

デリバティブ取引に係る諸問題と 金融規制の在り方

2018年3月

金 融 法 務 研 究 会

は し が き

本報告書は、金融法務研究会第1分科会における平成27年度の研究の内容を取りまとめたものである。

金融法務研究会は、平成2年10月の発足以来、最初のテーマとして、各国の銀行取引約款の検討を取りあげ、その成果を平成8年2月に「各国銀行取引約款の検討—そのⅠ・各種約款の内容と解説」として、また平成11年3月に、「各国銀行取引約款の比較—各国銀行取引約款の検討—そのⅡ」として発表した。平成11年1月以降は、金融法務研究会を第1分科会と第2分科会とに分けて研究を続けている。

第1分科会で取り上げたテーマは、巻末の報告書一覧のとおりであるが、平成27年度は「デリバティブ取引に係る諸問題と金融規制の在り方」をテーマとして取りあげ、その研究成果を本報告書に取りまとめた。

本報告書においては、第1章で「3当事者間の相殺」（中田裕康担当）、第2章で「デリバティブ取引に関する法の動向—ネットティングを中心として—」（神田秀樹担当）、第3章で「CCPに関する倒産法的な問題点」（松下淳一担当）、第4章で「CCP等、デリバティブ取引に係る監督法的規制—店頭デリバティブを中心に—」（岩原紳作担当）、第5章で「CCP等に関する国際的な側面に関する幾つかの問題」（森下哲朗担当）、第6章で「ドイツにおける店頭デリバティブ取引規制の動向—倒産法との関係を中心として—」（神作裕之担当）、第7章で「アメリカにおけるデリバティブ取引の規制—証拠金に関する規制を題材として」（加藤貴仁担当）を取りあげている。

このうち第1章においては、民法の相殺制度による保護の対象について、時間的なずれがある場合や当事者が3名以上いる場合における相殺の制限を検討・考察する。第2章においては、店頭デリバティブ取引における二当事者間の契約で定められる一括清算ネットティングについて、国際スワップス・デリバティブズ協会（ISDA）のマスター契約書式等を概観し、近年の裁判事例を素材に問題点を検討する。第3章においては、金融商品取引清算機関に係る法律関係、店頭取引に係る清算制度関係者の破綻の場合の処理について概観したうえで、CCPの破綻を回避する仕組みを検討する。第4章においては、CCP等、デリバティブ取引に係る監督法的規制について、店頭デリバティブを中心に概観したうえで、これらの問題点を検討する。第5章においては、中央清算機関への清算集中義務と代替的コンプライアンスに関する問題について、欧米や日本の状況を概観したうえで、規制の重複を調整する手段を検討する。第6章においては、ドイツにおける店頭デリバティブ取引に係る規制のうち、倒産法上の規律との抵触が問題となる場合の解決策について概観し、わが国への示唆を述べる。第7章においては、アメリカの連邦法におけるデリバティブ取引に関する規制を取りあげ、CCPにおいて清算されない店頭デリバティブ取引を対象とした証拠金に関する規制を紹介・分析する。

本報告書が銀行実務家をはじめ、各方面の方々のお役に立つことができれば幸いである。

なお、本研究会には、銀行の法務分野から実務を担当する方にオブザーバーとしてご参加いただいている。また、事務局を全国銀行協会業務部にお願いしている。

最後に、同分科会においては、平成29年度には「FinTech等による金融手法の変革に係る法的課題と規制の在り方」をテーマとして取りあげ、研究を続けている。

平成30年3月
金融法務研究会座長
岩 原 紳 作

目 次

第1章 3当事者間の相殺（中田裕康）	1
1 はじめに一相殺における公平.....	1
2 相殺の時的制約.....	2
(1) 民法上の相殺.....	2
(2) 倒産法上の問題.....	3
3 相殺の主体の制限.....	6
(1) 民法上の相殺.....	6
(2) 倒産法上の相殺.....	12
4 考察.....	17
(1) 相殺における「公平」の概念.....	17
(2) 相殺に関する合意の効力.....	19
(3) 3当事者間の合意に基づく相殺の効力.....	22
 第2章 デリバティブ取引に関する法の動向ーネットティングを中心としてー （神田秀樹）.....	23
1 はじめに.....	23
2 日本法における二者間ネットティングの取扱い.....	23
3 ISDAのマスター契約書式.....	25
4 スワップ契約の不履行と損害（東京高判平成9年5月28日判例タイムズ 982号166頁）.....	25
(1) 事実の概要.....	25
(2) 判旨.....	26
(3) コメント.....	26
5 店頭デリバティブ取引における国債の担保提供（東京高判平成22年10 月27日金融商事判例1360号53頁）.....	27
(1) 事実の概要.....	27
(2) 判旨.....	29
(3) コメント.....	30

6 店頭デリバティブ取引におけるネットティング後の損害の額の算定（東京高判平成25年4月17日判例時報2250号14頁）	32
(1) 事実の概要	32
(2) 判旨	32
(3) コメント	36
第3章 CCPに関する倒産法的な問題点（松下淳一）	38
1 はじめに	38
2 金商法上の清算機関に係る法律関係について	38
(1) 定義	38
(2) 権利関係の置き換え	39
3 店頭取引に係る清算制度関係者の破綻の場合の処理	39
(1) 清算参加者の破綻時の処理	39
(2) 受託清算参加者の破綻時の処理—清算委託者との関係	42
(3) 清算機関の破綻時の処理	44
4 CCPの破綻を未然に回避する諸方策	44
(1) 総論	44
(2) 金融商品債務引受業の主体についての要件	44
(3) 決済不履行に係る損失の処理	45
(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	45
第4章 CCP等、デリバティブ取引に係る監督法的規制—店頭デリバティブを中心に—（岩原紳作）	47
1 規制目的	47
2 金融機関のデリバティブ取引と監督体制	48
3 取引情報蓄積機関（TR）への報告等	51
4 電子取引基盤（ETP）使用義務	52
5 清算集中	54
6 証拠金規制等	57
7 分別管理、区分経理	60
8 自己資本比率規制	61
9 顧客保護	62

第5章 CCP等に関する国際的な側面に関する幾つかの問題（森下哲朗）	64
1 はじめに	64
2 米国	66
(1) CFTCの解釈指針案	66
(2) CFTCの解釈指針案に対する他国の反応	67
(3) 日本の清算機関との関係	69
3 EU	70
(1) EMIRの規定	70
(2) 代替的コンプライアンスに関する米国との協議	71
(3) 新たな動き	71
4 日本	72
5 規制の競合と代替的コンプライアンス	75
(1) 代替的コンプライアンス	75
(2) 代替的コンプライアンスの課題	75
(3) 同等性の判断におけるプリンシプル・アプローチ	76
 第6章 ドイツにおける店頭デリバティブ取引規制の動向—倒産法との関係 を中心として—（神作裕之）	78
1 本章の対象	78
2 EU法—EMIRとその実施のための規則等	80
(1) EU法—所定の店頭デリバティブ取引のCCPにおける清算および 報告義務の導入	80
(2) 破産法上の優先的取扱い	82
3 ドイツ法における店頭デリバティブ取引規制と倒産法	83
(1) 緒論	83
(2) 解除の適用排除	84
(3) 否認の適用排除	85
4 一括清算条項に係る倒産法上の規律—当事者がCCP以外の場合	86
(1) 倒産法104条—2016年改正前	86
(2) 倒産法104条—2016年改正	92
5 店頭デリバティブ取引規制と特別法—破綻当事者が信用機関・証券会 社の場合	100
6 一括清算条項に係る倒産法上の規律—当事者がCCPである場合	102

(1) 緒論	102
(2) 2004 年改正倒産法の問題点	102
(3) 検討の経緯	104
(4) EMIR 施行法（2013 年）	106
(5) 契約（業務規程）上の手当て	107
7 結び	108
 第7章 アメリカにおけるデリバティブ取引の規制—証拠金に関する規制を 題材として（加藤貴仁）	110
1 （店頭）デリバティブ取引を規制する目的	110
(1) 金融危機と店頭デリバティブ取引の関係	110
(2) 本稿の目的	112
2 Dodd-Frank法以後のデリバティブ取引に関する規制の概要	113
3 Uncleared swapを対象としたMargin Requirementの概要	116
(1) 規制の枠組み	116
(2) 規制の対象範囲	117
(3) 証拠金（担保）の徴収及び提供の方法	119
4 分析	121
 (参考) 金融法務研究会第1分科会の開催および検討事項	123

第1章 3当事者間の相殺

中 田 裕 康

1 はじめに —— 相殺における公平

民法の起草者は、相殺制度の存在理由を、「実際に便利にしてかつその結果公平」だからだと説明する⁽¹⁾。「便利」というのは、2人の当事者の間に債権と債務がある場合、2回の弁済の労をとらないですむことである。「公平」というのは、一方が履行し、他方が履行しないと、誠実な当事者が損をし、怠慢又は狡猾な当事者が益を得ることになり不公平だが、相殺によってこれを避けうることである。他の学説も、「公平」は、特に、相手方が無資力となった場合⁽²⁾、あるいは、破産した場合⁽³⁾に、その意味が大きいと述べていた。ここでは、主として当事者間の公平が考えられているが、それは、相殺をした者が無資力となった相手方の他の債権者に優先することを含意するものでもあった。その後、これが前面に出されることになる。すなわち、「両債権が互に担保し合うものと予期する信頼関係は、そのまま保護されるべき」ことから、相殺の「債権担保の作用」が指摘される⁽⁴⁾。それは、相殺の担保的機能と呼ばれるようになる。これは相互に債権を有する当事者の側からみた説明だが、無資力者の他の債権者の側からみても、無資力者Aの有する債権のうち、債務者Bが反対債権を有していてその相殺の対象となるものについては、Aの他の債権者はAの財産として正当に期待することはできないと説明することができる。その結果、相殺できる債権者は、債権者平等の原則の対象外となる。実体法上、同じ性質をもつ債権者に対しては、倒産法上でも平等な取扱いをし、異なる性質をもつ債権者に対しては、その差異に応じた取扱いをすることが公平に合致するというならば⁽⁵⁾、民法上、相殺しう

* 本稿は、2016年3月3日の金融法務研究会における報告に基づくものだが、その後、同年7月8日に下された後記最高裁判決とそれに関する多数の評釈・研究等も検討し、大幅に手を入れた。

(1) 梅謙次郎『民法要義卷之三〔訂正増補第33版〕』（1912。初版は1897）327頁（現代表記に改めた）。

(2) 岡松参太郎『註釈民法理由下巻〔第6版〕』（1898。初版は1897）319頁。

(3) 鳩山秀夫『増訂改版日本債権法（総論）』（1925）445頁。

(4) 我妻栄『新訂債権総論』（1964）316頁以下。

(5) 伊藤眞『破産法・民事再生法〔第3版〕』（2014）21頁参照。

る地位を倒産手続においても尊重することが公平だということになる⁽⁶⁾。こうして、民法起草者の考えていた「当事者間の公平」は、倒産手続における「債権者間の公平」に結びつくことになる。もっとも、2つの「公平」の関係は、更に吟味を要する。

