

外貨オプション取引に関する法律および 行政規制の動向についての比較研究*

ウィリアム D. ハリントン

（訳者解説）

（本文）

1. はじめに
2. 外貨オプション市場の概観
3. 規制上の諸問題
4. ライターによる外貨オプション契約の
債務不履行に対する救済
5. 要約と結論

（訳者解説）

ここに訳出した、ウィリアム・D・ハリントン、セント・ジョンズ大学（米国ニューヨーク州ニューヨーク市）法学部教授の論文“The Developing Legal and Regulatory Status of Foreign Currency Options : A Comparative Study”は、外貨オプション取引に関して、日米英を対比する形で、市場の規制のあり方、契約の不履行の場合の救済等について考察しているが、米国における規制当局間の関係等につき興味深い議論が展開されているほか、

外貨建債務不履行に対する救済に関する一般論としても参考になるところが少なくないと思われる。

本論文の主要な結論をあらかじめ要約すると次の通りである。

- ① 米国では、外国為替の店頭市場に対するCFTC（Commodity Futures Trading Commission）の管轄権が商品取引法の財務省修正条項により排除されるかどうかが決定的な問題であるが、この点に関してはCFTCの規制権限は認められないとする解釈が合理的である。

* 本論文は、著者が日本銀行金融研究所に海外客員研究員として滞在中（1988年2月～6月）にまとめたものである。著者は、鈴木淑夫前金融研究所長（現日本銀行理事）、三宅純一現金融研究所長および研究員に対し、その厚遇と知的刺激に満ちた快適な研究環境を与えてくれたことを感謝している。また、同研究所客員研究生の元永和彦氏（東京大学法学部大学院生）より助力を得たことを謝意をもってここに記したい。本論文は、1988年5月1日付のものである。

訳注）読者の便宜のため、本論文の主要な結論を訳者解説として付した（翻訳担当、日本銀行金融研究所研究第2課、影浦咲、清水真・客員研究生、元永和彦）。

なお、原文は当研究所の英文機関誌 *Monetary and Economic Studies* Vol 6, No.2, November 1988に掲載。

- ② 外貨オプション店頭市場に対してCFTCのような機関が直接的に規制する必要はなく、当面は、個々の市場参加者に対する各監督当局の個別の規制で十分である。

仮に今後同市場に重大な問題が生じたとすれば、それへの対応は議会によって行われるべきである。

- ③ 外貨オプション債務の不履行に際し、不可抗力に基づく履行不能の抗弁は、原則として認めるべきではない。不可抗力の考え方は商品を提供する債務のような場合には意味があるが、外貨オプション債務は金銭債務であり、したがって履行不能とはなり得ないからである。
- ④ 外国通貨による請求に係る判決をも自国通貨で行う「自国通貨原則」は合理的根拠に乏しいので、これを採用するべきではない。
- ⑤ 判決の執行に関し、外国通貨を自国通貨に換算する必要がある場合、現実の損害の補填という観点から、換算レートは支払日時点のものを用いるのが最も適当である。
- ⑥ 債務不履行に対する救済の枠組として最もバランスのとれているのは、Brandの考え方である。この考え方は、判決通貨について裁判所に最大限の弾力的対応を認め、換算を行わなければならない場合については「支払日原則」(上記⑤)を採用している。

また、判決通貨の相場が訴訟に関係している他の通貨に対して下落した場合には別に遅延損害賠償をなすことなども含んでいる。このBrandの考え方は、特定履行を中心的な救済として認め、発生した損害を完全に補償することを損害賠償額算定の出発点とすることを明らかにするよう修正することにより、一段と改善されるであろう。

(本 文)

1. はじめに

1980年代の外貨オプション取引市場の急成長は、ここ10年の外国為替市場における最も重要な出来事であるといつてよいであろう。1982年までは、外貨オプション取引は組織化された取引所では一切行われておらず、ロンドンや米国を本拠地とする銀行が外貨オプション店頭取引市場を実験的に形成し始めていたにすぎなかった。¹⁾

最近の研究によると、米国および英国の店頭市場における外貨オプション取引の残高は、それぞれ約100億ドルにのぼるとみられており、米国だけでも取引所および店頭市場を合せて月々200～300億ドルの規模で外貨オプションが新たに引受けられている。²⁾日本においても、若干遅れて同じような店頭市場ができ始めたが、これも米国や英国同様急速

1) 組織化された取引所で初めて行われた通貨オプション取引は、1982年12月にフィラデルフィア証券取引所で開始された英ポンド・オプション取引である。これに対し、店頭取引外貨オプション市場はロンドンで1970年代末以降発展してきたが、米国においては1982～83年まで目立った動きはなかった。

2) Fallon, *The Tilted Playing Field*, Intermarket 35 (June 1986), *Recent Innovations in International Banking*, Bank for International Settlements 72 (April 1986)。これらの研究結果は、国際的な業務を行う商業銀行は約200億ドルの未決済通貨オプション残高を抱えており、1取引の平均は2～3百万ドルであるというイングランド銀行の推定によっても支援されている。*Currency Options: Choices, Choices*, The Economist 86 (May 4, 1985)。

な発展をみており、国会で審議中の法律が、最終的には、外貨オプション取引をも含む新しい組織的な金融先物市場の創設を定めると予想されている。³⁾

これら外貨オプション取引市場の目覚ましい成長は、法律上ならびに行政規制上、多方面にわたる重要な問題を生じさせた。こうした諸問題は未だ十分に解決されていないが、外貨オプション市場で取扱われる金額の大きさや、外為市場がこの10年間それまでにないボラティリティーを示してきたことに鑑みれば、市場が危機的状況に陥り、注意深い意思決定をするには適さない雰囲気の中でそれを迫られる前に市場参加者、規制当局、立法者によって真剣に考慮されねばならぬものである。このペーパーは、こうした未解決の諸問題のうち最も重要で本質的なものを採り上げ、分析すること、および一層進んだ考察に資するため解決の方向を示すことを目的としたものである。この私の試みは、できる限り英国、日本におけるこうした問題の展開と、米国法下におけるそれとを比較するという方法によった。というのも、これら3つの市場は非常に密接に結び付いているため、機能上、単一の市場を構成しているといえるからであり、また、莫大な金額の外貨オプション取引が行われているロンドン、東京、およびニューヨークという3大金融センターで紛争や事故が起った際にはこの3国の法律が適用される可能性が最も高いからである。

そこで、2.では、外貨オプション市場のこれまでの発展状況につき概観する。これらの市場の仕組み、そのリスク削減機能およびリ

スクを発生させる可能性の双方につき理解することは、規制面での対応における適切な方針を考慮するにあたって、また、未解決のままとなっている重要な契約上の諸問題を考えるにあたっても、重要である。3.では、主として米国で取引されている外貨オプションに関して、実際に持ち上がってきている重要な規制上の問題について述べる。後に見るように、この問題は主として法律および規制上の管轄権に関わるものであり、未だ完全には解決されていない。英国法や日本法下における類似の問題は、少なくともこれまでのところ、米国よりは扱い易いものであることがわかっていてる。4.では、契約履行に関する相互に関連した2つの問題について考察する。

第1に、「金銭の商品理論 (commodity theory of money)」(外為取引とは物品の売買を行うものに過ぎず、それ以上の特別なものではないという考え方)が、オプションのライターの不履行に適用される救済を定めた法に対しどの程度の影響を与えうるものなのか、特に、この考え方に立てば不可抗力の抗弁も可能になるが、それがどのように誤っているかについてである。

第2に、この考え方が、不履行に対する損害賠償通貨の決定に及ぼす影響についてである。まず、「自国通貨原則 (home currency rule)」と、それが引き起こした問題点につき検討し、次いで様々な代替策を概説し検討を加えた。

5.では、評価を提示し、外貨オプション取引の動向に関するいくつかの結論と示唆を提示する。

3) 後述の注110-113およびそこで引用している文献を参照。

2. 外貨オプション市場の概観

(1) 性質、機能および利用

外貨オプションとは、オプションの買手(ホルダー)に対し、売手(ライター)から(または売手に対し)、将来の特定の日(満期日)またはそれ以前に、特定の通貨を特定量、特定の価格(ストライク・プライス)で買う(または売る)権利を与える契約である。ホルダーがこの権利を得るためライターに対して支払う購入価格がプレミアムである。⁴⁾

ホルダーが、当該通貨をライターから買う権利を得るオプションはコール・オプションと呼ばれ、逆にホルダーがライターに売る権利を得るオプションはプット・オプションと呼ばれる。ホルダーが満期日またはそれ以前のどの時点でも権利を行使し得る外貨オプションは「アメリカ型」オプションであり、これに対し、「ヨーロッパ型」オプションは満期日においてのみ行使し得る。このため、ヨーロッパ型は通常アメリカ型より価値が低く、プレミアムも低い。売買対象通貨の価格

(現物価格)がオプションのストライク・プライスよりも低い時、コール・オプションは「アウト・オブ・ザ・マネー」と言われ、プット・オプションは「イン・ザ・マネー」と言われる。逆に、現物価格がストライク・プライスより高い時には、コール・オプションが「イン・ザ・マネー」でプット・オプションが「アウト・オブ・ザ・マネー」である。⁵⁾

外貨オプションは、組織的な取引所でも、店頭市場においても取引されている。ほとんどの外貨オプションは、外為フューチャー契約(foreign exchange futures contracts)や先物契約(forward contracts)^{訳注1)}同様米ドルに対する他国通貨の売買に係るものである。⁶⁾

外貨オプションは、先物契約やフューチャー契約同様、為替レートが好ましくない方向に変動するリスクをホルダーからライターに転嫁するという経済的なヘッジ機能を提供するものである(契約で定めた特定のレートで特定の通貨をホルダーに対し売る、またはホルダーから買う義務を負っているの

4) この部分については以下に詳述。J. Cox & M. Rubenstein, Options Markets (1985)、M. Fitzgerald, Financial Options (1987)、J. Heywood, Using the Futures, Forwards and Options Markets (1984)、H. Riehl & F. Rodriguez, Foreign Exchange and Money Markets: Managing Foreign and Domestic Currency Operations (2d ed. 1983)、J. Walmsley, The Foreign Exchange Handbook: A User's Guide (1983)、J. Grabbe, International Financial Markets (ch. 6, Foreign Currency Options) (1986)、T. Andersen, Currency and Interest Rate Hedging 105-190 (Options) (1987)、S. Bronte, Japanese Finance: Markets and Institutions (1982)、Bartlett & Ludman, Over-The-Counter Foreign Currency Options (Dec.1986)、Committee on Commodities Regulation, Association of the Bar of the City of New York, The Evolving Regulatory Framework for Foreign Currency Trading (June 1986)、Gilberg, Regulation of New Financial Instruments Under the Federal Securities and Commodities Laws, 39 Vand. L. Rev. 1599 (1986)。

5) 一般的には以下のものを参照。Foreign Exchange Options, Federal Reserve Bank of St. Louis 12-13 (March 1984)、Giddy, Foreign Exchange Options, 3 J. of Futures Markets 143-66 (1983)、Goodman, How to Trade Currency Options, Euromoney 73-74 (Jan.1983)。

6) また、J. Walmsley, 前注4, at 202参照。

訳注1) ここでは、原則として、forwardを「先物」、futureを「フューチャー」と訳す。

はライターだからである)。ホルダーは、将来買う、または売る必要が生じるかもしれない通貨の為替レートを確定しておくことができ、このため、当該通貨の為替レートの変動リスクをライターに転嫁しうるのである。

ライターは、プレミアムを適当に設定するとともに、様々なヘッジ手段をとることによって、引受けたリスクを解消しようとする。しかしながら、プレミアムの設定が往々にして適当でないことや、利用可能なヘッジテクニックが完全でないことから、外貨オプションの引受け(ライティング)に伴うリスクの大きさが最近一段と注意を集めるに至っている。⁷⁾

外貨オプションのライターは、一般に、有名な Black-Scholes モデル⁸⁾ から導出されるいくつかの決定方式のうちのいずれかに基づいてプレミアムを決定する。オプション価格決定に関する経済学の文献は数多く、ここでそれを紹介するのは⁹⁾ 適当でない。このペー

パーの目的のためには、各決定方式は以下の5つの要素に基づいてプレミアムを算出しているということを示せば十分である。すなわち、①売買対象通貨の直物相場、②ストライク・プライス、③満期までの期間、④オプション存続期間中の予想金利、⑤売買対象通貨の予想されるボラティリティーである。①～④は容易に看取、ないし予想されるが、⑤はそうではない。しかし、残念なことにこの⑤こそが通常最も重要な要素なのである。

ボラティリティーとは、リスクや価格の変わり易さの尺度で、「日々の変化率の標準偏差を年換算したもの」である。¹⁰⁾ 外為市場はここ数年、極度に変動が激しい状態にある。もはや1日に5%も為替レートが変動することも珍しくない。¹¹⁾ 1985年1月から86年1月までの1年間に、英ポンドは1.05ドルにまで下落し、その後11月には1.50ドル近くまで戻した。上記1年間中のボラティリティーを月次でみると、初め14%であったのが22%にま

7) プレミアムの価格付けの欠陥については、3. 参照。ヘッジ手段の不完全性については、後注39-46およびそこでの参考文献参照。1974年のヘルシュタット銀行倒産後、主要国中央銀行は監督委員会(いわゆる Basle Committee)を設けたが、当委員会は BIS において年3回の会合を持っている。J. Walmsley, 前注4, at 14参照。こうした方法を通じて中央銀行は一連の自己資本基準を発達させてきており、その一部には外為契約に伴うリスクコントロールに関するものも含まれている。例えば、以下を参照。Agreed Proposal of the United States Federal Banking Supervisory Authorities and The Bank of England on Primary Capital and Capital Adequacy Assessment (1987年1月8日に CCH Fed で再出版)、Banking Law Rep. ¶ 5402 (為替リスクに対し自己資本基準を導入するという決定を強調)。また、外為取引における信用リスクを考慮しようとする FRB の提案(後注197)も参照。

8) Black & Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, J. of Political Economy, May-June 1973 at 637-54。

9) 詳しい議論と分析は前注4に示した J. Cox & M. Rubenstein の著書においてなされているほか、M. Rubenstein, *A Survey of Option Pricing Models*, in M. Brenner (ed.), *Option Pricing* (1983)、R. Bookstaber & R. Clarke, *Option Strategies for Institutional Investment Management* (1983) 参照。また、M. Fitzgerald, 前注4, ch. 3-5 at 256-60 のオプションに関する文献欄、J. Grabbe, 前注4, at 113-50参照。

10) Kalberer & Wurman, *Volatility Varies Widely for New Currency Options*, *Futures* 84 (March 1985)。

11) Szala, *Trading Currency Changes in Options Around the World*, *Futures* 63 (July 1985)。

で達し、85年12月には12%にまで戻った。¹²⁾ 同様に、マルク対米ドル相場の週間ボラティリティーの平均は、78年上期から83年下期にかけて、12期連続で12~15%であった。¹³⁾

オプション価格決定理論は、オプションのライティングから実行（または満期）までの間の売買対象通貨の予想ボラティリティーを十分に吸収しうるようにプレミアムを定めるものである。しかし、外為市場が一貫して示してきた高いボラティリティーを考えれば、将来のボラティリティーを予測することは、科学というよりむしろ芸術であった。¹⁴⁾ したがって、予想されるリスクをカバーするのに足りる程度のプレミアムの決定方法に依拠して「裸の」あるいはヘッジされていないオプションのライティングを行うことは、一般に非常に危険であるとみられている。

以下でみるように、オプションのライターが負うリスクをヘッジによって削減するという方法も、限定的な効果しか持たないのが普通である。したがって、オプションのライティ

ングによってしばしば極めて大きな利益が得られる一方、リスクもまたこれに比例しており、近年益々規制面での配慮の必要が叫ばれてきている。

オプションも、先物やフューチャー取引同様に、リスク転嫁機能に加えて、投機の手機を提供するものである。投機的な市場参加者がオプション市場の流動性を高め、その結果ヘッジする側は現物市場価格のリスクを相殺しやすくなる。したがって、投機家の参加は、業務上発生する為替リスクを回避しようとする実需筋にとって、必要でありかつ望ましいものといえる。¹⁵⁾

オプションは、先物やフューチャーといった、より伝統的な為替リスク回避手段と様々な点で大きく異なっている。いずれも現物市場における不利な値動きのリスクからホルダーを護るという共通の性質を持っているが、先物やフューチャーは、為替レートがホルダーにとって好ましい方向に動いたときにホルダーが利益を得るというプラスの可能性

12) M. Fitzgerald, 前注4, at 151参照。

13) O'Dea, *The Fight Over Currency Options*, Intermarket 14, 17 (Feb. 1985)。

14) O'Dea, *Fencing With the Grim Reaper*, Intermarket 4, 6 (June 1985)、J. Walmsley, 前注4, at 62、De Grauwe, *The Long Swings in Real Exchange Rates*, 6-1 Bank of Japan Monetary and Economic Studies, 37-41 (1988)。ボラティリティーの推定値は、Black-Scholes モデルにおいて唯一の直接的には観察できない変数である。様々なボラティリティーの推定方法およびそのそれぞれの長所については以下の文献で議論されている。M. Fitzgerald, 前注4, at 46-50 (簡単な概説)、Parkinson, *The Random Walk Problem: Extreme Value Method for Estimating the Variance of the Rate of Return*, 53 J. of Business 61-65 (1980)、Garman & Klass, *On the Estimation of Security Price Volatilities from Historical Data*, 53 J. of Business 67-78 (1980)、J. Cox & M. Rubenstein, 前注4, ch. 4 & 5、Beckers, *Standard Deviations Implied in Option Prices as Predictors of Future Stock Price Variability*, 5 J. of Banking and Finance 363-82 (1981)。

15) 一般的には、Harrington, *The Manipulation of Commodity Futures Prices*, 55 St. John's L. Rev. 240, 242-47 およびそこで引用されている文献（投機筋の参加の必要性に関するもの）参照。また、Kaldor, *Speculation and Economic Activity* in B. Gross & B. Yamey, *The Economics of Futures Trading* (1976)、Note, *The Delivery Requirement: An Illusory Bar to Regulation of Manipulation in Commodity Exchanges*, 73 Yale L. J. 171 (1973) 参照。

をも排除してしまうのに対し、オプションは、こうしたプラスの可能性を排除することはない。なぜなら、オプションのホルダーは、反対取引を行うことも、約定のレートでそれを実行することも、義務付けられてはいないからである。ホルダーは、この特別な利点のためにプレミアムを支払うのであり、プレミアムは、為替レートが好ましくない方向に動いた場合にホルダーが被る損失の上限を画すものともいえる。もしオプションが結果的に利益を生まないものとなれば、ホルダーはそれを実行しなければよいからである。¹⁶⁾ さらに、外貨オプションのホルダーは取引所における先物取引のホルダーとは対照的に、オプションの価値が下落しても追加証拠金を支払うことを要求されない。最後に、先物やフューチャー契約のホルダーは、決済日または決済期間を限定されているのに対し、アメリカ型オプションのホルダーはオプションの満期日

以前のいかなる時点においても権利を行使することができる。¹⁷⁾

こうした性質のために、外貨オプションは多くの人からみて通貨先物やフューチャーよりも融通のきく道具となっており、特に、ある企業の為替リスクがcontingentなものにすぎない場合（外貨建の入札に対し応札はしたものの落札に至るか否かが不確実な場合が典型例）¹⁸⁾や、海外投資に関して発生した未実現利益を確定したいと望むような場合¹⁹⁾に適するものである。

しかしながら、一方で、外貨オプションには、ホルダー、ライター双方にとって、不都合な点もいくつかある。ホルダーにとって最も明白な不都合は、当初支払ったプレミアムを取戻せないという点である²⁰⁾（通常プレミアムは、オプション契約による売買対象額の1.5%~4%の間で決められるが、これより高いこともある）。²¹⁾オプションのコスト自

16) *Tradeable Insurance*, Intermarket 25, 34 (Nov. 1985) 参照（「先物の欠点は、為替レートが好ましい方向に動いた場合に利益を得ることができるという可能性を排除してしまうことであり、他方、オプションは、それを実行する義務を負うものではないため、こうした可能性を消し去ることはない」と指摘）。

17) 一般的には、前注5に掲げた文献参照。

18) このタイプの例は各文献に共通のものである。M. Fitzgerald, 前注4, at 159, J. Heywood, 前注4, at § 6.2 参照。したがって、ある企業の為替リスクは、輸出注文に伴う場合、海外の企業・事業買収を申込む場合、海外における建築工事の入札などに伴う場合には、単にContingentである。こうした入札・申込が有効である間、その企業は、それが落札あるいは承諾される前に為替レートが好ましくない方向に動き、そのプロジェクトを申し出た条件で履行すると不利益が生ずるというリスクを負っている。かつてはこうしたリスクは先物市場においてヘッジされていたが、そこでは、当該企業は、たとえ市場が望ましい方向に動いても、あるいは当該企業が落札できなくても、その通貨の売買を行わねばならない。オプションを用いることによって、落札できない場合には、企業はそのオプションを実行せずにおすすめことができ、支払うコストはプレミアムのみとなる。その場合でも、もしオプションが「イン・ザ・マネー」の方向に動けば、企業はオプションを実行したうえ当該通貨を直物市場で売って利益を得ることになる。また、up-frontでプレミアムを払うことから、入札価格にプレミアム分を織込むことが容易になる。*Tradeable Insurance*, Intermarket 25, 35 (Nov. 1985) 参照。

19) *Recent Innovations in International Banking*, 前注2, at 65参照。

20) *Financial Times*, Oct. 2, 1984, at 13, J. Andersen, 前注4, at 207参照。

21) *Currency Options Help Manage Foreign Currency Savings*, 103 *Global Trade Executive*, No.4, 21 (Oct.

