして、適切な体制を構築するべきであるといった会社法の解釈論として、つまり、情報開示規制とは無関係に生じる取締役の義務として、後者の義務をお考えなのかどうかも教えていただけますと幸いです。

次に、SMBC コンシューマーファイナンスの浅田さんからのご質問です。レジュメ21ページ、法的課題の開示の法的効果についてのご質問です。

「開示を義務づけることは」、「手順を整えることの義務」、「リスクを管理するよう義務づけることを意味する」と述べられていますが、それらの義務が派生的に生じる理論的根拠についてもう少しご説明いただければと存じます。

開示義務は開示にとどまるものであって、リスク管理は、開示を受けた投資家の要求や投資行動に考慮して、事実上の必要性として各企業においてなされるものだと理解していました。これが法律上の義務と評価されるならば、会社法上の別の法理、例えば、内部統制構築義務に関連して説明されるべきものではないかとも思いますが、この点、先生はどのようにお考えでしょうか。

それから、3つ目の質問は、早稲田大学の小出さんからのご質問になります。

我が国のサステナビリティ開示基準と、EUのサステナビリティ・デューデリジェンス指令とを対比され、実質的に両者の差異はそれほど大きくないのではないかとのご見解を伺いました。しかし、EUでもサステナビリティ開示に関するサステナビリティ報告指令とは別に、サステナビリティ・デューデリジェンス指令がつくられており、開示規制にとどまらない意味が与えられているようにも思います。

具体的には、サステナビリティ・デューデリジェンス指令には、バリューチェーンを含めた企業グループ全体の社会への負の影響を予防、最小化する義務とともに、その義務に反した場合に、企業に、投資家ではなく被害者に対する民事責任が発生するなど、社会全体から企業に救済を求めるアクセス権を付与する効果が付与されています。

この点への評価は、開示がシングルマテリアリティかダブルマテリアリティかという点とも関わると思いますが、黒沼さんはどのようにお考えでしょうか。

まず、この3つの質問につきまして、黒沼さん、よろしく願いいたします。

黒沼 ご質問ありがとうございます。大変重要な課題のご指摘だと思います。

小出さんが指摘されたように、EUのサステナビリティ・デューデリジェンス指令は、開示規制にとどまらない意味が与えられているということは、私もそのとおりだと思っています。今日の報告で、あえてそれほど違わないのではないかと申したのは、日本でそういった指令の導入を議論する前段階として、現時点での開示規制をどう考えたらいいのかについての私自身の意見を述べようと思ったからです。

具体的な違いとしては、被害者に対する民事責任の有無というのは、当然違う

ところだと思います。

そして、私が開示義務と行為義務が実質的に同じではないかと言った意味は、例えば、どのようなガバナンスを整えているかを開示させるということは、何もありませんと答えることは事実上不可能ではないか。そうすると、何らかのガバナンス体制を整えるということを企業に要求している、そういう行為義務を課しているということではないかと考えたからです。

リスク管理についても、リスクをどのように管理していますかと尋ねられて、何も管理していませんと答えると、それは形式的には開示義務の違反ではないかもしれませんが、実質的には開示義務の違反と見られるべきではないか。リスク管理をせよという、そういう行為義務を課しているのではないか。

ただし、どこまでガバナンスを整えろとか、どこまでリスク管理を行えといった具体的な行為義務の基準は示していないわけです。

ただ、これは、EUのデューディリジェンス指令についても、具体的なデューディリジェンスの水準について細かく義務を課しているわけではないと思っています。

それから、もしこれを行為義務と捉えるときに、それを取締役の義務として把握すべきかが問題になります。

EUでは、デューディリジェンス義務というのは、会社に対する行為規制であるとともに、取締役の行為義務と捉えられていると理解しています。ただ、日本では、アメリカと同じく、会社に対する義務づけと、それが取締役の行為義務に含まれるかどうかは分けて議論されていると思ってまして、会社に対する義務づけというのは、会社の法令の遵守義務であって、それは取締役の信任義務そのものではなくて、その中の法令遵守義務として反映されるにすぎない。ですから、情報開示義務を行為義務として考える場合でも、それが直ちに取締役の行為義務そのものになるとは考えておりません。これは飯田さんのご質問に対する答えでもあります。

それから、今申し上げた点は、浅田さんのご質問に対する答えにもなっていると思っております。ぎりぎり詰めた意味での法的な義務とは言えないけれども、事実上、会社はガバナンス体制を整え、リスク管理をある程度しなければならぬという、そういう事実上の義務が生じるという意味で申し上げました。ですから、浅田さんがここで書かれているように、事実上の必要性として、企業におい

て履行がされるものではないかという理解と重なる部分があると思います。

ただし、内部統制構築義務と関連して説明すべきではないかという点につきましては、報告の最後のところで、内部統制構築義務と同レベルで考えていいかどうかという点は今後の課題ではないかと申し上げました。企業に対する義務づけをしても、それができるかどうかを勘案した上で、その義務の履行水準を考えていかなければなりませんので、バリューチェーンを含めた様々な行為義務を考慮するときには、相手方に対してどれだけの交渉力があるかといった点も考えていかなければならないと思っています。

分りにくい説明になってしまったと思いますけれども、取りあえず以上です。

有吉 ありがとうございます。

飯田さん、浅田さん、それから、小出さん、今の黒沼さんのご回答との関連で、もし追加でコメント、ご質問があれば挙手していただければと思いますが、よろしいでしょうか。

それでは、黒沼さんへの質問を進めさせていただきたいと思います。

続きまして、立教大学の河村さんから黒沼さんに対して3問、質問をいただいていますので、3問まとめて、まず私のほうで読み上げさせていただきます。

1問目が、「ステークホルダーとの対話」などが含まれるEUのDDと、日本の開示規制から導かれるとされる日本のDDとの残された差異は何か。

2問目が、有価証券報告書に参照されないが、社会一般に向けられた任意開示書類等の正確性や信頼性を確保する仕組みの必要性について、どう考えるか。

3問目が、バリューチェーンを含めたサステナビリティに関する非財務情報の重要性の高まりを踏まえ、金商法の内部統制報告制度を見直す必要があるか。

以上3問、ご質問いただきました。よろしく願いいたします。

黒沼 ご質問ありがとうございました。

いずれも大変難しい問題ですが、まず第1点については、EUのデューデリジェンス指令では、ステークホルダーとの対話が含まれていて、それはやはりダブルマテリアリティから導かれるものではないか。そして、EUでは、売上高と従業員の数を基準にして、企業の規模で適用範囲を画しているわけであります。

日本の開示規制は、金商法上のディスクロージャー規制として入っていて、取りあえずは投資者の投資判断に資するためという目的から導入された制度なので、ステークホルダーの利益の保護は第一義的には目的になっていないということか

ら、ステークホルダーとの対話が入っていない。その点は、EU型の規制を目指す場合には、残された課題になると考えています。

第2点は、これも非常に難しいのですが、報告で述べたように、有価証券報告書の開示規制は、一応有価証券報告書の中で完結しているという立場を取っているのです。そして、それに加えて補足情報があれば、補足情報について参照書類を参照することを認めるというものになっています。ですから、投資判断にとって重要な情報は全て有価証券報告書に記載されているという立場を貫けば、それ以上任意開示書類の正確性を担保する必要はないということに、形式的にはなりそうです。

しかし、任意開示書類に虚偽の記載がなされて、それが実際に投資者の投資判断にとって重要なものであれば、例えば、アメリカではルール10b-5によって規制が行われる対象になっているはずです。日本でも、例えば、風説の流布とか、それから、不法行為法上の責任が問題となるものでありますので、任意開示書類の情報の正確性を担保する必要性は当然あって、現在は、今述べたような手段によって、それを確保していくべきだろうと考えています。

第3点ですが、ご質問の趣旨がちょっと分からないところがあるのですが、金商法の内部統制報告制度を見直す必要があるか。現在の内部統制報告制度を拡充して、バリューチェーンを含めたデューデリジェンス義務を構築していくべきかというご質問だとしますと、現在、私自身、定見を持っていないのですが、似たようなことは、制度としては可能であると思います。先ほどのご質問の延長線上の問題ではありますが、開示規制として強化をしていくのであれば、内部統制報告制度に近いものを構築していく必要はあるでしょう。ただ、そのレベルは、先ほど申したように、企業集団に属する企業に対する企業集団全体の義務とは少し違った水準の義務としてつくっていくことになるのではないかと思います。

これでお答えになっているかどうか、ご確認いただければと思います。

有吉 ありがとうございます。

河村さん、追加のご質問などございますでしょうか。

河村 ありがとうございます。

最後のバリューチェーンの話は、ご教示いただいた点に加えて、非財務情報というところの信頼性を確保するための内部統制報告制度みたいなものを今後考え

る必要があるのでしょうかという、現状、財務報告にフォーカスしたものになっているので、そこを変える必要があるかということも含んだ質問でした。大変失礼しました。

黒沼 少しだけ補足しますと、サステナビリティに関する情報開示は、世界的に見ると、サステナビリティ関連財務情報と言っているのです。これも財務情報を理解するために必要な情報と捉えられているようでして、そういう傾向が特に強くなっていると聞きました。そうすると、両者が結びついていく可能性は将来的にはあるのではないかと思います。

有吉 ありがとうございます。

黒沼さんには、あと2問質問を頂戴しておりまして、いずれもシングルマテリアリティ、ダブルマテリアリティに関連するご質問なので、こちらもまとめて読み上げさせていただいて、ご回答いただければと思います。

まず、堀総合法律事務所の藤池さんから頂戴したご質問になります。

日本でも、事実上、ダブルマテリアリティが採用されているのではないかとお話でした。ダブルマテリアリティが採用された場合、企業価値の向上に対して良い影響が生じないとしても、社会的影響がある課題について考慮して経営することになるのでしょうか。

社会的に影響のある課題について、企業価値の向上に関係ない事項であったり、また、企業価値の減少を招く事項についても考慮できる、あるいは、考慮すべきだとすると、そのことと会社の目的や株主利益最大化原則との関係についてどのように整理することになるのでしょうか。

企業価値を減少させかねない社会的課題に取締役が取り組む場合、取締役などの程度経営判断上の裁量が認められるのでしょうか、というご質問です。

それから、森・濱田松本法律事務所の佐藤さんからのご質問になります。

日本の開示規制は既にシングルマテリアリティでは説明できなくなっているのご指摘との関連でご質問させていただきます（かかるご指摘は、ダブルマテリアリティの方向に踏み出し始めていることを含意されたものと理解しております）。

ご承知のとおり、会社の取締役の会社法上の注意義務の在り方について、株主以外の者の利益を考慮・追求することは、どこかの時点で株主価値に結びつく必要があるという伝統的な立場と、必ずしもそうではないとする立場があると存じております。

本日のご報告における上記のご指摘は、差し当たり開示の実務や規制の現実に関するものと理解いたしましたが、取締役の義務に関する考え方にも波及する可能性はあるとお考えでしょうか、という質問になります。よろしく願いいたします。

黒沼 ご質問ありがとうございます。

この2つのご質問は、飯田さんの最初の質問とも関連していると思います。

ダブルマテリアリティを採用するときに、取締役の義務と会社が負っている行為義務との間に衝突が生じるというのは、ご指摘のとおりです。また、それはステークホルダーの利益を取締役がどの程度考慮すべきかという議論とも関連しています。

最初のご質問に対する答えで述べたように、EUではそれが何か調和しているように捉えられているようですが、アメリカでは、会社に対する行為義務づけか、それとも、取締役の義務に取り込むかという見解は、対立するものと捉えられていると思います。

ご質問者のご指摘のとおり、ダブルマテリアリティを採用すると、取締役の義務において衝突が生じると私は考えています。ですから、ダブルマテリアリティに踏み込むのであれば、それは会社に対する行為義務のレベルでとどめておいて、どの程度の行為をすればその水準を達成できるかというのは、できる限り一義的に定まるようなもの、簡単に言うと、法令に準ずるようなものとしてその水準を定め、取締役はその水準をカバーしていれば信任義務の違反にならないという構成が望ましいのではないかと考えております。

有吉 ありがとうございます。

藤池さん、佐藤さん、追加のご質問などございますでしょうか。

よろしいですか。ありがとうございます。

それでは、ここからは、久保田さんへのご質問ということで進めさせていただきます。

まず、ご質問お二つが若干関連する質問かとも思われますので、まとめて読み上げさせていただきます。

一つ目は、名古屋学院大学の坂東さんからのご質問になります。

米国におけるESG投資の考え方が整理でき、大変参考になるご報告ありがとうございます。

機関投資家の「声」, 「発言」が具体的に何を指すのか分かりませんでした。英国ではエンゲージメントの内容, つまり, 投資先企業との交渉の中で, 誰と話し, 何を求め, それが反映されたのかを各社ウェブサイトで公開し, 自分たちのESG投資の立場を受益者に明確にしています。議決権行使が声であれば, それは単なる株主総会決議での行動の結果であり, その他にも機関投資家が伝えるべき声があるのではないのでしょうか。ちなみに, 日本でもアクティビストと呼ばれている運用会社もエンゲージメントを公開しています, というのが坂東さんのご質問です。

それから, もう一つ, 森・濱田松本法律事務所の佐藤さんからのご質問になります。

株主によるサステナビリティ投資に向けた「発言」に一定の意義を認めるお立場の下で, かかる「発言」の例として, 株主提案権 (の柔軟化) に関するご説明をいただきました。他方, 株主による企業への働きかけとしては, エンゲージメント (対話) も, より柔軟かつきめ細やかな対応を可能とする方法として実務上も重要な意味を有します。

総会における株主権の行使とは異なる, 株主たる地位に基づく事実上の誘導・圧力という手法の是非・長短について, 久保田さんのお考えをお聞かせいただくと幸いです。

まず, この二つの質問について, コメントをお願いできますでしょうか。

久保田 坂東さん, 佐藤さん, ご質問ありがとうございます。ありがたいご質問だと思います。

本報告の冒頭で, 私は, 「発言」の例として, エンゲージメントと議決権行使を挙げました。この2つの中でも, 個人的には, エンゲージメントのほうがより重要であると考えています。エンゲージメントのほうが企業経営に影響を及ぼしやすいと考えられるからです。

ただし, 本報告では, 感覚的な議論を避けるために, なるべく実証分析を紹介しながら, そうした実証分析の結果に基づいた検討しようと試みたところ, おそらくエンゲージメントのデータというのは入手・分析が難しいからだと思いますが, エンゲージメントに関する実証分析というのはあまり見つからなかったわけです。

冒頭で, 我が国のGPIFの委託先についてのエンゲージメントの分析をご紹介します。

しましたが、そのような分析はあくまで例外的なものですので、比較的入手しやすい議決権行使の結果を分析した実証研究というものに基づいて検討を進めたということになります。このため、お二人の先生はエンゲージメントのほうを少し軽視しているのではないかという印象を抱かれたのだらうと思います。

繰り返しになりますが、私はエンゲージメントが重要であるというお考えに賛同するわけですが、その一方で、議決権行使もやはり重要な意味を持っていると考えています。

今回ご紹介したカーティス教授の分析にも見られますように、議決権行使の段階でファンドが経営者の反対の立場に立つことも少なくないわけです。これは、まさにエンゲージメントというものが効果を発揮しなかった例ということだろうと思います。エンゲージメントでは経営者を動かすことができなかったから、議決権行使という発言に訴えかけたということですので、その意味で、議決権行使というのも、エンゲージメントを補完するものとして、やはり重要な意味を持っているということにならうかと思います。

有吉 ありがとうございます。

坂東さん、佐藤さん、追加のご質問ございましたら。

坂東 すみません。名古屋学院大学の坂東です。

追加の説明なんですけれども、日本もスチュワードシップレポートという形で、エンゲージメントの内容は一応公開しているんですね。ただ、これは小学生の作文以下で、具体例もなく、会社も匿名になっていて、本当にそれが事実かどうか確認できないんです。

アメリカの会社はあまり見ていないんですけれども、イギリスの運用会社、とりわけ日本のスチュワードシップコードを採択している運用会社であっても、個別名の会社を出して、誰がエンゲージメントしたか、名前を挙げて、何を要求して、それが反映されたか、議決権行使に至る前までにちゃんと細かく、例えば、気候変動でも、再生水を使うように働きかけて、使うようになったとか、そういった事細かな内容まで開示しています。

日本は、企業には開示を求めるんですけれども、投資家に対しては議決権行使結果はスチュワードシップコードで細かく一個一個開示させていますけれども、エンゲージメントの内容までは開示しないので、受益者としては、それが一番気になるのではないのかなというふうに感じたので質問いたしました。

ありがとうございます。

久保田 ありがとうございます。背景にあった問題意識がよく分かって、ありがたく思います。

ただし、私は、エンゲージメントの内容・結果をどれだけ開示させるべきかというのは、それ自体一つの検討課題であると捉えています。飯田秀総さんがその問題を検討した論文を書かれていますけれども、全部開示させることにも当然メリットはあるのですが、他方で、そのような開示を強制することによって、かえってエンゲージメントがやりにくくなるという面もあるため、どのような開示規制がいいのかというのは必ずしも自明ではなく、慎重に検討する必要があると考えています。

有吉 ありがとうございます。

それでは、次の久保田さんに対するご質問ということで、狛グローカル法律事務所の中中さんからのご質問になります。

サステナビリティ投資、あるいは、ESG投資をうたわないファンド（投資信託）（典型的には、TOPIXやS&Pのインデックスファンド）においては、受益者の負担を増やさないために、サステナビリティ事項について特段の発言・活動をしないことも、そのファンドの運用者の受託者責任との関係で問題は生じないと考えられますでしょうか。

なお、サステナビリティ投資とリターンの相関性は明らかではないという前提といたします。

久保田さん、お願いいたします。

久保田 山中さん、ご質問ありがとうございます。

山中さんも前提にされているように、サステナビリティ事項について発言することが、リスク調整後リターンの改善につながるかという問題については、現時点では様々な議論がありまして、まだ確定的な結論は出ておらず、はっきりとしたことは分からないという状況にあると認識しています。

仮にそのような状況認識を前提にしますと、サステナビリティ投資をうたわない、受益者が積極的な発言を求めている、そういうファンドが、発言のコストのほうが便益をより上回ると判断して、あえて発言しないということであれば、それは合理的な根拠に基づく対応ですので、受託者責任に抵触しないという考え方も十分に成り立ち得るのではないかと思います。

山中 ありがとうございます。

有吉 山中さん、よろしいですか。ありがとうございます。

久保田さんに、あともう一間、ご質問がございます。

一橋大学の得津さんから頂戴した質問になります。

気候変動リスクを含む ESG 対応をポートフォリオ第一主義が前提とするように「株主」「投資家」の利益に結びつけて正当化する必要があるのでしょうか。

株主・投資家利益最大化原則の根拠は、株主が残余権者であることに求められるところ、気候変動・ESG 利益については、株主・投資家が「残余」であるとは言えないのではないのでしょうか。気候変動や ESG 利益を、債権者・取引先・従業員の利益ではなく株主・投資家の利益のみに結びつけて説明すべきではなくて、むしろ「外部性」への対応の枠組みで説明すべきではないのでしょうか。

久保田さん、お願いいたします。

久保田 得津さん、ご質問ありがとうございます。

これも先ほどの坂東さんと同じように、背景にいろいろお考えがあるのではないかと思います。この頂戴した質問用紙に沿って、表面的なお答えになるかもしれませんが、お答えしたいと思います。

今日の報告でもご紹介しましたように、ポートフォリオ第一主義というのは、会社法上の伝統的な株主利益最大化原則に抵触するという指摘があります。会社法上の伝統的な株主利益最大化原則というのは、あくまで特定の会社の株主利益最大化が企業価値向上につながり、それが社会厚生の上につながるという考え方です。そして、特定の会社の株主利益最大化が企業価値の向上につながるのなぜかと言うと、これはまさに得津さんが書かれているとおり、株主が残余権者であるということが一般的な根拠とされていると思います。それでおそらく、得津さんは、株主・投資家利益最大化原則の根拠は、株主が残余権者であることに求められるが、気候変動・ESG 利益については、株主・投資家が残余であるとは言えないのではないかというご質問をされたのだらうと思います。

他方で、ポートフォリオ第一主義というのは、企業活動に伴う負の外部性を緩和させるので望ましいという見解が見られるところ、私もそうした見解に共感を感じているというのは、本報告でも述べたとおりです。そして、おそらくこのことを指して、得津さんは、株主・投資家の利益に結びつけて説明するのではなく、むしろ外部性への対応との関連で説明すべきではないかとお書きになっているの

ではないかと理解しています。

ただし、私が追加的に思うのは、なぜ負の外部性を緩和させるようなこと、必ずしも自分の経済的利益につながらないことを投資家が求めようとするのかというのを問題にする必要があるのではないかとということです。そして、これはさまざまな理由が考えられるわけですが、一つの有力な理由として、ポートフォリオ第一主義が挙げられています。ポートフォリオ第一主義というのは、ポートフォリオ全体の価値を最大化するために行われるものであり、いわば投資家としてより大きな利益を求めるといわれるのであるという説明になりますので、その意味で、投資家の利益とつなげる説明をご紹介したという次第です。これでお答えになっていますでしょうか。

得津 大丈夫です。ありがとうございました。

有吉 ありがとうございました。

あと残り、上田さんに1問、吉田さんに1問、それぞれご質問いただいておりますので、もう少しだけお付き合いいただければと思います。

上田さんへのご質問で、中京大学の森さんから頂戴したものでございます。

「SDGs 債のラベルの有無のみによって実際の社債の発行条件には差異が出ないように、一般的には運用されているように思われる」とありますが、その理由は何かありますか。

そうであるとすれば、SDGs 債を発行するインセンティブはどのようなものでしょうか。

上田さん、お願いします。

上田 ご質問いただきまして、どうもありがとうございます。また、言葉足らずなところもあったかと思っておりますので、その点、ご説明させていただければと思います。

実際の社債の発行条件に差異がないと申し上げましたのは、現状の社債の発行環境下ではそのように思われるという趣旨でございました。現状の社債の発行環境ですと、ご案内のとおり、非常に低金利な環境の下で、SDGs 債のラベルなしで発行する場合でも、相当タイトなスプレッドといえますか、低い金利で発行することを求められるような環境下にあるのかなというふうに認識しておりますので、SDGs 債というラベルがあったことで、さらに金利が下がる、すなわち発行体にとって金利をよりタイトにできるという余地があまりないような環境の中で

発行事例というのが積み重なっているので、結果的にはSDGs債のラベルの有り無しで、あまり金利条件とかに明確に反映されてきていないように見えているのではないかと考えております。

ただし、SDGs債のラベルがあるからこそ、投資を検討できる投資家というのももちろん存在すると考えられますので、今後、金利を含め起債環境が変わった場合や、また、個別の発行体について既存の機関投資家が投資できる金額には限度があると思いますので、将来的に個別の発行体において既存投資家のみでは十分な発行予定の金額が集まらないという事態もあり得ると考えられます。そういったシナリオが将来考えられて、かつ、社債による調達を資金調達手法として重視しているのであれば、投資家層の拡大や発行手段の多様化というために、現段階からSDGs債の発行に取り組むメリットというのは、一応発行体側にもあり得るのではないかと考えているところではございます。

また、SDGs債を発行することで、サステナビリティ経営に配慮していることをアピールする材料にもなりますし、そういったサステナビリティ経営の高度化の一つの手段としてSDGs債を捉えるということもありますので、そのようなメリットが発行体には考えられるのかと考えております。

有吉 ありがとうございます。

森さん、追加のご質問など、よろしいですか。ありがとうございます。

それでは、最後のご質問になりますが、吉田さん宛てのご質問になります。

名古屋学院大学の坂東さんから頂戴したものです。

企業ウェブサイトでESGの取組を検証していると、三菱は「三方よし」、住友は「浮利に趨らず」といった創業者の家訓を掲げ、グループ各社が江戸・明治の企業理念を現代のサステナビリティに実現しようと説明しています。つまり、サステナビリティは、江戸・明治の起業家に既に根づいていたもので、金融庁の開示ルールに影響されるものではないと思います。あまりに現代の取組が性急・多様で、グループの社員や他のステークホルダーが対応し切れていないのではないのでしょうか、というご質問を頂戴いたしました。

吉田さん、よろしく願いいたします。

吉田 SMBCグループの実情をお伝えします。

今、SMBCグループは、社会的価値創造について、社内でのアイデアを募集し、もしくは、我々自ら、企画部として手を広げていることは事実です。

一方で、おっしゃったとおり、三菱・住友の昔からの家訓の通り、金融機関はそもそも金融というサービス、これ自体が社会的価値創造だったわけです。

今まで我々が取り組んできた本業の金融サービス、つまり社会的価値をつくってきたと認識し直し、かつ、それをさらにグレードアップしていく、本業のレベルアップを図ることが一つです。もう一つは、まだまだ新しいことができるのではないか、するべきなのではないかということで、新たなアイデアを日々考えています。

まさに我々は新しいことを取り組もうとしているので、最初は幅広く、そして真に長期的に取り組めるものを絞っていく、そして将来的には、社会的価値創造企画部なる特別な部署がある必要はなく、本業に取り組んでいる各事業部門が自然に取り組んで行くことが自然と考えています。

ご指摘のとおり、原点回帰に当たると思っています。これらがSMBCグループのサステナビリティ経営になることを目指しています。

有吉 ありがとうございます。

坂東さん、よろしいですか。ありがとうございます。

ご報告の先生方が非常にコンパクトに要点をうまくまとめてご回答くださったおかげで、5分ほどの超過で済んだということで、私自身、安堵しております。

それでは、本日のシンポジウムの質疑応答はここまでとさせていただきます、事務連絡等あるかと思しますので、事務局にマイクをお返しいたします。

●金融判例の概観●

民法研究者の視点から

立教大学教授 藤澤 治 奈

1 今期の最高裁判例

(1) 抵当権にもとづく物上代位と相殺

今期の重要な最高裁判例として、抵当権にもとづく物上代位と相殺とが競合した場面に関する最判令和5年11月27日民集77巻8号2188頁がある⁽¹⁾。

この問題に関しては、最判平成13年3月13日民集55巻2号363頁が、「抵当権者が物上代位権を行使して賃料債権の差押えをした後は、抵当不動産の賃借人は、抵当権設定登記の後に賃貸人に対して取得した債権を自働債権とする賃料債権との相殺をもって、抵当権者に対抗することはできない」としていた。また、担保不動産収益執行に関する判決ではあるが、最判平成21年7月3日民集63巻6号1047頁は、抵当権設定登記の前に取得した賃貸人に対する債権を自働債権とし、賃料債権を受働債権とする相殺は、収益執行の管理人に対抗することができるとした⁽²⁾。これら2つの判例により、抵当権設定登記と自働債権の取得との先後によって、物上代位権行使としての賃料債権の差押えがされた後に、賃借人が相殺をすることができるか否かが決せられるという判例法理が形成されていた。

残された問題は、抵当権にもとづく物上代位権行使としての差押えがされる前に、抵当権設定登記後に取得した債権を自働債権とする相殺がされていた場合の処理である。上記平成13年最判は、その傍論として「物上代位権の行使としての差押えのされる前においては、賃借人のする相殺は何ら制限されるものではない」と述べていた。本件では、抵当不動産の賃借人Yが、約3年分の将来賃料について期限の利益を放棄し、これを受働債権として、抵当不動産の所有者Aに対して有する自働債権と対当額で相殺する旨の合意をしていた。このような相殺合意を抵当権者Xに対抗しうるか否かが問題となったのが本件である。

第1審および原審は、差押え前の相殺は何ら制限されないとする上記平成13年最判の判旨を引用して、本件相殺合意が抵当権者に対抗しうると判示した。これに対して本判決は、「抵当不動産の賃借人は、抵当権者が物上代位権を行使して賃料債権の差押えをする前においては、原則として、賃貸人に対する債権を自

働債権とし、賃料債権を受働債権とする相殺をもって抵当権者に対抗することができる。もっとも、物上代位により抵当権の効力が賃料債権に及ぶことは抵当権設定登記によって公示されているとみることができることからすれば、物上代位権の行使として賃料債権の差押えがされた後においては、抵当権設定登記の後に取得した賃貸人に対する債権……を上記差押えがされた後の期間に対応する賃料債権……と相殺することに対する賃借人の期待が抵当権の効力に優先して保護されるべきであるということとはできず、賃借人は、登記後取得債権を自働債権とし、将来賃料債権を受働債権とする相殺をもって、抵当権者に対抗することはできない」として、抵当権にもとづく物上代位が優先するとの結論を導いた。このような判断について、調査官解説は、抵当権設定登記により「自ら差押えをすることにより物上代位をすることができる権利」が公示されており、潜在的に将来賃料債権に対して抵当権の効力が及んでいると解している。そして、このような抵当権の効力と賃借人による相殺期待とを比較衡量し、「将来賃料債権についてまで相殺の期待を保護すべきであるということは困難である」とする⁽³⁾。

なお、本判決の論理的な前提として、そもそも将来の賃料債権について期限の利益（または条件不成就の利益）を放棄し、それを受働債権として相殺をすることが可能か、また、それを第三者にも主張しうるかとの問題があるが、本判決はこの点には立ち入らない⁽⁴⁾。

