

通貨スワップ契約にかかる取締役会決議の要否

森 まどか

一 はじめに

一般事業会社がデリバティブ取引を行う場合、いかなる場合に法定の取締役会決議(会社法 362 条 4 項)が必要か。つまり、「重要な財産の処分」(同条同項 1 号)、「多額の借財」(同条同項 2 号)あるいは「重要な業務執行」(同条同項柱書)に該当するか否かは、どのように判断されるべきなのか。

例えば、外貨建で海外取引を行う事業会社が、その為替変動リスクをヘッジするために、為替予約や通貨スワップを行うことがある。また、投機目的で株価オプション取引を行う場合もある。事業会社が行うデリバティブ取引については、ヤクルト株主代表訴訟(東京地判平成 16 年 12 月 16 日判時 1888 号 3 頁(第一審)、東京高判平成 20 年 5 月 21 日判タ 1281 号 274 頁(控訴審)、最決平成 22 年 12 月 3 日平 20 年(オ)1188 号・平 20(受)1440 号(上告審))¹を契機として、内部統制の観点からそのリスク管理が論じられることがあるが²、362 条 4 項の定める取締役会決議の要否について理論的に論じる見解は見られない。裁判例に目を転ずると、「重要性」及び「多額性」の判断基準については、最判平成 6 年 1 月 20 日民集

-
- 1 ヤクルトは、投機性の高いデリバティブ商品を大規模に取引し、経常利益の 4 倍を超える 533 億円以上の損害を被った。
 - 2 例えば、福島良治『企業価値向上のデリバティブ』(金融財政事情研究会、2015) 167～175 頁。

48 卷 1 号 1 頁（以下「平成 6 年最判」）及びそれに依拠した東京地判平成 9 年 3 月 17 日判時 1605 号 141 頁（以下「平成 9 年東京地判」）がメルクマールとなっているが、これらはデリバティブ取引を視野に入れたものではないため、デリバティブ取引にこのメルクマールがどこまで適用可能かは明らかでない。本稿は、こうした問題意識の下、デリバティブ取引の中でも、特に通貨スワップ契約につき³、取締役会決議の可否を検討する。

検討の順序は以下の通りである。まず、平成 6 年最判の示す重要性及び平成 9 年東京地判の示す多額性の基準に照らして、通貨スワップ契約に関する唯一の判決〔東京地判平成 26 年 9 月 16 日金判 1453 号 44 頁（以下「平成 26 年東京地判」）〕の当否を検討する（二）。次に、通貨スワップ契約の特徴を踏まえ、従来の判例の示す基準をいかに敷衍すべきかを検討する（三）。以上の検討をまとめ、結びに代える（四）。

二 重要性・多額性

1 判例の示す基準

「重要性」の判断基準については、平成 6 年最判がリーディング・ケースとなっている⁴。そこでは、①処分される財産の価額、②その会社の総資産に占める割合⁵（平成 6 年最判では、譲渡会社の総資産の 1.6% にあたる A 社株式の譲渡が問題となったが、この数値のみが重要性の判断基準として決定的とは考えられていない⁶）、③当該財産の保有目的（平成 6 年最判は、A 社株式の譲渡が譲渡会社と A 社との関係に影響を与えることを考慮に入れる必要があることを示唆した）、④処分行為の態様（売却、贈与、担保提供、出資等）、及び⑤会社における従来の取扱い等の事情を総合的に考慮して判断すべきものと解されている。もっとも、平成 6 年

3 デリバティブ取引には多様なものがあるため、一律に論じるのは困難である。

4 「重要な業務執行」（362 条 4 項柱書）も同様の基準に拠ると解される。

5 寄付、債務免除以外の財産の処分については、実務上、「会社の貸借対照表上の総資産額の 1% に相当する額程度」を目安にしているという。東京弁護士会 会社法部編『新・取締役会ガイドライン〔第 2 版〕』（商事法務、2016 年）209 頁。

6 柴田和史「判批」平成 6 年度重判解 97 頁。

最判の示す量的基準（①②）と質的基準（③④⑤）の関係については、量的基準によって数値的に客観的な上限が画され、それを下回る場合のみ質的基準が考慮されるという見解⁷と、量的基準にそうした重点を置かず全部を総合して判断するとの立場とに分かれ得ることが指摘されている⁸。

「多額性」の判断基準については、平成6年最判の基準に則り、平成9年東京地判が、①' 当該借財の額、②' その会社の総資産及び経常利益等に占める割合、③' 当該借財の目的及び④' 会社における従来の取扱い等の事情を総合的に考慮して判断されるべきであると判示した。

