

デリバティブ取引による投機と リスク・ヘッジ

小 松 卓 也

- 一 序 論
- 二 デリバティブ取引における投機行為とリスク・ヘッジ行為
- 三 デリバティブ取引の特徴
- 四 ドイツの先物取引所制度からの観察
- 五 デリバティブ取引の利用状況と会社法の規整
- 六 結 語

一 序 論

およそ人間を取り巻く未来は、不確実性なものである。とりわけ、積極的に利益を得ようとする企業の場合には、それに付随して、より多くのリスクを抱え込むことになる。企業活動においては、通常、その本来の事業目的たる活動ないし取引が継続的に行なわれ、そのなかで、利益が得られるように経営されることが求められる。またそれと同時に、企業が将来に向けて存続していくことも求められる。したがって、企業活動において生じるリスクに対して、何らかの対処をすることあるいはすべきか否かという点が、問題となってくるのである。

そうした企業活動上のリスクについてさらに分析するならば、さしあたり、ふたつの種類に、リスクを分類することができよう⁽¹⁾。ひとつは、個々の企業の能力や経営努力によって低減することが可能なリスクであ

る。たとえば、現在および将来における経営判断の成否についてのリスク、欠陥商品の製造などの事故に関するリスク、あるいは、同業者との競争関係において優位な状況になりうるかどうかというリスク、などである。他方、全体的な景気の変動によって業績が左右されるという類のものは、個々の企業の努力では如何ともしがたいリスクである。

もっとも、後者のリスク、つまり個々の企業の努力次第でそれを直接的に低減することができないリスクであっても、たとえば、国際取引を行なう企業が決済にさいして負うことになる、為替相場にかかるリスクのようなものはどうか。個々の企業は、為替相場それ自体を直接左右することはできないが、為替相場に関するデリバティブ取引を行なうことによって、いわゆる為替リスクに対処することが可能となる。すなわち、本来の事業目的たる取引が外国通貨によって決済される場合、のちの決済時に為替相場が変動して不利な状況になることに備えて、そうした相場展開になれば逆に利益が得られるような、デリバティブ取引をあらかじめ締結しておくのである。

ところで、こうしたヘッジ取引⁽²⁾のためにデリバティブ取引が利用される一方で、デリバティブ取引⁽³⁾はいわゆる投機⁽⁴⁾の目的でも用いられる。

(1) もっとも、ここでの分類は、リスクの要因となるものの所在に着目したひとつの見方にすぎないものであって、リスクについて一般的に論じうる分類では、必ずしもない。

(2) ここでいうヘッジ取引とは、企業の本来の事業活動上の取引におけるリスクを低減させる目的で行われる取引をさす。いわゆるリスク・ヘッジ行為である。なお、ヘッジ取引によって、企業の本来の事業目的たる取引から生じるかもしれない巨額の損失を、回避することができるという点で、リスク・ヘッジ行為自体を積極的に捉えることはできるが、あくまでヘッジ取引がもたらすものは、そうした事業活動上の取引に関して、企業全体の損益にかかる不確実性の程度を、小さくすることにすぎない。

(3) デリバティブの定義付けは容易ではない。さしあたり、その特徴を捉えて、「将来の時点ないし将来のある期間において行使または履行される、ある権利の評価額（すなわちその価格）であり、かつ、ある基礎価値

の評価額ないし価格に、直接的ないし間接的に、左右されるように設計されたもの」(Assmann, in Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg), WpHG, 5. Auflage, §§2 Rn 43 (2009))と表現することもできよう。もっとも、たとえばドイツの有価証券取引法(WpHG)の下でのデリバティブの概念は、その改正のなかで、拡張され続けてきている。その理由には、現在の経済社会では金融手段がたえず革新し続けていること、および、それに対応すべく監督規制の対象も拡大し続けざるを得ないこと、という事情がある。現行のWpHGでは、第2条2項1号および2号において、デリバティブの価値を導出する、基礎価値(あるいは原資産)となりうるものを列挙するかたちをとっている。以上、Assmann, a. a. O., Rn 38 und 43. なお、同1号および2号の定めは、次に述べるドイツ銀行法(KWG)第1条11項4文1号および2号と同じ内容である。

KWGでは、第1条11項4文と第19条1a項において、異なるデリバティブの定義化をしている。まず、第1条11項4文1号および2号で定められているデリバティブとは、次のものである。すなわち、同1号では、購入契約や交換契約その他の先物取引(Festgeschäfte)ないしオプション取引で、のちに到来する履行期において、その価格がある基礎価値から直接的ないし間接的に導かれる、「先付取引(Termingeschäfte)」であるとして、有価証券や外短期金融市場での債権(Geldmarktinstrumente)、外国為替、金利その他の利率、一定の基礎価値の指数さらには他のデリバティブなどといった、デリバティブの基礎価値となりうるものが列挙されている。なお、ここでいう先物取引とは、両当事者の履行内容が締結時において確定しているものである(Vgl. Assmann, a. a. O., Rn 44)。また、2号では、同じく「先付取引」であるが、その基礎価値となりうるものとして、商品、天候その他の物理的変動に関する指標、インフレ率その他の国民経済的な変動要素に関する指標、あるいはその他の財産的価値や指数などを列挙したうえで、それらが組織された市場で取引されているかなどの一定の要件を満たすことを要求している。これに対し、第19条1a項では、「本条というデリバティブは、第1条11項4文に定められたものとは異なるものであり、購入契約や交換契約としてあるいはその他のかたちである基礎価値と関連付けられて定められた、先物取引ないしオプション取引であって、その価値が基礎価値によって画定され、かつ、その価値は少なくとも当事者の一方にとって履行期がのちに到来するがゆえに将来的に変動しうる、というものである……」と定められている。第19条1a項のほうが、より広い対象に及ぶデリバティブの定義である。Bock, in Boos/Fischer/Schulze-Mattler (Hrsg), Kreditwesengesetz, 3. Auflage, §19 Rn 40 (2008). これは、

金融革新による金融手段全体を包含し、そしてデリバティブ取引に伴う信用リスクを十分に把握しうるために、銀行に対する監督規制の観点から、意図的に広く設定されたものである。Meyer-Ramloch, in Boos/Fischer/Schulte-Mattler (Hersg), a. a. O., §2 GroMiKV Rn 6.

ついでに、WpHGにおける、かつてのデリバティブの定義をみておこう。1994年のWpHG制定当時は、同法第2条2項で、「この法律におけるデリバティブとは、本条1項にいう国内ないし国外の市場で取引される権利で、その取引所相場ないし市場価格が、直接的ないし間接的に、有価証券ないし国外での支払手段の取引所相場ないし市場価格の展開、あるいは金利の変動に依拠するもの」と定められていた。本条1項にいう市場とは、公の機関の監督に服し、定常的に運営され、一般に開かれた市場をさす。

さらに、1998年改正時のWpHG第2条2項のデリバティブの定義をみておこう。同1号では、先物取引ないしオプション取引として定められた「先付取引」で、その価格が直接的ないし間接的にある基礎価値に依拠するものとし、その基礎価値として、(a)有価証券の取引所相場ないし市場価格、(b)短期金融市場での債権の取引所相場ないし市場価格、(c)金利ないしその他の利率、(d)商品ないし貴金属の取引所相場ないし市場価格、が列挙されていた。また、同2号では、組織された市場で取引される外国為替先物取引(Devisentermingeschäfte)や、外国為替オプション取引、通貨スワップ取引などが、定められていた。

以上のようなWpHGにおける定義からすれば、デリバティブとは何らかの「取引」を意味するものとなる。本稿では、とくに厳密な意味づけをしたわけではないが、日本の金融商品取引法上、「デリバティブ取引」という文言が用いられていることから、取引として行なわれる場合については、「デリバティブ取引」という表現を用いることにした。また、本稿では、先物取引だけでなくオプション取引が対象となる場合をも含めて、便宜的に、「取引所先物取引」、「金融先物取引」あるいは「先物市場」などと表記した。さらに、先物取引(Festgeschäfte)とオプション取引の両方を含む「先付取引(Termingeschäfte)」に該当する場合でも、便宜的に、「先物取引」と表記した。なお、川地宏行「デリバティブ取引における説明義務と損害賠償責任(1)」専修法学論集第92号151頁(2004)では、“Festgeschäfte”を「狭義の先物取引」、「Termingeschäfte」を「広義の先物取引」と表記している。また、ドイツ法上のデリバティブの定義に関する記述として、川地・上掲論文130頁以下も参照。

- (4) 「投機」の概念を一義的に設定することは容易でない。本稿では、投機行為としてのデリバティブ取引を、リスク・ヘッジ行為と対比する意味

そこで、たとえば、ありうるひとつの見方として、前者のデリバティブ取引は肯定できるが後者は肯定できない、とすることもできよう。しかし、そう考える理由とは何であるかが、問題である。投機行為というものの自体が否定されるのか、それともデリバティブ取引を投機目的に利用するのが許されないのか。あるいは、そうした見方に反して、目的に関係なく、デリバティブ取引を行なうことそれ自体に問題はない、といえるのか。

いずれにせよ、デリバティブ取引は、その経済的機能や取引の仕組みが、比較的複雑であることから、社会的規範としての法的な評価を行なうことは、容易ではないといえる。とはいえ、昨今の経済ないし金融の情勢をかんがみれば、デリバティブ取引についての法律学上の十分な検討⁽⁵⁾および何らかの評価が必要となってきたことは、明らかである。

で、他の取引のリスクを低減させるのではなく、そのデリバティブ取引自体から得られうる利益を目的として行なうこと、と表現しておくことにする。一応確認しておく、デリバティブ取引の価値は将来に向けられた市場価格ないし相場の変動を基礎とするものであり、その市場価格ないし相場の展開は予測しえない将来の偶然性を伴うことから、そもそも、デリバティブ取引にはある種の投機的要素が既に内在している、ということができる。Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn 15.221 ff. (2004). そこで、あるデリバティブ取引がリスク・ヘッジ行為であると認められるためには、当該デリバティブ取引のリスクと対向するリスクを有する事業活動上の取引の存在が不可欠であるが、それに加えて、行為者の動機ないし意図、あるいは、事業上の取引が有するリスクとデリバティブ取引が有するリスクの、それらの相互の位置関係が問題となりうる。Sernetz, Derivate und Corporate Governance, S. 103 ff. (2006).

