

公益法人と金融取引に関する一考察
～特にデリバティブ取引を中心として～

1. 問題意識

民法第 43 条は、法人は定款所定の目的の範囲内でのみ権利能力を有すると規定し、判例は、この規定は株式会社、有限会社にも類推適用され、定款の目的に規定されていない行為は、取引の相手方の善意・悪意に拘わらず無効としている（大判明治 36 年 1 月 29 日民録 9 輯 102 頁）。もっとも判例は、「定款の記載事項から推理演繹し得る事項」、「会社目的の達成に必要な事項」は目的の範囲内に含まれ（大判大正元年 12 月 25 日民録 18 輯 1078 頁）、かつ会社の目的達成に必要なか否かは行為の外形から見て客観的に判断すべきものであるとしているため（大判昭和 13 年 2 月 7 日民集 17 巻 50 頁、最判昭和 27 年 2 月 15 日民集 6 巻 2 号 77 頁）実際に目的外の抗弁が認められる可能性はなく、学説上も会社の権利能力は定款所定の目的により制限されない（即ち民法第 43 条は営利法人である会社には適用されない。）と解する方が一貫するとの見解が有力であるとされている（例えば江頭憲治郎・株式会社法・有限会社法（第 3 版、2004 年）25 頁以下、神田秀樹・会社法（第 5 版、2004 年）6 頁、龍田節・会社法（第 9 版、2003 年）46 頁等参照。）。実務上も会社の定款における目的の記載の仕方として、主要な目的を列挙した後、最後に「以上に関連付帯する業務」等の catch-all 的目的条項を設けることが一般であるので、実務上権利能力の制限（Ultra Vires）の問題が会社について顕在化することはほとんど無いと言って良い。

他方、公益法人については常に民法第 43 条の適用があり、かつ、その目的は営利法人に比べ厳格に解されるとというのが通説と考えられる。かかる通説の当てはめ方にもよるが、仮に、「営利法人と異なって、取引の安全保証よりも公益（即ち公益法人の利益保護）を優先すべきであるので、定款や寄付行為に記載された目的を厳格に解すべし」（即ち目的外とされた取引は絶対的に無効。）とする解釈が行われるのであれば、これを金融取引にそのまま当てはめることには、金融実務上、にわかには賛成し難い。確かにこれ等の法人は、社会的、公益的な目的から特に法人格が認められたものであるが、その目的の実行のために運営されるためには、基礎財産の維持等の関係で金融商品への投資等商行為に積極的に携わらなければならない点では営利法人とあまり変わらないと考えられ、かつそうしないと公益法人の理事は善管注意義務違反に問われることにならざるを得ないと考えられるからである。通常定款等の内部規制により「安全かつ有利な投資」という誰にも反対できない見地から投資対象資産が列挙されているが、実際に取引されている金融商品との齟齬が見られるのは日常的なことである。殊に最近の低金利時代には、公益法人・非営利法人といえども投資効率の向上に注意を払わざるを得ず、ハイリスク・ハイリターン商品、殊に（へ

ッジ手段ではない)投資対象としてのデリバティブ取引や先物取引を組み込んだハイブリッド金融商品取引への志向が高まってきている。このようなボラティリティ(変動性)の高い商品への投資活動について、公益法人についての立法趣旨に反するという批判は容易であるが、現在の低金利時代においては特に、公益法人の公益活動を支えるためには、このような投資を一概にすべて禁止してしまうことには理事の善管注意義務の充足という見地から疑問を抱かざるを得ない。

他方、金融技術の進歩により、一般に「安全かつ有利な」公益法人の投資対象として許容されている「社債券」や「預金」の中に様々なハイブリッド・デリバティブを組み込むことも極めて容易になってきた。また、一般消費者が当事者となる一般的な金融商品(たとえば、住宅ローン)や広く利用されはじめた「信託」の中にデリバティブ取引が組み込まれるのが日常化してきたという状況もある。さらに、全体としてのリスクヘッジという発想から、ポートフォリオ運用の重要性が認識されはじめ、ひとつの金融商品自体を取りあげて見た場合には、確かにボラティリティが高い場合であっても、他に保有する金融商品との関係を含めてみれば、必ずしも、ボラティリティの高い資産構成となっていない場合もありうる。さらに、昨今、クレジット・デリバティブの出現・浸透化により、投資家の負うリスクの対象に劇的な変化がもたらされているという状況も存在する¹。かかる状況下において、規制の仕方次第では、行われている投資行為が、実質的には、すべてボラティリティの高い商品への投資であるにも拘わらず、法形式的には「社債券」や「信託」等への投資であるとの形式的な理由で許容され、その結果、公益保護の趣旨を潜脱しかねないおそれもある。