上記のように本判決は、既発生賃料を受働債権とする相殺と将来賃料を受働債権とする相殺とを区別する判断を下したが、この判断が、抵当権の効力が及ぶ範囲の問題なのか、将来債権を受働債権とする相殺の効力の限界の問題なのか、理論的にみても難しい問題が含まれている。

(2) 電子記録債権と転付命令

電子記録債権に関する新たな判断として、最決令和5年3月29日民集77巻3号819頁がある。本決定の事案を単純化すると、以下のとおりである。①YがAに対して有する売掛債権について、その支払のために電子記録債権を発生させた。②Yの債権者であるXが上記売掛債権について差押命令および転付命令を得た。③AはYに対して電子記録債権の支払をし、Xに対しては支払をしなかった。④Xが②と同じ債務名義にもとづき差押命令を得たが、その執行債権から上記被転付債権の額が控除されていなかったことから、超過差押えであるとしてYが執行抗告を行った。

電子記録債権は、原因債権とは別個の債権であり、原因債権の「支払のために」発生させる場合には、原因債権が消滅するわけではない。一方、電子記録債権が支払により消滅すれば、原因債権も消滅する⁽⁵⁾。

原決定は、最判昭和49年10月24日民集28巻7号1504頁（仮差押命令送達前に小切手を振り出し、送達後に小切手金を支払った事案）を参照し、「差押えに係る金銭債権がその支払のために発生した電子記録債権の支払により消滅し、第三債務者がこれを差押債権者に対抗することができるときは、上記差押えに係る金銭債権について発せられた転付命令により執行債権及び執行費用が弁済されたものとみなされることはない」として、執行抗告を棄却した。

本決定は、原決定同様に、電子記録債権の支払による被差押債権の消滅を差押債権者に対抗することができるとする。しかし、本決定は、民事執行法160条を文言通りに適用し、転付命令の送達の時点においては被転付債権が存在していたことから、執行債権が券面額で消滅する旨の判断を下した。原決定が、①電子記録債権の消滅による原因債権の消滅の差押債権者への対抗の問題と、②転付命令による差押債権の消滅の問題とを連動させたのに対して、本決定は、両者を切り離れた点に特徴がある⁽⁶⁾。

なお、決定文中に括弧書きで、差押債権者が債務者に対し電子記録債権の額についての不当利得返還請求等を行うことができると述べられている。つまり、本件Xが不当利得返還請求等にもとづき再び債務名義を取り直すべき旨が示唆されている。電子記録債権の発生という偶然の事情により、このような手続的な負担を強いられるとすれば、転付命令のリスクが大きくなったと評価されかねず⁽⁷⁾、何らかの対応が必要であろう⁽⁸⁾。

2 民法総則分野の下級審裁判例

(1) 虚偽表示

民法総則に関する下級審裁判例としては、まず、金銭消費貸借契約および連帯保証契約につき民法94条1項の適用を肯定した事例判決として、福岡高宮崎支判令和6年1月19日判タ1524号80頁がある。原審が公表されていないため不明な点があるものの、事案の概要は以下のとおりである。Aは、甥であるY₁に対して新築の建物を贈与する意図を有していたところ、贈与税の負担を免れるため、AのパートナーであるXがY₁に対して建築資金を貸し付ける旨の金銭消費

貸借契約書を作成させ（この際、 Y_1 の義父である Y_2 がこれを連帯保証する旨の契約書も作成された）、 Y_1 自身が建築業者と建築請負契約を締結するよう指示した。その後、 A が提供した資金を原資として Y_1 が請負代金を支払ったものの、 A と Y_1 との関係が悪化すると、 A が Y_1 に対して貸金の返還を求めるようになった。本判決は、「契約当事者間の内心の効果意思の存否は、意思表示の成立に影響を与えるものとはいえない」として金銭消費貸借契約および連帯保証契約の成立を認めた。その上で、これらの契約は、 A の意向を受けて専ら課税回避目的で仮装されたものにすぎないため、通謀虚偽表示（民法94条1項）に該当し無効であるとした。

通謀虚偽表示の要件としては、効果意思の欠缺に加えて、「通謀」すなわち当事者間で意思表示が真実ではないことの合意があることが必要であるとされている⁽⁹⁾。本件では、 X と Y らとは言語の壁もあり直接にコミュニケーションを取ることではできなかったものの、双方が A の意向に沿って外形を仮装したことから、通謀虚偽表示に該当するとされた。

(2) 消滅時効の起算点

(a) 過払金返還請求権

過払金返還請求権の消滅時効に関する裁判例として、東京地判令和5年3月30日判時2601号76頁がある。本件の事案の特徴は、企業再編により当初の貸主である貸金業者 Y_1 が貸金業を廃業し、親会社である Y_2 がこれを引き継いだ点にある。借主 X は Y_1 との間で継続的な金銭消費貸借取引（取引1）を行っていたところ、 Y_1 が貸金業を廃業するにあたって切替契約を締結し、その後は Y_2 との間で取引（取引2）を続けた。なお、両取引には、それぞれ基本契約が存在し、基本契約には過払金充当合意が含まれていた。取引2の終了後、 X が過払金の返還を求めたところ⁽¹⁰⁾、取引1の終了時点から10年以上が経過していたことから、 Y らは同取引により発生する過払金返還請求権について消滅時効を援用した⁽¹¹⁾。

過払金返還請求権の消滅時効の起算点に関しては、最判平成21年1月22日民集63巻1号247頁が、過払金充当合意を含む基本契約に基づく継続的な金銭消費貸借取引においては、特段の事情がない限り、取引が終了した時点が起算点となる旨を判示していた。そして、この判示からすれば、基本契約にもとづく取引が複数存在する場面で、第1取引により発生した過払金が第2取引に充当されな

い場合には、時効期間は取引ごとに別途進行すると解されていた¹²⁾。

本件において X は、取引 1 および取引 2 には連続性が認められ切替契約後も過払金充当合意は消滅していないから、取引 1 により生じた過払金返還請求権の消滅時効の起算点も取引 2 の終了時点になると主張した。これに対して、本判決は、過払金額の計算に際しては取引 1 と取引 2 とを一連のものとして扱う一方、取引 2 の継続中も取引 1 により生じた過払金返還請求権を行使することが十分に可能であったとして X の主張を退けた¹³⁾。

なお、類似の事案に関する裁判例として、東京地判令和 4 年 11 月 7 日 LEX/DB25609354 があるが、裁判所は「このような過払金充当合意がある以上、本件取引 2 において、新たな借入金債務の発生が見込まれる限り、本件各取引により発生した過払金を同債務に充当することとし、借主が過払金返還請求権を行使することは通常想定されていない」として、消滅時効の起算点を取引 2 の終了時点とした。

2 つの判決の違いは、上記平成 21 年最判の理解にも関わる。平成 21 年最判は、消滅時効の起算点の判断に際して、まず、「過払金充当合意においては、新たな借入金債務の発生が見込まれる限り、過払金を同債務に充当することとし、借主が過払金に係る不当利得返還請求権……を行使することは通常想定されていない」ことを理由として、取引継続中は過払金充当合意が権利行使の「法律上の障害」となると述べていた。さらに、「過払金発生時からその返還請求権の消滅時効が進行すると解することは、借主に対し……金銭消費貸借取引を終了させることを求めるに等しい」ことを付け加えている。

上記令和 4 年東京地判は、平成 21 年最判の前者の理由付けに依拠して判断を下しているのに対して、本判決は、後者の理由付けにも言及し、Y₂との取引を継続しながら Y₁への過払金返還請求権を行使することが十分可能である点を強調している。

両判決は同じ最高裁判決を参照しつつ結論が異なっており、今後も同種の事件が続く可能性があることに鑑みると、判断の統一が待たれるところである。

(b) 預金債権

東京高判令和 6 年 5 月 22 日金判 1699 号 20 頁では、定期預金の払戻請求権について消滅時効の起算点が問題となった。自動継続特約付定期預金の払戻請求権については、最判平成 19 年 4 月 24 日民集 61 卷 3 号 1073 頁が「預金者による解

約の申入れがされたことなどにより、それ以降自動継続の取扱いがされることになくなった満期日が到来した時から進行する」と判示していたところ、本件では、自動継続特約のない定期預金が問題となった。

この点について預金者 X は、金融機関 Y の従業員との間で長期に亘って定期預金を継続する旨の合意をし、個々の預入れについては従業員に任せていたことから⁴⁴、自動継続特約と等価のものとして評価されるべきであると主張したものの、裁判所は、上記合意の存在を認定せず、最後の入金にかかる定期預金の満期日を消滅時効の起算点とした。

3 債権法分野の下級審裁判例

(1) 債権譲渡

平成 29 年民法（債権関係）改正前の債権譲渡禁止特約⁴⁵に関する裁判例として、東京高判令和 6 年 4 月 11 日金判 1696 号 9 頁がある。事案の概要は以下のとおりである。運送業を営む A は、Y₁、Y₂ を含む複数のファクタリング業者に対して運送代金債権を多重譲渡したが、当該債権には譲渡禁止特約が付されていた。その後 A が破産し、破産管財人 X が本件債権譲渡は譲渡禁止特約違反で無効である旨を主張したところ、①債権者（譲渡人）の破産管財人が譲渡禁止特約違反による無効を主張しうるか、② Y らが改正前民法 466 条 2 項の「善意の第三者」に該当するか否かが争われた。

①の点について、最高裁は債権者（譲渡人）自身が無効の主張をすることは許されないとの立場に立っているが⁴⁶、差押債権者や破産管財人についての立場は明らかではない。

本判決は、破産管財人は「破産債権者のために破産財団を収集し、その換価、配当等を実施する点で包括執行における執行機関としての地位を有している」とし、債権譲渡の無効を主張する独自の利益を有すると判示した。

なお、改正法下では譲渡制限特約に違反した債権譲渡も有効であり、債務者は悪意または重過失の譲受人に対する履行を拒むことができるだけである（民法 466 条 2 項・3 項）。したがって、破産管財人による無効の主張は認められず、本件のような紛争は想定しづらくなっている。

では、②の争点についてはどうか。改正前民法 466 条 2 項の解釈において、重過失の譲受人は悪意と同様に扱われることから（最判昭和 48 年 7 月 19 日民集

27 卷 7 号 823 頁），本件では， Y_1 および Y_2 について重過失の有無が問題となった。原審は，債権譲渡に際して A が譲渡禁止特約は存在しない旨を申告していたことや，A が虚偽を述べていると疑うべき事情があったとはいえないことから， $Y_1 \cdot Y_2$ はそれぞれ必要な調査を尽くしていたものと評価し，重過失を否定した。これに対して，本判決は， Y_1 および Y_2 はファクタリング会社としての知識や経験を踏まえ，本件債権に譲渡禁止特約が付されている可能性が高いことを認識していたのであるから，基本契約書の提示を求めて譲渡禁止特約の有無を確認すべきであったとして，重過失を認めた⁷⁾。

本判決は，改正前民法 466 条 2 項について譲受人の重過失が認定された一事例としての意義を有する。ただし，改正民法 466 条 3 項にいう重過失について，同様の判断がされるべきかについては慎重な検討が必要である。というのも，先述のとおり，本件のように譲渡禁止（制限）特約の効力の問題を扱いつつ，実は債権の譲渡人の責任財産の範囲をめぐる争うケースは改正法下では想定しづらい。改正法における民法 466 条 3 項の役割は，債務者の保護に特化したものとなっているが，債務者には供託の手段も認められており（民法 466 条の 2），広く重過失を認定する必要性が乏しいからである。

（2）預金の帰属

今期は，預金取引に関連する裁判例が多く公刊されているが，そのうち，預金債権の帰属に関する裁判例を取り上げる。預金債権の帰属については，無記名定期預金（最判昭和 48 年 3 月 27 日民集 27 卷 2 号 376 頁等）や記名式定期預金（最判昭和 52 年 8 月 9 日民集 31 卷 4 号 742 頁等）に関するかつての判例が出捐者に帰属するとする立場に立っていたのに対して，近年の判例は，具体的な事案に即した判断を行っている（最判平成 15 年 2 月 21 日民集 57 卷 2 号 95 頁，最判平成 15 年 6 月 12 日民集 57 卷 6 号 563 頁⁸⁾）。今期の下級審裁判例は，このような流れにいくつかの事例判断を付け加えた意義を有している。

東京地判令和 5 年 2 月 16 日金法 2229 号 54 頁においては，架空名義の預金の帰属が問題となった。「A」という名の女性が，財産隠しの目的で「A」という架空の男性名義で Y 銀行に普通預金口座を開設していたところ死亡し，相続人である X が払い戻し請求をしたものの Y がこれに応じなかったことから，X が，主位的請求として不法行為にもとづく損害賠償，予備的請求として預金の払戻および遅延損害金の支払を求めて訴えたのが本件である。裁判所は，①本件口座を

開設したのがAであったこと、②それ以降の管理をしたのもAであったこと、③預金の出捐者がAであったことから、本件預金の預金者はAであると認定した。その上で、預金者の確定に時間を要した原因を複数認定し、Xによる不法行為にもとづく損害賠償請求を退け、また判決確定前の遅延損害金の発生を否定した。

東京地判令和5年7月18日金判1681号38頁は、預金の帰属をめぐる親子間の紛争についての判断である。Yは、将来親Xとともに海外旅行に行くことを想定し、そのための資金を貯蓄する目的で、Xの名義で、A銀行に普通預金口座および外貨定期預金口座を開設した。Yは、本件普通預金口座に給与の一部である5万円を毎月入金し、一定の貯蓄ができた際には、外貨定期預金口座に振替を行っていた。その後、本件普通預金口座には、Xが保有する株式の売却代金として、814万円余りが入金された。一方、Xは、後見開始の審判を受け、主な収入は年金であったことから、Yが食費、日用品費、デイサービスの費用等、少なくとも444万円を立て替えていた。Yが本件普通預金口座から合計750万円を出金したことについて、Xが不当利得（立替金返還請求権との相殺により残額約305万円）の返還を求めて訴え、これに対してYは、本件口座がYに帰属することの確認を求めて反訴した。裁判所は、750万円の出金についてはXに帰属する株式の売却代金を原資とするものであるとして不当利得返還請求を認容する一方、①本件口座がYによる取引に便宜な箇所に開設されたこと、②本件口座の入金数の大半がYの出捐によるものであること、③キャッシュカードをYが管理していたことを総合し、本件口座の預金者はYであると認めた。本件事案の特殊性は、第一に、銀行と預金者との間の紛争ではないこと、第二に、Yが不当利得の返還を争っていないことにある。本判決が、預金口座の帰属をYであるとするのに対して、Yによる当該口座からの一部出金を不当利得であると認定している点が注目される。

また、誤振込みに関する東京高判令和6年1月25日金判1692号32頁がある。本件では、Y銀行に開設されたA名義の口座に、Xが誤って振込みをしたところ、YがAに対して有する貸金債権に充当したことについて、Xが不法行為にもとづく損害賠償または不当利得の返還を求めて訴えた。なお、本件事案には以下のような特殊な点がある。Aはアパートのオーナーであり、YはAに対して投資用不動産融資を行っていた。アパートの管理の委託を受けた不動産業者で

ある X が、A に代わって受領した賃料等を上記口座に送金し、Y が貸付債権に充当していた。ところが後に、Y はシェアハウス向けの不正融資を理由として銀行法 26 条 1 項にもとづく行政処分を受け、個々の債務者に対して適切な対応を行うための態勢の確立等を実行すべき旨命じられたため、A が不正融資被害弁護団を通じて返済停止を申し入れたが、Y はこれを拒絶した。そこで、A と X は、賃料等を他行の A 名義の口座に送金する旨の合意をしたが、X の従業員の不注意により Y 銀行の口座に送金されてしまったことから本件の紛争が生じた。つまり、本件は、本来他人に帰属するはずだった預金について銀行が相殺権を行使した場合とは異なる事案である。原審は、本件充当が社会通念に照らし著しく相当性を欠くものとはいえない等として不法行為や不当利得の成立を否定し、本判決も原審と同様の判断を下した。

(3) ファクタリング

振込詐欺救済法（犯罪利用預金口座等に係る資金による被害回復分配当金の支払等に関する法律）に関連する裁判例も複数みられたが、このうち、ファクタリング取引に関連するものを取り上げる。

振込詐欺救済法 3 条 1 項は、「金融機関は、当該金融機関の預金口座等について、捜査機関等から当該預金口座等の不正な利用に関する情報の提供があることその他の事情を勘案して犯罪利用預金口座等である疑いがあると認めるときは、当該預金口座等に係る取引の停止等の措置を適切に講ずるものとする」と規定している。東京地判令和 5 年 1 月 18 日判時 2602 号 17 頁においては、弁護士による同項にもとづく情報提供が問題となった。建設業者 A がファクタリング業者 X に対して売掛債権を譲渡した後、A から債務整理の依頼を受けた弁護士 Y が、X がいわゆる「ヤミ金融業者」であると判断し、売掛債権の回収金の振込口座がある B 銀行に対して情報提供を行い、預金取引の停止または口座の解約を求めた。B 銀行が本件口座の取引を停止する措置を講じたことに対して、X は、本件口座は振込詐欺救済法の適用対象ではなく、Y が本件情報提供を行ったことには法情報調査および事実調査を怠った過失があると主張して、不法行為にもとづく損害賠償を請求した。裁判所は、本件ファクタリング取引が「金銭の貸付け」に該当し、貸金業法および出資法に違反すると解する相当の根拠があったとして、X の主張を退けた。この判断に際して、裁判所は、本件ファクタリング取引の契約条項を精査し、X が譲渡債権の回収不能リスクをほとんど負ってい

ないことを指摘している。前期（金融法研究40号）の本欄において、ファクタリングに関する裁判例を紹介したが、本件は、これらの裁判例に連なるものとしても意義を有する。

（4）口座名義人の責任（共同不法行為）

いわゆる振り込め詐欺に関連して、振込先として使用された口座の名義人について、幫助による共同不法行為責任（民法719条2項）が認められた事例として、東京地判令和5年2月22日判時2592号101頁がある。本件においては口座名義人としてY₁～Y₆の6名の被告が損害賠償を請求されているが、このうち、キャッシュカードを入れた財布を落としたと主張した被告Y₅については不法行為責任が否定された。これに対して、自らキャッシュカードを提供した者については、犯罪収益移転防止法の規律をも踏まえて、「キャッシュカード及び暗証番号を第三者に提供する行為が……犯罪につながりかねないものであることは、社会常識として一般に明らか」であり「預金口座が不正に利用されることを認識し得た」として、過失による幫助の責任が認められた。なお、Yらは各自、詐欺行為の実行者との間で共同不法行為責任を負うとされた。

近年、多数の者が部分的に関与する取引的不法行為との関係で、幫助による共同不法行為責任が注目を集めているところ⁹⁹、口座名義人の責任については、肯定例（東京地判平成28年3月23日判時2318号40頁）と否定例（東京高判平成26年1月15日判例集未登載）とが分かれている。本判決は、この問題についての肯定例を加えたものである。

4 家族法分野の下級審裁判例

福岡高決令和5年2月6日判時2606号83頁においては、婚姻費用の算定における暗号資産取引による利益の位置づけが問題となった。

民法760条は「夫婦は、その資産、収入その他一切の事情を考慮して、婚姻から生ずる費用を分担する」と規定しており、同条にもとづく婚姻費用分担請求は、夫婦が別居中であっても認められる¹⁰⁰。分担の対象となるのは、主として恒常的に発生する生活費であることから、夫婦の収入を基礎として分担額が算定されるのが通常であり¹⁰¹、実務上は、2019年に司法研修所が公表した「改訂標準算定方式・算定表（令和元年版）」が参照されている¹⁰²。当該算定表は、権利者の年収および義務者の年収を指標として用いていることから、「年収」に何が含まれる

かが問題となる。

本件婚姻費用分担請求審判における相手方には、664万円余の給与所得があるのに加えて、暗号資産の取引により443万円余の所得があった。原審は、確定申告書の記載にもとづき、相手方が暗号資産取引により継続的に収益を得ていたものと認定し、分担額の算定に際して、これを収入に組み込んだ計算を行い、毎月23万円の支払いを命じた。これに対して本決定は、①婚姻後に暗号資産の売却等により継続的に収益を得ていたとは認められないこと、②暗号資産の売却等は、実質的夫婦共有財産の保有形態を他の暗号資産や現金に変更するものにすぎないことを指摘し、当該利益が税務上所得として把握されていたとしても婚姻費用算定上の収入とみることが相当でないとし、分担額を毎月14万円に減額した。

本件以前の投資収益に関する例としては、株式の配当が夫婦の生活費に供されていたわけではないことを理由として、婚姻費用算定上の収入とすることを否定した神戸家伊丹支審平成30年3月23日判時2407号30頁がある。また、本件では、暗号資産取引による収入とは別に、従業員持株会に加入して保有する株式の配当金の扱いも問題となったが、配当金は再投資が予定されており生活費の原資とされていないことを理由として、収入に算入されなかった。

学説上は、分担額の決定に際して考慮される「収入」としては、給料その他の労働の対価に加えて、資産から生じる収益（果実）も含まれると説明されることがある²³。一方、公刊された審判という限定的な例に過ぎないものではあるが、実務上は、投資収益について、①継続的な収益であるか否か、②継続的な収益であるとしてもそれが生活費に充てられていたか否かを基準として、「収入」に算定されるか否かが決せられているようである。

確かに、投資による収益のうち特にキャピタルゲインについては、本決定がいうように夫婦の財産が形を変えたものにすぎないと評価することもできる。しかし、一旦現金化された財産は費消・隠匿が容易になり、後に夫婦が離婚に至った場合に財産分与（民法768条）の原資となるか不安がある。また、争いがあるものの、婚姻費用の分担の趣旨を生活保持義務の履行であるとみて、配偶者および子に自己と同一水準の生活を保障しなければならないと解するとすれば、投資収益を考慮外とするのは適切ではないにも思われる。税制上の優遇等により投資がより一般的になりつつある現在、婚姻費用における投資収益の位置づけについて、議論の蓄積が必要であろう。

〔注〕

- (1) 本件についての評釈として、田中貴一・金法2226号(2024年)4頁、小笠原奈菜・法教523号(2024年)102頁、岩川隆嗣・金法2233号(2024年)38頁、谷本陽一・法セミ833号(2024年)120頁、深川裕佳・法セミ835号(2024年)110頁、白石大・新判例解説 Watch民法(財産法)No.261(2024年)、小山泰史・金判1700号(2024年)12頁、測山嵩央・一橋法学23巻3号(2024年)1265頁等がある。
- (2) なお、厳密に言えば平成21年最判を平成13年最判に連なるものと位置付けることができないのではないかとの問題意識について、拙稿・平成21年最判判批・立教法務研究3号(2010年)133頁がある。
- (3) 川崎直也「判解」ジュリスト1602号(2024年)115頁。
- (4) なお、調査官解説(前掲注(3))は、契約自由の原則のもと、将来賃料に関する相殺合意が一切許されないと解されないと立場を明らかにしている。
- (5) 始関正光・高橋康文編著『一問一答 電子記録債権法』(商事法務, 2008年)85-86頁, 89頁。
- (6) 前田志織「本件判解」ジュリスト1594号(2024年)112頁。なお、この点については、本件の評釈においても賛否が分かれている。本判決を肯定的に評価するものとして本多知則・金法2229号(2024年)30頁、原決定の方を評価するものとして池邊摩依・新判例解説 Watch34号(2024年)141頁がある。
- (7) 池邊・前掲注(6)、堀清史・法教516号(2023年)113頁。
- (8) 本多・前掲注(6)は、原因債権と電子記録債権の両方を差し押さえる場合について、超過差押禁止の原則の適用を否定する解釈論を展開している。
- (9) 山本敬三編『新注釈民法(2)Ⅱ総則(2)』(有斐閣, 2024年)53頁[中舎寛樹]。
- (10) なお、本判決は、最判平成23年9月30日集民237号655頁を参照し、本件取引1から生じた過払金返還債務について Y_2 が併存的債務引受をしたことを認定している。
- (11) 本件は平成29年民法(債権関係)改正前の民法が適用される事案であり、消滅時効期間は10年である。
- (12) 中村心・最判解民事篇平成21年度(上)84頁。
- (13) 本件は平成29年民法(債権関係)改正前の民法が適用される事案であることから、併存的債務引受の場面における原債務者と引受人との関係が問題とな

る（改正法においては民法 470 条 1 項に明文の規定がある）。この点について、本判決は、「重畳的債務引受がなされた場合には、反対に解すべき特段の事情のないかぎり、原債務者と引受人との関係について連帯債務関係が生ずるものと解するのを相当とする」とした最判昭和 41 年 12 月 20 日民集 20 卷 10 号 2139 頁を参照し、本件取引 1 から生じた過払金返還債務につき、 Y_1 と Y_2 とが連帯債務関係となるとした。そして、当該債務につき Y_1 が全部を負担する旨の条項があったことから、 Y_1 の時効の完成により Y_2 も債務を免れるとした（これに対して、改正法においては民法 441 条に相対効の原則が規定されている）。

- (14) 実際に定期預金の払戻しと預入れとが繰り返されていたことが認定されている。
- (15) 民法 466 条 1 項本文は「債権は、譲り渡すことができる。」と規定しているところ、改正前の同条 2 項は「前項の規定は、当事者が反対の意思を表示した場合には、適用しない。ただし、その意思表示は、善意の第三者に対抗することができない。」と規定していた。
- (16) 最判平成 21 年 3 月 27 日民集 63 卷 3 号 449 頁は、債権譲渡禁止特約は債務者の利益のために付されるものであるから、債権の譲渡人は「同特約の存在を理由に譲渡の無効を主張する独自の利益を有しないのであって、債務者に譲渡の無効を主張する意思があることが明らかであるなどの特段の事情がない限り、その無効を主張することは許されない」とする。
- (17) なお、本判決は若干特殊な事案についての判断である点には注意が必要である。本件では、A にファクタリング会社を紹介して取引を指南した人物（B）がおり、B は債権譲渡の代金を A から預かった後に音信不通となっている。A は、運送代金債権を譲渡したにもかかわらず代金を受け取ることができず、詐欺の被害者的な立場にある。
- (18) 加毛明「預金債権の帰属」『民法判例百選Ⅱ〔第 9 版〕』（有斐閣、2023 年）130 頁。
- (19) 大塚直編『新注釈民法(16)債権(9)』（有斐閣、2022 年）320-321 頁 [大塚直]。
- (20) 青山道夫 = 有地亨編『新版注釈民法(21)親族(1)』（有斐閣、1989 年）434 頁 [伊藤昌司]。
- (21) 二宮周平編『新注釈民法(17)親族(1)』（有斐閣、2017 年）245 頁 [犬伏由子]。

- (22) 司法研修所編『養育費，婚姻費用の算定に関する実証的研究』司法研究報告書70輯2号（法曹会，2019年）。なお，算定方式・算定法公表の経緯については，梅本圭一郎＝小河好美「婚姻費用・養育費審理の課題と展望」判タ1526号（2025年）8頁以下が詳しい。
- (23) 新版注民・前掲注(20)436頁。

●金融判例の概観●

商法研究者の視点から

東京大学准教授 行 岡 陸 彦

1 はじめに

本稿では、商法研究者である筆者の視点から、主として2024年に公刊された金融判例を概観する。前号における本欄と同様、筆者の関心により裁判例の選定に偏りがあることをあらかじめお断りしておきたい。

2 有価証券報告書等の虚偽記載

(1) 損害論について

前号では、東芝の不適切会計に関する投資家の損害賠償請求に係る裁判例として、東京地判令和3年5月13日判タ1498号180頁、福岡地判令和4年3月10日金判1642号23頁および高松地判令和5年3月28日裁判所ウェブサイトを取り上げ、組織過失および損害論に関する判旨を紹介した。その後、福岡地判・高松地判の控訴審判決が出ているので、本号では、これらの判決の損害論に関する判旨を取り上げることにしたい。いずれも、当該事案がいわゆる取得自体損害の事案（株式取得者が、有価証券報告書等の虚偽記載がなければ、その株式を取得しなかったという事案）ではないとする点で共通しつつ、虚偽記載と相当因果関係のある損害に、①虚偽記載の存在により株価が不当に高く評価された嵩上げ部分（いわゆる高値取得損害）に相当する部分のほか、②虚偽記載の発覚に伴う会社の信用毀損等や投資者の過剰反応（いわゆるろうばい売り）による株価下落分が含まれるかどうかについての判断が分かれており、注目に値する。

まず、福岡高判令和6年2月15日令和4年（ネ）第415号（判例集未登載）については、次の2つの判旨が重要であると思われる。第1は、虚偽記載の開始前に取得された株式についての損害賠償請求の可否である。原判決（前掲福岡地判令和4年3月10日）は、虚偽記載の開始前に取得された株式についても、（上記①の高値取得損害は否定しつつ）上記②の信用毀損や過剰反応に起因する株価下落分の損害賠償を認めていたのに対し、控訴審判決は、本件における不法行為（虚偽記載のある有価証券報告書等の開示）の救済の対象となるべき者は、当該

不法行為を前提として投資判断をせざるを得なかった者とみるべきであるとし、「当該不法行為と相当因果関係のある損害が生じた株式は、本件有価証券報告書等のうち虚偽記載のあるものが公衆の縦覧に供された後に取得された株式に限られるというべきである」と判示した。