2 通貨スワップ契約と重要性・多額性

(1) 通貨スワップ契約の概要

通貨スワップとは、デリバティブ取引の一種であり、異種通貨のキャッシュ・フローを交換する取引である⁹。約定時点では、スポット為替レートを用いて種類の通貨に変換して価値が等しいが、時間の経過につれて現在価値が異なることとなる¹⁰。通貨スワップ契約は、一般企業等が為替変動のリスクをヘッジする目的で行うことがある¹¹。例えば、輸入企業A社が、輸入品の支払いを米ドル建で行っている場合、円安ドル高になると、輸入品代金の円換算価格が上昇するリスクを負う。かりに1ドル＝100円の時点で輸入契約が締結されたとして、支払代金を米ドルで支払う時点で1ドル＝110円の円安になった場合、円換算での支払いコストが上昇しA社の利益は減少するが、1ドル＝90円の円高になった場合、円換算での支払コストは下落しA社の利益は増加する。そこで、A社はヘッジ目的（外貨建の輸入契約）のため、以下のようなヘッジ手段（通貨ス

7 久保欣哉「判批」判評430号（判時1506号）（1994）213頁。

8 中東正文「判批」岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選〔第3版〕』（有斐閣、2016）131頁。

9 杉本浩一＝福島良治＝若林公子『スワップ取引のすべて〔第5版〕』（金融財政事情研究会、2016）36頁、38頁以下。

10 杉本ほか・前掲注（9）37頁。

11 神田秀樹＝神作裕之＝みずほフィナンシャルグループ編著『金融法講義新版』（岩波書店、2017）339～342頁。

ワップ契約)を用いることがある。すなわち、A社は金融機関Bとの間で、同一の支払日に1ドル=100円でA社がBに日本円を支払うと同時に、BがA社に米ドルを支払うという、通貨スワップ契約を締結する。契約時点での、日本円の価値は米ドルの価値に等しい。この通貨スワップ契約は、1ドル=110円の円安の際、A社は利益を得、1ドル=90円の円高の際、A社は損失を被るが、輸入契約の為替変動リスクを相殺することができる。なお、典型的な通貨スワップは、元本交換を行う¹²⁾。

(2)東京地判平成26年9月16日金判1453号44頁(平成26年東京地判(事実))

Y銀行は、X株式会社(商社)の代表取締役Aから、X社が台湾製機械の輸入販売を開始し、輸入代金の支払を米ドル建てで行っている旨、及び今後、同機械の輸入販売を強化する予定である旨等の情報を得て、X社に対し為替リスクヘッジ商品を提案した上で、平成17年11月17日、XとYは通貨スワップ契約(以下「本件契約」)を締結した。その内容は、平成18年1月15日を第1回とし、5年間、3ヶ月ごと全20回にわたり、XがYに対して日本円(各支払日毎に1006万円9200円、合計2億0138万4000円)を支払日に支払う一方で、YはXに対し同支払日に米ドル(各支払日毎に9万米ドル、合計180万米ドル)を支払うというものであった(日本円と米ドルとの換算為替レートは、1米ドルあたり111.88円)。平成19年11月27日の決済以降、為替相場が円高の傾向となり、本件契約によりXには為替差損を生じるようになった。Aは、本件契約の締結についてXの取締役会の承認を得なかったところ、Xは、Yには本件契約の締結についての取締役会の承認の欠缺を知らなかったことに過失があるから、同契約の無効を主張できるとして、不当利得返還請求

12) リチャード・A・ブリーリー=スチュワート・C・マイヤーズ=フランクリン・アレン著 藤枝真理子=國枝繁樹監訳『コーポレート・ファイナンス〔第10版〕』〔下〕286頁注(28)(日経BP社、2014)、杉本ほか・前掲注(9)44頁以下。元本交換を一切行わない通貨スワップはクーポン・スワップと呼ばれる(同45頁)。

権に基づき、本件契約により X に生じた為替差損相当額 1494 万 9000 円及び遅延損害金の支払を求めて訴えを提起した。

(判旨) 請求棄却(確定)。

「…X は商社であるものの、これまでに本件契約のような為替スワップ契約を含めデリバティブ取引を行ったことはなく、X においては為替スワップ契約の締結は通常の業務執行により生じるものではなかったとの事実は、X において取締役会の承認を必要とする重要性あるいは多額性の基準を低下させる事実であるというべきである。

また、X が本件契約に基づき支出義務を負う日本円が総額 2 億円を超え、本件契約締結の直前の決算期における X の純資産額 13 億 0051 万 8604 円と対比すると、その約 15% に相当する額となることは、重要性や多額性を肯定する事実となるようにも思われる。

しかしながら、X は、総額 2 億円を超える日本円を一度に支出するのではなく、5 年間にわたり、毎年 4027 万 6800 円ずつ支出するのであり、その間、X には業務執行による収支が生じることからすれば、本件契約に基づく支出総額である 2 億円余りと本件契約締結時の X の純資産額との対比から、本件契約締結が重要な財産の処分には該当すると認めることは相当ではないと解される。そして、本件契約の締結が、本件契約締結時において X の保有する現金又は預金 2 億円を支出するものではないことからすると、本件契約の締結は X の重要な財産の処分には該当しないというべきである。」