- (5) Pohl, Neue Generation derivative Finanzinstrumente—Anlass zu juristischer Nachstellung?, WM 1995, 957. によれば、1980年代から1990年代にかけて、英米独の諸国で、デリバティブ取引の規模が爆発的に拡大し、かつその取引形態も格段に多様化した、という。そして、様々な基礎価値に基づき多様に構成されたデリバティブ取引は、リスク・ヘッジおよび投機の両方の側面でのその利用の可能性が見い出されうる (a. a. O., S. 958f.)。こうした革新的な金融手段を用いたリスク・ヘッジ行為ないし投機行為の

そこで、本稿では、一般事業会社がデリバティブ取引に着手する場合の会社法上の問題点を検討するための、いわば前段階として、一般事業会社がデリバティブ取引を行なう場合のリスク・ヘッジ行為と投機行為の問題について、検討する。なお、この問題については、ドイツ法に関する文献に有益な素材が見い出されたので、本稿の叙述も、ドイツ法上の議論を中心として行なうことにした。

二 デリバティブ取引における投機行為とリスク・ヘッジ行為

(1) 投機行為の倫理性

倫理的な観点からすれば、投機行為に対する評価はとかく消極的なものになりがちである、といえるであろう。たとえば、投機行為一般について、Schwark によれば、投機というものは、古い時代から、無分別なものあって、いかがわしく倫理的にも非難されるべきものとされ、それゆえ、法律家が好んでそれを研究の対象とすることはなかった⁽⁶⁾、という。Schwark は、なぜ多くの法律家が投機取引を嫌悪するのかは、それが倫理的に無価値だと彼らが考えるからだ⁽⁷⁾と捉える。具体的には、投機取引では、その対象となる商品をただ単に購入および転売して利益を得るだけであって、その商品に新たに価値を創造あるいは付加するという労力を伴わず、投機は微々たる労力で過大な利得を可能ならしめることになる⁽⁷⁾点が、倫理的に非難される対象となる、という。

評価が一様でないため、デリバティブ取引に対する評価も様々である (a. a. O., S. 964) という。もっとも、デリバティブ取引が革新的な金融手段であると言われるけれども、為替リスクや株価リスクなどの市場リスクをいわば派生的に具現化するにすぎないのであって、デリバティブ取引それ自体が新しい態様のリスクを発現するというものではない。Fabritius in Rudolph (Hrsg), Derivate Finanzinstrument, S. 279 (1995).

(6) Schwark, Spekulation-Markt-Recht, in Festschrift für Steindorff, S. 473, 474 (1990).

(7) 以上, Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 474 ff. こうした倫理的評価は、スコラ哲学の価値観によるものだという。A. a. O.

そして、取引所において行なわれるデリバティブ取引についても、同様の内容の非難が向けられることになる。加えて、取引所先物取引の場合には、その制度のあり方によっては、わずかな資金で取引に着手することが可能となる。その場合、先物取引制度自体が、まさに手っ取り早い投機の装置となるのである。それゆえ、慎重さに欠けるかたちで取引が行なわれることになりうるが、そのような取引は、国民経済的ないし社会全体の観点から無価値なものでしかない、という評価が、かつてはみられたのであった。⁽⁸⁾

とはいえ、のちに触れるように、ドイツにおける取引所先物取引の制度のあり方は、先物取引市場そのものを強化および推進していく方向で、今日に至っている。先物市場の機能を高めることが国際的な金融市場におけるドイツの重要な戦略とされ、先物取引は、国民経済的ないし社会全体からみて、必要不可欠なものと考えられたのであった。⁽⁹⁾ もっとも、そうした先物取引に対する評価は、倫理的な観点からというよりはむしろある種の必要性ないし政策的観点から、なされたものであるといえる。

(2) 遊戯と投機

ところで、投機行為に関連して問題となりうる法規整のひとつに、ドイツ民法 (BGB) 第762条がある。同条1項1号は「遊戯 (Spiel) ないし賭博によっては、契約の拘束力は認められない」と定めている。予見しえない市場価格の展開によって結果が左右されることになる先物取引は、これに該当する余地もでてきうる。⁽¹⁰⁾ 本規定の立法理由は、遊戯契約等の危険性にあるという。すなわち、何らかの価値の創出や維持といった是

(8) 以上、Franken, Das Recht des Terminhandels, S. 36 ff. (1997). なお、Schwark および Franken とともに、デリバティブ取引の倫理性に関する文献として、Nell-Breuning, Grundzüge der Börsenmoral (1928) を挙げている。

(9) Franken, a. a. O. Fn. 8, S. 37 ff.

(10) Kümpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15. 221.

認されるべき経済的動機なしに、利益を求めて財産が投入されかつそれ
 にのめり込む、という点である。⁽¹¹⁾

しかし、デリバティブ取引については、それが投機性あるいは高いリス
 クを有するとはいえ、経済的に正当な目的をもちうることから、デリ
 バティブ取引というだけで直ちに遊戯契約等として無効になるわけでは
 ない。⁽¹²⁾これに関して、立法的に解決された一例としては、WpHG 第37e
 条がある。すなわち、WpHG にいうデリバティブ取引が、⁽¹³⁾一定の金融
 取引を行なう企業と、専ら投機目的でそれを行なう相手方との間で、締
 結される場合、当該取引がBGB 第762条における無効な取引に該当す
 ると解される余地があることから、先物取引における法的処理の明確性
 および法的安定性のために、WpHG 第37e条は、BGB 第762条による取
 引の無効の主張を、⁽¹⁴⁾排除しているのである。

(11) Kümpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15. 223.

(12) Kümpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15. 230 f.

(13) WpHG 第2条2項にいうデリバティブとオプション証書とを合わせ
 て、WpHG は「金融先物取引」とよんでいる（同法第37e条第2文）。
 2002年の第4次金融市場振興法により、取引所法の下での「取引所先物
 取引」の概念は廃棄され、別途新たにWpHGの下で「金融先物取引」の
 概念が置かれた。Vgl. Schimamsky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch,
 114 §Rn 93 (2007); Habersack, in Münchener Kommentar zum BGB, 5.
 Auflage, §762 Rn 10 (2009); Assmann, a. a. O. Fn. 3, Rn 57.

(14) 以上、BT-Drucks. 14/8017, S. 96 (<http://drucksachen.bundestag.de/drucksachen/index.php> より参照); vgl. Auch Kumpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15. 233. WpHG 第37e条1文は「金融先物取引に基づく請求に関して、当該取引において少なくとも一方当事者が、その事業活動上、金融先物取引を締結ないし締結の媒介をする企業、あるいは、金融先物取引の購入、販売ないし斡旋を行なう企業である場合、BGB 第762条の抗弁は援用されえない」と定めている。ここにいう金融先物取引については、前掲注(13)を参照。また、WpHG 第37e条については、川地・前掲注(3)152頁および158頁も参照。

(3) 投機取引の有用性

そこで、先物市場それ自体の存在を前提としつつ、投機として行なわれる先物取引の意義を、ひとまず肯定的に捉えようとするならば、どのような根拠が考えられるか。投機取引に対する非難が、その生じうる利得に比べて労力が少ないという点や、軽率に取引が行なわれうるといふ点におかれることがあるに対して、上述の BGB 第762条の立法理由にいわれているような、何らかの価値の創出や維持といった是認されるべき経済的動機があるか否かという点は、それらとは異なった評価の基準をもたらさう。

まず、理論的あるいは制度論的な観点から、投機的な先物取引の有用性として、次の諸点が挙げられている。第一に、先物取引は、現物取引と比べて、取引を行なうにあたりより少ない資金で可能であるから、取引の数量がより大きなものなり、しかるに、市場の流動性が高まることになる。しかし、リスク・ヘッジ目的での先物取引は、その時々が必要に応じて行なわれるにすぎない。そこで、こうした市場の流動性が実現しうするためには、常態的に取引が行なわれることが期待される、投機取引の存在が、必要となる⁽¹⁵⁾。第二に、投機取引によって市場全体における取引が常態的に活発化すれば、市場における価格形成はより適切なものとなる⁽¹⁶⁾。第三に、投機取引をする者は、その取引のために市場の透明性を望むから、制度上および實際上、投機取引を行なう者の存在によって、市場の透明性がより促されることになる⁽¹⁷⁾。以上の三点は、市場の機能性を高めるという側面からの、投機取引の有用性である⁽¹⁸⁾。また、第四に、

(15) Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 477.

(16) Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 477 f. しかし、そうしたいわば取引状況によって形成される市場価格というものの自体の評価が、さらに問題となる。この点は、Schwark, a. a. O. でも付言されている。

(17) Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 478. これについて、本稿筆者は、なぜそうなのか分からない。

先物市場と現物市場との関係において、先物取引が現物市場を安定化させるかそれともより不安定にさせるかについては、説が分かれるが、古典派および新古典派経済学の理論によると、投機的な先物取引は長期的には相場を安定化させる働きをもつ。⁽¹⁹⁾

さらに、経済社会の時代的背景に基づく評価がある。すなわち、かつてドイツでは、先物取引が投機的手段として当然視されていた時期があった、⁽²⁰⁾ という。しかし、今日では、国際的にも、機関投資家の存在が、経済社会のなかで大きな地位を占めるようになった。そうした重要な存在となるに至った機関投資家が、その保有する金融資産のリスクをヘッジするために、先物取引を行なうことを必要とするならば、それは経済社会全体からみても否定されえない。また、現物市場において大きなポジションを保有している金融機関なども、そのポジションのリスクを先物市場でヘッジすることは必要とされている。そこで必要となってくるのが、それらの機関投資家や金融機関が行なうヘッジ取引の相手方の存在である。まさにその相手方として、投機的に先物取引を行なう者の存在が必要となってくる、⁽²¹⁾ ⁽²²⁾ というのである。

(18) Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 477. なお, Schwark, a. a. O., S. 478. では, さらに第四点目として, 取引所取引の取引コストの問題が挙げられているが, ここでの議論とは直接関係ないと思われるので, 触れない。

(19) Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 478. そのメカニズムについては, いずれ然るべき均衡点に至るということであろうか。

