

## デリバティブにおける期限前終了と 一括清算の性質<sup>(1)</sup>

柴 崎 暁

はじめに

I デリバティブの期限前終了

A デリバティブにおける目的の到達/B 一括清算の必然性

II 一括清算の法的性質と経済的機能

A 一括清算の法的性質/B 一括清算の経済的機能

おわりに

はじめに

[101] **検討の対象** 銀行法10Ⅱは「金融等デリバティブ取引」を付随業務の一部として認め<sup>(2)</sup>、金融商品取引法2XXは「デリバティブ取引」として「市場デリバティブ取引」「店頭デリバティブ取引」「外国市場デリバ

(1) Nature juridique de Déchéance et Netting en matière de contrats financiers de dérivés.

(2) 「14. 金利, 通貨の価格, 商品の価格, 算定割当量 (地球温暖化対策の推進に関する法律 (平成10年) 第2条第6項 (定義) に規定する算定割当量その他これに類似するものをいう。次条第4号において同じ。) の価格その他の指標の数値としてあらかじめ当事者間で約定された数値と将来の一定の時期における現実の当該指標の数値の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引又はこれに類似する取引であつて内閣府令で定めるもの (次号において「金融等デリバティブ取引」という。) のうち銀行の経営の健全性を損なうおそれがないと認められる取引として内閣府令で定めるもの (第5号及び第12号に掲げる業務に該当するものを除く。)」。法令上の定義を少し離れて, 経済学者による定義をみるならば, 「デリバティブとは, リスクを移転するために利用される

タイプ取引」の三類型を挙げている<sup>(3)</sup>。以上の諸類型をデリバティブと総

契約」(BOYLE (Phelim) et BOYLE (Feidhlim), Derivatives : The tools that changed Finance, 2001の日本語版 : 今井潤一訳・はじめてのデリバティブ (日本経済新聞社, 2002年) 17頁)とある。西尾信一編・金融取引法 (1999年, 法律文化社) 216頁 [森下]。平出慶道=山本忠弘編・企業法概論Ⅱ - 有価証券と新しい取引決済制度 - (2003年, 青林書院) 232頁 [久保田隆]によれば, 先物取引・先渡取引・スワップ・ネットティングという類型が挙げられている。以下検討するデリバティブは, 民法典その他法令上に明示された契約 (またはその他の法律行為の) 類型を加工して作り出すことができる関係にある。為替予約は, 支払地の為替相場で換算した邦貨で支払われる外国通貨現実支払文句のない外貨建為替手形 (手41 I) を用いてこれを実現することができ, 先物・先渡・オプションはいずれも期限付きの売買契約であることが圧倒的に多い。しかしながら, それらが有するデリバティブとしての諸々の性質は, 為替手形や売買契約に定型的に固有の帰結ではなく, あくまで為替手形なり売買契約という制度の利用形態の一つとして, 付款・偶素により得られる結果でしかない。往時の冒険貸借は匿名組合に近く契約終了時の損益は偶然に左右される。以下に述べるように会社法上の予約完結権付の種類株式 (取得請求権付株式, 取得条項付株式, 全部取得条項付株式) や各種の証券 (新株予約権, 新株予約権付社債) は内容上はオプション契約そのものである。態様としてでなく射俵契約性を本質として内在的に帯びている民法に規定のある行為類型は唯一終身定期金契約である。なお, 柴崎暁・金融法提要 : 預金・融資・決済手段 (2019年, 成文堂) 106頁以下。本稿の主張を基礎づけるため有益な範囲で引用する。

- (3) ここではそのうちの一つである「市場デリバティブ取引」の定義を参考までに引用する (金融商品取引法 2 XXI。改行一字下げは斜線, 改行二字下げが二重斜線)。「この法律において「市場デリバティブ取引」とは, 金融商品市場において, 金融商品市場を開設する者の定める基準及び方法に従い行う次に掲げる取引をいう。/一 売買の当事者が将来の一定の時期において金融商品及びその対価の授受を約する売買であつて, 当該売買の目的となつている金融商品の転売又は買戻しをしたときは差金の授受によつて決済することができる取引 /二 当事者があらかじめ金融指標として約定する数値 (以下「約定数値」という。)と将来の一定の時期における現実の当該金融指標の数値 (以下「現実数値」という。)の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引 /三 当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利を相手方が当事者の一方に付与し, 当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引 // イ 金融商品の売買 (第一号に掲げる取引を除く。) // ロ 前二号及び次号から第六号までに掲げる取引 (前号又は第四号の二に掲げる取引に準ずる取引で金融商品取引所の定めるものを含む。) /四 当事者が元本として定めた金額について当事者の一方が相手方と取り決

称するが、本稿は、そのなかでもとりわけスワップ契約を念頭に、その平常の終了の場合とならんで、当事者の一方が破綻した場合になされる「再構築」と同時に行われる期限前終了（ネットティング）の法的性質を論じる。これは契約一般の「解除」とは異なった機能を有するもので、状態給付が終了し清算金決済の段階に到達する。遡及的に契約が解消されるわけではなく、原状回復を来さない。契約成立以降、時間の経過とともに、契約の目的は部分的に達成されており、リスクの移転という状態自体が既に期間の経過に応じて負担されてきた、相手方から見ればその状態給付が既に“消費”されているからである。

---

めた金融商品（第二十四項第三号及び第三号の三に掲げるものを除く。）の利率等（利率その他これに準ずるものとして内閣府令で定めるものをいう。以下同じ。）又は金融指標（金融商品（これらの号に掲げるものを除く。）の利率等及びこれに基づいて算出した数値を除く。以下この号及び次項第五号において同じ。）の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた金融商品（第二十四項第三号及び第三号の三に掲げるものを除く。）の利率等又は金融指標の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引（これらの金銭の支払とあわせて当該元本として定めた金額に相当する金銭又は金融商品を授受することを約するものを含む。）/ 四の二 当事者が数量を定めた金融商品（第二十四項第三号の三に掲げるものに限る。以下この号において同じ。）について当事者の一方が相手方と取り決めた当該金融商品に係る金融指標の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた当該金融指標の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引/ 五 当事者の一方が金銭を支払い、これに対して当事者があらかじめ定めた次に掲げるいずれかの事由が発生した場合において相手方が金銭を支払うことを約する取引（当該事由が発生した場合において、当事者の一方が金融商品、金融商品に係る権利又は金銭債権（金融商品であるもの及び金融商品に係る権利であるものを除く。）を移転することを約するものを含み、第二号から前号までに掲げるものを除く。）// イ 法人の信用状態に係る事由その他これに類似するものとして政令で定めるもの // ロ 当事者がその発生に影響を及ぼすことが不可能又は著しく困難な事由であつて、当該当事者その他の事業者の事業活動に重大な影響を与えるものとして政令で定めるもの（イに掲げるものを除く。）/ 六 前各号に掲げる取引に類似する取引であつて、政令で定めるもの」

[102] **満期未到来のデリバティブ** デリバティブの期限前終了はその契約の趣旨にてらせば、勝敗がつく前に中断される競技にたとえられよう。定期預金のように、債権債務の成立とその給付内容が額として定まっているような契約における期限前の払戻の場合、期限前の返還においてはそこから生じる権利を認識することはさほど困難ではない。これと比べてデリバティブの場合には、満期が到来しなければ損益を確定することができないから、その場合における清算の方法も合意しておかなければならないのである。

[103] **再構築費用** デリバティブはリスクの移転を目的とする契約であるところから、通例は、当事者の一方の破綻によって終了せざるを得ないときには、それまで当該契約でカバーされてきたリスクの移転機能が妨げられないように、契約を時価評価した上で、別の金融機関を相手に新契約を締結することで残期のリスクをカバーする（再構築）。この締結に際して授受される対価が再構築費用（商品の時価）であり、約定書に所定の方法で算出され破綻時点における擬制的な損益と看做される。破綻者との間ではこの損益を決済することで取引を結了させる。