第2は、虚偽記載の発覚による信用毀損等やろうばい売りに起因する株価下落分（上記②の損害）についての損害賠償請求の可否である。控訴審判決は、原判決と同じく、これを虚偽記載と相当因果関係のある損害であると判断した。いわく、「1審被告株式が多数の投資者によって保有されることが想定されている上場株式であることからすれば、有価証券報告書等の虚偽記載及びその発覚によって、信用棄損や過剰反応等から1審被告株式が値下がりすることは通常予想される事態であるから、このような株価下落についても、有価証券報告書等の虚偽記載という不法行為と相当因果関係のある損害と認めるのが相当である」。前号でも述べたように、これは従来最高裁が示してきた立場（最判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁〔西武鉄道事件〕・最判平成24年3月13日民集66巻5号1957頁〔ライブドア事件〕）と整合的な判断であると考えられる。

これに対し、高松高判令和6年4月18日令和5年（ネ）157号（判例集未登載）は、原判決（前掲高松地判令和5年3月28日）と同様、信用毀損やろうばい売りに起因する株価下落相当額について、虚偽記載との相当因果関係を否定した。いわく、「株主が、虚偽記載がなければ当該株式を取得しなかったとはいえない場合、当該株主は、虚偽記載がなかったとしても当該株式を取得するという判断をして、株主としての地位に内在するリスクを引き受けたものといわざるを得ない。そして、……信用毀損やろうばい売り等による株価下落は、当該会社の全株主が等しく負担するリスクが顕在化したものであるから、虚偽記載がなければ当該株式を取得しなかったとはいえない投資者は、虚偽記載がなかったとしても、全ての株主が等しく被るべき信用毀損やろうばい売り等による株価下落という経済的損失は被っていたはずであり、これらの損失は、虚偽記載と相当因果関係のある損害には含まれないと解するのが相当である。また、虚偽記載がなければ当該株式を取得しなかったとはいえない投資者について、信用毀損及びろうばい売りによる株価下落について会社に対する損害賠償を認めることは、他の株主の犠牲のもとに、一部の投資者のみが損害の補填を受けることを認める結果となり、不合理である」。前号でも述べたように、かかる判断は、理論的な観点から

は魅力を覚えるが、上記の最高裁判例との整合性が問題となるように思われる。

以上のように、取得自体損害とはいえない事案において、虚偽記載と相当因果関係のある損害に、信用毀損やろうばい売りに起因する株価下落分が含まれるかどうかについて、高裁レベルでの判断が分かれる状況となった。これは、上記の最高裁判決当時から評価の分かれていた重要な解釈上の論点であり（ライブドア事件判決の岡部喜代子反対意見を参照）、最高裁の判断が待たれるところである（判例変更の必要性を主張するものとして、藤林大地「高値取得損害事案における虚偽記載と相当因果関係のある損害の意義：ライブドア事件最高裁判決の判例変更の必要性」金融法務事情 2239号〔2024年〕34頁参照）。

（2）いわゆる実質株主について

海外の機関投資家が日本の上場株式に投資する場合、当該機関投資家から委託を受けたカストディアンが振替口座簿上の名義人となることがある（金融法委員会「グローバル・カストディサービスに係る論点整理」〔2022年2月28日〕参照）。この場合、振替口座簿上の名義人ではない当該機関投資家が、発行会社等に対し、有価証券報告書等の虚偽記載を理由とする損害賠償請求をなしうるかが問題となるが、この点について一定の判断を示した東京地判令和5年12月21日資料版商事480号122頁（東芝事件）の判旨を紹介する。

まず、カストディアン名義で株式を取得したと主張する者（非名義株主原告）が、金商法21条の2にいう「取得した者」に該当するかどうかについて、「金商法21条の2第1項は、同項の適用対象となる者について、『有価証券を…取得した者』と規定しており、この文言に照らすと、振替株式の譲渡に対応する振替口座簿上の増加記録を受けた者すなわち名義株主が、金商法2条2項により有価証券とみなされる有価証券表示権利を取得した者として、これに当たると解することが、社債等振替法の規律を踏まえた自然な文理解釈というべきである。／そして、金商法21条の2は、有価証券報告書等の虚偽記載等によって損害を被った投資家の保護の見地から、一般不法行為の規定の特則として、その立証責任を緩和した規定であり（最高裁平成……24年3月13日第三小法廷判決・民集66巻5号1957頁参照）、同条の適用範囲は安易に拡大すべきではない。／以上のことからすれば、自己の振替口座簿に増加記録を受けた名義株主が上記『取得した者』に当たると解するのが相当である」と判示した。

また、非名義株主原告が不法行為に基づく損害賠償責任（民法709条、715条、

会社法 350 条)を追及できるかについて、「振替株式の価値の毀損が生じたこと
によって直接的に損害を被るのはあくまでその所有者である(株主権を有する)
名義株主である。……そして、非名義株主原告において、直接の被害者である名
義株主には生じない独自の損害(いわゆる間接損害)が発生したとはうかがわれ
ない。もとより非名義株主原告は、株主権を有せず、名義株主に対する債権を有
するのみであるところ、上記のとおり被告の行為により直接損害を被ったのは名
義株主であり、非名義株主原告主張の損害はそれと同じ損害であり独自の損害で
はないこと、本件における被告による侵害態様や、被告が非名義株主原告の名義
株主に対する債権を害する故意を有していたとは認められないこと、社債等振替
法を含む会社法の秩序等を併せ考慮すると、被告が非名義株主原告の債権を侵害
する不法行為をしたと認めることもできない」と判示した。

3 有価証券の販売・勧誘

(1) レセプト債の販売

前号では、レセプト債事件に関する金沢地判令和4年5月26日金判1653号2
頁および名古屋地判令和4年4月19日判時2549号66頁を取り上げ、販売証券
会社(主幹事社でないもの)の責任に関する判旨を取り上げた。その後、名古屋
地判の控訴審判決である名古屋高判令和6年4月25日先物取引裁判例集88巻
33頁は、原判決の判旨を概ね支持した上で、次のように判示した。

まず、一般論として、「金融商品取引業者は、顧客に対し誠実かつ公正にその
業務を遂行すべき義務を負う(金融商品取引業法36条1項〔筆者注：現行法上
は、金融サービス提供法2条1項参照〕)。控訴人T証券は、金融商品取引業者
であるのだから、顧客に対して金融商品を販売するに際し、虚偽の表示をするこ
とのないように、誠実かつ公正に商品審査をすべき義務を負うというべきであ
る」として、顧客に虚偽の表示をしないための商品審査義務を肯定する。

その上で、本件で問題となったレセプト債は、そもそも集められた資金が診療
報酬債権の買取りのみに使用されることが担保されておらず、かつ資金が流用さ
れないよう監視する仕組みも整えられていないという点で「非常に大きなリスク
を内包した、安全性の低い商品」であり、控訴人T証券は、そのことを目論見
書から「十分理解することが可能であった」にもかかわらず、安易にA証券
〔筆者注：主幹事社〕のセールストークともいうべき説明を鵜呑みにして、必要

な検討を行わず、その結果、原告らに対して本来表示すべきだった上記リスクの表示をせず、あまつさえ、当該レセプト債が非常に安全性の高い商品である旨の説明をして購入させたのであるから、少なくとも重大な過失により『虚偽の表示』（金商法 38 条 8 号、金商業等府令 117 条 1 項 2 号）をしたものであるとして、不法行為責任を肯定した。

なお、前号で取り上げたように、原判決は、当該販売証券会社は、レセプト債が真実診療報酬債権を裏付けとするものといえるかを調査する義務を負うことから、「当然、A 証券等から追加資料の提供を受け、合理的な説明がされるまでの間、本件各社債の私募の取扱いを中止すべきである」として、調査義務を尽くすまで私募の取扱いを中止すべき義務の存在を示唆していたが、控訴審判決では、原判決の当該判示部分は修正され、上記のとおり、あくまで顧客に対する虚偽の表示を理由として不法行為責任が肯定されている。

(2) ソーシャルレンディングの取得勧誘

ソーシャルレンディング事業を営む事業型ファンドに関して、投資家が取得勧誘（募集または私募の取扱い）を行った第二種金融商品取引業者に対して損害賠償を請求する事案が散見されている。ここでは、第二種金融商品取引業者である M 社に関する 2 つの公判裁判例の判旨を紹介しておきたい。

第 1 は、東京高判令和 6 年 2 月 14 日金判 1699 号 28 頁（原審：東京地判令和 4 年 7 月 22 日金判 1666 号 34 頁）である。M 社は、訴外 A 社の委託に基づき、A 社が営業者となってソーシャルレンディング事業を営むファンド（本件ファンド）の持分について、M 社が管理するウェブサイト（本件ウェブサイト）上で取得勧誘を行った。本件ファンドは、A 社が投資家から出資を受けた資金を B 社に貸し付け、B 社がこれを最終貸付先である C 社に貸し付けるという形で運営された。ところが、C 社は、本件ファンドから調達した資金を自己固有の事業に係る資金と分別管理しておらず、本件ウェブサイト上の募集画面（本件募集画面）に明示されていない用途に支出していた（目的外使用）。本判決は、本件ファンドの取得勧誘は、客観的には（平成 29 年改正前の）金商法 38 条 8 号、金商業等府令 117 条 1 項 2 号にいう「虚偽の表示」または「重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示」に該当すると認定した上で、M 社の投資家に対する不法行為責任につき次のように判示した。「同規定〔筆者注：金商法 38 条 8 号、金商業等府令 117 条 1 項 2 号〕は、公法上の規制に係るものであるが、投資家保護

のために定められたものであり、こうした勧誘に関する虚偽表示等を行うことは、投資家の適切な投資判断を誤らせるものであって、その利害に直接関わる事柄であるから、M社においては、本件ファンドの取得勧誘に応じて出資した原審原告らとの関係でも、当該勧誘に関する表示が事実と異なり、又は投資判断に重要な影響を及ぼすような事項について誤解を生じさせる内容とならないよう注意すべき義務を負っていた。そして、本件における目的外使用のうち、①M社の子会社であるD社に対する借入金の返済に充てられた部分について、M社が「実質的に利益相反の関係に立つことになり、投資家の利益が不当に害されるリスクの高い行為」であり、「本件募集画面において、その用途に関する表示として、こうした関係を明示すべき義務があった」にもかかわらず、M社は、ファンド資金の用途について、単に「開発資金」、「追加開発資金」、「リファイナンス」等と表示したにとどまっていたことから、「投資判断に重要な影響を及ぼすような事項について、あえて誤解を生じさせる内容の表示をして本件ファンドの取得勧誘を行った」ものとして、当該義務に違反したものと判示した。また、②C社の先行投資分の費用回収名目での流用について、「金融商品取引業者として、本件ファンドの取得勧誘を行うに当たり、その用途に関する表示が事実と異なり、又は投資判断に重要な影響を及ぼすような事項について誤解を生じさせる内容とならないよう、相当な方法により当該表示の適確性について確認すべき義務」があるところ、M社は、過失によりかかる確認義務を怠ったと判示した。

第2は、東京地判令和5年6月26日証券取引被害判例セレクト61巻51頁である。これは、上記A社とは異なる会社を営業者とするソーシャルレンディング・ファンド持分（本件各匿名組合契約）の取得勧誘に関して、M社が投資家から責任追及された事案である。本件各匿名組合契約の勧誘当時、M社は、ウェブサイト上に、M社が最終貸付先事業者の財務諸表等を含む資料を受領してその財務状況等を審査し、当該審査を通過したもののみが募集開始となっていること、投資家の出資金元本の保全のため、安全性を最優先に審査していることなどを示す内容の表示をしていたところ、本判決は、「被告会社は、本件各匿名組合契約に係るファンドの勧誘に際し、本件最終貸付先事業者の財務諸表等に基づいて慎重な審査を行っているかのように説明して取り扱うファンドの安全性を強調するのであれば、投資家を誤解させ判断を誤らせることのないように、本件最終貸付先事業者の財務状況が債務超過の状態であったことについても説明すべ

き注意義務があり、それは、投資家である原告との関係においても存在したものと認められる」とし、それにも拘わらず、M社は、本件最終貸付先事業者の財務状況・支払能力について投資家に誤信させる表示を行ったものであり、上記の注意義務に違反したものであると判示した。本判決は、かかる私法上の注意義務を導出するにあたって、金商法の規定（金商法38条9号、金商業等府令117条1項2号）のほか、金商法上の認定金融商品取引業協会である第二種金融商品取引業協会が定める自主規制規則である「事業型ファンドの私募の取扱い等に関する規則」（平成29年6月19日）の規定をも参照している点に特徴がある。

（3）仕組債の販売・勧誘

仕組債の販売・勧誘に関して証券会社の適合性原則・説明義務違反が争われた事案である東京地判令和5年11月22日金判1690号26頁は、原告の主張に応じて、仕組債の「実質コスト」（元本と公正価値の差）に言及している点に特徴がある。本判決いわく、原告の依頼を受けた会社が算定した本件仕組債の実質コストは約32～55%に及ぶこと、とりわけ期間10年の仕組債は投機性が高いものといえることなどから、「現時点でみれば、本件仕組債が一般顧客に幅広く取引を推奨するのに適した金融商品であったとは必ずしもいえないと考えられる」という。もっとも、「原告が依拠する上記の算定結果はあくまで理論値であり、当該仕組債の絶対的な価値を示すものとはいえないし、仮にそれを前提としても、要するに、リスクとリターンの比較において、本件仕組債がその販売価格に見合う価値を有しないということであって、当該リスクとリターンの内容が購入者に示されている以上、直ちに販売自体が許されないとまでいうことは困難である」などとして、「本件仕組債が金融商品としての適格性を欠き、販売勧誘自体が公序良俗に反して違法であるとまでは認められない」と判示した。また、当該事案の事実関係に照らして、結論として適合性原則や説明義務等に違反するともいえないと判断した。

本判決で言及されている「実質コスト」とは、金融庁が2022年に公表した「資産運用業高度化プログレスレポート2022」において用いられている概念である（拙稿「金融商品の販売・勧誘に対する法的規律——金融商品取引法の観点から」ジュリスト1594号〔2024年〕104頁参照）。金融商品取引業者等が実質コストの高い商品を顧客に勧誘したとしても、それが直ちに適合性原則違反と評価されるわけではなからうが、実質コストが高く、顧客の資産形成の観点から合理性

の乏しい商品を販売・勧誘することは、金融サービス提供法2条1項が定める「顧客等の最善の利益を勘案しつつ、顧客等に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない」義務に違反すると評価すべき場合もありうるように思われる。

4 短期売買差益返還請求

市場内での株式買集めに対抗するために、対象会社が株主総会のMoM決議による承認を受けた買収防衛策が適法とされたことで著名な東京機械製作所事件（東京高決令和3年11月9日資料版商事453号98頁）に関連して、当該対象会社（東京機械製作所）が、当該買付者（アジア開発キャピタル）の完全子会社である投資会社を被告として、金商法164条1項に基づく短期売買利益提供を請求した事案として、東京高判令和6年7月31日金判1705号18頁（原審：東京地判令和5年12月6日判時2593号62頁）がある。

本件において、被告は、対象会社の株式買集めに際して、制度信用取引による株式の信用買い（本件買付け）をし、その約1か月半後に信用決済（返済売り）としての株式の売却（本件売付け）をしていたところ、これら一連の取引（本件短期売買）が金商法164条1項に規定する主要株主による短期売買に該当するかどうかが問題となった。その背後には、当時、証券金融会社が貸借取引の申込停止措置を実施していたため、現引き（信用取引による買付けを行っている投資家が、買付代金相当額を証券会社に支払って融資を返済し、担保となっている買付株式を引き取ること）が不可能な状況だったという特殊な事情があった。

被告側は、(i)本件売付けは、それと同額・同数の現物株を購入する取引（本件現物買い）と同時にを行うクロス取引としてなされたものであるから、①「売付け等」（金商法164条1項）に該当せず、また、②「利益を得た場合」（同項）にも当たらない、(ii)本件売付けは、①制度信用取引により買い建てた株式を現物株化するためにクロス取引として行われたものであり、②証券金融会社による貸借取引の申込停止措置の実施により現引きが選択できない状況下において行われたものであることから、「類型的にみて取引の態様自体から上記秘密〔一般投資家の知り得ない内部情報〕を不当に利用することが認められない場合」（最大判平成14年2月13日民集56巻2号331頁）（類型的適用除外取引）に該当する、などと主張して争った。

本判決は、上記(i)の点については、①「本件売付けと本件現物買いとは、法的には別個の取引であって、独立した二つの取引が同時に行われたに過ぎないから、本件売付けが金商法 164 条 1 項にいう『売付け等』に該当するか否かも個別に判断すべき事項である。そして、本件売付けは、金銭を対価として原告株式の所有権を移転させる取引であるから、同項にいう『売付け等』に当たるといふべきである」、②「短期売買利益の算定方法については、金商法 164 条 9 項が内閣府令で定めることを規定しており、これを受けて内閣府令〔筆者注：有価証券の取引等の規制に関する内閣府令〕34 条がその算定方法を定めている。……被告の上記主張は、本件売付けと本件現物買いとを組み合わせて、利益がない旨を主張するものであるが、内閣府令 34 条が定める算定方法とは異なる独自の算定方法に基づくものであり、採用することができない」として被告側の主張を斥けた原判決の判断を支持した。

また、上記(ii)の点については、「類型的適用除外取引に該当するか否かの判断に当たっては、取引に関する個別的な事情や、取引主体における主観的事情（取引の目的・動機など）を考慮に入れることは許されない」との一般論を述べた上で、①「制度信用取引における返済売りとして行われた本件売付けとそれと同時に行われた株式の現物買いとは、取引市場を介して、それぞれが独立した取引としてなされるものであるから、それらがクロス取引を構成するという上記①の事情それ自体は、本件売付けに係る取引の態様を直ちに決するものとはいえない」とし、また、②「上記②の状況は、控訴人が、株式の現物買いをせず制度信用取引により信用買いをすることを選択し、さらに、買い建玉の現引きが選択不可能であった特定の期間内に返済売りとして本件売付けを行うことを選択したことが前提となって生じた個別的な事情である。加えて、上記②の状況は、控訴人が、制度信用取引を行ってそれを現引きで決済することと同じ効果を得ることを意図していたからこそ問題となるものであって、これを考慮要素として採り上げるとは、取引主体における主観的事情（取引の目的・動機など）を考慮に入れることに他ならない」として被告側の主張を斥けた。

●金融判例の概観●

手続法研究者の視点から

法政大学教授 杉本和士

1 はじめに

本稿において筆者に与えられたテーマは、民事手続法研究者の視点からの金融判例の概観である。ここでいう「民事手続法」とは、金融判例に直接関係する法分野として、主に①民事訴訟法、②民事執行・保全法及び③倒産法を想定している。

今回は、令和6年(2024年)の金融判例を振り返り、同年1月から12月までの1年間に現れた裁判例が対象となる。

なお、倒産法関係では、令和6年において最高裁判例のみならず、採り上げるべき高裁判例さえも現れていない。そこで、昨年の裁判例ではあるものの、金融取引実務との関係で特に重要と思われる令和5年高裁判例1件を採り上げることとする。

2 民事訴訟法関係

(1) 最判令和6年3月12日民集78巻1号1頁

本判決は、特定適格消費者団体X(原告・控訴人・上诉人)が、Y(被告・被控訴人・被被告人)らが本件対象消費者に対して虚偽又は実際とは著しくかけ離れた誇大な効果を強調した説明をして商品を販売するなどしたことが不法行為に該当すると主張して、Yらに対し、消費者の財産的被害の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律(平成29年法律第45号による改正前)3条1項5号又は同改正後の同項4号に基づき、Yらが本件対象消費者に対して上記商品の売買代金相当額等の損害賠償義務を負うべきことの確認を求め、同法2条4号所定の共通義務確認の訴えをしたという事案に関するものである。本判決は、以下のとおり、同法3条4項にいう「簡易確定手続において対象債権の存否及び内容を適切かつ迅速に判断することが困難であると認めるとき」(支配性の要件)の該当性に関する判断を示し、結論として、上記要件の該当性を肯定した原判決を破棄し、第1審裁判所に差し戻した。

まず、上記要件の一般的な解釈について、「法は、消費者契約に関して相当多数の消費者に生じた財産的被害を集団的に回復するため、共通義務確認訴訟において、事業者がこれらの消費者に対して共通の原因に基づき金銭の支払義務を負うべきことが確認された場合に、当該訴訟の結果を前提として、簡易確定手続において、対象債権の存否及び内容に関し、個々の消費者の個別の事情について審理判断をすることを予定している（2条4号、7号参照）。そうすると、法3条4項により簡易確定手続において対象債権の存否及び内容を適切かつ迅速に判断することが困難であるとして共通義務確認の訴えを却下することができるのは、個々の消費者の対象債権の存否及び内容に関して審理判断をすることが予想される争点の多寡及び内容、当該争点に関する個々の消費者の個別の事情の共通性及び重要性、想定される審理内容等に照らして、消費者ごとに相当程度の審理を要する場合であると解される。」と説く。

その上で、本件事案に関して、「これを本件についてみると、Xが主張するYらの不法行為の内容は、Yらが本件対象消費者に対して仮想通貨に関し誰でも確実に稼ぐことができる簡単な方法があるなどとして、本件各商品につき虚偽又は実際とは著しくかけ離れた誇大な効果を強調した説明をしてこれらを販売するなどしたというものであるところ、前記事実関係によれば、Yらの説明は本件ウェブサイトに掲載された文言や本件動画によって行われたものであるから、本件対象消費者が上記説明を受けて本件各商品を購入したという主要な経緯は共通しているといえることができる上、その説明から生じ得る誤信の内容も共通しているといえることができる。そして、本件各商品は、投資対象である仮想通貨の内容等を解説し、又は取引のためのシステム等を提供するものにすぎず、仮想通貨への投資そのものではないことからすれば、過失相殺の審理において、本件対象消費者ごとに仮想通貨への投資を含む投資の知識や経験の有無及び程度を考慮する必要性が高いとはいえない。また、本件対象消費者につき、過失相殺をするかどうか及び仮に過失相殺をすればした場合のその過失の割合が争われたときには、簡易確定手続を行うこととなる裁判所において、適切な審理運営上の工夫を講ずることも考えられる。これらの事情に照らせば、過失相殺に関して本件対象消費者ごとに相当程度の審理を要するとはいえない。さらに、上記のとおり、本件対象消費者が上記説明を受けて本件各商品を購入したという主要な経緯は共通しているところ、上記説明から生じた誤信に基づき本件対象消費者が本件各商品を購

入したと考えることには合理性があることに鑑みれば、本件対象消費者ごとに因果関係の存否に関する事情が様々であるとはいえないから、因果関係に関して本件対象消費者ごとに相当程度の審理を要するとはいえない。」として、「過失相殺及び因果関係に関する審理判断を理由として、本件について、法3条4項にいう『簡易確定手続において対象債権の存否及び内容を適切かつ迅速に判断することが困難であると認めるとき』に該当するとした原審の判断には、同項の解釈適用を誤った違法がある」と判示し、加えて、「他に予想される当事者の主張等を考慮し、個々の消費者の対象債権の存否及び内容に関して審理判断をすることが予想される争点の多寡及び内容等に照らしても、本件対象消費者ごとに相当程度の審理を要するとはいえない。」と説く（なお、林道晴裁判官の補足意見とこれに同調する旨の宇賀克也裁判官の補足意見がある）。

集団的消費者被害回復裁判手続の利用件数は現時点において未だに数少ないものの、本判決は、同手続の第1段階を構成する共通義務確認訴訟に関する支配性要件の解釈を明らかにした点において、上記手続の今後の利用可能性に向けて重要な意義を有する。

(2) 最決令和6年7月8日裁判所ウェブサイト

本決定は、基本事件の原告人株式会社X（申立人）が、基本事件の訴訟記録のうち、上告受理申立て理由補充書の一部の記載（以下「本件記載部分」という。）につき、民事訴訟法92条1項2号の営業秘密に該当するとして、閲覧等の制限の申立てをした事案に関して、上記申立てにつき理由がないものとして却下したものである。本決定自体に特に理由は付されていないが、これに深山卓也裁判官の補足意見が付されている。同意見は、訴訟記録の閲覧等の制限の申立てにおける営業秘密該当性の判断の在り方として参考になるので、以下において紹介する。

まず、「民事訴訟法92条が規定する秘密保護のための閲覧等の制限の制度は、憲法上の裁判の公開原則（憲法82条）をより徹底する趣旨から設けられた訴訟記録の公開制度（民事訴訟法91条）の重大な例外であることから、保護されるべき秘密を必要最小限のものに限定しており、同法92条1項2号括弧書きが営業秘密を『不正競争防止法第2条第6項に規定する営業秘密』、すなわち、『秘密として管理されている生産方法、販売方法その他の事業活動に有用な技術上又は営業上の情報であって、公然と知られていないもの』をいうとして概念を明確に

しているのもその現れである。」とし、「このような民事訴訟法92条1項2号の趣旨に照らすと、訴訟記録中の一部分が同号の営業秘密に該当するとして閲覧等の制限の申立てがされた場合には、裁判所は、申立てに係る部分が同号の営業秘密に該当すること、すなわち、①秘密として管理されていること（秘密管理性）、②生産方法、販売方法その他の事業活動に有用な技術上又は営業上の情報であること（有用性）、及び③公然と知られていないものであること（非公然性）の三要件を具備していることの疎明があるか否かを慎重に検討する必要がある。」という。

その上で、「本件記載部分は、その内容自体から有用性の要件を具備していないことが明らかである上、申立人は、本件記載部分が上記三要件を具備していることの根拠となる具体的な事情を主張しておらず、何らの疎明資料も提出していない。したがって、本件申立ては、民事訴訟法92条1項2号の営業秘密に該当することの疎明を欠くものであり、理由がないものとして却下を免れないというべきである。なお、申立人が閲覧等の制限の必要性があることの理由として主張するところは、単に本件記載部分が第三者に閲覧等されることにより申立人に営業上の損失が生じかねない旨を指摘するものにすぎず、本件記載部分が営業秘密に該当することの根拠となる事情とはいえない。」と指摘している。

なお、閲覧等の制限の申立てに対する却下決定において補足意見が付されているのは異例であるように思われるが、その意図につき、「近年、民事訴訟法92条1項2号による訴訟記録の閲覧等の制限の申立てにおいて、申立てに係る部分が営業秘密に該当することの疎明が十分にされていない事案が少なからず見受けられることに鑑み、本件申立てが却下を免れない所以を補足した次第である」と述べられている。

（3）最判令和6年7月11日民集78巻3号921頁

本判決は、宗教法人であるY家庭連合（被告・被控訴人・被上告人）の信者であった亡A（原告・控訴人。原審係属中に死亡）がY家庭連合に献金をしたことについて、X（控訴人・上告人。亡Aの長女として、亡Aの訴訟上の地位を承継）が、Yらに対し、上記献金はY₁を含むY家庭連合の信者らの違法な勧誘によりされたものであるなどと主張して、不法行為に基づく損害賠償等を求めた事案に関するものである。この事案につき、本稿は、以下のとおり、宗教法人Yとその信者Aとの間において締結された書面による不起訴の合意（以下

「本件不起訴合意」という。)の有効性に関する争点についての判事部分のみ採り上げる。

本件不起訴合意の有効性について、本判決は、まず、一般論として、「特定の権利又は法律関係について裁判所に訴えを提起しないことを約する私人間の合意(以下「不起訴合意」という。)は、その効力を一律に否定すべきものではないが、裁判を受ける権利(憲法32条)を制約するものであることからすると、その有効性については慎重に判断すべきである。そして、不起訴合意は、それが公序良俗に反する場合には無効となるところ、この場合に当たるかどうかは、当事者の属性及び相互の関係、不起訴合意の経緯、趣旨及び目的、不起訴合意の対象となる権利又は法律関係の性質、当事者が被る不利益の程度その他諸般の事情を総合考慮して決すべきである。」と説く。

その上で、「これを本件についてみると、亡Aは、本件不起訴合意を締結した当時、86歳という高齢の単身者であり、その約半年後にはアルツハイマー型認知症により成年後見相当と診断されたものである。そして、亡Aは、Y家庭連合の教理を学び始めてから上記の締結までの約10年間、その教理に従い、1億円を超える多額の献金を行い、多数回にわたり渡韓して先祖を解怨する儀式等に参加するなど、Y家庭連合の心理的な影響の下にあった。そうすると、亡Aは、Y家庭連合からの提案の利害得失を踏まえてその当否を冷静に判断することが困難な状態にあったというべきである。また、Y家庭連合の信者らは、亡AがXに献金の事実を明かしたことを知った後に、本件念書の文案を作成し、公証人役場におけるその認証の手続にも同行し、その後、亡Aの意思を確認する様子をビデオ撮影するなどしており、本件不起訴合意は、終始、Y家庭連合の信者らの主導の下に締結されたものである。さらに、本件不起訴合意の内容は、亡Aがした1億円を超える多額の献金について、何らの見返りもなく無条件に不法行為に基づく損害賠償請求等に係る訴えを一切提起しないというものであり、本件勧誘行為による損害の回復の手段を封ずる結果を招くものであって、上記献金の額に照らせば、亡Aが被る不利益の程度は大きい。」として、「本件不起訴合意は、亡Aがこれを締結するかどうかを合理的に判断することが困難な状態にあることを利用して、亡Aに対して一方的に大きな不利益を与えるものであったと認められる。したがって、本件不起訴合意は、公序良俗に反し、無効である。」と判示した。

