

第2章 デリバティブ取引に関する法の動向

——ネットィングを中心として——

神 田 秀 樹

1 はじめに

本稿では、店頭デリバティブ取引について、二当事者間の契約で定められる一括清算ネットィングに関連する法的問題として、関係法令との関係、国際スワップス・デリバティブズ協会（ISDA）のマスター契約書式を概観した後で、近年、裁判において問題となった事例を素材として、若干の問題点の検討を行う。

なお、多数当事者間の一括清算ネットィング、中央清算機関との関係および証拠金との関係は、別に取り上げられる予定なので、本稿では取り上げない。

また、以下では、準拠法が日本法であることを前提とする。

2 日本法における二者間ネットィングの取扱い

店頭デリバティブ取引において二当事者間の契約で定められる一括清算ネットィングとは、一般に、契約の一方当事者について一定の信用悪化事由が生じたときに、自動的または他方当事者の請求により、当事者間に発生している一定の対象債権債務をすべて清算して、当事者間に一つの債権または債務が存在することとして、その債権または債務をもって対象債権債務を置き換えることをいい、一括清算ネットィングに関する詳細は、あらかじめ当事者間で締結される基本契約書において定められる。ISDAのマスター契約書式も、このような一括清算ネットィングに関する詳細を定めている。

現行日本法のもとでは、このような一括清算ネットィング（以下「ネットィング」という）については、一般に、①「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」（以下「一括清算法」と略す）が適用されれば、それでネットィングが行われ、これが適用されないと、②破産法58条（民事再生法51条、会社更生法63条で準用）が適用される。そして、破産法58条等の適用もない場合には、③相殺に関する

る法理等によって処理されると理解されている。なお、ISDA の日本支部は、請求による清算ではなく、自動的に清算がされることを推奨している。

平成 25 年の預金保険法の改正により、預金保険法に 137 条の 3 が新設された。この規定は、FSB（金融安定理事会）の「Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions（October 2011）」を実現するものであり、一定の場合に、ネットティングの実施を一時停止するものである。すなわち、同法 137 条の 3 第 1 項は、「内閣総理大臣は、第 102 条 1 項に規定する認定又は特定認定を行う場合においては、（金融危機対応）会議の議を経て、当該認定又は特定認定に係る金融機関又は金融機関等について、関連措置等（当該認定若しくは特定認定又は管理を命ずる処分、特別監視指定若しくは特定管理を命ずる処分その他の当該認定若しくは特定認定に関連する措置をいう）が講じられたことを理由とする契約（契約の当事者又は契約において定める者である金融機関又は金融機関等に対し関連措置等が講じられたことを理由として特定解除等の効力が生ずることを約定しているものであつて、金融市場その他の金融システムと関連性を有する取引のうち内閣府令・財務省令で定めるものに係るものに限る）の特定解除等を定めた条項は、我が国の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれを回避するために必要な範囲において、事業の譲渡その他の我が国の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれを回避するために必要な措置が講じられるために必要な期間として内閣総理大臣が定めた期間（以下「措置実施期間」という）中は、その効力を有しないこととする決定を行うことができる」と定めている（137 条の 3 第 5 項 6 項も参照）。なお、「特定解除等」とは、「契約の終了又は解除、契約を解約する権利の発生、契約に係る債権に係る期限の利益の喪失、契約に係る取引に係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 2 条 6 項に規定する一括清算その他これらに類するものとして内閣府令・財務省令で定めるものをいう」とされている（137 条の 3 第 2 項）。

各国とも、FSB の「Key Attributes」（上掲）を実施するために国内法において似たような措置を設けている。そして、EU では、ネットティングの実施を一時的に停止する権限を当局に認めているが、この権限が他の法域の契約当事者に及ぶかどうか不透明であるため、2014 年に、ISDA は、他の法域の当局による一時停止命令に従うことを内容とするいわゆる「Stay Protocol」を策定し、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）18 行（当時）はこれを採用し、2015 年（平成 27 年）1 月から導入されている。

3 ISDAのマスター契約書式

ISDAのマスター契約書式には、1987年版、1992年版および2002年版があるが、ここ数年の間は、本稿の対象外である多数当事者間のネットティング、中央清算機関との関係および証拠金との関係に関する動向を除くと、あまり大きな動きは見られないように思われる。