体と同時に、この流動性に関する不利益とによってオプションの利用を思い止まる企業もある。先物（決済まで一切現金の支払がないのが普通で、手数料は先物価格の中に織込まれている）²²⁾によって為替リスクをヘッジできると思われる場合は特にそうである。ライターにとっての大きな不都合は、オプションという手段の非対照的な性格にある。すなわち、ライターはプレミアム以上の利益を得ることはないが、他方損失については、理論的には限度がない。²³⁾ライターは、先物やフューチャー、オプション市場を利用することによってこうしたリスクを削減することが可能であるが、取引コストが高いこと、流動性の低さ、通貨のボラティリティーの高さ、などから往々にしてリスクを完全にヘッジすることは困難である。²⁴⁾

(2) 取引所で取引されるオプション

外貨オプションは、1987年12月時点では、世界11市場²⁵⁾において取引されている。量的にみて規模が大きいのは、フィラデルフィア証券取引所 (Philadelphia Stock Exchange <PHLX>)、シカゴオプション取引所 (Chicago Board Options Exchange <CBOE>)、ロンドン国際金融先物取引所 (London International Financial Futures Exchange <LIFFE>) である。また、シカゴ商業取引所 (Chicago Mercantile Exchange <CME>) とシドニー先物取引所 (Sydney Futures Exchange) では、外貨先物のオプション取引が行われている。1988年春に日本の国会に提出された法案は、新たに設立される金融先物市場における通貨先物取引を認めるものとなろう。²⁶⁾

取引所で取引される外貨オプションと、銀

1985) 参照。通貨量は現物レートを基準に計算される。

22) O'Dea, 前注14, at 10参照 (「極度貸付枠設定のために年1/8%を支払っている企業の財務担当者は、90日間のリスクをカバーするために4%も支払うのはばかげていると考える」とあるトレーダーは指摘している)。Grabbe, 前注4, at 77-78参照。

23) この点は、どの文献でも触れられている。例えば、J. Heywood, 前注4, at 70、M. Fitzgerald, 前注4, at 7、Goodman, 前注5, at 74参照 (ライターはプレミアム以上のものを得ることは決してないが、損失を被るにあたっては限度がないことを指摘)。

24) 後注39-46 およびそこに掲げている文献参照。また、Heywood, *When Options Are Better Than Forwards*, Euromoney, May 1984, at 214、Henley, *Why You Should Hedge Currencies With Options*, Futures, May 1984, at 72-74、*A Hot Insurance Policy on the Foreign Exchange Market*, Business Week, May 7, 1984, at 124、Agmon & Eldor, *Currency Options Cope with Uncertainty*, Euromoney, May 1983, at 227-28、*A Safer Hedge in Currencies*, Business Week, Jan. 17, 1983, at 102参照。

25) ロンドン証券取引所、ヨーロッパオプション取引所 (アムステルダム)、LIFFE、IMM (シカゴ商品取引所の一部)、フィラデルフィア証券取引所、モントリオール取引所、バンクーバー証券取引所、シカゴオプション取引所、ホンコン取引所、SIMEX、ニューヨーク綿花取引所 (ドル指数オプション) の11市場。

26) 証券先物に関する証券取引法改正法案 (1988年3月3日付日経金融新聞)、大蔵省「日本における金融先物・オプション取引の必要基準」(仮訳、1988年1月)、*Japan Joins the International Fray*, The Banker at 39 (Feb. 1988)、*Ministry Backs Bank Trading in Foreign Bond Futures*, Japan Economic Journal, March 12, 1988, at 12、*Bills Contain Regulations to Harness Insider Trading*, Japan Economic Journal, March 26, 1988, at 3、*Finance Ministry Brokers Futures Market*, Tokyo Business Today, March 1988 参照。

行や機関投資家によって店頭で提供されるそれとでは、いくつかの点でかなり異なっている。例えば、第1に、取引所で取引される外貨オプションのポジションは、投機筋の存在と契約内容が標準化されていることから店頭取引に比べ流動性が高い。これに対し、店頭取引によるオプションを保有している企業にとっては、譲渡禁止特約が付されているのが通常であるため、²⁷⁾ 当該オプションのライターたる銀行に売戻す以外に流動化の手段がない（ただし、取引所取引のオプションに関する前述のような標準化は、結果的にはリスクを完全にヘッジすることを妨げているのに対し、店頭取引のオプションは各企業の固有のニーズに合ったものに仕立てることができる）。第2に、取引所取引のオプションのプレミアムは店頭取引のそれよりも低くなる傾向がある。第3に、一部の顧客によれば、特に金額が大きい注文の場合、店頭取引市場の

方が使い勝手が良い。最後に、一般的には取引所における決済方法の方が簡便で標準化が進んでおり、信用リスクも小さい。²⁸⁾

銀行は、依然として取引所取引の外貨オプション市場における支配的存在であり、そこで銀行は店頭取引におけるよりも低いプレミアムで自己が店頭取引で引受けたリスクの一部をヘッジすることができる。²⁹⁾ また、多くの小規模企業や巨大な多国籍企業も、銀行が店頭取引市場において100万ドルを最低契約額として要求することを嫌い、³⁰⁾ 取引所取引の方に魅力を感じている。

(3) 店頭取引オプション市場

店頭取引外貨オプション市場は1970年代後半にロンドンで発達し始めたが、83年にPHLXが外貨オプション取引を開始するまでは目立った動きはなかった。今日では、店頭市場は取引所市場よりも相当大きいとされて

27) O'Dea, *The Fight Over Currency Options*, Intermarket, Feb. 1984, at 14, 18参照。

28) 店頭取引の場合の、銀行の決済プロセスは、銀行毎に、さらには各取引毎に異なるといってよい。これに対し、例えばPHLXとCBOEにおけるオプションの決済はOCC（オプション取引を行っている米国の5大取引所が持っている機関でSECの規制に従う）を通して行われる。OCCは外貨オプションの全ての買手・売手に対し本人として行為し、法的には、買手へのオプションの引渡しと売手へのプレミアムの支払の両方に責任を負う。また、会員資格基準（財務基準を含む）を設けており、売買証拠金をとると共に、取引所の全メンバーに対し、保証決済基金に参加することを要求している。Knight, *The Unusual Guarantee Behind Option Trading*, Euromoney Supplement, at 42-44 (Feb. 1985) 参照。米国の商品取引清算機関の機能一般については、T. Russo, *Regulation of the Commodities, Futures and Options Markets* § 2.01-2.12 (1987)、Brinkman, *The Role and Operation of Clearing Houses* in N. Rothstein & J. Little, *The Handbook of Financial Futures* (1984) 参照。

29) *Recent Innovations in International Banking*, 前注2, at 72、*Tradeable Insurance*, 前注18, at 30参照。それにもかかわらず、取引所で取引される外貨オプションはしばしば過大評価されているという証拠がある。Goodman, Ross & Schmidt, *Are Foreign Currency Options Overvalued?*, 5 J. of Futures Markets 349 (1985) 参照。

30) Sender, *New Era in Foreign Currency Trading*, Dun's Business Month 71 (Sept. 1984)、*Tradeable Insurance*, 同、*Bacardi Capital Ltd. Acquires Majority of FOB Groups*, PR Newswire, Sept. 9, 1985 参照。

いる。³¹⁾最近の研究によれば、ニューヨークの店頭市場においては1日110百万ドル程度の取引が、またロンドンにおいてはその約1.5倍の量の取引があり、³²⁾未決済残高でみればそれぞれ約100億ドルにものぼるといふ。³³⁾

東京の店頭取引市場は1984年にスタートし、プラザ合意に端を発する円・ドルレートの変動幅拡大を背景に、85年末以来急速な発展を遂げた。同市場における88年初の外貨オプション未決済残高は1年前の数倍にのぼるといふ。東京市場の外貨オプションの約70%が満期までの期間3～6か月で引受けられるものであるのに対し、先物為替売買の方は通常1～4週間で満期が到来する。東京における外貨オプション取引の大半(約2/3)は実際に行使され、オプション引受けに伴うリスクはライターがヘッジしている。これらのオプション取引の約90%が円・ドル間のもので、約70%はヨーロッパ型のオプションである。³⁴⁾東京市場で行われる対顧客オプション取引の大部分は「ゼロ・コスト・オプション」である。ゼロ・コスト・オプションというものは、いくつかのオプション取引を組合せるものであるが、最も基本となるのは、プット・オプションの購入(売却)と同時に、同通貨、

同満期のコール・オプションを売却(購入)するもので、プットの購入で支払うプレミアムとコールの売却から得られるプレミアムを相殺するものである。

店頭取引の外貨オプションの殆どは大手商業銀行や投資銀行がライターとなっている。³⁵⁾これらオプションの購入者は、主として国際的な取引を活発に行っている大企業や複数通貨資産を持つ金融機関である。最近では、100近くの米国主要企業が店頭取引通貨オプションを利用しており、しかも10百万～20百万ドル単位の取引もさして珍しくなくなっている模様である。³⁶⁾通常、最少取引単位は百万ドル、最長満期は1年である(ただし、1年より長期のものもしばしばみられる)。³⁷⁾これらホルダーたる企業にとって魅力となっているのは、①店頭取引のオプションの場合、ヘッジしたいリスクに完全にフィットする取引が可能、②為替リスクを管理するのに独自に経営資源を投入する必要性から逃れることのできる利便性、③取引所では大口注文は出合いがつきにくく、流動化もしにくいという懸念がある、④取引されることが稀な通貨のオプションは店頭においてのみ取引しうる(ただし、相応の高プレミアムがつく)、といった点である。³⁸⁾

31) Nicoll, *A Boon to the Corporate Treasurer*, Financial Times, Dec. 11, 1985, at 6, O'Dea, 前注14, at 4参照。

32) *Tradeable Insurance*, 前注18, at 28, *Competing for Currency Options*, Euromoney 34 (Apr. 1985) 参照。

33) *Recent Innovations in International Banking*, 前注2, at 72, *Currency Options: Choices, Choices*, The Economist 86 (May 4, 1985) 参照。

34) 東京外為市場につき、より一般的には、Y. Suzuki, *The Japanese Financial System*, 127-31 (1987) 参照。

35) *A Hot Insurance Policy on the Foreign Exchange Market*, Business Week, May 7, 1984, at 124 参照。

36) *Tradeable Insurance*, 前注18, at 28, O'Dea, *Competing for Currency Options*, 前注32, at 34, Fallon, 前注2, at 35 参照。

37) J. Andersen, 前注4, at 206参照。

38) Heywood, *When Options Are Better Than Futures*, Euromoney 214 (May 1984), Heberton, *When Buying*

このように、非金融機関たる企業は外貨オプションを売るよりも買う場合が圧倒的に多い。事実、最近では、オプションのホルダーの数は利用可能なライター1社に対し少なくとも3社はあると見られており、9社にもものばるのではないかという見方もある。³⁹⁾ この不均衡を考えると、銀行は単に他の外貨オプションを取得するだけでは自らが引受けたオプションのリスクをヘッジしえないわけであり、引受けたリスクをなくすか、少なくとも低下させるような別の手段を見出す必要がある。この別の手段の中には、次のようなものが含まれる。第1に、銀行はしばしば、銀行間の外貨オプション市場を通して自己のリスクの除去を図る。しかしながら、これは、結局のところ銀行間でオプションを交換するにすぎず、銀行全体としては、不完全なリスクヘッジ手段である。⁴⁰⁾ 第2に、ホルダー数とライター数とのギャップは多くのマネーブローカーによるこの分野への進出を促した。これらのマネーブローカーは、市場情報やブローキング・サービスを提供するほか、オプ

ションの取引仕様や価格の標準化を進め、さらには、自己のリスクを削減しようとする銀行のために、取引の直接の相手方あるいはディーラーとして行動することさえある。⁴¹⁾ 第3に、店頭取引市場における取引仕様の標準化に向けて目立った動きがあった。例えば、英国銀行協会 (British Bankers Association) が設けた委員会はロンドンインターバンク通貨オプション市場 (London Interbank Currency Options Market、市場参加者のグループ) と協力して、会員間の取引円滑化に資するため、店頭取引オプションの条件と手続きの標準化を行ってきた。⁴²⁾ 同様に、ニューヨークの外国為替委員会 (Foreign Exchange Committee) も同じ目的で、同様の条件の策定を進めてきたし、⁴³⁾ スイスの主要銀行は標準化された店頭オプション取引をすでに開始している。第4に、取引所で外貨オプション取引を行う子会社を作り、これによって店頭取引オプションに伴うリスクの一部を削減している銀行もある。例えば、BancAmerica Options は、Bank of America 本店が引受けた

OTC Is A Better Option, Euromoney 85-87 (Nov. 1983) 参照。

39) O'Dea, *Fencing with the Grim Reaper*, Intermarket, June 1985 at 4, 10, *Tradeable Insurance*, Intermarket, Nov. 1985 at 25, 32, Mathias, *Standardize the Forex Option's Markets*, Euromoney, Dec. 1984 at 76, *A Hot Insurance Policy on the Foreign Exchange Market*, Business Week, May 7, 1984 at 124参照。

40) O'Dea, 前注39, at 10参照。日本の銀行は、外貨オプション引受けにより発生するポジションは必ずカバーしなければならないという大蔵省の行政指導に従い、主として米国のインターバンク市場でリスク・ヘッジを行っているという理解されている (1988年3月に筆者が東京で見識ある市場参加者に対しインタビュー)。1988年3月22日に大蔵省は、332の日本企業に海外オプション取引を認めたが、通貨オプション取引は外国為替銀行のみに限定された。Japan Times, March 18, 1988 at 7。

41) O'Dea, *Competing for Currency Options*, Euromoney 34, 39 (April 1985) 参照。3つの有力マネー・ブローカーが1984年にインターバンクのオプション取引のブローキングを始めた。Exco International と Bierbaum-Martin がロンドンとニューヨークにおいて、Butler Treasury Securities がロンドンにおいてである。

42) *Recent Innovations in International Banking*, 前注2, at 75-76, *Redundancy of the Crystal Ball*, The Bankers 60 (Aug. 1984)、O'Dea, *Fencing with the Grim Reaper*, Intermarket 4, 10 (June 1985) 参照。

43) 筆者はこの立案作業に関わった。

DM オプションの80%を PHLX でヘッジしている由である。⁴⁴⁾ただ、標準化と契約単位の小形化は、このようなヘッジを困難かつ非効率にすることがありうる。第5に、外貨オプションのライターは、種々の高度なヘッジテクニックを利用している。これらのうち最も一般的なのは、「デルタ・ニュートラル・ヘッジング」である。このテクニックの解説は、本論文の守備範囲を超えるが、簡単に言えば、為替レートの変動がオプションの価値に与える影響を中和するように計算された額のオプションの対象通貨売買を行うことと言ってよい。⁴⁵⁾ライター達はこの他にもいくつかのヘッジ戦略を採っている。⁴⁶⁾

(4) 新商品

この4年間に、商業銀行や投資銀行は外貨オプションを基本とする様々な新商品をマーケットに送り出してきた。これらの新商品は、

通常、他の金融商品と抱合せて外貨オプションを利用するというものである。ここでは、外貨オプションを応用することによって、発行者、投資家双方が、有用な可能性を得ることができることを明らかにするため、6つのこの種の新商品につき略述する。

イ. 通貨ワラント

最近登場してきた様々なワラント債の中で、General Electric Credit 社が発行したものほど革新的なものはないであろう。これは、1987年に、Bear Stearn 社が引受け、米国で発売された公募、3年物、額面1億ドルの債券で、分離可能な期間5年、200万ドルの日本円プット・ワラントが付けられていた。この商品の基本的な特徴は、満期までの間いつでもワラント権を行使できることと、ワラントが円の直物相場にリンクした価値を有することである。権利行使、あるいは満期の際に、投資家は、円相場が

44) *Tradeable Insurance*, Intermarket 34, 36 (Nov. 1985)、Gordon, *The Options Increase for Philadelphia*, Euromoney 349 (Oct. 1984)、Hobson's Choice, The Economist 65 (Aug. 18, 1984) 参照。

45) 一般的には、J. Cox & M. Rubenstein, *Options Markets*, 前注4, at 289-307、*Recent Innovations in International Banking*, 前注2, at 77-80、M. Fitzgerald, *Financial Options*, 前注4, at 41-46, 165-79 参照。このような戦略の本質は、コール・オプションの組合せである。York 大学の Professor Hull and White は、有名な論文のなかで、「もし外貨オプションが実行されなければライターにとってカバーをとらないポジションが良いことになるし、逆にオプションが実行されればカバーされたポジションの方が良いのであるから(なぜなら、どちらの場合もライターはプレミアムの全額を保持できる)、何らかの中間の立場をとることが正しい」と指摘した。彼らは、コール・オプションのライティングを行った時にライターは当該通貨を、オプション取引量の「デルタ値」倍だけ直物で買えばよいと結論づけた。「デルタ値」(あるいは「ヘッジ比率」)とは、取引通貨の価値の変動によって通貨オプションの価値がどのくらい変化するかを表わすものである。どんなオプションのデルタ値も、直物レートの変動に依り時々刻々変化するため、ライターは「ヘッジ」を維持するために絶えず通貨保有量を調節せねばならないが、おそらく、これは非効率的で高くつく。いずれにせよ、両教授は、「外貨オプションの満期までの間これをやり続けたならば、ライターはつねに現物レートの変化から守られることになるだろう」と主張している。Hull & White, *Currency Options and the Banks*, Canadian Banker 46-50 (Feb. 1985) 参照。J. Grabbe, 前注4, at 140-46、J. Andersen, 前注4, at 154-57 参照。