以上のとおり、あくまで宗教法人とその信者との間において締結された不起訴合意について、これが公序良俗に反し無効であるとされた事例判決ではあるが、この結論を導く前提として、不起訴合意の有効性の判断に関し、「不起訴合意は、それが公序良俗に反する場合には無効となる」ところ、この場合に当たるかどうかは、当事者の属性及び相互の関係、不起訴合意の経緯、趣旨及び目的、不起訴合意の対象となる権利又は法律関係の性質、当事者が被る不利益の程度その他諸般の事情を総合考慮して決すべきである」旨を説示した箇所は、一般論としても参考になる。

3 民事執行・保全法関係

最決令和6年10月23日裁判所ウェブサイトは、X（抗告人）が、文化功労者年金法所定の文化功労者であるY（相手方）を債務者として、Yの第三債務者国に対する同法に基づく年金（以下「本件年金」という。）の支給を受ける権利について仮差押命令の申立て（以下「本件申立て」という。）等をした事案に関して、本件年金の支給を受ける権利を強制執行の対象として認めたものである。

その理由として、「文化功労者年金法は、1条において、同法は文化の向上発達に関し特に功績顕著な者（文化功労者）に本件年金を支給し、これを顕彰することを目的とする旨を、3条1項において、文化功労者には、終身、本件年金を支給する旨を、同条2項において、本件年金の額は、文化の向上発達に関する功績に照らし、社会的経済的諸事情を勘案して、文化功労者を顕彰するのにふさわしいものとなるようにしなければならない旨をそれぞれ定めているところ、同法その他の法令において、本件年金の支給を受ける権利に対して強制執行をすることはできない旨を定めた規定は存しない。そして、文化功労者年金法の上記の各定めによれば、本件年金は、文化功労者の功績等を世間に知らせ、表彰することを目的として支給されるものと解される。そうすると、国が文化の向上発達に関し特に功績顕著な者を文化功労者として決定することにより、その者に本件年金の支給を受ける権利が認められることで、上記の表彰の目的は達せられるものといえ、その者が現実に本件年金を受領しなければ上記目的が達せられないとはいえない。」と説示する。

以上のように、本決定は、文化功労者年金法において、明文をもって差押禁止債権としては法定されていない、本件年金支給を受ける権利につき、本件年金支

給の目的に鑑みて、解釈をもって差押禁止債権として認めないという判断を示した判例である。

4 倒産法関係

東京高判令和5年5月17日金法2249・2250号97頁（確定。以下、「本判決」という。）は、破産会社A社の破産管財人X（原告・控訴人）が、Y銀行（被告・被控訴人）に対し、A社とY銀行との間の預金契約に係る預金払戻請求権に基づき、A社の預金残高の合計金員及びこれに対する遅延損害金の支払を求めたという事案に関するものである。本件事案において、A会社が顧客から受けた請負代金の普通預金口座への振込入金につき、Y銀行がA会社との合意（以下「本件合意」という。）に基づき、普通預金口座から別段預金へ振り替え、その後、Y銀行のA社に対して有する貸付債権を自働債権とし、上記別段預金債権を受働債権とする相殺（以下「本件相殺」という。）を行った。そこで、本件合意が「破産者の財産の処分を内容とする契約」（財産処分契約）に当たり、これにより受働債権となる債務を負担したとして、本件相殺が相殺禁止事由（破71条1項2号）に該当するかどうか争われた。

第1審判決（東京地判令和4年11月9日金法2249・2250号105頁）は、「本件貸金債権の残高を維持しつつ、顧客から振込入金された請負代金を本件貸金債権の弁済に確実に充てるために、本件合意に基づき、本件普通預金口座に係る預金の一部を本件別段預金へと振り替えたことが認められ」、「本件別段預金は、……破産会社が自由に払戻しを求めることができない性質のものであったと認められる」から、「取引条件等を変更することにより、本件普通預金口座に係る預金の拘束性を高めるものといえる」が、「このことをもって、顧客からの請負代金の支払としての本件普通預金口座への振込入金という債務の負担原因についてまで変更されたものと解することは困難といわざるを得」ず、したがって、「本件合意が財産処分契約に該当すると解したとしても、本件別段預金は、顧客からの振込入金によってYが負担した本件普通預金債務の取引条件等が変更されたものにすぎないから、本件合意により債務を負担した場合には当たらない」として、本件相殺は上記の相殺禁止事由に該当せず有効であると判示した。

そして、本判決も、上記第1審判決の判断を維持しつつ、「本件合意が財産処分契約に該当すると解したとしても、本件別段預金は顧客からの振込入金によ

てYが負担した本件普通預金債務の取引条件等が変更されたものにすぎないから、Yが本件合意をすることにより破産会社に対して債務を負担したものとみることはできず、本件合意については、破産法71条1項2号に規定する場合には当たらない」と判示した。

以上のように、第1審判決も本判決も、普通預金を別段預金に振り替えるという取引条件等を変更する旨の本件合意が普通預金の拘束性を高めるものとして財産処分契約に該当する余地を認めつつも、Y銀行による債務の負担そのものは、顧客からの普通預金口座への振込入金によるものであって、本件別段預金への振替えによって新たに債務を負担するものではない（これは、すでにY銀行が負担している本件普通預金債務の取引条件等の変更すぎない）として、相殺禁止該当性を否定している。

5 むすびにかえて

本稿では、以上のとおり、令和6年に現れた4件の最高裁判例と令和5年の1件の高裁判例を紹介した。もっとも、令和6年の最高裁判例として紹介したものは、いずれも金融法に直接的に関連する民事手続法判例とは言い難い。また、令和6年において、とりわけ金融実務に影響のある倒産法関係の最高裁判例が皆無であった点は特徴的であった。

●金融判例の概観●

FinTech の領域に関わる裁判例

弁護士 有吉尚哉

1 はじめに

生成 AI の発展など 2024 年も引き続き日々、IT の進展が見られる 1 年であり、金融分野においても FinTech による金融業務の効率化や金融サービスの多様化が進んだ。同様に、IT を利用した金融取引・金融サービスに起因し、または金融分野における IT の利用に関連する裁判例も散見された。

本稿では、前年に引き続き 2024 年に公刊された主な判例誌などに掲載された裁判例のうち、FinTech ないし IT を活用した新たな金融サービスや、金融業務に IT を利用することに関連する事例を概観する。多様な領域に跨がるテーマであるため、定点観測的な意味合いは必ずしも大きくないが、IT を用いた金融サービスを実施しようとする場合やそのようなサービスに関する紛争が生じた場合における法令の適用関係を検討するための一助となれば幸いである。

2 ファクタリングサービスに関わる裁判例

ファクタリングとは、債権者が保有する売掛債権などの金銭債権を支払期日前に一定の手数料を徴収して買い取る取引である。ファクタリング自体は、以前より主に事業会社に対する資金供給手段として実施されているものであり、IT を前提とするものではないが、近年、IT を利用してオンライン上でファクタリングを利用できるようにするサービスが増えている。ここでは、IT を利用したサービスに関するものではないが、IT を用いたファクタリングサービスの実務にも影響しうるファクタリングに関する 2 つの裁判例を紹介する。

東京高判令和 6 年 4 月 11 日金判 1696 号 9 頁は、譲受人であるファクタリング業者が債権譲渡の対象となった債権に譲渡禁止特約が付されていることを知らなかったことについて、重大な過失があると判断した事例である。本判決は民法の一部を改正する法律（平成 29 年法律第 44 号。いわゆる債権法改正）による改正前の民法が適用される事例に関するものであり、結論として債権譲渡の効力を否定する判断がなされた⁽¹⁾。具体的には、裁判所は、①譲渡対象の債権は譲渡人の

取引先に対する運送代金債権であり、譲渡人が取引先との間で基本契約を締結し、配達運送や貨物運送業務等を受託して継続的に当該業務を行ったことに対する対価として月ごとに取得した債権であること、②譲渡人と取引先との間で締結された基本契約において譲渡禁止特約が付されていたこと、また、トラック運送事業者の中央団体である公益社団法人全日本トラック協会が例示する「貨物運送基本契約書」に譲渡禁止特約が規定されていること、③譲受人はファクタリングを行う業者であり、自らが当事者となった民事訴訟の経験を通じ、運送委託料債権に係る債権譲渡を受けるに際しては、当該譲渡が譲渡禁止特約に違反し無効である旨の主張がされることを認識していたことなどの事実を認定した。そして、これらの事情を総合すると、譲受人は対象となる債権について譲渡禁止特約が付されている可能性が高いことを認識していたのであるから、譲渡人に対し基本契約の提示を求め譲渡禁止特約の有無を確認してしかるべきであり、そのような確認作業を行うことなく債権の譲渡を受けたのであるから、譲渡禁止特約の存在を知らなかったことにつき重大な過失があったというべきと判示した。なお、原判決（横浜地判令和5年10月20日金判1696号19頁）では、譲受人に譲渡禁止特約が付されていることを知らなかったことについての重大な過失は認められないという判断がなされていた。実務上、ファクタリングの対象となる債権の原因契約に譲渡禁止特約（譲渡制限特約）が定められていることは少なくなく、本判決は、そのような場面での「重大な過失」の有無の判断の仕方について参考となる事例である。

「ファクタリング」として提供されているサービスの中には、その実質がファクタリング業者による金銭の貸付けと評価されるべきものがあり、裁判例において金銭の貸付けとして規制に服する必要があると判断された事例も見られる⁽²⁾。東京地判令和5年1月18日判時2602号17頁は、建設業を営むA社からXが売掛債権のファクタリングを行っていたところ、Xが預金口座を開設していたB銀行に対して、弁護士であるYらが、かかるファクタリングが実質的に金銭の貸付けであってXはヤミ金融業者（貸金業法3条1項の登録を受けずに貸金業を営む者）であるとして、犯罪利用預金口座等に係る資金による被害回復分配金の支払等に関する法律（以下「振込詐欺救済法」という）3条1項に規定する預金口座の不正な利用に関する情報の提供および預金取引の停止等を求める要請を行ったことに関して、Yらがそのような情報提供などを行ったことに過失があ

るとして、XがYらに対し不法行為に基づく損害賠償を求めた事例である。本判決で裁判所は、①金融庁がファクタリング取引につき一定の要件を満たす場合にはヤミ金融の可能性があるとして注意喚起していたこと、②A社とXの間の契約の内容にはXがヤミ金融業者であることを疑わせる事情があったこと、③当該契約の解釈上、Xは譲渡された債権の回収不能リスクをほとんど負っていないと解する余地があったことなどの事情を踏まえて、YらがXをヤミ金融業者であると判断したことに過失があるということとはできないと判示した。本判決は、ファクタリングが実質的に金銭の貸付けにあたるものとして規制の適用がなされるかどうかや、そのような疑いがある場合における振込詐欺救済法上の対応を検討する場合における参考となる事例と評価できる。

3 ソーシャルレンディングにおける虚偽表示に関する裁判例

ソーシャルレンディングとは、インターネットを用いてファンドの募集を行い、投資家からの出資金をファンド業者を通じて事業会社などに貸し付ける仕組みをいう。この場合に、ファンドの販売業者がウェブサイト上でそのような出資の仲介を行う行為は、「有価証券の募集又は私募の取扱い」として第二種金融商品取引業に該当し（金融商品取引法28条2項2号、2条8項9号）、金融商品取引法に基づく登録を受けた上で、同法に基づく規制に服して業務を行うことが必要となる。

東京高判令和6年2月14日金判1699号28頁は、ソーシャルレンディングにおいて募集画面上の虚偽表示などを理由にファンドの販売業者の不法行為責任を認めた。原判決（東京地判令和4年7月22日金判1666号34頁）⁽³⁾においても虚偽表示などによる不法行為責任が認められていたが、本判決では、資金用途の状況についてより詳しく事実認定が行われている。そして、①資金の用途が明示されているとは認められない募集画面の表示をもって行われた本件のファンドの取得勧誘は、「虚偽の表示」をする行為に当たるといえることができ、そうでなくても「重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示」をする行為には当たる⁽⁴⁾と判示したことに加えて、②子会社が有する債権の回収に充てられる資金を調達するため、投資家に対してファンドの取得勧誘を行うことは、実質的に利益相反の関係に立ち、投資家の利益が害されるリスクの高い行為というべきところ、その関係について明示していないことを認定し、そのような表示をもって出資の勧誘を

行うことは「重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示」をする行為に当たるといふべきと判示した。

本判決は、ソーシャルレンディングにおいてファンドの募集を行う販売業者の責任のあり方、特に投資家に対する情報提供のあり方について、参考となる事例と評価することができる。

4 暗号資産に関わる裁判例

ビットコインなどの暗号資産については、資金決済に関する法律（以下「資金決済法」という）2条14項に定義が設けられており、金融規制上の位置づけが同法や金融商品取引法に定められている。これに対して、民法その他の私法や刑法には暗号資産に関する明文の規定は設けられておらず、その適用関係は既存の法令の解釈に委ねられている。近年、暗号資産に関する私法上の権利関係や刑法の適用関係が争点となった裁判例も散見されるようになってきており、ここでは3件の裁判例を紹介する。

東京地判令和6年2月26日金判1696号42頁は、民事再生手続が開始された暗号資産取引所のアカウントで顧客が保有していたビットコインおよびビットコインキャッシュ（以下「ビットコイン等」という）が引き出されていた事案において、かかる引出しが顧客の意思に基づくものではなかったとして、これらの返還債権が残存し、再生債権として認められるかが争点となった事例である。本判決では、アカウントの登録情報であるメールアドレスまたはユーザーネームおよびパスワードを知っていた者が顧客以外にいたことや、暗号資産取引所のアカウント管理に不備があり、第三者がアカウントにアクセスできたというような事情が認められない以上、基本的には、ビットコイン等の引出しは顧客の意思に基づいて行われたものと推認され、それを疑わせる事情がある場合に、顧客以外の者に対する弁済として有効といえる否かを判断すればよいと判示した上で、本件ではそのような疑いを生じさせる事情はなく、ビットコイン等の引出しが顧客に対する弁済として有効なものであったと認められると判断された。近時、暗号資産を含む電子的なトークンの管理を業者に委ねる取引が増えてきているが、本判決は、そのような取引において不正な引出しが行われた（との主張がなされた）場面での権利関係を判断するのに参考となる事例といえる。

東京地判令和4年4月27日判時2605号95頁は、暗号資産交換業者⁽⁵⁾が管理

していた暗号資産であるNEMが外部のアドレスに不正送信される事象が発生したことを受けて管理していた暗号資産の送信を停止するなどの措置を講じたことに関して、暗号資産交換業者と取引を行っていた顧客がNEMの送信や当該措置がとられたことによる損害賠償を請求した事例である。暗号資産交換業者はNEMを保有していた顧客に対して金銭補償をしたことをもってNEMの返還義務が消滅したことを主張したが、本判決では、そのような補償による処理が合意されていたとは認められないとし、NEMの送信請求を認容した。一方で、暗号資産の送信を停止するなどの措置を講じたことについては利用規約に基づいてされたものといえると認定し、その停止期間中においては、暗号資産交換業者は、顧客に対する暗号資産の送信義務を負わず、その履行を拒絶することができるとし、暗号資産交換業者の送信義務の履行遅滞は否定した。暗号資産交換業者からの暗号資産の不正送信事例はたびたび発生している事象であるが、本判決はそのような場面において暗号資産交換業者が果たすべき処理や暗号資産交換業者の責任に関して参考となる事例と評価できる。

最判令和6年7月16日刑集78巻3号113頁は、組織的な犯罪の処罰及び犯罪収益の規制等に関する法律11条に定める犯罪収益等收受罪の成否の関係で、何者かが不正に入手したA社の暗号資産NEMの秘密鍵を用いてA社の管理するNEMアドレスから自らのNEMアドレスに移転させた行為において、取引日時、取引数量、送受信アドレスなどの取引に必要な情報をNEMのネットワークに送信した行為が、電子計算機使用詐欺罪を定める刑法246条の2にいう「虚偽の情報」を与えたといえるかが争点となった事例である。本判決では、秘密鍵で署名した上で取引に必要な情報をNEMのネットワークに送信することは、正規に秘密鍵を保有する者によるNEMの取引であることの確認のために求められているものといえとし、本件において氏名不詳者が不正に入手したA社のNEMの秘密鍵で署名した上で取引に必要な情報をNEMのネットワークに送信した行為は、正規に秘密鍵を保有するA社がNEMの取引をするものであるとの「虚偽の情報」をNEMのネットワークを構成するNISノードに与えたものというべきであると判示し、犯罪収益等收受罪の成立を認めた。暗号資産の不正送信事例における刑法の適用関係について参考となる裁判例である。

5 デジタル資産に関わる投資詐欺に関する裁判例

暗号資産やステーブルコインなどのデジタル資産に関する投資詐欺の事例も増加しており、そのような事例に関する裁判例も見られる。

最判令和6年3月12日民集78巻1号1頁は、特定適格消費者団体が、暗号資産の内容などを解説するDVDおよびこれに複数の特典を付加したものの購入を勧誘するためのウェブサイト을 設け、これらの商品を販売した事業者に対して、虚偽または実際とは著しくかけ離れた誇大な効果を強調した説明をして商品を販売するなどしたことが対象消費者に対する不法行為に該当するとして、事業者が損害賠償義務を負うべきことの確認を求めて消費者の財産的被害等の集団的な回復のための民事の裁判手続の特例に関する法律（以下「消費者裁判手続特例法」という）2条4号の共通義務確認の訴えを提起することが認められるかどうか争点になった事例である。第1審判決（東京地判令和3年5月14日金判1701号26頁）および原判決（東京高判令和3年12月22日金判1701号22頁）は、対象消費者ごとにその過失の有無および割合を異にするため消費者裁判手続特例法3条4項の「簡易確定手続において対象債権の存否及び内容を適切かつ迅速に判断することが困難であると認めるとき」に該当するとして訴えを却下していた。これに対して、本判決は、①被上告人らの説明はウェブサイトに掲載された文言や動画によって行われたものであるから、対象消費者が上記説明を受けて本件の各商品を購入したという主要な経緯は共通しているといえることができる上、その説明から生じうる誤信の内容も共通しているといえることができること、②本件の各商品は、投資対象である暗号資産の内容などを解説し、または取引のためのシステムなどを提供するものにすぎず、暗号資産への投資そのものではないことからすれば、過失相殺の審理において、対象消費者ごとに暗号資産への投資を含む投資の知識や経験の有無および程度を考慮する必要性が高いとはいえないこと、③対象消費者につき、過失相殺をするかどうかおよび仮に過失相殺をするとした場合のその過失の割合が争われたときには、簡易確定手続を行うこととなる裁判所において、適切な審理運営上の工夫を講ずることも考えられることを理由に、第1審判決を取り消し、第1審に差し戻すと判断した。本判決は、消費者裁判手続特例法3条4項の要件について最高裁判所が初めて判断を示したものであり、デジタル資産に関するものを含む投資詐欺の事案において消費者団体訴訟の利用の可否を判断する際の参考になるものと考えられる。

名古屋地判令和6年3月25日先物取引裁判例集88巻149頁および名古屋地判令和6年5月2日先物取引裁判例集88巻161頁は、暗号資産およびステーブルコインに対する同一の投資スキームに関するものであり、不当な説明を行って勧誘を行ったことなどを理由として不法行為責任を認めた事例である。いずれも事例判決であるが、違法・不当な投資商品の勧誘が行われた場合の販売者の責任に関して参考となる事例といえる。

6 FinTechに関わるその他の裁判例

(1) AIの発明者該当性

生成AIを中心としたAIの活用は金融機関や金融分野でも進んでいる。AIを用いた取引・行為の特殊性の一つとして、人間の意思や行動を介在することなく、取引・行為が実施されうることがあげられる。この点は既存の法令が想定していなかった状況であり、新たな解釈が求められる領域となる。

東京地判令和6年5月16日判時2601号90頁は、発明者を「ダバス、本発明を自律的に発明した人工知能」と記載して提出した特許出願に関する書類に関して、発明者欄の氏名に自然人を記載する補正命令に応じなかったことにより、出願を却下する処分がなされたことについて処分の取消しを求めた事例である。本判決では、特許法に規定する「発明者」は、自然人に限られるものと解するのが相当と判示し、本件の出願を却下する処分は適法であると判断した。本判決では、特許法の条文の文言解釈だけでなく、特許法に規定する「発明者」にAIが含まれると解釈した場合の問題点の指摘もなされており、AIによる取引・行為に関する法令の解釈論だけでなく、立法論においても参考となる事例といえる。今後、金融分野でもソフトやシステムの開発などにAIを用いる動きが広がることが想定されるところ、金融との関係でも影響のある裁判例と考えられる。

(2) オンライン上での広告に関わる事例

ITの発展により、オンライン上での金融サービスの広告も多様になってきている。いずれも直接金融サービスを対象とした事例ではないが、そのような広告の運用に影響を与えうる2つの裁判例を紹介する。

札幌地判令和6年2月27日金判1696号26頁は、化粧品に関する一定のランキングが表示された広告について、客観的根拠を欠くものであって、正確性が何ら担保されていないにもかかわらず、広告対象の商品が多くの消費者から高く評

価されていることを表示し、需要者において当該商品がそのように評価される品質を有する商品であると誤認させる可能性があるものといえることから、不正競争防止法 2 条 1 項 20 号に基づく品質誤認表示に当たると判示した。また、他社商品との比較広告について、その一部が不正競争防止法 2 条 1 項 21 号の「虚偽の事実」に該当すると認めつつ、「営業上の信用を害する」ものには当たらないとし同号所定の信用毀損行為には該当しないとした上で、一般不法行為（民法 709 条）としての違法性は有すると判示した。

東京地判令和 5 年 5 月 18 日判タ 1525 号 244 頁は、ウェブサイト上に写真を掲載した行為が当該写真の著作権に係る公衆送信権侵害を構成するとして、民法 709 条および著作権法 114 条 3 項に基づく損害賠償が認められた事例である。著作権法 32 条 1 項に定める引用に該当するかが争点となったが、本件のウェブサイトにおける写真の利用は、当該写真の性質、掲載態様、著作権者に及ぼす影響の程度などを総合考慮すれば、公正な慣行に合致せず、かつ、引用の目的上正当な範囲内であるものと認めることはできないと判示された。

金融分野のオンライン上の広告においても、ランキングや他社サービスとの比較が表示されたり、第三者の著作物である写真その他の画像が利用されたりすることがあるが、これらの裁判例は、そのような場面での広告の適法性に関して参考となる事例といえる。

7 おわりに

ここまで概観したとおり、FinTech ないし IT を活用した新たな金融サービスに関する紛争が裁判となる事例が増えている。また、IT を活用した業務の展開に際して、新たな法的論点に留意が求められることもある。本稿で紹介した裁判例も参考に、金融分野での IT の利用に関わる法律解釈の議論が深まり、実務の発展につながっていくことが期待されよう。

〔注〕

- (1) 現行の民法が適用される場合には、譲渡禁止特約が付されていることを知らなかったことについて債権の譲受人に重大な過失がある場合でも、債権譲渡の効力は認められるが（民法 466 条 2 項）、債務者はその債務の履行を拒むことができ、かつ、譲渡人に対する弁済その他の債務を消滅させる事由をもって譲

受人に対抗できることになる（同条3項）。

- (2) ファクタリングについて金銭の貸付けとして規制が適用される旨を判示した裁判例の一例として、最決令和5年2月20日刑集77巻2号13頁。また、拙稿「金融判例の概観（FinTechの領域に関わる裁判例）」本誌40号141-142頁参照。
- (3) 拙稿・前掲注(2)143-144頁も参照。
- (4) 金融商品取引法において、金融商品取引業者は、金融商品取引契約の締結またはその勧誘に関して、虚偽の表示をし、または重要な事項につき誤解を生ぜしめるべき表示をする行為をしてはならないことが定められている（同法38条9号、金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項2号）。
- (5) 事案の当時の資金決済法では「暗号資産」ではなく「仮想通貨」、
「暗号資産交換業者」ではなく「仮想通貨交換業者」とされていたが、本稿では現行の法令の用語に合わせている。

●金融判例の概観●

銀行法務担当者の視点から

三井住友銀行 安達 祐介

- 1 債務者が、会社更生手続申立前に取引金融機関に提供した債権譲渡担保が、支払不能後の担保提供であるとして否認され、有害性を欠くとは認められないとされた事例

東京地判令和5年9月29日金判1690号40頁は、後に会社更生手続を申し立てることとなる債務者が同手続申立て前に提供した売掛債権譲渡担保権について、管財人による会社更生法86条の3第1項1号イに基づく否認請求を認容した原決定（東京地決令和4年10月14日）を不服として、債権者（取引金融機関）が申し立てた異議事件である。

会社更生法49条2項2号は、支払不能または支払の停止があった後に更生会社に対して債務を負担した場合であっても、当該債務負担が支払不能または支払の停止があったことを更生債権者が知った時より前に生じた原因に基づく場合には、相殺が禁止されない旨を定める。また、会社更生法86条の3第1項1号イは、1) 更生会社が支払不能になった後にした、既存債務についての担保提供または債務消滅に関する行為で（支払不能）、2) 更生債権者が、その行為の当時に更生会社が支払不能であったこと、または、支払の停止があったことを知っていた場合に（悪意）、更生会社財産のために否認することができる旨を定める。

本件において、債務者は、第三者に対して有する売掛債権（以下「本件売掛債権」）について、令和4年1月27日に原告（取引銀行）を担保権者とする債権譲渡担保権を設定したところ（以下「本件債権譲渡担保」）、裁判所は、以下を根拠に、債務者は少なくとも令和3年8月2日時点で支払不能に陥り、本件債権譲渡担保がなされた令和4年1月27日時点でも支払不能状態は継続していたと認定。

- ① 債務者は、令和2年7月29日付で全取引金融機関に対して借入債務の元本返済について返済猶予を申し入れ、全取引金融機関からの合意を取得した。その結果、借入債務（令和3年3月31日時点で約179億円）のうち約119億円について、令和3年7月30日ないし同年8月2日が返済期限とされた。
- ② 債務者は、当該返済期限の約1ヶ月前（令和3年7月8日）、さらに1年間

の返済猶予を申し入れたが、複数の金融機関が同意しなかった。

- ③ 令和3年7月末時点の預金残高は11億円程度であり、その後の月末預金残高がこれを超えることはなく、また、その後令和3年8月から令和4年2月までの間に弁済した元本額は9億円程度に過ぎず、弁済期の到来していた借入債務119億円のごく一部にとどまっていた。

また、令和3年7月30日ないし同年8月2日に返済期限の到来した債務の更なる返済猶予について、令和3年11月11日の時点でも、令和3年12月29日の時点でも、全取引金融機関からは同意を得られていない旨を債務者が説明しており、また、本件債権譲渡担保が設定された令和4年1月27日の時点でも全取引金融機関の同意の見込みがある弁済計画の提示がなく、これらの事情は原告も認識していたとして、令和4年1月27日の時点で債務者が支払不能に陥っていたことを原告も認識していた、と認定した。

なお、原告は、本件債権譲渡担保に先立つ令和3年2月頃に、債務者が第三者に対して有する売掛債権の入金先を債務者が原告に有する預金口座（以下「本件口座」）に変更したことをもって、それ以降に原告が債務者に対して負担した預金債務は会社更生法49条2項2号により相殺を禁止されず、そうすると、本件債権譲渡担保は、既存の担保（原告が相殺原資とすることができた預金）との付け替えと評価することができ、その範囲内においては有害性を有さない旨を主張。しかし、裁判所は、原告の承諾なく売掛債権の振込先を本件口座以外に変更することが可能であったことや、売掛債権自体が法的な担保に供されていたものではなかったこと、等から、売掛債権の入金先を本件口座に変更したことは、相殺の担保的機能に対する合理的期待を原告に生じさせる程度の債務負担の原因ということではできないとして、本件債権譲渡担保が有害性を欠くとは認められないと判示した。

2 金融機関が更生会社に対する債権回収のために実施した預金相殺が、会社更生手続において無効とされた事例

東京地判令和5年11月22日金判1691号44頁は、債務者が会社更生手続を申し立てた直後に債権者（取引金融機関）が行った相殺について、管財人が会社更生法49条1項3号に基づき無効を主張し、預金払戻を請求した事案である。なお、本件は、上記1で採り上げた事案と同一当事者間の別訴である。

会社更生法 49 条 1 項 3 号は、1) 支払の停止があった後に更生会社に対して債務を負担した場合であって、2) その債務負担当時、支払の停止があったことを更生債権者が知っていたときには、相殺が禁止される旨を定めている（立証責任は管財人が負う）。但し、更生債権者が、3) 支払の停止があったときにおいて支払不能ではなかったこと（会社更生法 49 条 1 項 3 号）、4) 債務の負担が、支払の停止であったことを更生債権者が知ったときより前に生じた原因に基づくこと、を立証した場合には、相殺は禁止されない（会社更生法 49 条 2 項 2 号）。なお、「支払不能」とは、支払能力を欠くために、その債務のうち弁済期にあるものにつき、一般的かつ継続的に弁済することができない状態をいう（会社更生法 49 条 1 項 2 号）。また、「支払の停止」とは支払不能にあることを外部に表示する債務者の行為をいう。