「…本件契約締結により、X は総額 2 億円を超える日本円の支出義務を負うが、各回の支出に対し Y から別種の通貨である米ドルを受領することとされている。また、X は、通常の業務執行として、輸入取引において米ドル建ての決済を行っており、Y から受領した米ドルを用いて当該決済を行っていた。これらの事実を照らせば、本件契約締結により X が 2 億円を超える借財をしたと評価し、同金額を X の総資産や経常利益等と対比して多額性を判断することは、本件契約の実体に即したものとはいえず、本件契約締結の業務執行としての重要性判断の方法として相当であるとは

解されない。」

「Xは、本件契約締結後約2年間は、各回の日本円の支払及び米ドルの受領により約16万円から88万円程度の利益を得ており、平成20年1月以降、為替相場が急激な円高となったことから各回の支払及び受領により損失が発生したが、その損失の評価額は合計1494万9000円（1年あたりに平均すると298万9800円）であったこと……、本件契約は為替相場が円安となった場合のXの損失をヘッジする効果を有するものであり、為替相場が円高となった場合には、本件契約自体からはXに上記のような損失が生じるが、Xの貿易部門における利益が増加することに照らせば、本件契約によるXの借財としての評価額は合計4000万円（1回の支払により200万円の為替差損が生じた場合の年4回、5年間の総額）を超えることはないというべきである。そして、Xにおいては、少なくとも毎年1億円の新規借入れについては代表取締役の判断により行うことが認められていたことを勘案すれば、本件契約がデリバティブ取引であることを考慮しても、その締結は、Xにおいて多額の借財に該当するとは認められないというべきである。」

(3) 同判決のあてはめの検討

まず、通貨スワップ契約に用いた現金又は定期預金は、362条4項1号の「財産」であると解される¹³。貸付自体が、同条同項同号の対象となり得ることについては争われていないが¹⁴、その際、処分される財産は、「現金又は定期預金」と解され、社債の購入についても同様に解されている¹⁵。

その上で、裁判所は、重要性及び多額性の判断につき、前記1の基準に拠るべきことを判示する。その際、裁判所は、当該会社にとってはじめ

13 円建為替連動債に関する東京地判平成21年4月28日2009 WLJPCA 04288001も同様に解する。

14 落合誠一編『会社法コンメンタール8』（商事法務、2014）224頁〔落合〕、東京弁護士会会社法部編・前掲注（5）212頁。

15 さいたま地判平成23年9月22日金判1376号54頁。

てのデリバティブ取引であることが、重要性・多額性の基準を「低下させる」と述べる。その意味は、重要性や多額性が認められる「ハードル」を下げる趣旨であると解される¹⁶。平成6年最判も、「営業のため通常行われる取引に属さないこと」が重要性を肯定する方向に働くことを判示する。また、通常の業務執行に属さない取引については、取締役会でより慎重な検討が必要であるといえるため、この部分の判断は妥当である¹⁷。しかしながら、後述するように、重要性・多額性に関する基準のあてはめの仕方は、必ずしも明瞭でない。

(a) 重要性

重要性の判断に際し、裁判所は、取引金額の総額（約2億円）ではなく、X社の年間支出額（約2億円／5年間＝約4000万円）を採用し¹⁸、その上で、「業務執行による収支」が生じることを理由に、2億円とX社の純資産額¹⁹との対比を行うことは相当ではないとする。「業務執行による収支」の意は、Xの輸入販売を行う貿易部門の収支を指すようである²⁰。つまり、貿易部門に対する、本件契約の締結による為替リスクのヘッジ効果も加味しなければならないから、単純に年間支出額を純資産と対比すべきではないと考えた可能性がある²¹。しかし裁判所は、為替リスクのヘッジ効果を加味した年間支出額を算定したり総資産と対比を行ったりするまでは至っておらず²²、結局、重要性についていかに判断すべきなのかは明らかでな

16 山下徹哉「平成26年度会社法関係重要判例の分析(下)」商事2075号(2015)86頁。

17 森まどか「判批」商事2174号(2018)86頁。

18 本件契約は1本でありその支出回数が20回にわたるにすぎないのだから、取引金額の総額を採用すべきと考える(森・前掲注(17)86頁)。多額の借財についても、同様の理由から累積残高を考慮すべきであろう(神崎克郎「商法260条と銀行取引」金法1011号(1982)16頁注(7)(10)、江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』(有斐閣、2017)414頁注(3)参照)。

19 本判決が総資産でなく、純資産額との対比を行う理由は不明である。

20 森・前掲注(17)86頁。

21 森・前掲注(17)87頁。

22 「そして」と続けて、本件契約の締結が、「本件契約締結時においてXの保有する現金又は預金2億円を支出するものではないこと」を理由に、本件契約の締結はXの重要な財産の処分には該当しないと述べるが、これは前半部分の繰り返しに過ぎない。