(20) また, Jaskulla, Die Einführung derivativer Finanzinstrument an den deutschen Wertpapierbörsen als Regelungsproblem, S. 86f. (1995). は, 今日の状況下では, 一般の投資者が取引所先物取引を行なう主な動機には, 高いリスクをとろうとする投機的行動と, 既に保有しているリスクをヘッジすることがあり, それに対応して, 先物取引所の役割にも, 投機取引の環境を提供することと, ヘッジ取引の機会を提供することがある, とする。

(21) 以上, Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 479f.; Paus, Börsentermingeschäfte, S. 58f. (1995). 金融機関や機関投資家などが行なうヘッジ取引の多くは, 先物市場での売り取引である。すなわち, 市場での取引が売り取引に偏りがちになるので, そうしたヘッジ取引のみでは, 十分に流動性のある市場は

三 デリバティブ取引の特徴

(1) デリバティブ取引のリスク

ここでは、なにゆえに企業が行なうデリバティブ取引が問題とされるのか、すなわちデリバティブ取引がもつ固有の問題点について、改めて確認しておくことにする。

まず、リスクに対する企業の対応という観点からみると、企業が、その主たる事業活動のなかで将来的に生じうる損失に対して、行ないうるひとつの対応策として、何らかの損害保険契約を締結する、という方法がありうる。損害保険契約とデリバティブ取引とでは、制度上の相違があることはいうまでもないが、その点はさておき、取引主体たる企業の

実現されない。以上、Henssler, Anlegerschutz durch Information, ZHR 153 (1989), S. 611, 624. なお、ヘッジ取引では、本来の保有するポジションのリスクと対向するリスクをもつポジションをとればよいわけであるから、必ずしも売りのポジションである必要はないであろう。

(22) また、Paus, a. a. O. Fn. 21, S. 52f. は次のように言う。すなわち、先物取引の経済的正当性というものが、もっぱらリスクのヘッジとして行なわれたかどうかで判断される、という見方は、非常に疑わしい。経済的に正当な先物取引が、実体経済を投機的リスクから守るものだとすれば、ヘッジ取引がそれに該当する。それと同時に、そうしたヘッジ取引を可能とする、その相手方の投機取引も経済的に正当なものとなる。リスクのヘッジとして行なわれる先物取引だけでは、機能的な先物市場は形成されえない。要するに、ヘッジ取引を行なおうとする者が満足しうる市場は、投機取引によって形成されるのであるから、そうした市場で行なわれる全ての先物取引は、経済社会全体からみて望ましいものであり、経済的に正当なものである。つまるところ、先物取引の経済的正当性の基準は、その先物取引によって、実体経済が、経済社会全体および企業経営において憂慮されるリスクから、守られるかどうかである。すなわち、市場的な観点からの評価であって、取引それ自体の特徴が問題となるのではない、と。もつとも、それらが経済的に正当なものであるとしても、直ちに法的に同様に評価されるとは、限らないであろう。

(23) さしあたり、保険制度の特徴である、同種かつ多数の者のリスクを集約させることによる集団的なたちでの損失補填の実現、というものは、

損益状況から、次のような特徴を指摘しうる。

デリバティブ取引のなかで、先物取引によるリスク・ヘッジの場合には、⁽²⁴⁾かりに懸念されたリスクが実現に至らず、しかるに、リスク・ヘッジの対象である主たる事業上の取引において相応な利益が得られたとしても、それで問題が片付くわけではない。主たる事業活動上の取引とそのヘッジ取引とは、対向するリスク関係にあることから、上述のような状況下では、まさにヘッジ取引において損失が生じてしまうのである。したがって、問題となるリスクが現実のものとならないにもかかわらず、ヘッジ取引の存在によって、企業の全体的な収益が縮減されることになる。⁽²⁵⁾他方、損害保険の場合には、懸念されるリスクが実現に至らなければ、もっぱら一定の保険料というかたちでの支出をもたらすのみである。

もっとも、デリバティブ取引のなかで、オプション取引を用いてリスク・ヘッジが行なわれる場合には、上述した点での保険契約との違いはなくなる。すなわち、オプション取引では、問題となるリスクが現実のものとならず、それゆえリスク・ヘッジの対象である取引において損失が生じないのであれば、オプション権を行使しなければよいのである。そうすれば、先物取引によるリスク・ヘッジの場合のような、全体の収益の縮減は起こらない。また、オプション取引の場合には、オプション権の取得に関する対価（いわゆるプレミアム）の支出を要する。⁽²⁶⁾

ところで、デリバティブ取引に関するリスクの特徴として、まず第一に挙げられるのが、いわゆるレバレッジ効果（leverage effect あるいは Hebelwirkung）⁽²⁷⁾の存在である。デリバティブ取引というレバレッジ効果

デリバティブ取引によるリスク・ヘッジではみられない。Clouth, Rechtsfragen der außerbörslichen Finanz-Derivate, S. 52f. (2001).

(24) なお、ここでの先物取引は“Festgeschäfte”をさす。

(25) 以上, Müller, Hedgegeschäfte, S. 61f. (1990).

(26) 以上, Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 61 ff.

(27) WpHGに基づくWpDVerOV（有価証券取扱企業における、有価証券取扱い、行為、組織に関する規則）の第5条1項では、WpHG第31条3項

とは、要するに、より少ない出資でそれをはるかに上回る利益ないし損失をもたらす取引が可能になる、というものである。つまり、先物取引において、一定の対価で目的物を購入する側の者である場合、証拠金（マージン）の提供によって当該取引開始が可能となる制度の下では、当該デリバティブ取引における基礎価値（ないし原資産）に直接投資するよりも、少ない資金があればよい。そして、のちに相場が有利に展開されれば、その取引によって、少ない資金で大きな利益が得られるという結果となる。ところが、のちに相場が不利に展開された場合には、期中であっても証拠金の追加提供が求められるし、また、満期において、定められた購入価格とそれを下回る現実の相場との差額である、取引上の損失が、現実のものとなる⁽²⁸⁾。

他方、オプション取引の場合には、オプション購入者は、のちに相場が有利に展開し、かつ、オプション権を行使するということになれば、オプション権にかかるプレミアムの支払いに対して、相応でない程度の大きな利益が得られうる。しかし、オプション購入者は、のちに相場が不利に展開されたとしても、オプション権を行使しなければよいのであるから、その場合、当該プレミアムの額が、取引においてオプション購入者が被りうる損失の上限となる⁽²⁹⁾。

さらに、先物取引において目的物を売却する側の者、および、オプション

3文2号の下で有価証券取扱企業が顧客に提供すべき情報としての、金融商品のリスクの内容が示されている。同1号では、「レバレッジ効果の説明とその結果ならびに投資全体にかかる損失のリスクを含めた、対象となる金融商品に伴うリスク」が挙げられている。そして、デリバティブ取引はこの規定の対象となる。Mülbart/Assmann, in Assmann/Uwe H. Schneider (Hrsg.) a. a. O. Fn. 3, Vor §37e, Rn 31.

(28) 以上、Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 122 f. und 136 f.; Assmann, Irrungen und Wurrungen im Recht der Termingeschäfte, ZIP 2001, 2061, 2071; Schäfer, in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, a. a. O. Fn. 3, §1 Rn 223.

(29) Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 130 f.; Assmann, a. a. O. Fn. 3, S. 2071; Schäfer, a. a. O. Fn. 28, Rn 225.

オン取引においてオプション権を行使される者は、理論上、上限なく損失を被る可能性をもっている。すなわち、それらの者が当該取引によって被る損失とは、定められた価格とそれを上回る現実の相場との差額であるが、現実の相場が上昇し続ければ、損失額もまた拡大し続けるというわけである⁽³⁰⁾。

とはいえ、先物取引では、定められた価格と現実の相場との差額が、一方当事者にとっての損失であると同時に、他方にとっての利益となるのであり、その意味で、損失リスクが対称的な位置関係にある。それに対して、オプション取引では、上述のような状況から、損失リスクは非対称的である⁽³¹⁾、といわれている。

(2) デリバティブ取引のリスクへの対処

まず、デリバティブ取引の機能として、リスク・ヘッジ行為および投機行為を念頭に置く場合⁽³²⁾、それらにおける、いわゆる損失リスクおよびその画定のあり方が異なる。すなわち、投機としてデリバティブ取引を利用する場合には、当該デリバティブ取引における基礎価値の増減のリスクが、そのデリバティブ取引に伴う損失リスクとなる。他方、リスク・ヘッジとしてデリバティブ取引が利用される場合、リスク・ヘッジの対象である取引と当該デリバティブ取引とは、互いに対向するリスクをもつことになるので、たとえば後者で生じる損失が前者の利得によって埋め合わせられることが、当然に想定されている⁽³³⁾。

(30) 以上, Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 135 ff.

(31) 以上, Vgl. Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 10 und 136 f. なお, 先物取引では, 目的物の現実の相場がゼロになった場合に, その対価として定められた金額が, 購入側である当事者が被りうる損失の最大値となる。Clouth, a. a. O., S. 137.

(32) デリバティブ取引の機能としては, そのほかに裁定取引というものもが挙げられる。Vgl. Rudolph in Rudolph (Hrsg), a. a. O. Fn. 5, S. 16.

(33) 以上, Rudolph, a. a. O. Fn. 32, S. 15 f.; Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 2 und 142.

要するに、リスク・ヘッジ行為としてデリバティブ取引が用いられる場合には、当該デリバティブ取引それ自体についての損失リスクではなく、リスク・ヘッジの対象である事業活動の取引を含めたうえで、その企業における損失リスクが画定されるのである。⁽³⁴⁾つまり、企業経営の観点からみて、認識および対処すべき損失リスクの内容が、投機取引として行なわれる場合と異なるのである。⁽³⁵⁾

また、デリバティブ取引の遂行にあたっての、企業のいわゆるリスクマネジメントのあり方が、問題となる。デリバティブ取引にはレバレッジ効果などのリスクに関する特徴があること、および、その仕組みが複雑なものとなりうることから、デリバティブ取引の遂行においては、当該取引経験やデリバティブ取引に関する専門的知識が、重要となる。⁽³⁶⁾したがって、デリバティブ取引に関するリスクマネジメントも、明確な目的の下で、かつ、相応な規模で行なわれることが、要請されうるのである。⁽³⁷⁾

デリバティブ取引の実施の決定という局面では、デリバティブ取引にかかるリスクが容易に画定しえないことから、とりわけ、最終的な損失が相当額に達するおそれもありうるような取引の場合には、十分な検討を行なうことが必要となる。⁽³⁸⁾さらに、デリバティブ取引の開始後におい

(34) Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 142.