このような状況のもとで、公益法人の目的について、民法第43条をナイーブに解釈適用して安易に金融取引の効力を否定してしまうと、金融取引の混乱、公益法人の運営困難等を引き起こすおそれが極めて高いことに留意すべきであろう。

本報告は、公益法人²の権利能力に関する過去の最高裁判例・下級審裁判例の流れを概観するとともに、昨今の不況下において、多種多様な投資機会を求める学校法人を中心に、上記二つの相反する要請を調整するためにどのような法解釈論上の努力がなされているかを紹介し、さらには、海外の状況について報告するものである。

¹ 具体的には、シングルネームのクレジット・デリバティブを組み込んだ社債券(投資家がプロテクションのセラーとなる場合)を想定されたい。この社債券においては、発行体は倒産隔離措置を施されたSPCであるが、参照組織とされた企業が倒産した場合、当該社債券は、元本、利息ともゼロとなって償還され、紙切れ同然となる。したがって、当該社債券の元本欠損に係るリスクの対象は、SPCのクレジットではなく、参照組織とされた当該企業のクレジットであると評価できる。

² 公益法人の明確な定義が存在しないため、本報告においては、営利性のある活動も行うことがある中間法人及びその他の中間的な目的を有する法人を除いた広義の公益法人を中心に報告を行う。

II. 現段階における実務上の対応及びそれに付随する諸問題

a. 最高裁判例・下級審裁判例の紹介

公益法人と定款等の「目的」の範囲に関する代表的な判例・裁判例としては、概ね以下のものがあげられる（以下の判例・裁判例における傍点及び下線は当委員会）。

1. 民法法人

1-1 最判昭和 51 年 4 月 23 日最高裁判所民事判例集 30 巻 3 号 306 頁

同判例は、慈善の趣旨に基づき病傷者を窮地療養することを目的とし病院を経営している財団法人（原告）が、新事業を開始するために、被告に対し、所有不動産を売却したが、かかる新事業が寄付行為の目的外行為（寄付行為の変更を行ったが、主務官庁の認可の欠缺。その後に認可取得）であったため、原告が上記不動産の売買契約の無効を主張して、被告に対し不動産の返還又は返還に代わる損害賠償を請求した事案である。同判例において裁判所は、同法人が寄付行為に定めていない新事業を行うために、病院の敷地、建物の全部とその備品・器具を売却した事案で、本法人の唯一の基本的財産を処分し本来の事業目的の遂行を不可能ならしめる行為であり無効であると判示している。もっとも、同判例は、新事業を目的に加える旨の寄付行為の変更をしてなせば、目的内とする旨の趣旨を述べている（ただし、具体的な結論としては、売買の時点から 7 年 10 ヶ月余りも経過していたため、信義則に反するものとして同法人による無効の主張を斥けている。）

1-2 広島高判岡山支部昭和 30 年 9 月 16 日高等裁判所民事判例集 8 巻 6 号 406 頁

同裁判例は、育英事業を目的とする財団法人（原告）が、被告に対し利殖目的で（高利で）貸し付けた金額の返還を請求し、これに対し被告が、「当該貸付行為は、寄付行為の目的外の行為であり無効である」と主張した事案である。同裁判例において裁判所は、目的たる育英事業を行うため資金の増殖を図ることは目的達成に必要な行為であることを前提とした上で、その利殖行為は確実な方法によるべきであり、高利の貸付行為は利殖が可能である反面、元金をも失う危険性があるとして目的達成に必要な行為とはいえない旨判示している。

