

先物取引の意義と機能に関する一考察

- アメリカにおける最近の裁判例を素材として -

前 田 雅 弘

- 一 はじめに
- 二 先物取引と先渡取引
- 三 外国通貨取引に関する適用除外
- 四 リスクヘッジと取締役の責任

一 はじめに

商品、為替、金利、株式などの市場相場は、激しい価格変動を繰り返す。さまざまな規制緩和の進展等により、価格変動に伴うリスクは増大しており、この価格変動リスクの増大に対応するための手段として、先物取引はますますその重要性を増してきた。本稿では、先物取引の先進国アメリカの最近の裁判例を素材として、先物取引の意義と機能に関する若干の問題について検討してみたい⁽¹⁾。取り上げる問題は次のとおりである。

第一に、アメリカにおいて「先物取引」とは何かについて、制定法上、定義規定は存在しない。とりわけ先物取引としての規制を受けない「先渡取引」とは、いかなる基準で区別されるか。「先渡取引」の範囲を広くとらえ商品取引所法の適用を否定した、最近の注目すべき判決を素材として考察する(二)。

第二に、商品取引所法の適用範囲を狭く解する判決が、最近もう一つ現れた。外国通貨先物取引に関する適用除外規定を広く解釈する判決である(三)。以上の二つの判決により、商品取引所法の適用を受けない新種の商品が、取引所の商品と競合する形で登場するのではないかという懸念が表明されている⁽²⁾。

第三に、先物取引を利用する目的は、大きくはリスクヘッジと投機に分けられるが、経済界にはたず役割の大きさから考えると、リスクヘッジこそが先物取引の最大の効用である⁽³⁾。そうすると、先物取引のリスクヘッジ機能を利用できる場合には、リスク管理の手段として取締役はこれを利用する義務を負うか。リスクヘッジをしなかったことについて取締役の責任が追及され、肯定された初めての事件を素材とし、検討してみたい(四)。

(1) わが国では、商品に係る先物取引は商品取引所法、有価証券に係る先物取引は証券取引法、通貨等に係る先物取引は金融先物取引法においてそれぞれ規制されているが、アメリカにおいては、取引の対象にかかわらず取引が「先物取引」の形態をとる限り、商品取引所法(Commodity Exchange Act)の

規制を受けることに注意しなければならない。たとえば証券 (security) であっても、それが先物取引の対象となるときには、同法上の「商品 (commodity)」に当たる。アメリカにおける規制の概要については、神田秀樹「派生商品分野における不正取引」証券取引法研究会国際部会編『証券取引における自己責任原則と投資者保護』95頁 (1996)、高橋弘『アメリカの先物・オプション市場』33頁 (1992) 等参照。

(2) Johnson & Hazen, *Commodities Regulation*, 1996 Supplement vol. at xv.

(3) 杉江雅彦「リスクヘッジと先物市場 (上)」商品先物市場22巻6号50頁 (1998) 等参照。

二 先物取引と先渡取引

1 In re Bybee事件判決

商品取引所法は、「先物取引」を定義する規定を設けていないが、いわゆる「先渡取引 (forward contracts)」を先物取引から除外し、同法の適用除外とすることで⁽⁴⁾、「先物取引」をいわば裏から限定している。それでは「先物取引」は、「先渡取引」とはいかなる基準で区別されるか。連邦第九巡回区裁判所の判決In re Bybee事件⁽⁵⁾は、先物取引となるために定型性が必要かという問題、およびいかなる取引が先渡取引として同法の適用を免れるかという問題について判断した。

[事実の概要] Bybee (以下、Bという) は、1979年より、顧客の計算でA-Mark Precious Metals社 (以下、A社という) から貴金属を買い付け、手数料を得ていたが、その後自己の計算でも買い付けをするようになった。A社とBとの間の取引には二つのタイプがあった。一つは「即時渡し取引 (Immediate Delivery Sales and Purchases)」であり、買い付け後48時間以内にBはA社に代金全額を支払い、A社はそのときにBまたはBの顧客に商品を引き渡すというものであった。ほとんどの取引 (1979年から1982年4月までの取引の98%) は、現物の受渡により履行されていた。他の一つは「先渡取引 (Deferred Delivery Sales)」であり、Bは20% (のち10%) の証拠金を支払って買い付けをし、残額の支払とともに引渡を受けるというものであった (この取引のうちどれだけ現物の受渡がなされていたのか認定はない)。BのA社に対するこの残額債務の弁済を確保するため、受渡未了の貴金属すべてに担保権 (lien) が設定された。A社とBとの間の取引は、ほとんどが前者の形態をとっていた。

前者の取引において、Bは現物の引渡を受けずにA社に貴金属を寄託することを顧客に勧め、たとえ顧客が代金全額を支払っていた場合であっても、A社は、Bが自己または顧客の計算で負担するすべての債務の弁済確保のため、A社の保管するすべての貴金属に担保権を取得した。

銀の価格が下落したため、Bは、A社との取引を清算し、A社の保管する貴金属すべてを市場価格でA社に売却したが、A社に対する債務を弁済した残額は300万ドルほどしか

なく、顧客との関係を清算するのに大幅な不足が生じた。Bは商品市場での投資により不足額を埋めようとしたが失敗し、破産法に基づく救済を求めた。

破産管財人は、本件訴訟において、BのA社からの買付けは、商品取引所法に違反してなされた取引所外の取引（商品取引所法4条(a)(1)）⁽⁶⁾あることを理由に、Bの買付けは無効であると主張し、さらにA社とBとの間の清算が破産法上の詐欺的財産移転になることに基づき、BがA社に売却した貴金属価格の回復を求めた。

破産裁判所は略式判決で破産法に基づく主張を退け、さらに商品取引所法に基づく主張も認められない旨の勧告を行った。連邦地方裁判所は破産裁判所の判断を支持し、

の点について、A社とBとの間の取引は、一般大衆の関与しない商人間の取引であることを理由に、商品取引所法違反はないと判示した。連邦第九巡回区裁判所も地裁判決を支持した（弁護士費用の点についてのみ破棄差戻）。以下には商品取引所法違反（破産管財人の主張）に関する判示部分を掲げる。

[判決の要旨] 一 売主が黙示的に反対売買をなし得ることを保証しているのであれば、完全に定型化された条項を含まない契約であってもなお、先物契約と解することができる。本件契約が完全に定型化されたものでないとしても、反対売買により決済できる契約を提供する旨をA社は黙示的に表示したことを原審は認定しており、このことは定型性の要件を満たすのに十分である。