なお、1点だけ、2014年に確定した改訂について述べておく。これは、いわゆる「2(a)(iii)」問題に対処するためにされた改訂である。この問題は、当事者の請求に基づくネットティングに関し、請求をしないで様子を見ることができるとするISDAマスター契約の2条(a)(iii)は倒産法の趣旨目的に反するとしたアメリカの破産裁判所の判決などに対応するため、様子を見ることができ期間を一定期間に限定する旨の条項を設ける改訂をするものである。ただ、いずれにせよ、この改訂によって、ネットティングに関する他の条項の有効性が影響を受けるものではないと解されている。

4 スワップ契約の不履行と損害（東京高判平成9年5月28日判例タイムズ982号166頁）

(1) 事実の概要

X銀行（原告・控訴人）は、その得意先Y（被告・被控訴人）との間において日本円とスペイン・ペセタとのクーポン・スワップ取引契約を締結した。この契約では、2年間、合計4回にわたり、Yが日本円（想定元本金額10億円）による年25.5パーセントの割合による利息を、Xがこれに対応するスペイン・ペセタ（想定元本金額6億6,150万6,913ペセタ）による年26.5パーセントの割合による利息を各決済日に相互に支払うというものであり、為替レートに変動のない限り、Yが年1パーセントの差益を得るといった内容であった。

Yが第2回の決済金（差額）1,745万円余を支払わなかったため、Xは同契約を解除し、その日の外国為替相場により算出したYが支払うべき決済金1,771万3,953円と同契約の解除によりXに生じた損害として3,813万8,811円の合計5,585万2,764円の支払を催告した。その後、Xは担保として差し入れられていたYの預金債権について担保権を実行し、Xの主張する債権の残額は3,223万8,390円となった。

Xは、当初、解除による損害として、Xが本件契約によって発生する為替リスクを

回避するためニューヨーク州法人と締結した金利・通貨スワップ契約の解約による支払金額を主張していたが、その後、解除後の決済日に X が得べき利益を先物為替レートにより算出してこれを通常損害（民法 416 条 1 項）であると主張した。

東京地判平成 7 年 11 月 6 日金融法務事情 1455 号 49 頁は、解除による損害は、将来履行する義務を負う事項を解除時点において履行した場合に生ずると想定される損害であるとは限らず、X が為替リスクを回避するための措置を講じたことによって X に生じた損害について Y が賠償責任を負うためには当初の契約においてそれだけの定めを置いておかなければならないとして、X の請求を棄却した。

控訴審は、原審判決取消し。本件契約は、4 回の決済日に金利を相互に支払う内容の 1 個の契約であり、解除後に到来する各決済日における日本円とスペイン・ペセタの金利の交換により X が将来得べかりし利益は債務不履行に伴う通常の損害であると判示。

(2) 判旨

「X は、本件契約において、合計 4 回の各決済日に、Y から、右日本円の想定元本金額に対する右約定の金利の支払を受けるとともに、Y に対し、ESP（スペイン・ペセタ）の想定元本金額に対する右約定の金利を支払うべき地位にあると認められる。そして、本件契約が Y の債務不履行により解除されると、X は、解除後に到来する各決済日において右日本円と ESP の金利の交換を受ける地位を失い、右金利の交換に伴う利益を受けることができないことになるが、このような本件契約の解除後に到来する各決済日における日本円と ESP の金利の交換により X が受け得る利益は、本件契約の履行によって X が将来得べかりし利益にほかならないから、Y の債務不履行によって本件契約が解除されたことに伴って X が被る将来の得べかりし利益の喪失による損害は、右債務不履行に伴う通常の損害であって、特別の損害ということはいできない。したがって、Y は、本件契約の解除によって X に生じた得べかりし利益の損失による損害を賠償すべき義務がある。」

(3) コメント

本件スワップ取引のような取引について債務不履行があったような場合、債務不履行をした当事者（Y）の相手方（X）が通常受ける損害については、本件控訴審判決の考え方が妥当である（道垣内弘人「スワップ契約の債務不履行を原因とする解除と損害賠償をめぐる問題点—東京地判平成 7・11・6 を素材として—」金融法務事情 1471 号 80 頁以下（平成 9 年）参照）。