1-3 東京高判昭和 31 年 11 月 20 日判例タイムズ 66 号 62 頁

同裁判例は、育英事業を目的とする財団法人（原告）が、被告に対し、被告から売買契約により取得した建物の明渡しを請求し、これに対し被告が、「当該売買契約は、寄付行為の目的外の行為として無効である」と主張した事案である。同裁判例において裁判所は、不動産を取得してこれを貸し付け、その収入を得て育英資金に当てることは目的内である旨判示している。

1-4 東京高判昭和 39 年 4 月 20 日判例タイムズ 163 号 181 頁

同裁判例は、原告が医療を目的とする財団法人（被告）に対し、金銭消費貸借契約に基づく借入金の返還を請求し、これに対し被告が、「当該貸付は、寄付行為の目的外の行為として無効である」と主張した事案である。同裁判例において裁判所は、病棟の増設、医療器具の購入等のためになした金銭借入行為について、病院の維持発展のためになされたものであるとして目的内である旨判示している。

1-5 京都地判平成 6 年 6 月 29 日判例時報 1531 号 103 頁

同裁判例は、東京都における住宅問題の解決を目的とする財団法人（原告）が、被告（宗教法人）に対し、土地の売買契約に基づく所有権の取得を主張して所有権移転登記手続を請求し、これに対し、被告が、「当該売買契約は、寄付行為の目的外の行為として無効である」と主張した事案である。同裁判例において裁判所は、東京都における土地取得のためその代替地として京都市内の土地を取得することも右目的遂行に間接的に必要な行為ともいいうるのであって、客観的には寄付行為の定める「其他目的達成ニ必要ナル事項」に当たると判示している。

2. 学校法人³

2-1 東京地判昭和 62 年 9 月 22 日判例タイムズ 667 号 134 頁

同裁判例は、学校法人（原告）が、被告に対し、消費貸借契約又は不当利得を主張して、交付した金員の返還を請求するに際し、原告が、「不当利得返還請求の前提（訴訟上の整理は再抗弁）として金員交付行為は、寄付行為の目的外の行為として無効である」と主張した事案で、学校法人としての円滑な発展を図るうえで相当の価値と効果を認めることのできる行為は、目的遂行のうえに必要なものと解するに妨げなく、学

³ なお、学校法人、社会福祉法人、宗教法人については、それぞれ法律上、同法人による収益事業が認められている（私立学校法第 26 条、社会福祉法第 26 条第 1 項、宗教法人法第 6 条第 2 項）が、いずれも定款等の記載事項とされている（私立学校法第 30 条第 1 項第 8 号、社会福祉法第 31 条第 1 項第 11 号、宗教法人法第 12 条第 1 項第 7 号）ので、記載がない場合には同様の問題となると考えられる。

校法人の財産を他に贈与する行為も、それが一個の社会的実在である学校法人に要請され、学校法人の円滑な発展を図るうえに有用であり、かつ社会通念上相当な範囲にとどまる限り、贈与が寄付行為にあげられていないというだけの理由で目的外の行為であるとするのは、相当でないとした上で、その学校法人の規模、学校教育に占める地位、経済的基盤及び贈与の相手方・目的・内容等諸般の事情を考慮して、合理的な範囲を逸脱したときには、目的の範囲外の行為として無効になる旨判示している（具体的判断としては、贈与の額が6億円に及び経済的基盤が脅かされるおそれもないではなく、合理的範囲を著しく逸脱しているとして無効と判断している。）。

b. 検討

1. 「投資行為」との関係

1-1 投資行為としての金融取引の関係で示唆的な裁判例は、前記 a.1-2 であろう。すなわち、「目的たる育英事業を行うため資金の増殖を図ることは目的達成に必要な行為である」と判示しており、この点で、投資行為は、一般に、資金の増殖を図る行為であり、抽象的には、目的達成に必要な行為と判断されうる。

しかも、公益法人とは、基本的には、基本財産の運用の成果により、自己の存在・活動を維持する存在である以上、一般的な投資行為が、その権利能力の範囲内に含まれると考えるのは当然であろう。

1-2 しかしながら、投資行為であれば、およそすべての投資行為が権利能力の範囲内にあると考えるのも難しいものと思われる。

例えば、公益法人に関する判例ではないが、非営利法人という点で共通する協同組合に関する事案において、協同組合の行う員外貸付は、組合員以外の者に対する貸付であり、目的外の行為と考えられ、かかる員外貸付の効力について、判例は、原則として無効と解している⁴。そうであれば、デリバティブ取引を含む新しい投資行為についても、すべての投資行為が直ちに公益法人の権利能力の範囲内の取引であるとは必ずしも言い切れない。