46) Dillman & Harding, *Life After Delta: the Gamma Factor*, Philadelphia Stock Exchange (Euromoney Survey) at 14 (1985)、*Recent Innovations in International Banking*, 前注2, at 81-92 参照。

ストライク・プライスよりも下落した程度に応じて米ドルで支払いを受ける。もし、ワラントが満期時にアウト・オブ・ザ・マネーであれば、無価値のまま終わってしまう。この商品は、アメリカ証券取引所 (American Stock Exchange) に上場され、取引されており、また、SEC は、この商品が SEC の独占的な管轄に服する証券であると結論するに至った。⁴⁷⁾

このワラントの登場はしばらくの間ウォール街の話題をさらい、Investment Dealers' Digest 誌によって "Deal of the Month" と賞賛された。これに続いて5本の外貨ワラント債が発行され、中にはワラントのみ切り離して売られるものもあった。1988年にはいつてからも、この種のワラント債発行が続いている。発行者の立場からみると、通貨オプションをヘッジするコストはワラントの発行代り金よりも低いために、全体としての資金調達コストが引下げられることになる。また投資家からみると、こうしたワラントは長期の通貨市場への参入を可能とするものであった。⁴⁸⁾ 近

年、日本の発行者や証券会社によって、類似の債券が発行されている。例えば、野村証券が IBM Credit 社のために開発した「天国と地獄 (Heaven and Hell)」と呼ばれる1億ドルのユーロ債がそれである。International Finance Review 誌は、これを "Deal of the Year" に選んでいる。もしドル相場が円に対して上昇した場合には償還金にプレミアムがつき、逆に低下した場合には、償還額は額面割れになるように設計されている。

こうした債券に関し、複雑なバリエーションが次々と生まれている。⁴⁹⁾ これらは時に通貨転換証券 (Currency Convertible Securities <CCSs>) と呼ばれるが、全て外貨オプションの特徴を備えた債券である。⁵⁰⁾ 他の通貨に対する米ドルのボラティリティに照らしてみると、CCSs の投資家は、表面的な利回りは低いものの、それを補って余りある程の為替リスクヘッジ機能と最終的には極めて高利回りになる可能性を享受することができよう。⁵¹⁾

47) General Electric Credit Corporation Prospectus (1987年7月10日に発行された額面1億ドルの証券で、1992年7月15日満期、200万ドルの外為ワラントが付いているものに関する)、1987年4月21日付 R. Ketchum (Director, Division of Market Regulation, Securities & Exchange Commission) の Letter (上記証券に関する)、Monroe, *Currency Warrants Get a Financing Role*, Wall St. J., July 24, 1987 at 22, col. 1参照。

48) 一般的には、*Betting That the Dollar Is Bound to Rebound*, Business Week, Jan. 18, 1988 at 77、*Currency Warrant Bonds Are Back, But For How Long?* Corporate Financing 21-22 (March 1988) 参照。後者の文献は、一部の発行会社、例えば GMAC は、このような資金調達方法をとる準備はできているものの、ワラントは投資家にとってリスクが高いため、それについて募集を行った場合、長期的にみて投資家が発行者をどうみるかに影響するかもしれない、という懸念から発行に踏切れない、という興味ある指摘をしている。このような取引が引き起した法的問題については後注94-95およびそこで引用されている文献参照。

49) A. Viner, *Inside Japanese Financial Markets*, at 188, (1988) 参照。

50) Biger & Hull, *The Valuation of Currency Options*, 12 Financial Management 24 (Spring 1983) 参照。

51) また、CCS の利回りの低下幅は、店頭取引や取引所取引においてリスク・ヘッジのために投資家が支払

ロ. 通貨リンク型商品 (Currency-Indexed Hybrids)

この2年間、リターンが原油、貴金属、外貨といった商品等の価格に、全面的または部分的にリンクした証券が次々と登場している。これらのうち通貨をベースとした投資対象の重要な例としては、1987年3月に学生ローンマーケティング協会 (Student Loan Marketing Association <Sallie Mae>) が発行した額面100百万ドル、表面利率12.125%、1990年満期の債券が挙げられる。この債券では、満期償還額は、額面1千米ドルにつき1,452豪ドルに等しい米ドルの額 (満期時のレートで換算) である。また、同じくSallie Maeは、この2か月後に、額面100百万ドル、表面利率10.875%、1992年満期の債券を発行したが、これは、満期償還額を額面1千米ドルにつき、「2千米ドルマイナス138,950日本円に等しい米ドル (満期時のレートで換算)」で計算した額とするものである。

ハ. エクイティー・ワラント (Equity Warrants)

1982年以降、ユーロ市場における固定利付債券発行努力の一環として、多くの日本企業が分離型外貨建エクイティー・ワラント債を発行した。82年から85年の間に、132の日本企業が、このタイプのワラント債を発行することによって、60億ドル以上

の資金を調達した。86年以降、日本の投資家は外貨建オフショアワラント債の購入を認められ、この結果、株式ワラントが日本の国内市場における資金調達手段となる可能性も出てきた。⁵²⁾ 日本の企業にとって、ヨーロッパで株式絡みの債券を発行することの最大の魅力は、円ベースでの調達コストの低さにある。例えば、88年2月にはワラント債の発行代り金はコスト2%未満の円資金にスワップすることができた。⁵³⁾ 日本企業の株式を買えるワラント付きの債券の発行がここ数年ユーロ債市場で盛行したが、対象株式のほとんどは日本に還流した。

ニ. クロス・レート・オプション (Cross-Rate Options <CROs>)

クロス・レート・オプションとは、米ドル以外の通貨間の為替レートのオプションであり、特にヨーロッパにおいて人気が高い。クロス・レート・オプションは、米ドル対他の通貨のオプションよりもボラティリティーが低い⁵⁴⁾ため、「オプション・トレーダーに安眠を与えてくれ」、⁵⁴⁾したがって、プレミアムも若干低目に設定される傾向がある。外為市場の主要参加者の中には、取引所でのクロス・レート・オプションの引受けができることを望んでいる者がいると報じられていたが、2年前、ヨーロッパオプション取引所 (European Options Exchange) で英ポンド・オランダギルダー

わねばならないプレミアムよりは小さいものとなろう。Mallozzi, *An Emerging Way to Cut Borrowing Costs*, Euromoney Supplement at 11 (Feb. 1985) 参照。

52) A. Viner, 前注49, at 80参照。

53) Pearson, *Euromarket First for Katokichi*, Financial Times, Feb. 15, 1988 at 11参照。

54) O'Dea, *Fencing with the Grim Reaper*, Intermarket 4, 8 (June 1985) 参照。

間のクロス・レート・オプション取引が始まった。⁵⁵⁾しかしながら、シカゴ商品取引所はこれに追随していない。⁵⁶⁾

ホ. ボストン・オプション (Boston Option <BO>)

ボストン・オプションは、本質的には、先物為替の買いと、その逆取引となるオプション (すなわち、プット・オプション) という2つの契約の組合せである。効果としてはオプションの合成と同様であるが、オプションのプレミアムを始めに支払うとキャッシュ・フロー上の問題が生じることに対処するため考え出されたものである。ボストン・オプションにおける先物為替レートは、通常先物為替レートにオプションプレミアムを加えたものである。外貨オプションのストライク・プライスは先物レートそのものであり、したがってもしその通貨が先物レートよりも下がれば、ボストン・オプションのホルダーは、直物市場で当該通貨を買う一方で、オプションを実行してライターにその通貨を売ることにより利益を出し、先物契約から生ずる損を相殺するであろう。ボストン・オプションにあっては、為替レートが好ましい方向に動いた場合の利益は無限である一方、為替リスクがヘッジされる。損失の上限は、プ

レミアムの額である。⁵⁷⁾

ヘ. インド・スプレッド (Indospreads)

インドスエズ銀行ニューヨーク支店が開発したいわゆる「フェンス (fences)」は、プット・オプションの購入とコール・オプションの引受を組合せるもので、プレミアムは通常のオプションのそれよりもかなり低く設定される傾向にある。⁵⁸⁾なお、東京市場で活発に取引されているゼロコストオプションも、このオプション組合せ商品の一例であるが、これについては前に触れた。

3. 規制上の諸問題

(1) 概 説

2.での市場の概観と分析を踏まえ、ここでは、現在発生している主な規制上の問題点を採り上げる。米国、英国、日本法における規制体系を紹介し、特に米国での問題につき詳細な検討を加えるが、これは、筆者が米国での問題に通じているからであり、また、英国や日本の規制システムはまだ発展し始めたばかりだからである (英国では1986年に立法が行われ、漸く施行をみたばかりである。また日本では、これまで外貨オプションの利用をかなり制限するシステムとなっていたが、現在大幅な自由化を進めている)。これらに対する評価は5.で行う。

55) O'Dea, *Competing for Currency Options*, Euromoney 34, 37 (April 1985)、*Tradeable Insurance*, Intermarket 25, 39 (Nov. 1985) 参照。

56) *The Fight Over Concerning Options*, Intermarket 14, 58 (Feb. 1985) 参照。

57) ボストンオプションは、ボストン銀行によって開発された。Cicchetti, *The Beauty of the Boston Option*, Euromoney 45 (Feb. 1 1985)、Morris, *New Twist in Foreign Exchange Trade: One Advantage of BO Is Fee Hidden in Quoted Forward Rate*, American Banker, Oct. 3, 1984 at 1参照。

58) *Tradeable Insurance*, Intermarket 25, 32 (Nov. 1985) 参照。

(2) 米 国

イ. 商品取引法

あるタイプの外貨オプションは明らかに商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission <CFTC>、商品先物取引やオプション取引を規制するために1974年に設立された連邦行政機関) の管轄に属する。この規制権限は、1974年の商品取引法 (Commodity Exchange Act) 改正により、CFTC の設立が定められると同時に CFTC に賦与されたものである。この改正によって、同法 § (a) (1) (A) による商品の定義は、「将来引渡すという契約を現在または将来取り決める際対象となるあらゆる物品、サービス、権利、利益」⁵⁹⁾ にまで拡張された。通貨取引に同法が適用されることを明確にするためには、まず、外貨が「物品」(取引所で取引されていると否とを問わず明らかに商品である) や、「サービス、権利、利益」(取引所で取引されるフューチャー契約の対象でなければ、明らかに商品ではない) にあたるかどうかが決まらねばならない。この問題はまだ解決されていないが、「権利または利益」とす

るのがよいであろう。少なくともここでの目的のためには、言葉の本来の意味からみても、4. で述べるように、外貨を支払う契約は商品を引渡す契約よりむしろ金銭債務としてうまく分析できるという点からみても、外貨を物と構成することは、無理な解釈である。⁶⁰⁾ また、外貨は、有形財産として固有の価値を持つものではなく、むしろ所持人が有する外貨と物とを交換する権利からその価値が引出されるものである。ある下級審判決は、この解釈を支持しており、それによると、将来引渡すものとして商品取引所で取引の対象とされている外貨のみが同法 § 2 (a) (1) (A) の商品ということになる。⁶¹⁾

議会は、商品という言葉の定義をこのように広くとらえ、商品に関わるオプション取引の規制権限は広く CFTC に帰属するとした。例えば、商品取引法 § 4c (b) は、「何人も、本法の規制下にある商品でオプションとしての性質を有するものにつき、一定の条件の下で取引を禁止あるいは許可する CFTC の規則、規制、命令に反して、契約を申し込み、契約を締結し、あるいは

59) 1974年商品先物取引委員会法, Pub. L. No.93-463, § 201, 88 Stat. 1389 (1974), 7 U.S.C. § 2 (1986)。

60) 外貨がマネーか商品 (物) かという問題はかなり議論の的になっている。米国では、多くの判例が外貨は商品であるとしている。United Equities Co. v. First Nat'l City Bank, 374 N.Y.S. 2d 937 (Sup. Ct. N.Y. Co. 1975), rev'd on other grounds, 52 A.D. 2d 154, 383 N.Y.S. 2d 6, aff'd, 41 N.Y. 2d 1030, 395 N.Y.S. 2d 640, 363 N.E. 2d 1385 (1977) (mem.) 参照。

しかし、逆の判決もある。Matter of Lendle, 250 N.Y. Supp. 502, 166 N.E. 182 (1929) 参照。また、概説書として、Corbin, Contracts § 480 (1950)、F. Mann, The Legal Aspect of Money 183-93 (4th ed. 1982) がある。Dr. Mann は、「一定額の外貨の支払いが約束されている場合には、当該外貨がマネーとして機能しているのであるから、金銭債務が存在する。外貨が商業的関係の対象物となっている場合にのみ、商品とみなされる」という原則が適当であるとするが、これは説得力がある主張といえよう (Mann, 同, at 190)。4. の議論も参照。

61) CFTC & State of Georgia v. Sterling Capital Co., [1980-82 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 21, 169 at 24, 783 n. 15 (N.D.Ga. Feb. 20, 1981) 参照。

契約の履行を確認してはならない」と定められている。⁶²⁾ また、「所定の契約市場やその他の商品取引所、市場において取引され、あるいは実行される、将来の引渡しのために商品を販売するという契約に関わる取引や、オプションとしての性質を持ついかなる取引をも含む合意」の場合には、CFTCの管轄権は「独占的なもの」とされた。⁶³⁾

同時に、議会は、財務省の強い要望により、いわゆる「財務省修正条項 (Treasury Amendment)」を商品取引法につけ加えた。この条項は、CFTCは外為市場の規制権限を持たないとするもので、CFTCが外為市場の円滑な運営を妨げる可能性を排除しようとするものであった。また、財務省修正条項は、「この法律のどの条項も、商品取引所で行われる将来の引渡しのための売買に係るものでない限り、いかなる外貨取引をも規制するものではないし、またいかなる意味においてもそのような取引に適用されるものではない」と規定した。⁶⁴⁾ したがって、修正条項の文言の意味を素直にとらえれば、商品取引法は、取引所で実行されるフューチャー契約でない限り、取引の

性質や参加者の性格にかかわらず、いかなる外貨取引にも適用されないということになる。しかしながら、この点に関する立法経緯は不明瞭で、この文言通りの解釈で正しいようにも読めるし、参加者がすでに連邦の規制に服している大規模金融機関に限られているような市場および取引のみをCFTCの管轄外とする意図のようにも読める。⁶⁵⁾ 予想されるとおり、CFTCのスタッフは後者の解釈を支持する立場をとり、管轄排除の有効性は、外国為替の将来の引渡し取引が市場で実行されるかどうかだけでなく、市場参加者がどの程度の知識を有しているか (sophistication of participants)、および参加者が取引を行う場である市場と参加者とがどのような規制に服しているかにも関係するとしてきた。こうしてCFTCは、「財務省修正条項は、市場外の外貨取引を公衆を相手に行う場合をもCFTCの管轄外としたものと読むことはできず、銀行や他の専門知識を有する機関 (sophisticated informed institutions) の間での取引についてのみに適用されるべきものである」という見解を表明してきた。⁶⁶⁾

62) 7 U.S.C. § 6c (b) (1986)。この規定と、CFTCのレギュレーション 32.11 は、オプション取引の一般的な禁止について定めているが、レギュレーション 32.4 (a) の「通商オプション」と、商品取引法 § 4C (d)、レギュレーション 32.14 の「ディーラーオプション」の場合は適用されない。1988年の初頭に外国取引所で取引されているオプションのうち一定のものが、この禁止対象からはずされた (52 Fed. Reg. 28980 (1987年8月5日))。CFTCは、CFTCのレギュレーションの34編に従った取引所で取引されるオプションのうち一定のものを認めている。CFTCは証券取引所で取引される外為オプションについては、何ら規制権限を持たない (CEA § 4c (f))。

63) 7 U.S.C. § 6c (b) (1986)。

64) 7 U.S.C. § 2 (1986)。一般的には、Mitchell, *The Treasury Amendment & Foreign Currency Forward Transactions*, 5 *Commodities Law Letter* 1 (1985)、Lyon & Mitchell, *Foreign Currency Option Trading Off Exchanges*, *National Law Journal*, Jan. 13, 1986 at 15、Gilberg, 前注4, at 1648-59 参照。

65) S. Rep. No. 1131, 93d Cong., 2d Sess. 23, 49-50 (1974) 参照。

66) CFTC, *Statutory Interpretation and Request for Comments Concerning the Scope of the Treasury Amend-*

CFTC は、さらに、公衆を参加者として含む市場外取引はいかなるものであれ完全に財務省修正条項の適用範囲外であり、CFTC の管轄に属すると主張している。⁶⁷⁾

CFTC の立場は、修正条項の文言や理念と相容れないものであり、注68に略述した諸理由より、受容られるべきではない。⁶⁸⁾ それにもかかわらず、このような解釈もひとつの考え方として支持され得ないこともなく、実際にいくつかの裁判では、

それを支持するような判決が下された。こうした事実を鑑みれば、先物や外貨オプションの分野において商品取引法の適用を免れることができるよう取引を仕組む際、財務省修正条項にのみ依拠することは危険である。

ロ. オプションの禁止と財務省修正条項

CFTC の設立後数年間に、CFTC は商品オプションの販売を律する一連のレギュレーションを打ち出した。しかし、1978年

ment, Oct. 11, 1985, 50 Fed. Reg. 42983, 42984 (Oct. 23, 1985)。

67) 同上, at 42985. CFTC の見解と同じ立場のものとしては、CFTC, Office of the General Counsel, Memorandum, SEC-CFTC Jurisdictional Dispute [1975-77 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 20,117 (CFTC, Dec. 2, 1975)、CFTC Interpretative Letter No.77-12, [1977-80 Decisions] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 20,467 (Aug. 17, 1977) 参照。

68) 第1に、財務省修正条項の文言通りの意味に従えば、そこで示されている取引は、商品取引法の規制対象から除外される。法文中には、参加者が専門知識を有する者である場合や、機関投資家としての性質を有していたり、規制を受けている者である場合にのみ適用が除外されるということを示唆する文言はみられない。立法過程においては、連邦規制の対象たる銀行やディーラー、専門知識を持つ機関について言及されているが、これは、単に当時の店頭取引市場について述べているものと理解できる。Aaron v. SEC, 446 U.C. 680, 669-700 (「文言の素直な意味と、立法過程との間に何ら齟齬がない場合、条文の文言が優先する」としている) 参照。第2に、上院農業委員会が外貨取引は通常銀行とその他の専門知識を有する機関投資家とが行っていると知っていたことは、立法過程からみて明らかである。S. Rep. No. 1311, 前注65, at 23参照。そこでは、必ずしもすべての参加者が連邦規制に服していたり専門知識を有していたり(またはその両方であったり)するものではなかったとの明確な理解が示されている。第3に、CFTC は「専門知識を有する」とはどういうことか、誰がそれを定義するのか、市場参加者はどのようにして事前にそれをはっきりと確認することができるのか、といった問題に対応することができずにいる。第4に、修正条項の底流にあるポリシーは、店頭取引市場が、CFTC の規制を受けずに独自の発展を遂げることを認めるというものであった。CFTC の狭い解釈では、商品取引法の適用除外を参加者が銀行等の場合に限定することになり、このポリシーに抵触してしまう。