すなわち、取引が履行されれば X が受け得る利益は、取引の履行によって X が将来得べかりし利益である。したがって、Y の債務不履行によって本件契約が終了ないし解除されたことに伴って X が被るのは、そのような契約上の地位の喪失、すなわち将来の得べかりし利益の喪失による損害であり、それは、民法 416 条 1 項の通常損害となると解すべきである。

このような将来の得べかりし利益の喪失による損害の額は、理論的には、不履行となった取引を再構築する場合に要するコスト（いわゆる再構築コスト）であるが、具体的事案においてそれがいくらであるかは、損害を主張する側が立証する責任を負う。

なお、この場合における損害の額は、債務不履行の後に実際に代替取引ないし類似の取引がされたとしても、その取引を基準として算出されるのではなく、あくまで債務不履行となった契約上の地位を再構築するのに要するコストによって算出される。

5 店頭デリバティブ取引における国債の担保提供（東京高判平成22年10月27日金融商事判例1360号53頁）

（1）事実の概要

平成 18 年 12 月 27 日、日本の金融機関である X（原告・控訴人）は Y（リーマン・ブラザーズ証券株式会社。被告・被控訴人）との間で、国際スワップス・デリバティブズ協会（ISDA）のマスター契約書式（1992 年版と思われる）を使用した基本契約（以下「本件マスター契約」という）を締結し、平成 19 年 2 月からデリバティブ取引を開始した。平成 19 年 9 月 5 日、X は Y との間で、本件マスター契約に付随する契約であり、本件マスター契約に基づいて行うデリバティブ取引から発生する相手方の信用リスクを軽減し、デリバティブ取引の有担保化を可能とするクレジット・サポート・アネックス契約（これも ISDA が作成した契約書式（1995 年版と思われる）を使用した契約）（以下「本件 CSA 契約」という）を締結し、これに基づいて、同年 11 月 16 日、X は Y に額面 20 億円分の国債を交付した。ところが、Y の親会社である米国のリーマン社が米国において平成 20 年 9 月 15 日に破綻し（チャプター 11 の手続を申し立てた）、XY 間のデリバティブ契約は（本件マスター契約の条項に基づき）終了した。なお、同日、Y について民事再生手続開始の申立てがされ、同月 19 日に開始決定がされた。

そこで、X は、Y に対して、取戻権（民事再生法 52 条 1 項）を理由として余剰担保部分（X が Y に負う債務の額を超える額に相当する部分）の国債の返還を求めた

(正確には、国債の償還があったため、Xは、XがYに差し入れていた上記国債について取戻権が認められることを前提として、償還された上記国債の償還金等について取戻権を有するか、または償還金等相当額の返還請求権が共益債権に該当すると主張して、償還金等約12億円強および遅延損害金の支払を求めた。金融商事判例1360号58～59頁参照)。

第1審(東京地判平成21年11月25日金融商事判例1360号58頁)は、Xの取戻権を否定し、次のように述べて、Xの訴えを却下した。

「本件CSA契約上、Yが返還義務を負うのは、本件国債のみに限られず、本件国債と同一の発行体、種類、発行回期、満期、利率及び元本金額の国債を含むということができ……、本件CSA契約〔の〕……規定をもって、XがYに対して本件余剰部分の返還請求をしたことにより、Xに本件余剰部分の所有権が帰属することにはならない。」

「本件CSA契約においても消費貸借形式が採用され、それに基づき本件国債が貸し渡されたことにより本件国債の所有権はYに移転し……、Yは、本件国債又はこれと同種の国債の返還義務を負うにすぎないのであるから……、本件CSA契約が相殺の担保的機能によりデリバティブ取引の有担保化を図るものであるとしても、それはあくまでも経済的意味でのものにすぎず、譲渡担保と同視できる法的な意味での担保権の設定であるとまではいい難い。」

「また、本件国債の所有権がXに復帰すべきものとされていたとすれば、Xが本件余剰部分の取戻権を行使できることにはなるけれども、その場合には、本件CSA契約において消費貸借形式を採ることによって、権利者であるYがこれを更に自己の所有物として自由に利用・処分することを可能とすることと矛盾する。」