二 一般大衆の関与は確かに、ある取引が先渡取引か違法な取引所外の先物取引かを判断する際の考慮すべき要素ではあるが、これが取引の性格を決する唯一の要素ではない。ここでは受渡という概念が決定的要素である。本件ではA社およびBの両方が、その一方の請求により引渡をし、または引渡を受ける法的義務を負っていたのであり、商品取引所法1a条(11)により、取引所取引の要件は、本件取引には適用されない。

2 先物取引と定型性

ある契約が先物契約になるかどうかは、契約が「定型性 (standardization)」という属性、すなわち特定の商品については価格を除いて数量等の条件が均一であるという属性を備えているかどうか、判断の重要なファクターとなる⁽⁷⁾。この点についての重要な先例であり、本判決も依拠するのが、CFTC v. Co Petro Marketing Group事件判決⁽⁸⁾である。同判決は、実際に締結された契約の中身を分析し、取引単位が均一であり、買付け日から10か月先を常に受渡日としていたなどの事情から、問題となった取引がある程度定型化されていたと判断した。しかし同判決はさらに、契約がどの程度定型化されているかということよりも重要なことは、なぜ先物取引で定型性が要求されているかということであって、それは反対売買、すなわち決済を容易にするためであると言う。すなわち重要なのは反対売買で決済できる仕組みがあるかどうかであって、問題となった取引は、厳格な定型性は欠いていたが、契約で反対売買できる仕組みになっていたため、先物契約になると判断したのである。

Bybee事件では、問題となった「先渡取引」において、Bは一定の証拠金を支払って買付けをし、残額の支払とともに引渡を受けることになっており、残額支払前に反対売買をなしうる旨の明示の契約はなかったが、原審で黙示的な合意のあったことが認定され、本判決は、これで定型性の要件は満たされると判示した。前記 Co Petro Marketing Group事件では、一応個々の契約条件を検討し、ある程度の定型性があることを認定した後に反対売買の可能性を検討したのに対し、Bybee事件判決は、個々の契約条件の中身をとくに検討することなく、反対売買の可能性についての合意の有無に注目した。定型性は、先物契約となるための不可欠の要素ではなく、重要なのは反対売買による決済の仕組みの存否であるという前記Co Petro Marketing Group事件判決の判断を、より明確に打ち出した判断であると言える。

3 先物取引と先渡取引

イ 先物取引と先渡取引との区別についての重要な先例は、CFTCのIn re Stovall事件決定⁽⁹⁾である。この決定では、先物取引を先渡取引から区別する具体的な要素として、次の点が考慮された。取引の相手が一般大衆であること。これは現物の取得・処分を意図して取引した者がほとんどいないことを示す。契約が定型性を備えていること。ほとんどすべての取引において、現物の受渡はなく反対売買による差金決済が行われたこと。この決定では、問題になった取引が、これら先物取引の典型的要素をすべて備えているとして、先物取引に該当すると判断された。しかしこの決定は、一般論としては、あらゆる先物取引がこれらの要素をすべて備えていなければならないわけではないし、逆に考慮すべき要素がこれらに尽きるわけでもない旨をも明らかにしていた。

前記Co Petro Marketing Group事件判決は、問題となった取引において、顧客が投機を目的とした一般大衆であり、現物を受け取る意思も能力もなかったことを重視して、先渡取引には当たらないとしたが、先物取引に当たるかどうかについて次のような判断の指針を示した。「いかなる形式的定義も一連の特徴的要素も決定的とはならない。取引の基礎にある目的を慎重に見きわめたくうえで、取引を全体として検討しなければならない」⁽¹⁰⁾。

CFTCの解釈書簡においても、先渡契約の意義について判断基準が示されている。これによると、第一に、先渡契約は、当事者の一方が引渡しを他方が引渡を受ける旨の、両当事者を拘束する合意でなければならない。第二に、先渡契約は、商業上の取引であるから、商業上利用されたものかどうかを審査しなければならない。従って契約当事者が、引渡しをし、または引渡を受ける能力を持った商業上の主体（commercial entities）であるかどうか、そしてその契約に基づいて現実に受渡がなされるのが通常であったかが基準となる⁽¹¹⁾。

Bybee事件判決は、基本的には、前記Stovall事件決定やCo Petro Marketing Group事件判決で示された考え方に従ったものであるが、現実に受渡が行われていたかどうか

という点よりもむしろ、前記CFTCの解釈書簡に示されたように、受渡の権利義務が生じていたかどうかという点を重視して⁽¹²⁾、本件契約が先渡契約に当たると判示したものと解することができる⁽¹³⁾。

□ Bybee事件判決は、結論は原審と同じであるが、理由付けが原審とは異なる。原審は「一般大衆の関与がないこと」を理由に、先渡契約であると判断していたのに対し、本判決は、一般大衆の関与は、一つの要素ではあるが決定的要素ではないとして、原審の理由付けを否定する。確かに前記Co Petro Marketing Group事件判決も言うように、一般大衆を相手方とする取引の場合、それは通常は受渡を予定していない、投機的な取引である。従って「一般大衆が相手方となる取引は通常、先渡契約にはならない」という命題は正しいと考えてよい。しかしその裏の命題、すなわち原審の理由付けのように、「一般大衆が相手方でないならば、先渡契約になる」とは言えないはずであって、一般大衆が相手方とはならなくても、先物取引となる余地はある。原審の理由付けは適切でなかった。

Bybee事件の判決中には現れていないが、この点につきCFTCは、法廷助言者として、本裁判所（第九巡回区裁判所）に意見書を提出し、第一審は、一般大衆の関与が先物取引の本質的要素であると考えている点で誤りがあるので、本件取引が先物取引でないとした第一審判決を破棄すべきであると主張した⁽¹⁴⁾。CBT（シカゴ商品取引所）ら四つの取引所も同様に意見書を提出し、第一審判決のように考えると、詐欺師たち（con artists）がこの判決の言うところに従って、規制されないスキームをつくり出すことを促すことになると主張し、同じく第一審判決を破棄するよう求めた。本判決は、これらの意見書が求めるように原審を破棄することはせず、本件契約が先渡契約になるという結論を維持したまま、その理由付けを改め、受渡の権利義務の存在に注目して先物取引であるという結論を導いた。

ハ Bybee事件においては、現実にもほとんどの取引が現物の受渡により履行されていた。

しかしこの判決が示した基準によると、一方当事者が法的に受渡の権利を行使しうることとなっていれば、たとえ現実には受渡による履行がほとんど行われない場合であっても、その取引は先物取引として扱われ、商品取引所法の適用を受けないこととなりかねない。この判決により商品取引所法の適用範囲が狭まり、先渡契約の形をとることで取引所外の取引が許される新種の商品が、取引所の商品と競合する形で登場するのではないかと懸念が表明されているのは⁽¹⁵⁾、このためにほかならない。

(4) Commodity Exchange Act § 1a(11).