[104] **一括清算** 破綻金融機関との間には、無数のデリバティブ取引が行われており、それらのすべてについて再構築費用が算出されるが、それらを総額相殺することで、益のポジションの非破綻当事者側の清算金の回収は対当額で保障される。この総額相殺を一括清算と呼び、一括清算法によって、この差引計算の効力を破綻当事者の管財人に対して主張できるものとされている。

[105] **損益算定操作の更改性** この清算は時折、銀行取引約定書の差引計算、いわゆる相殺予約の取扱と混同されていることがある。しかし、デリバティブは満期が未到来である限りその損益が確定せず、金額も定まらない。期限前終了の時点では、これをいきなり相殺することはできない。これら損益未確定の債権債務を、擬制的方法で損益確定債権と変じて相殺できるような状態にする操作が必要になる。この操作は、金額の定まっ

た預金債権の「期限の前倒し」（期限の利益の喪失・放棄）といったものとは性質が異なる。期中に算定された損益は満期における真実の損益とは異なる。この操作は、当初の契約により生じた債務に基づく給付の内容についての重要な変更（更改）をもたらすもので、各種の基本合意書（多くの場合 ISDA Master Agreement が用いられている）は、この「変更」を予約するものであるといえる。一括清算法は、この擬制的損益の計算の効力を承認し、さらにはその倒産手続に対する対抗力を保障している。デリバティブは射倖契約であり<sup>(4)</sup>、その損益を左右する要素を“偶然性 [aléa]”と呼びうるとすれば、ネットティングにおいて、各取引の偶然性は、もとの取引のそれとは異質なものと変更されていると見なければならぬ（更改によるネットティング）。

## I デリバティブの期限前終了

### A デリバティブにおける目的の到達

[201] 満期未到来のデリバティブ デリバティブは、満期を迎えて損益が確定した状態になるまでの間は、いずれの契約当事者が給付義務を負うものであるのか、また、その給付義務の数量・金額がいくらであるのか（両者を併せて「ポジション」と呼ぶ）が確定していない。当事者間の損益は、合意された所与の関数に用いられる、引用が合意されている、満期における「原資産価格」（市場価格等の統計値。指標）を代入し、以て確定するものである。ポジションが未確定な権利の処分には、おのずと制約が存することになる。

[202] 満期の到来による終了＝デリバティブにおける目的の到達 満期を迎えて「終了」することは、ポジションの確定を意味する。ポジション

(4) なお、保険とデリバティブに関する法適用の区別に関する概括的な考察として嘉村雄司「クレジット・デリバティブ取引に対する保険契約法・保険監督法の適用可能性の検討」損害保険研究76巻2号（2014年）1-30頁。

の確定はデリバティブを利用する当事者にとって、リスクの移転<sup>(5)</sup>という典型的な契約目的の達成を意味する。以下この研究では、デリバティブの代表的な商品であるスワップ契約（金利スワップ<sup>(6)</sup>、通貨スワップ等<sup>(7)</sup>）が知

- (5) 外国為替の変動や、関係する市場における金利水準の推移等、契約締結時において認識不能な将来の事象に当事者が曝されるリスク曝露（エクスポージャー）から当事者を保護することである。
- (6) 「ある金融機関が、貸出取引においては固定金利で貸付を行っているのに対して、それが受け入れる定期預金、社債等他者からの借入等につき、変動金利によるものがほとんどであったとする。この金融機関の収支は釣りあっていない。金利水準が上昇すると、金融機関は預金者・社債権者等により多くの利息を支払う一方で、収入は固定されている。他方金利が低下すれば利鞘が期待できるが、それを金利上昇局面における損失の填補のために貯蓄する方法がうまくゆくとは限らない。キャッシュフローを釣り合わせたいと望むこの金融機関は、金利低下局面での利鞘を譲り受けることと引換えに金利上昇局面での損失の填補をしてくれる…他の金融機関との間で」（柴崎・前掲書（注2）107頁注365）キャッシュフローを「交換」する（契約法的に言えば危険負担給付の交換の負担であって、真実の「交換契約」—フランス民法典第1702条に定めるようなそれ（日本民法では第586条）—ではない（勿論、真実の「交換」によるスワップ取引というものも観念できないわけではないが、現物引渡を約定すると多くの立法におけるデリバティブの定義から漏れる場合が多いのではないだろうか）—このことを喚起する AUCKENTHALER (Franck), Instruments financiers à terme de gré à gré, in JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse [Fasc. 2050], 2017, no 37) のである。「利息債権を債権譲渡したり利払いの負債を債務引受によって移転してしまうのではなく…差益金の払渡をする…だけである」（柴崎・前掲書同所, BOYLE・前掲書27-28頁）。変動金利の指標には多くの場合 LIBOR が用いられ（金利スワップの販売者は、LIBOR がどのような要因で決定することになっているか等についてまで説明する義務があるであろうか。この問題につき、渡辺宏之「金利スワップ取引は単純か？—金利スワップ訴訟平成25年最高裁判決の再検討—」早法90巻3号79-127頁（2015年））、一定期日に上限基準金利と変動金利の差額を支払う取引であるキャップ（cap）、下限基準金利と変動金利の差額を支払う取引であるフロアー（floor）、キャップとフロアーとの組み合わせであるカラー（Collar）がある。「LIBOR 等のような原資産価格＝指標は当事者間のペイオフ（損益）を支配する「偶然性」（射倖契約における aléa）であり、当事者間の損益は満期まで未確定になる。取引の種類によっては、真の損益が狭義の契約当事者間に直接生じるのではなく、契約者が第三者との間で有する別の見合い取引との関係ではじめて意味を持つ場合もあり得る（「隠れた引受 [reprise interne]」。GAUDEMET (Antoine), Les dérivée, *Economica*, 2010, nos 71 et s.）」（柴崎・前掲書同所）。

られる)を念頭に、平時と異なる破綻時終了の法的構造を論じる。この種の契約の目的は、リスクの移転であるが、予め約定の内容として指定されている関数中の変数に、満期日における特定の指標の数値(あるいはその他約定の期間内における指標の平均等。「原資産価格」という)を代入し、得られた解を以て最終的な損益が決せられる<sup>(8)</sup>。

- (7) 「欧州の企業 E は米国進出の準備として米ドルを調達したいが、取引のある自国の銀行 Be でドル借入をするには、普通のユーロ建の借入が年利4.5%であるのに対して、年利9%がかかるでしょう。このような企業は、ユーロを需要している(あるいはそのような投資を希望する)米国内のカウンターパーティー A を見つけて資金調達コストを最小限にすることができる。この米国企業は、自国の取引銀行 Ba から年利6.5%でドル建借入をすることができる(他方ユーロ建の借入には年利6%を求められる)とする。E は、Be から74万4410ユーロ(その日の為替レートで100万米ドル相当)を4.5%で借入れ、他方 A は Ba から100万米ドルを年利6.5%で借入れる。E と A とは以下のような条件で相互に自国の通貨を貸与え合う双務契約を締結する(この脚注の設例描写は、COURET, LE NABASQUE et al., *Droit financier*, Dalloz, 2019, 3e éd., no 1324.)。両者は①資金調達コストを衡平に分配する条項を合意する。欧米二つの市場での各通貨の金利差は、ユーロについては  $6 - 4.5 = 1.5$  (%)、米ドルについては  $9 - 6.5 = 2.5$  (%) である。そこで各当事者は各市場での調達金利に金利差の半分を上乗せした利息を互いに請求できるものとする。即ち、E は A に、74万4410ユーロを元本として貸与え、これに  $4.5 + 0.75(1.5/2) = 5.25\%$  の利息が伴う。A は E に、100万米ドルを元本として貸与え、これに  $6.5 + 1.25(2.5/2) = 7.75\%$  の利息が伴う。②契約の履行は次のような段階を履む。まず、契約締結日に、(双方は自国の銀行から自国通貨を調達するなどして)、「元本交換」と称して双方が元本の貸渡しのための送金を相互に行う。③約定の時期に、相互に上記の条件での利息を支払う。④契約の終期に、相互に元本を互いに返済する(それぞれの給付を履行する時点までの為替相場変動リスクは各当事者が自らの危険で管理する〔引用注—この取引のある種の目的外利用として、これによって発生する損益を利用した投機ないし運用を動機とする場合さえあり得る〕)。上記の条件では結果的に、E は本来年利9%がかかった米ドルの調達を年利6.9%で果たし、A は本来年利6%がかかったユーロの調達を年利4%で実現したことになる」(柴崎・前掲書(注2)108頁注367)(計算については次の fig. を参考にされたい)。しかし為替相場が変動するため、最終的な損益は必ずしもこのように決せられるとは限らない。