本件において、被告（取引銀行）は、債務者に対して有する貸付債権の回収のために、債務者が会社更生手続を申し立てた後、以下 3 つの預金債権を受働債権とする相殺を実施した。

- ① 令和 3 年 8 月 31 日から令和 4 年 2 月 28 日までの間に、債務者との金銭消費貸借約定書における合意に基づき、債務者名義の普通預金口座から別段預金口座に合計約 4500 万円を振替処理。各振替処理に際して、被告は、別段預金に仮受けすると記載した計算書を債務者に送付した。また、債務者が会社更生手続を申し立てた直後、被告は、別段預金への振替が仮受けという暫定的な処理であったことをふまえ、当該別段預金債権を受働債権とする相殺を実施した（以下「本件別段預金相殺」）。
- ② 令和 4 年 2 月 28 日から同年 3 月 10 日までの間に普通預金口座に入金された約 2 億 6000 万円のうち、同年 3 月 11 日時点の残高約 1 億 1000 万円について、当該普通預金債権を受働債権とする相殺を実施した（以下「本件普通預金相殺 1」）。
- ③ 債務者について更生手続開始の申立てがなされた令和 4 年 3 月 11 日以降に普通預金口座に入金された約 1200 万円について、当該普通預金債権を受働債権とする相殺を実施した（以下「本件普通預金相殺 2」）。

上記 1 事案に記載の通り、債務者は、令和 3 年 7 月 30 日ないし同年 8 月 2 日に返済期限が到来する借入債務について、取引金融機関に対して返済猶予を求めると同意を得られず、返済期限が到来するも、いずれの金融機関に対しても元本

弁済を行わなかった。これをもって、裁判所は、令和3年8月2日時点で債務者について支払の停止があり、また、被告は、経営改善計画の提示を通じた返済猶予の申入れや、その後の連絡などにより、令和3年8月2日あるいは遅くとも同月末日頃には支払の停止を知っていた、と認定した。

また、裁判所は、債務者は、令和3年7月時点において、令和2年7月時点に負担していた約181億円の借入債務の元本の返済を殆ど行っておらず、一方、現預金は約11億円程度しか保有していなかったこと等をふまえ、支払不能ではなかったと認めることはできないと判示した。(上記1事案に記載の通り)原告は、令和3年1月頃に、債務者が第三者に対して有する売掛債権の入金先を本件普通預金口座に変更したことをもって、会社更生法49条2項2号「前に生じた原因」に該当すると主張したが、裁判所は、被告の承諾なく売掛債権の振込先を本件普通預金口座以外に変更することも可能であったこと等から、債務者・被告・第三債務者間での合意が成立していたと認めることはできず、「前に生じた原因」に基づくものとは言えないと判断した。

以上をふまえ、裁判所は、本件普通預金相殺1については会社更生法49条1項3号により、本件普通預金相殺2については会社更生法49条1項4号により、相殺が禁止されると判示し、一方で、本件別段預金相殺については、本件別段預金は債務者の被告に対する弁済金が振り替えられたものであり、管財人に払戻請求権はないと判示した。本件別段預金口座への振替が弁済であるならば、別途、会社更生法86条の3による否認の議論もありえようが、本事案では争点になっていない。

上記1事案および本件は、会社更生手続における「支払不能」「支払の停止」の判断基準や、いわゆる振込指定と「前に生じた原因」(会社更生法49条2項2号)の関係について、裁判所が判断を示したものであり、銀行実務の参考になる。なお、普通預金口座から別段預金口座への振替の法的性質については、以下3の事案においても論点となっているので参照されたい。

- 3 銀行が、破産会社との合意に基づき、破産者名義の普通預金口座から別段預金口座へ振り替え、その後に行った相殺が、破産法の相殺禁止に該当せず、有効とされた事例

東京高判令和5年5月17日金判1685号26頁は、銀行が、破産会社との合意

に基づき、破産者名義の普通預金口座から別段預金口座に金員を振り替え、その後、貸付債権の回収のために相殺したことについて、破産管財人が破産法71条1項2号に基づく相殺禁止を主張した事案である。

本件においては、被告（取引銀行）は、債務者に対して有する貸付債権（以下「本件貸付債権」）の最終返済期限が到来したのち、債務者から、メインバンクと再建計画を策定中である旨の報告を受けるとともに、本件貸付債権のリスケジュールの要請を受けた（この時点では本件貸付債権は期日徒過の状態）。これに対して、被告は、すでに最終返済期限を経過していた本件貸付債権について、期限の利益を付与することはしなかったが、融資残高維持には応諾した。被告は、被告の債務者名義の普通預金口座（以下「本件普通預金口座」）に振込入金がある都度、その時点では相殺等による回収行為は行わずに、当該入金分を被告内の別段預金口座（以下「本件別段預金口座」）に振り替える処理を行い、さらにその一部は債務者名義の定期預金口座（以下「本件定期預金口座」）に振り替える処理を行った。債務者は、斯かる振替処理について合意をしていた（以下「本件合意」）。その後、被告は、再建計画が頓挫し、メインバンクが債務者に対する債権回収行為を行ったことを知り、本件貸付債権を自働債権、本件別段預金口座および本件定期預金口座の元金を受働債権として、相殺を実施した。その後、債務者について破産手続開始決定が下され、破産管財人が破産法71条1項2号に基づき、上記相殺の無効を主張して提訴したものである。

破産法71条1項2号は、1) 破産者が支払不能となった後に破産債権者が破産者に対して債務を負担したこと、2) 専ら破産債権との相殺を目的として、破産者の財産の処分を内容とする契約を破産者との間で締結することにより破産者に対して債務を負担したこと、3) この契約締結時に破産者が支払不能であったことを、破産債権者が知っていたこと、をみたまつ場合に、相殺が禁止される旨を定める。

原告たる破産管財人の主張は以下のとおりである。

- ① 債務者は被告が本件普通預金口座から本件別段預金口座への振替を開始した時点よりも前の時点で支払不能にあり、その時点で被告はそのことを認識していた。
- ② 本件普通預金口座から本件別段預金口座への振替は、相殺権の行使を可能または容易にするものであったから、被告は本件合意により、本件普通預金にか

かる債務とは別に、本件別段預金にかかる債務を負担したものと言える。

- ③ 本件合意に基づく本件普通預金口座から本件別段預金口座への振替において、本件普通預金口座は単なる資金の通過点に過ぎず、実質的には債務者が、取引先から受領した資金を本件別段預金口座に振込したものと同視でき、財産処分契約該当性がある。

裁判所は、破産法71条1項2号の要件の一つである「専ら破産債権との相殺を目的として、破産者の財産の処分を内容とする契約を破産者との間で締結することにより破産者に対して債務を負担したこと」について、「破産者の財産の処分を内容とする契約を破産者との間で締結し」たかどうかと、その契約によって「破産者に債務を負担した」かどうか、を区別して判断している。そのうえで、裁判所は、本件合意は、本件普通預金口座に係る預金の拘束性を高めるものであるから、取引条件等の変更に関する財産処分契約に当たると解する余地があるとしつつも、本件普通預金口座への振込入金という債務負担原因まで変更するものと解することは困難（つまり、本件別段預金は、本件合意により債務を負担したものではない）と認定し、破産法71条1項2号による相殺無効を否定した。

本事案は、本件別段預金口座に振り替えた時点で相殺可能であった金員について、直ちに相殺回収するのではなく、債務者の再建計画の進捗状況を見守るべく相殺権の行使を留保していたものであり、金融法務の実務に携わる者として、相殺の有効性を肯定した本事案の結論は妥当と考える。裁判所は、「専ら相殺目的」該当性や、支払不能の時期について判断していないが、このような別段預金への振替処理は銀行実務で用いられ得るところ、その法的性質について判断した興味深い事案である。

4 自動継続特約の付されていない定期預金について、その預金名義人から払戻を求められた銀行が消滅時効を援用したことが認められた事例

東京高判令和6年5月22日金判1699号20頁は、自動継続特約の付されていない定期預金について、銀行内部の元帳等によれば解約・払戻済であるにもかかわらず、預金名義人から払い戻しを求められた銀行が、消滅時効を援用したところ、預金名義人が権利の濫用に該当するとして争った事案である。

本件における事実関係は以下の通りである。

- ① 原告は、平成5年7月19日、被告（銀行）に定期預金1000万円を預け入れ

（以下、満期日あるいは満期日以降に払戻・預入されたものも含めて、「本件定期預金」）。

- ② 平成5年11月18日、原告から、被告に対して、本件定期預金の通帳を喪失した旨の連絡。
- ③ 本件定期預金は、3ヶ月毎に払戻および預入が繰り返されることが多かったが、約7ヶ月経過後や約4ヶ月経過後に払戻および預入がなされることもあった。本件定期預金は、当初、期間を3ヶ月として作成され、満期日に、あるいは、満期経過後に、改めて期間3ヶ月の定期預金を作成することが繰り返され、自動継続特約は付されていなかった。
- ④ 被告の内部記録によれば、本件定期預金は、平成9年9月29日に期間3ヶ月として預け入れられ、平成9年12月29日に満期を迎えたのち、平成10年1月16日に支払われた旨が記録されている。
- ⑤ 令和2年5月、本件定期預金の通帳を発見した原告が、被告に対して、本件定期預金の払戻を請求。

被告は、1) 平成10年1月16日に本件定期預金を原告に対して払戻済であること、および、2)（仮に原告に対して払戻済でないとしても）平成9年12月29日から5年が経過した平成14年12月29日に消滅時効が完成したこと、を主張（なお、令和2年4月の債権法改正の附則・経過措置において、施行日前に生じた債権の消滅時効期間については従前の例による旨が定められていることから、本件においては、改正前民法の商事消滅時効期間である5年が適用される）。これに対して、原告は、1) 被告の内部記録は、本件定期預金の払戻の事実を示すにすぎず、原告への払戻を証するものではない、2) 被告による消滅時効の援用は、銀行法の趣旨や金融機関の社会的責任に照らし、権利の濫用として許されないと反論した。

裁判所は、平成10年1月16日に本件定期預金が払い戻されている旨の被告の内部記録について、原告に対して払戻がなされたものであると認めるには足りないと判断。尤も、消滅時効の援用については、裁判所は、被告の内部記録上も預金が残存する状況下において消滅時効を援用するものではなく、被告の内部資料によれば、本件定期預金が払戻済であることが記録されており、また、その後の入出金の記録も存在しないという状況下において、被告が消滅時効を援用することは、権利の濫用に該当しないと判示した。

銀行実務として、預金者が長期間にわたって権利行使せず、消滅時効が完成した後になって預金払戻を請求した場合であっても、銀行において預金の存在を確認できる場合には、消滅時効を援用することはなく払戻に応じることが通常である。銀行が消滅時効の援用を検討する場面は、預金払戻を直接に証する資料は存在しないものの、内部記録上は預金が払戻済であるときなど限定的であり、本判決は、その実務にも整合するものと考えられる。

5 銀行が、預金者に対して、架電により預金の払戻意思や払戻金の振込先を確認したうえで行った振込について、預金者の承諾を得たうえでなされた有効な払戻と判断された事例

東京高判令5年8月8日金判1684号34頁は、預金者本人から預金口座の解約および解約代り金の振込について依頼を受けた者が、解約代り金を預金者の依頼とは異なる口座に振込した事案において、これらの解約や振込手続を行った銀行の責任を否定した事案である。

本件の事実関係は以下の通りである。

- ① 原告は、自らが運営する美容整形外科クリニックを運営する法人として訴外医療法人を設立し、本件で争点となっている振込の数か月前まで、その理事長を務めていた。
- ② 被告事務長は、原告より、訴外医療法人のコンサルタントおよび経理業務の依頼を受け、本件で争点となっている解約・振込時点において、訴外医療法人の事務長を務めていた。
- ③ 原告は、訴外医療法人において約1400万円の未払い債務があることを知り、その支払を被告事務長に委託した。
- ④ 平成29年5月25日、被告銀行は、被告事務長から、原告が被告銀行に有する定期預金（以下「本件定期預金」）の解約および解約代り金の振込の依頼を受けた。被告銀行は、原告本人が本件定期預金の証書・届出印を持参のうえ手続する必要がある旨を被告事務長に告げたが、被告事務長から急を要する旨の説明があったことから、原告本人に架電で意思確認することとした。
- ⑤ 被告銀行の担当者は、原告に架電し、被告事務長から本件定期預金を解約して訴外医療法人の未払い債務の支払いに充てたい旨の申出があったことを伝え、本件定期預金の解約の意思確認を行い、解約代り金の振込先・依頼

人名・金額を説明した。原告は、これに対し、被告事務長に任せているので、被告事務長の指示に従って構わない旨を述べた。

- ⑥ これを受けて、被告銀行は、被告事務長の依頼を受け、i) 原告名義の本件定期預金を解約し、その解約代り金約 1000 万円を原告名義の普通預金口座に入金、ii) 当該普通預金口座から約 1000 万円を出金し（以下「本件出金」）、訴外法人（訴外医療法人ではない）を受取人とする振込を実施（以下「本件振込」）。
- ⑦ 同日、原告は、被告事務長から連絡を受け、500 万円を被告事務長名義の預金口座に振り込んだ。

本件は、原告が、被告銀行に対して、原告の意思に反して振込を行ったとして（被告事務長名義の口座に振り込むよう依頼したにもかかわらず、他の口座に振り込んだとして）、不法行為に基づく損害賠償を（主位的請求）、預金契約上の善管注意義務に反して振込を行ったとして、債務不履行に基づく損害賠償を（予備的請求 1）、本件出金が無効であることを前提に、預金払戻を（予備的請求 2）、それぞれ請求した。

裁判所は、被告銀行の担当者は、原告に架電のうえで、本件定期預金を解約することに加え、本件振込の振込先や金額を説明し、原告の承諾を得たうえで本件振込を行ったものであるから、被告銀行の原告に対する不法行為は成立せず、預金契約上の善管注意義務違反も成立しないと判示した。また、預金払戻請求についても、本件出金は原告の承諾を得てなされたものであり、有効であるから、前提を欠き、採用できない、と判示した。なお、原告は、原審（東京地判令和 4 年 12 月 23 日）において、被告事務長に対して、不法行為（横領または詐欺）に基づく損害賠償を請求しており、これは認容されている。

銀行実務において、本件のように通帳や届出印の提示を受けることなく、架電による意思確認のみで預金払戻に応じることは一般的ではないが、預金払戻に緊急性のある場合においては、そのような便宜的な対応が求められることも想定され、参考になる事案である。

■海外金融法の動向

アメリカ

成蹊大学教授 湯原心一

気候関連開示規則

1 はじめに

米国証券取引委員会（以下、「SEC」という）は、2024年3月6日に気候関連の開示の最終規則（以下、「本規則」という）を採択した⁽¹⁾。本稿は、ごく簡単に当該規則の内容を概観した上で、当該規則の制定後の事情を検討する。

本稿の構成は、次の通りである。2では、本規則制定の背景を概観する。3では、本規則で定められた証券取引所法規則の規定を概観する。4では、本規則のうち幾つかの論点について検討し、5では、本規則の採択後の進展を概観する。

2 背景

SECが環境問題について発したリリースを遡ると、1971年に環境問題に関して、環境規制への準拠が事業や収益力にとって重要⁽²⁾である場合や、環境法との関係で発生した訴訟が重要である場合などに情報開示を求めるものがある⁽³⁾。同リリースの特徴は、①河川や大気などに関する公害を対象としており、地球温暖化や気候変動を直接に問題としたものではない、②環境規制への準拠が事業や収益力にとって重要である場合に⁽⁴⁾情報開示を求めるものである（重要性の限定）、③いわゆる解釈リリース（interpretive release）であり何らかの明示の規則改正を伴うものではない、という点にある。

次に、1973年には、環境問題との関係で、（解釈リリースとは異なり）規則の改正が行われた⁽⁵⁾。特に、様式S-1（登録届出書）、様式10-K（年次報告書）、様式8-K（臨時報告書）などで①環境に関する法令遵守による資本支出、収益及び競争状態に与える重要な影響⁽⁶⁾及び②重要な訴訟⁽⁷⁾の開示が求められるようになった⁽⁸⁾。これは1971年の解釈リリースを規則として明示したものといえるが、リリース中に地球温暖化や気候変動といった文言は出てこない。また、規則が重要性の限定を受けている点が注目に値する。

続いて、1979年の解釈リリース⁽⁹⁾及び1982年に統合開示システムの導入に伴う改正⁽¹⁰⁾が行われたが、どちらも気候変動に直接関係するものではない。特に、

前者は、環境に関する開示を求めている点で1971年や1973年のリリースの延長線上にあるといえるだろう。

気候変動を直接に扱ったリリースは、2010年に発出された。2010年の解釈リリース⁽¹¹⁾は、気候変動を正面から扱ったものである点で、それ以前のものと異なる。しかし、解釈リリースであることから、気候変動のために既存の規則を明示的に変更するものではなく、気候変動が重要になりうる開示事項の例を挙げるに過ぎない。特に、SECが定める規則には、登録届出書や年次報告書で明示的に要求される情報に加えて、当該届出書や報告書が、状況に鑑みて、誤解を招くものにならないようにするための重要な情報を追加しなければならない、との記述がある⁽¹²⁾。このため、気候変動に関する特別の開示規則がなくとも、既に開示されている情報との関係で気候変動が重要であれば、気候変動に関する情報も開示しなければならないということになる⁽¹³⁾。

その後、2022年3月21日にSECは、気候に関する開示について規則改正の提案（その後の本規則）をリリースし、パブリック・コメントの手続きに付した⁽¹⁴⁾。当初、コメント期間は、2022年5月20日までだったが、当該期間が同年6月17日に延長され⁽¹⁵⁾、その後、2022年10月7日のリリースによって、同年11月1日まで再度コメントの提出期間が設けられた⁽¹⁶⁾。

前述の通り、SECは、2024年3月6日に本規則を採択した。委員会における投票は、3対2であった。

3 規則

本節では、本改正の概要を次の2つに分けて紹介する。第1に、非財務情報開示の部分、第2に、財務諸表への注記である。

(1) 非財務情報開示

本規則改正で最も重要な部分は、レギュレーションS-Kにサブパート(subpart) 1500⁽¹⁷⁾として、気候変動開示(Climate-Related Disclosure)の項目が追加されたことであろう。例えば、様式S-1⁽¹⁸⁾(登録届出書)では、アイテム11(o)において、様式10-K⁽¹⁹⁾(年次報告書)では、パートII、アイテム6において、また、様式20-F⁽²⁰⁾(海外民間発行体の年次報告書)では、パートI、アイテム3.Eにおいて、サブパート1500の開示を求める。これは、いわゆる非財務情報としての開示となる。

(a) サブパート 1500

サブパート 1500 は、アイテム 1501 からアイテム 1508 まで規定されている。それぞれの表題は、次の通りである。

- ・ 1500 定義 (Definitions)
- ・ 1501 統治 (Governance)
- ・ 1502 戦略 (Strategy)
- ・ 1503 リスク管理 (Risk management)
- ・ 1504 目標 (Targets and goals)
- ・ 1505 温室効果ガス排出の評価指標 (GHG emissions metrics)
- ・ 1506 スコープ 1 及び 2 の開示に対する保証 (Attestation of Scope 1 and Scope 2 emissions disclosure)
- ・ 1507 開示に関する責任規定へのセーフハーバー (Safe harbor for certain climate-related disclosures)
- ・ 1508 インタラクティブ・データの要件 (Interactive data requirement)

(b) アイテム 1500

アイテム 1500 では、様々な用語が定義される。本稿では、各定義を個別に検討せず、以下の検討の中で当該定義を紹介する。

(c) アイテム 1501

アイテム 1501 は、証券取引委員会への登録者²¹⁾の取締役会による環境関連リスク (climate-related risks) の監視の記述が要求される²²⁾。また、後述する環境関連目標が存在する場合には、取締役会が当該目標又は移行プラン (transition plan) について、監視をしているか及びどのように監視をしているかを記述する²³⁾。

また、登録者の環境関連リスクの評価 (assessing) 及び管理 (managing) における経営者の役割などを記述する²⁴⁾。具体的な例として、どの経営者又は委員会が気候関連リスクの評価及び管理の責任を有しているのか、当該経営者や委員会のメンバーが有する専門性などの記述が求められる²⁵⁾。

なお、サブパート 1500 の情報は、いわゆるリスク・ファクターや MD&A などの他の開示項目の箇所に記載することでも要件を満たすことができる²⁶⁾。

環境関連リスクは、登録者の事業、業績又は財政状態に対するネガティブな現実の又は潜在的な影響を意味し、物理的リスク (physical risks)²⁷⁾及び移行リス

ク (transition risks)³⁸⁾を含む。

アイテム 1501 の規定は、重要性の限定を含んでいない。

(d) アイテム 1502

アイテム 1502 は、気候関連リスクのうち、登録者に重要な影響を与えたか、又は、合理的に重要な影響を与えうる (reasonably likely) ものを記述することを要求する³⁹⁾。登録者は、気候関連リスクの開示を物理的リスクと移行リスクに分けて、記述しなければならない⁴⁰⁾。また、登録者は、当該気候関連リスクによる登録者の戦略、ビジネスモデル及び将来展望 (outlook) に対する現実の又は潜在的に重要な影響を記述しなければならない⁴¹⁾。具体的には、事業 (事業の種類や場所を含む)、製品・サービスなどである⁴²⁾。さらに、登録者が、戦略、財務計画 (financial planning) 及び資本配分 (capital allocation) の中で、上述の影響について考慮しているか、また、考慮しているのであれば、どのように考慮しているのかを議論しなければならない⁴³⁾。例えば、気候関連リスクの影響が登録者の事業モデルや戦略に織り込まれているか、また、気候関連リスクを軽減するためにどのように資源が用いられるかが記述される⁴⁴⁾。

また、上述の気候関連のリスクが登録者の事業、業績及び財務状況 (registrant's business, results of operations, or financial condition) に対して重要な影響を与え、又は、合理的に重要な影響を与えうるのかを議論しなければならない⁴⁵⁾、さらに、気候関連リスクへの軽減や適合のための活動から直接生じた、重要な費用及び財務見積もりや仮定に対する重要な影響を定量的・定性的に記述しなければならない⁴⁶⁾。

最後に、登録者が移行計画を採択した場合には、当該計画について記述しなければならない⁴⁷⁾、また、これを毎年更新しなければならない⁴⁸⁾。移行計画は、気候関連リスクを減少させるための登録者の戦略及び実施計画を意味し、自らのコミットメントや重要な事業を行う地域のコミットメントに即した温室効果ガス排出量の削減計画を含む⁴⁹⁾。移行計画について、定量的・定性的開示が求められる点は、前述の気候関連リスクの軽減や適合と同様である⁵⁰⁾。

(e) アイテム 1503

アイテム 1503 は、リスク管理 (risk management) に関する開示である。

登録者が重要な気候関連リスクを発見し、評価し及び管理するための手続きを記述する⁴⁰⁾。具体例としては、既に負担した又は合理的に負担すると見込まれる

重要な物理的リスク又は移行リスクである⁽⁴¹⁾。これに加えて、上述の気候関連リスクを管理するための手続きが登録者全体のリスク管理システム及び手続きに統合されているか、どのように統合されているかを記述する⁽⁴²⁾。

(f) アイテム 1504

アイテム 1504 は、気候関連の目標に関する記述である。

登録者は、気候関連の目標（target or goal）が登録者の事業、業績及び財務状況に重要な影響を与えるか、又は、合理的に与えるのであれば、当該目標を開示しなければならない⁽⁴³⁾。また、登録者は、重要な影響及び合理的に与える影響を理解するために必要な追加の情報及び説明を開示しなければならない⁽⁴⁴⁾。

また、登録者は、目標に対する進捗や当該進捗がどのように達成されたのかを毎年開示する⁽⁴⁵⁾。

さらに、気候関連目標の達成に、再生エネルギークレジット（renewable energy credit）が重要な構成要素として用いられる場合には、再生エネルギークレジットの量、再生エネルギークレジットの性質や源泉、当該プロジェクトの所在などを記述する⁽⁴⁶⁾。再生エネルギークレジットは、生成され、電力網に供給されたことを示すクレジットを意味する⁽⁴⁷⁾。

(g) アイテム 1505

アイテム 1505 は、温室効果ガス排出の評価指標に関する規定である。

なぜ、証券規制において、温室効果ガスの排出量が開示されなければならないのかは検討の余地があろう。SEC は、一定の場合に温室効果ガス排出量自体を開示させることにより、投資家が登録者の気候関連リスクをより良く理解できると考えているようである⁽⁴⁸⁾。例えば、最終規則を採択したリリースでは、温室効果ガスの排出量の開示により、投資家が登録者の移行リスク、ひいては、移行リスクが事業、業績又は財務状況に影響を与えるということが言及されている⁽⁴⁹⁾。

この開示は、大規模早期提出会社（large accelerated filer）及び早期提出会社（accelerated filer）に適用される⁽⁵⁰⁾。

大規模早期提出会社とは、ある会計年度の末尾において、①直前に終了した第 2 四半期末の最後の営業日において、議決権の有無を問わず関係者以外（non-affiliates）によって保有される普通株式が全世界総計で 7 億ドル以上⁽⁵¹⁾、② 12 ヶ月を超えて、取引所法 13 条(a)項又は 15 条(d)項に定める継続開示義務の要件に服している、③少なくとも一度は取引所法 13 条(a)項又は 15 条(d)項に定める年次報

告書を提出している、かつ④小規模報告会社における収入 (revenue) 要件⁵²を満たすものではない、という要件をすべて満たす者をいう⁵³。

また、早期提出会社 (accelerated filer) とは、ある会計年度の末尾において次のすべての条件を満たす者を言う。すなわち、①直近に終了した第2四半期末の最後の営業日において、議決権の有無を問わず関係者以外によって保有される普通株式が全世界総計で7500万ドル以上かつ7億ドル未満⁵⁴、②12ヶ月を超えて、取引所法13条(a)項又は15条(d)項に定める要件に服している、③少なくとも一度は取引所法13条(a)項又は15条(d)項に定める年次報告書を提出している、かつ④小規模報告会社における収入要件⁵⁵を満たすものではない、という要件を満たす者をいう⁵⁶。

登録者である大規模早期提出会社及び早期提出会社は、スコープ1排出 (Scope 1 emissions) 及び・又は (and/or)⁵⁷ スコープ2排出 (Scope 2 emissions) を、当該排出が直近に完了した会計年度又は証券取引委員会への開示を行った過去の会計年度にとって重要である場合、開示しなければならない⁵⁸。規則提案では、一定の場合にスコープ3の開示が要求されていたが、最終規則では、スコープ1及び2のみが義務化された⁵⁹。

本規則において、「スコープ1排出」とは、証券取引委員会への登録者が所有又は支配する事業からの直接の温室効果ガスの排出をいう⁶⁰。また、「スコープ2排出」とは、〔証券取引委員会への〕登録者が所有又は支配する事業によって消費される、購入又は取得された電力、蒸気、熱及び冷却によって生じる間接的な温室効果ガスの排出をいう⁶¹。

これに加えて、登録者は、計算方法、計算に際しての重要なインプット (inputs) 及び仮定を記述しなければならない⁶²。登録者は、前提となる仮定を開示し、当該仮定を用いる理由を説明する限り、合理的な見積もりを用いることができる⁶³。

(h) アイテム 1506

アイテム 1506 は、スコープ1及び2の開示に対する保証 (attestation) を規定する。

登録者は、アイテム 1505 に従ってスコープ1排出及び・又はスコープ2排出の開示を行う際に、当該開示に関して保証報告書 (attestation report) を含めなければならない⁶⁴。保証がなされる時期、保証のレベル (合理的保証・限定的保

証）及び保証の基準について規定があるが、本稿では省略する⁶⁵⁾。

温室効果ガス排出に関する保証は、温室効果ガス排出保証提供者（GHG emissions attestation provider）によってなされなければならない⁶⁶⁾。

温室効果ガス排出保証提供者は、温室効果ガスの測定、分析、報告及び保証の相当の専門性（significant experience）⁶⁷⁾を有していることが要求され⁶⁸⁾、また、独立していることが要求される⁶⁹⁾。

また、報告書は、温室効果ガス排出保証提供者が用いる保証基準に従わなければならない⁷⁰⁾。これに加えて、大規模早期提出会社及び早期提出会社は、温室効果ガス排出保証提供者が何らかの監視・監察プログラム（oversight inspection program）に服しているかなどの追加情報を開示しなければならない⁷¹⁾。

なお、アイテム 1506 の改正ではないが、限定的保証を提供する温室効果ガス排出保証提供者の報告書は、証券法規則 436 において、専門家責任が排除されている⁷²⁾。この責任の排除は、合理的保証を提供する報告書には適用がない⁷³⁾。

(i) アイテム 1507

アイテム 1507 は、開示に関する責任規定へのセーフハーバーを定める。

米国における情報開示に関するセーフハーバーとしては、将来情報（forward-looking statement）に関するものがよく知られているが⁷⁴⁾、当該セーフハーバーは、移行計画（アイテム 1502(e)）、移行計画におけるシナリオ分析（アイテム 1502(f)）、内部的に用いる二酸化炭素の価格（internal carbon price）の記述（アイテム 1502(g)）及び気候関連の目標に関する記述（アイテム 1504）に基づいて開示された情報に適用される⁷⁵⁾。当該セーフハーバーでは、過去の事実を除き、上述のアイテムで開示された情報が将来情報とみなされる⁷⁶⁾。サブパート 1500 で開示される事項が、将来情報と事実の複雑な混合であるからである⁷⁷⁾。