(5) 945 F.2d 309 (9th Cir.1991).

(6) 先物取引は、CFTC（商品先物取引委員会）により指定された取引所の規則に基づいてなされるのでなければ、これを行うことは違法である。Commodity Exchange Act § 4(a)(1).

(7) Johnson & Hazen, Commodities Regulation 1-18 n.65 (3rd ed. 1997).

(8) 680 F.2d 573 (9th Cir.1982). ガソリン等の売買を業とする被告会社が、次のような取引を行った。

顧客は被告会社を、将来の約定の日を受渡日として一定の数量・種類の燃料を一定価格で買い受ける代理人とする。顧客は代金の額に応じて預託金（証拠金に相当）を差し入れる。顧客は燃料の引渡を受けることは要求されず、被告会社を代理人として燃料を売ることができる。買付けと売付けとの間に燃料価格が上昇していれば、被告会社が顧客に差額を送金して預託金を返還する。逆に価格が下落していれば、被告会社が差額を預託金から差し引いて、残額を顧客に送金する。この取引が商品取引所法4条（前掲注6参照。当時は4条および4h条）に違反するとして、CFTCが差止めを求め、これが認容された。

(9) Comm.Fut.L.Rep.(CCH)para.20,941(CFTC 1979), aff'g id.para.20,420(CFTC 1979).この決定は、審判官（administrative law judge）がfloor brokerとしての登録取消等の決定をしたのに対し、被審人が不服を申し立て、CFTCが審理を行ったものである。審判官の行った事実認定に依拠しているため、いかなる取引が行われたのか具体的には明らかでないが、被審人の行った取引が、商品取引所法4条（前掲注6参照）に違反するかどうか争われた。

(10) CFTC v. Co Petro Marketing Group, 680 F.2d 573, 581 (9th Cir.1982).

(11) CFTC Interpretative Statement (Characteristics Distinguishing Cash and Forward Contracts and "Trade" Options), Comm.Fut.L.Rep.(CCH) para.22,718 (September 30, 1985).

(12) Johnson & Hazen, supra note 7, at 1-18.

(13) なお最近、第九巡回区裁判所は、「先渡プログラム（forward delivery program）」と称する取引を先渡取引でなく先物取引であると判示したが、この事件は、Bybee事件とは異なり、現実に引渡がなされることが予定されていなかった事案に関する。すなわち商品を買付けたくわめて多数の顧客のうち、引渡を受けることを意図していたのはほんの一握りの者にすぎず、しかも第三者が顧客のために商品の引渡を受け、これを顧客のために売却するので（商品が物理的に移動することはない）、顧客に現実の引渡が行われることはない仕組みになっていた。CFTC v. Noble Metals Int'l, Inc., 67 F.3d 766 (9th Cir.1995).

(14) 23 Sec.Reg. & L.Rep.(BNA) 68 (1991).

(15) Johnson & Hazen, supra note 2, at xv.

三 外国通貨取引に関する適用除外

1 Salomon Forex, Inc. v. Tauber事件判決

Bybee事件判決と並び、商品取引所法の適用範囲に関する最近の注目すべき判決として、連邦第四巡回区判決Salomon Forex, Inc. v. Tauber事件⁽¹⁶⁾がある。この判決は、外国通貨先物取引に関する適用除外規定を広く解釈し、Bybee事件判決と同様、商品取引所法の適用範囲を狭く解した。

[事実の概要] Tauber（以下、Tという）は、2年半にわたり、Salomon Forex社

(以下、S社という)およびその関連業者との間で2,702回の取引を行い、いずれの取引も外国通貨の先物取引およびオプション取引を含んでいた。Tは外科医であったが資産家で、何10億ドルもの外国通貨取引を大規模に行っており、S社との取引はその一部に過ぎなかった。Tは、S社その他の業者との間で、これらの取引の条件を個別に約定していた。Tは、外国通貨取引に関する専門的知識・経験を有していたとの認定がなされている。TのS社との取引は、外国通貨の現物の取得を目的としたものではなく、投資としてなされたものであり、限月までに反対売買されるのが通常であった。

1991年3月、Tの投資物件、特にスイスフランが暴落し、S社はTに未決済建玉の反対売買による相殺を求めたが、Tがこれに応じないので、S社はTとの取引を停止した。Tは、同7月と8月を限月とする68枚の先物契約により2,500万ドル余の債務を負担し、S社に対し他と併せて合計3,000万ドルの債務を負うこととなった。S社が有していた400万ドル分の担保をこれに充当したのち、S社はTに対し約2,600万ドルの支払を求めて訴えを提起した。Tは、S社との取引は商品取引所法に違反しており、強制実現できない旨主張して争った。

連邦地方裁判所は、商品取引所法2条(a)(1)(A)(2)は、外国通貨の取引を適用除外としてしていると判示して、S社勝訴の略式判決を下した。上訴審においてTは、次のように主張する。商品取引所法の適用除外となるのは、商品の現物取引だけである。仮に外国通貨の先物取引・オプション取引が適用除外になるとしても、それは銀行間での取引だけである。地裁判決を容認すれば、取引所外の先物契約を一般大衆に販売することに、抛り所を与えることになる。

本件訴訟においてCFTCは、法廷助言者として、本件取引に商品取引所法の規制を及ぼすべき旨の意見書を提出し、商品取引所らがこれに同調した。これに対し、連邦政府(the United States)は、法廷助言者として、商品取引所法の規制を及ぼすべきでない旨の意見書を提出し、これにSECらが同調した。

連邦第四巡回区裁判所は、次のように述べて地裁判決を認容した。なおTは前記主張のほか、本件契約がニューヨーク州法に違反して無効である旨、またS社の側に過失があったこと、および契約違反があった旨を主張しているが、いずれの主張も退けられている。