(35) 損失リスクを画定することは、たとえば、企業において将来に向けての財務計画をどうするか、といった場合に有意義である。さらに、損失リスクの画定は、企業経営におけるリスクマネジメントのあり方にも影響を及ぼす。以上、Fabritius, a. a. O. Fn. 5, S. 281. 損失リスクの捉え方を誤ったことで、企業経営上何らかの問題が生じた場合には、善管注意義務の下での評価の対象となりえよう。

(36) Fabritius, a. a. O. Fn. 5, S. 279; Walther, in Rudolph (Hrsg), a. a. O. Fn. 5, S. 289.

(37) Walther, a. a. O. Fn. 37, S. 289. たとえば、その処置には、リスクについての確認、数量化（ないし定量化）、分析、制御および監督といったものがある。A. a. O.

ても、そのデリバティブ取引にかかる基礎価値の変動に応じて、デリバティブ取引の価値も増減する。しかも、その変動の予測が容易でないことから、つねに状況を把握することが必要である。⁽³⁹⁾たとえば、取引所をとおして行なわれるデリバティブ取引の場合、相場展開が不利な方向に働き、損失がさらに拡大し続けることが危惧されるならば、早目に差額取引を行なって当該取引を清算することや、⁽⁴⁰⁾証拠金の追徴に備えて財務計画を見直すことも、⁽⁴¹⁾検討の対象となる。他方、いわゆる OTC 取引の場合には、個々の取引当事者の必要性に合ったかたちでデリバティブ取引が用いられるであろうから、⁽⁴²⁾取引開始後に企業が行なうべき対応ないし監視にかかる負担は、取引所取引によるデリバティブ取引の場合よりも、⁽⁴³⁾小さくなるであろう。とはいえ、OTC 取引では、取引所取引のよ

(38) とりわけデリバティブ取引が、本来の事業活動のリスク・ヘッジの手段として行なわれる場合には、実行するデリバティブ取引それ自体のリスク評価だけでなく、デリバティブ取引以外のリスク低減の方策との比較検討や、リスク・ヘッジの対象である取引のリスクの評価も重要となる。Vgl. Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 54 f.; Spindler, in Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Auflage (2008), §93 Rn 58.

(39) 以上, Walther, a. a. O. Fn. 37, S. 292.

(40) Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 140. リスク・ヘッジ手段としてのデリバティブ取引においても、当該取引の損失がリスク・ヘッジの対象たる主たる事業上の取引によって埋め合わされるとはいえ、ヘッジ取引がなければ主たる事業上の取引から利益が生じているのであるから、ヘッジ取引を中止するなどの策を講じることなく当該利益をみすみす得損なうことは、問題である。

(41) こうした状況については、小松卓也「子会社のヘッジ戦略と親子会社関係——メタルゲゼルシャフト事件の研究——」神戸学院法学第38巻3・4号417頁以下(2009)参照。

(42) Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 9.

(43) リスク・ヘッジ手段としてデリバティブ取引が用いられる場合には、複雑なデリバティブ取引を組成することによって、より効率的なリスク・ヘッジ戦略を立てることが可能となる。Vgl. Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 113 ff.

うに満期前に差額取引をして損失の拡大を逃れることは、容易でない場合が多い。⁽⁴⁴⁾そこで、ヘッジ取引の場合には、さしあたり満期までの期間を短期に設定しておき、その後、リスク・ヘッジの対象である取引に合わせて、当該ヘッジ取引を更新 (Prolongation) していくという方法も考えられる。こうした場合には、更新するか否かおよび更新するさいの取引内容の見直しといった局面で、リスクの検討が必要となる。⁽⁴⁵⁾

要するに、デリバティブ取引の遂行において、企業は、デリバティブ取引のリスクに対応して、それ相応の負担とりわけリスクマネジメントが、必要となりうるのである。しかも、それは、取引の着手時点のみならず、その後のリスク状況の変動をかんがみ、取引締結後も継続的に求められうるのである。その意味で、取引の締結時での判断で概ね結果が左右される類の取引とは、異なった特徴をもつものといえる。⁽⁴⁶⁾

四 ドイツの先物取引所制度からの観察

(1) 差額取引の規整

取引所で行なわれる先物取引では、それがリスク・ヘッジ目的であるかもしくは投機目的であるかに関わらず、ほとんどの場合、満期に至ってその取引の本来の権利義務が履行されるのではなく、満期前にその相場に基づいて第三者と取引するという、いわゆる差額取引ないし差金取引のかたちで行なわれる。⁽⁴⁷⁾

ところで、差額取引 (Differenzgeschäft) 一般については、かつて、

(44) Rudolph, a. a. O. Fn. 32, S. 18.

(45) Vgl. Hopt, Kurssicherung und Differenzgeschäft nach §§ 764, 762 BGB, in Festschrift für Werner, S. 339, 351 (1984); Hadding/Hennrichs, Devisentermingeschäfte – Prolongation und Aufklärungspflichten, in Festschrift für Claussen, S. 447, 456 f. (1997).

(46) 以上, Vgl. auch Randow, Derivate und Corporate Governance, ZGR 1996, 594, 597.

(47) Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 203; Assmann, a. a. O. Fn. 28, S. 2072.

BGB 第764条において次のように定められていた。すなわち、「ある契約が、商品ないし有価証券の給付を内容としつつも、当事者間で定められた価格と給付時における取引所相場ないし市場価格との差額が、その相場等によって損失を生じる側から利得する側へ、支払われることを意図して、締結された場合、この契約は遊戯 (Spiel) とみなされる。一方当事者のみがそうした差額の支払いの意図をもち、他方の当事者がその意図を知っていたもしくは知っていたはずであろう場合も、同様である」と。既に触れたように、遊戯は、BGB第762条によって、契約としての拘束力をもたない。他方、このような同条が定める差額取引は、先物取引そのものに該当するわけではない⁽⁴⁸⁾。しかし、先物取引における差額取引では、その取引対象物自体の対価が支払われることなしに、約定された対価と現実の相場との差額による決済が行なわれることから、かつて⁽⁴⁹⁾、ドイツでは、先物取引について BGB 第764条の適用が問題とされたのである⁽⁵⁰⁾。

そもそも、BGB 第764条は、取引経験の乏しい一般の投資者を、投機的な先物取引による損失から保護するために、制定されたものである⁽⁵¹⁾。つまり、取引に失敗した場合に、一般投資者が当該取引の無効を主張することができるというものであった⁽⁵²⁾。他方、その文言形式からすれば、企業がリスク・ヘッジとして行なう先物取引についても、同条は適用される⁽⁵³⁾。そこで、以下では、BGB 第764条およびそれに関する取引所先

(48) Franke, Die rechtlichen Risiken der Devisentermingeschäfte, DB 1975, 1541, 1544.

(49) Vgl. Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 339.

(50) BGB 第764条は、第4次金融市場振興法の下で、2002年に廃止されているが、以下の記述は、便宜上、あえて「旧764条」とは表記しない。

(51) Franken, a. a. O. Fn. 8, S. 37; Kümpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15. 202.

(52) Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 340. これは一般的に「差額抗弁 (Differenzewand)」と呼ばれている。

(53) Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 201.

物制度についての、ドイツ法上の議論⁽⁵⁴⁾を概観し、先物取引における投機とリスク・ヘッジの区別についての、法的評価の様相をみることにする。

(2) BGB 第764条の適用

先物取引に対する BGB 第764条の適用について、学説では、企業活動上の大規模な取引のために行なわれるリスク・ヘッジの有用性がかんがみ、ヘッジ取引である先物取引は、同条の適用対象外になると考えられていた⁽⁵⁵⁾。他方、大審院 (Reichsgericht) においては、1923年の判決以降、先物取引がリスク・ヘッジとして行なわれる場合については、BGB 第764条の適用対象外とする立場をとり⁽⁵⁶⁾、そして、最高裁 (BGH) も、その立場を踏襲した⁽⁵⁷⁾。そして、先物取引においてヘッジ取引と投機取引とを区別する基準、すなわち、BGB 第764条の下で取引が無効とされるか否かの基準とされたのは、問題となる先物取引が「経済的に正当な取引」であるかどうか、という点であった⁽⁵⁸⁾。

(54) ドイツの先物取引制度の歴史に関する研究として、角田美穂子「金融商品取引における適合性原則(一)(二)(三)——ドイツ取引所法の取引所先物取引能力制度からの示唆——」*亜細亜法学*35巻1号117頁以下(2000)、同36巻1号141頁以下(2001)、同37巻1号91頁以下(2002)がある。

(55) Vgl. Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 207 f.

(56) Hellwig/Lousanoff, Die Verbindlichkeit sogenannter Hedge-Geschäfte, in *Festschrift für Stiefel*, S. 309, 333 (1987); Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 208 ff. なお、1923年判決以前の、差額取引ないし先物取引の有効性に関する、大審院の立場は、民法典および取引所法の施行前後を含めれば、若干複雑な状況のようである。Vgl. Hellwig/Lousanoff, a. a. O., S. 332f.; Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 208; Franken, a. a. O. Fn. 8, S. 66 ff.