「日本法におけるCSA契約について記載する国際スワップデリバティブズ協会の『User's Guide to the 1995 ISDA Credit Support Annex』において、消費貸借形式の場合には、義務者は、権利者が債務不履行に陥った場合には債務を超過する資産の返還を求める債権的権利 (obligation-right) のみを有し、一般債権者に優先して受け戻す一般的権利を有するものではないと記載されていることからすれば、消費貸借形式を採用した場合には質権形式を採用した場合と異なり、取戻権が認められないものとの説明がされているといえ、CSA契約において消費貸借形式を選択することにより、権利者が義務者から貸し渡された保有貸付担保物を利用・処分することができ、破産、会社更生等の場合に義務者が一般に制限なく相殺権を行使することが可能であるという長所がある一方、本件のような場合に取戻権が認められないという短所

があるという点で質権形式とは異なっていることが明らかにされているといえる。」

Xは、控訴し、控訴審において若干の補足的主張をした。控訴棄却。

(2) 判旨

判旨は、第1審判決をすべて引用したうえで、控訴審におけるXの補足的主張について、次のように述べた。

「確かに、本件 CSA 契約に基づく本件国債の差し入れは、デリバティブ取引から生じる取引相手方の信用リスクを軽減するというデリバティブ取引の有担保化を目的とするものであることから、担保的機能を有することは明らかである。しかし、本件 CSA 契約……において、当該……担保物が証券の場合、権利者は、その選択により、同価値の現金を返還することができる」と規定されており、これからすると、上記担保的機能を譲渡担保と同様あるいは類似の性質を有するものとまで認めることはできない。また、会計処理上、消費貸借契約の形式を採っている場合においても、本件国債をXの資産として計上すべきことが求められているが、それは、貸手は、返還期日に貸し付けた有価証券と同一種類の有価証券の返還を受ける権利を有しているもので、貸付期間中の現物の自由処分権はないものの、返還を受けた後は貸手にとって当該有価証券を保有していた場合と同一の結果となるから、保有していた有価証券の評価方法を継続適用するのが妥当であるという理由からである……。そうすると、会計処理上、本件国債がXの資産として計上されるとしても、そのことから直ちに本件国債の所有権がXにあるなどとはいえないし、また、本件国債の差し入れが譲渡担保であると認めることもできない。」

「〔証拠〕によれば、本件国債が振り替えられたYの自己口Iの口座は、Xが差し入れた20億円を下回ることなく推移したものの、同口座における……利付国債……の移動が頻繁に行われて増減を繰り返していることが認められる。そして、自己口Iには、Yの名称、Yの有する国債の銘柄、銘柄ごとの金額が記録されるにすぎないことを考慮すると、同口座において、Xが差し入れた本件国債が特定されたまま、すなわち混同することなくYによって分別管理されていたと認めることはできない。」

「確かに、Xが本件国債をYの自己口Iに差し入れてから同口座において20億円以上の残高で推移していたが、自己口Iにおいても国債の移動はされていたのであるから、Yにおいて本件国債20億円を固定し再利用をしない意思であったとまで認めることはできない。したがって、Yにおいて、Xが差し入れた本件国債につき再利用できない質権や譲渡担保権に基づく担保物であるとの認識を有していたと認めることはできない。」

(3) コメント

本件では、日本の中規模の銀行である X がリーマン社という大手の投資銀行の子会社を相手としてデリバティブ取引をし、国債をいわば担保として差し入れたところ相手方のほうが破綻したという事例であって、気の毒な面がある。しかし、第1審および控訴審判旨が述べているように、ISDA 作成の「User's Guide to the 1995 ISDA Credit Support Annex」において、消費貸借形式の場合には、義務者は権利者が債務不履行に陥った場合には債務を超過する資産の返還を求める債権的権利のみを有し、一般債権者に優先して受け戻す一般的権利を有するものではないと記載され、消費貸借形式を採用した場合には、質権形式を採用した場合と異なり、取戻権が認められないものとの説明がされていることもあり、本件 CSA 契約の解釈としては、裁判所の結論はやむをえないものであったと思われる（ただし、竹内康二『倒産実体法の契約処理』190頁以下（平成23年、商事法務）参照）（以下の記述は、拙稿『金融商品取引法判例百選86事件』（平成25年）に基づいている）。そして、本件の教訓としては、実務的には、カウンターパーティ・リスクの管理としては、余剰が生じないように管理すべきであるということになる（仲田信平＝内田信也＝山本俊之「ISDA CSAに関する高裁判決と実務へのインプリケーション」西村あさひ法律事務所・金融ニューズレター（平成23年4月）、島田邦雄＝御厨景子「デリバティブ取引に伴い担保として差し入れた国債にかかわる余剰担保分の民事再生法上の扱い」銀行法務21 735号80頁（平成23年）参照）。