い。

(b) 多額性

裁判所は、重要性の判断についてその具体的算定を避けたものの、多額性については、本件契約の締結による為替リスクヘッジ効果を加味するとして、借財の評価額は合計4000万円を超えることはないとした。この額は、「1回の支払により200万円の為替差損が生じた場合の年4回、5年間の総額」であるというが、後述するように、1回あたり200万円の為替差損が指し示す具体的内容と、その算定根拠は明らかでない。

裁判所は、①本件契約締結後約2年間は、(円安傾向により)約16万円から88万円程度の利益を得ていたが、その後の急激な円高により損失が発生し、その損失の評価額は合計1494万9000円(年平均298万9800円)であったこと、②本件契約は為替相場が円安となった場合の(貿易部門における)Xの損失をヘッジする効果を有するもので、為替相場が円高となった場合には、本件契約自体から上記のような損失が生じるが、貿易部門における利益は増加すること、の2点を1回あたり200万円の根拠として述べる。そして、①において、ヘッジ手段たる本件契約による為替損益の結果的な数値を挙げていることから、裁判所は200万円という為替差損を、後知恵的な結果論として判断しているようである²³。そうすると、この借財の額は、本件契約締結時に認識されていなかったはずである²⁴。362条4項は、重要な経営事項についての慎重な決定を求めるとともに代表取締役の専横を防止する趣旨に基づくこと²⁵に鑑みると、結果の妥当性、あるいは、会社のために利益又は損害を与えたか否かは、取引開始時点で取締役会の付議事項となるか否かの判断基準にならない²⁶。よって、裁判所は、取引開始時点でXが認識し得た借財の額を、具体的な根拠とともに示す

23 米山毅一郎「判批」金判1473号(2015)5頁。

24 森・前掲注(17)88頁。

25 落合・前掲注(14)222頁〔落合〕、酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法第四卷－機関・一』(中央経済社、2008)505頁〔川村正幸〕。

26 野山宏「判解」曹時48巻10号(1996)159頁。

べきではなかったか²⁷。この点に関し、ヤクルト控訴審判決は、株価指数オプションの売り取引について、「その対象資産の価格の変動により損益が変動するリスクを負い、プレミアム額と比較して大きな損失が生じるリスクが存在する」とし、借財の額を「最大支払額」と捉え、かつその額は、個々のデリバティブ取引の実質想定元本額の約1割を超えないとした。約1割という数値は、当時の通常の株価指数である日経平均株価やTOPIX等の変動率を根拠とするが、デリバティブ契約の締結当時の予想であった²⁸。

次に、①でヘッジ手段たる本件契約による為替損益の具体的な数値を挙げたのに対し（結果論的な差損の値を挙げたことの問題はここではひとまず措く）、②ではヘッジ目的である輸入契約による為替損益の具体的な数値を挙げない。①から、本件契約自体による結果的な為替差損は、1回あたり74万7450円となる（1494万9000円／20回）。一方、円高によりヘッジ目的であるドル建輸入契約による利益が増加するのであれば（②）、総合的な為替差損〔ヘッジ手段である本件契約自体による為替差損＋ヘッジ目的である輸入契約による為替差益〕は74万7450円より少なくなるはずである。にもかかわらず、裁判所は1回あたりの為替差損を200万円と述べる。裁判所自身が認定するように、「本件契約による1年間の取引金額である36万米ドルは、YがXから聴取した年間為替実績の48%に過ぎない」ことを前提とすれば、本件における為替相場の急激な円高傾向により、少なくとも、Xが本件契約自体により被る損失の評価額は、Xの貿易部門で増加した利益の額を下回り、結果的には為替差益が出るのではないか。その一方で、裁判所の認定した借財の額（4000万円）は、本件契約自体から実際に生じた損失の評価額（1494万9000円）を2500万円以上上回っており、この点にも疑義がある。

27 森・前掲注（17）88頁。

28 判決文には、結果的には30%下落したが、これは上記市場リスク相当額を超える大幅なもので予想外の暴落であるとの記述がある。

三 検討

1 総論

個々の通貨スワップ契約の締結についての取締役会決議の可否をいかに考えるべきか。あり得る行き方として、当該契約がヘッジ目的か投機目的かで分けて考える方法がある。ヘッジ目的であれば、企業経営に重要な影響を与えるとはいえないから、重要性や多額性が否定される方向に働くと考えられる。しかしながら、契約締結時において、当該契約がどちらの目的であったかは、客観的に判断される必要がある。主観的にはヘッジ目的で始めた取引であっても、高リスクのため、結果的に支払負担が多くなり多大な損失を被ることで企業経営に重要な影響を与える可能性があるからである²⁹。また、当該取引による運用が失敗した際に、契約当初はヘッジ目的であったため、取締役会決議を経る必要はなかった等と事後的に主張されるかもしれない³⁰。