fig. 通貨スワップにおける当事者間の損益

	銀行との調達契約での	カウンターパーティーとの間での		…コスト		
E の	Be に支払うチャージ	A に支払うチャージ	A から払い込まれるチャージ	計 (USD)	元本	最終的なコストの割合
	45028.61	77500	- 52554.18	69974.43	1000000	0.06997443
A の	Be に支払うチャージ	E に支払うチャージ	E から払い込まれるチャージ	計 (EURO)	元本	最終的なコストの割合
	48366.5	39097	- 57667.75	29795.75	744410	0.040025994

- (8) 当事者いずれかによる形成権の行使によって損益確定を実現するものがオプション契約である。「満期における原資産価格が所定の行使価格を超えるか超えないかによって損益(ペイオフ)が決定されるものを「デジタル・オプション」という。①「3か月後の原油価格が110USD以上」のとき、権利1単位につきAはBに110USDを支払う」も②「3か月後の原油価格が110USD未満のとき、AはBに110USDを支払う」も可能な約定である。①と②とを組み合わせるとBがつねに3か月後には110USDを入手できるという無リスク契約になる。満期にBが110USDを入手できる確率は100%であるから、そのオプション1単位の現在の価格は110USDから3か月分の利息を割引いた金額となる。コール・オプションおよびプット・オプションは主として売買契約の予約完結権である(会社法上の新株予約権は株主側から会社に対するコール・オプションであり、取得請求権付株式はプット・オプションである)。③「甲は、乙から、3か月後に、A社の株式を€110で購入することができる」(コール)、④「aは、bに対して、3か月後に、A社の株式を€110で売りつけることができる」(プット)等。権利行使日に株価が€140であれば、甲は③を行使して取得した株式を市場売却することにより€30の差益を得る。株価が€80であれば、aは市場より€80で株式を調達し、④を行使して€30を利得できる。約定の期日に権利行使できるものが「ヨーロピアン・オプション」、約定の期間の任意の時点で権利行使できるものが「アメリカン・オプション」、約定の期間のうち、特定の数回の時点にのみ権利行使できるものが「バミューダ・オプション」、約定の期間内の平均株価に基づき権利行使できるものが「エイジアン・オプション」と呼ばれる」(柴崎・前掲書(注2)109頁注368。BOYLE = 今井訳・前掲書46-55頁。上記設例は筆者の創造によるものであるが、概念の理解において同書を参照している)。「③と④とを組合わせたものがストラドルで、⑤「Pは3か月後にA社の株価が€120超であるときは€110でこれをSから購入でき、3か月後にA社の株価が€100未満であるときは、€110でSに売却できる。Sは3か月後にA社の株価が€100以上€110未満であるときは€110でこれ



## B 一括清算の必然性

[301] **デリバティブの期限前終了** ところで、このような取引を締結した当事者でも、時として予定された満期を迎える前に、期中でこれを終了すべき場合が存する。最もありうべき想定は、期限前に当事者のいずれかが破綻を起し、速やかに取引の計算を結了することを余儀なくされる場合である<sup>(9)</sup>。相手方破綻に際しては、既往の契約の時価を算定しその損益を清算したのち、正であるときは受取った金額を新契約者に支払い、負であるときは支払った金額を新契約者から取立て、新契約者に残期の危険を引受けてもらう（再構築）ことになる（この新しい契約の締結のために支払われるあたかも保険料のように授受される対価を「再構築費用」とよぶ<sup>(10)</sup>）。

[302] **期限前終了における一括清算の必然性** 破綻した相手方との間で

---

をPに売却でき、3か月後にA社の株価が€110以上€120以下であるときは、これを€110で売渡すよう求めることができる」。この場合、Sは株価変動の幅が小さいほど利益をあげ、Pは大きいほど利益をあげる。前者が「ショート・ポジション」、後者が「ロング・ポジション」であり、ロング・ポジションをとる当事者にとって、ストラドルは、きわめて射倖性の強い取引である」（柴崎・前掲書同所）。

(9) 比喩として保険契約の場合を用いれば、行政監督上、ある種の保険契約は、締結しておくことがある一定の行為の許認可の条件となっている場合が多いが、保険者が破綻してしまったときには、その保険者としての営業が第三者に承継されないと無保険状態になるので、そのときは同一の残期間のリスクを引受ける別の保険者を探し出して新契約を締結しなければならないことは容易に理解できるであろう。デリバティブを利用する産業は主に金融機関であるが、これら保険に関するたとえから類推されるであろうように、相手方が破綻するときには同様に新しい契約が必要となる。

(10) 西村あさひ法律事務所編・ファイナンス法大全〔全訂版〕下（商事法務、2017年）727-731頁。再構築とは、同一条件の同一目的の取引を再度行うことである。破綻した金融機関でないほうの相手方〔non-defaulting party〕は、期限前解約によって、原資産価格の変動に伴うリスクを制御することができなくなってしまうので、別の金融機関との間で同じ満期までの残存期間における同じリスクをカバーするために、あらたにデリバティブ取引を行う必要がある。「再構築費用」とは、この代替的契約を締結するために必要な費用であり、商品の時価評価を意味する（神田秀樹＝神作裕之＝みずほFG・金融法講義（岩波書店、新版2017年）342-347頁〔福島良治〕）。

の契約は、すみやかに、新契約者との契約に（経済上は）引継がれなければならない。満期時に破綻者の側が損のポジション（反対の相手方が益のポジション＝債権者）に立つ取引が存在しているような場合は、破綻にもかかわらず満期を迎えるまでこれを放置してしまうと、非破綻者の側からみれば、破綻の事実によって本来なされるべきであった収益の回収が事実上期待できなくなるのであるから、そのような契約を放置しておくことは避けなければならない。だから破綻とともにこれを中途解約するわけである。またそれぞれのデリバティブは、各当事者の動機のレベルにおいては、他の取引に見込まれる損益によってこれを補填し得るとの期待を前提とした投資戦略に従って締結されたのであるから、破綻時には破綻金融機関とのデリバティブ取引を全件破綻時に解消しておくことに合理性があり、実際そのような方法がとられている（一括清算<sup>(11)</sup>）。

[303] 期限前終了したデリバティブはその時点の時価評価で清算され、この評価額は「再構築費用」（神田＝神作＝みずほファイナンシャルグループ・前掲書345頁〔福島良治〕「デリバティブ損害金算定に関する契約例文」参照）と理論上同額である（同・346頁）。定期預金の中途解約が元利金を前倒して払戻すに過ぎずすぐに相殺が可能であるのと異なる。デリバティブ

---

(11) ISDA 2002版取引約定書（Master Agreement）においては、**支払差引計算** payment netting（ISDA 2条c項1文。事柄は相殺そのものである）と**破綻時差引計算** close-out netting（ISDA 6条a項）とが規定される。2条c項1文は、1992年版から存在しており、6条a項は、2002年版で新設されたものである（HARDING, Mastering the ISDA Master Agreement, 2002, Financial Times, p. 38.）。2条c項1文は**更改差引計算** netting by novation, obligation netting を含意するとの立場とがあるともいわれる—ISDA・1992年版 ISDA マスター契約 ユーザーズ・ガイド〔日本語版〕18頁。更改差引計算・破綻時差引計算は、当事者間で対立する取引が「履行期の到来を待たずに」（平出＝山本・前掲書242頁）「直ちに置きかえられる」ものである。これは、単なる期限の利益の双方的放棄なのではない。破綻時差引計算に関して上記マスター契約の定めによれば、終了権者が終了日指定通知を行うことで、原則としてその指定日に、取引は終了する。当事者は、「マーケット・クォーターション方式」または「損害方式」によって、損益を清算しなければならない（第e項）。