[判決の要旨] — (Tの主張 に対して) Treasury Amendmentの解釈は、解釈をする者の役割により異なってきた。我々は、連邦議会の立法者意思を確定するという作業を任されている。(制定法の文言を分析した後) Treasury Amendmentの適切な解釈によれば、先物およびオプションを含め、外国通貨の取引所外の取引はすべて、商品取引所法の規制を免れる。連邦議会がTreasury Amendmentを文字どおりに解釈すべきことを意図していたことは、Treasury Amendmentの立法経緯からも確認される。Treasury AmendmentをTの主張のように読むことは、Treasury Amendmentの率直な意味、立法の沿革、および状況(context)を無視することになる。実質的に市場を崩壊させることになるおそれもある。

二（Tの主張 に対して） Treasury Amendment改正案を作成した財務省は、銀行と取引業者（professional traders）とを区別しなかった。区別したのは、適用除外とされるべき銀行・取引業者の非公式の（informal）ネットワークと、組織化された取引所における参加者である。TとS社との間の取引は明らかに前者に属し、Tの主張はTreasury Amendmentの立法経緯から支持できない。制定法の文言上も、取引所取引と取引所外取引とが区別されているにすぎない。Tの依拠する先例は一般大衆のための取引所取引に関するものであり、本裁判所の結論と矛盾しない。

三（Tの主張 に対して） 本件は、取引所での取引が要求されると思われる、零細投資家に対する大量販売の事例ではなく、本判決は、このような取引まで商品取引所法の適用除外になるというのでは、決してない。S社とTとの間の取引が個別に約定された取引所外取引であったことについて当事者間に争いはなく、Tが専門的知識・経験を有する投資家であることは十分に証明されている。本判決が判断したのは、専門的知識・経験を有する大規模な外国通貨取引業者の間でなされる、個別に約定された外国通貨のオプション取引および先物取引は、Treasury Amendmentの定める商品取引所法の適用除外に当たるということだけである。

2 Treasury Amendment

Treasury Amendmentとは、商品取引所法2条(a)(1)(A)(2)の規定を指す。外国通貨取引等の一定の取引は、それが取引所で行われる先物取引でない限り、商品取引所法の適用除外となる旨を定めた規定である⁽¹⁷⁾。財務省（Department of the Treasury）の意見を入れ、同省の作成した改正案をほぼそのまま取り入れて1974年に成立した商品取引所法の改正であることから、このような呼称がつけられた⁽¹⁸⁾。

Treasury Amendmentができた経緯については本判決中にもかなり詳しい説明がある。1974年改正で「商品」の定義が拡大されることに対応するために、財務省の審議官（General Counsel）が、上院の委員会に、CFTCの権限に関する財務省の見解を表す書簡を提出した。その趣旨は次のようなものであった。組織化された取引所でなされるものを除き、外国通貨の先物取引は、CFTCの規制に服せしめるべきではない。外国通貨の先物取引は、事実上すべて銀行や取引業者の非公式の（informal）ネットワークを通じて行われている。主に銀行からなるこの市場は、為替変動リスクをヘッジしたいという国際的な事業の需要に応じるのに、きわめて効率的なものとなっている。もし規制の必要性があるならば、それは銀行の規制当局によるべきであり、CFTCは複雑な銀行業を規制する専門能力を有していない。新たな規制により制限を加えることは、業者および投資家にとって、外国為替市場の有用性・効率性を害するおそれがある。

財務省はこの書簡を基礎に商品取引所法の改正案を作成し、そしてこれが、前記のように1974年改正で成立した。

3 Treasury Amendmentの適用範囲

Treasury Amendmentの解釈が訴訟で争われたのは、本件が初めてのことである。しかしこの事件が起こる前から、Treasury Amendmentの適用範囲について議論はなされており、Treasury Amendmentで適用除外になるのは市場外取引すべてか、それとも銀行その他の機関投資家相互間の市場外取引だけか、という問題（Tが主張で取りあげた問題）がすでに検討されていた⁽¹⁹⁾。そして財務省の意図したのは、銀行その他の機関投資家相互間の市場外取引だけを適用除外とすることであった、と言われていた。すでに銀行間でも機能している外国通貨の先物取引に新たな規制を加えるべきではないという、前記の財務省の書簡に現れていた考え方である。

本判決は、主にTreasury Amendmentの文言と立法の経緯とから、立法者意思がどうであったかを検討し、Treasury Amendmentは、市場外の取引をすべて適用除外とするとの判断を下した。とくに文言解釈からすれば、Tの主張のような読み方をするのはかなり困難なように思われる。すなわち本判決も言うように、もし「外国通貨取引」が現物取引だけを指すとすると、規定のこの部分ですでに先物取引をすべて適用除外の対象から除くこととなるので、次の「それが取引所で行われる先物取引でない限り」という、先物取引に絞りをかける文言の部分に意味がなくなってしまう。また現物取引は1974年改正前からすでに適用を除外されていたのであるから、もしこれに限るならばTreasury Amendmentを設けた意味がなくなってしまう⁽²⁰⁾。

しかしTの主張は、文言解釈として不可能ではないし、現に前述したように、この事件が起こる前から学説およびCFTCは、取引主体を制限する解釈を示していた。本判決は主に立法の経緯から、立法者意思は銀行間取引に限っていないという判断を下したのである。この判断が実際上どの程度の重要性を持つか。

4 本判決の射程距離と影響

本判決については、第一審判決の段階から、学説上疑問が投げかけられていた⁽²¹⁾。外国通貨先物、財務省債（Treasury Bond）先物など、Treasury Amendmentで列挙された投資物件については取引所外取引に門戸が開かれたことになるというのである。そしてこの判決により、すでに現在これらの投資物件を大量に扱っている取引所にとって、競争を激化させることになることは疑いないと指摘していた。

外国通貨や国債の先物取引は、その分量から見て、アメリカの先物取引の中では非常に大きな比重を占める⁽²²⁾。この学説の指摘、あるいは本件で法廷助言者として意見を述べたCFTCや商品取引所等が表明した懸念は、このように大量に取引される外国通貨や国債の先物取引について、今後、取引所外取引が現れ発展していくこととなると、そこにはCFTCの手も届かず、また既存の取引所にとって脅威になるというものである。

しかし注意すべきことは、判旨三に示されたように、本判決は、決して一般投資家相手の取引まで商品取引所法の適用除外になると言ったわけではないということである。すな

わち、まず Treasury Amendment をどれほど狭く解釈する立場をとるとしても、銀行など金融機関相互間の取引について、Treasury Amendment の適用があること、すなわち商品取引所法の適用除外になることはもともと異論のないところである。他方、Treasury Amendment をどれほど広く解釈する立場をとるとしても、それが取引所取引まで商品取引所法の適用除外とするものでないことは、Treasury Amendment の文言から明らかなことである。そうすると結局残るのは、一般投資家が参加する取引で、かつ取引所外でなされるものはどうか、という問題となるが、一般投資家が参加し、かつ市場外取引といえるような場合が、どの程度存在するのであろうか。