そこで、客観的にヘッジ目的であるというためにはどのような基準が考えられるかが問題となる。勿論、ヘッジ対象となる資産・負債がなく、資産負債元本を大きく逸脱する取引はヘッジ目的であると解することはできない³¹。しかし、ヘッジ対象となる資産・負債が存在する場合に、当該デリバティブ取引がヘッジ目的であるといえるためにいかなる要件が必要か。

29 例えば、最判平成 25 年 3 月 7 日金判 1413 号 16 頁。もっとも、この事例では、相手方金融機関の説明義務違反が問題となった。福島良治『デリバティブ取引の法務〔第 5 版〕』（金融財政事情研究会、2017）9 頁、212 頁以下。

30 ヤクルト第一審では、被告取締役が、「デリバティブ取引が行われる場合には、その目的が投機であるか、ヘッジであるか等単純に二分できるような問題ではない。たとえ、ヘッジ目的によりデリバティブ取引が行われる場合であっても、同時に資金調達コスト（金利コスト）の削減や運用利回りの向上等も目的とすることが多くあり、デリバティブ取引は、積極的な資産運用の手法として多くの企業が用いていた。」と主張した（東京地判平成 16 年 12 月 16 日判時 1888 号 22 頁参照）。

31 福島・前掲注（2）165 頁。

通貨スワップ契約については、次の点に着目すべきと考える。すなわち、ヘッジ目的である外貨建輸入契約（簡略化のため、輸出契約の場合は扱わない）の予定取引額（a）に対する通貨スワップ契約によるリスクヘッジの比率である³²。以下、この比率をx%とし、(i) $0 < x \leq 100$ の場合と、(ii) $x > 100$ の場合（いわゆる「オーバーヘッジ」³³）とに分けて、それぞれ検討する³⁴。

2 「重要な財産処分」と通貨スワップ契約

まず(i)の場合、ヘッジ目的である外貨建輸入契約と、ヘッジ手段である通貨スワップ契約とで、輸入契約の予定取引額（a）の範囲内で両者の為替変動による損益は相殺される³⁵。x=100(フルヘッジ)でない限り、ヘッジされない部分〔a (100 - x) %〕は、為替変動リスクに晒されるが、x < 100である限り、その部分はヘッジ目的である輸入契約の予定取引額を上回ることはない（〔a (100 - x) %〕 < a）。よって計算上、円高により通貨スワップ契約から生じる損失は、円高により輸入契約から生じる利益を上回らない。

通貨スワップ契約の締結により、外貨建輸入契約自体の為替変動リスクがヘッジされるため、通貨スワップ契約を締結しなかった場合に比べれば、

32 コーポレート・ファイナンスの分野で使われるヘッジ比率（オプション・デルタ）の意味ではない。後掲・注（35）参照。

33 本杉明義「近時のデリバティブ取引を巡る紛争」ビジネス法務 2012年5月号 54頁、55頁。「当該企業に為替リスクがあるとは思えないケース」、つまり「直接輸入がない場合や輸入があっても円建て取引の場合」もオーバーヘッジと考えられる。

34 ヘッジ目的である輸入契約等が存在しない場合も含まれる。

35 輸入企業にとって、外国通貨価値の1%の上昇は、同社のドル建ての受取額の1%の減少を意味するので、同社は輸入契約の相手方から受け取ることになるドルと同額の円を先物で売る必要がある。つまり、外国通貨価値の変化に対する日本円の「感応度」は1.0である。これは、各資産について金利や為替等の指標がある単位変化した場合の受払金額の変動額であり、オプション・デルタ（ Δ ）（またはヘッジ比率）と呼ばれる（ブリーリーほか・前掲注（12）〔下〕288頁、324頁注（17）；ブリーリーほか・前掲注（12）〔上〕399～401頁、FFR+ 編著『リスク計量化入門』（金融財政事情研究会、2016）95頁、福島・前掲注（2）179頁）。

通貨スワップ契約と輸入契約を合わせたトータルの損失は小さくなるはずである。よって、(i) の場合、かりに $[a(100 - x)\%]$ の総資産に占める割合が、実務上の目安とされている数値基準の一つである 1% を超えるとしても³⁶、原則として、重要財産の処分とはいえない場合が多いと考えられる。

ただし、当該企業にとって、通貨スワップ契約が通常の業務執行から生ずる取引とはいえない場合や、初めての取引である場合、さらには、ノックアウト条項³⁷やレバレッジ条項³⁸等、当該企業にとって不利な条項が特約されている場合、あまりに長期にわたる契約である場合には、もはやリスクヘッジの目的を達しているとはいえず、重要財産の処分に該当する場合同あり得ると考えられる³⁹。