の期限前解約は額面未定の状態にあり、それ自体のままでは相殺に適さない<sup>(12)</sup>。統計技術を用いて理論価値を算定し、そのような価値の債権が確定的に成立したものと看做して決済を行う。同じ一組の当事者の間に複数の（時には無数の）デリバティブが締結されているのが通例であるので、各商品の時価を算定したうえで、これを総額相殺する。これが“破綻時差引計算（close-out netting, 一括清算）”である。

## II 一括清算の法的性質と経済的機能

### A 一括清算の法的性質

[401] 一括清算における偶然性の変更 「一括清算」は後述の一括清算法上の行為であるが、ここでは、取引約定書において掲げられているネットティングについてその法的性質を考察する。ISDAのマスターアグリーメントを例にとれば、3種類のネットティングのうち、ペイメントネットティング（支払差引計算）は相殺そのものであるのに対して、オペレーション・ネットティング（更改差引計算）およびクローズアウト・ネットティング（破綻時差引計算）は、計算実行時点で「対当額」を前提にする相殺の適状にない債権債務を転換させて差引消滅させる行為である。理論的には、双方の債権債務が停止条件付で成立しているという解釈もできなくはないが、そのように捉えたとしてもその額面は未確定である。そこで①いったん条件を取払いあるいは別の条件に置き換えて、確定金額の債権債務の対立を作り出してから②総額相殺を行うべきものとなる。したがって、これは、銀行相殺における単なる期限の利益の双方向的放棄とは意味が違う。この①の操作を法的に何と呼ぶべきかと言えば、これを実務がそう呼んでい

(12) フランス民法典の定める相殺適状の成立要件の一つに、債権が確実に certaine かつ確定した liquide ものでなければならない、というのがある。日本民法にそのような規定がないのであるが、金額が確定しているということが相殺の前提であることは自明と考えられる。

るように更改と呼ぶべきである。そう性質決定するためには、デリバティブの性質そのものをどう見るのかが重要になってくる。

[402] 射倖契約における「偶然性」のはたらき デリバティブは、一部法域の民法典<sup>(13)</sup>において、保険契約や賭博契約とならんで、“射倖契約 [contrat aléatoire]<sup>(14)</sup>” という双務契約類型の一に属せしめられている。

(13) 以下に述べるように1804年フランス民法典、1890（明治23）年日本民法財産編・財産取得編がその例として挙げられる。

(14) 射倖契約とは、当事者間の損益が偶然性（aléa）に依存する双務有償契約の一類型である（contrat aléatoire. 2016年改正以前はフランス民法典第1104条、2016年2月10日のオルドナンスおよびこれを承認 [ratification] する2018年4月20日の法律による規定では、第1108条である。“契約は、各当事者が他方に対して、自らが受け取る利益に等価と考えられる利益を得せしめるときには実定契約という。[Le contrat est commutatif lorsque chacune des parties s'engage à procurer à l'autre un avantage qui est regardé comme l'équivalent de celui qu'elle reçoit.] / ②契約は、当事者が、これより生じる損益に関する契約の効果を不確実な事象に依存せしめることを承諾するときにはこれを射倖契約という。[Il est aléatoire lorsque les parties acceptent de faire dépendre les effets du contrat, quant aux avantages et aux pertes qui en résulteront, d'un événement incertain.]” 一射倖契約の帰結として、その“衡平 équilibré”性を事後的に評価することができない（BENABENT (Alain), Droit des obligations, 17 éd., 2018, LGDJ [coll “Domat Privé”], no 23.) とされ、その結果、“過剰損害 [lésion]”に関する諸規則が適用除外され（BENABENT, op.cit., no 188.）、消費者保護の諸規定（破毀院第一民事部1981年5月19日 [Bull.civ.I.no 171.]）や、場合によっては錯誤に関する諸原則さえも（BENABENT, op.cit., no 95.）排除される（後掲）。日本の銀行法にいうデリバティブと概ね同義であると思われるフランスの Instruments financiers à terme de gré à gré [相対の合意による期限付き金融手段] につき、AUCKENTHALER (Franck), Instruments financiers à terme de gré à gré, JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse [Fasc. 2050], 2017, nos 11-13. はこれを射倖契約とする。なお、COURRET, LE NABASQUE et al., no 1328. ただし、実物引渡の義務があり、当事者間における給付義務の牽連関係が期日まで持続する場合には、**実定契約**（contrat commutatif. 締約時に損益が確定する契約）となる場合もあるという—この点、GAUDEMET, précité, no 156. は、「ほとんどのデリバティブは射倖契約である（ただし元本移転型スワップを除く）」とするよりも、元本移転型スワップをデリバティブのカテゴリーから外したうえで「すべてのデリバティブは射倖契約である」と定義するほうが「賢明」であると説く—。この性質決定の結果、偶然性によって決せられる損益は正当性を獲得する。損益が確定すればもはやそこに偶然性はないから、そこで

射倅契約の対立概念は「**実定契約**〔*contrat commutatif*〕」である。射倅契約は、契約の締結時において当事者間の**損益**が（当事者の給付の内容がではない）**未確定**で、将来のある時点における**偶然性**（*aléa*）によって定められるものである。したがって、この種の契約においては、偶然性の種類や内容を契約中で指定しておかなければならず、最終的な損益が、一見不均衡<sup>(15)</sup>であっても当事者の人為を介在させずに決定されるところに、射倅契約の契約正義適合性がある。よって、この種の契約においては偶然性は不可欠かつ本質的の要素である。この契約類型ごとの本質的要素をフランス法は「**コオズ**」と名付けた。偶然性は、射倅契約のコオズである<sup>(16)</sup>。近代的な意思教説の拡大と同時に、私人の合意の成立の自由が、取引秩序を破壊しないように、契約類型ごとに内容決定の限界を設けるものがコオ

---

契約は機能を実現して終了するのである。保険事故発生は保険金の支払義務を確定させ、不発生は確定は保険の目的の喪失により保険者を確定的に免責する。デリバティブの場合には、満期の日における原資産価格の確定が損益を確定させ、合意された給付義務が発生することになる。外国為替相場、市場金利水準、証券や商品の価格、さらにはこれらの数値を加工して得られる数値（平均株価、加重平均等々）等、いずれであれ現時点では不確実な事象に曝されるリスク（**エクスポージャー**）を、確実な権利に置き換えて予測可能性を確保することがこのような取引の目的である。

- (15) 保険契約を例にとれば、保険事故が不発生のまま保険期間が終了した場合には、保険者は「**未必的な保険金支払債務**という、**危険負担**」を負担していたことになり、これに対して保険契約者は、**確定的な保険料**を負担し、一見すると何らの反対給付がないままに保険料を支払う「**損**」のポジションに立つ（「掛け捨て」）。保険者は一見すると何らの反対給付なしに保険料を取得でき、「**益**」のポジションに立つ。
- (16) 2016年改正までは法典にも存在した古典的なフランス契約法概念では、これこそが射倅契約における「**客観的コオズ**〔*cause objective*〕ないし「**債務のコオズ**〔*cause des obligations*〕」である。それゆえ射倅契約の当事者は、偶然性の帰結として与えられた自分のポジションに異を唱えることは許されない。明治29年民法は「**原因**」概念を介したこのような契約の分類を法文上は削除してしまったが、法律行為は一般に、その内容が**実現可能・確定可能・社会的相当・公序適合的**でなければならない。偶然性の欠缺した射倅契約は、既成就解除条件または不成就確定停止条件付の法律行為（日本民法131 I II）にも比較することができる。