また、将来情報に関するセーフハーバーでは、新規株式公開に関して、その適用が排除されているが⁷⁸⁾、本アイテムに基づくセーフハーバーは適用される⁷⁹⁾。

(j) アイテム 1508

サブパート 1500 の情報は、SEC に対して電磁的情報収集、分析および取得システム（the Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system, EDGAR）を通じて電子的に提出されなければならない⁸⁰⁾。

(2) 財務諸表への注記

本規則では、非財務情報に加えて、財務諸表への注記としての開示も定められ

た。すなわち、レギュレーション S-X⁸¹⁾に対して、新たに、アーティクル 14 が追加された。特に重要なのは、規則 14-02 に基づく財務諸表への注記である⁸²⁾。この財務諸表への注記は、サブパート 1500 の情報開示が求められる場合のみに課され、また、財務諸表が監査される場合のみに限定されている⁸³⁾。

主な開示項目は、①過酷な気象事象 (severe weather events and other natural conditions) から生じた費用及び損失 (損失に対する保険金など (recoveries) を除く)⁸⁴⁾、②過酷な気象事象について負担した資産化された費用 (capitalized costs and charges) (損失に対する保険金などを除く)⁸⁵⁾、③カーボン・オフセット又は再生エネルギークレジット、及び、④過酷な気象事象に関する見積もり・仮定⁸⁶⁾である。

①及び②の具体例として、ハリケーン、トルネード、洪水、旱魃、野火 (wildfire)、異常な気温及び海面上昇が挙げられている⁸⁷⁾。また、①の開示は、損益計算書の中で個別の項目としなければならないが、また、②の開示は、貸借対照表の中で個別の項目としなければならないと規定されている⁸⁸⁾。なお、①の開示は、費用及び損失の総額が当該年度の税抜き前利益又は損失の絶対値の 1% 未満である場合、又は、10 万ドル未満である場合には免除される⁸⁹⁾。同様に、②の開示は、費用の及び損失の総額が当該年度末の株主資本の絶対値の 1% 未満である場合、又は、50 万ドル未満である場合には免除される⁹⁰⁾。

③の開示について、カーボン・オフセット又は再生エネルギークレジットが気候関連目標の達成について重要な構成要素として用いられている場合には、㉗カーボン・オフセット又は再生エネルギークレジットの額、資産化されたカーボン・オフセット又は再生エネルギークレジットの額、及び、カーボン・オフセット又は再生エネルギークレジットについて生じた損失の額⁹¹⁾、㉘期初・期末のカーボン・オフセット又は再生エネルギークレジットの額⁹²⁾、並びに、㉙カーボン・オフセット又は再生エネルギークレジットの会計方針⁹³⁾を開示しなければならない。

4 検討

本規則を採択する際のリリースでは、本規則を採択する理由として、①投資家が投資判断及び議決権行使の判断のために気候関連の情報が必要であること⁹⁴⁾、②一定の基準に準拠した情報開示が行われることにより比較可能性を確保するこ

と⁹⁵、及び、③セーフハーバーを定めることにより、情報開示の費用を減少させ、また、開示を促進するために一定の責任の免除を定めること⁹⁶などが挙げられている。

①は、情報開示の外部性を議論する際の典型的な論点であろう⁹⁷。この観点から興味を惹くのは、SECがどの情報開示を義務とし、また、どの情報開示を義務としなかったのかという点である。外部性の観点からは、開示から得られる利益と費用を衡量する必要がある。

この点で興味深いのは、取締役の気候に関する専門性の開示である。この点は、規則提案から撤回され⁹⁸、本規則では義務化されていない（前述の通り、経営者や委員会については専門性の開示の規定が残されたが取締役の専門性については削除された）。この理由として、本規則が開示を目的としており、気候関連のガバナンスや実務を変更することを要求していないことが言及されている⁹⁹。気候関連リスクの重要性を強調していながら、気候関連のガバナンスや実務に影響を与えないように配慮するというのは理解が難しい¹⁰⁰。本規則のリリースをみると、気候関連リスクの投資家への重要性を重視し、気候変動問題の解決を意図した規則ではないという理解なのだろう。そして、SECは、（気候変動に対する影響から得られる利益ではなく）本規則の開示にかかる発行者の費用と投資家が得られる利益を比較しているのだろう¹⁰¹。特に、温室効果ガスの排出量の開示と比較して、取締役の気候に関する専門性の開示に必要な費用は相対的に低いように思われるが、それでも投資家が当該開示から得られる利益が少ないということだろうか。

また、②も外部性の一種であるが、特に、比較可能性の観点を重視している点が注目に値する¹⁰²。既存の規制において重要な情報の開示が要求されているのだから、気候関連リスクについて重要な情報を開示することを義務付けても、追加の情報開示が行われず、この規制に何らの意味もないという結論になりそうである。しかし、本規則の下では、重要な情報について、横並びの情報を求め、一定の形式に従った開示を求めることで、比較可能性という意味での正の外部性が生じる余地がある。また、比較可能性とは、少し違う論点かもしれないが、本規則の開示は、電子的に行われ、また、電子的なタグ付け（いわゆるXBRL（eXtensible Business Reporting Language）を用いる）が行われることが義務付けられている¹⁰³。これにより、情報を自動的に収集することや、収集された情報

を（言語）処理することが可能になるという利益が考えられる⁽¹⁰⁴⁾。さらに、既存の研究によれば、S&P 500に属する上場会社の90%が何らかの環境・社会・ガバナンス（Environmental, social, and governance, ESG）関連の独立の報告書を作成し、また、90%以上の会社がウェブサイトでESG関連の情報を開示しているという⁽¹⁰⁵⁾。既に開示されている情報が正確に市場価格に反映されているのであれば⁽¹⁰⁶⁾、追加で情報開示をすることで得られる利益は小さくなる。それでも、情報開示を強制する理由として、比較可能性が理論上考えられる。ただし、実際に比較可能性から得られる利益が費用を超えるのか（特に、既に任意の情報開示がなされている場合）は検討の余地があろう。

③は、情報開示の複雑性（ひいては、難しさといえようか）を考慮に入れて規制を組み立てている点が注目に値する。

サブパート1500において、重要性（material, materially）への言及が40回ある。すなわち、多くの場合に開示は、重要性の限定に服する。具体的な例を上げると、温室効果ガス（GHG）⁽¹⁰⁷⁾の排出に関して、当該排出が重要である場合に、開示が求められている⁽¹⁰⁸⁾。本規則において多くの場合に重要性の限定が付されていることは、複雑性への配慮とも捉えることができる。しかし、重要性の限定が付されているにも拘わらず、さらに責任に対するセーフハーバーが付されているのは、重要な情報についてすら、正確性を確保することが難しい場合があることを前提としているといえよう⁽¹⁰⁹⁾。また、重要性の限定がすべての規定で付されているわけではないということは、重要性がないにも拘わらず、開示が求められる場合があることを意味しており、この点で批判がある⁽¹¹⁰⁾。

セーフハーバー以外の規定について目を向けると、規則提案では、登録者すべてに温室効果ガス排出の開示が義務付けられていたが、大規模早期提出会社及び早期提出会社に限定された点も、情報開示が（これら以外の会社にとって）過度の負担とならないことを考慮したものといえよう⁽¹¹¹⁾。

5 規則制定後の展開

本節では、本規則の採択後の進展を概観する。具体的には、本規則の制定後、規則の無効を求めて訴訟が提起されたこと及び2024年大統領選挙において、第45代合衆国大統領のドナルド・J・トランプ（Donald J. Trump）氏が勝利したことである。

（1）差止め訴訟と施行停止

SECの規則は、様々な理由でその効力が争われ、無効になりうる。過去に無効になった規則も少なくない^[112]。本規則についても、その有効性が争われている。

本規則は、2024年3月6日に採択されたが、2024年3月6日から14日までの間に、本規則に関して幾つかの訴訟が提起された^[113]。同月15日に、第五巡回区合衆国控訴裁判所は、本規則の発効の停止を認めた^[114]。

同年4月4日に、SECは、同規則の発効の延期を発表した^[115]。本規則が将来施行されるか否かは、訴訟の結果によるということになる^[116]。

（2）大統領選挙

本規則の採択後に生じた、第2の変化は、大統領選挙の実施である。2024年11月5日に実施された合衆国大統領選挙は、第45代合衆国大統領であり共和党の候補者であったトランプ氏が、現職の副大統領であり民主党の候補者であったカマラ・D・ハリス（Kamala D. Harris）氏に勝利するという結果に終わった。選挙人団（electoral college）でみると、312対226という結果であった^[117]。

トランプ氏は、気候変動に懐疑的な発言をしたこともあり^[118]、気候変動問題での消極的な対応が見込まれる。直接に環境規制が影響を受けるだけでなく、証券規制における気候リスクの開示のような間接的なものも影響を免れないだろう。

例えば、トランプ政権は、オバマ政権での環境政策であるClean Power Planを、2019年6月に撤回した^[119]。トランプ政権下で気候関連の情報開示の政策が巻き戻る可能性が高いように思われるが、どこまでSECの法解釈の裁量が制限されるかは特に注目される。なぜなら、SECが制定した規則の多くが撤回される可能性があるからである^[120]。実際、トランプ大統領は、再就任後、パリ協定からの撤退を命じた。このことから環境分野での規制緩和が進むことが予想される^[121]。

6 おわりに

最後に、気候関連開示（もっと直接的に言えば気候変動に関する開示）規則一般について、既存の研究の枠組みを借りて付言しておきたい。ある会社と気候変動の関係について、次の3つに分類してみよう。すなわち、①気候変動が企業の財務状況に影響を与えるという意味で重要である場合、②気候変動が企業の財務情報に与える影響という観点からは投資判断にとって重要でないとしても「サス

テナブルな会社に投資したい」あるいは「サステナビリティに配慮していない会社には投資したくない」という意味での投資判断にとっては重要である場合、及び、③気候変動が企業の財務状況に影響を与えないとしても、企業が環境や社会に対して重要なインパクトを与えている場合¹²²⁾である。

第1の場合(①)は、米国証券規制において、既に開示対象となっているはずである。特に、前述した通り、米国の証券法及び証券取引所法では、法定の開示事項に加えて、重要な虚偽記載や記載の省略が生じないように情報を追加すべき旨定める規定¹²³⁾があり、この規定は、長期的に維持されてきたものであることに鑑みれば¹²⁴⁾、本規則が施行されなくとも、気候変動が会社の業績に対して重要な影響を与える場合には、開示が要求されることになろう。

第2の場合(②)は、既存の米国証券規制上の開示規制の対象になっていないように思われる。なぜなら、米国証券規制上の重要性が客観的に判断されるため¹²⁵⁾、特定の投資家が気候変動を重要視する場合でも、重要性の基準には該当しないからである。仮に、財務状況に全く影響を与えないにもかかわらず、投資家が「サステナブルな会社に投資」することを重要だと考え、需給に影響を与え、ひいては株価に重要な影響を与える場合には、①の重要性に該当するであろう。私見では、*Basic* 判決における重要性の基準は、需給による株価への影響を含むからである。また、株価への影響がない場合には重要ではないと解釈できるのであれば¹²⁶⁾、一部の投資家が「サステナブルな会社に投資」することが重要であると考えたとしても重要性の定義には該当しないだろう。

理論上、直接企業価値に影響を与えない事象に対して市場がどのように反応するか¹²⁷⁾は、既に研究がある。論点としては、直接企業価値に影響を与えないにしても、投資家の非合理性や市場の非効率性によって株価が変動する可能性¹²⁸⁾や、当該事象が何らかのシグナルとなり株価に影響を与える可能性¹²⁹⁾などが議論されている。

また、第3の場合(③)も同様に、従前の米国証券規制では、企業が環境や社会に対して重要な影響を与えているとしても、発行者に重要な影響がないのであれば開示規制の対象とはならないという前提で法制度が構築されている。

企業価値や株価に重要な影響を与えないにしても、気候関連リスクの開示を求めることがあるのだとしたら、当該気候関連リスクを重視する一部の投資家のためであったり、当該気候関連リスクを開示することが社会全体にとって望ましい

という判断があるからだろう。しかし、米国の既存のルールを見る限り、重要ではない気候関連リスクの情報開示を要求することは、容易ではないように思われる。

最後に、私見では、トランプ政権への移行によって、本規則が採択されたのと同じ状態で施行される可能性が低いのではないかと予想している。それでも、気候変動や気候変動によるリスクが発行者にとって重要なものであれば、上述①の理由により、開示対象になり続けるだろう。また、本規則は、多くの箇所で重要性の限定を伴っていた。この点に鑑みれば、上述①に基づく開示と本規則が求める開示は、相違があるにしても、かけ離れたものにはならないだろう。気候変動のリスクが年々増していることに鑑みて、本規則の施行なしで、気候関連（リスク）の開示が今後どのように行われるのかが注目に値する。

〔注〕

- (1) SEC, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors, Securities Act Release No. 11,275, Exchange Act Release No. 99,678, 89 Fed. Reg. 21668 (Mar. 6, 2024).
- (2) 本稿を通じて、重要性は、一般的に証券規制で用いられる意味を有する。具体的には、*Basic* 判決において、「省略された事実の開示が合理的な投資家にとって、既に利用に供されている (made available) 情報の総体 (total mix) を大きく (significantly) 変えるものと受け取られる実質的蓋然性 (substantial likelihood) がある」場合に重要 (material) であると判示された。TSC Indus., Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976); *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-32 (1988); 17 C.F.R. § 230.405 (証券法規則における material の定義); 17 C.F.R. § 240.12b-2 (取引所法規則における material の定義)。*Basic* 判決について、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』（弘文堂、2004）118-119頁、森田章「合併の噂についての会社の釈明義務——*Levinson v. Basic, Inc.*, 786 F.2d 741 (6th Cir. 1986), 108 S. Ct. 978 (1988)」商事1189号36頁(1989)、萬澤陽子『「市場に対する詐欺理論」による信託の推定——*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988)」樋口範雄ほか『アメリカ法判例百選（別冊ジュリ 213号）』（有斐閣、2012）244頁参照。

- (3) SEC, Disclosures Pertaining to Matters Involving the Env't & C.R., Securities Act Release No. 5,170, 36 Fed. Reg. 13989 (July 19, 1971).
- (4) 同リリース中に「事業の収益力」(earning power of the business)や「登録者の事業への重要な変更をもたらす」(cause material changes in registrant's business)という表現があり、主に、投資家への影響を念頭に置いたものと推測される。SEC, *supra* note 3, at 13989.
- (5) SEC, Notice of Adoption of Amends. to Registration & Rep. Forms to Require Disclosure with Respect to Compliance with Environmental Requirements & Other Matters, Securities Act Release No. 5,386, 38 Fed. Reg. 12100 (Apr. 20, 1973).
- (6) 17 C.F.R. § 239.11 (Form S-1, Item 9(a), Instruction 5); 17 C.F.R. § 249.310 (Form 10-K, Item 1 (b)(7)).
- (7) 特に限定はないが、環境に関する訴訟を含む。SEC, *supra* note 5, at 12101. 17 C.F.R. § 239.11 (Form S-1, Item 12); 17 C.F.R. § 249.308 (Form 8-K, Item 3(a)); 17 C.F.R. § 249.310 (Form 10-K, Item 5).
- (8) 現在の Regulation S-K, Item 101 (c)(2)(i)参照 (17 C.F.R. § 229.101 (c)(2)(i))。
- (9) SEC, Environmental Disclosure, Securities Act Release No. 6,130, 44 Fed. Reg. 56924 (Sept. 27, 1979).
- (10) SEC, Adoption of Integrated Disclosure System, Securities Act Release No. 6,383, 47 Fed. Reg. 11380 (Mar. 3, 1982).
- (11) SEC, Final Rule, Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change, Securities Act Release No. 9,106, 75 Fed. Reg. 6290 (Jan. 27, 2010). 同解釈リリースの概要について、川原尚子「気候変動に関するリスクと重要業績評価指標 (KPI) の開示——有価証券報告書の開示分析」商経学叢 57 卷 2 号 23 頁, 38-41 頁 (2010) 参照。
- (12) 17 C.F.R. § 230.408; 17 C.F.R. § 240.12b-20.
- (13) SEC, *supra* note 11, at 6293.
- (14) SEC, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors, Securities Act Release No. 11,042, 87 Fed. Reg. 21334 (Mar. 21, 2022). 規則提案の検討として、石田真得「サステナビリティに関する情報開示 (1) ——米国の動向」日本取引所金融商品取引法研究 27 号 1 頁 (2024 年 9

月), 安井桂大ほか「サステナビリティ情報開示と保証をめぐる国際動向——欧州 CSRD・ESRS と米国 SEC 気候関連開示規則等の動向」商事 2360 号 39 頁, 41-42 頁 (2024) 参照。

- (15) SEC, The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors, Securities Act Release No. 11,061, 87 Fed. Reg. 29059 (June 17, 2022).
- (16) SEC, Resubmission of Comments and Reopening of Comment Periods for Several Rulemaking Releases Due to a Technological Error in Receiving Certain Comments, Securities Act Release No. 11117, 87 Fed. Reg. 63016 (Oct. 7, 2022).
- (17) 17 C.F.R. § 229.1500.
- (18) 17 C.F.R. § 239.11.
- (19) 17 C.F.R. § 249.310.
- (20) 17 C.F.R. § 249.220f.
- (21) 本稿では, 本規則の対象となる者について登録者 (registrant) の用語を用いる。SEC, *supra* note 1, at 21669.
- (22) 17 C.F.R. § 229.1501 (a).
- (23) *Id.*
- (24) 17 C.F.R. § 229.1501 (b).
- (25) 17 C.F.R. § 229.1501 (b)(1)-(3) (具体的な記述の非排他的な例示)。
- (26) *See, e.g.*, 17 C.F.R. § 239.11 (Form S-1, Item 11 (o)).
- (27) 17 C.F.R. § 229.1500, Climate-related risks. 物理的リスクは, 急性リスク (acute risks) 及び慢性的リスク (chronic risks) を含む。*Id.* 物理的リスクの例は, ハリケーンや洪水のリスク (急性リスク) や気温の上昇や海面の上昇などの長期的な気候のパターンである (慢性的リスク)。*Id.*
- (28) 移行リスクとは, 登録者の事業, 業績又は財政状態に対する実際の又は潜在的な悪影響のうち, 気候関連リスクを軽減するため又は気候関連リスクへ適合するための規制, 技術又は市場の変化に起因するものをいう。*Id.*
- (29) 17 C.F.R. § 229.1502 (a).
- (30) *Id.*
- (31) 17 C.F.R. § 229.1502 (b).

- ③2 17 C.F.R. § 229.1502 (b)(1)-(5) (具体的な記述の非排他的な例示).
- ③3 17 C.F.R. § 229.1502 (c).
- ③4 17 C.F.R. § 229.1502 (c)(1).
- ③5 17 C.F.R. § 229.1502 (d)(1).
- ③6 17 C.F.R. § 229.1502 (d)(2).
- ③7 17 C.F.R. § 229.1502 (e)(1).
- ③8 17 C.F.R. § 229.1500, Transition plan.
- ③9 17 C.F.R. § 229.1502 (e)(2).
- ④0 17 C.F.R. § 229.1503 (a).
- ④1 17 C.F.R. § 229.1503 (a)(1).
- ④2 17 C.F.R. § 229.1503 (b).
- ④3 17 C.F.R. § 229.1504 (a).
- ④4 17 C.F.R. § 229.1504 (b).
- ④5 17 C.F.R. § 229.1504 (c).
- ④6 17 C.F.R. § 229.1504 (d).
- ④7 17 C.F.R. § 229.1500, Renewable energy credit or certificate or REC.
- ④8 規則提案に関する検討では、「GHG 排出量に関する開示が求められるわけですが、そのような情報は定量的で比較可能、移行リスクの分析に役立つものであり、ネットゼロの公約の進捗を評価でき、それに伴うリスクを評価できる情報であること、また資金調達の可能性に影響する情報でもあり、規制・政策・市場の要請による炭素使用量の減少能力に影響する情報であるから、投資家の投資判断にとって重要であると考えられています」と述べられている(石田・前掲注④4 12頁)。この点は、最終規則でも変わっていないように思われる。
- ④9 SEC, *supra* note 1, at 21733.
- ⑤0 小規模提出会社 (smaller reporting company) 及び新興成長企業 (emerging growth company) は、本アイテムの適用が免除されている。17 C.F.R. § 229.1505 (a)(3)(i).
- ⑤1 計算は、当該普通株式の主要な市場での直近の市場価格又は買い呼び値及び売り呼び値の平均を用いる。17 C.F.R. § 240.12b-2, Note to paragraphs (1), (2) and (3).
- ⑤2 17 C.F.R. § 12b-2, smaller reporting company, (2) or (3)(iii)(B).

- (53) 17 C.F.R. § 240.12b-2, Accelerated Filer and Large Accelerated Filer, (2). 大規模早期提出会社及び早期提出会社の定義について、SEC, Final Rule, Accelerated Filer & Large Accelerated Filer Definitions, Exchange Act Release No. 88,365, 85 Fed. Reg. 17178 (Mar. 12, 2020) 参照。
- (54) 計算は、当該普通株式の主要な市場での直近の市場価格又は買い呼び値及び売り呼び値の平均を用いる。17 C.F.R. § 240.12b-2, Note to paragraphs (1), (2) and (3).
- (55) 17 C.F.R. § 12b-2, smaller reporting company, (2) or (3)(iii)(B).
- (56) 17 C.F.R. § 240.12b-2, Accelerated Filer and Large Accelerated Filer, (2).
- (57) ここで「and/or」が用いられている理由は、重要性の基準に該当すれば両方開示しなければならず、片方だけが重要である場合には、片方だけ開示すれば良いからである。SEC, *supra* note 1, at 21733 n.1017.
- (58) 17 C.F.R. § 229.1505 (a)(1).
- (59) SEC, *supra* note 1, at 21732-33, 21736.
- (60) 17 C.F.R. § 229.1500, Scope 1 emissions.
- (61) 17 C.F.R. § 229.1500, Scope 2 emissions.
- (62) 17 C.F.R. § 229.1505 (b)(1).
- (63) 17 C.F.R. § 229.1505 (b)(2).
- (64) 17 C.F.R. § 229.1506 (a)(1).
- (65) 17 C.F.R. § 229.1506 (a)(1)(2). 中村義人「非財務情報と保証業務：非財務情報の現状とその第三者意見の意義について」経営論集 78号（2011）199頁、207頁、企業会計審議会「財務情報等に係る保証業務の概念的枠組みに関する意見書」（2004年11月29日）5頁。
- (66) 17 C.F.R. § 229.1506 (b).
- (67) 相当の専門性とは、保証基準及び適用される法的要件・規制要件を満たして業務を行うこと及び状況において適切な報告書を発行することができることを意味する。17 C.F.R. § 229.1506 (b)(1)(i)-(ii).
- (68) 17 C.F.R. § 229.1506 (b)(1).
- (69) 17 C.F.R. § 229.1506 (b)(2).
- (70) 17 C.F.R. § 229.1506 (c).
- (71) 17 C.F.R. § 229.1506 (d).

- (72) 17 C.F.R. § 230.436(i). 証券法7条は、「すべての会計士、技術者、鑑定人その他職務上自己の陳述に権威を与えることのできる専門家が、登録届出書の一部の作成者もしくは証明者としてその氏名を掲載される場合、または登録届出書に関連して用いるための報告書もしくは評価鑑定書(valuation)の作成者もしくは証明者としてその氏名を記載される場合には、登録届出書と共にその者の同意書を提出しなければならない」と規定している(邦訳は、財団法人日本証券経済研究所〔王子田誠訳〕『新外国証券関係法令集アメリカ III—証券法・証券取引所法』21頁〔日本証券経済研究所, 2008〕による)。登録届出書に関する専門家の責任(証券法11条)については、黒沼・前掲注(2)72頁参照。
- (73) SEC, *supra* note 1, at 21757.
- (74) 黒沼・前掲注(2)143-145頁, 下中和人「アメリカにおける将来情報の開示とセーフ・ハーバーの規定の解釈——重要性の判定に焦点を当てて」商大論集62巻1・2号(2010)15頁, 下中和人「アメリカにおける将来情報の開示と注意の喚起」正井章彦先生古稀祝賀『企業法の現代的課題』(成文堂, 2015)333頁。
- (75) 17 C.F.R. § 229.1507(a)(1).
- (76) 17 C.F.R. § 229.1507(b). See SEC, *supra* note 1, at 21676.
- (77) SEC, *supra* note 1, at 21775.
- (78) 15 U.S.C. §§ 77z-2(b)(2)(D), 78u-5(b)(2)(D).
- (79) 17 C.F.R. § 229.1507(a)(2)(iv). 新規株式公開以外にもセーフハーバーの適用が拡張されているが、本稿では省略する。17 C.F.R. § 229.1507(a)(2).
- (80) 17 C.F.R. § 229.1508.
- (81) 17 C.F.R. § 210.
- (82) 17 C.F.R. §§ 210.14-01, 210.14-02.
- (83) 17 C.F.R. § 210.14-01(a).
- (84) 17 C.F.R. § 210.14-01(c). 損失に対する保険金などの額は別途開示される。17 C.F.R. § 210.14-02(f).
- (85) 17 C.F.R. § 210.14-01(d). 損失に対する保険金などの額は別途開示される。17 C.F.R. § 210.14-02(f).
- (86) 17 C.F.R. § 210.14-02(h).

- (87) 17 C.F.R. § 210.14-01 (c)(d).
- (88) *Id.*
- (89) 17 C.F.R. § 210.14-02 (b)(1).
- (90) 17 C.F.R. § 210.14-02 (b)(2).
- (91) 17 C.F.R. § 210.14-02 (e)(1).
- (92) *Id.*
- (93) 17 C.F.R. § 210.14-02 (e)(2).
- (94) SEC, *supra* note 1, at 21669.
- (95) ここでの比較可能性は、ある会社について継続的に同じ基準が採用されることによる個社の比較可能性と、一定の基準に基づき複数の会社で開示が行われることにより会社間での比較が可能になることの両方を意味する。SEC, *supra* note 1, at 21669-70.
- (96) SEC, *supra* note 1, at 21775.
- (97) SEC, *supra* note 1, at 21849（サーチ費用への言及）。拙著『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂、2016）228-244 頁参照。
- (98) 規則提案では、レギュレーション S-K のアイテム 1501 (a)(1)(ii) (17 C.F.R. § 229.1501 (a)(1)(ii)) として規定されていた。SEC, *supra* note 14, at 21467.
- (99) SEC, *supra* note 1, at 21713.
- (100) See Troy A. Paredes, *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation*, 81 WASH. U. L.Q. 417, 464 (2003).
- (101) SEC, *supra* note 1, at 21848-52（本規則における費用便益分析）。なお、最終規則のリリースでは、登録者の法令準拠費用が消費者等の第三者に転嫁される可能性が言及されている。SEC, *supra* note 1, at 21851.
- (102) 湯原・前掲注⁹⁷ 238-240 頁。
- (103) 17 C.F.R. § 229.1508. SEC, *supra* note 1, at 21825.
- (104) *Id.*
- (105) Lisa M. Fairfax, *Dynamic Disclosure: An Expose on the Mythical Divide between Voluntary and Mandatory ESG Disclosure*, 101 TEX. L. REV. 273, 277 (2022).
- (106) 効率の市場仮説について、湯原・前掲注⁹⁷ 32 頁以下参照。情報の偏在が生じることを前提として (Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The*

Mechanisms of Market Efficiency, 70 VA. L. REV. 549, 558-59 (1984).), 情報の配布方法として証券規制を活用するということも考えられるのかもしれない。

- (107) 温室効果ガスの定義には、二酸化炭素、メタン、亜酸化窒素などが列挙されている。17 C.F.R. § 229.1500, GHG or Greenhouse.
- (108) SEC, *supra* note 1, at 21732-33.
- (109) セーフハーバーの規定自体が明確に定められることにより、責任の範囲の曖昧さを排除する（明確化する）という効果が考えられる。会社法学において、（不）明確さについては、幾つか議論がある。See William T. Allen, *Ambiguity in Corporation Law*, 22 DEL. J. CORP. L. 894, 898 (1997)（信任義務の不明確さが純利益であるのか純損失であるのか不明であるとの言及）；Ehud Kamar, *A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law*, 98 COLUM. L. REV. 1908 (1998).
- (110) Hester M. Peirce, Green Regs and Spam: Statement on the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors (Mar. 6, 2024), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/peirce-statement-mandatory-climate-risk-disclosures-030624> (last visited Jan. 26, 2025); Mark T. Uyeda, A Climate Regulation under the Commission's Seal: Dissenting Statement on The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors (Mar. 6, 2024), <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/uyeda-statement-mandatory-climate-risk-disclosures-030624> (last visited Jan. 26, 2025)（共和党任命のSEC委員による訴訟を避けるために重要ではない情報も開示するようになるとの指摘）。
- (111) SEC, *supra* note 1, at 21733-34.
- (112) *E.g.*, *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990); *Chamber of Commerce of U.S. v. SEC*, 412 F.3d 133 (D.C. Cir. 2005); *Chamber of Commerce v. SEC*, 443 F.3d 890 (D.C. Cir. 2006); *Goldstein v. SEC*, 451 F.3d 873 (D.C. Cir. 2006); *Financial Planning Ass'n v. SEC*, 482 F.3d 481 (D.C. Cir. 2007); *American Equity Investment Life Ins. Co. v. SEC*, 613 F.3d 166, 167-68 (D.C. Cir. 2010); *Bus. Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1146 (D.C. Cir. 2011); *American Petroleum Institute v. SEC*, 953 F. Supp. 2d 5, 2013 U.S. Dist. LEXIS 92280 (D.D.C. July 2, 2013); *National Ass'n of Mfrs. v. SEC*, 748 F.3d

- 359 (D.C. Cir. Apr. 14, 2014); Chamber of Com. of United States v. SEC, 88 F.4th 1115 (5th Cir. 2023); Nat'l Ass'n of Priv. Fund Managers v. SEC, 103 F.4th 1097 (5th Cir. 2024); Crypto Freedom All. of Texas v. SEC, 2024 WL 4858590 (N.D. Tex. Nov. 21, 2024); Nat'l Ass'n of Priv. Fund Managers v. SEC, 2024 WL 4858589 (N.D. Tex. Nov. 21, 2024).
- (113) 証券取引所法 25 条(a)項は、SEC が定めた規則のレビューを巡回区合衆国控訴裁判所に求めることができる旨、定めている。15 U.S.C. § 78y. 提起された訴訟の一覧として、SEC, *supra* note 115, at 25805 n.3 参照。
- (114) Liberty Energy, Inc. v. SEC, No. 24-60109, 2024 U.S. App. LEXIS 6322, 2024 WL 1152283 (5th Cir. Mar. 15, 2024).
- (115) SEC, In the Matter of the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors (Order Issuing Stay), Securities Act Release No. 11,280, 89 Fed. Reg. 25804 (Apr. 4, 2024). SEC は、証券取引所法 25 条(c)項(2)号及び行政手続法 705 条に基づいて規則の発効を停止することができる。15 U.S.C. § 78y (c)(2); 5 U.S.C. § 705, Pub. L. No. 89-554, 80 Stat. 393 (Sept. 6, 1966).
- (116) *Id.*
- (117) Federal Election Commission, Official 2024 Presidential General Election Results—General Election Date: 11/05/2024 (2024), <https://www.fec.gov/resources/cms-content/documents/2024presgeresults.pdf> (last visited Jan. 26, 2025); National Archives, 2024 Electoral College Results (2024), at <https://www.archives.gov/electoral-college/2024> (last visited Jan. 26, 2025).
- (118) Lisa Friedman, *Is Climate Change Man-Made? Yes.*, N.Y. TIMES, Oct. 16, 2018, at A14.
- (119) EPA, Repeal of the Clean Power Plan; Emission Guidelines for Greenhouse Gas Emissions From Existing Electric Utility Generating Units; Revisions to Emission Guidelines Implementing Regulations, 84 Fed. Reg. 32520 (June 19, 2019).
- (120) John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, *About Face: How Much of Current SEC Policy Will the Trump Administration Reverse?*, THE CLS BLUE SKY BLOG (Dec. 3, 2024), <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2024/12/03/about-face->

how-much-of-current-sec-policy-will-the-trump-administration-reverse/ (last visited Jan. 26, 2025).