しかし、契約の解釈という点を超えて、本件を機に考えさせられる点が多い（なお、以下では、適用される法は日本法であることを前提とする）。第1に、そもそも、デリバティブ取引の私法上の形式として、本件ではなぜ消費貸借形式が選択されたかである（質権方式もISDAの書式上は用意されているが、一般には消費貸借形式が使われるのが通常の実務であるようである）（この点に関する経緯については、坂本哲也「デリバティブ取引の有担保化における法的問題—日本国債を用いる場合の法律構成を中心に」金融研究14巻2号135頁以下（平成7年）、加藤和成＝菅原雅晴＝田中輝夫＝道垣内弘人＝道垣内正人＝和仁亮裕「担保付デリバティブ取引をめぐる法的視座—一括清算法を踏まえて」金融法務事情1531号11頁以下（平成10年）参照）。

第2に、社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」と略す）に基づく振替証券について、日本法のもとで、どのような場合に譲渡担保が可能かということであ

る。振替証券についても、質入れと並んで譲渡担保ということが制度上予定されている（振替法 151 条 2 項 1 号参照。この規定は振替株式の譲渡担保を前提とする規定であるとされており、振替国債や振替社債についても譲渡担保が可能であると解される）（株券等の保管及び振替に関する法律（平成 21 年 1 月 5 日廃止）のもとでの制度について、前田庸『新版注釈会社法』第 4 巻 345 頁～347 頁（昭和 61 年）参照。この制度が振替法にも引き継がれているものと解される。尾崎輝宏＝吉田修「社債、株式等の振替に関する法律の概要」別冊商事法務 286 号 179 頁～180 頁（平成 17 年）参照）。しかし、「種類物について譲渡担保は可能か」と問われると、答えは簡単ではなさそうである（山田誠一「種類物を用いた担保—担保の多様化についての一視点」金融研究 21 巻 4 号 203 頁以下（平成 14 年）参照）。

第 3 に、本件のような事例で「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」（以下「一括清算法」と略す）は適用されないのか。本件での国債の提供は一括清算法の適用対象になるように思われる（一括清算法 2 条 1 項、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施行規則 1 条参照）（和仁亮裕「一括清算に関する覚書」新堂幸司先生古稀祝賀『民事訴訟法理論の新たな構築（下巻）』801 頁以下（平成 13 年）参照）。これが適用されるとすると、再生手続との関係でいえば、一括清算法にいう一括清算が行われた場合の残額債権は再生債権となる（一括清算法 3 条）。また、一括清算法の適用がなくても、民事再生法 51 条（破産法 58 条を準用）が適用されれば、その場合も同様である。本件で裁判所はこれらの規定の適用を問題としていないようであるが、本件はこれらの規定を適用して解決すべき事例ではなかったかと思われる。

第 4 に、しかし、いずれにせよ、本件についての裁判所の結論は正しいというか、やむをえなかったと思われる。より一般的に言えば、現行法のもとでは、担保取引といわゆるネッティング（この概念はここでは一括清算法による一括清算および破産法 58 条等による処理や相殺約定による処理を含む意味で用いる）とは代替的なカウンターパーティ・リスクの管理方法である。現行法を前提とすると、ネッティングを選択すれば担保物権とはならず、担保物権を選択すればネッティングの対象とはならないということではないであろうか。