ズであり、偶然性もその一種である。

[403] 「偶然性はレジオン（等）を追い払う」 偶然性<sup>(17)</sup>は射倖契約に特有の作用をもたらす。既述のとおり、偶然性の存在は、偶発事象から生じた契約当事者の損益を強行的に調整・矯正する諸制度—フランス法における“過剰損害 [lésion]”、瑕疵担保の諸制度、日本の借地借家法の賃料改訂請求権—等の適用除外を正当化するものである<sup>(18)</sup>。各種消費者保護立法の適用も除かれることがある。また、2016年フランス民法典改正において導入された不予見の法理（後述）も除外されなければならない。射倖契約という性質決定の最大の効果はこの損益修正の制度の適用除外にある。

[404] 偶然性が合意の有効性を支える 保険契約を例に述べるならば、

(17) 「損益の偶然性」は「出捐の偶然性」とも定義される。西原慎治・射倖契約の研究（2011年、新青出版）127頁。近代法典では射倖契約は、その原則的有効性が確認され、一部のものに訴権を拒否するという態度でのぞんできた。禁止されるのは *spéculation* である（1804年民法典の審議における Portalis の発言。BENABENT (Alain), *JurisClasseur Civil*—Art. 1964. — Fasc. unique, *Contrats aléatoires. Généralité.*, 1986, nos 74 et 75.）。（以下柴崎・前掲書（注2）110頁注371による）明治23年日本民法財産編301Ⅲは「合意ノ成立又ハ其効力ノ全部若クハ一分カ偶然ノ事ニ繫ルトキハ其合意ハ射倖ノモノナリ」とし、同財産取得編157は「射倖契約トハ当事者ノ双方若クハ一方ノ損益ニ付キ其効力カ将来ノ不確定ナル事件ニ繫ル合意ヲ謂フ」と定義する（富井政章・民法論綱財産取得編中（1893＝明治26年）137-138頁は、財301と取157とが異なる定義を置いたことを批判するとともに、精密にも仏国学説とともに、射倖契約とは当事者の授受する「價額」、当事者の利害につきその「結果」が不確定なる事件に繋がるもの、と説く）。日旧民取158Ⅱは、「性質ニ因ル射倖契約」として、「博戯、賭事」「終身年金権」「終身権利ノ設定」「陸上、海上ノ保険」「冒険貸借」の類型を挙げている。博戯は競技者自身が賭の当事者である場合（賞金付競技）で、賭事は他人の競技の結果について投票者が賭金を抛出する場合（スポーツくじ）を言う。同158Ⅲは「此他成立又ハ効力ヲ停止又ハ解除ノ偶成ノ条件ニ繫ラシムル契約ハ当事者ノ意思ニ因ル射倖ノモノナリ」と定める。

(18) BENABENT (Alain), *Droit des contrats spéciaux civils et commerciaux*, L.G.D.J. “Précis Domat”, 13e édition 2019, nos 940-944によれば、惠与行為・過剰損害・錯誤（真價に争いある絵画の売買等を代表例として判例上の適用除外が認められてきたが新第1133条で確認された）・瑕疵担保・不予見理論（後述）の5類型が適用を除外される。

損害保険においては、保険事故が締約時に既成のものであった場合は偶然性の欠缺を理由として契約の効力が損なわれる<sup>(19)</sup>。契約者悪意の遡求保険の無効（保険法5）・故意の事故招致における保険者免責（保険17）の法理は、偶然性がはじめから存在しない場合や偶然に依存すべき保険事故の成否を人為的の介入によって成就することの排除を目的とするものである。当事者が義務負担する射倖的給付（例えば保険金支払義務）は「未必的」であるが、これを「危険負担給付」として定義すれば、保険事故の定義が明確である限り、そこには確定した「状態給付」が存在する。したがって、契約が偶然性によって損益を決するものであるからというだけの理由で無効とされることがないことが、そして、それどころか、偶然性があるてこそ、損益の負担という、「部分においてみたときのあるひとのある不幸」が正当化されこの合意に拘束力があることも理解できよう。

[405] **射倖契約と公序** 他方、偶然性さえあればどんな損益でも常に正当なわけではない。社会的に必要相当な範囲を超えて国民が賭博に興じる社会に勤労の道徳はない。射倖契約の公序適合に関して、賭博罪との関係は常に意識され、射倖契約を違法な賭博から区別するための基準が、契約類型ごとに考えられてきた<sup>(20)</sup>。

(19) 偶然性の欠缺により契約の効力が損なわれる「本質的射倖契約」。西原・前掲書97頁。

(20) 例えば保険契約においては、**被保険利益のドグマ**であり、**利得禁止原則**の存在がこのメルクマールを提供する（利得禁止原則と抵触を疑われるのが定額物保険である。保険デリバティブは定額保険とされず従ってこれに利得禁止原則は適用がないが告知義務については類推適用の余地がある旨を指摘する土岐孝宏「天候デリバティブ・地震デリバティブの商法上の地位」中京41巻3-4号317頁一論者自身は利得禁止原則が強行法ではないことを前提にしているが—土岐孝宏「損害保険契約における利得禁止原則」（1）立命291号217頁（2・完）293号256頁一、多くの説は利得禁止原則の強行法性を認めた上で、保険デリバティブはその原資産価格を人為的に左右できることは稀であるから、これを保険契約のように扱う必要がないとする。なお「人為的な影響を与えることができない」ことによる適法性の承認は、射倖契約の契約正義適合性を語る立場と共通の思想であると思う）。賭博契約自体も、近代法典の多くにおいて、**社会的有用性**（農工商業の発展・運動競技振興によい影響を与える）を条件と

[406] 不字見による契約改訂と射倖契約 債権法改革が各国で話題となっている。本稿の問題に間接的に影響し得る事情を指摘しておく。2016年のオールドナンスによるフランス民法典の改正では、新第1195条の制定により、不字見による契約改訂・解除権が、継続的履行契約・期限付履行契約一般を対象として導入された。そこに射倖契約を適用除外とする文言が含

してその訴権が承認されていた（西原慎治「我が国の私法における『賭博』概念の生成と発展について」法研82巻12号547頁。日旧民取160 I，日旧民取160 II）。他方，日旧民取162は，「富講」とならびデリバティブに該当する取引を「差金決済」とし「官許ヲ得サル富講ハ訴権ナキ博戯及ヒ賭事ト同視ス／2。商品又ハ公ノ証券ノ投機ノ定期売買ニ付テモ初ヨリ当事者カ諾約シタル金額又ハ有価物ノ引渡及ヒ弁済ヲ実行スルニ意ナク単ニ相場昂低ノ差額ヲ計算スルノミヲ目的トシタルコトヲ被告ノ証スルトキモ亦同シ」と定め，前記銀10 IIや「有価証券デリバティブ」の定義規定を置く金商2 XXI・2 XXIIのような「官許」をもとめた。これが「官許ヲ得サル」場合「訴権ナキ博戯及ヒ賭事ト同視ス」べきものとされ，その結果「自然義務ヲモ生セス且其債務ノ追認，更改又ハ保証ハ総テ無効」となるとされた（ただ，法令上許容されさえすればすべて違法の疑念が晴れるのではないことについて，日本銀行金融法委員会「金融デリバティブ取引と賭博罪に関する論点整理」（平成11年11月29日），佐久間修「デリバティブ取引（金融派生商品）に対する刑事規制」経済と刑法—中山研一先生古稀祝賀論文集2（1997年）221頁）。これも経済学的には一種のデリバティブともいふべき射倖契約である個人向けの**外国為替証拠金取引**につき，東京地判平成17・4・22判例体系28101060のように賭博性を認めるなどして公序無効とした例がある。仙台地判平成19・9・5判タ1273号240頁に至っては，損益を業者側が一方的に決定するなど，却って真の「偶然性」が欠け，むしろ詐欺として論じ得る事例であったが，これもまた無効であると考えられた。現行民法に残された典型契約として定められる射倖契約には**終身定期金**（民689以下）が知られる。「契約者が「元本」を終身定期金債務者に対して給付し（例えば不動産の所有権），これに対して終身定期金債務者が定期金を契約者の死亡まで支払うことを約する。最終的な終身定期金債務者の支払総額が元本の価値を上回るか下回るかは，定期金の各回の支払額と契約者の死亡までの期間に依存する。余命が長ければ長い程，受給者は益のポジションに立つことになり，支払者は損のポジションに立つことになる（vice versa）。年金生活者甲が，1800万円の土地建物の所有権を元本として信託会社乙に移転し，乙は甲に月額15万円の終身定期金を支払う旨を約束する。甲の生存する期間120カ月を境に両当事者の損益が分かれる」（柴崎・前掲書（注2）111頁注72）。支払者が受給者の長寿を望まないという危険なインセンティブを生じるところから，この種の契約には，公法的制御が要請される。