- (121) Max Bearak, *Trump Orders the U.S. to Withdraw From the Paris Climate Pact*, N.Y. TIMES, Jan. 21, 2025, at A18.
- (122) 松元暢子「サステナビリティ情報開示をめぐる問題：金商法開示の視点から」ジュリ 1598号（2024）37頁，41-42頁（サステナビリティ開示について3つに分類して議論する）。本文では，この分類を気候変動に適用するために修正して用いた。
- (123) 前掲注(12)参照。
- (124) SEC, Registration and Registration Procedure, 12 Fed. Reg. 4070, 4072 (June 24, 1947) (codified at § 230.408 as Regulation C). 証券法規則 408 や取引所法規則 12b-20 は，法定開示事項を前提として追加を求めるものであるから，法定開示事項が気候変動と全く無関係な開示だけであれば，これらの規定が発動しない場合が理論上考えられる。しかし，気候変動が会社の業績に影響を与えるのであれば，気候変動自体が会社の業績に影響を与える場合でも気候変動に関する規制への法令準拠により業績に影響を与える場合でも，気候変動に全く触れずに法定開示事項を記載することが難しく，気候変動について言及するのであれば，投資家の誤解を招かないような程度で十分な記載が要求されるということになる。
- (125) See *United States v. Litvak*, 889 F.3d 56, 64 (2d Cir. 2018).
- (126) 株価と重要性の関係について，拙著・前掲注(97)96頁注242に掲げる文献を参照。
- (127) See David L. Ikenberry et al., *What Do Stock Splits Really Signal?*, 31 J. FIN. & QUANTITATIVE ANALYSIS 357, 358 (1996) (株式分割に関する株価上昇)。
- (128) See ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* (2000) (市場が効率的である条件として，第1に，証券価格が合理的(rational)に値付けされるために，投資家が合理的であり，第2に，投資家が合理的でないとしても，合理的ではない投資がランダムに行われるため，その影響は打ち消し合って価格に影響を与えず，第3に，投資家が同じように，つまり，打ち消し合わないよう，非合理である場合でも，非合理的な投資家の影響を消し去る(鞆取り(arbitrage)を行う)合理的な投資家が市場に存在す

ることを挙げる）。拙著・前掲注97 330 頁及び同頁注 804 に掲げる文献参照。

- (129) See Eugene F. Fama et al., *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, 10 INT'L ECON. REV. 1, 2 (1969); Michael J. Brennan & Thomas E. Copeland, *Stock Splits, Stock Prices, and Transaction Costs*, 22 J. FIN. ECON. 83, 85 (1988) (株式分割をシグナルと捉える研究)。But see Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler, *Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey*, in 2B HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 357, 411 (George M. Constantinides, Milton Harris & Rene M. Stulz, eds., 2013) (シグナリングモデルの評価)。

* 本稿の脱稿後、2025年3月25日に証券取引委員会は、前記訴訟を放棄する旨の投票を行ったことを公表した (SEC, Press Release, SEC Votes to End Defense of Climate Disclosure Rules (Mar. 27, 2025))。この旨の通知は、2025年3月27日に第八巡回区合衆国控訴裁判所に提出された (Status report filed by SEC, State of Iowa v. SEC, No.24-1522 (Mar. 27, 2025))。

* 本稿は、2025年度野村財団金融・資本市場のフロンティアを拓く研究助成 (N25-4-F30-004) の研究成果の一部である。

■海外金融法の動向

イングランド

弁護士 宇波 洋介

英国 Property (Digital Assets etc) Bill について

1 はじめに

2024年11月9日に、Property (Digital Assets etc) Billが法務大臣（Minister of Justice）により、政府提出法案（Government Bill）として英国議会に提出された⁽¹⁾。このProperty (Digital Assets etc) Billという法案（以下「本法案」という。）は、英国のみならずグローバルに議論がなされている、暗号資産等のデジタル資産の私法上の法的性質、すなわち財産権の対象となるのか、なるとしてどのような性質のものとして認められるのかという論点に対して、正面から確認を行うことを意図するものである。

上記のとおり本法案の内容は金融法というよりは私法実体法に属するものであるといえる。デジタル資産と言ってもその範疇に含まれ得るものは様々であり、その中でも暗号資産、カーボンクレジットやトークン化された有価証券やノン・ファンジブル・トークン（NFT）などは、金融取引を含む様々な取引の対象として取り扱われるようになってきている。それにもかかわらず、本邦を含む多くの法域ではその私法上の性質は明らかではなく、法的性質を明確する必要性が指摘されているところである⁽²⁾。本邦では、暗号資産の法的性質については様々な見解が存しており、カーボン・クレジットについても官民において検討がなされているところであり⁽³⁾、金融取引との関係でもデジタル資産の私法上の取扱いに関心事であると認識している。

本稿は本法案の内容と本法案の提出に至る背景を概説する。ただ、本稿執筆時点で、本法案についてはなお議会における審議が継続しているため、あくまで2025年1月末時点での内容を前提とするものである。なお、本稿中の意見に渡る部分はあくまで筆者の個人的な見解であり、筆者の所属する団体・組織の見解ではないことに留意されたい。

2 法案提出の背景

(1) 英国法務省は、2020年にLaw Commission⁽⁴⁾に対し、暗号トークンや他の

デジタル資産に関して法律をレビューし、英国法⁽⁵⁾においてかかる資産に対応するための改正要否を検討し、英国法がデジタル資産に対応することができるよう提言を行うことを要請した。当該要請においては、特に暗号資産その他デジタル資産が人的財産権（personal property rights）⁽⁶⁾の対象となるかについての検討が求められた。

(2) Law Commission は、当該要請を受け検討を行い、2020年7月に市中協議文書を公表し⁽⁷⁾、市中協議で寄せられた回答⁽⁸⁾を踏まえ、2023年6月に報告書（以下「2023年報告書」という。）を公表した⁽⁹⁾。

2023年報告書は約300ページの大部であり、本法案の対象となっているデジタル資産の人的財産権としての対象としての位置づけのみならず、支配（control）の概念や、譲渡（transfer）、間接保有の仕組み（intermediated holding arrangements）及び担保に関する取決め（collateral arrangements）に関する私法上の論点並びに訴訟原因及びそれに対する救済措置（cause of action and associated remedies）といった幅広い議論及びそれに伴う提言を行っている。

しかしながら、2023年報告書で示された提言のうち本法案に直接関連する提言は一部であり、筆者の理解によれば、当該提言は次のように整理できよう。①英国法において人的財産権の対象となるものとしては、things in possession（占有に係る物、すなわち動産）とthings in action（法的措置を通じてのみ権利行使が可能な物、すなわち債権）の2つのカテゴリーに分けられているところ、デジタル資産の中にはこれらのいずれにも該当しないものがあるが、英国法において人的財産権の対象として認められ得るものたる「第3のカテゴリー」が存在すること、②こうしたカテゴリーの存在を否定する見解が存在することを念頭に、当該カテゴリーが存在することを法律で明記することは、既存のコモン・ローに基づく見解を確認するとともに、継続的な法の発展を促進するであろうこと、③この「第3のカテゴリー」の範囲を法律において定義する必要はなく、また、そのような定義を定めることは適切ではないこと（2023年報告書245及び246など）。

上記筆者が整理したLaw Commissionによる提言（特に②及び③）は、裁判所の判決に法の形成機能を認めるコモン・ローの立場が強く意識されているものといえる。実際に、2023年報告書では、提言及び結論を示す前提たる原則として、①コモン・ローが本質的に有する柔軟性を踏まえ、一般的に、コモン・ロー

は十分に柔軟であり、デジタル資産に対応できることを明確にすること、②既存のコモン・ローの立場を確認するため、またはコモン・ローが市場において求められる法的確実性を発展させることができない場合にのみ、法変更を行うこと、③技術中立の原則を、特定の技術に対応する形で適用すること、④技術的な問題については、専門家や市場参加者からさらなる意見聴取の必要があること、及び⑤可能な限り、他の法規制との整合性を図ること、が示されている(2023年報告書2.9)。すなわち、必要最小限の内容のみを確認する立法を行うことで、今後の議論やさらなる立法の土台とすることが意識されていると考えられる。

(3) Law Commissionは、2024年7月、上記提言を実施するための補足報告書(以下「2024年報告書」といい、この中には法案の草案を含む。)を公表した⁽⁴⁰⁾。2024年報告書の1.14では、当該法案の草案が企図する効果として、暗号トークンなどのデジタル資産やボランタリー・カーボン・クレジットなどの他の資産が法によって財産として認められることを確認することであり、これをもって、様々な紛争の局面で裁判所が介入することが可能になるとする。

3 Property (Digital Assets etc) Bill の内容

(1) 議会に提出された本法案⁽⁴¹⁾の内容は以下に示すとおりである(それ以外に、法案説明書⁽⁴²⁾(Explanatory Notes)に係る言及や欧州人権条約上の権利に関する言及などを含むがここでは割愛する。)

1 Objects of personal property rights

A thing (including a thing that is digital or electronic in nature) is not prevented from being the object of personal property rights merely because it is neither—

- (a) a thing in possession, nor
- (b) a thing in action.

2 Extent, commencement and short title

- (1) This Act extends to England and Wales only.
- (2) This Act comes into force on the day on which it is passed.
- (3) This Act may be cited as the Property (Digital Assets etc) Act 2024.

本法案は上記のとおり、全部で2条、全部で10行の簡潔な内容である。Law

Commission が作成し、2024 年報告書において公表した法案草案と比較すると、異なっているのは 2(2)の施行タイミングのみである⁽³⁾。本法案のうち根幹を成す第 1 条を訳するならば、以下のとおりとなろうか。

「第 1 条 人的財産権の対象

ある物（デジタル又は電子的な性質のものを含む）は、それが things in possession（動産）及び things in action（債権）のいずれにも該当しないことのみを理由として、人的財産権の対象となることを妨げられない。」

(2) 上記 2(2)で述べた、2023 年報告書における提言のとおり、本法案第 1 条は、人的財産権の対象となるものとして、things in possession（動産）と things in action（債権）のいずれのカテゴリーにも該当しないものがあることを正面から承認した上で、当該カテゴリーに属する資産が人的財産権の対象足り得ることを規定するものである。しかし、それ以上の内容を定めるものでもない。

本法案の法案説明書では、①動産でも債権でもないにもかかわらず、実際に人的財産権の対象となるのはどのようなものであるかを述べようとはしていないこと、②財産権として承認されることがどのような意義を有するのか（不法行為責任や適用される救済措置など）について詳述しようとはしていないことを、第 1 条の趣旨として述べている（法案説明書 22）。そして、これらの問題は、コモン・ローの下で裁判所によって解決されるべきであることを述べるとともに、過去の裁判例に起因する不明確性⁽⁴⁾を除去することにより、今後のコモン・ローの発展に対する「(制約を) 開放する」ことが趣旨であるとする（同 23）。

また、Law Commission における検討は、暗号トークンを主眼に置いてなされてきたものの、本法案は暗号トークンには言及せず、対象は広範なものとなっているが（同 17）、「デジタル又は電子的な性質のもの」という文言を含めた理由として、当該文言は法的には必要ではないが、そうしたものに対する関心が高い可能性があることや暗号トークンが本法案作成のきっかけであったことを挙げている（同 24）。なお、上院における第 1 読会及び第 2 読会を経た修正案リスト⁽⁵⁾には、かかる文言の削除が提案されている（修正案リストの Amendment No. 1）。ただし、同提案の提案者によって、digital thing（デジタル物）が人的財産の対象となるかを判断する上で考慮できる要素を列挙する旨の提案（同 Amendment No. 5）が行われていることもあり、どのような規定となるかは未だ定かではな

い。

(3) 第2条(1)に規定されているとおり、この法律は、イングランド及びウェールズにおいてのみ適用されることが意図されている。しかし、上記修正案リストには、北アイルランドを追加する旨の修正提案が含まれている(同 Amendment No. 7)。この点につき、2024年報告書1.19では、イングランド及びウェールズ法と北アイルランド法は類似しているという予想が記載されているにとどまる。

(4) 本法案には含まれていないが、上記修正案リストには、明確に遡求効の定めを設ける旨の修正案や、法律成立後のレビューに関する規定の追加案が掲載されている。

4 結 語

議会における本法案の審議は上院において始まったばかりであり、上記3で触れたとおり複数の修正も提案されていることから、最終的にどのような内容となるかは未だ定かではない。

また、実際に法律として成立・施行されたとしても、具体的にどのような資産が人的財産権の対象として認められるのかは、究極的には個別の裁判結果に委ねられることになるため、金融市場において議論が生じているタイプの資産につき直ちに結論が定まるわけでもない。そういった意味では本法案が成立したとしても、ドラスティックに何かが変わるわけではないといえよう。しかし、ISDA2021年ペーパー(注(2)参照)では、英国法、米国法及びドイツ法の観点から、ボランタリー・カーボン・クレジットの私法上の法的性質の検討を行っているが、英国法との関係では、裁判所によって様々な非有体物(intangible assets)に対する財産権が認められてきたことを踏まえ、英国法は柔軟性があるとしつつも、不確実性が残るといえる点が問題として挙げられていた(3.1.1及び3.1.4参照)。かかる議論に照らせば、まさに不確実性を除去する法案という意味において、本法案が法律として成立・施行されることは大きな意義を有することは明らかであろう。そして、そうした不確実性が除去されるのであれば、デジタル資産の財産権性が後日否定されるリスクが格段に下がることになり、新しい種類の商品を生み出す場やそうした商品を対象とする取引の準拠法としてあえて英国法を選択するということもありそうである。今後の立法過程に注目したい。

〔注〕

- (1) 提出法案及び関連資料並びに議会における議事等は、<https://bills.parliament.uk/bills/3766> に、法案提出に際したプレスリリースは <https://www.gov.uk/government/news/new-bill-introduced-in-parliament-to-clarify-cryptos-legal-status> に、それぞれ掲載されている。
- (2) 例えば、ボランタリー・カーボン・クレジットに関するホワイトペーパーであるが、世界的なデリバティブ取引の業界団体である International Swaps and Derivatives Association, Inc. が 2021 年 12 月に公表した「Legal Implications of Voluntary Carbon Credits」(<https://www.isda.org/a/38ngE/Legal-Implications-of-Voluntary-Carbon-Credits.pdf>)（以下「ISDA2021 年ペーパー」という。）参照。また、UNIDROIT において、カーボン・クレジットの法的性質を議題とした検討グループが組成され、検討が行われている (<https://www.unidroit.org/work-in-progress/voluntary-carbon-credits/>)。
- (3) 暗号資産につき、金融法委員会「仮想通貨の私法上の位置付けに関する論点整理」(<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication55-j.pdf>) 参照。カーボン・クレジットにつき、経済産業省の GX 実現に向けた排出量取引制度の検討に資する法的課題研究会 (https://www.meti.go.jp/shingikai/energy_environment/gx_implementation/index.html) や金融法委員会「論点整理 カーボン・クレジットの私法上の位置付け 法的性質及び帰属・移転の法理を中心に」(<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication61-j.pdf>) 参照。
- (4) <https://lawcom.gov.uk/>。同委員会は、特別法により設立されたイングランド及びウェールズ法をレビューし、必要な場合には改革を提言することを目的とする。
- (5) 正確には、イングランド及びウェールズ法であるが、本稿では単に「英国法」ということがある。
- (6) Property は不動産に対する権利である real property と他の物に対する権利である personal property に大別されるとされる（2023 年報告書 3.1）。本稿では personal property を「人的財産」と称する。
- (7) <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaece923f/uploads/sites/30/2022/07/Digital-Assets-Consultation-Paper-Law-Commission-1.pdf>（市中協議文書）

<https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaecede923f/uploads/sites/30/2022/07/Digital-Assets-Summary-Paper-Law-Commission-1.pdf> (市中協議文書のサマリー)

(8) <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaecede923f/uploads/sites/30/2022/07/Digital-assets-collated-consultation-responses.pdf>

(9) <https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaecede923f/uploads/sites/30/2023/06/Final-digital-assets-report-FOR-WEBSITE-2.pdf> (2023年報告書)

https://s3-eu-west-2.amazonaws.com/cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaecede923f/uploads/sites/30/2023/06/14.294_LC_Digital-assets-summary_v5_WEB.pdf (2023年報告書のサマリー)

(10) <https://cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaecede923f.s3.amazonaws.com/uploads/sites/30/2024/07/Digital-assets-as-personal-property-supplemental-report-and-draft-Bill-web-version.pdf>

<https://lawcom.gov.uk/document/digital-assets-as-personal-property-draft-claims/> (補足報告書及び法案の草案に係る市中協議文書)

<https://cloud-platform-e218f50a4812967ba1215eaecede923f.s3.amazonaws.com/uploads/sites/30/2024/07/Responses-to-consultation-on-draft-Bill-digital-assets-as-personal-property.pdf> (当該市中協議の結果)

(11) <https://bills.parliament.uk/publications/56207/documents/5086>

(12) <https://bills.parliament.uk/publications/56208/documents/5089>。なお、法案説明書には、法案の概要、政策的背景、法的背景、地理的適用範囲及び法案の各条項の解説が記載されており、内容の理解のためには非常に参考になる。

(13) 2024年報告書中の草案では「This Act comes into force at the end of the period of two months beginning with the day on which this Act is passed.」とされている。なお、法案説明書5ページの当該規定の解説では、2024年報告書中の草案と同内容の記載がなされているが、解説内容は誤記であろうか。

(14) *Colonial Bank v Whinney* (1885) 30 Ch D 261 at 285. 「すべての人的財産は、所有にあるか行為にあるかのいずれかである。法は、この2つの間に、それらに関係はあってもいずれにも属さないものを知らない。(All personal things

are either in possession or in action. The law knows no tertium quid between the two.)」(2023年報告書3.2参照)という判示がなされた。かかる判示が「第3のカテゴリ」の存在を否定する一因となっている。

(15) <https://bills.parliament.uk/publications/58224/documents/5799>

■海外金融法の動向

ドイツ

同志社大学教授 船津浩司

投資家集団訴訟制度の恒久化

1 はじめに

ドイツでは、2024年7月16日、「資本投資家雛型手続法の第二次改正を行う法律（Zweites Gesetz zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes）」が公布された。

同法は、形式的には、「資本市場法上の紛争における雛型手続に関する法律（Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten）」、略称としては「資本投資家雛型手続法（Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes）⁽¹⁾」（以下、「KapMuG」と略記する場合がある）と呼ばれる法律を制定する法律であるものの、実質的には、2005年に時限立法として導入された投資家の集団訴訟制度を恒久化するための改正法である。

2 資本投資家雛型手続の概要と改正の経緯

KapMuGは、虚偽的に（falsch）、誤導的に（irreführender）、または不十分に（unterlassener）「公表された資本市場情報」に起因して生じる損害の賠償を請求する訴訟に適用される⁽²⁾。ここで、「公表された資本市場情報」とは、「多数の投資家を対象とし、証券の発行者又はその他の投資の提供者に係る事実、状況、主要数値、その他の企業データに関する情報」と定義されている（KapMuG1条2項。以下、特に断りがない限り条文は現行法〔後述する「2024年法」〕に基づく）。これには、特に、目論見書、年次財務報告書、臨時報告書、総会における解説、有価証券取得および買収法（Wertpapiererwerb und -übernahme Gesetz: WpÜG）11条1項1文に定める公開買付書類が含まれる（KapMuG1条2項2文各号）。

雛型手続の主眼は、地方裁判所において個別に提起された10件以上の損害賠償請求訴訟において共通して争われる事実問題や法的问题（「確認目的（Feststellungsziel）」）を、上級地方裁判所（高等裁判所）が拘束力をもって、統一的に判断する点にある（この上級地方裁判所での判断手続が雛型手続

〔Musterverfahren〕である）。地方裁判所に提起された個々の訴訟（「当初手続〔Ausgangsverfahren〕」と呼ばれる）は、雛型手続の判決（雛型判決〔Musterentscheid〕）が出されるまでは停止され、雛型判決が出されれば、地方裁判所は、雛型判決を前提として当初手続の請求の成否を判断することになる。

現行のKapMuGに繋がる資本投資家雛型手続の制度は、2005年のドイツテレコム（T-Mobile）の粉飾決算事件を受けて2010年までの時限立法として整備されたものが、2010年に2年間の有効期間の延長の後、2012年に実質的な制度改正を伴う新たな立法（これにより成立した法律も、同様に「資本投資家雛型手続法（Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes: KapMuG）」と呼ばれる）により実質的な延長がなされていたものである（以下、2012年に新たに立法されたKapMuGを「2012年法」という）。この2012年法も2020年11月までの時限立法とされており（2012年法第28条）、2020年にはさらに2024年8月31日まで有効期間が延長されていた。今回の「資本投資家雛型手続法の第二次改正を行う法律」は、延長後の期限切れを前に、資本投資家雛型手続制度を恒久化するとともに、制度の不備を改めるために、新たな立法の形で法律を制定し直すものである（以下、資本投資家雛型手続法の第二次改正を行う法律によって制定されたKapMuGを「2024年法」という）。

KapMuGは、ドイツテレコム社の粉飾決算によって証券訴訟が頻発したことを契機として立法化されたものであることから明らかなように、証券関連訴訟は原告が多数に上り、訴訟自体も複数の裁判所に多数係属するところ、これらに係る統一的判断とそのための地裁と高裁の分業によって、多くの訴訟を効率的に処理することを目的としたものである。立法当初は、試験的なものとして時限立法とされていたものの、現在においても100件以上の訴訟が継続中であるとされ⁽³⁾、その利用実績は十分であると考えられている。反面、実態として雛型手続が長期化し、効率的な訴訟処理という当初の目的に必ずしもそぐわないものとなっているとの指摘もなされていた。そこで、上記資本投資家雛型手続法の第二次改正を行う法律によって、特に手続の迅速化という観点から、訴訟資料の削減、上級地方裁判所の権限強化、雛型手続に関わる当事者の数の削減などを目的とした制度改正を行うとともに、集団的救済の手段として制度を恒久化することとなった⁽⁴⁾。

3 2024年法の概要

以下では、2024年法に基づいて資本投資家雛型手続の概要を示しつつ、2012年法から変更された規律のうちでも筆者が重要であると考ええるものについて、簡単な説明を加えることとする。

(1) 雛型手続の開始まで

雛型手続は集団訴訟の一種として⁽⁵⁾、多くの被害者たる損害賠償請求訴訟の潜在的原告が存在する事案において機能するものである。その始まりは、当初手続の原告または被告が、その受訴裁判所に対して雛型手続申立てを行うことから始まる（KapMuG2条1項）。その際、申立人は、雛型手続において出される確認判決が、個々の法的紛争を超えて、他の類似のケースにも意義のあるものであることを示さなければならない（同条3項）。これに対して、受訴裁判所は、却下事由（KapMuG3条2項参照）に該当しない場合には、雛型手続申立ての認可（Zulässigkeit）を決定する（KapMuG3条1項）。

雛型手続申立ての認可をした受訴裁判所は、雛型手続登録簿（KapMuG5条参照）においてこれを公告するとされている（KapMuG4条1項）が、この公告は、従前、申立てから6か月以内に行うこととされていた（2012年法3条3項参照）ところ、迅速な雛型手続の開始を目的として⁽⁶⁾、これが3か月以内に行うという形に短縮されている（KapMuG4条2項）。もっとも、かかる期間の短縮は手続の迅速化に資するものではないとの評価もある。すなわち、雛型手続の申立ての認可の判断は、雛型手続を直ちに開始させる効果を有するものではないとはいえ、後述の通り、十分な数の同様の認可がなされれば雛型手続に移行する効果を有するものであることから、申立てを受けた裁判所としては、当該申立内容が雛型手続に付託するに相応しいものであるかを判断したうえで、これを認可するかを決定しなければならず、この判断を行うのに3か月では足りないともいわれている。仮に、3か月を経過してなお認可するか否かの判断ができない場合には、追加で延長の決定をしなければならず、かえって裁判所の手続的な負担が大きくなると批判されているのである⁽⁷⁾。

申立てを認可する旨の公告をもって、当初手続のうち確認目的に結論が依存する請求に関しては⁽⁸⁾手続が中止（unterbrechen）され（KapMuG6条）、6か月の待機期間に入る⁽⁹⁾。すなわち、最初の公告から6か月以内に、同様の雛型手続申立てが追加で9件以上なされた場合には、最初の公告に係る申立てを受理した裁

判所による付託決定（Vorlagebeschluss）によって、上級地方裁判所における雛型手続への付託（Vorlage）がなされる（KapMuG7条1項1文・2項）。他方で、同様の追加申立てが9件未満しか公告されなかった場合、受訴裁判所は決定により申立てを却下し、各々の当初手続を継続する（KapMuG7条5項）。

2012年法においては、雛型手続は、地方裁判所の発した付託決定によって開始され、付託を受けた上級地方裁判所も付託決定の内容に沿った判断を行うことが前提とされていたところ、付託決定の不備等に雛型手続が引きずられ、手続が遅延するといったことが見られていた¹⁰⁾。2024年法はこれを改め、付託決定を受けた上級地方裁判所は、申立書の要旨に記載された確認目的について雛型手続において審理し決定することが適当である限りにおいて、不服申立てを許さない決定（開始決定〔Eröffnungsbeschluss〕）によって、雛型手続を開始することとされた（KapMuG9条1項）。付託決定を受けた上級地方裁判所が改めて雛型手続を開始するか否かを含めて審査を行えることとなり¹¹⁾、また、雛型手続を開始する場合であっても、必要に応じて争点や確認目的を再定式化することも認められている。もっとも、この開始決定は、付託決定の公告から4か月以内になされなければならないとされており（KapMuG9条5項）、この期間内で上級地方裁判所がきちんとした審理が行えるのかについては疑問も呈されている¹²⁾。