6 店頭デリバティブ取引におけるネットティング後の損害の額の算定（東京高判平成25年4月17日判例時報2250号14頁）

（1）事実の概要

X（リーマン・ブラザーズ証券株式会社。原告・被控訴人）とY（被告・控訴人）は、国際スワップス・デリバティブズ協会（ISDA）のマスター契約書式（1992年版）を使用した基本契約（本件マスター契約）を締結し、米ドルと日本円の為替スワップ取引（本件取引）をしていた。本件取引は、平成20年9月15日、Xの信用保証提供者である米国法人LBHIの米国連邦倒産法第11章の適用申請により期限前に終了した（以下「本件期限前終了」という）。Xは、Yがこれに伴う清算金を一部しか支払わないとして、Yに対し、清算金の残額289万4,486.43米ドルおよびこれに対する一部弁済日である同年12月29日から支払済み（当日を含まない）までの約定遅延損害金の支払を求めた。これに対し、本件の反訴請求は、Yが、本件期限前終了に伴う清算金としてYがXに支払った金員について、Xの本件取引の算定には誤りがあり、再計算の結果過払があるとして、Xに対し、不当利得金30万8,096.04米ドルおよびこれに対する反訴状送達の日（平成23年7月5日）の翌日である平成23年7月5日から支払済みまで民法所定年5分の割合による遅延損害金の支払を求めるものである。

第1審（東京地判平成24年7月20日判例タイムズ1403号209頁）では、X勝訴。控訴審は、第1審判決を取り消し、Y勝訴。

（2）判旨

「本件マスター契約14条の本件損害の定義規定は、『本契約又は一件若しくは（場合により）数件の終了された取引について、及びいずれかの当事者について、当該当事者が善意で合理的に決定する、本契約又は当該一件若しくは（場合により）数件の終了された取引に関連する自らの全損失及び費用（又は利益。ただし、この場合は負数で表される。）の終了通貨相当額を意味する。』と定めている。

これによれば、『善意で合理的に』との制約は課されているものの、本件では、Yがその制約の範囲内で本件取引の終了による自らの『全損失及び費用』を清算金額として決定することができることになる。このように解することは、Yの合理的裁量を容認することになるが、そもそも継続中のデリバティブ取引の期限前終了を一方的に引き起こすことにより、自らの債務不履行を招き、他方当事者であるYが本件取引を継続する利益を奪ったのはXであるし、このような場合にYが決定する清算金額

に拘束されることに合意したのも X であるから、上記のように解することは、当事者間の公平という観点からも、相当というべきである。」

「① 本件損害の定義規定によれば、Y が『損害』として算定することが求められる対象は、『全損失及び費用』であり、取引の喪失による損失が含まれるとされている。本件における取引の喪失とは、Y が本件取引を継続することができなくなったことにほかならず、これによる損失を計算するための端的な手段は、当事者が当該デリバティブ取引を継続するために要する費用、すなわち時価評価額と再構築コストを合算した再構築価格を算出することである。

この点については、同じ清算金の算定方法である市場見積り方式でも、清算金の算定のために再構築価格の見積りを利用することが想定されており、また、『損害』の定義において、当事者は、適当な市場において一社又は一社以上の主要なディーラーのレート、価格のクォーテーション（見積り）を参考に『損害』を決定することができる定められているところ、これらにおいて再構築価格を算出することが想定されていることに照らしても、上記のとおり解するのが相当である。

② これに対し、X は、本件期限前終了により生じた『取引の喪失による損失』に基づく『損害』は、喪失された取引に基づく契約上の地位の経済的価値（金銭評価額）であるから、本件取引の時価評価額が清算されれば足りると主張する。しかしながら、少なくとも『損害』の定義において、本件取引の時価評価額をもって『損害』を算定しなければならないとの定めはなく、『損害』の算定を行うに当たって合理的裁量を有する Y に、時価評価額のみをもって『損害』を算定することが要求されていると解することはできない。

また、X は、非期限の利益喪失当事者が現実に代替取引を行っていないにもかかわらず、再構築コストを加算して『損害』を算定することは、当事者が負担していないコストを填補し、過度の利益を与えることになる旨主張する。確かに、本件の損害の定義規定中には、『当該当事者がヘッジ取引またはその他の関連する取引のポジションを終了、清算、取得または再構築した結果として被った損失または費用（またはこれらのいずれかによる利益）を勘定に入れるものとする。』との定めがあり、これによれば、再構築コストが損害に含まれるのは実際に再構築を行った場合に限られると読めるが、この定めは、本件取引のリスクをヘッジする目的等でされた他の取引について再構築がされた場合の費用を定めたものであり、本件取引自体の再構築の費用について定めたものではないから、この定めを根拠に再構築が必要であるということとはできない。また、『損害』の定義においては、他のディーラーから取得した価格のク