この点は取引所概念とかかわってくる。商品取引所法上、取引所 (board of trade) とは、「法人であると否とを問わず、商品の売買を業とし、または売買の委託のために商品を受領することを業とする、あらゆる取引所 (exchange) または社団 (association)」と定義されている⁽²³⁾。この取引所概念はかなり広く考えられており、シカゴ商品取引所のように組織化されたものに限らず、例えば商品取引業者のグループのようなものも、場合によってはこれに当たり得ると解されているし⁽²⁴⁾、前記 Co Petro Marketing Group 事件判決においても、ガソリンを手広く顧客と取引していたガソリン業者自身を「取引所」に当たるとした⁽²⁵⁾。

本件では、T は個人投資家であるにもかかわらず、実質的には適格機関投資家と同視すべき者であり、S 社と T との間の取引の条件が個別に交渉・約定されていたことから、本件では S 社自身を「取引所」と見て商品取引所法を適用するのは無理ではないかと思われる。しかし本件の T のような人物はかなり特殊な人物であり、通常は、金融機関でもない一般投資家が参加する取引は、「取引所」での取引となるのではないか。そうすると一般投資家の取引で、かつ取引所外の取引となるのは、本件のような相当限られた場合、すなわち T のような相当特殊な人物が取引する場合などに限られるようにも思われる。もしこのような場合が相当に特殊でほとんど通常は行われないのであれば、前記学説および CFTC や商品取引所らが懸念する事態はほとんど生じることはなく、したがって本判決の影響もそれほど大きなものではないということになる。

(16) 8 F.3d 966 (4th Cir.1993), cert.denied, 114 S.Ct.1540, 128 L.Ed 2d 192 (1994).

(17) Commodity Exchange Act § 2(a)(1)(A)(2).

(18) Johnson & Hazen, supra note 7, at 452.

(19) Johnson & Hazen, Commodities Regulation vol. at 263 n.3 (2nd ed.1989).

(20) 1997年に連邦最高裁は、適用除外となる市場外の外国通貨取引には、市場外の「外国通貨オプション」の取引も含まれることを明らかにした。CFTC v. Dunn, 58 F.3d 50 (2d Cir.1995), rev'd, 117 S.Ct.913 (1997).

(21) Johnson & Hazen, Commodities Regulation, 1992 Supplement vol. at 136.

(22) 1996年の外国通貨先物取引および国債の先物取引の枚数は、それぞれアメリカの先物取引全体の約

12%および30%を占めるといふ。Johnson & Hazen, supra note 7, at 453 n.259.

(23) Commodity Exchange Act § 1a(1).

(24) Johnson & Hazen, supra note 7, at 1-110.

(25) CFTC v. Co Petro Marketing Group, 680 F.2d 573, 581 (9th Cir.1982).

四 リスクヘッジと取締役の責任

1 Brane v. Roth事件判決

先物取引の最も大きな効用は、リスクヘッジである。そうすると、先物取引のリスクヘッジ機能を利用できる場合には、リスク管理の手段として取締役はこれを利用する義務を負うか。すなわちこれを利用せずに会社に損害を与えれば、取締役は責任を負うこととなるか。Brane v. Roth事件判決⁽²⁶⁾において、インディアナ州の控訴裁判所は、リスクヘッジを怠り会社に損害を生じさせた取締役の責任を肯定する判決をした。

この事件は、リスクヘッジをしなかったことで取締役の責任が追及された初めての事件であり⁽²⁷⁾、これを肯定した本判決は、実務界に大きな衝撃を与えたようである⁽²⁸⁾。しかし以下において検討するように、本判決には、ヘッジの必要性においてもその範囲においても、本件事案に特有の事情があり、その射程距離には注意を要するのではないかと思われる。

[事実の概要] 本件は、LaFontaine Grain Co-op (以下、L社という)⁽²⁹⁾の株主である Rothら (以下、Rという) が、L社の4名の取締役 Braneら (以下、Bとする) に対し、L社が受けた損害の賠償を求めて提起した株主代表訴訟である。

L社はその事業の約9割が穀物の売買取であった。取締役会は月1回開催され、業務担当役員 (manager) の一般的な事業報告と、会計帳簿担当者の作成した財務報告とを審査していた。取締役はまた設備の維持・改善についても審議し、貸付行為の承認も行っていった。前記報告に対し追加的な情報が求められることは稀であったし、1980年にL社が被った下記損失に関しても、特に質問がなされることはなかった。

L社の利益は、1977年以降続けて低下していた。1979年に大きな損失が生じたのち、L社の公認会計士 (CPA) である Matchette (以下、Mという) は、将来の損失を防止するため、取締役がL社の穀物の価格変動リスクをヘッジすべきことを勧告した。そこで取締役らは、ヘッジを行う権限を役員に与えた。しかしL社には穀物の売付けが730万ドルもあったにもかかわらず、わずか2万50ドルのヘッジ契約しかなされなかった。

1981年2月3日、Mは1980年の財務諸表を取締役に提出したが、それによると純利益は6万8,684ドルしかなかった。1982年になって、Mは、1980年に監査した財務諸表には誤りがあり、現実にはL社に22万7,329ドルの損失が生じていたことを、取締役に知らせた。そこで取締役は、別の会計事務所に、L社の財務状態を審査するよう求めた。公認会計

士のCoulter（以下、Cという）は、Mの監査した1980年の財務諸表にさらに誤りがあることを発見し、その結果損失は42万4,038ドルに増加した。なおCは、損失の主たる原因はヘッジを行わなかったことであると述べた。

L社の株主Rは、L社の損失は、穀物市場において適切なヘッジを行わなかったために生じたと主張して、取締役Bの責任を追及した。第一審は、次の点でBに義務違反があったとし、Bの重大な任務懈怠によりL社に42万4,038.89ドルの損失が生じたと判示し、Rを勝訴させた。ヘッジに不慣れな業務担当役員を雇用し続けた。当該役員に対する合理的な監督をし続けなかった。適切にヘッジを行わせ、役員を監督することを可能にするための、ヘッジに関する基礎的知識の修得を怠った。