まれていないところから、これがデリバティブ取引にも適用されるのではないかとの危惧がもたれた（この点日本の債権法改正では、事情変更による契約の改訂・解約権は導入されなかったので状況は同様ではない）。しかしながら、フランスの学説<sup>(21)</sup>は「契約上の偶然性 *aléa contractuel* と契約外の偶然性 *aléa extracontractuel* とを区別すべきであるとし<sup>(22)</sup>、諸国の立法例も<sup>(23)</sup>、不予定契約改訂請求権・解除権を射倖契約にそのまま適用しない

- 
- (21) THIBIERGE (Louis), *Le contrat face à l'imprévu*, 2011, *Économica*, préf. AYNES (Laurent), no 88. によれば、不確実性に対する承諾 [acceptation de l'incertain] は「不予定への投機 [spéculation sur l'imprévu]」を意味しない。
- (22) GAUDEMET (Antoine), *Imprévision : les contrats financiers aléatoires entrent-ils dans le domaine d'application de l'article 1195 du Code civil ?* in Pauline Pailler, Anne-Claire Rouaud et Myriam Roussille (à l'initiative de), *Autour du droit bancaire et financier et au-delà. Mélanges en l'honneur de Jean-Jacques Daigre*, Joly, 2017, pp. 533-538. 不予定理論は契約の通常のリスクの範囲を凌駕するときにはしか発動されない (BENABENT, *Les contrats spéciaux civils et commerciaux*, op.cit. の過去の版次 8e éd., 2008, no 1311., no 90)。
- (23) 1972年改正以来不予定を理由とする契約改訂権を規定するコロンビア商法典により射倖契約にはこれが適用されない。ことが明言されていたという。Art. 868. *Revisión del contrato por circunstancias extraordinarias*. [例外的状況を理由とする契約の改訂] - 1. Cuando circunstancias extraordinarias, imprevistas o imprevisibles, posteriores a la celebración de un contrato de ejecución sucesiva, periódica o diferida, alteren o agraven la prestación de futuro cumplimiento a cargo de una de las partes, en grado tal que le resulte excesivamente onerosa, podrá ésta pedir su revisión. [継続的、定期的または後日の履行を約する契約の締結後に、例外的な、予見されないまたは予見され得ざる状況が、当事者の一方による将来の履行としての給付を変更または加重し、給付が過度の負担となるときには、当事者はその改訂を請求することができる。] / 2. El juez procederá a examinar las circunstancias que hayan alterado las bases del contrato y ordenará, si ello es posible, los reajustes que la equidad indique ; en caso contrario, el juez decretará la terminación del contrato. [判事は契約の基礎を変更した状況を点検しそれが可能である場合には衡平の命じる調整を命じるものとし、これが不可能な場合には解約を命じるものとする。] / 3. Esta regla no se aplicará a los contratos aleatorios ni a los de ejecución instantánea. [本条の規則は射倖契約または即時履行契約には適用しない。] また、不予定による解除権を定めるイタリア民法典第1467条においては、第2項において、偶発的に生じた負担が「契約上の通例の偶然性の範囲であるときは」この権利の発動を許さ

との例外を設ける<sup>(24)</sup>。従って、スワップ契約において、契約上、不確実な事象ではあるが予見されている変動から生じる範囲におさまる損益につき、これを不予見を理由に排除することはできないが、例えば、指標において参照される通貨が暴落しあるいは消滅するような極端な場面では、そのことを当事者がことさらに予期してカバーしようとするのでない限りは、事柄は契約外的偶然性ということになり、この損益はゲームの外側におかれる一破毀院は無効の価値指標の存在を前提にこのことを認めていたという<sup>(25)</sup>。

[407] 通貨金融法典 L.211-40-1条の新設 以上のような前提から、フランス法でも不予見法理の適用除外を法定すべきだとの議論<sup>(26)</sup>が起きた。

---

ない旨を示している。Art. 1467 (Contratto con prestazioni corrispettive). -1. Nei contratti a esecuzione continuata o periodica ovvero a esecuzione differita, se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa per il verificarsi di avvenimenti straordinari e imprevedibili, la parte che deve tale prestazione può domandare la risoluzione del contratto, con gli effetti stabiliti dall'art. 1458. [継続的もしくは定期的または後日の履行の契約においては、例外的かつ不予見の事象の発生のため当事者の一方の給付が過度の負担となるときは、この給付を負担する当事者は、第1458条《原状回復》所定の効果を伴った契約の解除を請求することができる。] / 2. La risoluzione non può essere domandata se la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto. [解除は発生した負担が契約の通常の偶然性の範囲であるときはこれを請求できない。] / 3. La parte contro la quale è domandata la risoluzione può evitarla offrendo di modificare equamente le condizioni del contratto. [解除請求の相手方は契約の条件を衡平な範囲に修正することを提案して解除を回避することができる]

(24) GHESTIN (J.), JAMIN (Ch.) et BILLIAU (M.), *Traité de droit civil, les effets du contrat*, 3e éd., 2001, LGDJ, no 265 cité par GAUDEMET, op. cit. は、不予見は“実定契約 [contrat commutatif]”だけでなく、射倖契約にも適用され、「偶然性はレジオンを追い払うが、不予見を追い払わない」として、保険法典における、不予見な事情の変化による保険料改定権の法定を提言してさえた。この説の下では改正新第1195条に対する適用除外規定がない限りは金融取引契約にも不予見は適用されることになる。

(25) 破毀院民事第3部1987年7月22日, no 84-10548, Bull. civ. III, no 151.

(26) 一般私法は、既述のとおり、予見可能性の欠如から生じる損益から取引当事者を保護する制度を準備しているが(レジオンや瑕疵担保)、そのひとつとし

GAUDEMET は適用除外立法の提案を批判し、①新第1195条は、当事者の特約によって除外することができる<sup>(27)</sup>、②仮にそれが認められなくても裁判官の介入はそれほど深刻ではない<sup>(28)</sup>、③却って適用除外を設けることで脱法行為を促す結果につながる<sup>(29)</sup>等と論じたが、この批判にもかわらず、2018年4月20日の法律2018-287号により通貨金融法典 L.211-40-1条が新設され、「民法典第1195条は通貨金融法典 L.211-1条第 I ないし第 III パラグラフに掲げる金融証券および金融契約に関する取引より生じる債務には適用しない」<sup>(30)</sup>とされた。③の危惧も、契約外的偶然性の扱いについても、議論が残ることになる。

[408] 偶然性を変更することの予約とその完結 デリバティブの場合に

てフランス民法典第1965条の「博戯の抗弁」というものがある。これが援用されると先物取引等デリバティブの先駆的形態の利用を不可能にするところから、職業者間の金融契約につき、同条の適用を排除する特別立法として、“先物取引 [marchés à terme]” に関する1885年3月28日の法律が知られる。現代の通貨金融法典 L.211-35条である。「取引が単なる差額の支払に帰すべきものであったとしても、何人も金融契約から生じる諸債務を免れるために、民法典第1965条を援用することができない [Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui résultent de contrats financiers, se prévaloir de l'article 1965 du code civil, alors même que ces opérations se résoudraient par le paiement d'une simple différence.]」。ここに改正民法典新第1195条の適用除外を付け加えようとする改正が提言されることは十分考えられるのである。