クォーテーションを参考に『損害』を決定できるとされているが、このクォーテーションに基づいて代替取引を現実に行うことは要求されていない。そもそも、代替的な取引を事後的に締結したか否かによって、取引終了時に決定すべき清算額が変動すると解するのは相当ではない。

③ 以上のとおりであるから、Yが再構築コストを『損害』算定の対象に含めたことは合理的であると認められる。」

〔① 本件損害の定義規定によれば、当事者は、期限前終了日の時点での自らの『損害』を決定するか、又はかかる決定が合理的に実行不能である場合には、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時点での『損害』を決定すると定められている。これによると、原則として、期限前終了日を基準日として『損害』を算定すべきであるということになるところ、本件では、期限前終了日（9月15日）が非営業日であるために『損害』算定に必要な当日の為替レートの相場（市場価格）が存在しないが、このような場合には、基準日である9月15日の時点において存在する最も近似した相場（市場価格）をもって同日の為替レートであると推認するのが合理的である。そうすると、非営業日である期限前取引終了日の直前の営業日（本件においては9月12日）の市場における終値の為替レートを採用するのが相当である。

これに対し、直後の営業日（本件においては9月16日）の市場における始値の為替レートを採用すべきであるという考え方もあり得るが、上記のとおり、『損害』の定義からして、本来の基準日は期限前終了日である9月15日であることからすると、その時点で存在している直近の為替レートは同月12日のものであり、直後の営業日（同月16日）における相場の動向は、基準日においては本来考慮することができない基準日以降の事情を反映したものであるから、このような直後の営業日の為替レートを採用して『損害』を算定すべきであるとする考え方には疑問があるといわざるを得ない。

〈証拠略〉によれば、デリバティブ関係の専門書にも、直後の営業日の始値をもって『損害』を算定するのが有力説であるが、非営業日に期限前終了した場合には直前の営業日の終値をもって『損害』を算定するのが多数説であるとの記載があることが認められるところ、ここにいう多数説は、上記と同様の考え方によるものと考えられる。

② この点、現実に『損害』を決定するには、業者から見積りを得るなどの作業が必要となり、こうした実務的作業は、休日が明けて営業日になるのを待たないで行うことができないから、非営業日における『損害』の決定は実行不能ではないかという

疑問もないではない。しかし、期限前終了日が営業日であったとしても、デリバティブ取引の業者でない顧客が期限前終了日の当日に業者の見積りを取得した上で『損害』の決定を行うことは困難であるから、取引終了日当日に『損害』の決定をすることは要求されていないと解するほかない。すなわち、『損害』の定義においては、取引終了日時点における『損害』を後日決定することが想定されており、取引終了日が非営業日である場合にはその時点の『損害』を、算定時に入手可能な適切な為替レートを用いて決定すべきものであるから、上記の疑問点は、直前の営業日の終値をもって『損害』と算定する説を採用することの妨げとなるものではない。

③ ところで、本件損害の定義規定によれば、前記原則による決定が『合理的に実行不能』である場合には、例外的に、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時点での『損害』を決定することになる。しかしながら、本件においては、9月15日の時点で同月12日の為替レートを用いて『損害』を算定することが『合理的に実行不能』であるとはいえないから、本件は、上記例外的方法によるべき場合ではないというべきである。

④ 加えて、＜証拠略＞によれば、平成20年9月15日のLBHIの米国連邦倒産法第11章の適用申請を受けて、大幅なドル安、円高が進行したことが認められるのであり、このような中で、仮に、同月16日と12日の各為替レートのいずれを採用すべきかで説が分かるとしても、そのような相場の変動をもたらしたLBHIの子会社であるXにおいて、Xに有利な16日の為替レートの選択をYに強いることは、合理的とはいえないというべきである。