1-3 そこで、他の判例・裁判例より、公益法人の権利能力の範囲内の取引と評価できるための一定の基準が示されているかにつき検討するが、この点につき、最高裁判所は、

⁴ 最判昭和41年4月26日民集20巻4号849項、最判昭和44年7月4日民集23巻8号1347項参照。いずれも、協同組合による組合員以外の者に対する貸付の事案であり、評価の仕方に争いはあるだろうが、員外貸付を一種の投資行為と評価することも可能であると思われる。しかしながら、同判例においては、あくまでも、目的外の行為として無効である旨結論付けられている。

何ら明確な基準を提示していない。せいぜい一定の基準を示している裁判例として、前記 a.1-2 及び a.2-1 の裁判例があげられる。

a.1-2 の判例は、許されるべき投資行為について、一応「その利殖行為は確実な方法によるべき」との基準を打ち立てたうえで、「高利の貸付行為は利殖が可能である反面、元金をも失う危険性がある」と判断している。同裁判例の趣旨を汲み取るに、およそ貸付行為である以上、その回収可能性は、貸付相手のクレジット・リスクによるのであり、デフォルト・リスクの大きな相手方への貸付は、「確実な方法」とはいえないというものであると考えられる。なお、本裁判例においては、意識されていないが、特にデリバティブについて考えるに、ボラティリティ（変動率）の高い金融商品は、「確実な方法」にはそぐわないという結論にも到達しかねないものと考えられる。

他方、より具体的かつ柔軟な基準を示しているのが、前記 a.2-1 の裁判例である。すなわち、「その学校法人の規模、学校教育に占める地位、経済的基盤及び贈与の相手方・目的・内容等諸般の事情を考慮して、合理的な範囲を逸脱したときには、目的の範囲外の行為として無効になる」旨の基準を定立しており、かかる基準は、一定の評価に値する。ただし、かかる基準については、「個別・具体的な事情により合理的な範囲と判断できる場合には・・・権利能力の範囲内と評価できる」という抽象的な基準を提示するに過ぎず、投資行為全般に係る予見可能性のある安定的な基準を示しているものとまでは評価できない。

2. 「目的」の範囲

なお、前記 a.1-1 の判例によれば、「新事業を目的に加える旨の寄付行為の変更をしなければ、」目的に記載されていない土地等の処分行為を「目的内とする」と判断しているものと考えられ、また、公益法人に関するその他の裁判例においても同様に、文字どおりの「目的」に限定する趣旨ではないことは明らかであると考えられる。したがって、公益法人・非営利法人においても、文字どおりの「目的」の範囲には限定されず、目的達成に必要な行為は認められうるという結論を採用しようという点では問題がないと考えられる。

3. 検討の指針

前記のとおり、判例・裁判例の分析によっては、公益法人の権利能力の範囲内の取引と評価されるための一定の基準を見出しがたいものと考えられる。

そこで、公益法人が代表者である理事等の行為に依存する存在である以上、理事の善管注意義務の範囲の確定という方法により、法人の権利能力の範囲内と評価される投資行為（金融取引）の範囲を確定していくことが考えられる。すなわち、法人実在説又は法人擬制説の学説上の争いに拘らず、法人の権利能力と代表者の善管注意義務の

関係については、公益法人の権利能力内と認められる取引の範囲を外延とするならば、いわば、代表者の善管注意義務を尽くしたと認められる取引の範囲はそれに内包される関係に立つと考えるのが論理的であろう。善管注意義務を尽くした取引であればその効力が否定されることはないということから、取引の安定性を確保しようとする実務的な見地からのアプローチである。したがって、本報告においては、いかなる投資行為（金融取引）であれば、理事の善管注意義務の範囲内の取引といえるかにつき検討を加えたい。

4. 理事等の善管注意義務の範囲

4-1 「投資行為」との関係で公益法人の理事等の善管注意義務の範囲を明示した最高裁判例はない。また、裁判例にしても若干存在する程度であり、示唆的な裁判例は存在しない。