Bが上訴したが、控訴裁判所も原審判決を支持してBの責任を認めた。控訴審において、Bは次の六つの点を主張して争った。原審において、「Rがその主張に基づく救済を得るための証拠を提出していない」と主張して却下申立てをしたのに、原審がこの申立てを却下したのは誤りである。原審は誤った注意義務の基準を採用した。取締役の責任を軽減した1986年改正後の規定を遡及的に適用すべきである。Mが作成した文書（Mによる誤り発見後にL社の売上高・コストを表示したもの）、およびCが作成した文書（Mによる損失の算定をCが修正したものの要約）を証拠として採用したのは伝聞証拠排除原則に反し、かつそれらは、訴訟のため事後的にまとめられたものであるから、業務記録の例外(business record exception)にも当たらない。またこれらは一般に公正妥当と認められる会計原則(GAAP)に違反する。原審の事実認定には明らかな誤りがある。またRは因果関係および特定の損害賠償額の立証をしていない。さらに原審の引用する制定法と先例との間には矛盾がある。L社はMの会計事務所に対し訴訟を提起し和解により15万ドルを獲得したのであるから、その分を損害賠償額から差し引くべきである。原審が、判決以前の1980年12月31日からの利息の支払を命じたのは失当である。以下には、Bの主張に対する判示部分を掲げる⁽³⁰⁾。

[判決の要旨] — (Bの主張 に対して) <注意義務基準について> 原審はインディアナ州制定法23-1-2-11条に述べられた注意義務基準を採用した。1980年当時、同条は、取締役は、会社の最善の利益のために誠実に、かつ、同様の地位にある通常に慎重な者であれば類似の状況において用いるであろう注意をもって、その義務を履行しなければならないと規定していた。同制定法は、取締役は、信頼でき有能であると合理的に信ずる会社の役員・従業員が提供し、また公認会計士の専門領域に属すると合理的に信ずる事柄についてはその公認会計士が提供する、情報、報告および意見を信頼することができるものとしている。この注意の基準を満たせば、取締役は責任を負わない。

同条は削除され、23-1-35-1条がこれに替わった。改正法は改正前の注意義務基準を維持したが、次の点を付加することにより、責任を軽減した。すなわち取締役は、その義務の履行を懈怠し、かつ、その懈怠が故意の不適正行為(wilful misconduct or recklessness)となるのでない限り、責任を負わない。

<改正法を適用すべきとのBの主張に対して> 一般に制定法は、明文の定めのない限り遡及的効力を有しない。たとえ改正が民事的なもの（remedial）であるとしても、既存の権利が害される場合には遡及的適用は好ましくない。23-1-35-1条は取締役の責任を狭くするのであるから、その制定法は株主が取締役に対して有した既存の権利に影響を与える。それゆえ同条を遡及的に適用せよとの取締役の要求は認められない。原審は旧法のもとの正当な注意義務基準を適用した。

二（Bの主張 に対して） <原審の事実認定が誤りであるとのBの主張に対して> Bの攻撃は原審の行った特定の事実認定に対しては行われておらず、その後これを特定してなされた主張も不適切である。

<因果関係の立証がないとのBの主張に対して> L社の損失は、ヘッジを怠ったためであることの証明力ある証拠のあったことが認められる。Cは、穀物業者は、価格変動による損失を予防するためヘッジを行うべきものであると証言した。穀物業およびヘッジの専門家は、協同組織（co-ops）は投機を行うべきではないこと、L社の損失はヘッジを怠ったことから生じたものであることを証言した。

<経営判断原則について> 経営判断原則は、取締役の判断が情報に基づいたものである場合にのみ取締役を免責する。本件では、証拠によると、取締役は、ヘッジおよびヘッジがL社の財務状態に与える効果について、なんら意味のある形で情報を得ようとはしなかった。取締役が役員らの行為を適切に監督しなかったことは、合理的な方法でL社の利益を守るべき取締役の義務に違反する。経営判断原則はBを免責しない。

<損害賠償額の立証がないとのBの主張に対して> Bは、原審の判決が明らかに誤りであることの立証を尽くしていない。

<原審の引用する制定法と先例との間に矛盾があるとのBの主張に対して> かつてインディアナ州最高裁判所はCoddington事件判決⁽³¹⁾において、銀行の取締役が事業に著しく不注意で、かつ故意に義務に違反したと判示したが、適切な注意義務基準は23-1-2-11条に示された基準であって、重過失基準ではない。原審が同判決を引用したのは、本件における特定の義務違反の認定を補強するためであって、Bの責任を肯定するのに重過失が必要だという趣旨ではない。

2 先物取引のヘッジ機能

アメリカの商品取引所法3条は、先物取引に対する規制の必要性を明らかにするが、その中で、先物取引は、商品を扱ういろいろな業者が価格変動によって被る損失に対して、ヘッジの手段として利用される旨を述べている。この規定にも表現されているように、価格変動リスクに対するヘッジは、先物取引の最も重要な機能である。そしてこのヘッジ機能が健全に発揮されるような制度的な仕組みを整えることが、商品取引所法の重要な役割の一つである⁽³²⁾。

もともとヘッジは、農産物の取引で用いられたが、いうまでもなく現在では、ヘッジは、

商品、為替、金利、株式などの市場における価格変動リスクに対応するための、リスク管理の手段として広く利用されている。

3 本判決の位置づけ

イ リスクヘッジをしなかったことについて取締役の責任を肯定した本判決は、多くの業界紙等で取り上げられ、実務界に大きな影響を与えたようである。

本判決に対する反響をいくつか拾ってみよう。「(この判決が出て) クラスアクション・ローヤーは新しい標的を見つけた。……通貨変動リスクに対し包括的なヘッジポリシーを設けていない会社が、訴訟の標的になりうることは明らかである」⁽³³⁾。「会社が自己のヘッジポリシーを充足していない、あるいはそもそも効果的なヘッジポリシーを有していないと株主が考えるとき、事情に通じた攻撃的な株主は、常に代表訴訟を提起する機会を持つこととなる。さまざまなタイプのリスクをヘッジするのに利用しうる、多くのさまざまな商品が存在する現在では、ヘッジをしないという判断は、それ自体一種の投機である」⁽³⁴⁾。「デリバティブを知らないことは、それをを用いないことの言い訳とはならない。このことは、金融リスクに対応しなければならないことが明らかな金融機関のみならず、一般の事業についても当てはまる」⁽³⁵⁾。「(本判決の) 議論は他の州においても妥当する。……経営陣は、あるリスクについて依然ヘッジをしないという判断をすることもできるが、少なくともヘッジをしないことについて合理的根拠を有する必要がある」⁽³⁶⁾。