これは次のような問題として現れる。すなわち、相殺制度による保護の対象は、現在相殺できる者の地位にとどまらず、「対立する同種の債権の当事者として将来相殺によって清算しうる合理的な期待をもつ者の地位」をも含むこと、他方、相殺制度にも限界があり、その効果は、相互に債権債務がある当事者は相手方の資力に関係なく信頼し合うという「信頼関係の存在する範囲」ととどめられることも指摘される⁽⁷⁾。この「合理的な期待をもつ者」がどこまで広がりうるのか、あるいは、「信頼関係の存在する範囲」によってどのような制約がされるのかが問題となる。とりわけ、2当事者間に現に相殺適状にある債権債務が存在するという基本的な場合以外に、時間的なずれがある場合や当事者が3名以上いる場合において、「相殺」が認められるかどうか問われる。以下では、時的制約（2）と主体の制限（3）について検討した後、若干の考察をする（4）。

2 相殺の時的制約

（1） 民法上の相殺

ある時点までに、2当事者間に債権債務が存在していること、又は、相殺適状にあることが、相殺の要件とされる場合がある。

まず、自己の債権が時効消滅していても、その消滅以前に相殺適状となっていた債務がある場合には、債権者は、なお相殺することができる（民法 508 条）。ここでは、相殺適状が自働債権の時効消滅以前にあったことを要するという時的制約があり、その意味が問題となる（最判平成 25 年 2 月 28 日民集 67 卷 2 号 343 頁参照）。この規律は、当事者の相殺に対する期待を保護する趣旨のものだと理解されている。

次に、債権が差し押さえられた場合、第三債務者は、その後に取得した債権による相殺をもって、差押債権者に対抗することができない（民法 511 条）。ここでは、債権債務の対立が差押え前にあったことを要するという時的制約があり、その意味が問題となる。規定の文言上は、差押えの時点で債権債務が存在していれば、相殺が可能であるが、かつての判例（最大判昭和 39 年 12 月 23 日民集 18 卷 10 号 2217 頁）は、

(6) 中田裕康『債権総論〔第3版〕』（2013）390 頁以下参照。

(7) 我妻・前掲注(4)319 頁以下。

自働債権の弁済期が受働債権の弁済期よりも後に到来する場合は相殺できないという制限を付加した。制限説（そのうちの弁済期先後基準説）である。しかし、判例変更があり、規定の文言以上の制限を課さないという無制限説がとられた（最大判昭和45年6月24日民集24巻6号587頁）。昭和45年判決は、次のようにいう。「相殺の制度は、互いに同種の債権を有する当事者間において、相対立する債権債務を簡易な方法によつて決済し、もつて両者の債権関係を円滑かつ公平に処理することを目的とする合理的な制度であつて、相殺権を行使する債権者の立場からすれば、債務者の資力が不十分な場合においても、自己の債権については確実かつ十分な弁済を受けたと同様な利益を受けることができる点において、受働債権につきあたかも担保権を有するにも似た地位が与えられるという機能を営むものであり、「この制度によつて保護される当事者の地位は、できるかぎり尊重すべきものである。こうして、相殺の担保的機能が、判例でも正面から認められた。なお、同判決は、銀行取引における一定の事由が生じたことにより相殺適状を生じさせる約定（期限の利益の喪失と期限の利益の放棄から構成される）についても、「かかる合意が契約自由の原則上有効であることは論をまたない」として、差押債権者に対するその効力を認める。

（2）倒産法上の問題

① 制定法

倒産手続においては、相殺による優先的回収機能は重大な意味をもつことになるので、債権者間の公平について、時期との関係で、きめ細かい規律が置かれる。以下では、破産手続と民事再生手続を代表例として検討する。

破産手続においては⁽⁸⁾、破産財団の管理処分権は破産管財人に移転するが、相殺の担保的機能が尊重され、破産債権者の債権を自働債権とし、同人の破産者に対する債務を受働債権とする相殺が認められる（破産法67条1項）。また、破産清算の特質が考慮され、相殺権の要件が緩和される（同条2項）。他方、相殺が破産債権者の利益を不当に害するときは、制限する必要がある、相殺の禁止が規定される。すなわち、債権債務の存在すべき時期についての制約とともに、他から引き受けた債務や取得した債権による相殺が禁止される（同71条1項・72条1項）。そのうえで、基準時より「前に生じた原因」による債務の負担や債権の取得については、相殺が許容される（同71条2項2号・3号・72条2項2号・3号）。相殺の意思表示をすべき期間についての特段の制限はなく、原則として手続が終了するまで（同220条）、可能である。

(8) 伊藤・前掲注(5)462頁以下・498頁。

民事再生手続においては⁽⁹⁾、相殺の担保的機能を認めつつ、その無限定な拡大を防ぐという観点から、債権届出期間満了前に相殺適状になっていることを要件として債権届出期間内に限り相殺できるとされる（民事再生法 92 条 1 項）。相殺が再生債権者の利益を不当に害するときは制限する必要がある、相殺の禁止が規定される。すなわち、債権債務の存在すべき時期についての制約とともに、他から引き受けた債務や取得した債権による相殺が禁止される（同 93 条 1 項・93 条の 2 第 1 項）。そのうえで、基準時より「前に生じた原因」による債務の負担や債権の取得については、相殺が許容される（同 93 条 2 項 2 号・3 号・93 条の 2 第 2 項 2 号・3 号）。

② 判例

倒産手続における相殺の時的制約に関しては、判例が多い。

最判昭和 61 年 4 月 8 日（民集 40 卷 3 号 541 頁）は、和議債権者が債務者に対して負担する債務を受働債権としてする相殺（和議法 5 条・旧破産法 104 条 2 号）の効力を認めないものだが、旧破産法における相殺禁止規定について、次のようにいう。「債務者が債権者に対して同種の債権を有する場合には、対立する両債権は相殺ができることにより互いに担保的機能をもち、当事者双方はこれを信頼して取引関係を持続するものであることにかんがみ、破産法 98 条は、その一方が破産宣告を受けても他方は破産手続によらないで相殺をすることができるものとしているが、他方、相殺を無制限に認めるときは、破産者が経済的に危機状態に陥つたのちに、一部の破産債権者が破産者に対して債務を負担し、又は一部の破産者の債務者が破産債権を取得して、相殺をすることによつて、自己の債権の回収を図り、又は自己の債務を免れることができることとなり、債権者間の公平・平等な満足を目的とする破産制度の趣旨が没却されることになるので、同法 104 条は一定の場合に相殺をすることができないものとしている」。このように、本判決は、相殺の担保的機能とそれに対する当事者の信頼が破産手続においても尊重されることを前提としたうえで、破産制度の趣旨である「債権者間の公平・平等な満足」との調整が図られることを示す。

最判昭和 63 年 10 月 18 日（民集 42 卷 8 号 575 頁）は、支払停止等の前にされた取立委任に基づき、しかし、支払停止等の後、それを知ってした手形の取立に係る取立金引渡債務を受働債権とする相殺の効力を認めた。前掲最判昭和 61 年 4 月 8 日を引用して、破産手続における相殺権の尊重と破産制度の趣旨との関係を述べたうえ、旧破産法 104 条 2 号但書は、「相殺の担保的機能を期待して行われる取引の安全を保護する必要がある場合に相殺を禁止しないこととしている」ものだという。

(9) 伊藤・前掲注(5)905 頁以下。

最判平成 24 年 5 月 28 日（民集 66 卷 7 号 3123 頁）は、破産手続において、委託を受けない保証人の事後求償権を自働債権とする相殺の効力を否定した。前掲最大判昭和 45 年 6 月 24 日のいう相殺の担保的機能に関する言明を繰り返した後、こういう。「相殺の担保的機能に対する破産債権者の期待を保護することは、通常、破産債権についての債権者間の公平・平等な扱いを基本原則とする破産制度の趣旨に反するものではないことから、破産法 67 条は、原則として、破産手続開始時において破産者に対して債務を負担する破産債権者による相殺を認め、同破産債権者が破産手続によることなく一般の破産債権者に優先して債権の回収を図り得ることとし、この点において、相殺権を別除権と同様に取り扱うこととした」。もっとも、「破産手続開始時において破産者に対して債務を負担する破産債権者による相殺であっても、破産債権についての債権者の公平・平等な扱いを基本原則とする破産手続の下においては、上記基本原則を没却するものとして、破産手続上許容し難いことがあり得ることから、破産法 71 条、72 条がかかる場合の相殺を禁止したものと解され、同法 72 条 1 項 1 号は、かかる見地から、破産者に対して債務を負担する者が破産手続開始後に他人の破産債権を取得してする相殺を禁止した」。そのうえで、本件相殺と破産法 72 条 1 項 1 号で禁止される相殺との類似性を指摘し、それは「破産債権についての債権者の公平・平等な扱いを基本原則とする破産手続上許容しがたい」という。

最判平成 26 年 6 月 5 日（民集 68 卷 5 号 462 頁）は、証券投資信託の解約金支払請求権を受働債権とする相殺について、民事再生法 93 条 2 項 2 号にいう「前に生じた原因」に基づくものとはいえないとして、その効力を否定した。こういう。「民事再生法は、再生債権についての債権者間の公平・平等な扱いを基本原則とする再生手続の趣旨が没却されることのないよう、93 条 1 項 3 号本文において再生債権者において支払の停止があったことを知って再生債務者に対して債務を負担した場合にこれを受働債権とする相殺を禁止する一方、同条 2 項 2 号において上記債務の負担が『支払の停止があったことを再生債権者が知った時より前に生じた原因』に基づく場合には、相殺の担保的機能に対する再生債権者の期待は合理的なものであって、これを保護することとしても、上記再生手続の趣旨に反するものではないことから、相殺を禁止しないこととしている」。

③ 小括

倒産法の規律においては、「相殺の担保的機能に対する倒産債権者の信頼・期待」と「債権者間の公平・平等な扱い」との調整が図られている。判例からは、次のよう

な判断の段階的構造を見出すことができる⁽¹⁰⁾。

(a) 相殺の担保的機能に対する債権者の信頼・期待は、倒産手続においても保護される。

(b) 倒産債権者間の公平・平等な扱いが倒産手続の基本原則である。

(c) 危機時期以後に取得した債権や引き受けた債務などによる相殺は、(b)により、その効力が否定される。

(d) 但し、(c)であっても、取得した債権や引き受けた債務が「前に生じた原因」に基づくものであるときは、(a)の期待は合理的なものであり、それを保護しても(b)に反しない。

