

第3章 CCPに関する倒産法的な問題点

松 下 淳 一

1 はじめに

本稿の目的は、金融商品取引法（以下、「金商法」という。）にもとづく中央清算機関（CCP）に係る各種の当事者（清算機関を含む）の破綻に関する倒産法的な法律問題を検討することにある。

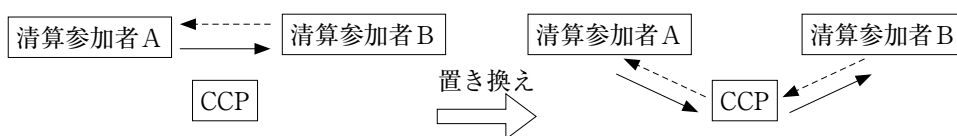
「金融商品取引法の一部を改正する法律」（平成22年法律第32号）により金融商品取引法が改正され、金融商品取引業者等は、所定の店頭デリバティブ取引を行う場合には、当該取引に基づく自己及び相手方の債務を金融商品取引清算機関に負担させなければならないとされ（金商156条の62柱書及び1号）、金融商品取引業者に対して集中清算義務が課されることとなった。この改正は、CCPを通じた集中清算を行うことにより、破綻した金融商品取引業者と取引をした他の金融商品取引業者の回収不能リスクを低減し、破綻の連鎖を防止することを趣旨とする。

以下では、まず金融商品取引清算機関に係る法律関係について概観し（2）、次に店頭取引に係る清算制度関係者（清算参加者、受託清算参加者－清算委託者との関係、清算機関）の破綻の場合の処理について概観した上で（3）、CCPの破綻を回避する仕組みについて一瞥することとする（4）。

2 金商法上の清算機関に係る法律関係について

（1）定義

金商法上、「金融商品取引清算機関」とは、内閣総理大臣の免許又は承認を受けて金融商品債務引受業を行う者と定義されている（金商2条29項）。また、「金融商品債務引受業」とは、金融商品取引業者、登録金融機関又は証券金融会社（「金融商品債務引受業対象業者」）を相手方として、金融商品債務引受業対象業者が行う対象取引に基づく債務を、引受け、更改その他の方法により負担することと定義されている（金商2条28項）。



(2) 権利関係の置き換え

金商法 156 条の 62 が定める、自己及び相手方の債務を金融商品取引清算機関に負担させるための法律構成として次の 2 つがある。

第 1 は、債務引受構成であり、CCP が清算参加者 A 及び B の債務を引受け、その対価として CCP が清算参加者 A 及び B に対する債権を取得する、という法律構成である。

第 2 は、発生消滅構成であり、清算参加者 AB 間の原取引と同条件の取引を清算参加者 A と CCP 及び清算参加者 B と CCP との間に発生させ、清算参加者 AB 間の原取引を消滅させる、という法律構成である。第 1 の債務引受構成とは異なり、この構成によると原取引に付随する抗弁を切断することができる。

3 店頭取引に係る清算制度関係者の破綻の場合の処理

(1) 清算参加者の破綻時の処理

金融商品取引清算機関が業務方法書で未決済債務等⁽¹⁾について差引計算の方法、担保の充当の方法その他の決済の方法を定めている場合において、清算参加者に法的倒産手続（特別清算手続、破産手続、再生手続又は更生手続）が開始されたときは、未決済債務等に関する金融商品取引清算機関又は当該清算参加者が有する請求権の額の算定その他の決済の方法は、当該業務方法書の定めに従うものとされている。（金商 156 条の 11 の 2 第 1 項）。

金銭請求をすることができる主体が、その時のポジション次第で、金融商品取引清算機関である場合と、清算参加者である場合とがある（同条第 2 項）。破産手続について言えば、前者の場合には破産債権が、後者の場合には破産財団所属の債権が残ることになる。

(1) 「未決済債務等」とは以下のように定義されている（金商 156 条の 11 の 2 第 1 項括弧書）。

- ・清算参加者が行った対象取引等の相手方から金融商品債務引受業として引受け、更改その他の方法により負担した当該対象取引等に基づく債務
- ・当該清算参加者から当該対象取引等に基づく債務を負担した対価として当該清算参加者に対して取得した債権（当該債務と同一の内容を有するものに限る。）
- ・担保

この規定は、市場の相場がある商品の取引に係る契約の倒産法上の取扱いに関する規定（破産法で言えば58条）の特則であるため、倒産法上の一般的な規定は清算参加者の破産等の場面では適用されないと理解されている。

以下では、金融商品取引清算機関の一つである日本証券クリアリング機構（JSCC）の「CDS清算業務に関する業務方法書」⁽²⁾を例として、未決済債務等の決済の方法を具体的に見てみる。