⑤ 以上のとおり、本件においては、平成20年9月12日の市場における終値の為替レートをもって『損害』を算定することが相当である。」

「そして、Yは、ブルームバーグが評価した平成20年9月12日時点の本件取引の時価評価額（186万6,358.96米ドル）及びBNPパリバが算出した本件取引の再構築コスト（186万2,978米ドル）を根拠に、両者を合算して『損害』を3,380.96米ドルと決定したが、これは、再構築価格を対象とし、平成20年9月12日の市場における終値の為替レートを用いて行われたものであり、その『損害』の算定は、合理的であると認めることができる。したがって、YがXに対して支払うべき清算金は、3,380.96米ドルであったところ、Yは、Xに対し、清算金31万1,477米ドルを支払ったことが認められるのであるから、30万8,096.04米ドルが過払となっているものである。よって、Xは、Yに対し、不当利得返還請求権に基づき、30万8,096.04米ドル及びこれに対する反訴状送達の日翌日である平成23年7月5日から支払済みまで民法

所定の年5分の割合による遅延損害金の支払義務を負うものである。」

(3) コメント

この種の紛争については、いくつかの公表裁判例があり、地裁レベルの判断は分かっていたが（本件原審判決（東京地判平成24年7月20日）のほか、東京地判平成24年7月27日判例タイムズ1403号209頁、東京地判平成25年1月29日判例タイムズ1403号199頁等）、現在では、本件高裁判決の線ではほぼ落ち着いているように見受けられる。

本件マスター契約において定められている取引の期限前終了による清算の方法のうちで、本件では「loss」と呼ばれる方式が選択されている。この場合、本件マスター契約では、「loss」方式は、期限前終了事由が生じた当事者の相手方当事者が合理的に算出した損害額を清算金額とすることと定められ、また、「loss」の算出にあたっては、主要ディーラーによる取引価値の評価（quotation）を取得し、これを「loss」の金額として採用することもできると明記されている（本件マスター契約6条(e)(i)(4)および14条における「loss」の定義）。

本件において、取引が履行されればYが受け得る利益は、取引の履行によってYが将来得べかりし利益である。したがって、Xの債務不履行によって本件契約が終了したことに伴ってYが被る将来の得べかりし利益の喪失による損害が「loss」ということになる（為替スワップ取引の不履行があった事案における民法416条1項の通常損害について、前掲の東京高判平成9年5月28日も同旨）。そして、Yが被る将来の得べかりし利益の喪失による損害の額は、不履行となった取引を再構築した場合を想定して合理的な方法で算出した額である（前掲東京高裁判決参照）。

そして、この場合における損害の額は、債務不履行の後に実際に代替取引ないし類似の取引がされたとしても、その取引を基準として算出されるのではなく、あくまで債務不履行となった契約上の地位を再構築するのに要する費用（判旨のいう「時価評価額と再構築コストを合算した再構築価格」）を予想して算出される（前掲東京高裁判決参照）。したがって、以上の点に関する本件判旨は正しい。

なお、判例集からは必ずしも明らかではないようにも思われるが、Xが主張する「得べかりし将来キャッシュフローの現在価値（市場価格）」と、Yが主張する「再構

築価格」とでは、主として次の2点について相違すると考えられる。第1は、見積りの提出の要請を受けた金融機関が非破綻当事者との間で終了したデリバティブ取引と同様の取引を約定する場合における信用コストである。この算定の方法についてはさまざまな考え方がありうるが、一つの考え方としては、当該デリバティブ取引における最大のポテンシャル・エクスポージャーの値を、一定の信頼区間を設定したうえで、VaRの手法に基づいて算定する方法があると思われる。第2は、金融機関があるデリバティブ取引を約定する場合と解約する場合の条件の差額である。これは、オファー値とビッド値の差額（いわゆるビッド・オファー・スプレッド）であり、Xは中間値を主張していた。

損害額の算定基準日については、植木雅広『必携デリバティブ・ドキュメンテーション（基本契約編）』95頁以下（平成20年）は、直前営業日における終値を用いるのが多数説であると述べており、本件判旨もこれと同旨であるが、本件判旨は実質的な理由づけを付け加えている。もっとも、この点については、異論も見られる（和仁亮裕・本件判例評釈・判例時報2271号156頁以下（平成27年））。