3 相殺の主体の制限

(1) 民法上の相殺

① 問題の所在

民法上の相殺は、「二人が互いに…債務を負担する場合」であることが要件とされる(民法505条1項)。起草者による相殺の制度理由の説明も、前述の通り、2人の当事者間に債権債務がある場合を想定して、両者の便利と公平を挙げていた。他方、現実の取引においては、3名以上の当事者間で債権債務を1回で清算することが「便利」であることがある。それが「公平」でもあるのなら、あるいは、「合理的な期待」や「正当な信頼」があるのであれば、そのようなオペレーションを認めてよいのではないかという問題が提起される。これは、どの当事者の意思があれば、すべての債務の消滅が生じるのかという問題と、債務消滅の効果は、当事者間だけでなく、第三者に対しても主張できるのか、そのための要件は何かという問題とに分けることができる。単純化のため、以下では、3名の当事者ABCが相互に金銭債務を負う場合の清算(重なり合う金額の範囲でのすべての債務の消滅)の場合を対象とする。

当事者が3名いる場合、債権債務の存在の類型は、次の4種類ある。まず、[a] BがAに対して債権を有し、AがCに対して債権を有し、CがBに対して債権を有する場合がある。これは、いわば三角形の3つの辺がそろっている類型だが、このほか、三角形の1つの辺が欠けている次の3類型がある。[b] BがAに対して債権を有し、BがCに対して債務を負う場合、[c] BがAに対して債権を有し、AがCに対して債権を有する場合、[d] BがCに対して債務を負い、CがAに対して債務を

(10) 学説も概ね同様である。伊藤眞ほか『条解破産法〔第2版〕』(2014)549頁以下・564頁以下。

負う場合である。当事者間での債務の消滅の問題（②）と第三者との関係の問題（③）に分けて検討する。

② 当事者間での債務消滅の要件⁽¹¹⁾

a $B \rightarrow A \rightarrow C \rightarrow B$ （環状類型）

第1の類型は、3者が環状に結合する場合である。

(a) ABC 3者の合意によって、合意の時点で3つの債務を消滅させることは、可能である（確定的相殺契約）。当初、2者の合意があり、その後、もう1人の同意がある場合も同様である（債務は同意の時点で消滅する。以下同じ）。ABC 3者の合意によって、将来、一定の事実が発生した場合、その時点で3つの債務を消滅させることも可能である（停止条件付相殺契約。以下同じ）。

(b) ABC 3者の合意によって、そのうちの1人又は複数の当事者にその意思表示によって3つの債務を消滅させる権利（予約完結権）を与え、その者が権利を行使した場合も、効果を認めてよい（相殺予約）。その場合、予約完結権を有する当事者（Bとする）のする意思表示の相手方は、原則として他の2当事者（A及びC）とすべきだが、合意によってそのうちの1人（A又はC）とすることも可能であろう。

(c) ABCの間に合意のない場合は、1当事者の意思表示によって、すべての債務が消滅することは、原則として⁽¹²⁾、ない⁽¹³⁾。

b $B \rightarrow A, B \leftarrow C$ （債務者と債権者が異なる場合）

第2の類型は、相殺する者にとっての債務者と債権者が異なる場合である。

(a) ABC 3者の合意によって、その時点で2つの債務を消滅させることは、可能

(11) 中田・前掲注(6)392頁～397頁参照。合意に基づく相殺として、確定的相殺契約、停止条件付相殺契約、相殺予約、弁済期に関する特約の4種を挙げている。

(12) BのAに対する債務免除を停止条件として、AがCに対する債務を免除し、CがBに対する債務を免除するとAC間で合意していた場合、Bの免除の意思表示によってすべての債務が消滅するが、これは、Bの免除とACの合意という2つの行為が組み合わされたものに過ぎない。以下では、このタイプについては一々言及しない。

(13) 問題となりそうな例としては、債権者代位権との関係がある。BがAに甲債権を、AがCに丙債権を、CがBに乙債権を有する場合、Aが債権者代位権（民法423条）に基づき、丙債権を保全するため、乙債権を行使したとする。このとき、Bは甲債権で相殺できるかが問題となる。債権者代位権の第三債務者が自己の債権者に対する抗弁を主張できるかの問題である。これを認めると、BはCから請求された場合よりも有利になり（Cの承諾なく甲債権で代物弁済でき、また、Aが無資力のときAの他の債権者に優先して甲債権を回収できることになる）、そうすべき理由はないから、否定すべきである（最判昭和54年3月16日民集33巻2号270頁参照）。

である（確定的相殺契約）。

(b) ABC 3 者の合意によって、B にその意思表示によって 2 つの債務を消滅させる権利を与え、その者が権利を行使した場合も、効果を認めてよい（相殺予約）。B のする意思表示の相手方については、a (b) と同様である。

(c) ABC の間に合意のない場合でも、B の意思表示で 2 つの債権債務を消滅させることがある。これは、債権譲渡に係る場合である。B が A に甲債権を有し、A が B に乙債権を有していたが、A が乙債権を C に譲渡した場合である。B は A に対して主張できた事由を C に対しても主張できるから（民法 468 条 2 項）、C が B に乙債権の履行を請求しても、B は甲債権を自働債権、乙債権を受働債権として相殺することができる。これは法定相殺である。この場合、B が相殺できるためには、A の債権譲渡の通知の時点で、甲乙両債権がどのような状態にあったことが必要かという問題がある。「債権譲渡と相殺」といわれる問題だが、ここでは立ち入らない⁽¹⁴⁾。

c B → A → C（他人の債務による相殺）

第 3 の類型は、B が A に対する債権を自働債権とし、C の A に対する債務を受働債権として相殺しようとする場合である（他人の債務による相殺）。

(a) ABC 3 者の合意によって、その時点で 2 つの債務を消滅させることは、可能である（確定的相殺契約）。

(b) ABC 3 者の合意によって、B にその意思表示によって 2 つの債務を消滅させる権利を与え、B が権利を行使した場合も、効果を認めてよい（相殺予約）。

(c) ABC の間に合意のない場合は、B の意思表示によって、2 つの債務が消滅することはない⁽¹⁵⁾。

(14) 中田・前掲注(6)415 頁参照。

(15) 問題となりそうな例として、物上保証人による相殺がある。B が A に甲債権を有し、A が C に乙債権を有し、B は乙債権を担保するために、自己の不動産に抵当権を設定していた物上保証人であったとする。この場合、B は利害関係ある第三者として、乙債権の弁済をすることができるが（民法 474 条）、弁済と同じく債務消滅の効果をもたらす、甲債権を自働債権とする法定相殺もなしうかが問題となる。判例は否定的である（第三取得者につき、大判昭和 8 年 12 月 5 日民集 12 卷 2818 頁）が、学説では肯定説が多い。実質的には第三者弁済と同視できるところ、B は弁済をするについて「正当な利益」（同 500 条）を有すること、乙債権について B が甲債権で代物弁済することになるが、A にとって甲債権は自らに対する債権だから、承諾（同 482 条）をしないはずはないという理由である。もっとも、A が無資力の場合、B の相殺を認めることは、A の他の債権者に対して B が優先することになり、債権者間の平等を害するから、その場合は除くともいわれる。しかし、相殺の可否は形式的に判断してこれを認めず、A は、自らは倒産状態にない場合には、甲債権による B の代物弁済

d B ← C ← A (他人の債権による相殺)

第4の類型は、BがCに対する債務を受働債権とし、AのCに対する債権を自働債権として相殺しようとする場合である (他人の債権による相殺)。

(a) ABC 3者の合意によって、その時点で2つの債務を消滅させることは、可能である (確定的相殺契約)。

(b) ABC 3者の合意によって、Bにその意思表示によって2つの債務を消滅させる権利を与え、Bがその権利を行使した場合も、その効果を認めてよい (相殺予約)。第三者に対する債権をもって相手方の債権と「相消シ」自己の債務を消滅させるためには、当事者双方及び第三者の契約をもってし、相手方の承諾を要するとする古い判例 (大判大正6年5月19日民録23輯885頁) がある。

(c) ABCの間に合意のない場合は、Bの意思表示によって、2つの債務が消滅することはない⁽¹⁶⁾。

③ 第三者との関係

a 3者の合意と第三者

次に、第三者との関係を検討する。ここでは、代表的な問題として、②において消滅すべき債権を差し押さえた債権者 (差押債権者) との関係を検討する。

(a) ②のaからdを通じて、3者の合意によりその時点で債権が消滅する確定的相殺契約 (それぞれの(a)) については、その合意と差押えの先後で決まる。合意前に、一部の債権が差し押さえられたとすると、差押えの効力 (民事執行法145条1項) により、債務者 (被差押債権の債権者) は、処分できなくなるから、処分行為である上記合意をしても、差押債権者その他の執行手続に参加した債権者との関

を承認しないことが、信義則上、認められないと解すれば足りるのではないか。なお、法制審議会民法 (債権関係) 部会において改正論点とされ、検討されたが、立法化は見送られた (『民法 (債権関係) の改正に関する中間的な論点整理』の「第18、1(2) 第三者による相殺」、部会資料39、第2、1(2)、部会資料56、5頁)。

- (16) 問題となりそうな例として、保証人の相殺がある。CがAに対し丙債権を有し、Bが丙債権の保証人としてCに対し乙債務 (保証債務) を負う場合に、AがCに対し甲債権を有しているとき、保証人Bは、主たる債務者Aの甲債権による相殺をもって債権者Cに対抗することができる (民法457条2項)。しかし、ここでの相殺は、AC間の甲債権と丙債権の間のものであり、甲債権と乙債権の間のことではないし、そもそもBが甲債権と丙債権の相殺をできるのかには疑問があり、BがCから乙債権の履行を請求されても、Aが相殺できる立場にあることを理由として、その履行を拒絶できるにすぎないと解する見解が有力である (改正民法457条2項はこれを明文化する)。したがって、民法457条2項を、他人の債権による法定相殺の例とすることは適切ではない。

係で効力を有しない⁽¹⁷⁾。

(b) ②の a から d を通じて、3 者の合意により、当事者の 1 人である B にその意思表示によってすべての債務を消滅させることのできる権利を与え、B がそれを行使用するという相殺予約の場合（それぞれの (b)）、次のようになるだろう。

第 1 に、B が被差押債権の債権者であるときは、B の意思表示と差押えの先後で決まる。差押え前に B の意思表示があったときは、それによってすべての債務は消滅しているのであり、差押えの時点では被差押債権が存在しない。差押え後に B の意思表示があったときは、差押えの効力により、B は処分行為ができないので、B の意思表示は差押債権者等との関係で効力を有しない。