次に、(ii) の場合、通貨スワップ契約総額のうち、為替変動リスクに晒される額は、輸入契約の予定取引額を超える部分、すなわち $[a(x - 100)\%]$ となり、円高により通貨スワップ契約から生じる損失は、円高による輸入契約から生じる利益を必ず上回る。よって、数値基準①の処分財産の額は $[a(x - 100)\%]$ となり、これについて上記基準②の総資産に対する割合を算定すべきことになるのではないか。

ここで、取締役会決議の要否との関連で、通貨スワップ契約における反対給付をどのように捉えるべきか。通貨スワップ契約における反対給付とは、相手方から受ける異なる種類の通貨の給付であると解される⁴⁰。この

36 前掲・注(5)参照。

37 輸入企業の場合、ノックアウトレートより円安になったら取引がキャンセルされる条項であり、自動消滅条項とも呼ばれる。

38 円高時に銀行からの購入が義務付けられる外貨の元本金額が 2 倍、3 倍等に上がる条項である。

39 リーマンショック以前に銀行が中小企業に対し、円安リスクをヘッジすると称して為替デリバティブ取引を大量に勧誘・販売したが、当該企業にとって不利な条件が付されていたことを指摘するものとして、本杉明義「金融 ADR の現状と今後の課題」金法 1951 号(2012) 22 頁、26 頁。

40 直物為替先渡取引契約に関するものとして、東京地判平成 27 年 9 月 9 日 2015WLJPCA0908014 参照。

点に関し、東京高判平成4年12月15日民集48巻1号12頁は、「譲渡の対価を取得できることが、重要性を否定する要因の一つ」であると判断したが、上告審（平成6年最判）は、総資産の約1.6%に相当する株式の譲渡につき「その適正時価が把握し難くその代価いかんによっては〔会社〕の資産及び損益に著しい影響を与え得るものであり、しかも、本件株式の譲渡は〔会社〕の営業のため通常行われる取引に属さない」という事情から、重要な財産の処分にあたらないとすることはできないとした。つまり、反対給付を取得することは、取締役会において株式の譲渡の可否を決する際に考慮すべき事項ではあるが、そのことをもって取締役会に付議しなくてよい理由にはならないとするのが判例の立場である⁴¹。

この判例の立場を踏まえ、ここでも (i)・(ii) に分けて考える⁴²。(i) の場合、相手方から給付を受ける異なる種類の通貨の価値はたしかに把握し難いといえるが、その額は、ヘッジ目的である輸入契約の予定取引額 (a) の価値が上限となるはずである。よって、「会社の資産及び損益に著しい影響を与え得る」とはいえず、平成6年最判の反対給付に関する考え方は当てはまらないであろう。他方 (ii) の場合、正味の通貨スワップ契約の価額 $[a(x - 100)\%]$ に対し、相手方から給付される異なる種類の通貨の価値（反対給付）は、為替変動により価値が増減するからその上限は不明であり、その価値は「把握し難い」。代価いかんによっては会社の資産及び損益に著しい影響を与える場合があるから、反対給付を受けることをもって、取締役会に付議しなくて良い理由にはならないといえよう。

なお、平成26年東京地判における通貨スワップ契約は、認定事実によると、(i) の場合に該当し、かつ、ノックアウト条項やレバレッジ条項等が付されていなかった。X社にとって初めての取引であったため、重要性が認定されやすくなるとしても、上記の理由から、重要財産の処分には該

41 野山・前掲注(26)160頁。

42 森・前掲注(17)87頁及び88頁における反対給付に関する記述は、ヘッジ目的ではなく投機目的である場合に限定するという趣旨であるとし、ヘッジ目的の通貨スワップ契約に関しての私見は、本文のように改める。

当しないと考えるべきであろう。

3 「多額の借財」と通貨スワップ契約

(1) 借財としての通貨スワップ契約

裁判例の中には、直物為替先渡取引契約の締結につき、借財に該当するとは断定できないとするものがある⁴³。同判決はその理由として、同契約について、会社が契約相手に対しそれぞれ同額の通貨を売却する権利を有していること、及び直物為替相場の変動により為替差益・差損を得ていたことを挙げ、少なくとも、購入義務相当額の負債を負うものと評価できないと述べる。これに対し、ヤクルト控訴審判決は、株価指数オプション取引について、反対給付（一定のプレミアムの取得）があることで単なる借入れとは異なることを述べつつ、会社は対象資産の価格の変動により損益が変動するリスクを負い、反対給付額と比較して大きな損失が生ずるリスクが存在することを理由に、借財に当たることを前提とする。一方、平成26年東京地判は、通貨スワップ契約により「Yから別種の通貨である米ドルを受領すること」から、「2億円を超える借財をしたと評価」することはできないとはしているが、これは通貨スワップ契約自体が借財に該当し得ることを前提としたものである。