(57) Vgl. Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 475. 最高裁1971年判決 (BGHZ 58, 1, 5) では、純粋な投機取引については、BGB 第762条および同第764条に基づく取引無効の抗弁が問題となるとしつつ、「本来の事業活動で実際に行なわれる給付を目的とする取引のために施される、経済的に正当な保全目的 (Sicherungszweck) を有する、いわゆるヘッジ取引」については、当該抗弁が排除される、と述べられている。

そこで、「経済的に正当な取引」の具体的な内容とは何かが、問題となってくるわけである。Frankeによれば、問題となる先物取引が純粋な投機取引と認められる判断基準について、一連の大審院判決から、次のような指標が示された⁽⁵⁹⁾、という。すなわち、①顧客の資産状況からみて、先物取引の規模が不釣り合いであること、②先物取引において同様の商品ないし有価証券が頻繁に売買されており、かつ、それらが実際に給付されるに至っていないこと、③先物取引に関する契約上の価額が完全に会計帳簿に記載されておらず、取引の差額のみが記載されていること、④先物取引の更新（Prolongation）が常態的に行なわれていないこと⁽⁶⁰⁾、⑤仲介業者による勧誘行為などといった、先物取引の締結において通例的でない状況が存在していること、⑥先物取引によって、リスク・ヘッジの対象となる取引で生じた損失が、さほど補填されていないこと、である。

もっとも、このような指標の有意性には、異論もある。すなわち、②

(58) Vgl. Franke, a. a. O. Fn. 48, S. 1544; Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 201; Kümpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15.202. Franke および Müllerによれば、大審院判決の判旨に示された「経済的に正当な取引」の内容とは、差額取引による利得によって、予測しえない市況の変化に基づいて生じた損失が、保全されるという目的でのみ行なわれる取引である、という。また、彼らによれば、大審院が示したBGB第764条の対象となる取引とは、経済生活上の商品取引およびそれと結びつく経済活動との関連性なしに、市場の変動によって生じる利益の獲得を目的とする取引である、という。以上、Vgl. Franke, a. a. O.; Müller, a. a. O.

(59) 以下、Franke, a. a. O. Fn. 48, S. 1544. Vgl. Auch Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 341 f.; Hellwig/Lousanoff, a. a. O. Fn. 56, S. 321 f.; Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 216 ff.

(60) Vgl. Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 344. ヘッジ取引の場合だと、リスク・ヘッジの対象である商取引の状況に合わせて、ヘッジ取引である先物取引もさらに更新することがありうる。他方、投機目的であれば、一定の利得が生じた時点で、先物取引を直ちに清算することがしばしばありうる。以上、Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 219.

の指標に対しては、とりわけ、企業が多数の外貨取引を同時に行なう場合には、臨機応変に外貨先物取引を行ない為替リスクを調整することが必要になる。こうした状況は、ヘッジ取引においても十分想定されうるのである。しかるに、この指標は、純粋な投機取引であることの指標とはならない⁽⁶¹⁾、という。また、⑤の指標は、顧客が一般私人の場合について想定されているものである⁽⁶²⁾。さらに、⑥の指標については、ヘッジ取引に投入する資金を抑えて、その分を本来の事業に回すことは、合理的な企業活動であるから、リスク・ヘッジの規模が小さいことは投機取引であることの徴表とはならない⁽⁶³⁾、という。

ある先物取引がヘッジ取引であるかあるいは投機取引であるかという判断においては、上でみたように、判断の指標となりうるものが多数存在しうる。また、リスク・ヘッジの対象とされうる本来の事業活動上の取引も多様でありうるし、それに対応して行なわれる先物取引の方法ないし技術も異なりうる⁽⁶⁴⁾。したがって、一般的ないし客観的な基準を画定することは困難である⁽⁶⁵⁾、と指摘されている。とはいえ、そうした点は、ヘッジ取引が経済的に正当な取引であって、他方で投機取引はそうではない⁽⁶⁶⁾、という考え方それ自体を放棄するものではない。

(61) Müller, a. a. O. Fn. 25, S.217f. もっとも、取引の対象が商品等の場合と外貨の場合とで、指標それ自体も区別されるべきかもしれない。

(62) Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 221. なお、本文③の指標についても、Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 218. は、会計処理上のこうした指標は有用でないという。

(63) Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 220.

(64) これについては、次章で扱う。なお、ここで問題となる先物取引とは、明らかに投機だとわかるようなものではなく、リスク・ヘッジを装いつつ実は投機を目的とするような場合である。

(65) Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 345; Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 215. また、Hellwig/Lousanoff, a. a. O. Fn. 56, S. 324. は、今日の国際取引の多様なかたちをかながみて、それに対応するヘッジ取引であるかどうかの判断は、客観的に、個々の具体的な取引関係ではなく、全般的な事業活動との関連性の有無をみれば十分である、という考え方の下でのみ可能である、という。

ところで、1989年の取引所法 (Borsengesetz) の改正前までは、一般私人が自由に取引所先物取引に参加することは、認められていなかった。⁽⁶⁷⁾ すなわち、取引所先物取引についての取引の適格性が制限されていたのである。これは、取引所先物取引が遊戯的な投機取引に利用されることを、阻止するためであった。⁽⁶⁸⁾ こうした取引能力の適格性と経済的に正当な取引との関係が問題となったのが、BGH 1988年10月11日判決である。判旨では次のように述べられている。「大審院は、いわゆる隠れた差額取引の場合、投機取引とに対比において、経済的に正当な (ヘッジ) 取引について、完全に有効なものであり、BGB 第764条に基づく差額抗弁は排除されるというかたちでの特権を認めてきた。その取引形態の特徴とは、実際の商品の給付を目的とする購入取引ないし売却取引である主たる取引と、それに付随して行なわれる先物取引とが、結び付いている点である。当該先物取引は、基本的に、主たる取引に起因しかつ突発的な予測しえない相場変動によって生じるリスクを、適切に解消することのみを目的とするべきものである。大審院の判例によれば、その先物取引による利得によって、予測しえない市況の変動による損失を補

(66) ところで、先物取引に対する取引所法のあり方に視点を転ずると、1989年の取引所法改正前までは、同法第58条の下で、ドイツ国内で行われる公認の取引所先物取引については、BGB 第764条は適用除外とされていた。Vgl. Irmen, in Schäfer (Hersg), Wertpapierhandelsgesetz, Borsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV: Kommentar, BörsG §58 Rn 1 (1999); Kümpel, a, a, O. Fn. 4, Rn 15. 203.

(67) 1896年取引所法では、先物取引を行なう両当事者が取引所の登録者であることが、当該取引の法的有効性が認められるための、基本的要件であった。また、1908年取引所法では、当該適格要件が拡大され、登記された商人や団体などといったその者の法的地位や、金融取引の業務経験があるなどといった職業が、適格要件として加わり、さらには、担保を提供すればその金額までの取引が有効と認められるようになった。以上、Vgl. Mülberty/Assmann, a.a.O.Fn.27, Vor §37e Rn 5 ff.

(68) Mülberty/Assmann, a. a. O. Fn. 67, Rn 5 ff.

填する、という保全目的のみに用いられるものである、経済的に正当な取引に対しては、BGB 第764条は適用されないことになる。……先物取引および差額取引の概念は、厳密に区別される必要がある。先物取引は、国民経済的にみて、正当な目的にもまた正当でない目的にも用いられる、単なるひとつの取引形態にすぎない。他方、差額取引は、経済的に正当な取引とは異なる (im Gegensatz zu)、遊戯という実質的な概念をもつ。したがって、経済的に正当な取引としての、差額決済の利得による損失の補填を目的とする、相場リスクのヘッジ取引は、BGB 第764条にいう (隠れた) 差額取引とは、すでに概念上異なっているのである。それはさておき、取引所先物取引の場合には、それが相場リスクのヘッジという経済的に正当な目的で用いられるのであっても、それによって取引の属性 (Geschäftsart) が変わることはない。すなわち、取引所先物取引の有効性について取引所法が要求する全ての要件が、存在しなければならないのだ。それに該当するものに、取引を行なう両当事者の取引所先物取引の適格性がある。したがって、先物取引の適格性を欠く場合には、取引所先物取引での相場リスクのヘッジ取引は、有効とは認められない」⁽⁶⁹⁾

本判決は、ヘッジ取引という経済的に正当な取引であっても、取引所法で定められた先物取引の適格性を欠くのであれば、有効な先物取引を行ないえない、と判示したものである。⁽⁷⁰⁾ こうした点もさることながら、むしろここで注目されることは、判旨において、BGB 第764条の差額取引の概念は、遊戯を対象とするものであって、経済的に正当な取引という概念とは異なるものである、と述べられた点である。⁽⁷¹⁾ すなわち、BGH

(69) WM 1988, 1717, 1718 f.

(70) Vgl. Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 475.

(71) Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 37 f. 確かに、判旨の表現からはそのように解することができるが、判旨の表現からは、遊戯などの概念のより本質的な位置関係は不明確である。

によって、個々の先物取引の経済的な機能を法的に評価するうえで、BGB 第764条は本質的な役割りを担うものではないことが示唆された、と捉えることができる。

(3) 1989年の取引所法改正

BGB 第764条の適用の問題および取引所先物取引の適格性の制限については、いずれも、投機的な先物取引に対する否定的な考え方が、内在していた。ところが、1989年の取引所法の改正によって、そうした考え方は大きく変化することになる。改正の中心は、取引所先物取引を、一般私人に対して開放した点である。すなわち、一般私人でも、先物取引のリスク関する一定の情報の提供を受けたならば、取引が有効と認められるようになったのである。⁽⁷²⁾

ところで、先物取引と差額取引との関係については、先物取引の昨今の複雑化によって、もはや差額取引という特徴では捉えられない先物取引が存在するに至っている、と指摘されていた。たとえば、デジタル・オプションとよばれるデリバティブ取引では、その基礎価値の相場がある一定の条件を満たした場合に、あらかじめ定められた固定額が支払われる。ここでは、市況の変動に左右される差額の支払いというものはない。市況の動向によって支払義務が発生するか否かが左右されるものではあるが、支払いは固定された金額で行なわれるのである。要するに、機能的に、差額取引についてのBGB 第764条は、先物取引全般を対象としたものとは言えなくなったのである。Kümpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15.210 ff.; Clouth, a, a. O. Fn. 23, S. 36 ff.; vgl. auch Assmann, a. a. O. Fn. 28, S. 2062 ff.