第 2 に、B が被差押債権の債権者でない場合も、B の意思表示と差押えの先後で決まると解すべきである。差押え前に B の意思表示があったときは、第 1 と同じである。差押え後に B の意思表示があったときは、3 者間の合意の効力に基づくものである以上、合意の相対効により、差押債権者にはその効力は及ばないと解すべきであるし、実質的にも民法 511 条に抵触すると考えられるからである。

第 3 に、3 者の合意により、B の意思表示があったときは、それよりも前の時点に遡って全債務が消滅するとの合意があり、かつ、B が被差押債権の債権者でない場合がある。つまり、約定の債務消滅時点から B の意思表示までの間に差押えがあった場合である。これは、遡及効を定める合意の相対効の問題が加わるものの、第 2 と同様になるのではないか。

この問題については、他人の債務による相殺の類型（② c）に関し、最判平成 7 年 7 月 18 日（判時 1570 号 60 頁）がある。次のような事案である。すなわち、C の子会社である B は、A との間で相殺予約をした。その内容は、A に信用悪化の事由が生じた場合は、B の A に対する甲債権につき期限の利益を喪失させ、他方、A の C に対する乙債権については期限の利益を放棄して相殺適状を生じさせ、その後、B の相殺の意思表示によって、相殺適状時に遡って甲乙債権の相殺をなするというものである。A が期限の利益を失った後、A の債権者である D が乙債権を差し押さえ、その後に B が相殺の意思表示をした。本判決は、相殺予約に基づき B のした相殺は、実質的には、甲債権の B から C への譲渡といえることも考慮すると、C は B が D の差押え後にした相殺の意思表示をもって D に対抗すること

(17) 3 者間で、一定の事実が発生したときは、その時点で債権が消滅すると合意し、その事実が発生したとき（② a (a) 参照）は、その事実発生と差押えの先後で決まる。合意によって、その事実が発生したときは、合意時その他の時点に遡って債権が消滅すると規定していた場合において、債権が消滅すべき時点から事実発生時点の間に、差押えがあった場合は、(b) と同様の問題になる。

ができないとした。この判決は、BA と AC という 3 者間の債権債務の相殺予約を AC の 2 者間の債権債務にしたうえで相殺する場合と「実質的に」同様であると評価したうえで、その対抗の可否を評価するという判断構造のものである。これに対し、他の構成も提唱されており⁽¹⁸⁾、この判決を契機として、当事者が 3 名いる場合の相殺についての研究が進められた⁽¹⁹⁾。

b 法定相殺と第三者

②の a から d までを通じて、法定相殺ができるのは、当初は 2 当事者間で債権債務の対立が存在していたが、一方の債権が第 3 の当事者に譲渡された場合 (② b (c)) のみである。この場合、一方の債権を差し押さえた、当事者の債権者との関係は、「差押えと相殺」及び「債権譲渡と相殺」の組み合わせの問題である。

c 2 者間に還元したうえでの相殺

3 者間の債権債務を清算するために、3 者間の関係を 2 者間の関係にするオペレーションを経たうえで、相殺することもある。すなわち、債権譲渡、債務引受、他人の債務についての第三者による代物弁済、他人の債権による代物弁済、更改⁽²⁰⁾ などである。これらはいずれも、第 3 の当事者の意思的関与が必要であるが、差押債権者との関係は、それぞれの制度における差押えの効力の問題となる。

(18) 本判決の原審判決の判例評釈である、新美育文・判タ 771 号 (1992) 35 頁、山田誠一・金法 1331 号 (1992) 29 頁は、この「相殺予約」は、A が C に対する乙債権をもって B の A に対する甲債権について代物弁済をするものであるところ、乙債権は D によって差し押さえられた以上、D には対抗できないとして、同じ結論を導く。

(19) 山本貴揚「三者間相殺予約の効力と債権者平等原則」法学論叢 154 巻 3 号 (2003) 64 頁・155 巻 1 号 (2004) 53 頁、中舎寛樹「多数当事者間相殺契約の効力」伊藤進古稀記念『担保制度の現代的展開』(2006) 334 頁、遠藤元一「三者間相殺契約はどこまで有用性が認められるか」NBL928 号 12 頁・929 号 44 頁 (2010)、深川裕佳『多数当事者間相殺の研究』(2012)、山田誠一「最近の相殺をめぐる裁判例と債権法改正 (その 1)」金融法務研究会『相殺および相殺的取引をめぐる金融法務上の現代的課題 (金融法務研究会報告書(21))』(2013) 21 頁、深川裕佳「三者間相殺契約」椿寿夫=伊藤進編『非典型契約の総合的検討』別冊 NBL142 号 (2013) 209 頁。

(20) 法制審議会民法 (債権関係) 部会の中間試案では、「三面更改」の立法化が提案された (「民法 (債権関係) の改正に関する中間試案」の「第 24、6 三面更改」)。しかし、この制度が利用されることが念頭に置かれている取引実務において、第三者対抗要件を具備しなければならないとすると、実務的に耐えられない負担であり、利用する余地がないとの批判があったことなどから、見送られた (部会資料 69A、40 頁)。

(2) 倒産法上の相殺

① 制定法

前述の通り、倒産手続において、基準時以後に他から取得した債権や引き受けた債務による相殺が禁止されている（破産法 71 条 1 項 2 号・72 条 1 項 1 号、民事再生法 93 条 1 項 2 号・93 条の 2 第 1 項 1 号）。

② 判例

a 問題状況

相殺の時的制約に関しては、相殺の担保的機能に対する倒産債権者の期待の保護と倒産債権者の公平・平等の扱いの基本原則との調整が問題となっていた。主体の制限についても、同様に、相殺に対する期待の保護の観点から、上記の相殺禁止を緩和することができるかどうかの問題となる。ここでは、合意相殺ないし相殺予約が中心であるので、「合意の相対効」及び「合意と倒産手続の基本原則との関係」の問題も現れる。また、3 当事者の関係を 2 当事者の関係に還元したうえで相殺する場合の規律（対抗要件具備等）が 3 当事者の関係のままで債務を消滅させる場合にも及ぶのかという、特有の問題がある。他方、3 当事者間の「相殺」に対する期待は、とりわけ分社化や企業のグループの編成が広くみられる現在の社会状況のもとでは、保護されるべきではないかという問題がある。

以下、この問題に関する最近の最高裁判決（最判平成 28 年 7 月 8 日民集 70 巻 6 号 1611 頁⁽²¹⁾）をやや詳しく検討する。これは、デリバティブ取引の当事者の一方（X）について再生手続が開始され、同取引の相手方（Y）が X に債務を負担する場合、Y が自らの関連会社である A の X に対する債権をもって相殺できるかが問題となった

(21) 調査官解説として、岡田紀彦・ジュリ 1509 号（2017）84 頁。座談会として、松尾博憲ほか・金法 2057 号（2017）6 頁。評釈・研究等のうち、①本判決に積極的に賛成するものとして、伊藤眞・NBL1084 号（2016）4 頁（相殺の合理的期待の保護の倒産手続への取り込みを限定的に解し、民事再生法 92 条の解釈に持ち込むことに反対）、白石大・論究ジュリスト 20 号 96 頁、上田裕康・金法 2074 号 42 頁（上告人代表清算人）、柴崎暁・金判 1527 号 2 頁（以上、2017）、② 3 当事者間の債務の清算に対する社会的需要を考慮し、原審の判断に一定の共感を示しつつ、本件事案が「相殺」を認めるには不十分であったとし、補足意見を参照しながら今後の対応を検討するものとして、小野傑・金法 2047 号 4 頁、岡正晶・金判 1502 号 1 頁、山本和彦・金法 2053 号 6 頁（以上、2016）、田頭章一・ジュリ 1505 号 152 頁、遠藤元一・金判 1516 号 8 頁、和仁亮裕・金法 2073 号 48 頁（以上、2017）、③判旨は疑問だとし、本件相殺契約を有効と解すべきだというものとして、内田貴・NBL1093 号 13 頁（被上告人代理人）、伊藤尚・新判例解説 Watch20 号 235 頁、小原将照・法学研究 90 巻 5 号 43 頁（以上、2017）、④問題の整理をするものとして、杉本和士・法教 434 号（2016）164 頁、上田純・金法 2059 号（2017）28 頁。

事案である（前出 3（1）② d の類型）。再生債務者の債権者が再生債務者に対して債権を有する場合、債権債務が債権届出期間満了前に相殺適状にあったときは、再生債務者は、同期間内に限り、相殺することができるが（民事再生法 92 条 1 項）、再生債務者の債権が再生手続開始後に取得した他人の債権であったときは、相殺が禁止される（同 93 条の 2 第 1 項 1 号）。この規律に服するかどうかが問題となった。1 審である東京地判平成 25 年 5 月 30 日（判時 2198 号 96 頁・金判 1421 号 16 頁）⁽²²⁾ と控訴審である東京高判平成 26 年 1 月 29 日（金判 1437 号 42 頁）⁽²³⁾ は、いずれも Y の相殺を有効としたが、最高裁は、相殺の効力を否定した。

b 事実経過

平成 13 年 11 月 26 日、X 証券会社（原告・控訴人・上告人）と A 証券会社は、デリバティブ取引を行うため、甲基本契約を締結した。これは、1992 年版 ISDA マスター契約（甲マスター契約）とそれに添付される特約たる甲スケジュールから成る。平成 19 年 2 月 1 日、X と Y 信託銀行（被告・被控訴人・被上告人）は、デリバティブ取引を行うため、乙基本契約を締結した。これは、1992 年版 ISDA マスター契約（乙マスター契約）とそれに添付される特約たる乙スケジュールから成る。Y と A は、いずれも N ホールディングスの 100% 子会社である。

平成 20 年 9 月 15 日、X の親会社である L 米国法人が米国において倒産手続の適用を申請したため、乙基本契約の約定により、同日、XY 間の個別取引が期限前に終了し、X は Y に対し、清算金債権である乙債権（4 億円余）を取得した。また、同日、XA 間の個別取引も同様に期限前に終了し、A は X に対し、清算金債権である甲債権（17 億円）を取得した。同月 19 日、X について再生手続開始決定があった。同年 10 月 1 日、Y は X に対し、乙債務と甲債権を相殺する旨の通知書を発送し、同日、A は X に対し、この相殺に予め同意している旨の通知書を発送し、翌 2 日、各通知書が X に到達した。X の再生事件の債権届出期間は同月 21 日であったので、これらの通知がなされたのは、再生手続開始後、債権届出期間満了前になる。X は、同