また、CFTC は、財務省修正条項を狭くとらえたために、そこで用いられている「商品取引所」という言葉を、組織化され、免許を得た取引所ばかりか、銀行および機関投資家間の取引以外の全ての取引所外取引をも含むものとまで広げて解釈せねばならなくなっている。CFTC Interpretative Letter No.77-12, 同参照。しかし、この解釈は、同法 § 2(a)(1)(A) の定義 (「商品売買、販売のための商品の受取り、またはその委託業務に従事する者から成る取引所、協会」) に照らせば妙であるし、また、立法過程からみても妙である。というのは、そこでは、財務省と上院農業委員会が、商品取引所という言葉が「組織化された先物取引所」を意味すると考えていたことが明らかだからである。S. Rep. No.1 (3), 93d Cong., 2d Sess. at 23, 49-50 (1974) 参照。最後に、こうした解釈は財務省修正条項の基礎となっている管轄権の排除というポリシーに背馳する。というのも、もし「商品取引所」という言葉があまりに広く解釈されるならば、修正条項は意味を持たない余計なものにすぎなくなるからである。Mitchell, 前注63, at 5参照。

に、米国において「ロンドン・オプション」^{訳注2)}の販売に関連した詐欺が多発したことに伴って、CFTC は、レギュレーションによってほとんどの商品オプション取引を禁止した。⁶⁹⁾ 議会は、その後、禁止を成文化したが、同時にオプションの買手が、目的物たる商品の生産者、加工業者、商業上の使用者、またはそうした商品を扱う商人である場合にはオプション取引の禁止を免除するという内容のレギュレーションの制定権を CFTC に与えた。⁷⁰⁾ これを受けて、CFTC は、「商事オプションの免除 (Trade Option Exemption)」として知られているレギュレーションを制定した。

その後、1986年先物取引法 (Futures Trading Act of 1986) における議会の指示に従って、CFTC はオプション取引に関する一般的な禁止を緩和し、現在では、レギュレーションの33編により、取引所で取引されるオプションのうち一定範囲のものを認めている。⁷¹⁾

財務省修正条項の文言が、商品取引所で取引されていない外貨オプション取引は全

て CFTC の管轄外であることを意味することは明らかである。それにもかかわらず、オプション禁止期間中、CFTC が米国の証券取引所以外で申込まれたり販売された外貨オプションに対する管轄権を主張したことに関わって多くの紛争が生じた。

1981年、PHLX は、財務省修正条項は CFTC が証券取引所において取引される外貨オプションを規制することを禁じたものであるとする立場をとった。PHLX が、オプション取引の認可を SEC に申請したために生じた管轄上の不明確さは、結局、PHLX のような証券取引所で取引される外貨オプションの管轄権を有するのは CFTC ではなく SEC であることを明らかにした1982年商品取引法改正条項によって解決された。⁷²⁾

オプション禁止期間中に、オプション取引に対する管轄権に関する財務省修正条項の適用範囲につき述べた司法判断もいくつかみられた。CFTC 対アメリカ商品取引所⁷³⁾ (American Board of Trade <ABT>、いかなる政府機関にも登録されておらず、

69) 17 C.F.R. § 32.11 (1986), 商品取引法 § 4c (b) の授權によるもの。

70) 7 U.S.C. § 6c (c) (1986)。

71) 1986年先物取引法, § 102, 100 Stat. 3557, 7 U.S.C. § 4c (c) および (d) で成文化。また、前注62で引用した権限を参照。1986年修正条項は、初めて公開の場における先物のオプション取引を認めたものでもあった。1986年先物取引法 § 102, 100 Stat. 3557。

72) 7 U.S.C. § § 6c (c), 6c (f) (1986)。この管轄争いの経過については、一般的には、T. Russo, 前注28, at § § 10.22-10.26 (1987) 参照。

73) 473 F. Supp. 1177 (S.D.N.Y. 1979), *aff'd*, 803 F. 2d 1242 (2d Cir. 1986)。

訳注2) 商品オプション販売会社が、ロンドンで購入した商品オプションを、米国の投資家に販売するもの。1975年に初めて登場した後、コーヒー価格急騰を背景に、コーヒーオプションを購入した投資家の多くが相当の利益を得たことから急速に発達。

しかし、その過程で、ロンドンオプション販売会社を自称する会社による詐欺が多発。その手口は、投資家に過大な利益期待を抱かせる勧誘を行ったうえで極めて高いマージンを支払わせ、かつ、実際には投資家に販売したオプションをロンドン市場で買いつながない (呑み行為) というもの。

また規制を受けてもいないにもかかわらずある種の商品のオプション取引のための取引所を提供していた)のケースで、ABTは、そこで行われている外貨オプション取引は財務省修正条項がいうところの外貨の取引を含むと主張した。連邦地方裁判所は以下のように、かなり文言に拘泥した皮相な考え方をとった。すなわち、外貨オプションとは、外貨の取引(この場合、財務省修正条項の商品取引法適用除外文言が適用になる)というよりむしろ外貨に係る取引(この場合、商品取引法のオプション取引禁止規定やレギュレーションによる禁止の対象に含まれる)であるとした。このような融通のきかない考え方下では、外貨オプションを実際に行使して外貨に係る取引を外貨の取引に変えるまでは、ホルダーは外貨の取引を行わないことになる。立法過程を根拠に、第2巡回区の連邦控訴裁判所は、この判決を支持した。この控訴裁判所の見解によると、立法過程に照らせば「専門知識を有し、かつすでに規制に服している金融機関には商品取引法の保護は必要がない」というのが修正条項の基本的な考え方であり、また、この目的を理解すれば、「被告(ABT)が個人との間で行っていたような外貨オプション取引を規制対象からはずすために例外が設けられたという考え方」を排除することになる。⁷⁴⁾したがって、

この控訴裁判所の支持判決は、財務省修正条項は個人と、ABTのようないかなる政府機関からも規制を受けていない組織の間の外貨オプション取引をCFTCの規制対象から除外するものではないとの判断であると理解することが可能である(但し、控訴裁判所の判決は以下にみるようなより広い見解を支持し、採用している)。

外貨オプションを公衆に販売している企業に対しCFTCが提起した同様の訴訟において、他の連邦地方裁判所は、「外貨の取引」と「外貨に係る取引」との間のこの安易で不明瞭な区別を支持し、採用した。⁷⁵⁾より重要なのは、この考え方が第7巡回区の控訴裁判所にも採用されたことである。同控訴裁判所は、商品取引所対SEC⁷⁶⁾のケースで、政府全国抵当金庫(Government National Mortgage Association <GNMA>)のパス・スルー証券^{訳注3)}に関するオプション取引は財務省修正条項によってCFTCの管轄から除外されるものではないと判断したものである。この理由としては、これらのオプションはGNMA先物取引に係るものであり、政府・証券の取引(財務省修正条項はこれもまた商品取引法の適用範囲外としている)ではなかったからである。同裁判所は、この分析が、必ずしも外貨のケースに適用されるものではないことを明示的に述べてはいるが、分

74) 803 F. 2d 1242, 1249 (強調は筆者による)。

75) CFTC v. Sterling Capital Co., [1980-82 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 21,169 (N.D.Ga. 1981)。

76) 667 F. 2d 1137 (7th Cir. 1982)。

訳注3) モーゲージの貸手が種類・金利が同一で満期の類似したモーゲージを集めて作ったモーゲージ・プールの一定比率の持分権を表わした参加証書。

析の文言や論理は直接適用しうるように思われる。

これらの判例を狭く読むことも可能である。どのケースも、専門機関というよりむしろ、公衆に対するオプションの販売に関わるものであり、また、ABT のケースについては、政府機関による規制を受けていない組織に関わるものであった。もし、銀行間取引やディーラー取引に係るものであったなら、裁判所は、上記の立法過程のうち専門機関間の取引は商品取引法による保護を必要としないという部分に照らして、別の結論を下していたかもしれない。⁷⁷⁾

修正条項を作ろうという財務省の努力は、外貨オプションのディーリングを明確に念頭に置かずに銀行やディーラー間のフューチャー取引に焦点をあてたものであった。しかし、この事実は、米国では外貨オプション市場がその8年後まで発達しなかったということからみて、問題であるとは言えない。また、先に述べたとおり、外貨オプション取引は、1974年に店頭取引の外貨先物市場が果たしていたのと同じ経済的機能を提供し、また、同じタイプの機関が参加するものである。したがって、財務省修正条項の採択の基礎となった考え方は、店頭取引市場で行なわれる外貨オプ

ション取引にも同様に適用しうるものであるし、後者の取引がCFTCの規制をかぶらないことにはかなりの合理性がある。

しかしながら、このような結論は、上で議論した3つのケースにおける裁判所の理由付け（そこでは、銀行間取引や機関投資家による店頭取引も例外ではないとされている）によって深刻な影響を受けている。また、この結論は、前に紹介した財務省修正条項に対するCFTCの解釈と、CFTCがその外貨オプションに対する規制権限に関し明らかにしている拡張的な見解との双方によっても損なわれている。例えば、CFTCは、1985年のSECに対するレターの中で、外貨オプション取引が証券取引所以外で行われる場合にはこれを規制する権限を主張した。⁷⁸⁾同様に、CFTCのスタッフは、84年のレターで、財務省修正条項の適用可能性には何ら触れることなく、米国以外の取引所で取引されている外貨オプションは「商事オプションの免除」による場合のみ米国銀行が購入することができるとの考え方を示した。⁷⁹⁾しかしながら、最近になって、FRBのスタッフが、規制を受けている金融機関と専門的知識を有する顧客との間のインターバンク店頭取引市場における外貨オプションは財務省修正条項によりCFTCの管轄から除外されるとい

77) 前注65-68およびその参考文献参照。立法過程の引用部分では、例えば、①店頭取引市場は「銀行監督機関によってよりよく監督されるものである」こと、②「取引が一般に銀行と、他の専門知識を有する機関を参加者として行われるものである」こと、③「主として大銀行から成るディーラー市場」、④「専門的な知識を有する機関」たる参加者、および⑤CFTCが「複雑な銀行の機能を規制する」専門的な手腕を欠いていること、に関して言及されている。

78) CFTCのJ. Webb 秘書官からSECのJ. Wheeler に対して書かれた1985年9月27日付レター (LEXIS)。

79) CFTCのInterpretative Letter No.84-7 (Feb. 22, 1984), 2 Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 22,025。

う立場を表明したのは注目される。⁸⁰⁾

このため、銀行、ディーラーを参加者とする市場における外貨オプション店頭取引は、財務省修正条項によって CFTC の管轄から除外されるという結論がたくさんの筋道だった議論によって支持されている一方、CFTC の見解と司法判断とが実質的にこの結論をぐらつかせ、不確実な部分を残したままにしている、ということを認識せねばならない。また、裁判所の解釈は、財務省修正条項の問題の最終的な解決を、CFTC への再授権に関係した1982年と86年の商品取引法的大幅改正を拠り所に、「議会による判例の暗黙の採用^{訳注4)}ないし承認」という無意味で思慮浅い議論に委ねている。⁸¹⁾

ハ. 商事オプションの免除 (The Trade Option Exemption)

財務省修正条項が店頭市場で取引される外貨オプションを CFTC の管轄外とするものか否かに関し、CFTC の立場と裁判所の判決とによって生み出された不確実性に照らしてみると、商事オプションの免除を採用することは、店頭オプション取引を CFTC の規制外に置くための代替的な、そして、おそらくはより確実な方法である。⁸²⁾ この商事オプションの免除は、「オプションの買手が、取引対象商品の生産者、加工者、商業上の使用者またはそれを取扱う商人であり、⁸³⁾ 事業に関連した目的のためだけに商品のオプション取引にはいる」⁸⁴⁾と信ずるに足る合理的な理由を有す

80) 1986年3月6日付の M. Bradfield (General Counsel, Board of Governors of the Federal Reserve System) から K. Raisler, (General Counsel, CFTC)宛レター (筆者がコピーを所持)。

81) まず第1に、もしこれが、説得力ある強力な法理論であるとしたら、最高裁判所が最近の判決で同様の理論づけを用いることによって、より有力なものとされていたであろう。Merrill Lynch v. Curran, 456 U.S.C. 353 (1982)、Hernan & MacLean v. Huddleston, 103 S. Ct. 683 (1983)。これらの比較の数も少なく、曖昧で、語義に拘泥した判例に対する議会の知識に依存することはむしろ無理であろう。これを別としても、この「原則」が特に重宝であり、明解であり、あるいは権威があるなどとみられたことはまずなかった。要するに、この点においては、この理論は何ら重きを置かれるべきではないのである。例えば、Girouard v. United States, 328 U.S. 61, 69 (1946) (「議会の沈黙の中だけに、法を支配する原則の採用を見出すのは、せいぜいあてにならないものにすぎない」としている)、Hilvering v. Hallock, 309 U.S. 106, 119-22 (1940)、Toucey v. New York Life Ins. Co., 314 U.S. 118, 140-41 (1941) 参照。同様に、H. Hart & A. Sachs, The Legal Process: Basic Problems in the Making and Application of Law 1381-1404 (1958年試案) (立法府の義務に関するいかなる誤った概念とも無関係に、立法者はその解釈を知っており、それに賛成した、と結論付けられる理由がある場合にのみ、立法府が既存の考え方を支持したという推論が法改正により裏付けられるが、立法の内々の経緯からみて証拠がない状況下、こうしたことはまずないであろうと主張している)。Harrington, Culpability and Its Content Under the Commodity Exchange Act, 17 Conn. L. Rev. 1, 32-33 (1984) 参照。

82) 商事オプションは 17 C.F.R. § § 32.8 (不法な表示) および § § 32.9 (詐欺防止規定) に服する。

83) 商品取引法 § 4c (c), 7 U.S.C. § 6 (c) (c) (1986)。

84) 17 C.F.R. § 32.4 (a) (1986)。一般的には、T. Russo, 前注28, at § 7.14 参照。

訳注4) Implied Congressional Adoption。米国における法の解釈原理の1つで、ある法律を改正する時点で、その法律を解釈する判例のあるときは、その改正において反対の趣旨が盛込まれない限り、あたかも議会が判例通りの解釈を承認したかのように扱われる、というもの。

る者によって申込まれ、または売出されるオプションに対し適用される。商業上の利用者としての資格を有していなければならないのは買手のみであり、売手にはその必要はない。

CFTC のスタッフは、この免除につき、予想どおり限定的な解釈を表明した。1984 年のレター（外国の取引所で取引されている外貨オプションの米国内における申込みや販売の解釈に関するもの）において、CFTC は、銀行業務を行う機関は、①購入するオプションの対象通貨を日常的に直接業務上使用しており、かつ②自己の業務そのものに関連した非投機的な取引を行う場合においてのみ、この免除の下で外貨オプションの買手としての資格を与えられると述べた。また、このレターでは、正当なリスクヘッジの必要性を超えたオプションの購入は投機であり、そのような場合には免除の恩恵を失うこと、また、当免除規定に依拠しようとするオプションのライターは、買手が有資格であることを確認するための積極的な手段を講じなければならないことも述べられている。⁸⁵⁾

この手紙の中で示されている免除の限定的解釈は、商品取引法によっても、レギュレーションによっても正当化されない。法

律上の文言は、購入者が取引対象商品の生産者、加工者、商業上の使用者またはそれを取扱う商人であるような取引となっている。また、レギュレーション上の免除は、取引対象通貨の商業上の使用者としての買手の業務に関係する目的をもってのみオプションの購入がなされることだけを要求している。どちらも、ヘッジと投機の区別をしていない。⁸⁶⁾

財務省修正条項の場合と同様、商事オプションの免除の厳密な意味ははっきりしないままであり、CFTC は、明確な理由なくその適用範囲を狭める解釈を提示してきた。これらの解釈によって生み出された曖昧さは、この分野における綿密な業務計画を困難かつ危険なものにし、また、おそらく外貨オプション市場の発展を減速させる効果を持つ。

二. 連邦有価証券法

1982年の法律に従えば、論理的には納得し難く一貫性を欠くものとはいえ、明らかに、SEC が米国の証券取引所における外貨オプション取引に対し独占的な管轄権を有しているのに対し、CFTC は米国の商品取引所で取引されるすべての外貨オプションにつき独占的な管轄権を有している。⁸⁷⁾ また、正式に決定されたことはないものの、

85) CFTC の Interpretative Letter No. 84-7, 前注79参照。

86) このレターはまた、銀行を含む米国の当事者は外国の市場においてオプションを販売することはできないとの見解を表明した。なぜなら、特定の買手が商事オプションの免除を利用する資格を持つかどうか確かめることができないからである。最近になって、CFTC は、命令により、すでに銀行監督当局の規制を受けている米銀に関し、こうした立場を緩めた。この命令とは、もし、銀行が顧客の資金を使わず、業務に関係する目的をもって本人としてそのオプションを販売し、かつそれが第三者にそのようなオプションを転売するというスキームの一部でないならば、モントリオール証券取引所において通貨オプションを販売することができるというもの。

87) Pub. L. No. 97-303, 96 Stat. 1409 (1982) (7 U.S.C. § 77 (b) (1), 78c (a) (10), 78111 (14), 78 (i) (8),

SECは店頭取引市場で取引される外貨オプションに対し何ら管轄権を持たないという理解が実務家の間でコンセンサスとなってきた。

ただ、この点についても不確定な部分があり、それは、1970年代の一連の判例に由来する。⁸⁸⁾これらの判例で、有価証券に関する法律は「裸の (naked)」商品オプション取引に適用されるとされた(裸の商品オプション取引においては、ライターは取引対象商品を所持せず、また、リスクをヘッジするのでもなく、むしろオプションの買手が支払ったプレミアムを市場でさらに投機を行うために使うのである)。このような判断が依拠するところは、裸のオプションは「投資契約 (investment contracts)」を構成し、それゆえに裸のオプションは「有価証券」⁸⁹⁾であるということである。なぜなら、SEC対W. J. Howe Co.のケースにおいて最高裁が示した「投資契約」の定義

は、「他人の努力にのみ由来する利益を得るような共同事業 (common enterprise) への金銭の投資である」というものだからである。⁹⁰⁾

明らかに、全てのオプションはプレミアムという形での「金銭の投資」を含んでいる。また、最高裁は、投資家の利益の程度は市場においてライターが投機に成功することに依存しているのであるから「他人の努力」の要件は満たされるとし、他方、「共同事業」の要件は、「ある投資家の契約とライターの契約の成功・失敗が、他の投資家の契約の収益性に直接影響を与える」ようなやり方でホルダーの資金がプールされているならば、満たされると述べた。⁹¹⁾

しかしながら、この問題が持ち上がったケースの大部分において、商品取引法は商品オプションの管轄権をSECではなくCFTCに与えているとの結論が出された。⁹²⁾さらに、ほとんどの店頭取引通貨オ

80a-2 (a) (3)および80b-2 (a) (18) (1982)で成文化) The Futures Trading Act of 1982, Pub. L. No.97-444, § 102, 96 Stat. 2294 (1982) (7 U.S.C. § 6c (f) (1982)で成文化) を各々参照。

この管轄に関する妥協の歴史は、時として、「Shad-Johnson 協定」と呼ばれる。これについては、T. Hazen, Securities Regulation, § 19.6 (1985)、T. Russo, 前注28, § 10.22-10.26参照。

88) S.E.C. v. Commodity Options International, Inc., 553 F. 2d 628 (9th Cir. 1978) (先物に関する「裸の二重オプション」について)、S.E.C. v. Norton, [1976 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 20,204 (N.D. Ill. 1976) (任意に取引される「裸の」商品オプション)、In re Traders International, [1974 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 94,529 (N.D. Nev. 1974) (ロンドンオプション)、Searsy v. Commercial Trading Co., 560 S.W. 2d 637 (S. Ct. Tex. 1977) (「裸の」商品オプション)。Jenson v. Continental Financial Corp., 404 F. Supp. 792 (D. Minn. 1975) (一定価格で買戻すオプション付きで銀貨および銀地金を、証拠金を差入れて売買する約定) も参照。