- (72) Mülbert/Assmann, a. a. O. Fn. 67, Rn 8. 改正後の取引所法第53条2項は「取引当事者の一方のみが商人である場合、当該商人が、金融機関、金融サービス機関ないし取引所に関する法律上の監督に服し、かつ、取引相手方に対して取引の締結前に書面によって次の情報を提供したのであれば、取引は拘束力をもつ。……」と定められた。ここでいう書面によって提供すべき情報とは、①先物取引における期間の限られた権利は、消失ないし価値の低下となりうること、②損失リスクは、画定しえないことおよび設定された担保額を超えて生じうること、③締結された先物取引のリスクを消さないし縮減させるような取引は、行ないえないこと、あるいは損失を

この改正の立法理由には、次のように述べられている。「金融市場としてのドイツを全体的に強化するために、ドイツの先物取引所の構築のための基本的枠組みを改善する必要がある。先物取引は、通貨リスクや金利リスクなどの様々な内容のリスクをヘッジすることに利用でき、また、とりわけ機関投資家の投資のあり方を改善する。現代の国民経済にとって、十分に普及した先物取引は不可欠である。債権、株式およびそれらの指数などの、ドイツマルクに基づく先物取引がドイツの市場で取引されることが、実現される必要がある。先物取引の適格性に関する規定については、近年、判例、学説および実務において、次第に批判が高まってきている。一般的に支持されかつ国民経済的に意義のある、ドイツの先物取引所を導入するためには、取引適格に基づく取引無効の抗弁(Termineinwand)についての適切な適用が必要である。国際的な競争下にある先物取引所の分野で、高い機能性と競争力をもった金融先物市場となるためには、十分な市場の流動性が不可欠であり、しかるに、一般私人(privates Anlagepublikum)の自由な市場への参加が必要とされる。一般私人たる投資者においては、自身に関心をもつ投資形態によってその資産を形成することを望む傾向が、強まってきている。そこでは、投機的な取引形態も敬遠されていないのである。そうした投機取引を望む一般私人が、先物取引に参加することは、可能とされるべきである。従来から存在していた、差額取引および先物取引適格性についての取引無

伴ってのみ行ないうること、がありうること、④先物取引を履行するために貸付けが行なわれる場合、あるいは、先物取引に基づく給付ないし反対給付が外国通貨等で行なわれる場合、損失リスクが高まること、である。本規定の日本語訳として、岸田雅雄＝パウム・ハラルド「西ドイツにおける取引所法の改正と先物取引市場の創設(上)」商事法務1200号17頁(1989)、川地宏行「ドイツ証券取引法における証券会社の情報提供義務」法経論叢16巻1号36頁以下(1998)、角田・前掲注(54)における(三)の論文111頁も参照。なお、上記③は、権利の転売等によって満期前に先物取引を清算する場合などをさしている。Schwark, Borsengesetz, 2. Auflage, 53 §Rn 12 (1994).

効の抗弁を、一般私人が行使用する可能性は、そうした一般私人が投機取引に参加することの、妨げになるものである」⁽⁷³⁾

要するに、1989年の取引所法の改正では、ドイツの金融市場の国際競争力の強化という観点から、先物市場の充実および普及が課題とされた。そして、一般私人の投機取引への関心が高まっているという状況が存在するとしつつ、一般私人が取引所で先物取引を行なうこと、しかもその投機取引が行なわれることによって、そうした課題が達成される、と考えられたのである。⁽⁷⁴⁾そして、立法理由でも言われているように、一般私人の投機的な先物取引を、制度上推進するために、取引所法第58条は改正され、BGB 第762条および同第764条を、先物取引に対して適用除外としたのであった。⁽⁷⁵⁾

かつては、一般私人が投機的に先物取引を行なって損失を被ることが憂慮され、それゆえ、取引適格の制限および差額取引における無効の抗弁という仕組みが、おかれたのであった。この改正によって、それが回避されることになった。とはいえ、一般私人たる投資者の保護が看過されたわけではない。すなわち、取引に関するリスクについての一定の

(73) BT-Drucks. 11/4177, S. 9 (<http://drucksachen.bundestag.de/drucksachen/index.php> より参照)。なお、当該文書に関する邦文献として、角田・前掲注(54)における(三)の論文112頁以下がある。

(74) Vgl. auch Henssler, a. a. O. Fn. 21, S. 624.

(75) 取引所法第58条では、同第53条の下で有効に締結された「取引所先物取引」については、BGB 第764条等による取引無効の抗弁が認められない、と定められた。ところが、取引所法の下で用いられる「取引所先物取引 (Börsentermingeschäfte)」の表現は、組織されかつ取引所に集中されたかたちで行なわれる取引と、そうでないものすなわち OTC 取引との、両方を含むものである。Irmen, a. a. O. Fn. 66, Vor §§50-70 Rn 7. すなわち、先物取引が全般的に BGB 第764条等の適法除外となったのである。Kümpel, a. a. O. Fn. 4, Rn 15.204. なお、取引所法は、「取引所先物取引」の概念を定めていない。Vgl. Henssler, a. a. O. Fn. 21, S. 633; Irmen, a. a. O. Fn. 66, Vor §§50-70 Rn 22.

情報提供が行なわれることが要求され、さらに、個々の場合において説明義務および助言義務を認めることで、投資者の保護が達成される、と考えられたのである。⁽⁷⁶⁾

こうした1989年の取引所法の改正に対して、たとえば、Hensslerは、次のような批判を行なっている。すなわち、投機取引を行なう一般私人たる投資者は、金融経済や機関投資家等のために、高いコストで彼らの保険者の役割を引き受けることになるのである。しかし、立法理由からは、一般私人たる投資者自身の利益が見い出せない。一般私人の先物取引への参加を促進するならば、金融経済や金融専門業者の利益の観点からではなく、それが一般の投資者にとって利益となることを、明らかにする必要がある。ドイツの先物市場は、一般私人たる投資者の財産を取り込むという方法をとらずに、市場の機能性を高めて維持していくべきである。改正法の下では、長い目でみれば、一般投資者が損失を被ることは避けられず、その結果、市場への不信感が彼らのなかに生まれることになろう、⁽⁷⁷⁾ ⁽⁷⁸⁾ という。

(76) Henssler, a. a. O. Fn. 21, S. 621; Mülbert/Assmann, a. a. O. Fn. 67, Rn 12. また, Assmann, a. a. O. Fn. 28, S. 2066. によれば, 立法者が当時考えた, 一般私人たる投資者の保護とは, 商品ないし証券の先物取引において少ない出資で大きな利益が得られるようにみえるその誘惑から保護することであった。すなわち, 誘惑が先行するあまり, 投資による損失のリスクを誤って評価するか, あるいは, 全く評価せずに先物取引をすることが, 懸念されたのである, という。

なお, 取引所法第53条2項の下での情報提供義務ないし説明義務については, 投資者保護として不十分であるとして, 改正当時から批判があった。Vgl. Henssler, a. a. O. Fn. 21, S. 621 f.; Schwark, a. a. O. Fn. 6, S. 483 ff.; Mülbert/Assmann, a. a. O. Fn. 67, Rn 11f. これについては, その後さらに改正されていく。Vgl. Mülbert/Assmann, a. a. O., Rn 16f. und 30f.

(77) 以上, Henssler, a. a. O. Fn. 21, S. 624 f.

(78) また, Franken, a. a. O. Fn. 8, S. 45. は, 情報提供義務に基づく制度の下で, 取引経験が不足する投資者が, 先物取引の危険性をあらかじめ知ることで, 不相应な投機を避けるという結果になるかどうかが問題として残

なお、その後、2002年の第4次金融市場振興法によって、従来から存在した先物取引における適格性の要件は、廃止された。そして、先物取引に関する制度全般が、取引所法から WpHG へ移行されることとなった。同時に、既に触れたように、BGB 第764条も廃棄されたのであつた。⁽⁷⁹⁾

(4) 制度的観察

先にみた1989年の改正では、一般私人たる投資者の投機的な先物取引が、法制度上容認されたのであった。それと同時に、先物取引を用いたヘッジ取引が促進されることが、重視されている。しかし、ヘッジ取引を行なう主体としては、立法理由ではとくに機関投資家の存在が挙げられている。他方、当該主体として一般事業会社がどの程度考慮されているのか、立法理由からは明らかでない。

また、一般投資者の投機取引が積極的に捉えられるようになったことから、当然に企業の投機取引も肯定される、と即断することはできない。なぜなら、投機的な先物取引をする市場が用意されているにもかかわらず、それを行わずに、一般事業会社を対象として株式投資をする者は、投機的な利得に対してより少ない関心を有しているであろうから、一般的に企業が先物市場で投機取引をすることは、そうした株主の利益に反する、と考えることもできるからである。⁽⁸⁰⁾

ともあれ、あくまで法制度上は、BGB 第764条が、実体法上の規範として、先物取引におけるヘッジ取引と投機取引の有効性を評価する機能

る、という。

(79) 以上、Mülbert/Assmann, a. a. O. Fn. 67, Rn 13f.

(80) もっとも、合理的な投資行動のひとつには、何らかの理由で、企業が投機取引をすることを想定しつつその企業に株式投資する、という行動もありうるであろうし、また、同一の投資者が、合理的判断の下、先物投機と株式投資との両方をすることもありえよう。本文の叙述は、あくまで「即断できない」とする意味で、示したものである。

を果たしていたのである。すなわち、リスク・ヘッジとして用いられるデリバティブ取引が肯定され、投機として用いられる場合には当該取引の有効性が否定されたのであった。しかし、そのBGB第764条が、廃棄されることとなったのである。

五 デリバティブ取引の利用状況と会社法の規整

(1) デリバティブ取引の利用状況

ここでは、ドイツにおける、企業活動のなかでデリバティブ取引が実際に利用されてきた状況およびその態様について、本稿筆者が参照した文献を基にして触れることにする。

まず、1970年代に入り、ドイツの企業を取り巻く環境において、いわゆるグローバル化が進行した。すなわち、様々な分野における商品やサービスの調達ないし販売の市場が、国際化の傾向を強めたのであった。さらに、1973年の変動為替相場制度の導入によって、為替レートの変動が、そうした企業活動上のリスクとして加わることとなった⁽⁸¹⁾。そのような情勢下において、企業が競争上優位な立場にたつためには、たとえば、より優れた商品を製造すること、生産の効率性を高めること、あるいは、対外的な取引等の戦略を練り上げること、といった側面で経営がうまくいったとしても、十分ではなくなった。たとえ本来の事業活動の範囲内で首尾よくいったとしても、為替レート等が不利に変動することによって、相応な利益が達成されない結果が生じることになったのである⁽⁸²⁾。

(81) 以上、Gebhardt/Mansch (Hrsg), Risikomanagement und Risikocontrolling in Industrie- und Handelsunternehmen, S.1 (2001). また、それまでの固定為替相場制度（いわゆるブレトン・ウッズ体制）が解消されたことによって、当時、為替リスクおよび金利リスクへの対処が、アメリカの先物市場を利用することで行なわれた。つまり、為替レートの自由化によって、アメリカの取引所における先物市場が確立されることになった。以上、Rudolph, a. a. O. Fn. 32, S. 8f.