(22) 評釈として、長谷川俊明・国際商事法務 42 巻 1 号（2014）96 頁、神鳥智宏＝飯尾誠太郎・NBL1021 号（2014）41 頁。

(23) 評釈として、相殺を有効とする判旨に賛成する立場から、遠藤元一・金判 1444 号（2014）2 頁（射程は狭いと理解。「相殺の合理的な期待」という要件が従来の用法とは異なることを指摘する）、小野傑・金法 2001 号（2014）48 頁（判決を高く評価し、企業グループ間の三者間相殺を認める新たな法理の展開を期待する）、判旨に疑義を示す立場から、柴崎暁・金判 1482 号（2016）16 頁（「2 人互いに債権債務の関係を有すること（相互性）」の形式要件の充足がまずは必要だとし、判旨反対）、宇野瑛人・ジュリ 1491 号（2016）111 頁（A の同意が再生手続開始後であるのに相殺を認めることの正当性が疑問だとする）。

年11月29日、解散し、清算法人となっている。

乙スケジュールには、次の内容の相殺条項（「本件相殺条項」）⁽²⁴⁾が規定されていた。すなわち、一方当事者（X）について乙マスター契約により期限前終了日が指定されたときは、他方当事者（Y）は、XがY及びYの関係会社に対して負担する債務を、Y及びYの関係会社がXに対して有する債務と相殺し、又は、前者を後者に充当する権利を有する。なお、乙マスター契約の定義によると、AはYの「関係会社」にあたる。

XがYに対し、乙債権の支払を請求し、本件訴えを提起した。主たる争点は、Yのした相殺（「本件相殺」）の効力である⁽²⁵⁾。

Xは、こう主張する。本件相殺契約は、契約当事者でないAの同意がないので、効力を生じない。仮に、相殺契約として有効だとしても、Yは再生債権者でないので、その相殺は、民事再生法92条の要件を充たしておらず、同法の相殺禁止規定の趣旨に反し、無効である。

Yは、こう主張する。Yには相殺への合理的期待が認められるので、本件相殺は、民事再生法93条の2第1項1号又はその類推適用により無効になるものではなく、同法92条の相殺権が行使できる場合に当り、有効である。

c 1・2 審判決

1審判決は、次のように述べ、Xの請求を棄却した。「再生債務者に対して債務を負担する者が、再生手続開始前の時点において、他者の同意を得ることを停止条件として他者の再生債務者に対して有する債権を相殺に供する権限を認める内容の契約を再生債務者との間で締結しており、その後、再生手続開始後になって停止条件が成就するなどして、確定的に相殺に供する権限を得て相殺適状が生じて行う相殺」は、「再生手続開始時点において再生債権者が再生債務者に対して債務を負担している場合と同視できる程度に、相殺の合理的期待が存在すると認められ」ときは、民事再生法92条の要件のもとで許され、同法93条の2第1項1号により禁止される場合には当たらない。本件相殺は有効である。

控訴審は、次のように述べ、Yの控訴を棄却した。「民事再生法は、同法92条で再

(24) 「関係会社間相殺（cross-affiliate set off）条項」と呼ばれる（神鳥＝飯尾・前掲注(22)41頁参照）。

(25) その前提として、本件相殺条項の性質も争われた（Xは、本件相殺はAからYへの債権譲渡を前提とするものだ主張し、Yは、本件相殺条項は、更改契約又はこれに類する非典型契約であると主張したが、いずれも容れられなかった）。以下では、これが相殺契約であることを前提とする議論のみを取り上げる。他に、乙債権の金額も争われたが省略する。

生債権者が再生手続開始当時再生債務者に対して債務を負担する場合の相殺の担保的機能や相殺の合理的期待を再生手続開始後においても保護する一方、同法 93 条の 2 第 1 項各号により、債務者が危機時期にあることを認識した後又は再生手続開始後に債権を取得して相殺をすることを認めないこととして再生債権者間の公平及び平等を確保している」。

本件相殺が、①「再生手続開始時点において再生債権者が再生債務者に対して債務を負担している場合と同様、相殺の合理的期待が存在すると認められ」、かつ、②「相殺が再生債権者間の公平、平等を害しない場合」には、本件相殺条項に基づく本件相殺は民事再生法において制限される相殺には当たらない。本件において、①については、Y には相殺の合理的期待が存在したと認められる⁽²⁶⁾。②については、本件相殺は、民事再生法 93 条の 2 第 1 項 1 号の禁じる相殺に類似するとはいえず、むしろ Y が自己の債権を自働債権としてする相殺に類似するといえるので、再生債権者の公平、平等を害するとはいえない⁽²⁷⁾。

d 上告審判決

最高裁は、次のように述べて本件相殺の効力を否定し、X の請求を認めた（破棄自判）。

(a) まず、相殺制度の目的と機能について、こう述べる。「相殺は、互いに同種の債権を有する当事者間において、相対立する債権債務を簡易な方法によって決済し、もって両者の債権関係を円滑かつ公平に処理することを目的とする制度であって、相殺権を行使する債権者の立場からすれば、債務者の資力が不十分な場合においても、自己の債権について確実かつ十分な返済を受けたと同様の利益を得ることができる点において、受働債権につきあたかも担保権を有するにも似た機能を営むものである。」これは、前掲最大判昭和 45 年 6 月 24 日で示され、前掲最判平成 24

(26) 本件相殺条項の合意時における当事者の認識、当事者は関係会社がその債権を相殺に供することに同意することを容易に想定できること、本件相殺条項のような契約は、分社化が進んだ金融機関におけるデリバティブ取引慣行といえるほど広く用いられていたと推認されること、本件相殺条項は、終了時にないといずれが債権債務を負うか確定しないデリバティブ取引におけるリスク管理のために合意されたものであること、による。

(27) X と Y がそれぞれ属するグループの規模や金融業界における位置づけに照らし、本件相殺条項を合意することが稀だとは認められないこと、本件相殺条項の目的、合意時期に照らすと、X の危機時期に相殺を目的として濫用的に締結されたものとはいえないこと、また、分社化した企業グループ同士が一括決済をする行為は他の者も想定可能であり、特に本件では Y と A は持株会社の強固な支配関係の下にある会社同士であること、による。

年5月28日で引き継がれた理解をほぼ踏襲するものである⁽²⁸⁾。

(b) 次に、民事再生手続における相殺の担保的機能について、こう述べる。「上記のような相殺の担保的機能に対する再生債権者の期待を保護することは、通常、再生債権についての再生債権者間の公平、平等な扱いを基本原則とする再生手続の趣旨に反するものではないことから、民事再生法92条は、原則として、再生手続開始時において再生債務者に対して債務を負担する再生債権者による相殺を認め、再生債権者が再生計画の定めるところによらずに一般の再生債権者に優先して債権の回収を図り得ることとし、この点において、相殺権を別除権と同様に取り扱うこととした」。これは、前掲最判平成24年5月28日で示された破産手続における相殺の担保的機能と同様の理解である。

(c) 以上の判例法理を基礎としつつ、本判決は、民事再生法92条においては、2人が互いに債務を負担するという要件が満たされていることが必要であるという。すなわち、「民事再生法92条は、再生債権者が再生計画の定めるところによらずに相殺をすることができる場合を定めているところ、同条1項は「再生債務者に対して債務を負担する」ことを要件とし、民法505条1項本文に規定する2人が互いに債務を負担するとの相殺の要件を、再生債権者がする相殺においても採用している」という。そして、その理由として、「再生債務者に対して債務を負担する者が他人の有する再生債権をもって相殺することができるものとすることは、互いに債務を負担する関係にない者の間における相殺を許すものにほかならず、民事再生法92条1項の上記文言に反し、再生債権者間の公平、平等な扱いという上記の基本原則を没却するものというべきであり、相当ではない」ことを挙げる。

(d) そのうえで、「このことは、完全親会社を同じくする複数の株式会社がそれぞれ再生債務者に対して債権を有し、又は債務を負担するときには、これらの当事者間において当該債権及び債務をもって相殺することができる旨の合意があらかじめされていた場合であっても、異なるものではない」と述べ、合意によって(c)の規律が変わることはないという。

(e) 結論として、「再生債務者に対して債務を負担する者が、当該債務に係る債権を受働債権とし、自らと完全親会社を同じくする他の株式会社が有する再生債権を自働債権としてする相殺は、これを行うことができる旨の合意があらかじめされていた場合であっても、民事再生法92条1項によりすることができる相殺に該当しない」と述べる。

(28) 従来は、「・・・を目的とする合理的な制度」とされていたが、本判決は、単に「・・・を目的とする制度」とし、「合理的な」を削った。

(f) 本判決には、千葉勝美裁判官の詳細な補足意見がある。同意見は、民事再生法 92 条の適用又は類推適用ができないことを詳しく説明したうえ、今後の経済界、金融界において、本件相殺的处理のようなリスク管理の必要性・合理性を承認してよいとする共通の認識が広く醸成される状況が生じた場合に同条の該当性を肯定することや立法的対応をすることが検討課題となるとしつつ、その場合でもなお慎重な検討が求められるという。

本判決は、相殺の時的制約に関して判例が認めてきた「相殺の担保的機能に対する倒産債権者の合理的な期待の保護」を、主体の制限に関しては考慮しないことを明らかにし、これを考慮した本件 1 審・2 審の判断を否定した。その理由として、上記 (c) に「民事再生法 92 条 1 項の上記文言に反し」とあることから、形式的文言解釈であるかのようにもみえるが、その本質は、「再生債権者間の公平、平等な扱いという上記の基本原則を没却する」という点にあると理解すべきであろう。

③ 小括

この最高裁判決からは、次のような判断の段階的構造を見出すことができる。

- (a) 相殺の担保的機能に対する債権者の信頼・期待は、倒産手続においても保護される。
- (b) 倒産債権者間の公平・平等な扱いが倒産手続の基本原則である。
- (c) (a) の保護は、倒産手続開始時に互いに債務を負担する関係にある当事者間に限って認められ、そうでなければ (b) の原則による。
- (d) 一定の関係にある当事者間に相殺の合意がある場合でも、(c) は動かない。

4 考察

倒産手続に関する判例は、時的制約との関係では、相殺の担保的機能に対する合理的期待を考慮するが、主体の制限との関係では、これを考慮しない。それはなぜか、また後者の関係において、今後の状況（3（2）② d（f）参照）に応じて、柔軟化する論理はありうるのか。その問題を考えるため、相殺における「公平」の概念、及び、相殺契約の効力について検討した後、3 当事者間の合意に基づく相殺の効力について考えてみたい。

（1）相殺における「公平」の概念

① 3 段階の公平

本稿の冒頭で、「当事者間の公平」と倒産手続における「債権者間の公平」の関係については、吟味を要すると述べたが、倒産手続に関する判例・学説の展開により、その関係が次第に明らかになってきた。分析のために、当事者間の公平・2債権者間の公平・倒産債権者間の公平に分けて検討しよう⁽²⁹⁾。