89) 1933年の有価証券法および1934年の証券取引法の各々における「有価証券」の定義は、「投資契約」も含むものである。1933年有価証券法, 15 U.S.C. § 78f et seq. (1986)、1934年証券取引法, 15 U.S.C. § 78a et seq. (1986)。

90) 328 U.S. 293 (1946)。

91) S.E.C. v. Norton, [1976 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶ 20, 204 at 21, 126。

92) Board of Trade v. S.E.C., 667 F. 2d 1137 (7th Cir. 1982) (GNMA のパス・スルー証券に関する相殺オプション)、S.E.C. v. Univest, Inc., 410 F. Supp. 1029 (N.D. Ill. 1986) (銀先物契約のオプション)、

プションは *Howey* 判決の定義する「共同事業」や「他人の努力への依存」という要素を欠いている。というのも、それらは、売手と買手との間で個々に取極められるもので、市場が好ましい方向に動くこと以外の何物からも買手に利益がもたらされる期待が全くないからである。最後に、店頭取引オプションの購入者の多くは対象通貨の商業上の使用者であり、そこでの契約が「有価証券」であるとは考え難い。⁹³⁾

ホ. 新種組合せ商品 (Hybrids)

以上の議論を踏まえば、最近現われたフューチャーあるいはオプションとしての性格と同時に「有価証券」としての性格を併せ持つ一連の新種組合せ商品を正しく理解することが容易になる。⁹⁴⁾ 前に議論した General Electric Credit 社のワラント債⁹⁵⁾ をとりあげてみよう。この通貨ワラント(および1988年までに次々と出た2ダースもの

類似新商品)は、その法的位置付けがそれらが何であるかでなくどこで取引されるかに依存するという点で、独特である。もしそれらが、アメリカ証券取引所に上場されていなかったとしたならば、商品オプションに関する CFTC のレギュレーション違反であっただろう。このため、こうした新商品におけるワラント契約は、もしワラントが上場廃止となったり取引の永久停止となったりした場合、自動的に行使されるとみなされることを定めている。

同様に、リターンが原油、貴金属、外貨の価格とリンクした様々な証券がこの2年間で売出されており、規制当局の注意をひいているとともに、いくつかの訴訟を招いているが、⁹⁶⁾ いずれも決着をみていない。

このような新商品がもたらした極めて多くの問題を受け、また、いくつもの一見矛盾の多い措置のあと、⁹⁷⁾ CFTC は、最近、

Clayton Brokerage Co. of St. Louis, Inc. v. Mouer, 531 S.W. 2d 805 (S. Ct. Tex. 1975) (ロンドンオプション)、International Trading Ltd. v. Bell, 556 S.W. 2d 420 (S. Ct. Ark. 1977) (ロンドンオプション)。S.E.C. v. American Commodity Exchange, 546 F. 2d 1361 (10th Cir. 1976) も参照。

93) *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 858 (1975) 参照。

94) このような「新傾向の商品」について適切かつカレントな概説が、Hiden & Crawshaw, *Indexed Off-Exchange Obligations*, 7 *Commodities Law Letter* (1987) にある。

95) 前注47-48およびそこで引用されている文献参照。

96) 最近の事例の中には、以下のものがある。スタンダード石油社の1986年6月19日付補足発行目論見書は、10の標準的な債券と2つのゼロクーポン原油価格リンク証券を扱っている。後者の証券は、満期前の1年間は月2回実行するというプット・オプションの性質を持っており、投資家は、そのときのバレル当り原油価格が25ドルを上回る場合には、その差額に一定のバレル数を掛けた金額を額面金額に加えたものを受取ることができる。1988年初頭には、いくつかの発行体が「リアルズ」と呼ばれる長期負債証券を発行したが、これは、一定の固定レートと、他の固定レートに都市部の消費者物価指数の変化率を加えたもののうち、大きい方を利子として支払うものである。最近発売されるものの多くは、収益性を様々な株価指数にスライドさせている。チェースマンハッタン銀行は利子が株価指数にスライドしたCDを発行しているし、いくつかの銀行は利子が金価格指数にスライドしたCDを売出した。Drexel Burnham Lambert 社とアメリカ証券取引所は金価格に基づいて金現物と現金を受取る中期ワラント債をアメックス商品取引所に上場するという計画を打出した。

97) その例としては、以下のものを思い浮かべることができよう。Wells Fargo 銀行の金価格にスライドさ

ルール案を公表した (Advance Notice of Proposed Rulemaking)。これは、市場外の新種組合せ商品 (hybrid) に関する諸問題の研究のために作られた特別チームのスタッフが作成したもので、市場外で取引されるある種の商品に関する規制上の枠組についてコメントを募っている。⁹⁸⁾

市場外で取引される商品の明確な規制に向けての大きな第1歩ともいえる当ルール案発表は、市場外の商品につき、以下の類型毎に異なる規制上の取扱いを示唆している。

- ① 付随的に商品先物あるいは商品オプションとしての性質を有しているが、それが重要性のないもので、商品取引法の下における CFTC の管轄からは除外されると考えられる組合せ商品。例えば、年金、雇用契約などで、支払われるべき金額が経済指標や経済指数にリンクしているもの。
- ② CFTC の管轄に属するものではあるが、商品オプション部分の二次的・付随的性格と CFTC 以外の機関による規制の程度を考慮して、一般的には CFTC のレギュレーションに従う必要はないとされているもの。この免除の提案は、一定の届出手続に従えば、このような商品を CFTC 指定の市場の外で取引するこ

とを認めようというものである。この手続の中では、当該組合せ商品の売出しを CFTC に事前に通知すること、CFTC が情報提供を要求した場合にはそれに従うべきことに発行者が同意すること、投資家に対し CFTC の規制を受けない旨開示すること、および発行者が免除のための他の要件を満たしていることを立証すること、などが要求されている。これらの「他の条件」とは、かなり厄介なもので、例えば、存続期間は最低3年、毎年35%の利益、取引対象商品が発行者の事業に関係しているものであること等を含んでいる。

- ③ フューチャー契約としての面とともに、先物 (forward) 契約の要素も併せ持つある種の商事取引で、放置しておくことが適当であると思われるもの。これらは明らかにスワップと FRA (forward rate agreements) を含んでおり、一般に、その商品を本人として扱っている商業的主体間の取引であることが必要である。
- ④ 最後に、上記①～③の類型に明らかに含まれるものではないが、潜在的には CFTC の管轄下にある取引所外の商品取引。これは、CFTC がケース・バイ・ケースで取扱いを検討する。

なお、当ルール案が、財務省修正条項の

せた CD に対して、CFTC はこれを禁止する措置をとった。また、CFTC はチェースマンハッタン銀行の原油スワップのプログラムにつき、考案者と利用者の双方を召喚した。このプログラムは、変動金利を支払う側の支払額を決定するのに利子率の代わりに原油価格を用いるという点を除けば、金利スワップと何ら違いはない。そしてまた、前注96に挙げたスタンダード石油社発行の原油価格リンク証券については、CFTC は一切のコメントを拒否している。多くの取引当事者は、以下で述べる事前通知の第3のカテゴリーで、チェースのプログラムや、それに類似のものを禁止するつもりであろうと考えている。

98) 「混成商品および関連商品の規制に関するルール策定原案の事前通知」, 52 Fed. Reg. 47022 (Dec. 11, 1987)。

適用範囲や内容について述べるものではないとしている点は注目すべきである。

(3) 英 国

取引所または店頭で取引されるオプションや先物の規制を最小限に止めるという英国の伝統が大きく変わって、1986年新金融サービス法 (New Financial Service Act of 1986 <FSA>)⁹⁹⁾ は、米国のどの法律よりもはるかに広範な投資について規制の枠組を確立している。

新金融サービス法は、取引所と店頭で取引されているオプション、フューチャーの双方について定めている。同法のスケジュール1は、通貨オプション (全てのフューチャー契約、金・銀のオプションも同様) を「投資」と位置付けているが、まずここに注意すべき点がある。新金融サービス法の下では、この法の適用対象となる投資商品を扱おうとする者は、証券投資委員会 (Securities and Investments Board <SIB>) によって公認されるか、または、フューチャー・ブローカー・ディーラー協会 (Association of Futures Brokers and Dealers <AFBD>) や証券協会 (The Securities Association <TSA>) といった自主規制組織の会員になり、各々の規則を遵守しなければならない。こうした資格なしに「投資業務」に従事することは、刑事

罰にあたるし、新金融サービス法に違反して締結された契約は、その履行を強制することができない。AFBD も TSA も、取引所内・外での取引に関し広範な規制を制定しているが、その中には、自己資本基準やリスク開示の要求、顧客の資産の分離、日々の報告の義務が含まれる。

新金融サービス法および AFBD や TSA の規則は、投資家の保護、およびホールセール市場よりはむしろリテール市場の保護の哲学にたっている。英国の規制における伝統に従い、イングランド銀行が、(1987年銀行法 <Banking Act of 1987>の下で) 銀行その他の預金受入れ機関に免許を与えたり、それを監督したりする点に変わりはない。すなわち、新金融サービス法第43節は、ホールセール・マネー・マーケットにおけるイングランド銀行の中心的役割を認めており、イングランド銀行が保持する名簿に載せられており、かつ一定以上の量の通貨、金、銀の取引を行っている者 (「リスト機関 (Listed Institutions)」) は、同法の適用外であるとしている。新金融サービス法のスケジュール5は、リスト機関の業務範囲を定めており、金、銀、通貨およびこれに関連する先物やオプションの取引を行い、取引の媒介をなし、およびそれについて助言をなすことを、その中に含めている。

イングランド銀行の最近の「グレー・ペー

99) 1986年金融サービス法, ch. 60. 同法の主要条項は1988年4月29日に発効し、以後、いずれかの適当な規制機関から許可を受けずに投資業務を行った者は刑事上の罪を犯したとされるようになった。また、数々の行動規範も同日に効力を生じた。一般的には、Financial Times, April 29, 1988 at 1, col.4 および at 14 参照 (新金融サービス法の立法過程が書かれているほか、未解決のまま残されている様々な重要かつ基本的な法律問題が指摘されている)。

パー (Grey Paper)』¹⁰⁰⁾は、同行ホールセール市場監督局長の重要な演説¹⁰¹⁾と同様に、ホールセール市場に関するイングランド銀行の意図を述べるとともに、広範な金融商品を規制するつもりであることを明らかにしている。ここでいう金融商品とは、金利オプション、FRA および現先のほか、譲渡性預金や通貨、金、銀に関する取引所外のオプション(ワラントを含む)、先物契約を含む。しかしながら、従来のやり方とは逆に、イングランド銀行は、取引所における取引の規制は行おうとはしないであろう。一方、一定以上の規模で該当商品を取引するリスト機関は、イングランド銀行に取引を通知する義務を負っており、また、資本充実の要請に従わねばならないであろう。

(4) 日 本

2.の(3)で触れたように、東京では、外貨オプションの店頭市場が急成長をみている。¹⁰²⁾驚くべきことに、通貨売買の実に45%

は外銀によるものであるが、¹⁰³⁾これら外銀はオプション市場でも、同じくらいのシェアを有していると思われる。

これらの市場の成長は1980年12月にまで遡る。当時、外為法的大幅改正が施行され、居住者による外為取引が原則として自由化されることになった。¹⁰⁴⁾この結果、居住者は外貨預金を持つことや銀行から外貨を借りることを認められた。しかし、外為公認銀行に対する為替直先総合ポジション規制は残され(今なお有効)、「実需原則」、すなわち、外為先物契約を商事取引の正当なリスクヘッジ目的に限定する原則も維持された(但し、同原則は1984年に廃止)。¹⁰⁵⁾

東京市場における外貨オプションのライティングや売買は、法律的にはほとんどグレーゾーンであるが、いくつかの点は明らかになっている。第1に、証券取引法65条(米国のグラス・スティーガル法に対応)の現在の解釈に従えば、国内および海外証券会社が外為や外貨オプションのマーケット・メイキ

100) イングランド銀行, *The Regulation of the Wholesale Markets in Sterling, Foreign Exchange and Bullion* (July 1987)。

101) J. Townend による1987年11月9日金融サービス法に関する英国銀行協会コンファランスでの講演で、表題は *Supervision of the Wholesale Money Markets*, イングランド銀行四季報の1988年2月号に掲載。また、Bettelheim & Bushner, *Regulating Lookalikes*, *International Financial Law Review* 9 (Feb. 1988) も参照。

102) 一般的には、Y. Suzuki, 前注34, at 127-31参照。

103) *Look Who's Winning Tokyo's Currency Sweepstakes*, *Business Week*, April 11, 1988 at 37参照。

104) 例えば、Y. Suzuki, 前注34, at 128-29、S. Bronte, *Japanese Finance: Markets and Institutions* 226 (1982)、M. Fukao, *Balance of Payments Imbalances and Long Term Capital Movements*, 付C(日本の機関投資家による海外投資に関する規制について)、対外不均衡是正の世界と日本の政策へのインプリケーションに関する第4回EPA国際シンポジウム(1988年3月15-17日)提出論文、日本銀行「日本における外為規制の手引き」(1987)、J. Horne, *Japan's Financial Markets*, 142-72 (1985) (1980年の法律を分析) 参照。

105) 同上。また、M. Awamura, *Internationalization of the Yen, Part I*, at 9-14, Vol.22, *Japan's Financial Markets*, Foundation for Advanced Information and Research (1988) も参照。

ングをすることは認められない。¹⁰⁶⁾これは、外為法が、実質的に全ての個人・企業間の直接の外為取引を禁止していることと符合する。ほとんど全ての外為取引は外為公認銀行により行われなければならないのである。第2に、海外の通貨オプション（他の海外オプションも同様）取引は、非合法であったが、大蔵省は1988年3月22日に、332の日本企業に対し海外オプション取引を認めた。^{訳注5)}海外通貨オプション取引は外為銀行にのみ認められる。¹⁰⁷⁾第3に、国内での外貨オプションのライティングや売買は、外為法の解釈に従えば、外為銀行以外が行うと非合法である（米国の場合と異なり、日本法の下では、外国為替も、オプション、先物、フューチャーといった外為に関わる契約も、証券取引法にいう「有価証券」とみなされるものではないということとは明確である）。¹⁰⁸⁾第4に、大蔵省の出した行政指導は、国内銀行が為替直先総合ポジ

ションを特定の上限以内に制限すべきこと、および外貨オプションに伴うポジションを含め、ポジションをスクエアにすること——すなわち、現物または先物市場において、あるいは逆方向のオプションによってヘッジされること——を要求している。この「ポジション・スクエア」の原則は、一部の見識ある市場参加者の意見では、市場の発達を著しく妨げるものであった。自ら投機を行って多額の利益を得ることができないため、銀行はオプション業務を行うことにほとんど興味がない。前述したデルタ・ニュートラル・ヘッジは、ポジション・スクエア原則の目的にかなったヘッジ手段であると思われるが、全ての銀行が行っている訳ではない。外為銀行の大部分は、こうした目的のため、ニューヨークやロンドンのインターバンク店頭市場でリスクをカバーする傾向にある。第5に、東京のインターバンク市場において、外貨オブ

106) Y. Suzuki, 前注34, at 15, 127参照。

107) Japan Times, March 18, 1988 at 9。

108) 証券取引法2条1項。

訳注5) 大蔵省は、1988年3月16日、銀行局長通達および事務連絡を発出し、金融機関等が非居住者とする海外現物オプションの自己取引について以下のとおり自由化することを決定した。

1. 取引参加者

コルレス為銀（信託銀行の信託勘定を含む）、指定証券会社、保険会社、投資信託委託会社

2. 取引対象商品

海外の取引所に上場されている通貨、預金、債券、株式、株価指数等の現物オプション

ただし、通貨現物オプションについては、コルレス為銀（信託銀行の信託勘定を除く）のみが、株式現物オプションおよび株価指数現物オプションについては、指定証券会社のみが、それぞれ取引を行うことができる。

3. ポジション規制

1987年5月の海外金融先物取引解禁にあたり発出されたポジション規制に、海外現物オプション取引にかかるポジションも含める。

4. 実施日

昭和63年3月22日

ションの流通市場が急成長している。¹⁰⁹⁾

1987年11月に諮問委員会が出した勧告に従って、¹¹⁰⁾ 政府は、1988年3月・証券取引法改正法案を議会に提出した。これは、株価指数先物取引と外国国債先物取引を認めている。また、これとは別の金融先物取引法案において、銀行業界の協力を得て、金融先物取引所の創設を認めており、そこでは外貨先物やオプション取引が行われることが予想されている。¹¹¹⁾ この法案は、新しく設立される取引所に清算機関を導入することを企図しているが、おそらくは取引所自身が清算機関となって、決済日までの全ての取引につき責めを負うこととなろう。¹¹²⁾ 取引所で取引される商品を、取引所外で扱うことは禁止されることになるが、この禁止は外貨先物や外貨オプションの店頭市場を含む既存の店頭市場の発達を妨げようとの意図によるものではない。¹¹³⁾ 金融先物取引所は大蔵省の規制や行政指導に服するであろうが、同時に、自主規制を制定し、基本的には自律的な組織として機能することが期待されている。

4. ライターによる外貨オプション契約の債務不履行に対する救済

(1) 概 観

ここでの目的は、外貨オプション契約の不履行に対する救済に関する法の2つの側面を研究することにある。第1は、オプションのライターが債務不履行に陥った場合に、外貨オプションのホルダーは米、英、日本法の下でいかなる救済を得られるかに関し、いわゆる金銭の商品理論 (commodity theory of money) の意味するところに焦点を当てるといものである。これによって、金銭を「物品」として扱うことは、履行不能の抗弁に関して重大な、そして不当な結果をもたらしていることが示される。第2は、損害賠償についてのいわゆる自国通貨原則 (home currency rule) が外貨オプションにおける契約不履行に対する救済に関する法に与える混沌とした影響を吟味し、提案されている解決策をいくつか考察・評価し、そして、この分野において救済に関する法が、いかにあるべきかを示すことである。

109) 第2の記述以外は全て、筆者が1988年春に東京で行った信頼でき、かつ見識あるとされている人々に対するインタビューに基づく。第3、第4は、このようなインタビューを2回以上行って確認されたものである。

110) 金融制度調査会および外国為替等取引委員会, *On the Orderly Adjustment of Trading in Financial Futures and Options* (Nov. 26, 1987) (英訳版は筆者が保有)。なお、大蔵省、*Necessary Measures on Financial Futures and Options Transactions in Japan* (仮約) (Jan. 1988) (英訳版は筆者が保有) (大蔵省の見解の概要) 参照。

111) 前注26参照。

112) 1988年4月に東京で行った、信頼すべき見識ある人へのインタビューによる。

113) 同上。

(2) 救済と金銭の商品理論

イ. 一般契約法の適用可能性

便宜の為、明白な点を述べることから始める。すなわち、オプションのホルダーが権利を行使する前、¹¹⁴⁾あるいは後におけるライターによる債務不履行（すなわち通常は、通貨を引渡さないこと）は、救済に関わる基本的な契約法に関係する。後述の如く、それ以外の領域にも関係する可能性があるのは確かである。しかし、判例の不足と、不可抗力、自国通貨原則、不履行日原則（breach date rule）のような理論の微妙さによりもたらされる複雑性にかかわらず、次の点に留意することが重要である。すなわち、基本的には、売り手による債務不履行を扱っているのであり、また関係する原理は、法律学上かなりよく発達しているのである。後者の点についていえば、例えば、政策目標が、当事者が現実に行方不明から被った損害を填補することであるこ