ロ 本判決の位置づけを考える際には、本件で問題となったのが穀物協同組織におけるヘッジであるという点に、どの程度重みがあるのかを考える必要がある。

アメリカには本件のL社のような穀物協同組織が数千も存在するという⁽³⁷⁾。この穀物協同組織が、農業者である構成員のために穀物を売買し、農業者は最も有利な価格で穀物が売買されることを同組織に期待する⁽³⁸⁾。つまり穀物協同組織は、穀物売買のために存在する組織であるから、価格変動に対するヘッジは、まさに事業に不可欠の行為であり、事業の核心であろう。たとえば通常の事業会社が余剰資金の運用のために投資をし、そのリスクをヘッジするというような場合とは、ヘッジの必要性の度合いが質的に異なるように思われる。この点では、本判決の結論は、穀物協同組織に特有の要素を含んでいるように思われ、本判決の論法があらゆる会社に当てはまるわけではないと考えられる。たとえば余剰資金の財テクで損を出したところ、それはヘッジをしなかったせいだといって、すぐには取締役の責任に結びつくものではない。

また本判決は、価格変動によって生じた損失のすべてが、ヘッジをしなかったことによって生じた損害であると判断した。これは、取締役が100%のヘッジをする義務を負っていたことを前提とする。ヘッジをすることはリスク回避にはなるが、他方において、価格変動で得られるはずの利益を、すべて獲得することはできなくなる⁽³⁹⁾。100%のヘッジをすれば、価格変動によるリスクを負う心配は一切なくなる代わりに、価格変動によ

って利益を得る可能性も失う。通常の事業会社が余剰資金の運用のために投資をするような場合であれば、100%のヘッジか、半分のヘッジか、わずかなヘッジかという具合に、ヘッジでカバーする範囲は、状況によりいろいろありうるであろう。100%のヘッジを前提とする本件判決は、ヘッジすべき範囲についても、穀物協同組織に特有の要素があるように思われる。

4 注意義務基準について

判旨一で見たように、インディアナ州の制定法は、本件で問題となった1980年当時は、「会社の最善の利益のために誠実に、かつ、同様の地位にある通常に慎重な者であれば類似の状況において用いるであろう注意」という改正模範事業会社法型⁽⁴⁰⁾の注意基準を用いていた。

しかしその後1986年の改正は、義務の基準はそのままにしたが、責任を大幅に軽減した⁽⁴¹⁾。この新設規定23-1-35-1条(e)(2)にいう故意の不適正行為 (wilful misconduct or recklessness) という基準は、程度の如何を問わず、およそ過失 (negligence) では足りないと解されている⁽⁴²⁾。従っていわゆる重過失 (gross negligence) の基準よりもまだ緩いということになる。少なくともリスクのある結果に対する認識ある不適切行為 (conscious disregard or indifference) が必要となる。従って同条(a)の基準で義務違反ありとされても、すぐに責任ありとはならない。義務違反は差止原因にはなるが、多くの場合は責任原因にはならない。差止原因と責任原因がずれるということは、特異な考え方ではないのであろうが⁽⁴³⁾、一般の注意義務のところ、責任のほうだけを緩めるという規整方法が採用されたのである。

なぜこのような緩和がなされたか。近年取締役の責任を追及する訴訟が増加し、またその訴訟に対する防御費用も増加し、さらには賠償責任保険のコストも増加し、その結果取締役として有能な人材を得にくくなっているからだという⁽⁴⁴⁾。経営判断原則、取締役の損害賠償額の制限、取締役の責任についての補償・保険など、取締役の責任を緩める方向の議論がなされるときにいつも持ち出される理由が、ここでも述べられている。

本件の取締役は、この緩やかな改正後の基準で審査されることを求めたが、裁判所は遡及的適用は認められないと判示した。仮に遡及させれば、この緩やかな基準によれば本件の取締役は責任ありとされるのか、という問題について裁判所は判断をしなかったが、改正後の基準では意図的な行為であることが責任発生要件になっていることから、責任を否定すべきことになるのではないかと推測される。

5 経営判断原則の適用について

本件の取締役は、旧法のもとでも、いわゆる経営判断原則によって救われぬか、という問題がある。本件では、取締役会はヘッジについて全く何もしなかったわけではない。監査人の勧告を受けて、役員にヘッジをする権限を与えていた。役員がそれを実行しな

ったのである。

役員にヘッジの権限を与えたといっても、少なくとも大まかなヘッジの方針は取締役会で決めたいうで、権限付与がなされたのであろうか。この点は明らかでないが、もし大まかな方針すら取締役会で決めていなかったのであれば、役員への権限付与だけで、ヘッジポリシーを取締役会が作成したとはいえない。この場合には、監査人の勧告を受けながら、ヘッジポリシーの作成を怠ったことについて、取締役の責任が問題となる。もし取締役会で一応会社としてのヘッジポリシーは作成していたが、それにもかかわらず役員がそのヘッジポリシーに従わなかったというのであれば、ヘッジが現実に行われることの監視を怠ったことについて、取締役の責任が問題になる。

本判決は経営判断原則の適用に関しては、判旨二に示したように、取締役の判断が十分な情報に基づいたものではなかった、という理由で、経営判断原則の適用なしと判示した。経営判断原則の保護を受けるためには、判断が適切な情報に基づいていることが要件である⁽⁴⁵⁾。しかし本判決が、判断が十分な情報に基づいたものでなかったというとき、その判断とは何を指しているのであろうか。本件で問題とされた取締役の行為は、前述したように、ヘッジポリシーの作成を怠ったことをいうのが、あるいはヘッジポリシーは作ったが、役員にヘッジの権限を与えた後に、役員の解任など何の措置もとらなかったことをいうのか、のいずれかのはずである。いずれにしても、何もしなかったことが問われていると見るべきであろう。したがって経営判断原則の要件との関係では、取締役会のした何らかの判断が情報に基づいていなかったというよりも、むしろ、経営判断がなされなかったために経営判断原則の保護を受けることができない、と構成するのが自然ではないかと思われる。