決済の方法の要点は、(1) 清算機関が清算参加者について破綻を認定した時点で、特段の意思表示を要せずに自動的に、破綻清算参加者と清算機関との間のすべての清算約定が終了し、(2) 破綻清算参加者が清算機関に対して負担する債務と、清算機関が破綻清算参加者に対して負担する債務及び担保とを差引計算する（一括清算を行う）、というものである。業務方法書の主要な条文を掲記する（下線は筆者）。

(2) の目的は、差引計算・一括清算による破綻清算参加者に対する信用リスクの低減にある。即ち、清算機関の破綻清算参加者に対する債権が倒産債権となって割合弁済を強いられる一方で、破綻清算参加者の清算機関に対する債権は全額の履行を強いられるということになれば、清算機関の清算参加者に対するリスクは高まるどころ、一括清算が可能であれば対等額の限りでは信用リスクを低減できることになるのである。最終目的である(2)との関係では、(1)は手段であると位置づけることができよう。

(清算約定の強制解約)

第92条 破綻清算参加者を当事者とする清算約定（以下「破綻処理清算約定」

(2) 「金利スワップ取引清算業務に関する業務方法書」にも概ね同様の規定が存する。なお、「破綻清算参加者」とは、「当社が破綻等を認定した清算参加者」と定義される（CDS清算業務に関する業務方法書2条1項47号）。

「破綻等」は以下のように定義されている（同書2項1項48号）。

- a 支払不能（破産法（平成16年法律第75号）第2条第11項に規定する支払不能をいう。）若しくはそのおそれ又は債務超過（破産法第16条第1項に規定する債務超過をいう。）となったこと。
- b 手形交換所又は電子記録債権法（平成19年法律第102号）第2条第2項に規定する電子債権記録機関による取引停止処分を受けたこと。
- c 支払の停止（破産法第15条第2項の規定により支払不能を推定させる支払の停止をいう。）又はこれに準ずる事由が生じたこと。
- d 解散（合併による解散を除く。）したこと。
- e 破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始、特別清算開始又は外国倒産処理手続の承認の申立て（外国の法令上これらに相当する申立てを含む。）があったこと。
- f 破産手続、再生手続、更生手続又は特別清算の開始の原因となる事実（外国の法令上これらに相当する事実を含む。）が生じたこと。」

- という。)は、当社又は破綻清算参加者から別段の意思表示を要することなく、破綻認定日において当然に終了する。
- 2 前項の規定による破綻処理清算約定の終了に伴う期限前終了手数料の額は、当該破綻処理清算約定の終了に伴う当社のポジションの再構築のために生じ得る費用及び損失に相当する額として当社が規則で定めるところにより算出する額とする。
 - 3 当社は、破綻清算参加者に対し、前項の規定により算出された期限前終了手数料の額を通知する。
 - 4 破綻清算参加者は、前項の規定により当社に支払うべき期限前終了手数料の額の通知を受けた場合には、当社に対して、直ちに当該期限前終了手数料を支払うものとする。

(破綻処理清算約定等の決済の方法)

第102条 本業務方法書の他の規定にかかわらず、破綻処理清算約定の終了に伴って破綻清算参加者が当社に対して負担する第1号の債務（以下「未決済債務」という。）については、未決済債務並びに未決済債務と差引計算すべき当社の債務及び未決済債務に充当すべき担保の額がいずれも確定した日において、第2号に定めるところにより、差引計算及び担保の充当を行う。

(1) 未決済債務

- a 破綻処理清算約定の終了に伴い、破綻清算参加者が当社に支払うべき期限前終了手数料の支払債務
- b 当社が破綻処理清算約定に関し破綻清算参加者に預託済みの変動証拠金の返還債務及び変動証拠金に係る利息の支払債務
- c 破綻清算参加者の破綻等が認定された時点で弁済期が到来している清算約定に係る破綻清算参加者の未履行債務
- d 前条の規定により破綻清算参加者が負担する支払債務

(2) 差引計算及び担保の充当の方法

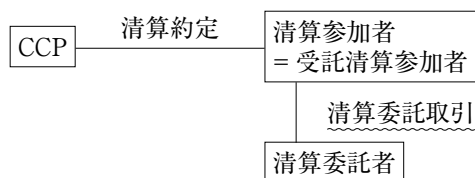
- a 破綻処理清算約定の終了に伴って生じる当社の期限前終了手数料の支払債務と未決済債務を差引計算し、前号に掲げる未決済債務の合計額（以下「破綻清算参加者支払額」という。）から当該期限前終了手数料の額を控除する。
- b 破綻清算参加者が破綻処理清算約定に関し当社に預託済みの変動証拠金を未決済債務に充当し、上記 a の控除を行った残額からその充当額を控除する。