学説上は、デリバティブ取引が借財に当たり得るとするものが散見されるが⁴⁴、どのタイプのデリバティブ取引がいかなる場合に借財に該当するか、及び借財の額をどのように算定するべきか等について論じるものは見当たらない。通貨スワップ契約の借財への該当性を論じるにあたっては、362条4項の趣旨に鑑み、「為替変動の幅によって会社の資産及び損益に著しい影響を与えるか」という観点から考えるべきではないだろうか。そうであるとすれば、やはりヘッジ目的である輸入契約の予定取引額（a）に対するヘッジの比率（x%とする）に着目する必要がある。まず、 $(i) 0 < x \leq 100$ の場合、通貨スワップ契約自体が為替変動リスク（円高リスク）

43 前掲・注(40)東京地判平成27年9月9日。

44 江頭・前掲注(18)414頁注(3)、落合・前掲注(14)224頁〔落合〕。

に晒される部分〔 $a \times x\%$ 〕から生じる損失は、円高により輸入契約の予定取引額（ a ）から生じる利益を下回るはずである（ただし、ノックアウト条項やレバレッジ条項等、当該企業にとって不利な条項が特約されている場合を除く）。逆に、(ii) $x > 100$ の場合、通貨スワップ契約の円高リスクに晒される部分〔 $a(x - 100)\%$ 〕から生じる損失は、円高により輸入契約から生じる利益を下回る。よって、通貨スワップ契約の締結が借財に該当し得るのは、原則として (ii) の場合となろう。そうすると、平成 26 年東京地判における通貨スワップ契約は、借財に該当しないと考えるべきではないか。

(2) 借財の額

通貨スワップ契約の締結が借財に該当するとした場合、借財の額をどのように判断すべきか。平成 26 年東京地判は、当該通貨スワップ契約自体から生じた（円高による）為替差損合計額に、貿易部門における（円高による）為替差益を加味した額が最大の損失であるとして、これを借財の額としたようである。しかし、この額は、結果論に過ぎず、契約締結時には予測し得べきものではなかった点が問題であることは既に指摘した。企業経営に重大な影響を与えるものについて慎重な判断を要求するという 362 条 4 項の趣旨に鑑みると、ヤクルト控訴審判決のように、借財の額を、契約締結時に予測し得たリスク額とし、総資産とその額との対比から多額性を判定すべきではないか。

それでは、オーバーヘッジの通貨スワップ契約を締結するに際し、具体的にそのリスクをいかに算定すべきか。一般的な金融商品に関して、そのリスクの計測については、過去の一定期間（観測期間）の変動データに基づき、将来のある一定期間（保有期間）のうちにある一定の確率（信頼水準：99%の確率）の範囲内で被る可能性のある最大損失額を統計的手法により推定した値である VaR（Value at Risk）⁴⁵ や、期待損益額が市場環境変

45 ブリーリーほか・前掲注（12）154～155頁；RICHARD A. BREALEY ET AL. PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE at 613-614（12th ed. 2017）；マッキン

化によってどの程度下ぶれするかを定量化した指標である EaR(Earnings at Risk)⁴⁶ が用いられることがある。

一般的な金融商品の VaR の計測手法として、分散共分散（デルタ）法が用いられることがある⁴⁷。具体的な計算式は、保有期間 T 日間の VaR = $\Delta \times 2.33$ （信頼係数） $\times \sigma_T$ （リスクファクターの T 日間変化率の観測データから計算するムービングウィンドウ方式の場合）⁴⁸、又は、VaR = $\Delta \times 2.33$ （信頼係数） $\times \sqrt{T} \times \sigma$ （日次変化率の標準偏差から計算するルート T 倍法の場合）⁴⁹ である。

VaR が、比較的短期間における保有資産（ストック）の毀損金額を算定するのに対し、EaR は、より長期間にわたる将来の期間損益（フロー）が最大でいくら毀損するかを確率的に求めるものである⁵⁰。

VaR 又は EaR により算出されたりリスク、つまり借財の額に関する多額性の判断については、重要性の判断と同様、企業経営に重大な影響を与える額か否かという観点から考えるべきこととなろう。実務において目安に

ゼー・アンド・カンパニー＝ティム・コラー＝マーク・フーカート＝デイビッド・ウェッセルズ著マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価バリュエーションの理論と実践（下）[第6版]』（ダイヤモンド社、2016）448頁。

46 宗國修治「定量的事業リスクマネジメント」証券アナリストジャーナル 2008年4月号8頁、11頁以下、刈屋武昭編著『天候リスクの戦略的経営』（朝倉書店、2005）23頁以下参照。