と、¹¹⁵⁾解除（rescission）や特定履行（specific performance）のような救済は望ましくないとされること、¹¹⁶⁾あるいは違法性や履行不能が絡めば不履行が正当化される場合がありうること、¹¹⁷⁾等の考え方である。

ロ. 商品としての外国為替——商品売買としての性格づけ

外貨オプションにおいて外国為替を商品として把えることが適当か否かは、外貨オプション契約の不履行に大いに関係がある問題であり、かつ Mann 博士が述べたように、あらゆる所で議論の対象となる問題である。¹¹⁸⁾もし売り手の不履行が物品売買契約の不履行ということになると、買い手に与えられる救済手段に関し、多くの法域の法律がかなり特定の方法を定めており、かつ、多くの場合それ以外の救済を認めないため、この問題は重要である。法によっては、物品売買の場合には、不履行の売主に

114) これは、例えば、期限前の履行拒絶、正当に要求されたときに適当な保証をしないこと、財務条項違反、破産の申立てといった形をとりうる。

115) 例えば、F. Mann, 前注60, at 123-31, 312, Uniform Commercial Code § 2-713 および comment 1 (Official Text 1978) (今後時に UCC として引用)、J. White and R. Summers, Uniform Commercial Code §§ 6-4 and 10-3, 10-4 (2d ed. 1980) (今後 White & Summers として引用)、Brand, *Restructuring the U.S. Approach to Judgments on Foreign Currency Liabilities*, 11 Yale J. of Int'l law 139, 177-81 (1985) 参照。また、Restatement of Contracts の言葉で政策目標を述べると、不履行の相手方当事者に、契約が履行されていたなら享受したであろう状態を享受させること、となる。Restatement (Second) of Contracts § 344 (a), comment a (1981) 参照。C. McCormick, *Handbook on the Law of Damages* § 49 (1983)、5 S. Williston, *Contracts* § 1338 (rev. ed. 1937) も参照。

116) 例えば、Uniform Commercial Code 同, § 2-716 White & Summers, 同, § 6-6 F. Mann, 同, at 113-14 参照。特定履行は大陸法ではむしろ好まれる救済方法である。A. Nussbaum, *Money in the Law-National and International* 374-76 (2d ed. 1950)、F. Mann, 同, at 339-40。このことは日本法についてもいえる。後注174-75、および同所に掲げた原典参照。

117) 一般的には、Uniform Commercial Code 同, § 2-615 (「前提条件不成立の抗弁」), Restatement (Second) of Contracts §§ 454-69、White & Summers, 同, § 3-9参照。後注145参照。

118) F. Mann, 前注60, at 185。

として有利に不可抗力(あるいは履行不能)の抗弁が認められるであろうし、¹¹⁹⁾また偽造通貨が引渡された場合、欠陥物の引渡に関する法からの類推により明確な救済手段が提供されるであろう。¹²⁰⁾また解除、あるいは特定履行といった救済手段は望ましくないとされるであろう。他方、外国為替が価値尺度および交換手段としての金銭であると認められる場合には、¹²¹⁾その支払義務は特定の履行する必要がある可能性が高くなり、後述する自国通貨論争、および不履行日・判決日論争の根底にある考え方は力を失い、¹²²⁾また不可抗力の抗弁も論じる必要がなくなる。

この論争を扱うにあたっては、Mann 博士の有名な結論から始めるのが最も良いであろう。

「この問題を一義的に解決することはできない。金銭の意味が変化したり、また、通常は金銭である動産が時として商品となりうるのと同様に、外国の金銭を商品として扱うべきか、それとも金銭として扱うべきかは、具体的状況、法令・契約の文言の趣旨、あるいは個々の取引の法的性質による。外国の金銭は金銭であるかもしれないが、常に金銭であるとは限らない。商品というのは法的概念で

はなく、経済的概念である。すなわち、商品とは商業的関係の対象物である。しかし、商品の概念は相対的な性格を有する。すなわち商品としての性格を特定の物品自体に結びつけることはできない。したがって外国の金銭が外国為替市場で取引の対象となる場面では商品である。他方、外国の金銭は非常にしばしば自国の金銭と同じ機能を果たす。すなわち、交換の手段として役立ち、また、自国通貨が持つ他の機能のためにも利用される。確固たるルールが存在せず、外国の金銭は、商業的関係の対象であるかまたは対象として言及される場合には商品であり、通貨の機能を果たす場合には金銭であるというこの見方によるなら、特定の状況についてなされた記述や出された結論の重要性を過大評価することを慎しみ、個別の事例を吟味することが必要である。¹²³⁾」

米国においては、外国の金銭が商品とされた事例が無数にあるが、¹²⁴⁾通常、こうした言い方は、判決のためのドル換算が、いわゆる不履行日原則¹²⁵⁾(後述)に沿ってなされるべきであるという見方を支持するための特定の文脈においてなされてきた。物品売買契約を扱っている米国統一商事法

119) 例えば Uniform Commercial Code, 前注115, § 2-615参照。

120) F. Mann, 前注60, at 191, 注38, A. Nussbaum, 前注116, at 320参照。Uniform Commercial Code, 前注115, § 2-713 より 2-717 (救済) 参照。

121) 一般的には、前注60, at 1-28 (金銭概念の概観) 参照。

122) 例えば F. Mann, 同 at 66参照。

123) F. Mann, 同 at 185 (脚注除く)。

124) 同 at 185, 注8。

125) 同。後注176-94と同所に掲げた原典を参照。

典第2編を適用するために外国為替は「物品」であるという見方をとる先例もある¹²⁶⁾ (もっとも、外国為替<「金銭」の定義¹²⁷⁾に含まれる>が、第9編の担保との関係では物品ではなく、¹²⁸⁾ また他の商品と引き換えに支払われる対価として使用されるときには物品とはされないであろう¹²⁹⁾ ことも明白と思われる)。この点に関する最新の判例は、おそらくあまり参考にならない。というのは、この判例でニューヨーク控訴

裁判所は、第2編が適用されることを正面から述べたのではなく、そうであることを踏まえた前審の決定を、何ら注釈をつけない簡略な決定で支持したに過ぎないからである。¹³⁰⁾ たとえ第2編が外国為替契約に、ひいては外貨オプションに適用されるということが最終的に決定されても、1つの注意すべき例外を除いて、その法的結果は重大ではない。というのは、第2編は、広く米英の契約法と基本的に矛盾しない原則を

126) Uniform Commercial Code, 前注115。当法典第2編は「物品取引」に適用される (UCC § 2-102)。「物品」とは「支払に使用する金銭、投資証券、……および訴訟上の物以外の、売買契約の目的として特定した時に動かすことのできるすべての物……」を意味する (UCC § 2-105)。注釈1は、外国為替は、第2編の適用の有無を決するという目的のためには物品に該当するという、起草者たちの意図に沿っていると思われる。関係する節では次のように述べられている。

「支払に使用する金銭」を物品の定義から除外するということは、金銭の定義に含まれる外国通貨が売買取引の目的物となりえないという意味ではない。物品は、金銭が商品として売買の対象とされている場合には金銭を含むことが想定されているが、金銭が支払の手段である場合には、金銭を含まないものとされている。

後注130も参照。

127) 「金銭」とは、「自国または外国の政府によりその国の通貨の一部として承認、または採用された交換手段」をいう (UCC § 1-201(24))。UCC § 3-107 も参照。

128) UCC § 9-105 (i) (h)は、物品の概念が「金銭を含まない」ことを明らかにしている。金銭の上の担保は占有によってのみ完全になりうる (UCC § 9-304)。

129) UCC § 2-105。支払は金銭だけでなく、動産でもなされうる (UCC § 2-304)。

130) United Equities Co. v. First Nat'l City Bank, 374 N.Y.S. 2d 937 (Sup. Ct., N.Y. Co. 1975), rev'd on other grounds, 52 A.D. 2d 154, 383 N.Y.S. 2d 6, aff'd, 41 N.Y. 2d 1385 (1977) (mem.) 1971年4月に原告は、10月に固定価格で円の先物を買うことに合意した。8月に「ニクソンの切下げ」が起こった。契約上、売り手の御しえない状況により受渡ができない場合には受渡日を自動的に3ヶ月延期することとなっていた。契約上、日本での円の受渡をすることが要求されていたが、日本法が変わったために、買い手は、合法的に円を受取ることができなかった。売り手の銀行は、いくつか、履行の代替案を提示したが、すべて拒絶された。Appellate Division Panel は下級審の判断を覆して、銀行の申し出は合理的であり、また、予定された満期日に銀行が買い手のニューヨークのドル勘定にこの取引によるすべての利益を支払ってこの取引について一方的に相殺を行ったことも、同様に合理的である、とした。買い手は自分のために、不可抗力条項と受渡日延期の利益を主張できず、またその後3ヶ月の間に起こった新たな円切上げの利益も享受できなかった。原審も上訴審もこの事件を米国統一商事法典第2編の適用を受けるものとして扱った。Kerr S.S. Co., Inc. v. Chartered Bank of India 292 N.Y. 253, 54 N.E. 2d 813, 48 N.Y.S. 2d 43 (1944) (外国為替を商品とする) 参照。しかし、Matter of Lendle, 250 N.Y.S. 502, 166 N.E. 182 (Sup. Ct. 1929) (金銭の商品理論を採用せず) 参照。A. Corbin, Contracts § 480 (1950) (外国の金銭を物品、あるいは商品とする) 参照。

一般的に定めているにすぎないからである。¹³¹⁾したがって、ホルダーに対する通常の救済手段は特定履行ではなく代品入手と損害賠償であろう。¹³²⁾また、両当事者は、妥当な範囲内で、合意に基づき、損害賠償額の算定式を変えたり、損害賠償額を決定したりすることができる。¹³³⁾相手方の履行能力または意思につき当事者の一方が疑義を持つに至りかつそれに合理的根拠がある場合には、履行の十分な保証を求める権利を有するであろう。¹³⁴⁾統一商事法典の履行期前の拒絶の理論も適用されるであろう。¹³⁵⁾著者の判断では、これらの結果の中で、外国為替市場における通常の商業的期待に反するものはひとつもない。もっとも先に述べた注意すべき例外として、後にハ。において述べる不可抗力の理論がある。

英国でも、同様に、この問題は解決され

ていないが、おそらく重大な結果をもたらしていない。外国為替（あるいは外貨オプション）の売買契約は、おそらく1979年物品売買法（Sale of Goods Act, 1979）の射程外であろう。というのは、同法61条が物品を訴訟上の物（things in action）^{訳注6)}と金銭以外のすべての人的動産（chattels personal）^{訳注7)}として定義しているからである。¹³⁶⁾外貨は、おそらく金銭として除外されるであろう。¹³⁷⁾仮に銀行券が売られたとすれば訴訟上の物として除外されるであろう。¹³⁸⁾この法令上の問題は別として、外国為替の売買を商品の売買とした英国の判例がいくつかあるのは事実である。¹³⁹⁾しかし、外国の金銭の支払のための契約は商品販売契約としてよりむしろ純然たる金銭債務として分析するのが適切であるというMann博士の結論は、現在では、後に論じ

131) Uniform Commercial Code, 前注115, § 2-201, White & Summers, 前注115, ch. 2 (特に § 2-4) 参照。

132) Uniform Commercial Code, 前注115, § § 2-712, 2-713, 2-716, White & Summers, 前注115, ch. 6参照。
「代品入手」とは売主の債務不履行の際に、買主が代替品を合理的に購入し、現実の代品入手の費用と契約価格の差額を売主に請求する権利に関わるものである。

133) Uniform Commercial Code, 前注115, § § 2-718, 2-719, White & Summers, 前注115, §§406, 12-8 より 12-12参照。

134) Uniform Commercial Code, 前注115, § 2-609参照。

135) 同 § 2-610。

136) 1979年物品売買法。

137) Halcyon the Great (1975), 1 W.L.R. 515, Rhokana Corporation Limited v. Inland Revenue Commissioners, [1938] A.C. 380, Ehrensperger v. Anderson, (1848) 3Exch. 148, Harrington v. MacMorris, (1813) 5 Taunt 228, F. Mann, 前注60, at ch. 7参照。

138) F. Mann, 前注60, at 191, 注38。

139) 例えば, In re British American Continental Bank Ltd., Goldzieher & Penso's Claim, [1922] 2 Ch. 575, Lissner & Rosenkranz's Claim, [1923] 1 Ch. 276参照。F. Mann, 前注60, at 192, 注45に集められた事例も参照。

訳注6) 訴訟上の物とは、訴訟により金銭または動産を求める権利をいい、人的動産に含まれる。

訳注7) 人的動産とは、物的動産（不動産賃借権を意味）以外のすべての動産を意味する。

る Miliangos 対 George Frank (Textiles) Ltd. 事件¹⁴⁰⁾ についての上院の決定の根底にある理論により確固たるものとなっている。

日本法上も、この問題は不明確であるが、何ら明白かつ重大な結果をもたらしていない。財産権の売買に適用される民法の規定は、おそらく外貨オプションにも同様に適用される。というのは「財産権」は売買契約のあらゆる対象を含むように広く定義され、¹⁴¹⁾ また売買に関する民法の規定は契約の性質に反しない限りにおいて他の有償契約に適用されると明示されているからである。¹⁴²⁾ しかし、売買に関する規定は、外貨オプションには文言どおりには適用されないか、さもないとほとんど実質的影響を及ぼさない¹⁴³⁾ (不可抗力の問題は別個の大変重要な問題であり、あらためて検討す

る)。

最後に国際動産売買契約に関する新国連条約 (New United Nations Convention) が外貨オプションに適用されるかも、必ずしも明確ではない。この条約は、「売買」についても「動産」についても明確な定義を与えていない。しかし、この条約の第2編は、「金銭」を明示的に適用範囲から除外している。また、この条約の国際的性格、および「金銭」を株式、投資証券、譲渡可能証券と並置していることに照らせば、外国為替契約およびオプションが同条約の対象外であることは、ほとんど間違いのないところと思われる。また仮にこの条約が適用されるとしても、特定履行の可能性と不可抗力に関わる点を除き、重要な結果をもたらすことはないと考えられる。¹⁴⁴⁾

要するに外貨に関する契約あるいはオプ

140) [1976] A.C. 443. In re United Railways of Havana and Regla Warehouses Ltd., [1961] A.C. 1007, Syndic in Bankruptcy v. Khayat, [1943] A.C. 507, Cohn v. Boulken (1920), 36 T.L.R. 767, Choice Investments Ltd. v. Jeromnimon & Midland Bank Ltd., [1981] Q.B. 149 参照。

141) 日本民法555条。

142) 同559条。

143) 売買契約に関する規定は民法560～585条に存する。579～585条は不動産を扱い、560～572条は特定の種類の物 (外貨オプションには無関係) に関する売主の責任のみを扱うので、いずれも無関係である。同様に576～578条も無関係である。558条 (契約費用) と573～574条 (支払の時期と場所) も当事者に別に合意があるときには適用されないが、外貨オプションにおいては通常はこの種の合意が存する。555条は売買契約の成立を定めている (当事者の一方がある財産権を相手方に移転することを約束し、相手方がその代金を払うことを約束したとき)。書面は要求されない。556条はオプションについて定めており、買い手は意思表示により権利を行使して売買契約を締結することができると規定している。期間を定めなかったときには買手は存続期間を決めることもできる (合理的な期間)。557条は手附について定めており、575条は、当事者が別に定めをしなかった場合における、売買契約の履行に関するルールを定めている。

144) この条約は、当事者が排除しない限りにおいて対象取引に適用される。この条約はいわゆる完全履行の原則を採らず、その履行が「基本的な」不履行である場合にのみ物品の引渡の拒絶を認めている。特定履行と解除は、損害賠償と並んで、共に好ましい救済とされているが、これは大陸法の考え方を反映したものである。買主は契約通りでない物品の代金の減額をすることができる。不可抗力に関しては、同条約は、不履行が「障害」に基づくときには、当事者の履行を免除している。但し、「障害」について定義はなされていない。損害賠償の算定式は米国統一商事法典にかなり類似している。一般的には、1987年3月2日

ションが「物品売買」にあたるかの問題は、通常本質的なものではなく、どちらであるにせよそれが重大な結果を招くものではない。一般に、適用される法律は契約法的一般原則を反映するにすぎず、実質的影響を生じさせない。また、一般に、裁判所は、文言通りに適用できなくとも、関係する売買法からの類推により論理を組み立ててゆくであろう。しかし、この問題が重大なものとなりうることがある。米国統一商事法典と国連条約における不可抗力の規定はその最も重要な例である。

ハ. 不可抗力

前述したように、外国為替を商品として扱う結果の1つとして、支払の不履行があった場合に裁判所が履行不能（目的の挫折、商業的実行不能、不可抗力としても知

られており、また、違法性の抗弁は、その一部と見ることができる）の抗弁を認める可能性が高まるということがある。抽象的な原則としては、ここで検討している3つの国すべてにおいて、その当事者の手が及ばず、かつ契約締結時に合理的に予見することも不可能であった事態の介在により当事者の一方が約束した履行ができないとされる場合には、この抗弁は認められる。¹⁴⁵⁾ この点は、とりわけ米国についてあてはまり、外国為替を物品として扱うことはこの原則の幅広い解釈、すなわち、米国統一商事法典上商業的実行不能（commercial impracticability）と呼ばれるものの（直接でなければ類推による）適用の契機となるであろう。¹⁴⁶⁾

他方、Mann 博士や Nussbaum 教授はこ

Fed. Reg. の条約の本文、J. Honnold, *Uniform Law for International Sales under the 1980 United Nations Convention* (1982)、R. Kathrein & D. Magraw (eds.), *The Convention for the International Sale of Goods* (1987) 参照。

- 145) 一般的には、Farnsworth, *Disputes Over Omissions in Contracts*, 68 Colum. L. Rev. 860 (1968)、Hurst, *Freedom of Contract in an Unstable Economy: Judicial Reallocation of Contractual Risks under UCC Section 2-615*, 54 N.C.L. Rev. 545 (1976)、Note, 72 Nw. U. L. Rev. 1032 (1978)、Schwartz, *Sales Law and Inflation*, 50 So. Calif. L. Rev. 1 (1976)、Duesenberg, *Contract Impracticability*, 32 Bus. Law. 1089 (1977)、White & Summers, 前注112, § 3-9、Restatement (Second) of Contracts § 454-69 参照。

- 146) Uniform Commercial Code § 2-615 は次のように定めている。

売主がより重い債務を負担する場合および、代替的履行に関する前条の適用を受ける場合を除き、

- (a) 発生しないことが契約の基本的前提となっている事情の発生により、または後にそれが無効であると判明すると否とを問わず適用される外国または自国の行政的規制もしくは命令に誠実に従ったことにより合意された履行が実行不能となった場合、売主が(b)および(c)の要件に従っているときは、全部または一部につき引渡が遅延し、または引渡がなくても、契約上の義務不履行とならない。
- (b) (a)の原因が売主の履行能力の一部にのみ影響を与える場合には、売主はその複数の顧客の間で生産と引渡の割当をすることを要するが、自らの将来の生産のため必要な分を留保するだけでなく、その時点で契約関係になかった得意客にも割当をする選択権を有する。売主は公正かつ合理的であればいかなる方法によっても割当をなしうる。
- (c) 売主は買主に対し、引渡がないこともしくは遅延することを、および(b)の割当が必要なときには当該買主に対する割当見積量を、不当に遅滞することなく通知しなければならない。