(82) 以上、Gebhardt/Mansch, a. a. O. Fn. 81, S. 3f.

そこで、こうした事態に対処しうる企業経営のあり方が問題となってくるのであるが、さしあたり、ひとつのあり方として、次のように考えることもできる。すなわち、為替リスク等に対してデリバティブ取引を用いてリスク・ヘッジ行為をすることが、企業経営にとって当然の義務であるかといえ、そうでもない。あえてそうしたリスクを受け入れることは、思わぬ業績悪化を招くおそれを伴う反面で、為替相場等が有利に変動した場合により大きな利益が得られる、という可能性をも意味しているのである。要するに、為替リスクのような、本来の企業経営上の努力によっては低減しえないリスクをそのまま受け入れることも、まさに企業活動の本質的要素である⁽⁸³⁾、という考え方である。

このような考え方の是非はともかくとして、さしあたり、実際にどの程度あるいはどういう態様で、デリバティブ取引によるリスク・ヘッジ⁽⁸⁴⁾が行なわれてきたか、みておくことにする。なお、以下では、デリバティブ取引によるリスク・ヘッジの典型的な例という意味で、為替リスクへの対応の場合に限定する。

まず、財務マネジメントとしてデリバティブ取引を利用している企業は、調査に回答した企業のうちの90%にのぼり、そのうちの95%の企業が外貨先物取引を行なっている⁽⁸⁵⁾という。さらに、調査に回答した企業の

(83) 以上、Gebhardt/Mansch, a. a. O. Fn. 81, S. 4.

(84) 本稿筆者が参照したのは、Glaum/PwC Deutsche Revision AG, Finanzwirtschaftliches Risikomanagement in Industrie- und Handelsunternehmen – Bericht über eine Befragung großer deutscher Unternehmen, ZBB 2000, S. 74. である。これは、銀行と保険会社を除いた、DAX-100に含まれる株式の発行企業と、一定規模の売上高でかつ他社の子会社でない企業とを含めた、154社を対象とし、1998年末から1999年初めにかけて行なわれた調査である。調査に回答した企業は74社で回答率は48%であったが、回答した企業とそうでない企業の平均値を比べると、売上高、従業員数で前者が後者の2倍の値であることから、調査結果はドイツの大規模一般事業会社における特徴を表したものである、という。A. a. O., S. 75f.

(85) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 77f.

うちの50%が、事業活動に伴う外貨建ての債権および債務に対して、リスク・ヘッジを行っており、かつ、それは、現在の取引だけでなく、予想される将来の取引をも含めて、行なっているという⁽⁸⁶⁾。将来の取引もリスク・ヘッジの対象とする点では、そのうちの65%の企業が、概ね12か月以上先の予想される将来の外貨でのキャッシュ・フローをも、その対象として含めるとしている⁽⁸⁷⁾。なお、為替リスクのヘッジの場合には、リスク・ヘッジの対象となる事業上の取引が多数かつ多様になりうることから、それら各々のリスクが自ずと相殺し合うことがありうる。しかるに、個々の事業上の取引に対して各々ヘッジ取引を立てる方法である、いわゆる個別的ヘッジ方式では、かえって全体のリスクを高めてしまうことにもなりうる。そこで、現在および将来の外貨建て取引を全体として捉えたうえで、そこで勘案される全体的な為替リスクに対してヘッジする方法である、いわゆる包括的ヘッジ方式が、採用される傾向にある⁽⁸⁸⁾、といわれている。とはいえ、調査に回答した企業のうちの44%のものは、為替リスクに対して、包括的ヘッジ方式ではなく、個別的ヘッジ方式をとっているという⁽⁸⁹⁾。

つぎに、企業が本来の事業上の取引に基づいて保有する外貨ポジショ

(86) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 80.

(87) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 80.

(88) 以上, Hadding/Hennrichs, a. a. O. Fn. 45, S. 450 f.; Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 80; Gebhardt/Mansch (Hrsg.), a. a. O. Fn. 81, S. 11 und 87. また、個別ヘッジ方式および包括ヘッジ方式にくわえて、ポートフォリオ・ヘッジ方式とよばれるものがある。金融機関の融資リスクについてのリスク管理の方法が、これの典型例であり、一般事業会社では通常行なわれない。以上, Clouth, a. a. O. Fn. 23, S. 106 f.

(89) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 81. とはいえ、調査結果から、企業の規模と包括ヘッジの採用は相関関係にあることが読み取れるのであり、外貨建て取引の規模の小さい企業が個別ヘッジ方式を採用するほうが合理的なこともありうる点からすれば、当該結果はおかしなものではないという。A. a. O., S. 81.

んの全てを、リスク・ヘッジの対象とするのか、あるいは、当該ポジションのうちの一部をリスク・ヘッジの対象から外すのか、という選択が考えられる。すなわち、完全ヘッジを行なうか、それとも部分的ヘッジを行なうか、である。⁽⁹⁰⁾ 為替リスクに対して完全ヘッジ取引を行なうことは、ごく稀であるといわれている。⁽⁹¹⁾ 他方、回答企業の12%が、保有する外貨建てポジション全体に対して、部分的なリスク・ヘッジをある決まったやり方で行なう戦略をとっているという。⁽⁹²⁾ こうした戦略の意義は、本来の事業取引からみてのちに相場が有利に展開された場合に、当該相場変動による利益を享受しうる反面で、完全なリスク・ヘッジを施した場合に、そうした相場変動によって、そこで享受した利益に対応する規模でヘッジ取引から損失が生じる、という事態を避けることができる点にあるという。⁽⁹³⁾ また、これとある意味類似するリスク・ヘッジ方式に、いわゆる選択的ヘッジ戦略とよばれるものがある。すなわち、異なる外貨建てポジションを同時に保有する場合に、リスク・ヘッジを要する外貨の取引とそうでないものとを予測および区別しつつ、リスク・ヘッジを施すという方式である。回答企業の54%がこの戦略を採用しているという。⁽⁹⁴⁾ こうした状況に対して、論者は、完全なリスク・ヘッジを行なわ

(90) Müller, a. a. O. Fn. 25, S. 56.

(91) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 82; Gebhardt/Mansch (Hrsg.), a. a. O. Fn. 81, S. 86.

(92) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 81. 具体的には、外貨建てポジションの半分だけに対してリスク・ヘッジする、あるいは、当該ポジションのそれぞれ3分の1を先物取引とオプション取引でリスク・ヘッジするが残りの3分の1はリスク・ヘッジしない、などの方法があるという。A. a. O., S. 81.

(93) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 81.

(94) 以上, Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 81. また, Gebhardt, Entwicklungen in der Berichterstattung über das Risikomanagement unter Einsatz derivative Instrumente bei deutschen Industrie- und Handelsunternehmen, RIW 1997, 390, 395. は, 選択的ヘッジ戦略は,

ず、為替相場の予測に基づいて選択的ヘッジ戦略を採る行動は、市場参加者の平均を上回る成果を積極的に追求するものであり、投機的な要素を含んでいる、と指摘している⁽⁹⁵⁾。

ところで、財務マネジメントとしてデリバティブ取引を利用していると回答した企業のうちの88%の企業が、もっぱらリスク・ヘッジを目的としてデリバティブ取引を用いているが、残りの12%の企業は、金融市場での利得を目的として、小規模で (in geringem Maße) デリバティブ取引を行なっている、という⁽⁹⁶⁾。つまり、一部の企業では、小規模ながらも、投機目的でのデリバティブ取引が行なわれているとみられる。なお、投機目的でのデリバティブ取引を大規模に行なっていると回答した企業は、皆無であったという。このような、大規模な投機取引は行なっていないとする回答はうわべだけのものではないか、という疑念が生じうることに對しては、アメリカおよびドイツで過去に行なわれた同様の調査や、他の手法による実証研究においても、これと合致する結果を得ており、信憑性が認められるという⁽⁹⁷⁾。

(2) 会社法の規整

一般事業会社である株式会社が、デリバティブ取引を用いてリスク・ヘッジ行為あるいは投機行為をする場合、会社法上の問題として、とりわけ、その実行されるデリバティブ取引についての、定款所定の事業目的との関係や、当該取引を行ないうる権限主体、取締役の注意義務など

ドイツ企業のみならず広く行なわれているものだという。

(95) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 82f.

(96) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 78. なお、88%の企業がもっぱらヘッジ取引としてデリバティブ取引を利用しているとしても、本文で触れたように、リスク・ヘッジされない本来の事業取引の外貨建てポジションを保有し、そこから為替相場の変動による利益を得ることを、大多数の企業が企図しているという。A. a. O., S. 78.

(97) Glaum/PwC Deutsche Revision AG, a. a. O. Fn. 84, S. 78.

といった点が、問題となる。⁽⁹⁸⁾

そこで、ひとつの出発点として、実行されるデリバティブ取引がリスク・ヘッジ行為であるのかあるいは投機行為であるのか、という区別に着目することができる。ところが、BGB 第764条の適用の問題において既にみたように、⁽⁹⁹⁾そもそも、両者の区別が必ずしも容易ではない状況がありうる。とりわけ、為替リスクのヘッジとして包括的ヘッジ方式が行なわれる場合には、そういった状況が生じうる。すなわち、包括的ヘッジ方式では、将来に満期を迎える、本来の事業活動上の外貨建ての債権・債務をまとめて、リスク・ヘッジの対象とするのであるが、あくまで、リスク・ヘッジされる取引群とリスク・ヘッジする取引群との、全体的なリスク関係が問題となるのであり、どのヘッジ取引がどの事業上の取引を対象としてリスク・ヘッジしているのかは、特定されえないのである。⁽¹⁰⁰⁾さらに、リスク・ヘッジの対象として、将来発生が見込まれる外貨建ての債権・債務をも含める場合や、満期の異なる多数の取引が存在する場合には、精確にリスク・ヘッジを行なうことが難しくなる。つまり、ヘッジ取引である外貨先物取引等のリスクと本来の事業活動上の取引のリスクとが、しばしば厳密に対向する関係ではなくなるのである。その

(98) Vgl. Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 1 ff. ; Spindler, a. a. O. Fn. 38, §82 Rn 35 und §93 Rn 58. たとえば, Spindler, a. a. O., §93 Rn 58. では, 次のように言われている。定款所定の事業目的内に含まれる投機取引は, それが想定されうる (nachvollziehbar) 企業戦略である場合には, 取締役会の権限下にある。他方, 取締役会が, 通貨リスクのヘッジのために, デリバティブ取引を遂行しうるのは, あらかじめ, それらのリスクが精確に測定されかつ専門的な助言を得ていることを前提とし, さらに, そこで受け入れるリスクが, デリバティブのレバレッジ効果も考慮したうえで, 予想される利益と相応な関係にあること, および, その他のありうるリスク・ヘッジ措置もあらかじめ勘案されたこと, が要求される。

(99) 前掲注(59)該当の本文以下を参照。

(100) 以上, Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 346; Hadding/Henrichs, a. a. O. Fn. 45, S. 452; Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 215.