最高裁判例において、有益な基準が提示されていない以上、解釈により公益法人の理事等の善管注意義務の範囲を確定していく必要がある。その際、理事等も他者からの信認に基づき、一定の財産を運用する役割を担う点で、資産運用に関し、年金資産の受託者と同等の地位に立つ者であり、昨今の年金資産の運用受託者における善管注意義務の議論が参考になるものと考えられる。

4-2 投資対象を限定するアプローチ（Legal List 的アプローチ）

単純に考えられるのは、定款等又は法人内規程により、投資対象となる金融取引（金融商品）を予め限定し、これにより理事等の善管注意義務の範囲を画するという考え方である。この考え方によれば、定款等又は法人内規程において定められた投資対象は厳格に解されると考えるのが素直であろう。この方法によれば、投資対象が明確化され、理事等はかかる投資対象 List に従う限り善管注意義務違反を問われず、したがって、法人の権利能力の範囲外の問題も生じないものと考えられる。従来の年金資産の運用においても、同様のアプローチが採用されていた⁵。

しかしながら、上記の考え方及び方法では、新たに開発された金融商品を柔軟に取り込めない可能性が高く、硬直化した資産運用になりかねず、果ては、限定された範囲の投資対象の価値が暴落した場合における対処が困難であるという問題も生じうる⁶。

⁵ 年金資産運用においては、かつては投資対象を限定するとともに、さらに、その資産配分についても規制が加えられていた。すなわち、安全性資産（国債、地方債等）5割以上、株式3割以下、外貨建証券（外国株、外国債券）3割以下、不動産2割以下のいわゆる「5:3:3:2規制」である。

⁶ 米国の Legal List 法においても同様の問題が指摘された。すなわち、1929年に始まる大恐慌により、Legal List 法により安全とされた債券も暴落したため、Legal List 法の有効性に疑問が投げかけられ、その結果、1940年頃から各州において Prudent Man Rule（あるいは、さらに、

投資対象を限定するという事は、すなわち、ひとつひとつの投資対象ごとにチェックを働かせるという発想であり、経済的に見ても、科学的な投資理論である近代ポートフォリオ理論と整合的な発想とは言えない。

また、逆に、金融技術の発達した現在においては、前記で述べたとおり、法形式的には許された（Legal List に記載された）金融商品であるが、実質は投機性の高い商品に対し、その資産のすべてを投資しているという危険な状況を作出しかねない。

4-3 資産全体の安全性を維持するアプローチ（Prudent Investor Rule 的アプローチ）

そこで、投資対象との関係における理事等の善管注意義務の範囲に関しても、投資対象商品を限定するという方法ではなく、運用資産全体の安全性という観点を入れるべきであろう。これにより、投資対象たる金融取引（金融商品）には、何らの限定も加えられず、ただ、資産全体の毀損可能性の大小を検証する方法を採用することが望ましいものと考えられる⁷。この考え方は、近代ポートフォリオ理論に適合的であり、経済合理性のある考え方であると言える。公益法人も基本財産を運用しつつその活動を維持する存在である以上、かように経済合理性のある行為について、善管注意義務違反を問われることが本末転倒であることは明らかであると思われる。なお、年金資産の運用においても、既に1998年1月において、上記4-2で述べた「投資対象を限定するアプローチ」は放棄され、「資産全体の安全性を維持するアプローチ」に転換された⁸。

～厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて（平成9年4月2日）（年発第2548号）（都道府県知事あて厚生省年金局長通知）より抜粋～（下線は当委員会）⁹

基金資産の運用に当たっては、基金資産全体のリスク（収益率の変動性）とリターン（収益率）を考慮して、個々の資産の種類（株式、債券等）や商品（以下「資産等」という。）の選択（自家運用の場合にあっては、個々の銘柄等の選択）を行わなければならない。リスクの高い資産等であっても、資産全体のリスクとリターンとの