この点に関する法典の文言は、明らかに不可抗力の法を「自由化」するように選ばれている。にもかか

れと異なる考え方を支持する。この考え方によれば、外貨の性格を純粋な金銭と認識する結果、「金銭債務は決して履行不能となりえず、消滅させることはできない。債務者に固有の事情も通貨制度の動向から生ずる事情も決して債務者を支払義務から解放しない。」¹⁴⁷⁾ このことは、日本民法上の金銭債務（損害賠償債務）にもあてはまるとされているが、¹⁴⁸⁾ 法令の規定、判例、文献のいずれも、外国通貨支払債務が、この目的のために金銭債務もしくは損害賠償債務であるかという問題を扱っていないように思われる。

金銭債務の場合には不可抗力を認めないという極端な立場は、英国法を正確に述べたものとは言えないことはほぼ確実である。例えば Ralli 対 Compania Nariara Sotay Aznar という昔の事件¹⁴⁹⁾ では、スペイ

ンで運賃を支払うことを契約で定めたが、スペインの関係法令は支払を行うことも、受取ることも違法であるとしていた。裁判所は、英国法を適用して次のような理由に基づいて債権者の訴えを棄却した。すなわち、「契約が外国で行う行為を要求している場合には、特別の事情のない限り、その行為が当該国の法により違法ではないことが、該当条項の有効性が維持されるための暗黙の条件である。」また、最近になって Lybian Arab Foreign Bank 対 Bankers Trust Co. 事件¹⁵⁰⁾ で Staughton 判事によって述べられたように、「英国法は現在、金銭を支払う債務が履行不能となりうることを認めている。」米国の裁判所も同様に、事後的に違法となった場合に金銭債務に不可抗力の法の適用を明確に認めている。このことは、統一商事法典の売買に関する編

わらず、一般に裁判所は本条による抗弁を認めることに非常に消極的である。例えば前注145の諸文献参照。本条が外国為替契約に適用された事例は見当らない。文言上は、本条は売主にしか触れていないが、その精神は買主にも同じ様に適用されることは多くの者が認めている。支払についての不可抗力に関しては、UCC § 2-614 (2) と比較することが有益である。この規定は次のように定めている。「自国または外国の行政的規制のために合意した支払方法が採れない場合は、買主が商業的にみて実質的に同等である支払方法を提供しない限り、売主は引渡を保留することができる。引渡がすでになされている場合は、規制が差別的、攻撃的、略奪的でない限り、規制で定められた方法による支払をなすことにより、買主はその債務を免れる。」このほか法典の一般的規定は契約の自由上好意的であるが（UCC § 1-102 (3) および (4) 参照）、当事者が、不可抗力の規定を排除し、この結果誠実と合理性の義務が生ずることになる契約を有効に締結できるかは全く不明確である。

147) F. Mann, 前注60, at 66. もっとも同 at 111 (「…重大かつ突然の通貨価値の低下…が決して予期せぬ事情の変化とはされえない…と考える理由は存在しない。」) 同 at 273, 420-21, A. Nussbaum, 前注116, at 144参照。

148) 日本民法419条2項。民法の英語による引用は法務省と英文法令社（東京）法典翻訳委員会の手になる1966年の英訳による。

149) (1920) 2 K. B. 287.

150) Queen's Bench Division, Commercial Court, Judgment dated September 2, 1987 by Staughton, J. slip op.28. 裁判所は履行地（すなわち、英国）の法の下で有効な代替の支払方法があるという結論に基づき、リビアまたはその代理人の資産または請求権に関する大統領の「凍結命令」のために、リビア銀行が預金を払戻さなかったことについて、米国法人である被告の主張した違法の抗弁を斥けた。

における代替的履行の部分¹⁵¹⁾だけでなく、外国為替管理法¹⁵²⁾やいわゆる金約款¹⁵³⁾の破棄を施行する場合にも見られる。

Mann 博士の見解が原則として正しいと思われる。他の見方を採れば国際信用市場を動揺させ、商業的理解と期待に全く反するものとなろうし、破産法——支払債務における不能の抗弁を正式に具現したもののひとつ——はほとんど不要になってしまうであろう。したがって、商業的実行不可能のような不明瞭な概念が外国通貨支払債務を否認する正当化根拠とならないよう、米国統一商事法典との関わりにおいて金銭の商品理論 (commodity theory of money) を採用しないことが重要となる。同時に、おそらく Mann 博士の考え方は、支払の違法性にかかわる不可抗力の抗弁のみは認めるように修正されるべきである。その場合ですら、その抗弁は、Ralli 事件のように債務の消滅の効果を有するのではなく、単に

支払債務の一時的な停止の効果のみを有すべきであり、これが Mann 博士の論文の表現が許容すると思われる解釈である。¹⁵⁴⁾

(3) 救済と損害賠償の通貨

ここで論じる問題は、仮設の例によってわかり易く示すことができる。1月1日に、Mush 国法の下で有効に設立された会社である Cat 社が、「6月1日に 10 mushies (Mush 国の法貨) で 1,500 gams (Moot 国の法貨) を買う」オプションを、プレミアムを支払って Dog 社から買ったとする。1月1日の直物為替レートは 1 mushy = 150 gams であり、6月1日の直物為替レートは 1 mushy = 100 gams である。Cat 社はこのオプションを実行するが、Dog 社が不履行となる。Cat 社は mushy で支払を要求することができるであろうか。Dog 社は、もし望むなら mushy で支払をすることができるであろうか。¹⁵⁵⁾ Cat 社の損害額が 500 gams であるというのは正

151) Uniform Commercial Code, 前注115, § 2-614 (2), (前注146に引用) 参照。

152) 例えば, French v. Banco Nacional de Cuba, 23 N.Y. 2d 46 (1968) 参照。一般的には, F. Mann, 前注60, 第15章の諸引用文献と分析参照。Wells Fargo Asia Ltd. v. Citibank, N. A., Memoranda and Orders dated May 28, 1987 and April 22, 1988 (S.D.N.Y. 84 Civ. 996) (被告銀行がマニラの預金者の請求に応じるために世界中の資産を使用する義務を負い、また、政府の命令により中央銀行の事前の同意なく外国通貨債務を払戻すことが禁じられていたにもかかわらず中央銀行の同意を求めなかった場合において、ニューヨーク法を適用し、違法による履行不能の抗弁を斥けた) 参照。

153) 例えば, Ubersee Finanz Corp. A.G.V. Rosen, 83 F. 2d 225 (2d Cir. 1936)、Compania de Inversiones v. Industrial Mortgage Bank of Finland, 269 N.Y. 22, 198 N.E. 617, cert. denied, 297 U.S. 705 (1936) 参照。一般的には F. Mann, 前注60, at 171-305, 290-304参照。

154) F. Mann, 前注60, at 421参照。

155) この点はここで展開する損害賠償に関する主要な点からはずれるのでこの場で読者の疑念の除去を試みたい。米国または英国の法が適用される場合、おそらく Dog 社は支払を gam でなすか mushy でなすか選択することができるが Cat 社はできないであろう (但し、支払を gam でのみなすがことできる旨が証書に定められていない場合)。すなわち債務者は履行期の為替レートにより支払場所の通貨で支払を選択できる。しかし債務者が支払を遅らした場合には、英国法によれば、債権者は、支払が履行期の為替レートによりなされるべきか、それとも支払日の為替レートによりなされるべきかの選択権を有する。以上につき、Uniform Commercial Code, 前注115, § 3-107 (類推による)、Art. 41, Uniform Law on Bills

しいか（すなわち、契約が履行されたならば受取ったであろう 1,500 gams から、今市場で 10 mushies で買うことのできる 1,000 gams を減じたもの）、あるいは 500 gams を不履行日現在で mushy に換算した 5 mushies なのか。Mush 国の裁判所はどちらの通貨で損害賠償額を決定すればよいのであろうか。裁判所は特定履行を認めることができるのであろうか。もし要求されたらそれを認めるべきであろうか。

事態は更に悪くなる。mushy 相場は急速に低下し、9 月 1 日には直物レートで 1 mushy=50 gams となる。Mush 国裁判所（混んでおらず、大変効率的）は契約不履行を理由として Dog 社に対する判決を下す。判決の金額は 5 mushies であるべきか。しかし、今日 10 mushies（当該オプション契約で Cat 社が支払いを予定していた額）では 500 gams しか買えないであろう。したがって、Cat 社の損害額は 1,000 gams、もしくは判決日現在の mushy に換算して 20 mushies と言えるかもしれない。また、上で述べた損害賠償の通貨などの問題はどうか。

12 月 1 日に、直物レートは 1 mushy=10 gams となった。したがって 10 mushies では今、100 gams しか買えないであろう。Dog 社は、今、Cat 社に損害額を払おうとする。Cat 社は、今日計算した損害額は 1,400 gams もしくは支払日現在で換算して 140 mushies であると主張する。この場合も、上に述べた損害賠償の通貨などの問題はどうか。また、mushy 相場が下落するのではなく、上昇したとしたらどうか。

イ. 法貨と自国通貨原則（Home Currency Rule）

米国の裁判所は、1792 年通貨法（Currency Act of 1792）¹⁵⁶⁾ 20 条（1982 年の修正により司法手続への言及が削除された）¹⁵⁷⁾ の問題ある解釈¹⁵⁸⁾ に基づいて、英国の慣行に倣い、Holmes 判事の 2 つの意見の中で述べられたような自国通貨原則を採用した。¹⁵⁹⁾ この原則の下では、外国通貨による請求に対しては、ドルに換算して判決しなければならない。この原則は、連邦裁判所では受け入れられるようになっており、¹⁶⁰⁾ また、少なくとも 18 州が自国通貨原

of Exchange and Notes (League of Nations, Official Journal, xi (1930), 993), Art. 36, Uniform Law on Cheques (League of Nations, Official Journal xii (1931), 802) 参照。そうした場合、米国法では、債権者は不履行日の為替レートで計算したドルで支払いを受ける選択権を得る。*Hicks v. Guinness*, 269 U.S. 71 (1925)。F. Mann, 前注 60, at 306-21 も参照。*Lybian Arab Foreign Bank v. Bankers Trust Co.*, 前注 150, at 51-54 参照。

156) 31 U.S.C. § 371 (1982)

157) Pub. L. 97-258, 96 Stat. 877, 1067 (1982), 31 U.S.C.A. § 5101 (West Supp. 1984) に条文がある。不要な点については、H. Rep. No. 651, 97th Cong., 2d Sess. 146 参照。

158) Brand, 前注 115, at 157-59 に示されている分析参照。

159) *Die Deutsche Bank filiale Nuremburg v. Humphrey*, 272 U.S. 547 (1926) *Hicks v. Guinness*, 269 U.S. 71 (1925)。

160) 例えば、*Shaw, Sarill, Albion & Co. v. The Fredricksburg*, 189 F. 2d 952 (2d Cir. 1951)、*Jamaica Nutrition Holdings v. U.S.*, 643 F. 2d 376 (5th Cir. 1981)、*Int'l Silk Guild, Inc. v. Rogers*, 262 F. 2d 219 (D. C. Cir. 1958) 参照。

則に基づいた判決を求めていると解釈できる法令を有する¹⁶¹⁾(各州のうちニューヨークの状況はその商業上の重要性に照らすなら、最も目立つものと言える)。¹⁶²⁾

自国通貨原則は1898年の英国の事件にその起源を有する。¹⁶³⁾1961年になっても英国の裁判所は、「わが国の法に明白なことが1つあるとするなら、それは請求はポンドで行われるべきであり、また、判決はポンドでなすべきであるということである。」と強く述べることができた。¹⁶⁴⁾この原則は、特定履行、¹⁶⁵⁾および約定外貨による判決を認めること¹⁶⁶⁾を好む大陸の原則から大きく乖離するもので、文献で厳しく批判され、判例法の発達の中で少しずつ崩された。¹⁶⁷⁾遂に1975年、Miliangos 対 George Frank (Textiles) Ltd.事件という判例法上著名な事件¹⁶⁸⁾で、上院 (House of Lords)

は、外国通貨による判決をすることにより自国通貨原則を(後述のように不履行日原則<breach date rule>も)廃止した。この判断の理由は曖昧なままにされ、その射程は、表示通貨、支払通貨、準拠法がすべて外国のものである外貨表示債務についての判決に明示的に限定されていた。しかし、その後の事件では Miliangos 事件の射程を広げて表示通貨¹⁶⁹⁾と準拠法¹⁷⁰⁾の要件を不要とし、新しい原則は、不法行為に基づく損害賠償¹⁷¹⁾だけでなく、一般的な契約不履行¹⁷²⁾の事件にも適用されるようになった。

日本法はこの問題についてはっきりしない。契約当事者は損害賠償額の算定方法につき合意することができる。そうした合意がない場合には、裁判所は金銭で損害賠償額を算定しなければならないが、¹⁷³⁾この目

161) その州は、Brand, 前注115, at 169で概観されている。

162) ニューヨークは常に自国通貨原則を採用してきた。実際、ニューヨークだけは、特定の外国通貨でのみ支払いうることを証書で有効に定めうることを規定する UCC § 3-107 (2)に沿って立法することを拒んできた。Brand, 前注115, at 175参照。しかし、一年足らず前に、ニューヨークは、自国通貨原則を覆し、訴訟の原因が外貨に基づいている場合には外貨で判決をなすことを裁判所に要求する規定を採用した。しかし、不可解にもそれに続く条文は、その場合に判決が判決日現在のレートでドルに換算されることを要求している。この規定はニューヨーク裁判所法27条の修正である。Ch. 211 McKinney's Session Laws of N.Y. at 491, 1987年7月20日施行。後注180参照。

163) Manners v. Pearson & Son, [1898] 1 ch. 581 (C.A.).

164) Re United Railways of the Havana & Regla Warehouses, 1961 A.C. 1007.

165) A. Nussbaum, 前注116, at 374-76, F. Mann, 前注60, at 339-40参照。

166) 例えば、F. Mann, 前注60, 2d and 3d ed., A. Nussbaum, 前注116, at 370, 3 E. Rubel, The Conflict of Laws 29 (2d ed. 1958), M. Wolff, Private International Law 461 (2d ed. 1945)参照。

167) 一般的には、F. Mann, 前注60, ch. 12, Brand, 前注115参照。

168) 1976 A.C. 443.

169) George Vefling's Rederi A/S v. President of India, [1979] 1 All E.R. 380 (C.A.).

170) Barclay's Bank Int'l Ltd. v. Levin Bros. Bradford Ltd., [1976] 3 All E.R. 900 (Q.B.).

171) The Despina R., 1979 A.C. 685 (H.L.).

172) The Folias, 1979 A.C. 685 (H.L.).

173) 日本民法417条。

的のため外国通貨が金銭であるかという問題は未解決のまま残されている。おそらく日本の裁判所は外国通貨で損害賠償額を算定できるであろう。というのは、債務者も債権者も外国通貨債務の円換算を選択¹⁷⁴⁾でき、また日本の裁判所は、日本の契約法により自由に特定履行を認めることができるからである（債権者が特定履行を求めた場合には認めなければならない）。¹⁷⁵⁾

ロ.換算日

一旦ある国で自国通貨原則がなんらかの形で採用されると、次に問題となるのは自国通貨への換算がどの時点の為替レートを用いてなされるべきかということである。前に触れた Holmes 判事の 2 つの意見は、一般に次のように解釈されている。すなわち、外貨建債務が米国で支払われるべきものであるか、あるいは発生したものである

場合には、裁判所は契約不履行その他の侵害行為がなされた日現在の為替レートで換算するものとする（「不履行日原則 (breach date rule)」）。¹⁷⁶⁾ 一方、同じ債務が外国で発生したものである場合には、裁判所はこれを外国法の下で発生したものとして扱い、米国で判決をなす日のレートで換算するものとする（「判決日原則 (judgment date rule)」）。¹⁷⁷⁾ ほとんどの州の裁判所はニューヨーク¹⁷⁸⁾に倣い、基本的には不履行日原則を採用したが、バリエーションがある。¹⁷⁹⁾ ニューヨークの状況は、ほとんど意味のない最近の法令の変化が不履行日原則を判決日原則にとって代えたようにみえるために、混乱を呈している。¹⁸⁰⁾ 抵触法の第 2 リステートメント (Restatement (Second) of Conflict of Laws)^{訳注8)} は一般的に判決日原則を採用している。¹⁸¹⁾ 不履行

174) 同403条。この規定は債務者の換算する権利を定めているが、日本の最高裁判所は、その権利は債権者にも同様にありと解釈した。最判1975年7月15日、民集29巻6号1,029頁。

175) 日本民法414条、日本民事訴訟法186条。

176) Hicks v. Guinness, 269 U.S. 71 (1925)。

177) Die Deutsche Bank filiale Nuremberg v. Humphrey, 272 U.S. 517 (1926)。

178) 例えば、Hoppe v. Russo-Asiatic Bank, 235 N.Y. 37, 138 N.E. 497 (1923)、Gross v. Mendel, 225 N.Y. 633, 121 N.E. 871 (1918), aff'g 171 App. Div. 237, 157 N.Y.S. 357 (1916)、Kantor v. Aristio Hosiery Co., 248 N.Y. 630, 162 N.E. 553 (1928), aff'g 222 App. Div. 502, 226 N.Y.S. 582 (1928)、Sokoloff v. National City Bank of New York, 250 N.Y. 69, 164 N.E. 745 (1928)、Parker v. Hoppe, 257 N.Y. 333, 178 N.E. 550 (1931)参照。

179) 例えば、Perutz v. Bohemian Discount Bank, 279 A.D. 386, 110 N.Y.S. 2d 446 (1952) (約定に基づいて判決日原則を適用)、De Sayre v. De La Valdene, 125 N.Y.S. 2d 143 (Sup. Ct. 1953)参照。F. Mann, 前注60, at 343-47 も参照。

180) ニューヨーク裁判所法27条は新しく (b) 項を追加することにより修正された。それによれば「訴訟の原因が米国以外の通貨に基づいている場合には、裁判所は原因債務の外貨で判決をなすものとする。この判決は判決日における実勢為替レートで米国通貨に換算される」。McKinney's Sess. Laws of N.Y., 210th Assembly, ch. 211, 1987年7月20日施行。

181) もっとも、F. Mann, 前注60, at 345 (ホルムズの立場を採用するものとしてリステートメントを解釈)。訳注8) リステートメントとは、アメリカ法律家協会により、アメリカの複雑な判例法を条文の体裁に再記述し、注釈と設例付きで体系づけて編纂されたもの。

日原則は自国通貨相場が強調裡に推移した場合には不履行の相手方当事者の期待を適切に保護する。他方、判決日原則によれば、自国通貨が弱い場合にそうなる。いずれの原則も、あらゆる状況下で一貫して適切な結果をもたらすわけではなく、¹⁸²⁾ また、いずれの原則も、いつから利子が発生すべきか、および遅延損害賠償を計算すべきかどうか（またどのように計算すべきか）の問題に対する普遍的な解答を提供するものではない。¹⁸³⁾

通貨の換算時点に関する英国法は、自国通貨原則を廃止した Miliangos 事件の1975年上院判決が出るまで、長い（そして説明の煩わしい）曲折を経た。¹⁸⁴⁾ 英国法の現在の状態の要約は、Mann博士によれば次のようになる。