② 当事者間の公平

民法起草者の考えていた「当事者間の公平」は、典型的には、民法508条（時効消滅した債権による相殺）の規律において現れる。判例（前掲最大判昭和45年6月24日、同最判平成24年5月28日、同最判平成28年7月8日）が相殺制度の目的として掲げる「両者の債権関係を円滑かつ公平に処理すること」の「公平」も、まずはこのレベルの公平を意味する。

③ 2債権者間の公平

民法511条の規定する差押えと相殺の場面で、相殺の担保的機能が認められるのは、「債権者間の公平」の問題であるが、ここでいう「債権者間」とは、ある債権（AのBに対する債権）を差し押さえた債権者Gと、その債権の債務者であり、かつ、Aに対して反対債権を有するBとの間の問題である。この場合、Bに対立する債権者は原則として1人である（ある債権について差押えが競合しても、差押えの効力発生時期等によって優先する債権者が決まり、Bは優先競合債権者と優劣を争うことになる）。また、ここではBはGに対し、相殺の効力を主張できるか（Gに勝つか）どうかだけが問題となり、BG間で債権者平等による割合的配当がされるわけではない（相殺できない場合、BがAに対する債権を行使することは可能だが、AのBに対する債権（Aの一般財産）について比例弁済原則による配当を受けるわけではない）。つまり、民法上、相殺をめぐる紛争は、1対1の形で現れる「2債権者間の公平」の問題である。この問題は、平時又は法的倒産手続開始前の段階で現れる。

④ 倒産債権者間の公平

倒産手続に関する判例法理のいう「倒産債権者間の公平、平等な扱いを基本原則とする倒産手続の趣旨」の公平は、倒産債権者間の公平である。時的制約に関する諸判例（2（2）②参照）においては、倒産手続における相殺禁止及びその例外との関係で、2債権者間の公平の尊重（相殺の担保的機能に対する期待の保護）が倒産債権者

(29) 中西正「民事手続法における相殺期待の保護」NBL1046号35頁・1047号37頁・1048号50頁（2015）参照。

間の公平の理念に反するものではないという文脈で言及されていたので、それぞれの公平の意義や両者の関係を厳密に詰める必要が感じられなかった。しかし、主体の制限に関する前掲最判平成 28 年 7 月 8 日では、倒産債権者間の公平のみが問題とされ、それは強い基本原則であって、一定の関係のある当事者間の合意によっても覆せないものであるとされる。

⑤ 3 種の公平の関係

「当事者間の公平」は、「2 債権者間の公平」の基礎にある。「2 債権者間の公平」は、相殺の担保的機能として現れる。倒産手続においても、同機能に対する期待を保護することは、「倒産債権者間の公平」に反しないと考えられる（倒産手続における相殺権の承認）。しかし、その保護は、あくまでも「倒産債権者間の公平」に反しない限りにおいてのことである（倒産手続における相殺の禁止）。

「当事者間の公平」において、相殺の相手方の無資力又は破産の場合に言及されることもある。これは、「当事者間の公平」が「倒産債権者間の公平」においても認められる倒産手続における相殺権の承認の基礎にあるものとして理解することができる。

(2) 相殺に関する合意の効力⁽³⁰⁾

① 3 種の公平と相殺に関する合意

前項で検討した 3 種の公平との関係で、相殺に関する合意はどのような効力をもつか。当事者間・2 債権者間・倒産債権者間の各段階について、2 当事者間の合意と 3 当事者間の合意に分けて検討したい。

② 当事者間の効力

a 2 当事者間の合意

互いに債権債務を有し、又は、有する可能性のある 2 人の当事者が相殺に関する合意（確定的相殺契約、停止条件付相殺契約、相殺予約、弁済期に関する特約）をした場合、契約自由の原則により、公序良俗に反しない限り、当事者間で効力を有する。隣接するものとして、交互計算や一括清算ネットティング条項があり、それぞれの規律に服する。

(30) 概括的には、中田・前掲注(6)392 頁～393 頁。

b 3 当事者間の合意

3 当事者間でも、同様である。例えば、B が A に、A が C に、C が B にと、環状に債権を有する 3 者間で相殺予約をし、予約完結権を与えられた B がそれを行使した場合、BA 間・BC 間はもとより、AC 間の債権も消滅する。

③ 2 債権者間の効力

a 2 当事者間の合意

相殺に関する合意をした 2 当事者の一方の債権が差し押さえられた場合、その合意の効果を主張できるかどうかは、契約（合意）の相対効の問題である。差押えと相殺に関する前掲最大判昭和 45 年 6 月 24 日は、一定の事由が生じた場合に直ちに相殺適状を生じさせるという合意を「契約自由の原則上有効」だとしたが、一定の要件の下でのみ有効性を認める大隅健一郎裁判官の意見の方向を支持する学説が多い⁽³¹⁾。ここでは、法定相殺の遡及効（民法 506 条 2 項）を合意による相殺で実現することの評価も問題となる。

b 3 当事者間の合意

ここでは、2 当事者間の契約の相対効の問題に加えて、3 当事者の契約の相対効を 2 当事者の契約の相対効と同様に考えてよいのかという未解明の問題がある。

(a) 理論的には、ABC の 3 者間の 1 個の契約の相対効なのか、AB・BC・CA の 3 個の連鎖する契約の相対効なのかという基本的問題がある。

(b) この問題は、3 当事者間にとどまらず、それ以上の多数当事者間の合意の効力へと広がる。そこでは、CCP を設ける場合、当事者が組合契約を結ぶ場合などを含め、多様な法律関係がありうる。それも視野に入れて考える必要がある。

(c) 2 当事者の特約は、弁済期に関する特約など社会的にも類型的なものが多く、その公知性・合理性が認められる場合も考えられるが、3 当事者（多数当事者）間の法律関係は多様であり、その合意も多様でありうる。

(d) 相殺については、2 当事者間の場合、相殺の担保的機能に対する期待・信頼が問題となるが、3 当事者（多数当事者）間の場合、合意により形成された仕組みに対する期待・信頼が問題となる。

このようなことから、3 当事者間の契約の相対効については、今後の検討が必要なところであり、その例外を一義的に示すことは、むずかしい。そこで、3 当事者間の合意を 2 当事者間の合意に還元するという手法が考えられる。前掲最判平成 7 年 7 月

(31) 中田・前掲注(6)413 頁。

18日は、相殺に関する合意をした3当事者のうちある者の債権が差し押さえられた場合、一定のオペレーションを経て2当事者間の債権債務にしたうえで相殺する場合と実質的に同様であることを指摘して、そのオペレーションに伴う要件（債権譲渡の対抗要件）の具備を求めた（3（1）②a（b）参照）。これは、3当事者の契約の相対効の例外の基準を、2当事者間の関係に置き換えるオペレーションに伴う要件で代替したものと理解することができる。他方、相殺の時的制約が及ばない状況であっても、基準時以降に第三者から債権を取得した場合は、その制約を免れることはできず、相殺できないとされることがあるが⁽³²⁾、これは時的制約の基準を緩和する一方、3当事者の債権債務関係を2当事者の関係に置き換えることについては緩和しないとする規律であって、相対効の例外の外枠を画するものといえる。

④ 倒産債権者間の合意

a 2当事者間の合意

相殺に関する合意をした2当事者の一方について倒産手続が開始した場合、その合意の効果を主張できるかどうかは、㊦契約の相対効の問題（③a）であるとともに、①倒産法秩序の問題⁽³³⁾でもある。倒産手続開始決定が包括差押えの実質を有することを強調する立場⁽³⁴⁾では、㊦と①の共通性及び「2債権者間の公平」と「倒産債権者間の公平」の同質性を考慮し、倒産手続における相殺権の承認（破産法67条、民事再生法92条）を重視することになるだろう。他方、倒産法的再構成⁽³⁵⁾ないし倒産法的公序⁽³⁶⁾を強調する立場では、倒産手続の特質を考慮し、倒産手続における相殺

(32) 相殺は、債権債務を有しあう当事者間の信頼関係の存在が前提となっていることから、破綻に瀕する債務者に債権を安く買い集めて相殺することは認められないといわれている（我妻・前掲注(4)319頁）。民法508条との関係でも、第三者から既に時効にかかった債権を譲り受けて、それと自己の債務とを相殺することは、認められていない（最判昭和36年4月14日民集15巻4号765頁）。改正民法511条2項が、差押えと相殺に関する規律として、差押え後に取得した債権であっても差押え前の原因に基づいて生じたものであるときは相殺できるとしつつ、差押え後に他人の債権を取得した場合は、相殺できないと規定するのも、その例である。

(33) 中田裕康「契約当事者の倒産」野村豊弘ほか『倒産手続と民事実体法』別冊NBL60号（2000）4頁・32頁以下参照。

(34) 松下淳一『民事再生法入門〔第2版〕』（2014）50頁以下。

(35) 伊藤眞「証券化と倒産法理——破産隔離と倒産法的再構成の意義と限界」金法1657号6頁・1658号82頁（2002）。

(36) 山本和彦「倒産手続における法律行為の効果の変容——『倒産法的再構成』の再構成を目指して」伊藤眞古稀記念『民事手続の現代的使命』（2015）1181頁。特に、1191頁・1199頁において相殺に関する合意が倒産法的公序に反するという評価が示される。水元宏典『倒産法における一般実体法の規制原理』（2002）も参照（特に201頁以下）。

の禁止（破産法 71 条・72 条、民事再生法 93 条・93 条の 2）を重視することになるだろう。

b 3 当事者間の合意

相殺に関する合意をした 3 当事者のうち 1 人について倒産手続が開始した場合、その合意の効果を主張できるかどうかは、㉞ 3 当事者間の契約の相対効の問題（㉜ b）であるとともに、㉝ 倒産法秩序の問題でもある。㉞については未解明な部分があるため、㉝の比重が一層増すことになる。基準時以後に他から取得した債権や引き受けた債務による相殺の禁止（破産法 71 条 1 項 1 号・72 条 1 項 1 号、民事再生法 93 条 1 項 2 号・93 条の 2 第 1 項 1 号）は、㉞の限界の外枠を形成するとともに、㉝を表すものでもある。前掲最判平成 28 年 7 月 8 日が相殺に関する合意の効力を認めなかったのも、㉞が不明瞭な状況において、㉝を重視したものといえよう。

（3） 3 当事者間の合意に基づく相殺の効力

このように、3 当事者間の合意に基づく相殺は、㉞当事者間では、契約自由の原則により効力が認められるが、㉝ 2 債権者間では、a 2 当事者間の特約の相対効の問題と、b 3 当事者の契約の相対効の問題があり、㉞倒産債権者間では、㉝a b に加えて、c 倒産法秩序の問題がある。3 当事者間の合意に基づく相殺の倒産手続における処遇は、㉝b が不明瞭であるため、c の比重が高まり、厳格な姿勢が示されることになった。