（2）開始決定の効果＝当初手続の停止

開始決定が公告された後、受訴裁判所は、職権により、紛争の解決が雛型手続の確認目的に依存することが予想される限りにおいて、中止されていた当初手続を停止（Aussetzung）する（KapMuG10条1項）。停止しない場合は、上級地方裁判所に通知し、手続を続行する。

また、開始決定当時すでに係属中か、または雛型手続進行中に係属することとなる当初手続のうち、中止されていないものについても、受訴裁判所は、原告の申立てに基づき、法的紛争の決着が雛型手続の確認目的に依存すると見込まれる限りにおいて、その当初手続を停止しなければならない（KapMuG10条2項）。2012年法においては、雛型手続の申立てがなされた当初手続以外の訴訟についても、結論に影響が及ぶ限り職権で手続を停止することとされていた（2012年法8条1項）ものが、2024年法においては、原告の申立てを待って初めて停止されることとなった¹³⁾。

(3) 雛型手続の当事者等

上級地方裁判所は、中止された当初手続の原告（すなわち、雛型手続申立てを行いそれが裁判所によって認可された者）の中から、合理的な裁量により雛型手続の原告（雛形原告〔Musterkläger〕）を定める（KapMuG9条3項）。雛形手続の被告（雛形被告〔Musterbeklagten〕）は、停止された当初手続における被告である（KapMuG11条3項）。停止された当初手続の原告であって、雛型原告として定められていないものは、雛型手続の「被呼出人（Beigeladenen）」となる（KapMuG11条4項1文）。被呼出人は、雛型原告の陳述や行動と矛盾しない限り、法律上の抗弁を主張し、すべての訴訟行為を有効に行う権利を有する（KapMuG11条4項2文）。これらの雛型原告、雛形被告および被呼出人の三者が、雛型手続の「当事者（Beteiligte）」という概念で括られている（KapMuG11条4項2文）。

さらに、当事者には該当しない者として、届出人（Anmelder）という概念も存在する。これは、開始決定の公告から6か月以内に、上級地方裁判所に対し、書面で雛型手続に対して請求権を届け出た者のことをいう（KapMuG13条1項）。届出人はこの届出をすることにより、消滅時効の完成を阻止することができる。

(4) 雛型手続の進行

雛型手続の進行は、概ね通常の訴訟手続の規律が妥当する（KapMuG14条1項参照）。

もっとも、証拠の収集に関しては特則が設けられており¹⁴⁾、雛型原告が、相当な理由を示し、かつ、合理的に入手可能な事実に基づいて証拠をできる限り具体的に特定した申立てをした場合には、上級地方裁判所は、雛型被告または第三者に対して、その所有に係る雛型原告の証明に必要な証拠を提出するよう命じなければならないとされている（KapMuG17条1項）。雛型被告側についても同様の証拠収集が認められている（KapMuG17条2項）。これらの証拠提出命令は、当事者および関係第三者の正当な利益を考慮した上で、不均衡であると判断される場合には、発令されない（KapMuG17条3項）。

当初手続についての訴えの取下げに関しては、雛型原告および被呼出人は、当初手続の口頭弁論がすでに実施されている場合でも、停止決定の送達から1か月以内であれば、被告の同意を得ることなく、当初手続における各自の訴えを取り下げることができる（KapMuG18条1項）。被呼出人による当初手

続の取下げは、基本的には雛型手続の継続には影響を及ぼさない（KapMuG18 条 3 項）反面、雛型原告による当初手続の取下げの場合には、上級地方裁判所が新たな雛型原告を指名することになる（KapMuG18 条 4 項）。

また、雛型原告、雛型被告および被呼出人が共同で雛型手続の終了を希望すると宣言した場合は、雛型判決は発出されず、この場合、上級地方裁判所は、雛型訴訟の終了を決定し、雛型手続登録簿において遅滞なく終了決定が公告される（KapMuG18 条 6 項）。

(5) 雛型判決による終了、和解による終了

上級地方裁判所は、口頭弁論に基づき、決定により、雛型判決を下す（KapMuG19 条 1 項）。雛型判決は、当事者および届出人に送達されるか、雛型手続登録簿において公告される。雛型手続にかかった費用の負担については、受訴裁判所が決定する（KapMuG19 条 1 項）。

他方、雛型原告および雛型被告は、裁判上の和解をすることができる（KapMuG20 条 1 項）。和解案には、①合意された給付の当事者間での分配に関する事項、②当事者が給付を受ける権利を証明するために提出すべき証拠に関する事項、③給付の履行期、および④雛型手続の費用負担の当事者間の割当てに関する事項が盛り込まれる（KapMuG20 条 2 項）。この和解案を受け、裁判所は、これまでの雛型手続の事実及び紛争の状況並びに被呼出人の聴聞の結果を踏まえ、停止された法的紛争の適切で円満な解決であると認めるときは、不服を申し立てることができない決定で和解を承認する。（KapMuG21 条 1 項）。もっとも、承認された和解は、被呼出人に対して送達されるか、雛型手続登録簿で公告される（KapMuG22 条 1 項）、被呼出人は、この送達・公告から 1 か月以内に和解からの離脱を宣言することができ（KapMuG22 条 2 項）、この和解からの離脱を宣言した被呼出人が 30 パーセントを超える場合には、和解の効力は生じない（KapMuG21 条 3 項）。

(6) 不服申立て

雛型判決に対しては、すべての当事者が法律抗告（Rechtsbeschwerde）を行うことができる（KapMuG23 条 1 項）。ただし、受訴裁判所が誤って付託決定を発したこと、または上級地方裁判所が誤って開始決定を発したことを理由とすることはできない。同条 2 項）。

抗告審裁判所は、抗告が適法であり、かつ、法定の方式・期間に従って提起さ

れたときは、他の雛型手続の当事者および届出人にその旨の通知（送達または雛型手続登録簿における公告）をしなければならず（KapMuG23条3項）、抗告をした者以外の当事者は、この通知から1か月以内に、抗告手続に参加する（beitreten）ことができる（KapMuG23条4項）。当事者がこの期間内に参加を拒否し、または参加申出をしないときは、その者を除いて、抗告審裁判所において、雛型手続が続行される（KapMuG23条6項）。

抗告審の当事者については、次のような規律となっている。すなわち、まず、雛型原告が抗告した場合には、当該雛型原告が抗告審裁判所において雛型法律抗告人（Musterrechtsbeschwerdeführer）として雛型手続を継続する一方、抗告審裁判所が、相当な裁量により決定をもって、雛型被告の中から雛型法律抗告相手方（Musterrechtsbeschwerdegegner）を定める（KapMuG24条1項）。雛型原告ではなく、被呼出人のうち1人または複数人が、雛型決定に対して抗告をした場合には、抗告審裁判所は、どの被呼出人が最初に抗告したかを判断し、その者を雛型法律抗告人として定める（KapMuG24条2項）。他方で、雛型被告の1人または複数人が雛型判決に対して法律抗告をした場合には、抗告審裁判所は、最初に法律抗告をした雛型被告を雛型法律抗告人として定める一方、雛型原告が雛型法律抗告相手方となる（KapMuG24条3項）。

（7）雛型判決および和解の効力

雛型判決は、停止されたすべての当初手続において、受訴裁判所を拘束する（KapMuG25条1項1文）。雛型判決は、雛型手続のすべての当事者に対して適用され、当事者が雛型手続で確定したすべての事実を明示的に主張したかどうかに関わらず適用される（KapMuG25条1項2文）。また、雛型判決による決定は、雛型手続の確認目的について決定された範囲において、既判力を有する（KapMuG25条2項）。

もっとも、雛型手続が既判力をもって終結した場合であっても、被呼出人については、次の①・②の場合には、各々の当初手続において、雛型原告が雛型手続を不適切に遂行したという主張が容れられる。すなわち、①各自の当初手続が停止されていた時点での雛型手続の状況によって、もしくは雛型原告の説明や振舞いによって、法的主張や抗弁を申し立てることを妨げられていた場合、あるいは、②雛型原告もしくは雛型被告が故意もしくは重大な過失により主張しておらず、かつ被呼出人が知らなかった主張や抗弁が主張されていない場合である

（KapMuG25 条 3 項）。

雛型手続の当事者が、その当初手続において既判力ある雛型判決を提出した場合、その当初手続が再開される（KapMuG25 条 4 項）。

雛型判決は、法律抗告手続に参加しなかった当事者に対する関係で有利にも不利にも効果を有する（KapMuG25 条 5 項）。

〔注〕

- (1) 同法は資本市場における損害賠償訴訟についての Musterverfahren について定めた法律であるところ、この Musterverfahren をどのように訳すかは難しい。「モデル訴訟」と訳すもの（久保寛展「投資者の集団的権利保護の可能性」福岡大学法学論叢 50 巻 1 号〔2005 年〕1-53 頁）もあれば、そのままカタカナ読みをして「ムスタ手続」と訳すもの（福田清明「ドイツの『資本市場法上の争訟におけるムスタ手続に関する法律（KapMuG）』の 2012 年改正」明治学院大学法科大学院ローレビュー 18 号〔2013 年〕105-125 頁）もある。本稿では「雛型手続」に統一する。
- (2) Petra Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 12. Aufl., 2022, Rn.1323.
- (3) Thomas Liebscher/ Ben Steinbrück/ Marcel Vollmerhausen, Der Regierungsentwurf zur Reform des Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetzes (KapMuG), WM 2024, 1058, 1059.
- (4) Liebscher/ Steinbrück/ Vollmerhausen, a.a.O. (Fn.3), S. 1059.
- (5) Liebscher/ Steinbrück/ Vollmerhausen, a.a.O. (Fn.3), S. 1058.
- (6) Begr.Reg-E, BT-Drucks. 20/10942 S.31.
- (7) Liebscher/ Steinbrück/ Vollmerhausen, a.a.O. (Fn.3), S. 1060.
- (8) 逆に、当初手続のうち確認目的と関係のない請求に関しては手続が続行されることになる（Begr.Reg-E, BT-Drucks. 20/10942 S.32）。
- (9) 参事官草案（Referentenentwurf）の段階では、追加で 9 件の公告がなされれば 6 か月を待たずとも付託決定が出せることが提案されていたが、政府草案の段階では 2012 年法同様の規律に戻されている（Liebscher/ Steinbrück/ Vollmerhausen, a.a.O. (Fn.3), S. 1059）。もっとも、2024 年法では、6 か月経過後「遅滞なく（unverzüglich）」付託決定を出す旨が明確化されている。
- (10) Liebscher/ Steinbrück/ Vollmerhausen, a.a.O. (Fn.3), S. 1062.

- (11) 開始決定の要件を満たさない場合には、却下決定が出され、中止されていた当初訴訟手続が続行される。却下決定に対して不服申立てをすることはできない（KapMuG9 条1項）。
- (12) Liebscher/ Steinbrück/ Vollmerhausen, a.a.O. (Fn.3), S. 1062.
- (13) Begr.Reg-E, BT-Drucks. 20/10942 S.36.
- (14) この規律は、政府草案の段階では存在しておらず、審議の過程で追加されたものである（Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses, BT-Drucks. 20/11787, S. 48）。

■海外金融法の動向

フランス

早稲田大学教授 白石 大

新たな EU 消費者信用指令の国内法化の動向

1 はじめに

現在のフランスの消費者信用法制は、2008年のEU消費者信用指令（以下「旧指令」という）⁽¹⁾を国内法化したものであるが⁽²⁾、このたび、このEUレベルのルールが変更されることになった。すなわち、旧指令は2026年11月20日をもって廃止され、消費者信用契約に関する2023年10月18日EU指令（以下「新指令」という）⁽³⁾がこれに代わることになる。

新指令はいわゆる完全平準化アプローチを採用しており、加盟国は原則として新指令の規定に拘束される。ただし、新指令はいくつかの点で国内法による適用除外を認めており、この場合には加盟国は、新指令の趣旨に反しない限りで、新指令と異なる規定を維持・導入することができる（42条1項）。

加盟国は2025年11月20日までに新指令を国内法化する措置を執る義務を負っており、新指令の規律は2026年11月20日より各国で適用されることとなっている（48条1項）。そのためフランスでもこの国内法化の作業が進められているが、本稿執筆時点（2025年4月）では、オールドナンス方式による改正を政府に授権する法案がフランス議会で審議中であり、具体的な改正の内容はまだ明らかにされていない。そこで本欄では、新指令のアウトラインを示すとともに、新指令に対するフランス金融界の反応を紹介することとしたい⁽⁴⁾。

2 新指令の概要とフランス金融界の反応

新指令は、旧指令の中核的規律は維持しつつ、その後の環境の変化に対応するため新たな規律を追加している。以下では、ごく簡潔に新指令の概要を紹介するとともに⁽⁵⁾、フランスの消費者金融事業者であるCrédit Agricole Personal Finance and MobilityとBNP Paribasの法務担当者による論稿⁽⁶⁾を参照し、新指令に対するフランス金融界の反応をみる。

(1) 適用範囲の拡張

近年、加盟国ではいわゆる「Buy Now Pay Later (BNPL)」などの新しい信

用商品が現れ、消費者信用市場は大きく変化したが、これらの新商品は、消費者にとってリスクを伴うにもかかわらず、旧指令の適用対象とされていなかった。そこで、適用除外規定を見直し、適用範囲を拡張することが新指令の中心的課題となった⁽⁷⁾。旧指令からの主な変更点は次のとおりである。

①無償与信の適用除外の撤廃⁽⁸⁾ 旧指令では、無利息・無手数料の信用契約は適用除外とされていたが、新指令は、このような信用契約も消費者にとって潜在的に不利な商品であるとみなし、原則として適用範囲に含めることとした。ただし、加盟国は国内法において、無償の信用契約を一部の規制の適用対象外とすることができる(2条8項b号)。

BNPLについては、支払猶予が物品・サービスの提供者自身によって無利息・無手数料で与えられること、支払猶予の期間が50日(大企業が支払猶予を行う場合は14日)を超えないことなどの要件を満たせば、新指令の適用対象とはされない(2条2項h号)。フランス金融界からは、信用供与者の属性によって規制に服するか否かが異なる(金融機関は新指令の規制に服するのに物品・サービスの提供者はこれに服さない)のは競争上不公平だとする不満の声が聞かれる⁽⁹⁾。

②下限額の撤廃と上限額の引上げ⁽¹⁰⁾ 旧指令は、総与信額が200ユーロ未満または7万5000ユーロ超の信用契約を適用範囲から除外していた。これに対し、新指令は、下限額を撤廃するとともに、上限額を10万ユーロに引き上げている。このうち上限額の引上げは、インフレの影響を反映するものと説明されている。他方、下限額の撤廃については、少額の信用契約であっても消費者に不利益をもたらすおそれがあると考えられたことによる。ただし、加盟国は国内法において、総与信額が200ユーロ未満の信用契約を新指令の適用対象から除外することができる(2条8項a号)。これに関連して、少額与信の審査にあたっては信用力調査の義務を軽減すべきであるとの意見が聞かれる⁽¹¹⁾。

③後払デビットカードの適用除外の撤廃⁽¹²⁾ 旧指令では、3か月以内の支払猶予が与えられ、低額な手数料のみが支払われる信用契約は適用範囲から除外されていた。これにより、欧州で普及している「後払デビットカード」(わが国におけるマンスリークリア方式のクレジットカードに類似する)は旧指令の適用を免れていた。これに対し、新指令は、このような短期間の低コスト取引にも規制を及ぼすことが必要であると考えて、適用除外規定を設けないこととした。ただし、加盟国は国内法により、支払猶予が40日以内で、低額な手数料のみが支払

われる後払デビットカードを適用除外とすることができる（2条5項）。金融界では、フランスは国内法化にあたってこのオプションを行使し後払デビットカードを適用除外とすべきだとの主張がある¹³⁾。

（2）広告規制・情報提供義務の見直し

旧指令は、広告や契約締結前において与信業者が消費者に提供すべき情報を規定していたが、旧指令が要求する情報量は多すぎてスマートフォンでの閲覧に適しておらず、消費者がオンラインで情報にアクセスすることが難しいなどといった問題があった。これらの課題をふまえ、新指令は、広告・情報提供義務に関する規律を、大要、次のとおりブラッシュアップした¹⁴⁾。

①情報提供の仕方に関する規律¹⁵⁾ 新指令は、広告において与信業者が消費者に提供すべき情報を定めるが、スマートフォンの画面に表示される広告のように、すべての情報を目立つ形で明確に表示することができない場合には、一部の情報はクリック・スクロール・スワイプによってアクセス可能であれば足りるとされる（8条6項）。

また、新指令は、信用契約の締結前に与信業者が消費者に交付すべき書式（消費者信用に関する欧州標準情報〔Informations européennes normalisées en matière de crédit aux consommateurs〕）の記載事項を2つに分類し、より重要な情報は書式の最初の部分に1頁で表示することを要求する（10条3項・5項）。しかし、金融界からは、媒体が何であるかにかかわらず提供すべき情報が同じというのでは、媒体の特性を考慮に入れていないに等しいという批判的な意見も示されている¹⁶⁾。

②広告内容の規制¹⁷⁾ 新指令は、旧指令にはなかった広告内容規制として、以下の規律を導入した。

信用契約に関する広告には、「注意！お金を借りるとお金がかかります」などという文言を用いて、借入れには費用がかかることを消費者に知らせる警告を含めなければならない（8条1項）。現行のフランス消費法典L.3125条は、信用契約の広告に、「借入れはあなたに債務を負わせるものであり、借入金は返済しなければなりません。債務を負う前にご自身の返済能力を確認してください」という文言を入れなければならないとするが、これでは新指令の要求を満たさないのではないか（より短い文言にしなければならないのではないか）という意見がある¹⁸⁾。

消費者の経済状態が改善する旨を示唆することにより借入れを消費者に促す広告、既存の信用契約やデータベース上の信用情報が融資の審査において影響を及ぼさない旨を述べる広告、借入れが貯蓄の代わりとなることなどを示唆する広告は禁止される（8条7項）。これに加えて、加盟国は国内法により、容易・迅速に借入れができる旨を強調する広告、借入れをすることが値引きの条件である旨を述べる広告、分割払について3月を超える猶予期間を与える広告を禁止することができる（8条8項）。もっとも、フランスではすでに類似の広告規制が導入されており（消費法典L.312-10条）、これについて特段の対応は必要ないとみられているようである¹⁹⁾。

(3) その他

①信用力調査義務²⁰⁾ 与信業者が消費者の信用力を調査する際にプロファイリングの手法を用いる場合には、消費者はその旨を知らされなければならない。消費者には、プロファイリングについての説明を与信業者に求める権利、消費者自身の見解を表明する権利、人間の介入による信用力調査の見直しを求める権利が認められる（18条8項）。

②撤回権²¹⁾ 消費者は、信用契約の締結日か、消費者が所定の契約条件・情報を受領した日の遅いほうから起算して14日以内であれば、信用契約を撤回することができる。この規律は旧指令と同様だが、新指令は、消費者が契約条件・情報を受領していなくても、契約締結後1年と14日が経過すれば撤回できなくなるとした（26条2項）。これは、EU司法裁判所2020年3月26日判決が認めた、いわゆる「永続撤回権」を制限するものである。

③期限前返済時の費用の減額²²⁾ 旧指令は、消費者が期限前返済を行った場合に、与信業者に対して費用の減額を求めることができるとしていたが、この減額は契約の残存期間に対応する利息等に限られると解される余地があった。しかし、これにつきEU司法裁判所2019年9月11日判決（Lexitor判決）は、契約期間に依存しないコストも含めた全費用が減額の対象となると判示した。これを受け、新指令は、消費者に課される費用のすべてが減額にあたって考慮に入れられる旨を明示した（29条1項）。金融界からは、不動産信用取引においてLexitor判決と異なる判断を示すEU司法裁判所の判決が2023年に現れているなどとして、この規律に対する疑問が呈されている²³⁾。

④利息の制限²⁴⁾ 加盟国は、上限金利を設定するなどして、過大な利息から

消費者を保護する措置を講じなければならない（31条1項）。もっとも、フランスではすでに上限金利規制が導入されており（消費法典L.314-6条）、追加的な立法措置は必要ないと思われる。

3 おわりに

ここまでみてきたように、新指令は完全平準化を謳っているものの、実際にはかなりの点に関して加盟国に立法の選択肢が残されている。今後、新指令の国内法化を通じて、フランスの消費者信用法制がどのように展開していくかが注目される。

〔注〕

- (1) Directive 2008/48/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 avril 2008 concernant les contrats de crédit aux consommateurs et abrogeant la directive 87/102/CEE du Conseil. このEU指令に関する邦語文献として、谷本圭子「2008年ヨーロッパ消費者信用指令（2008/48/EC）について」立命館法学 336号（2011年）441頁以下参照。
- (2) 筆者はかつて、旧指令に基づくフランスのクレジットカード取引規制を紹介したことがある（白石大「フランス法におけるクレジットカード取引の諸問題」クレジット研究（CCR）3号（2014年）137頁以下）。
- (3) Directive (UE) 2023/2225 du Parlement européen et du Conseil du 18 octobre 2023 relative aux contrats de crédit aux consommateurs et abrogeant la directive 2008/48/CE. この新指令に関して、クレジット研究（CCR）13号（2024年）59頁以下に特集が組まれている。また、同特集には新指令の規定の抄訳も収められている（山本豊＝白石大＝新堂明子＝渡辺達徳「【資料】2023年EU消費者信用指令参照条文」同134頁以下）。
- (4) なお、昨年度の本欄ではフランスにおける土地公示法制の改正動向を紹介した（白石大「土地公示法制の改正の動き」本誌40号（2024年）188頁以下）。その後、2024年6月19日にはこの改正のためのオルドナンスが制定されたが、同年秋のフランス政治の混乱により、オルドナンスは必要な議会承認を得られず失効した（この経緯につき、吉井啓子「フランスの土地公示制度改革の動向」金山直樹先生古稀記念『民法学における伝統と変革』（日本評論社、2025

年) 155頁参照)。

- (5) 以下、この項は、前掲注(3)・クレジット研究(CCR)13号の特集に掲載された諸論稿(山本豊「2023年EU消費者信用指令の概観」同61頁以下、同「2023年EU消費者信用指令の適用範囲」同79頁以下、白石大「広告・情報提供義務」同93頁以下、新堂明子「信用力調査およびデータベースへのアクセス」同107頁以下、渡辺達徳「撤回、解約告知および期限前返済」同122頁以下)に依拠している。
- (6) M.Gillouard et N.Grumo, *Le nouveau cadre européen du crédit à la consommation*, RDBF, N° 3, 2024, p.20 et s.
- (7) 山本・前掲注(5)「適用範囲」81-82頁。
- (8) 山本・前掲注(5)「適用範囲」82-85頁。
- (9) Gillouard et Grumo, supra note (6), n° 6.
- (10) 山本・前掲注(5)「適用範囲」86頁。
- (11) Gillouard et Grumo, supra note (6), n° 28.
- (12) 山本・前掲注(5)「適用範囲」86-88頁。
- (13) Gillouard et Grumo, supra note (6), n° 7.
- (14) 白石・前掲注(5)94頁。
- (15) 白石・前掲注(5)97頁・102頁。
- (16) Gillouard et Grumo, supra note (6), n° 21.
- (17) 白石・前掲注(5)98頁。
- (18) Gillouard et Grumo, supra note (6), n° 19.
- (19) Gillouard et Grumo, supra note (6), n° 19.
- (20) 山本・前掲注(5)「概観」75頁、新堂・前掲注(5)116-117頁。
- (21) 山本・前掲注(5)「概観」76-77頁、渡辺・前掲注(5)125-126頁。
- (22) 渡辺・前掲注(5)131頁。
- (23) Gillouard et Grumo, supra note (6), n° 39.
- (24) 山本・前掲注(5)「概観」78頁。

〔総 会 記 録〕

2024年10月6日（日）

1 学会経理に関する件

(1) 2023年度会計報告について

加藤常務理事より、2023年度会計についての報告がされ、また、大間知監事、船津監事より監査証明書を受領している旨が説明され、道垣内理事長が2023年度会計の承認を求めたところ、異議なく承認された。

(2) 2024年度予算について

加藤常務理事より、2024年度予算について報告がされ、道垣内理事長が承認を求めたところ、異議なく承認された。

2 金融法研究第40号の刊行に関する件

道垣内理事長より、金融法研究第40号が刊行されたことが報告された。

3 2025年度（第42回）大会に関する件

道垣内理事長より、2025年度（第42回）大会は2025年10月18日（土）に関西地区で開催することを予定していることが報告された。

〔注〕その後、2025年度大会は同志社大学での開催が予定されるに至っている。

4 今後の学会運営に関する件

道垣内理事長より、金融法研究における「金融判例の概観」及び「海外金融法の動向」、金融法務事情における「金融法学会 Presents 金融判例研究」、会員交流フォーラム（仮称）のこと等が説明された。

学 会 記 事

1 2024 年度大会

2024年10月6日(日)午前10時より、立教大学(池袋キャンパス11号館地下AB01教室)にて、金融法学会第41回大会が開催された。

○基調報告(10時～11時30分)

「サステナブルファイナンスの推進」

司会：井上 聡

報告：高田英樹

○会員総会(13時30分～13時45分)

内容については「総会記録」を参照されたい。

○シンポジウム(13時50分～17時30分)

「サステナビリティと金融法」

司会：有吉尚哉

報告：黒沼悦郎, 久保田安彦, 上田真嗣, 吉田 修, 玉井美記

2 2025 年度大会

道垣内理事長より、2025年度(第42回)大会は2025年10月18日(土)に関西地区で開催することを予定していることが報告された。

〔注〕その後、2025年度大会は同志社大学での開催が予定されるに至っている。

2023 年度会計報告

(2023.4.1 ~ 2024.3.31)

2024 年 10 月 6 日

金融法学会

(単位:円)

収支計算書

(2023 年 4 月 1 日から 2024 年 3 月 31 日まで)

一般会計

科 目	予算額	決算額	差 異
I 事業活動収支の部			
1 事業活動収入			
通常会員会費	2,310,000	2,350,000	△ 40,000
賛助会員会費	2,040,000	2,040,000	0
雑収入	100,000	138,797	△ 38,797
大会聴講料	100,000	70,000	30,000
金融法研究販売	0	68,640	△ 68,640
雑収入	0	157	△ 157
事業活動収入計	4,450,000	4,528,797	△ 78,797
2 事業活動支出			
大会費	1,200,000	749,028	450,972
第 39 回大会速記料	200,000	165,000	35,000
大会速記料	200,000	0	200,000
大会運営費	600,000	384,028	215,972
2023 年度 (第 40 回) 大会研究報告準備費	200,000	200,000	0
学会運営費	100,000	0	100,000
事務費	1,820,000	1,450,491	369,509
業務委託費	1,550,000	1,215,529	334,471
印刷費	100,000	4,060	95,940
通信費	150,000	191,203	△ 41,203
雑費	20,000	39,699	△ 19,699
雑誌費	1,090,000	918,397	171,603
金融法研究制作費	1,090,000	918,397	171,603
郵便振替手数料	0	1,650	△ 1,650
予備費	300,000	200,000	100,000
事業活動支出計	4,510,000	3,319,566	1,190,434
事業活動収支差額	△ 60,000	1,209,231	△ 1,269,231
II 投資活動収支の部			
1 投資活動収入			
投資活動収入計	0	0	0

2	投資活動支出			
	投資活動支出計	0	0	0
	投資活動収支差額	0	0	0
Ⅲ	財務活動収支の部			
1	財務活動収入			
	財務活動収入計	0	0	0
2	財務活動支出			
	財務活動支出計	0	0	0
	財務活動収支差額	0	0	0
Ⅳ	予備費支出	0		0
	当期収支差額	△ 60,000	1,209,231	△ 1,269,231
	前期繰越収支差額	22,236,624	22,236,624	0
	次期繰越収支差額	22,176,624	23,445,855	△ 1,269,231

貸借対照表

(2024年3月31日現在)

一般会計

科 目	当年度	前年度	増 減
I 資産の部			
1 流動資産			
現金預金	23,389,732	22,412,134	977,598
未収金	99,539	0	99,539
流動資産合計	23,489,271	22,412,134	1,077,137
資産合計	23,489,271	22,412,134	1,077,137
II 負債の部			
1 流動負債			
未払費用	3,416	95,510	△ 92,094
前受会費	40,000	80,000	△ 40,000
流動負債合計	43,416	175,510	△ 132,094
負債合計	43,416	175,510	△ 132,094
III 正味財産の部			
1 指定正味財産			
指定正味財産合計	0	0	0
2 一般正味財産	23,445,855	22,236,624	1,209,231
正味財産合計	23,445,855	22,236,624	1,209,231
負債及び正味財産合計	23,489,271	22,412,134	1,077,137

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 本会の事務所は、東京都文京区本郷7—3—1 東京大学法学部研究室におく。

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。

1. 本人が退会を届け出たとき
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。

理事長は、第13条に規定する常務理事の中から、職務代行者を指名することができる。職務代行者は、理事長に故障がある場合に、理事長の職務を代行する。

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。

賛助会員（順不同）

一般社団法人全国銀行協会
一般社団法人信託協会
一般社団法人生命保険協会
日本銀行
一般社団法人全国信用保証協会連合会
預金保険機構
アンダーソン・毛利・友常法律事務所外国法共同事業
長島・大野・常松法律事務所
西村あさひ法律事務所・外国法共同事業
森・濱田松本法律事務所
弁護士法人片岡総合法律事務所