Prudent Investor Rule) への転換が進んだ経緯がある。

⁷ なお、金融庁が、金融機関に対して行っているリスク管理能力からのアプローチにも通じるところがあると考えられる。

⁸ 平成8年度（1996年度）より段階的に緩和され、平成10年（1998年）1月に完全撤廃。

⁹ なお、以下も参照のこと。

- ・厚生年金基金の年金給付等積立金の運用に係る基本方針について（平成8年4月1日）（年発第2115号）（各都道府県知事あて厚生省年金局長通知）
- ・厚生年金基金の年金給付等積立金の自家運用について（平成12年5月31日）（年発第381号）（地方社会保険事務局長あて厚生省年金局長通知）

関係において合理的と考えられれば、法令に違反しない限り、基金自らの判断によりこれらの資産等に運用することができる(法第 136 条の 3 等参照)¹⁰。

以上より、「投資行為」との関係における善管注意義務の範囲についても、上記のように、「資産全体の安全性を維持するアプローチ」を採用するのが適切であると考えられる。

なお、すでに定款等又は法人内規程により、既に投資対象を限定するかのよう List が存在する場合においても、上記のようなアプローチを採用することは差し支えないものと考えられる。すなわち、かかる List に掲げられた投資対象は、当該法人が中心的に投資すべき対象を例示的に列挙したに過ぎず、「資産全体の安全性」が維持されている限り善管注意義務の範囲内であると評価できる以上、List に掲げられていない投資対象への投資も直ちに善管注意義務違反、ひいては、権利能力の範囲外の問題として捉えられるべきではないと考えられる。

4-4 平成 8 年 9 月 20 日閣議決定との関係

公益法人については、その設立許可の審査基準として、『公益法人の設立許可及び指導監督基準』及び『公益法人に対する検査等の委託等に関する基準』について（平成 8 年 9 月 20 日閣議決定、同 9 年 12 月 16 日一部改正）」という閣議決定が存在する。

この中で、公益法人による投資行為について触れられた部分が存在するが（下記抜粋 5 . 参照）かかる記述と前記「資産全体の安全性を維持するアプローチ」とは矛盾するものではないと考えられる。

すなわち、同閣議決定の 6 . において、ポートフォリオ運用に係る記述が存在する以上、同閣議決定も近代ポートフォリオ理論を前提としていると考えるのが素直であろう。そうであれば、同閣議決定が、資産運用の方法として「元本が回収できる可能性が高くかつなるべく高い運用益が得られる方法で行うこと」を要求する趣旨は、必ずしも、個々の投資対象について「元本が回収できる可能性が高くかつなるべく高い運用益が得られる」ことを要求するものではなく、資産全体の安全性が確保されれば足りると考えることも十分可能であると思われる。

～「公益法人の設立許可及び指導監督基準」より抜粋～（下線は当委員会）

5 . 財務及び会計

¹⁰ ただし、信託銀行等に運用を委託した場合、当該信託銀行等の投資対象商品に制限はない一方で、年金自身の自家運用の場合には、投資対象商品による規制が存する。さらに、自家運用のデリバティブ取引については、リスクヘッジのための利用のみ許され、投機的取引は禁止されている（厚生年金基金規則第 41 条の 3 参照）。

(5) 運用財産の管理運用は、当該法人の健全な運営に必要な資産（現金、建物等）を除き、元本が回収できる可能性が高くかつなるべく高い運用益が得られる方法で行うこと。

6. 株式の保有等

(1) 公益法人は、原則として、以下の場合を除き、営利企業の株式保有等を行ってはならない。

上記5 - (5) における財産の管理運用である場合。ただし、公開市場を通じる等ポートフォリオ運用であることが明らかな場合に限る。

財団法人において、基本財産として寄附された場合

(2) 上記(1) により株式を保有する場合であっても、当該営利企業の全株式の2分の1を超える株式の保有を行ってはならない。

(3) 上記(1) の理由により株式保有等を行っている場合（全株式の20%以上を保有している場合に限る。）については、毎事業年度の事業報告書に当該営利企業の概要を記載すること。

5. 若干の具体的な事例の検討

前記のとおり、「投資行為」との関係における善管注意義務の範囲については、「資産全体の安全性を維持するアプローチ」を採用するのが適切であると考えられるが、その結果、個々の投資対象たる金融取引（金融商品）との関係において重要となるのは、当該商品の最大損失、ボラティリティ及びかかる損失のリスクの対象の分析となる。特に、前記4-4の閣議決定の基準が存在する以上、単純な分散投資で許されるわけではなく、資産全体の安全性の確保という観点は重視されることになると考えられる。そこで、以下では、具体的な場面を想定しつつ、いかなるケースであれば、理事等の善管注意義務の範囲内の取引であると考えられるかにつき、若干の検討を加えたい。