47 前掲・注（35）参照。デルタ法は、 Δ が一定であること及びリスクファクターは各時点において互いに独立な、同一の正規分布に従って変動することを前提とする。このため、前者の前提が満たされないオプション性が強い仕組商品の VaR を計測する際には、モンテカルロシミュレーション法の採用が望ましいとされる。後者の前提が満たされない場合は、特定の分布を仮定しないヒストリカル法という手法もある。FFR⁺ 前掲注（35）117頁。

48 FFR⁺・前掲注（35）97～99頁。

49 FFR⁺・前掲注（35）100～101頁、福島・前掲注（2）74頁。

50 福島・前掲注（2）75頁、刈屋・前掲注（46）23～27頁。主たるキャッシュ・フローとリスクファクターを特定した後に、過去データを用いて重回帰分析や自己回帰分析に代表される時系列分析の手法等により損益モデルを構築し、各リスクファクターの不確実性も同様にモデル化する。モンテカルロシミュレーションにより将来シナリオを作成し、そのシナリオを損益モデルに投入して損益額を計算した後で、損益額の確率分布を作成し、分布により期待損益額、パーセンタイル値を計算し、EaR を計算する。

される財務諸表ガイドラインでは、デリバティブ取引により生じる正味の債務でその合計額が総資産の5%を超えるものについて、当該デリバティブ取引により生じる正味の債務の内容を示す名称を付した科目をもって掲記すると定める⁵¹。よって、通貨スワップ契約含むデリバティブ取引一般については、その多額性につき、総資産の5%が一つの目安になるのかもしれない。

もともと、金融機関でない事業会社、特に中小企業にとってこのような算定は困難である可能性が高いといわれる⁵²。借財の額を算定できない場合には、重要な財産処分又は重要な業務執行に該当するかを判断すべきほかにないように思われる。

4 ヘッジ有効性との関係

最後に、本稿の検討結果と、ヘッジ会計が認められるための判定基準である「ヘッジ有効性」との関係について付言する⁵³。ヘッジ会計が適用されるための事後要件として、ヘッジ対象の相場変動又はキャッシュ・フロー変動とヘッジ手段の相場変動又はキャッシュ・フロー変動との間に高い有効性、すなわち高い相関関係があったかどうか（ヘッジ有効性）をテストすることが求められるが⁵⁴、両者の変動率の比率はおおむね80%から125%の範囲内にあればよいとされる⁵⁵。通貨スワップ契約の場合、円高の際、ヘッジ手段（通貨スワップ契約）の損失額が80で、ヘッジ対象（外貨建の輸入契約）の利益額が100であれば、両者の変動率の比率は80%

51 財務諸表等規則50条、財務諸表等ガイドライン50項4号参照。平成26年に100分の1から100分の5に改正された。

52 VaRの算定には、必要なりスクファクターの過去の観測データが必要である。EaRの算定にあたっては、収益源やコスト減の変動性をもたらす要因を特定した上で、各要因の変動をモデル化し、数式により関係を定義する必要がある（刈屋・前掲注（46）25～26頁）。特にEaRの算出は、かなり高度な計算技術を必要とするという。福島・前掲注（2）76頁、179頁。

53 ヘッジ会計については、福島・前掲注（2）326頁以下参照。

54 会計制度委員会報告第14号『金融商品会計に関する実務指針』（最終改正平成27年4月14日）146項。

55 会計制度委員会報告第14号・前掲注（54）156項。

と測定される。反対に、円安の際、ヘッジ手段（通貨スワップ契約）の利益額が 100 でヘッジ対象（外貨建の輸入契約）の損失額が 80 であれば、125%と測定される。いずれの場合も、両者の間には高い相関関係があり、ヘッジは有効であるとされる。

一方、本稿は、ヘッジ手段（通貨スワップ契約）の額がヘッジ対象（外貨建の輸入契約）の額の $x\%$ （ただし $0 < x \leq 100$ または、 $x > 100$ ）として検討した（ $\Delta = 1.0$ ）。 $80 \leq x \leq 125$ の間であれば、ヘッジ有効性が満たされるが、本稿の検討結果によれば、 $x > 100$ の場合、ヘッジ会計が認められる $100 < x \leq 125$ の場合であっても、総資産との対比で、重要又は多額となる場合があり得る。勿論、ヘッジ会計の趣旨と、会社法 362 条 4 項の趣旨は異なるから、両者が一致する必要はない。

四 結びに代えて

本稿は、デリバティブ取引のうち、特に通貨スワップ契約にかかる 362 条 4 項の取締役会決議の要否を検討した。具体的には、判例の基準をベースに、通貨スワップ契約に関する重要性及び多額性につき検討した。ここでは、通貨スワップ契約がヘッジ目的の場合には、原則として重要性や多額性が否定されることを基本的な立場とした。他方で、オーバーヘッジの場合には、ヘッジ目的の取引額を超過する分につき重要性を判断すべきこと、及び借財の額を契約締結時に予測し得たリスクとすべきことを示した。なお、他のデリバティブ取引については別途検討する必要がある。