- (27) 国際取引契約では「風景条項 [clause de paysage]」（公権力によって契約に適用される枠組みが変化したときには、これを変更することを可能にするもの）等を用いる例がある。GAUDEMET, *op.cit.*, p. 537.
- (28) 仮に同条が適用されたとしても、裁判官が介入する例は稀有であり、また、裁判官の介入のあり方としては、内容改訂よりも解約を宣言する傾向が強いことから当事者どうしでの再交渉が促される。GAUDEMET, *op.cit.*, *loc.cit.*
- (29) 通貨金融法典 L.211-35条は同法典の D.211-1条 A に列举の「金融契約 [contrats financiers]」だけを対象にしているところ、厳密にはこれにあたらぬ他のあらゆる射俵契約性を有する金融取引のたびに、適用除外規定の適用を受けようとしてデリバティブ契約の外形を偽装する望ましくない実務も生じるであろう。GAUDEMET, *idem.*
- (30) 同改正法第16条第 I パラグラフによれば、同条は同改正施行後締結の法律行為に対してのみ適用される。

も、前述の「偶然性」論は一貫して妥当する。そこで、期限前終了の問題の検討に戻ることにしたい。取引開始の時点において、当初の契約では、引用される統計値は、満期における原資産価格である。したがって、満期が到来して終了した状態は、その契約に描かれた偶然性が発動した姿であり、よってこれが契約正義を保障する。デリバティブにおいては満期において合意のとおり実現された損益は、客観性を担保されたいわば**自然的偶然性**の所産である。満期における損益がどうなるかについて、当事者は考え得る限りの蓋然性を想定しこれを予測して契約締結に臨むのが通例である。これに対して期限前終了ネットィングの場合には、その損益は、前出 [303] にあるとおり再構築費用であり、その計算には、計算実行時における原資産価格を変数として用いる以上、合意された満期におけるエクスポージャーとは別のものになる。そのうえ、マーケット・クォーテーション方式（第三者が計算を実行する）であれ、ロス方式（非破綻当事者が計算を実行する）であれ、計算を実行する者には、約定のあり方次第でパラメータの選択等に一定の裁量が認められる結果となる場合があり、善意で合理的に行われた計算の結果であれ、人為の結果として損益が左右される<sup>(31)</sup>、という意味において**部分的人為的偶然性**とも呼ぶべき性格を持っている（マーケットクォーテーション方式は複数ディーラーに見積を依頼するもので、当事者一方の破綻による期限前終了の場合には見積すべき取引が無数になるところからこれが適さないため、ロス方式が採用される。算定者は非破綻当事者側となり、自行に都合のよい計算方法を採用することもある。ISDA

(31) 例えば、東京高判2014（平成26）・1・29 金判1437号42頁は、通貨スワップのネットィングにかかわる事例であるが、期限前終了日が休日であったため、用いるべきパラメータ（為替レート、金利、ボラティリティ）がその直前の営業日のものであるのか、期限前終了日以降合理的に実行可能となった最初の日のそれによるのかが争われたり、再構築に際して利益が生じた場合再構築コストとして損失と利益とを通算すべきか、弁護士費用の範囲、遅延損害金の率などについて争いがあり、マスター契約書に記載された「善意で合理的」な算定にあたるか否かは必ずしも客観的に保障されたものではないことをうかがわせている。

マスターでは「善意かつ合理的」な方法で計算すべきものとしてはいるものの、管財人との紛争になりやすい)。ところで、偶然性は合意の要素であり債務の要素である。これを変更すること<sup>(32)</sup>を条件付で授権しあう合意(更改予約)の発動(予約完結権行使)の結果は真実の更改の名に値する<sup>(33)</sup>。それ

- (32) 平成29年改正債権法では客観的更改の定義が「給付の内容に関する重要な変更」へと名は改まったが、その内容からこれが外されることはよもやあり得なからう。なお改正法における客観的更改概念につき、柴崎暁『「給付の内容について」の『重要な変更』—平成29年改正債権法(新債権編)における客観的更改の概念—』比較法学(早稲田大学比較法研究所)52巻1号(2018年6月)39-54頁。
- (33) 平成29年改正以前の民513Ⅱには、停止条件付債務が無条件債務となる場合が看做し更改とされてきたが、本文に述べるような原資産価格の変更は条件の変更に近いと考えられる。なお以上、柴崎・前掲書注630も参照。スワップでもオプションでも、デリバティブは、満期が到来して初めて認識可能になる原資産価格に基づいて損益を確定する契約であるから、満期が未到来であると、ある取引について、当事者のポジションすなわちいずれが債権者であり債務者であるのか、および、その給付すべき金額が幾らであるのかも確定していない場合が殆どである。満期未到来の状態であるデリバティブを仮に現時点で処分とした場合の経済的価値は理論値でしか認識できない。マーケットクォーターション方式は複数ディーラーの見積を要するため、倒産局面では非破綻当事者が算定する損害方式が用いられる(したがってその計算はある種の自己契約であって濫用のおそれがあるので、善意かつ合理的におこなわれなければならないとされている)。複数の各商品を擬制的な価格の債権に置換え、その損益を総額相殺しようとするのが更改差引計算または破綻時差引計算なのである。本来の満期の原資産価格が、当該一個のデリバティブの自然的な偶然性 *aléa* であるとするならば、この置換によって偶然性は仮想的なそれに置換えられる(置き換えられる前の債務は「未必的」ながらも、存在はしていると考えられることにしよう。そこには「旧債務」があり、本来ならば満期における原資産価格によってその内容が確定されるはずのものである)。射俵契約における偶然性 *aléa* は、フランス契約法にいう合意のコオズ *cause* であり(西原・前掲書94頁にあらわれるCAPITANTの見解など参照)、それは「債務の要素」(民513)であり、その交替は更改 *novation* である(また、平成29年改正民513「給付の内容」にかかわる「重要な変更」に該当する)。対象取引の全件につきこのような「更改」を行って損益を算出し、全件、それぞれ当事者にどれだけの金額の債権債務が存するか、すなわちポジションが確定する。計算実行時点での最終的な損益はこれらのポジションの総額相殺をしたのちに判明する。非破綻当事者は、損のポジション、即ち支払うべき清算金があればこれを支払っ

ゆえ実務上、オペレーション・ネットイングには「更改によるネットイング」の名が与えられているのである。

## B 一括清算の経済的機能

[501] **BIS 基準** ところで、上記のようなネットイングの合意は、相手方の破綻のリスクをどのようにコントロールするかという経営政策上の問題にとどまるのではない。金融機関は、法的な義務としてこの合意を整えておかなければならないことになっている。国際金融市場において取引を行う金融機関に経営破綻が生じ破綻の連鎖（システミックリスク）をもたらし、市場パニックが国境を越えて拡大するおそれがある。日本における不動産バブルの崩壊、米国の CDS を原因とするリーマン・ショック等を経験する以前より国際決済銀行は、金融機関の破綻の影響を最小化するための仕組みを実行に移してきた。それが「**BIS 基準**」であり、危険資産に対する自己資本比率 8% を要求するという国際的取極めであった<sup>(34)</sup>。

[502] **一括清算とエクスポージャーの縮減** この基準の充足は、当初危険資産の個々の価額の累計を以てエクスポージャーとするという考え方から出発していた。しかしながら、ある金融機関の破綻時に、そのカウンターパーティーが「益」のポジションで有する契約と、「損」のポジションで有する契約とは、一括清算を以て差引計算することで、エクスポージャーを打ち消しあう関係にあるので、その差引残高（ネット）を以て真実のエクスポージャーであるとする思考が採用されるようになる<sup>(35)</sup>。