5-1 金利スワップ

公益法人が、その定款に記載された目的に係る事業を遂行するために行った借入に係る変動金利を固定金利にスワップする場合には、当該法人の支払額は固定化されるため、資産全体の安定化につながり、善管注意義務の範囲内の取引であると判断されやすいものと考えられる。

逆に、固定金利を変動金利にスワップする場合には、理論上、変動金利の上昇には上限がないため、最大損失を測定できず、法人の財産的基盤を危殆に陥らせないとはいえないとして、善管注意義務の範囲外であるとも思われる。しかしながら、現在の日本の状況を考慮する限り、そのボラティリティは限定されるので、一概に無効ともいえないのではないかと考えられる。なお、ボラティリティとの関係であれば、長期のスワップであれば、善管注意義務の範囲内

と判断されやすく、他方、短期のスワップであれば、より慎重に検討する必要がある。

5-2 エクイティ・デリバティブ取引

前記 4-4 の閣議決定の 6 .にもあるように、公益法人が、一定の範囲で株式を保有することも許容される。かかる場合に、株式の価格を現在の価格に固定化するためになされるエクイティ・デリバティブ取引は、当該法人の現時点における資産価値を固定化するため、資産全体の安定化につながり、善管注意義務の範囲内の取引と解される可能性が高いと考えられる。

5-3 クレジット・デリバティブ取引

既に第三者の発行する社債や株式等を保有している状態で、かかる第三者を参照組織として、当該公益法人がプロテクションのバイヤーとなる場合には、かかる社債等の回収可能性を高める行為として、当該クレジット・デリバティブ取引は、善管注意義務の範囲内の取引であると判断されやすいと考えられる。また、かかる社債等を保有している状態ではなくとも、公益法人がプロテクションのバイヤーとなる場合には、最大損失はプレミアム金額（通常は、クレジット・イベントが発生した場合の支払金額に比して僅少）に限られるため、プレミアム金額が資産全体に与える影響が然程大きいものでない限り、善管注意義務の範囲内の取引であると判断されやすいと考えられる。

他方、公益法人がプロテクションのセラーとなる場合には、参照組織のクレジット・リスク及び当該デリバティブの最大損失（通常は、クレジット・イベント発生時の支払金額は大きい）によっては、善管注意義務違反の取引であると判断される可能性が高いものと考えられる。

5-4 その他

倒産可能性の高い企業への貸付及び当該企業を参照組織とするクレジット・デリバティブ取引

公益法人が、クレジット・リスクの大きな者の発行する社債を購入した場合、社債の取得行為だけを取り出して検討したとすると、元本を毀損する可能性が高い行為として、購入金額によっては無効であるとも考えられる。しかし他方で、同法人が、予め又は債券購入と同時に同企業を参照組織としたクレジット・デリバティブ取引を仕組んでいた場合、同企業の倒産により、元金相当金額を受け取ることが可能であれば、全体としてみた場合に、購入債券

の金額の如何を問わず、元本を失う可能性が高い行為とは判断する必要はないのではないかと考えられる。ただし、この場合には、クレジット・デリバティブ取引における相手方のクレジット・リスクを慎重に検討する必要があると思われる。

公益法人がプロテクションのセラーとなるも、同内容の別のクレジット・デリバティブ取引のバイヤーとなっていた場合

公益法人がプロテクションのセラーとなる場合で、しかも、クレジット・イベントが発生した場合の最大損失（すなわち、支払額）が当該法人の財産的基盤を危殆に陥れるようなときにおいても、予め又は同時に、かかるデリバティブと同内容のクレジット・デリバティブ取引におけるプロテクションのバイヤーとなっていたような場合には、両デリバティブ取引を一体としてみれば、当該法人の財産的基盤を危殆に陥れるものと判断する必要はないのではないか。ただし、この場合も、プロテクションのバイヤーとなったクレジット・デリバティブにおける相手方のクレジット・リスクを慎重に検討する必要があるのは当然である。

以 上