結果、外貨先物取引等のリスクが露出するのであれば、投機的な外貨先物取引等との境界が不明瞭となる。要するに、⁽¹⁰²⁾ 遂行されているデリバティブ取引が、実質的にみて、リスク・ヘッジあるいは投機のいずれのあたりで存在しているかが、問題となるのである。

このような、包括的ヘッジ方式にかかる投機的要素の問題について、Hopt は、かつての BGB 第764条および BGB 第762条の適用との関係で、次のような議論を展開した。すなわち、大企業が大規模に行なう国際取引において生じる、多数の外貨建て取引に対して、個別的ヘッジ方式によって対応することは、容易ではないしまた有意義でもない。他方、そうした外貨建て取引に対しては、包括的ヘッジ方式によるリスク・ヘッジが、既に広く普及している。また、包括的ヘッジ方式の場合には、相場変動に基づく利得の評価が問題となるが、たとえ一時的にそうした利得が生じたとしても、ただちにそれを BGB 第764条等の下で問題となる投機的な利得として扱うのではなく、それ以降の取引状況も含めて長期的に捉えるべきである。さらに、そもそも、為替リスクに対するヘッジを行なうか否かという判断それ自体、将来の為替相場の展開に関する投機行為を意味していることになるが、そうした判断をも BGB 第764条等の問題とするのは、適切ではない。そして、大企業は、その財務部門において、銀行と同じようなかたちで、外貨先物取引等による為替リスク管理を行なっており、しかるに、効率的なリスク・ヘッジの実現および企業全体の収益構造の改善に、努めているのである。国際的に厳しい競争のなかで、企業はそうせざるを得ない。こうした状況下で、包括的ヘッジ方式が採用されるのであれば、それを BGB 第764条等の下で無効な取引とすることは到底できない。⁽¹⁰³⁾

(101) Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 346; Hadding/Henrichs, a. a. O. Fn. 45, S. 451 f.; Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 216.

(102) Hadding/Henrichs, a. a. O. Fn. 45, S. 451.

(103) 以上, Hopt, a. a. O. Fn. 45, S. 346 ff. たとえば, 包括的ヘッジ方式を装

この Hopt の議論では、包括的ヘッジ方式の下でのデリバティブ取引は、たとえ当該取引のリスクのみが露出することになっても、基本的に、リスク・ヘッジ行為として位置付けられるのであって、投機行為には該当しないということが、その理由とともに述べられている。なお、重ねて確認しておく、ここでの議論は、BGB 第764条等の適用の問題に関するものである、すなわち、デリバティブ取引が有効とされるかあるいは無効になるか、という結論に向けられたものである。

ところで、デリバティブ取引に関する会社法の規整を詳細に検討した、Sernetz は、一般事業会社たる株式会社における、デリバティブ取引を用いたリスク・ヘッジ行為と投機行為および包括的ヘッジ方式について、以下のように論じている。

まず、リスク・ヘッジとして行なわれるデリバティブ取引は、定款所定の事業目的にかかるいわゆる補助的活動に該当し、取締役会の権限で行なうことができる⁽¹⁰⁴⁾、とする。

他方、投機として行なわれるデリバティブ取引は、一般事業会社において定款で定められた本来の事業目的とは異なる企業活動であるので、原則として、定款においてその取引を行なう旨の明示的な定めを必要とする⁽¹⁰⁵⁾。もっとも、株主は、定款所定の事業目的に当たる領域について経

いつつ投機目的でデリバティブ取引が行なわれる場合が問題であるが、企業が保有する外貨先物取引等の規模が、その必要とされるリスク・ヘッジの規模に、概ね合致するかどうか、唯一の実効性ある基準であるという。A. a. O., S. 353 ff.

他方、Hadding/Hennrichs, a. a. O. Fn. 45, S. 456. は、包括的ヘッジ方式において、リスク・ヘッジの対象たる取引とヘッジ取引との間でリスクにずれが生じても、ヘッジ取引に対する継続的かつ適切な監視と調整が行なわれていれば、投機取引という見方は排除され、純粋なヘッジ取引として扱われる、とする。

(104) Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 199 f.

(105) Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 200 und 203. なお、一般事業会社において、投機的なデリバティブ取引の遂行を定款で定めることの、積極的な意義と

営者が熟知していること、および、その領域において出資財産が有効に活用されることを、期待している。それゆえ、当該領域に含まれる基礎価値をもつデリバティブ取引を投機に利用することは、そうした株主の期待に反することにはならない。ただし、これは、商品先物取引の場合の論理であり、外貨や金利、有価証券などを対象とする、金融デリバティブ取引を遂行する場合には該当しない。ところで、国際的な大企業の財務マネジメントにおいては、現物取引として行なう投機的な外貨取引や金融取引は、必要となりうるものである。たとえば、そうした取引で得た利益が、定款所定の本来の事業目的に該当する企業活動のための、余裕資金となることを考えれば、そうした現物の投機取引は、定款所定の事業目的にかかる補助的活動として捉えうることになる。これに対して、投機的な先物取引の場合には、レバレッジ効果によって余裕資金を大きく増やす可能性が存在しており、さらに、本来の事業活動において企業が得た知見を活用して、競争上優位に先物取引を遂行できる状況⁽¹⁰⁶⁾がありうる。したがって、そうした優位な状況を利用しつつ、慎重かつ適切な規模デリバティブ取引で行なうのであれば、投機的な金融デリバティブ取引も、同様に、定款所定の事業目的の遂行のための、補助的活動として捉えることができる⁽¹⁰⁷⁾、というのである。

要するに、Sernetz によれば、リスク・ヘッジとしてのデリバティブ

して、第一に、本来の事業活動として国際取引を行なっており、ある外国の事情を詳細に知りうる場合には、その知見を基にして、その国の外貨先物取引を投機目的で行なうことは、戦略的に容認されかつ支持されること、第二に、投機的デリバティブ取引の遂行をとおして、企業内部の者の市場についての見識を高めることが、別途実施されうるヘッジ取引の最適化という成果につながることを、挙げられている。A. a. O., S. 204 f.

(106) たとえば、ある企業が、その本来の事業活動から、ある外国の事情を熟知することになるのであれば、その外貨に関する情報や将来の相場展開の予測についても、優位な状況に立ちうる。Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 204.

(107) 以上、Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 203 und 208 ff.

取引、および、例外的に投機的なデリバティブ取引が、定款所定の事業目的にかかる補助的活動に該当することになる。その限りでみれば、デリバティブ取引を用いたリスク・ヘッジ行為と投機行為とは、さしあたり同じ位置付けということになる。しかし、それらの遂行における取締役の負う注意義務の内容に関して、相違があるという⁽¹⁰⁸⁾。とりわけ、包括的ヘッジ方式の下でのデリバティブ取引について、Sernetz は次のように言う。すなわち、包括的ヘッジ方式の場合には、そのリスク・ヘッジ措置が効果的に機能しているかどうか、たえず点検を行ない、場合によっては、それらを調整ないし修正することが、取締役の注意義務として求められる⁽¹⁰⁹⁾。そして、包括的ヘッジ方式の場合には、不可避的に投機的要素が混入しうるけれども、当該ヘッジ方式の選択が、その状況下におけるリスク・ヘッジのあり方として最適であるならば、定款所定の事業目的にかかる補助的活動であることに変わりはない。かりに、包括的ヘッジ方式の続行中に、そのデリバティブ取引にかかる露出したリスク・ポジションが拡大し、投機的側面が大きくなったとしても、定款所定の事業目的にかかる補助的活動の対象外に転じてしまうのではなく、あくまで取締役の注意義務の問題として、扱われるのである⁽¹¹⁰⁾。他方、投機行為としてのデリバティブ取引の遂行の場合には、そのデリバティブ取引による利益獲得の必要性の程度を踏まえつつ、受け入れるリスクの内容および取引の規模をどうするかが、取締役の注意義務に関して、とりわけ問題になる⁽¹¹²⁾、とするのである。

(108) Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 216.

(109) Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 249 f.

(110) Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 254. は、取締役は、デリバティブ取引を用いてリスク・ヘッジするという義務を負うものではないが、リスク・ヘッジするかどうかについて、情報収集、検討および適切な判断を下すという義務を負う、という。

(111) 以上、Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 199 f.

(112) Sernetz, a. a. O. Fn. 4, S. 249 f. なお、デリバティブ取引によるリスク・

以上のような、Sernetz の論旨に対しては、幾つかの異論もありうる
ところではあるが、会社法のなかでデリバティブ取引をどう捉えるか
という問題について、興味深い議論を呈示しているといえよう。

六 結 語

本稿では、企業活動のなかで行なわれうるデリバティブ取引を、様々
な側面から、観察してみた。すなわち、当該取引が、リスク・ヘッジ行
為あるいは投機行為として行なわれる場合についての、経済的な意義、
リスクの特徴、ドイツでの法制度、さらには、運用状況や会社法上の規
整のあり方、などである。

本稿の記述は、筆者自身の覚え書き程度のかつ散漫なものに過ぎない
が、ともあれ、企業活動上のデリバティブ取引における問題点の幾つか
を、浮き彫りにすることができたのではないと思われる。そうした問
題点は、資本市場や金融取引という観点のみならず、会社法の観点から
も見出すことができる。

ヘッジ行為および投機行為のいずれが行なわれる場合においても、しかる
べきリスクマネジメントを実施することが必要とされるという。A. a. O.,
S. 277.