これに対し、3 当事者間の合意についても相殺に対する期待を保護しようとするのであれば、2 つの方法が考えられる。第 1 は、3 当事者の債権債務関係を 2 当事者間の関係に置き換えつつ、そのオペレーションに伴う要件を付加する方法である（前掲最判平成 7 年 7 月 18 日参照）。第 2 は、3 当事者間の合意のうち社会的類型性・合理性・公知性のあるものを取り上げ、それについて合意の相対効の例外を認める方法である（前掲最判平成 28 年 7 月 8 日の補足意見参照）。いずれかによって、㉝の a と b が解決した場合、改めて c との関係が吟味されるべきことになる。

第2章 デリバティブ取引に関する法の動向

——ネットティングを中心として——

神 田 秀 樹

1 はじめに

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

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

また、以下では、準拠法が日本法であることを前提とする。

2 日本法における二者間ネットティングの取扱い

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

現行日本法のもとでは、このような一括清算ネットティング（以下「ネットティング」という）については、一般に、①「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」（以下「一括清算法」と略す）が適用されれば、それでネットティングが行われ、これが適用されないと、②破産法 58 条（民事再生法 51 条、会社更生法 63 条で準用）が適用される。そして、破産法 58 条等の適用もない場合には、③相殺に関す

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

平成 25 年の預金保険法の改正により、預金保険法に 137 条の 3 が新設された。この規定は、FSB（金融安定理事会）の「Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions（October 2011）」を実現するものであり、一定の場合に、ネットティングの実施を一時停止するものである。すなわち、同法 137 条の 3 第 1 項は、「内閣総理大臣は、第 102 条 1 項に規定する認定又は特定認定を行う場合においては、（金融危機対応）会議の議を経て、当該認定又は特定認定に係る金融機関又は金融機関等について、関連措置等（当該認定若しくは特定認定又は管理を命ずる処分、特別監視指定若しくは特定管理を命ずる処分その他の当該認定若しくは特定認定に関連する措置をいう）が講じられたことを理由とする契約（契約の当事者又は契約において定める者である金融機関又は金融機関等に対し関連措置等が講じられたことを理由として特定解除等の効力が生ずることを約定しているものであつて、金融市場その他の金融システムと関連性を有する取引のうち内閣府令・財務省令で定めるものに係るものに限る）の特定解除等を定めた条項は、我が国の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれを回避するために必要な範囲において、事業の譲渡その他の我が国の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれを回避するために必要な措置が講じられるために必要な期間として内閣総理大臣が定めた期間（以下「措置実施期間」という）中は、その効力を有しないこととする決定を行うことができる」と定めている（137 条の 3 第 5 項 6 項も参照）。なお、「特定解除等」とは、「契約の終了又は解除、契約を解約する権利の発生、契約に係る債権に係る期限の利益の喪失、契約に係る取引に係る金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律 2 条 6 項に規定する一括清算その他これらに類するものとして内閣府令・財務省令で定めるものをいう」とされている（137 条の 3 第 2 項）。

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

3 ISDAのマスター契約書式

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

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

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

（1）事実の概要

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

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

X は、当初、解除による損害として、X が本件契約によって発生する為替リスクを

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

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

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

(2) 判旨

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

(3) コメント

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

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

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

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

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

（1）事実の概要

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

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

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

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

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

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

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

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

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

X は、控訴し、控訴審において若干の補足的主張をした。控訴棄却。

(2) 判旨

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

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

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

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

(3) コメント

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

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

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

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

第 3 に、本件のような事例で「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」（以下「一括清算法」と略す）は適用されないのか。本件での国債の提供は一括清算法の適用対象になるように思われる（一括清算法 2 条 1 項、金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律施行規則 1 条参照）（和仁亮裕「一括清算に関する覚書」新堂幸司先生古稀祝賀『民事訴訟法理論の新たな構築（下巻）』801 頁以下（平成 13 年）参照）。これが適用されるとすると、再生手続との関係でいえば、一括清算法という一括清算が行われた場合の残額債権は再生債権となる（一括清算法 3 条）。また、一括清算法の適用がなくても、民事再生法 51 条（破産法 58 条を準用）が適用されれば、その場合も同様である。本件で裁判所はこれらの規定の適用を問題としていないようであるが、本件はこれらの規定を適用して解決すべき事例ではなかったかと思われる。

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

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

（1）事実の概要

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

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

（2）判旨

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

所定の年5分の割合による遅延損害金の支払義務を負うものである。」

(3) コメント

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

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

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

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

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

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

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

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。

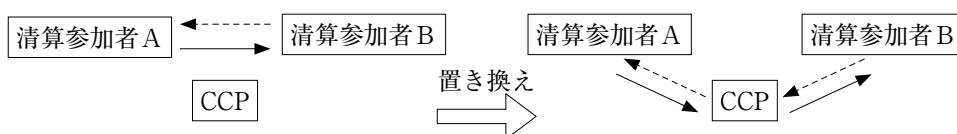
「金融商品取引法の一部を改正する法律」（平成 22 年法律第 32 号）により金融商品取引法が改正され、金融商品取引業者等は、所定の店頭デリバティブ取引を行う場合には、当該取引に基づく自己及び相手方の債務を金融商品取引清算機関に負担させなければならないとされ（金商 156 条の 62 柱書及び 1 号）、金融商品取引業者に対して集中清算義務が課されることとなった。この改正は、CCP を通じた集中清算を行うことにより、破綻した金融商品取引業者と取引をした他の金融商品取引業者の回収不能リスクを低減し、破綻の連鎖を防止することを趣旨とする。

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ところ、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

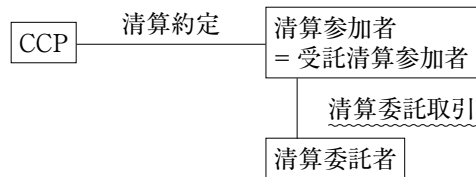
- a 破綻処理清算約定の終了に伴って生じる当社の期限前終了手数料の支払債務と未決済債務を差引計算し、前号に掲げる未決済債務の合計額（以下「破綻清算参加者支払額」という。）から当該期限前終了手数料の額を控除する。
- b 破綻清算参加者が破綻処理清算約定に関し当社に預託済みの変動証拠金を未決済債務に充当し、上記 a の控除を行った残額からその充当額を控除する。

- 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が問題となる。

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

及びこれに附随する業務のほか、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.jpx.co.jp/jscc/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）。

第4章 CCP等、デリバティブ取引に係る監督 法的規制——店頭デリバティブを中心に——

岩 原 紳 作

1 規制目的

銀行法等、金融監督法制におけるデリバティブ取引に係る規制の目的は、金融機関の健全性確保、金融システムの安定、金融機関の利用者の保護等にあると考えられる（銀行法1条1項参照）。そのような見地からは、デリバティブ取引はリスクが高くなりうることから、デリバティブ取引によって金融機関の破綻をきたしたり、システムミック・リスクを生じて金融市場を機能不全に陥らせたり、顧客に不当な損害を与えたりしないようにすることが、規制の内容になろう（岩原紳作『商事法論集Ⅱ 金融法論集（上）金融・銀行』（商事法務、2017）412頁以下参照）。

店頭デリバティブにより金融機関の破綻を引き起こした事件として、まず、Barings事件がある（Hal S. Scott & Anna Gelpern, *International Finance: Transactions, Policy, and Regulation*, 20th ed. Foundation Press, 2014 pp.943 et seq.）。そしてベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、AIG等が破綻したいわゆるリーマン危機において、デリバティブ取引参加者が破綻した場合に、相手方取引当事者が負うリスク（counterparty risk）とそれが引き起こしうるシステムミック・リスクが大きな問題となった（Scott & Gelpern, *supra* pp.988 et seq.）。そこで課題となったのは、デリバティブ取引を行う金融機関等が負うリスクの管理・軽減である。

2009年9月24日・25日のピッツバーグ・サミットG20首脳声明は、「全ての標準物店頭デリバティブ契約は、遅くとも2012年末までに、適切で中央清算機関（Central Counterparties: CCP）により清算される取引所又は電子取引基盤（Electronic Trading Platforms: ETP）によって取引されなければならない。店頭デリバティブ取引契約は、取引情報蓄積機関（Trade Repositories: TR）に報告されなければならない。[Financial Stability Board] …に対し、その実現を評価し、それがデリバティブ市場の透明性を高め、システムミック・リスクを緩和し、市場の濫用から守るのに十分であるかを、評価することを求める。」（Leaders' Statement, The Pittsburgh Summit 9 (Sept.24-25,2009), <http://www.treasury.gov/resource-center/>

international/g7-g20/Documents/Pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf.) としている。

これを受けて各国においてこの声明の立法化が行われた（アメリカにつき、7 U.S.C. § 2 (h) et seq.; Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No.111-203, 124 Stat.1376 § § 619 et seq.; Arthur W. S. Duff & David Zaring, New Paradigms and Familiar Tools in the New Derivatives Regulation, 81 Geo. Wash. L. Rev. 663, 700 (2013)、EUにつき、The Regulation (EU) No.648/2012, of the European Parliament and of the Council of July 4, 2012, on OTC derivatives, central counterparties (CCPs), and trade repositories (TR) (EMIR) entered into force on August 16, 2012; The Commission Delegated Regulations (EU) Nos. 148/2013 to 153/2013 of December 19, 2012, supplementing EMIR; Hanno Teuber/ Ulrich Schroeder (Hrsg.), MiFID II und MiFIR: Umsetzung in der Bankpraxis (Finanz Colloquium Heidelberg, 2015), S.333 et seq. 参照)。ピッツバーグ・サミット G20 首脳声明により①清算集中 (CCP を通じた決済)、②取引情報の保存・報告、③電子取引基盤の利用の義務付け、等が合意されたわけであるが、我が国においては、このうち①、②の課題に応えるべく、平成 22 年金融商品取引法の改正が行われて、金融商品取引法 156 条の 62 以下が設けられ、③の課題に応えるべく、平成 24 年金融商品取引法改正が行われた（「デリバティブに関する規制」金融商品取引法研究会記録第 39 号（2012 年）44 頁 [神田秀樹]）。その結果、取引の透明性の向上のための取引情報の保存・報告、電子取引基盤 (ETP) 使用義務、中央清算機関 (CCP) への清算集中と CCP に関する規制、証拠金規制 (margin requirement)、分別管理の要求、等が規定された。この他、デリバティブ取引に係る自己資本比率規制、販売勧誘規制にも進展があった。