リスクヘッジに関し、経営判断がなされるのであれば、仮にそれが「ヘッジをしない」という判断であるとしても、それが誠実に、かつ十分な情報に基づいてなされるのであれば、ヘッジをしないという判断内容が著しく相当性を欠くものでないかぎり、当該判断は経営判断原則によって保護されることとなろう。すでに述べたように、ヘッジをすることは、リスクの回避にはなるが、他方では、価格変動で得られるはずの利益を、すべては獲得することができなくなることを意味するからである。リスクの大きさ、リスク発生の可能性などを検討したうえで、ヘッジをするよりも、価格変動を利用してより大きな利益を追求することが、会社の最善の利益になることは十分にあり得るであろう。

6 本判決の意義

以上に見たように、この事件は、リスクヘッジが事業の核心ともいべき穀物協同組織に関する事案であって、ヘッジの必要性においてもその範囲においても、同組織に特有の要素があるように思われ、この判決の射程距離は、通常の事業会社一般に当然に及ぶものではないだろう。そして本判決では、監査人の勧告があったにもかかわらず、取締役会が経営判断に基づく何らの措置をも実質的にはとらなかった点が、責任が肯定される大きな

要因となったと見ることができる。

リスクヘッジを怠れば取締役は責任を負うという結論だけを聞けば、実務界が衝撃を受けたことも頷けるが、本判決の射程距離を考えるにあたっては、当然のことながら、これら本件の事案に特有の事情を考慮しなければならない。

(26) Brane v. Roth, 590 N.E.2d 587 (Ind.Ct.App. 1992).

(27) その後リスクヘッジに関して、本件と並んで注目を集めた事件として、コンパック・コンピュータ社に対して提起されたクラスアクションがある。ドル高の影響を受けないためのヘッジのメカニズムを、同社が有していなかったことを開示しなかったため、株主が株価下落により損害を受けたとして提起された訴訟である。Corporate Financing Week 4/26/93. この事件は、すでに1,400万ドルで和解により解決した。BNA's Banking Report 4/3/95.

(28) この事件のあらましと影響についての簡明な紹介として、鈴木壮治『『訴訟先進国』アメリカの教訓 求められるリスクヘッジ能力』週聞東洋経済1993年10月16日号16頁参照。

(29) L社の企業形態は、穀物協同組織 (grain cooperative) であるが、以下に見るように会社法の適用を受けることから、directorsは取締役、shareholdersは株主と訳すことにした。

(30) 以外の論点は、直接にはBの責任の実体にはかかわらない問題なので、本稿での検討の対象とはしないが、裁判所の判断の要点は次のとおり。

について。控訴審は、原審の判断が明らかに誤りであるときしかその判断を覆さないのであり、原審の判断は明らかな誤りがあるとは認められない。

について。確かにM、Cの作成した文書は伝聞証拠であって、しかもいわゆる業務記録の例外にも当たらない。しかし伝聞証拠排除原則にはもう一つ例外があって、問題の文書がある大量の文書の要旨であって、その要旨のもとになった文書に証拠能力があり、そのもとになった文書が相手方当事者に入手可能であるときには、その要旨も証拠として採用するというルールがある。本件のM、Cの作成した文書はこれに当たり、証拠としてよい。GAAPに反するという点については、確かに反してはいるが、証拠の重みに影響はしても証拠能力には影響せず、本件での損害額の決定にはこれで十分である。

は、監査人が和解で支払をしてその分だけ損害が穴埋めされれば、損害賠償額をそれだけ減額すべきであるという主張であり、これはもっともな主張のように思われる。しかしR側は、このMとの間でなされた和解は、本件で問題となっているL社が1980年に被った損害に関してではなく、翌1981年にL社が被った損害に関するものである、と主張して争った。監査に誤りがあったのは1980年であるが、それが問題となった同年の損害を引き起こしたわけではなく、同年の監査の誤りは、同年においてC社に影響を与えるのではなく、翌1981年の取締役の行動に影響を与えるだけだというのである。裁判所は、和解の文書が証拠として提出されていないから、本件の和解がどの期間をカバーするものかわからないと判示して、Yの主張を退けた。この理由付けからすると、もしもこの和解がC社が1980年に被った損害についてMが加担した責任をもカバーしてなされたものであるならば、その部分については、Yの損害賠償額から差し引くべきとの結論になるものと思われる。

について。損害賠償額が算術的に明確であるときには、判決前の利息も認められる。

- (31) *Coddington v. Canaday*, 157 Ind.243, 61 N.E.567 (1901).
- (32) 同規定によれば、先物取引は過度の投機の対象になりやすく、また価格操作等が行われるおそれがある。生産者、消費者、および商品を取り扱う業者が不利益を受けるおそれがあり、だからこそ先物取引の規制が必要なのだという。Commodity Exchange Act § 3.
- (33) *Forbes* 6/21/93.
- (34) *Business International Money Report* 7/12/93.
- (35) *Economist* 3/13/93.
- (36) *Corporate Financing Week* 1/18/93.
- (37) *Economist* 3/13/1993.
- (38) *Economist* 3/13/1993.
- (39) *Johnson & Hazen*, *supra* note 7, at 1-84.
- (40) *Rev. Model Bus. Corp. Act* § 8.30.
- (41) *Ind. Code* § 23-1-35-1. 改正後の規定の主要部分は次のとおり。
- a 取締役は、その時点で知っている事実に基づき、次のようにして取締役としての義務（委員会構成員としての取締役の義務を含む）を履行しなければならない。
- 1 誠実に、
 - 2 同様の地位にある通常に慎重な者であれば類似の状況において用いるであろう注意をもって、かつ
 - 3 会社の最善の利益になると取締役が信じる方法で。[中略]
- e 取締役は、次の場合を除いては、取締役として行った行為について、または行為を行わなかったことについて、責任を負わない。
- 1 本条に従った取締役の義務に違反し、または義務を履行をせず、かつ、
 - 2 当該義務違反または不履行が、故意の不適正行為（*wilful misconduct or recklessness*）となる場合。[以下略]
- (42) *Official Comment to* § 23-1-35-1.
- (43) たとえばアメリカ法律協会の「コーポレート・ガバナンスの原理」においても、敵対的公開買付けに対する対抗措置に関する取締役の行為準則のところでは、差止原因と責任原因とがずれる規整方法を採用している。*American Law Institute, Principles of Corporate Governance*, § 6.02.
- (44) *Official Comment to* § 23-1-35-1.
- (45) *ALI*, *supra* note 43, § 4.01(c)(2).

[後記] 本研究は、社団法人日本商品取引員協会「商品先物取引に係る研究調査助成金制度」の助成を受けた。

本論文は、京都大学法学部創立百周年記念論文集第3巻413頁（平成11年2月）に公表されたものである。