- c 第 90 条第 2 項の規定により破綻清算参加者に対する引渡しを停止した金銭等（有価証券、債権その他金銭以外の財物については、当社による取得の価格又は換価処分後の金銭から当該取得又は換価処分に要した費用を控除した残額）を未決済債務に充当し、上記 b の控除を行った残額からその充当額を控除する。
 - d 破綻処理清算約定に係る当初証拠金（当初証拠金が代用有価証券である場合には、その換価処分後の金銭から当該換価処分に要した費用を控除した残額）（第 72 条の規定により清算委託者が返還請求権を有する部分を除く。）を未決済債務に充当し、上記 c の控除を行った残額からその充当額を控除する。
 - e 破綻清算参加者から預託を受けた CDS 清算基金及び破綻時証拠金（CDS 清算基金又は破綻時証拠金が代用有価証券である場合には、その換価処分後の金銭から当該換価処分に要した費用を控除した残額）を未決済債務に充当し、上記 d の控除を行った残額からその充当額を控除する。
 - f 破綻清算参加者から預託を受けた他の清算業務に係る余剰担保（破綻清算参加者が他の清算業務について当社に預託した取引証拠金、清算基金その他の担保（破綻清算参加者が返還請求権を有するものに限る。）のうち、他の清算業務に係る業務方法書の定めるところにより破綻清算参加者の債務の弁済に充当した残額に係るものをいう。）（当該余剰担保が有価証券である場合には、その換価処分後の金銭から当該換価処分に要した費用を控除した残額）を未決済債務に充当し、上記 e の控除を行った残額からその充当額を控除する。
- 2 前項の規定による差引計算及び担保の充当の結果、破綻清算参加者支払額がなお残存する場合には、本業務方法書の他の規定にかかわらず、その残存額をもってすべての破綻処理清算約定の終了に伴う当社の破綻清算参加者に対する一の債権とする。

（2）受託清算参加者の破綻時の処理－清算委託者との関係

① 問題の所在

金商法第 156 条の 11 の 2 は、清算参加者が破綻した場合の清算機関と当該清算参加者との法律関係を規律する規定なので、受託清算参加者と清算委託者との間の清算委託取引には適用されない。受託清算参加者について破産手続が開始された場合に、清算約定の当然終了及び一括清算を基礎づけるために、より基本的な規定である破産



法 58 条が適用されるかどうか問題となる。

清算委託取引について破産法 58 条の適用を肯定する見解⁽³⁾（「肯定説」）は、(a) 清算約定は破産法 58 条 1 項に該当する、(b) 清算委託取引の実質は清算約定と同じである、という理解を前提とする。これに対して、(a') 清算約定には破産法 58 条の適用はない、とする見解⁽⁴⁾もある。以下、検討する。

② 清算約定と破産法 58 条

(a') は、(i) 債務引受け及びその対価としての債権の取得は取引所の相場のある商品の取引には該当しない（「契約」そのものである債務引受けは「相場がある商品の取引」ではない）という点と、(ii) 証券取引清算機関は価格形成を果たす「取引所又は市場」には該当しないという点の 2 点を論拠とするものと見受けられる。

しかし、(a) は、(i) について、「債務引受けによる場合のように債権債務関係が移行した場面においても厳格に債権債務の根拠たる『契約』自体に市場性を要求する必要性は乏しいのではないか」、(ii) について、「同条の適用を受ける取引は『市場の相場がある商品の取引に係る契約』であって、『取引所や市場における取引／において約定した取引』に限られるものではない」という反論をしている。また、(a) は、発生消滅構成の場合には清算約定を発生させる合意自体が「相場のある商品の取引に係る契約」に該当するところ、発生消滅構成と債務引受構成とで結論が変わるのは不当である、とも述べている。

まず (i) については、形式的に過ぎ、(a) の反論の方が説得力があると考ええる。また、(ii) についても、破産法 58 条の趣旨からすれば、客観的かつ公正な価格形成機能が発動していれば足り、取引そのものが取引所において行われる必要はないことを考えると、(a) の考え方の方が妥当であると考ええる。

さらに付加すれば、破産法 58 条は一括清算ネットリングの有効性を直接基礎づけているわけではなく、同条の趣旨に鑑みて破産法 53 条の規律（破産管財人の解除・

(3) 金融法委員会「CCP と倒産法制—関係当事者の破綻時における処理方法を中心に—」（平成 25 年 2 月 1 日）23～28 頁。

(4) 高橋康文編著『平成 16 年証券取引法改正のすべて』（第一法規、2005 年）117 頁。

履行の選択)を及ぼすことが適切ではないものを破産法 53 条の適用除外としていると考えると、上記清算約定も破産法 58 条の適用対象としてよいと考えられる。

③ 清算委託取引と清算約定との等質性

肯定説は、清算委託取引は、清算参加者と清算機関との取引をパススルーするだけであるから、(イ)において破産法 58 条が適用されるのであれば、(ウ)においても同様に同条が適用されるべきである、とする。