---

て、再構築時に新契約者から回収する。益のポジション、即ち請求すべき清算金があれば手続に参加して配当を待つとともに（この状態が当該非破綻当事者の負担しているエクスポージャーである）、再構築時に新契約者には相当額を払込むこととなる。

(34) パーゼル銀行委員会・資本規模・資本基準の国際的収斂に関する報告書（1988年）。これを受けて1993年に発令されたのが「銀行法第14条の2に定める自己資本比率の基準を定める件」である。岩原紳作・商事法論集Ⅱ金融法論集上—金融・銀行（2017年、商事法務）330頁。

(35) 1994年、1995年にかけてパーゼル銀行委員会が公表した2本の報告書、「一

[503] **一括清算と管財人** ところが、当時の世界的な立法状況では、日本の会社更生法に相当する手続の場面では、未履行双務契約における管財人の選任解除権が認められており（管財人は職責上、更生会社の財産状態を最善のものとする責務を負っているから）、当然、更生会社が「益」のポジションになったあるいはそうなる見込みのほぼ確実な取引だけを残して履行請求し、更生会社が「損」のポジションになっている契約はすべて解除して原状回復するに違わなく（「チェリー・ピッキング」）、これによって差引計算の帰趨の予測可能性を著しく害する虞のもとにあった。そこで、各国で別段の立法<sup>(36)</sup>を施すなどしてエクスポージャー縮減の効用を制度的

---

部の貸借対照表外取引に伴う信用危険の取扱」「貸借対照表外取引のための潜在的危険負担の取扱」が、後に「バーゼルⅡ」と呼ばれる新しい基準を提言した。これがネットティングに関する合意を取引約定書において定めておくことを間接的に金融機関に義務付けることとなった。以上この問題について、柴崎・前掲書 [25203]。取引約定書の分析については同・[25205]。

- (36) 日本では、これが平成10年の一括清算法である。**金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律**（平成10年法律第108号）第3条（一括清算と破産手続等との関係）「破産手続開始の決定、再生手続開始の決定又は更生手続開始の決定（以下この条において「破産手続開始決定等」という。）がなされた者が、一括清算の約定をした基本契約書に基づき特定金融取引を行っていた金融機関等又はその相手方である場合には、当該基本契約書に基づいて行われていたすべての特定金融取引についてこれらの者が有する次の各号に掲げる法律に規定する当該各号に定める財産又は債権は、当該破産手続開始決定等に係る一括清算事由が生じたことにより、それぞれ、当該破産手続開始決定等がなされた者が当該約定に基づき有することとなった一の債権又はその相手方が当該約定に基づき有することとなった一の債権とする。/一 破産法（平成16年法律第75号）破産財団に属する財産又は破産債権 /二 民事再生法（平成11年法律第225号）再生手続開始の時に再生債務者に属する財産又は再生債権 /三 会社更生法（平成14年法律第154号）又は金融機関等の更生手続の特例等に関する法律（平成8年法律第95号）更生手続開始の時に株式会社若しくは同法第2条第2項に規定する協同組織金融機関若しくは同条第6項に規定する相互会社に属する財産又は会社更生法第2条第12項本文若しくは金融機関等の更生手続の特例等に関する法律第4条第12項本文若しくは第169条第12項本文に規定する更生債権等」。また、同法以前における議論においては、ネットティングの合意を商法の規定する交互計算に見立てて、平成16年改正以前から破産法に存在した交互計算の倒産結了規定（後の破産法59）を適用して、一括清算を

に確保したものである<sup>(37)</sup>。

管財人に主張できるとする見解もあった（前田庸＝神田秀樹「オブリゲーション・ネットティングについて（オブリゲーション・ネットティングの意義：ネットティングおよび一括清算と英米法：わが国における法律問題）」金融法研究資料編第6号（1992年）2頁以下）。一括清算法制定以降は事柄は明確になったが、その後破産法には平成16年改正で相場商品契約の倒産結了規定も新設された（破58）。

- (37) デリバティブの期限前終了による損益に基づく相殺に関連して、改正債権法が、発生原因だけが先行して成立しているが厳密にいうと債権の発生が繰り延べられているような債権を自働債権とする将来債権相殺についての規定を導入したこととの関係に付言しておきたい。平成29年改正日民469Ⅱ（1）の適用に関しては、デリバティブ一般が、有価証券の形態を採るものを除けば、人的考慮に基づく契約であると考えられ、その性質による譲渡不能（民466Ⅰ但）な権利と考えられる。従って、自働債権としてのデリバティブが譲渡される場合の相殺を考えることはできないとみてよい（有価証券形態のデリバティブの期中相殺なるものがあることができるかについてはなお別の検討を要する）。他方で、改民511Ⅱ「前項の規定にかかわらず、差押え後に取得した債権が差押え前の原因に基づいて生じたものであるときは、その第三債務者は、その債権による相殺をもって差押債権者に対抗することができる。ただし、第三債務者が差押え後に他人の債権を取得したときは、この限りでない。」に関しては、デリバティブの契約締結が「差押え前の原因」となり、そこに存在する金額不確定の権利が自働「債権」となり、他方当事者のこれも損益未定のデリバティブが受働「債権」として「差押さえ」られた場合の相殺の対抗が認められ、これを類推して、会社更生法等法定倒産手続の場面における管財人に対する関係における相殺をもってするデリバティブの「期限前終了」をトリガーとする対抗につき正当化できるという意見があるかもしれない。ところで、既に述べたように、満期未到来のデリバティブでは多くの場合、損益は未定であり、それはどちらの当事者が債権者となり債務者となるかという点も含めての未確定である。そこに、相殺という概念がもともと想定しているような債権債務の対立構造（民・改民505Ⅰ）があるといえるのであろうか。期限未到来のデリバティブにおいては、潜在的には、一定の蓋然性を以てどちらかが債権者であり債務者となるということはいえるかもしれないが、では蓋然性がどの程度であればこれを対立構造ととらえるべきなのであろうか。ある閾値があるのかもしれないが、それは誰がどのように何に基づいて決定するのであろうか。またそのような取扱が市場の慣例に照らして合理性があるといえるのであろうか。このように損益未確定の法律状態しか存在しない当事者の間に債権債務の相互対立を見立てる解釈には根拠がない。



## おわりに

[601] 以上の通り、デリバティブ取引における期限前解約とは、定期預金の期限前払戻のような単なる解除と相殺ではなく、偶然性を変更する更改を伴って時価評価で損益を確定した上での相殺である。デリバティブ、とりわけスワップでは本来なら満期までは損益を知ることができないところ、更改または更改類似の行為の予約の完結による各債務の「偶然性」の変更でいったん確定した債務に変形せしめ、破綻金融機関との間で同一の相手方が有する無数のデリバティブについて確定したこれら債権債務を一斉に相殺することである（この操作が倒産法上、管財人に対して対抗し得るかは必ずしも明らかではないので、一括清算法によりその効果を確保する。ただ単に相殺予約に関する判例を援用しても、これを同様に正当化することはできないであろう）。このほか、破綻金融機関が会社集団を形成していて、一斉に期限前終了事由を迎え、カウンターパーティーとの間でマルチラテラルな関係になる場合の問題、とりわけ、相殺の要件である債権の相互対立を欠く債権間での“相殺”等も近時論じられているが、本稿では省略する<sup>(38)</sup>。

(38) 柴崎暁「一括清算と三者間相殺」比較法学（早稲田大学比較法研究所）51巻3号（2018年3月）41-69頁、柴崎暁「債権の相互対立のない相殺は、民事再生法92条1項により認められる相殺に該当しないものとされた事例（最判2016（平成28）・7・8民集70巻6号1611頁・リーマンブラザーズ証券対野村信託事件）」金融・商事判例（経済法令研究会）1527号（2017年11月1日）2-7頁、柴崎暁（시마자키 사토루）「日本私法における一括清算と三者間相殺（삼자간 상계와 일괄청산）」企業法研究（韓國企業法學會）第31巻第4號（通巻第71號）（2017年12月）47-74頁（沈律（심율）による韓国語訳60-70頁）。