「現在、英国法が手続開始もしくは判決の目的のために外国金銭債務をポンドに換算することを要求していないことは明らかである。他方、原告が外貨で請求した場合には、その外貨による判決を求める権利だけでなく義務も負い、支払または執行の段階で、その時点の為替レートによるポンドへの換算が起こる。このことは、請求が契約上履行期の到来した特定額の支払を求めるものであろうと、契約不履行または不法行為に基づく損害賠償を求めるものであろうと、不当利得にかかる額の返還を求めるものであろう

と、原状回復を求めるものであろうと、変りない。訴訟となった契約の準拠法が英国法か外国法かも問題とならない。支払でなく特定履行を求めることも不要である。どの場合にも被告は外国の金銭を支払うように命ぜられるであろう。そのうえ、英国の仲裁における仲裁判断も外貨で表示および執行されうるし、また外貨で表示された外国の仲裁判断もしくは判決は英国の仲裁判断もしくは判決と同じ様に執行されうる。法令の規定の中には、各々の分野において同様の結果を保障するように作られているものがある。要するに法的手続の領域においては、外国金銭はポンドとほとんど全く同じように扱われているのである。……

外貨相場がポンドに対して下落した場合には、現在の法によれば、債権者は債権額の外貨は請求することができるが、債務者の債務不履行の結果として被った損失は回復できない。こうした不履行の結果は、執行に係る手続法によってではなく、契約準拠法、あるいは問題となっている特定の債務を律する実体法により決定しなければならない。それゆえ、準拠法が英国法である場合には、公正を確保し、本論文で先になした提案に沿うには、外貨相場の下落により生じた損失に対する損害賠償の請求を許す健全なルール——多くの外国で発達し、現代英国法

182) Brand, 前注115, at 141参照。

183) Leary 教授は、これらは別の問題であるが、やはり検討しなければならない問題であるとしている。

Leary & Casey, *Fluctuating Currencies: Obligations Payable in Foreign Moneys*, N.Y. State Bar J. Jan. 1988, at 16, 18, 24. F. Mann, 前注60, at 348（一致していると思われる）参照。

184) このことは、F. Mann, 前注60の第2版および第3版の第12章で広範囲にわたり徹底的になされている。

にも備わっている、また備わっているべきである、といわれているルール——を發達させることが最も重要である。

他方、ポンド相場が下落した場合には、英国で手続を申し立てた外国金銭債務の債権者は、もはやそのことによって不利になることはない。すなわち、英国の手続法を遵守することにより不利益を被ることなく、然るべき判決を得られるであろう。¹⁸⁵⁾」

要するに、現在の英国の原則は、自国通貨原則も不履行日原則も廃止している。すなわち判決は外貨で行われ、判決に基づく支払をポンドで執行する必要がある場合には、換算は支払日現在で行われる。

日本法に基づく結果はこれほど明確ではないが、以上に述べたことと大体同じで、おそらく、日本の裁判所は外国通貨債務の特定履行を認め、外国通貨で判決をなすことができるが、当事者のいずれかが求めた

場合には円に換算しなければならないということであろう。¹⁸⁶⁾換算は口頭弁論終結の日現在の為替レートでなされるであろう（ほぼ判決日原則に相当）。

ハ. 新しい方向

ここまで、米国、英国、日本における自国通貨原則の採用、適用、および廃止の状況と、不履行日、判決日、および支払日における自国通貨への換算の問題を見てきた。各々に対し、支持と批判の文献があり、¹⁸⁷⁾また、4. (3)の冒頭の仮設例の中で各々の機能が（簡単ではあるが）示されている。

おそらくは Miliangos 事件の判断とそれに続く諸判決によりもたらされた英国法の劇的な変化に刺激されて、最近特に米国においてこの分野における法改革の要求がいくつかなされている。その内の3つは簡単に触れるに値する。

第1は、最近発行された米国外国関係法

185) F. Mann, 前注60, at 347-49 (引用略)。英国でポンド下落により現実に被った「遅延損害」が認められたことは一度もない。同 at 109。

186) 前注170-72および同所に掲げた原典参照。この点についても、本文中の次の文における換算日についても、最判1975年7月15日民集29巻6号1,029頁参照。

187) 判決日原則に好意的な権威ある文献には次のようなものがある。Restatement (Second) of Conflict of Laws § 144 (1971), F. Mann, 前注60, 1st ed. 1953, at 315 (もっとも 4th ed. 1982, at 325, 348は、支払日原則に好意的なように見える)、A. Nussbaum, 前注116, at 372、Evan, *Rationale of Valuation of Foreign Money Obligations*, 54 Mich. L. Rev. 307 (1956)、Frankel, *Foreign Moneys in Domestic Courts*, 35 Colum. L. Rev. 360 (1935)。

不履行日原則に好意的な権威ある文献には次のようなものがある。Eder, *Legal Theories of Money*, 20 Cornell L. Q. 52 (1934)、Gluck, *The Rate of Exchange in the Law of Damages*, 22 Colum. L. Rev. 217 (1922)。

支払日原則に好意的な権威ある文献には次のようなものがある。Leary & Casey, 前注183, F. Mann (本注で前述)。

訴訟の開始日とするのに好意的な著者も一人いる。Jones, *The Spurious Judgment Day Rule for Converting Foreign Currency into Dollars*, 3 Int'l Law. 277 (1969)。現在のリステートメント草案の立場や Brand の提案は後注188-97および同所に掲げた原典に概説されている。

(Foreign Relations Law of the United States) のリステートメント (第3版) に示されている立場である。¹⁸⁸⁾ このリステートメントは、自国通貨原則が適用すべき通常の原則であることを認める一方で、裁判所に、外貨で判決をなす権限を与え、判決をドルでなす場合における換算については裁判所の裁量を認めている。また原告は、外貨で判決を求めることもできるとしている¹⁸⁹⁾ (外貨による判決を要求していると解されるが、判決がポンドで執行されなければならない時は、ポンドへの換算につき支払日原則に立つとの解釈もされる Miliangos 原則とは異なっている)。¹⁹⁰⁾ リステートメントの以前の草案の立場では、原告は、不履行日もしくは判決日のレートによる換算しか認められず、支払日換算は認められない点で不備であると思われた。¹⁹¹⁾ これは必ずしも現在の英国の原則であると思われる硬直的な支払日原則に対する進歩ではない。支払日原則では、絶対的で融通のきかない外貨判決原則と結び付いたときには、ポンドが弱い場合にはかなり公平に機能するが、ポンドが強い場合には、おそらくポンドが弱い場合の不履行日原則と同

じように不公平になりうる。このリステートメントの最終版は疑いなく支払日換算を認めるであろう。¹⁹²⁾

第2の代替案は、Leary 教授が最近唱えているものである。¹⁹³⁾ 教授は、州法が不履行日原則と判決日原則を両方とも捨て去って支払日原則に代え (それと共に、明白な故意の加害者に制裁を加え、その間の通貨価値の低下、インフレーション、時間の経過それ自体による原告の損失を填補するための遅延損害賠償の適当な規定を設け)、引続いて連邦の事件 (例えば海事事件) に適用される連邦法令を変更することを主張している。実際、正にこの問題に関するプロジェクトが最近、統一州法委員全国会議 (National Conference of Commissioners on Uniform State Laws) により始められており、起草委員会が組織され、報告者への依頼がなされている (しかしまだ結果についての最終的な決定はしていない)。

最後に、もう1つの解決策がBrand 教授により提案されている。この提案では、判決通貨について裁判所に最大限の弾力的対応を認め、換算を行わなければならない場合については支払日原則を採用している。

188) Restatement (Third) of the Foreign Relations Law of the United States § 823.

189) 同, comments b and c.

190) F. Mann, 前注60, at 348, Brand, 前注115, at 180参照。

191) Restatement (Revised) of Foreign Relations Law § 823, comment c (Tent. Draft No.6, 1985)。

192) Restatement § 823, 前注188。この問題は遅延損害賠償という別の問題であるというのが正しく、原告が自国通貨に転換するという合理的商業的期待を抱くことが商業的に予見可能であるということを適切に証明したかどうかによって決すべきものである。いずれにせよ、裁判所が、原告の証明に基づき、事実関係と公平性に鑑みつつ、外国通貨または自国通貨により損害賠償額を算定する裁量権を有する場合には、この問題は避けられる。別の言い方をすれば、審理ではまずどの通貨で損害を被ったか決定すべきである。そして、権利を侵害された当事者は当該取引で危険に露した通貨についてのみ為替リスクを負っていると考えるべきであり、損害賠償額はその通貨で算定すべきである。Leary & Casey, 前注183, at 18, 20。

193) Leary & Casey, 前注183。

また、判決通貨の相場が訴訟に関係している他の通貨に対して下落した場合には別に遅延損害賠償をなし、さらに、裁判所に判決通貨で適当な利子を計算することを要求している。¹⁹⁴⁾

Brand 教授の考え方が示す判決通貨に関する徹底した弾力的対応は、英国の経験とリステートメント草案の不備を踏まえたものであり、法の現状を大幅に改善するものと言える。換算をなさねばならない場合に、支払日原則、したがって Leary 教授の考え方を採用することは、契約不履行の場合に損害賠償を認めることの究極的な政策目標、すなわち不履行の相手方当事者が現実には被った損失を十分に填補すること¹⁹⁵⁾ (契約法リステートメントの直接的な表現を使えば、権利を侵害された当事者を、できる

限り契約が履行された場合と同じ状態に置くこと)¹⁹⁶⁾に最も近づくという点で、重要である。そして判決通貨の相場下落による遅延賠償と利息を区別した取扱いは、権利を侵害された当事者の固有の要望によく応えるものであり、また別個の問題であるべきものを混同しない点において賢明でもある。外貨オプションという特定の分野についていえば、裁判所が状況に応じて特定履行を命じる権限を有すること、および売り手の実行前のデフォルトの場合の normal な救済が、条件、金額、通貨、満期日が可能な限り同一のオプションをホルダーが買った場合に合理的に必要なとなるすべての費用の補償としての損害賠償であるべきことの2点を明確にすることにより改善されるであろう。¹⁹⁷⁾

194) Brand, 前注115, at 184-90. 彼の提案した考え方は次の通りである。

外国通貨による債務——米国の法

- (1) 米国の裁判所は、別の州で発生した、あるいは外貨で表示された訴訟原因について、米国通貨、外貨または支払時に当該外貨の額に相当する額の米国通貨で判決をすることができる。
- (2) 裁判所は、以下の点を考慮に入れて、最も適当な通貨で判決をなさなければならない。
 - (a) もしそれがあつたら、債務が表示されている通貨 (「計算/支払通貨」)
 - (b) 損失を被った通貨 (「出費通貨」)
 - (c) 損失が発生した際に原告が損失の補填のために使用する通貨 (「原告の通貨」)、および
 - (d) 特定の通貨での損失の予見可能性
- (3) (1)項および(2)項に従って判決をなした通貨が訴訟の原因に関係のある別の通貨に対して価値が下落したときには、それが適当と認められる場合には裁判所は判決通貨の相場下落により発生した損失に対する損害賠償を認めることができる。
- (4) 外貨債務に係る判決をなすにあたり、裁判所は、他の場合に適用される法定利率および判決通貨による投資を行った場合市場で一般に得られる利率を考慮した上で適当と認められる利率で、判決前の利子も判決後の利子も算定することができる。

195) 前注115 および同所に掲げた原典参照。支払日原則も大陸法の好みを反映している。F. Mann, 前注60, at 339.

196) 同。

197) この救済は、少なくともニューヨークの外貨オプション市場の市場慣行を反映しており、現在 (1987年5月) の USICOM 草案にも織込まれている。この救済は「填補」を望ましい買い手の救済として好む統一商事法典の政策にも適合している。

5. 要約と結論

本論文は、まず、この10年間におけるロンドン、ニューヨーク、東京を中心とする外貨オプション店頭市場の飛躍的発展、および、1982年に始まった、相対的には小規模ながらも経済的には重要な外貨オプション取引所取引の成長を概観した。次に、外貨オプションの機能と有用性を、他の関連諸手段と比較した長所および短所と共に概説し、外貨オプションを基礎とした新しい商品を吟味した。

これらの商品がどのようなものであり、今日市場でどのような経済的役割を果たしているのかについての、正確で最新の記述を踏まえ、3.では、もし誰かが規制するとすれば誰が外貨オプション店頭市場を規制すべきかといった、規制に関わる重要な法的および政策的問題の解説と評価を行った。米国では、外国為替の店頭市場に対する CFTC の管轄権が商品取引法の財務省修正条項により排除されるかどうかが決定的な問題であるということを見た。この問題は未解決であるが、財務省修正条項（および二次的には商事オプションの免除）に基づき、CFTC は規制権限を有しないという解釈の方が合理的であるということを示した。当修正条項の文言は絶対的であり、この解釈は立法の経緯と趣旨に合致する。その文言や経緯には、当事者が専門的知識を有するか否か、あるいは当事者がどのような規制を受けているかといったことを管轄の排除の条件とするものは何も含まれていない。当修正条項が適用されるか否かという問題を「外貨の取引」と「外貨に係る取引」との間の些細な区別に帰着させる裁判所の判断は不適切であり、理解に苦しむものである。こうした判断を議会が暗黙のうちに採用した

との推測も、同様に不適切なものであろう。

次に英国と日本で最近現われた規制制度を簡単に対比した。その評価を下すのは尚早であるが、これらの市場に対するイングランド銀行の規制の方が米国の CFTC の規制よりかなり手際がよいことは明白であるように思われる。これは日本においても同様であるように窺われる。すなわち、大蔵省と日本銀行は取引市場の特定の機能よりも市場参加者の支払能力および安全に焦点を当てており、新設される金融先物取引所は、大蔵省と日本銀行の緩やかな行政指導と監督に服する自主規制機関として組織される。

もしここに述べる法的結論が最終的に受入れられるものであるとすると、様々な理由から外貨オプション店頭市場に対する CFTC あるいはそれに相当する機関の規制権限がない方が、より正しい政策的選択であったし、少なくとも当面はそうであろう。すなわち、第1にこれらの市場は、ほとんど大規模取引に限られており、参加者も機関投資家だけから成るものなので、消費者保護という規制目標、あるいはこれに関連した詐欺に対する参加者の保護という目的とは関係が薄い。為替市場の場合と異なり、消費者はこうした店頭市場に参加せず、参加者はかなり自己防衛できる。

第2に CFTC 型の直接的市場規制の排除は規制の空洞化をもたらすという意見には何ら実質的根拠はない。参加者のほとんど（銀行、証券会社、先物取引業者のような商品取引法の規制を受ける会社、および保険会社と思われる）はすでに規制・監督を受けている企業である。したがってほとんどの外貨オプション店頭取引はすでに少なくとも間接的には規制上の監視を受けている。こうした監視

は、金融制度の安定性を高めるという別の政策目標を達成するのに効果的なものである。¹⁹⁸⁾

第3にこれらの市場でもし重大な問題や望ましくない事態が生じた場合には、別のより直接的で広範な規制を課するのが適当となるかもしれないが、これを早まて行うことには意味がない。そして、そのような必要が生じた場合には、議会がそうした必要性を認知し、適当な対応をするのに最も適切な立場にある。そのような弊害の存在を示すものがないのであれば、規制主体の数が増加しても達成されるものは何もない。

最後に通貨および外貨オプション店頭市場は、厳しい市場規制のない所で発生し、効率的かつ健全に発展してきたということをあらゆる証拠が示している。同時にこの市場は、取引所で取引される外貨オプションの成長を阻害してこなかったことは明らかであり、取引所で取引される外貨オプションは店頭市場のそれと補完的に機能してきたように思われる。何ら深刻な問題に直面していない状況下、規制の必要性を証明する責任はその支持者にあるといえようが、彼らはこの証明を行っていない。

4.では、外貨オプションの分析は規制の側面から離れて契約の側面に移る。ここでは焦点は救済に関する契約法である。特に損害賠償理論に関し、金銭の商品理論が意味するところを2点検討した。不可抗力の抗弁、および自国通貨判決原則である。いくつかの示唆

を試みた。

第1に、政策的選択として望ましいのは、どこで金銭を支払いまたは返済する債務であろうと、債務自体に関してであろうと契約に基づいてであろうと、外国通貨に関るものでであろうと自国通貨に関るものでであろうと、不可抗力の理論の援用を制限することである。金銭の商品理論とそれが法的に意味するところは、この政策と調和しないので、これを探らないか、少なくとも厳しく制限すべきである。言い換えれば、予見できず、保険もかけられない自然災害が工場を壊滅させたことを理由に、ブルーミンデールやハロッズや三越に製品を供給する債務を免除するのに不可抗力の考え方は意味があるのである。しかし金銭、銀行業務および信用の世界ではこの理論は意味がなく、有害でさえある。ただひとつ例外として考えられるのは、支払に違法性が介在する場合に関するものであるが、これはソブリン・リスクと国家の道徳的義務の問題につながり、この研究の範囲をはるかに越える政策問題である。

第2に自国通貨原則は政策上の正当化根拠がほとんどなく、早急に葬るべきである。これは金銭の商品理論から理論的に演繹される結果であるが、当理論同様、今日ほとんど無意味である。

第3に、自国通貨原則が葬られれば、不履行日原則論争に直面する必要性は減多に生じないであろう。それでも判決の執行に関し、換算を行うことが必要となる場合があるであ

198) このようなわけで、例えば米国と英国の銀行監督当局は、外貨取引についての信用リスクを新自己資本比率規制に組み込むことを提案している。Proposal of Board of Governors of the Federal Reserve System, March 18, 1987, 52 Fed. Reg. 9304, (Fed. Bank L. Rep. (CCH) ¶ 86, 908に再版) 参照。日本の慣行については、前注39参照。

ろうが、不履行日原則と判決日原則は同様の理由から排斥すべきである。いずれも原告が現実に被った損害を填補することと何ら必然的關係はなく、いずれを選択しても通貨市場の動きから生ずる問題がある。支払日原則が、公平と、法が持つ補償というものについての本来の政策目的の達成を最もうまく調和させるものである。

第4に、これらの目標を同時に達成するのに最もバランスのとれた枠組は、4.で述べた理由により、Brand教授の考え方である。この考え方は、日本や大陸の制度のように明示的に特定履行を中心的な救済として認め、ホルダーが被った損害の完全な補償が損害賠償額算定の適切な出発点であることを明らかにするよう修正することにより、改善されるであろう。換算をする必要がある場合には、ほとんどの場合、支払日原則が完全な補償の原則に最も近い結果となる。遅延損害の計算および支払については、これを別個に考える

ルールを持てば、原告が念頭に置いている自国通貨への支払日での換算が当該通貨相場の上昇から明らかに原告に不利となるような場合があったとしても、対処できるであろう。

最後に、本論文で主張した店頭市場に対する自由放任主義的な対処と先に述べた救済面での問題とのつながりを見無視すべきではない。市場の参加者は、自らの間で、市場慣行のみにとどまらず彼らが望ましいと思う救済に関しても合意をする誘因が与えられるべきである。とりわけ、ここで研究した3国のいずれにおける適用法規も当事者間での損害賠償の予定を尊重している。¹⁹⁹⁾したがって、国際スワップディーラーズ協会 (International Swap Dealers Association) によるような、また店頭市場参加者により最近始められた、取引条件を明文化し、好ましい救済を定めようとする努力に見られるような、こうした方向に沿った努力が奨励され、実行されるべきである。

以 上

199) 例えば、Uniform Commercial Code, 前注115, § § 2-718, 2-719, F. Mann, 前注60, at 349, 日本民法420条参照。