(3) 清算機関の破綻時の処理

JSCC の破綻の場合の処理については、「すべての清算約定の当然終了及び一括清算」が清算参加者との覚書ベースで定められている。

この「すべての清算約定の当然終了及び一括清算」の有効性については、金商法第 156 条の 11 の 2 の適用がないことから、破産法 58 条の適用の可否が問題となり、上記 (2) と同様の議論がある。ここでも破産法 58 条の (類推) 適用を認めてよいのではなかろうか。

4 CCPの破綻を未然に回避する諸方策

(1) 総論

CCP を通じた集中清算を行う仕組みを設ける目的は、破綻した金融商品取引業者と取引をした他の金融商品取引業者の回収不能リスクを低減し、破綻の連鎖を防止することにある (上述 1)。この集中清算の仕組みの下では、ある金融商品取引業者が破綻して債務不履行に陥った場合に、その破綻金融商品取引業者と取引をした他の金融商品取引業者との決済に係る債務については債務引受をした CCP が履行する義務を負うことになる。そのため、上記の仕組みを円滑に機能させるために、CCP 自身が破綻しないような万全かつ重層的な手当をする必要がある。

(2) 金融商品債務引受業の主体についての要件

金融商品債務引受業を行うためには、内閣総理大臣の免許を受けることが必要であるところ (金商 156 条の 2)、「金融商品債務引受業を健全に遂行するに足りる財産的基礎を有し、かつ、金融商品債務引受業に係る収支の見込みが良好であること」が免許の審査基準の一つとされている (金商 156 条の 4 第 1 項 2 号)。また、金融商品取引清算機関の最低資本金額が 10 億円と定められている (金商 156 条の 5 の 2、金商法施行令 19 条の 4 の 2)。さらに、金融商品取引清算機関は、金融商品債務引受業等

及びこれに附帯する業務のほか、原則として他の業務を行うことができないとされており（金商 156 条の 6）、他の業務による財産状態の悪化の可能性が封じられている。

（3）決済不履行に係る損失の処理

CCP の 1 つである JSCC は、清算参加者の決済不履行による損失を、以下の順位により補填することとしている⁽⁵⁾。

- 第 1 順位 不履行清算参加者の預託金（清算基金等）
- 第 2 順位 各市場による損失補償（違約損失準備金等）
- 第 3 順位 JSCC の剰余金
- 第 4 順位 清算参加者の相互保証

上記のように、清算参加者の決済不履行による損失は、第 1 次的には自己責任ということで、不履行清算参加者自身の拠出した預託金により補填されることとなる。

不履行清算参加者の預託金で損失を補填しきれない場合に備えて、JSCC は各市場と清算参加者の決済不履行を補填する契約を締結しており、この契約に基づいて補填がなされる。

上記二者及び JSCC の剰余金を以てしてもなお損失が補填しきれない場合には、他の清算参加者が連帯して損失を補填する相互保証制度（loss share rule）が設けられている。

（4）破綻処理入札による損失補填ができない場合の清算約定の当然終了

JSCC は、清算参加者の破綻等を認定した場合には、破綻処理清算約定の終了に伴う JSCC のポジションを再構築するため、破綻処理清算約定の終了及び損失回避取引により JSCC に生じ得る損失の解消を目的とする CDS 取引を一括して行うための入札（「破綻処理入札」）を実施することができる（CDS 清算業務に関する業務方法書 96 条 1 項）。破綻処理入札が実施された場合に、入札対象取引を成立させたとして破綻清算参加者の破綻等により生じる損失を同 104 条から 106 条までの規定⁽⁶⁾に従って補填できないおそれがあるときは、JSCC 及び清算参加者は、当該損失の処理に関し、規則で定めるところにより対応を協議するものとされている（同 97 条 1 項）。こ

(5) <https://www.jpcc.co.jp/jscs/risk/default-waterfall.html>

(6) 104 条：CDS 決済保証準備金等による損失の補填、104 条の 2：破綻処理単位期間における CDS 清算基金に関する特則、105 条：第三階層特別清算料による損失の補填、106 条：第四階層特別清算料による損失の補填

の協議が調えば合意内容に沿った損失処理がされるが、所定の期間内に協議が調わない場合には、当該期間が経過する日において存在するすべての清算約定は、当社又は清算参加者から別段の意思表示を要することなく、当該時点において当然に終了することとされている（同 98 条 1 項）。