2 金融機関のデリバティブ取引と監督体制

金融機関が取り扱うことができるデリバティブ取引としては、銀行を例にとると、付随業務（銀行法 10 条 2 項）として、第一に、有価証券関連デリバティブ取引を除くデリバティブ取引（同項 12 号）、及びその媒介、取次ぎ、又は代理（同項 13 号）がある。ここでいうデリバティブ取引とは、金融商品取引法 2 条 20 項に規定する「デリバティブ取引」、即ち、同条 21 項の「市場デリバティブ取引」（金融商品市場の基準・方法に従う、差金決済先物取引、金融指標先物取引、金融商品の売買等オプション取引、金利等・金融指標スワップ取引、クレジット・デフォルト・スワップ取

引等)、同条 22 項の「店頭デリバティブ取引」(金融商品市場及び外国金融商品市場によらないで行う、差金決済先物取引、金融指標先物取引、金融商品の売買等オプション取引、金融指標オプション取引、金利等・金融指標スワップ取引、クレジット・デフォルト・スワップ取引等)又は外国市場デリバティブ取引であって、有価証券関連デリバティブ取引以外のものである(銀行法施行規則 13 条の 2 の 2)。第二に、金融等デリバティブ取引(銀行法 10 条 2 項 14 号)、及びその媒介、取次ぎ、又は代理(同項 15 号)がある。ここでいう金融等デリバティブ取引とは、商品デリバティブ取引・排出権取引の算定割当量の相場に係るスワップ取引・これらのオプション取引(銀行法施行規則 13 条の 2 の 3 第 1 項・2 項)である。上場商品構成物品等(商品先物取引法 15 条 1 項 1 号)について商品市場(同法 2 条 9 項)における相場を利用して行う取引(同法 2 条 14 項 1 号～3 号・4 号(ニを除く))の媒介、取次ぎ又は代理は除かれる(銀行法施行規則 13 条の 2 の 3 第 3 項)。第三に、原則として差金決済される有価証券関連店頭デリバティブ取引(銀行法 10 条 2 項 16 号)がある。

有価証券に関するデリバティブや有価証券指数取引だけでなく、金融機関が取り扱うそれ以外の金融商品(金融商品取引法 2 条 24 項)及び金融指標(同法 2 条 25 項)についてのデリバティブ取引も、金融商品取引法の適用を受け、不公正取引の禁止(同法 157 条)、風説の流布・偽計・暴行・脅迫の禁止(同法 158 条)、相場操縦・内部者取引の規制(同法 159 条・166 条)の対象となる。デリバティブ取引は、「市場デリバティブ取引」、「店頭デリバティブ取引」及び「外国市場デリバティブ」に分かれ(同法 2 条 20 項～23 項)、デリバティブ取引に関する業務を行うと、金融商品取引業を行ったことになり(同法 2 条 8 項各号)、内閣総理大臣への登録が必要になる(同法 29 条。登録拒否要件については、同法 29 条の 4 第 1 項 5 号ニ・ホ)。市場デリバティブ取引及び店頭デリバティブ取引のうち、有価証券や有価証券に関する数値等に関するものは、有価証券関連業として(同法 28 条 8 項)、銀行等の金融機関が行うことを禁止している(同法 33 条 1 項)。店頭デリバティブ取引を業として行う者は、第一種金融商品取引業としての規制を受けることになる(同法 28 条 1 項)。

内閣総理大臣は、金融商品取引業者及び登録金融機関に対して、業務改善命令(同法 51 条・51 条の 2)、登録・認可の取消・業務停止命令(同法 52 条 1 項・52 条の 2 第 1 項)、役員解任命令を行える(同法 52 条 2 項・52 条の 2 第 2 項)。第一種金融商品取引業者が 120%という法定の自己資本比率を下回っている場合、必要な限度での業務方法等の命令・業務停止命令・登録の取消等を行うこともできる(同法 53 条)。

金融商品の範囲から商品先物取引法 2 条 1 項に規定する商品が除外されている(同

法 2 条 24 項 4 号括弧書)。即ち、金融商品取引法の適用があつて、同法の主務大臣である内閣総理大臣（金融庁）の監督を受けるのは、同法が規定する金融商品及び金融指標を原資産とするデリバティブだけであり、商品先物取引法 2 条 1 項に規定する商品を原資産とするデリバティブは、商品先物取引法の適用を受け、同法の主務大臣である経済産業大臣及び農林水産大臣の監督を受けることになる。

商品先物取引法によれば、店頭商品デリバティブ取引（同法 2 条 14 項）又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為、商品市場における取引（同法 2 条 10 項）の委託を受け、又はその委託の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為等を業として行うことは、商品先物取引業とされ（同法 2 条 22 項）、商品先物取引業者（同法 2 条 23 項）は主務大臣の許可を受けなければならず（同法 190 条・2 条 23 項）、顧客財産の分離保管義務（同法 210 条）、純資産額規制比率（同法 211 条）、誠実かつ公正に業務を遂行する義務（同法 213 条）、広告等の規制（同法 213 条の 2）、不当な勧誘等の禁止（同法 214 条）等の規制の対象となる。そして商品先物取引業者に対して、主務大臣には、報告徴収・立入検査権（同法 231 条）、業務改善命令等の権限（同法 232 条）、純資産額規制比率についての命令権限（同法 235 条）、監督上の処分権限（同法 136 条）、等が認められている。

しかし商品デリバティブに関し商品先物取引法は、金融商品取引法のように、3 以下に紹介するような、取引の透明化を図り、システミック・リスクを抑止するための諸規制は、導入しなかった。その理由としては、商品デリバティブは取引量が未だ大きくないことから、規制を導入することによって商品デリバティブ市場の発展を阻害すべきでないこと、商品取引に関する情報は、主務官庁が別に入手することができること、等が挙げられているようである。

デリバティブ取引等に関する監督上の指針は、以下のようなことを求めている。まず金融機関のリスク管理に関しては、主なカウンターパーティの信用リスクについて、カウンターパーティ別及びカウンターパーティの類型別のエクスポージャーの管理、デリバティブ取引の参照資産の時価の変化等によりエクスポージャーが拡大することによるリスクの把握、担保その他の信用補完措置の有効性の確認、市場流動性が低下する状況等も勘案した適切なストレステストの実施がなされなければならない（「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅲ－2－3－2－1－2（10））。この他、後述するように清算集中を行った場合のリスク管理も定められている（同（11））。また、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」Ⅳ－3－3－5 は、通貨関連店頭デリバティブ取引に係るリスク管理態勢として、カバー取引との時間差の間の相場の急激な変動に備えたリスク管理態勢の整備、システム障害によるカバー取引のシステム

リスクの管理態勢の整備、相場が急激に変動した場合のリスク管理方針や態勢の整備、自己勘定取引・ロスカット取引・低スプレッド取引等にかかる詳細なリスク管理態勢の整備等を求めている、報告徴求や業務改善命令の対象となる（金融商品取引法56条の2第1項・51条）。この他、市場デリバティブ取引に係る法令遵守態勢、勧誘・説明態勢等が定められている（同指針V-2-2-1・V-2-2-2）。

3 取引情報蓄積機関（TR）への報告等

金融商品取引法156条の63・156条の64は、金融商品取引清算機関等（金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関）及び金融商品取引業者等（金融商品取引業者又は登録金融機関）に対し、取引情報の保存・内閣総理大臣への報告を義務付けている（「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令」（以下、「店頭デリバティブ府令」と略す）3条～9条）。但し金融商品取引業者は、取引情報を取引情報蓄積機関（TR）に保存し、取引情報蓄積機関から内閣総理大臣に報告することもできる（同法156条の64第3項・156条の65）。取引情報蓄積機関としては、DDRJ（DTCCデータ・レポジトリ－・ジャパン）が指定されている（同法156条の67～156条の84）。内閣総理大臣は、報告された取引につき、その規模その他当該取引の概要を明らかにするために必要な事項を公表する（同法156条の66第1項）。また、金融商品取引清算機関等又は取引情報蓄積機関に対し、その保存する清算集中等取引情報又は取引情報の対象となっている取引について、その規模その他当該取引の概要を明らかにするために必要と認められる事項を公表することを命ずることができるとされている（同法156条の66第2項）。

この取引情報の保存・報告制度の対象となるのは、金融商品取引業者等のうち、取引情報作成対象業者（第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者又は登録金融機関である銀行、株式会社商工組合中央金庫、株式会社日本政策投資銀行、全国を地区とする信用金庫連合会、農林中央金庫若しくは保険会社）が行う、金利、為替、株式等の金融商品の先物の売買等の差金決済店頭デリバティブ取引（約定日から受渡日までの期間が2営業日以内のものを除く）、オプション（権利行使期間が2営業日以内のものを除く）、スワップ、クレジットに関する店頭デリバティブ取引（CDS等）等の店頭デリバティブ取引である（店頭デリバティブ府令6条）。

4 電子取引基盤（ETP）使用義務

金融商品取引法 40 条の 7 は、店頭デリバティブ取引を業として行う金融商品取引業者等は、特定店頭デリバティブ取引（店頭デリバティブ取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、取引の公正の確保のためその概要に関する情報の迅速な開示が必要であると認められる取引として内閣府令で定めるものをいう。）を行う場合には、当該金融商品取引業者等がその店頭デリバティブ取引の業務の用に供する電子情報処理組織又は他の店頭デリバティブ取引を業として行う金融商品取引業者等若しくは電子店頭デリバティブ取引業者（金融商品取引法 60 条の 14 第 2 項）がその店頭デリバティブ取引等の業務の用に供する電子情報処理組織を使用して行わなければならないとしている。ここで言う「特定店頭デリバティブ」は、「金融商品取引業等に関する内閣府令」（以下、「金商業府令」と略す。）125 条の 7、「金融商品取引業等に関する内閣府令 125 条の 7 第 1 項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件」（平 27 金融告 67）により、変動金利が 6 ヶ月物の円 LIBOR に該当するプレーンバニラ型の円金利スワップで、JSCC により清算集中されるものをいう、とされている。極めて限定的な指定と言えよう。

電子取引基盤の提供を行う者は、板を具備すること、板又は 3 者以上への引き合い（Request For Quote: RFQ）において取引を成立させることが要求される（白川俊介「OTC 店頭デリバティブ規制改革—国際的な議論を中心に—」（平成 27 年 6 月 12 日）（www.japancollateralforum.com/digital_assets/17346/09.00_ShunsukeShirakawa_JPN.pdf）。電子取引基盤の提供を行う者としては、ブルームバーグ・トレードブック・ジャパン証券株式会社、トレードウェブ・ヨーロッパ証券会社等、7 社がある（国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）の調査による）。

電子取引基盤の提供を行う者は、取引成立日時、清算集中の有無、取引の効力発生日、取引の効力消滅日、取引の通貨の種類、契約の種類、利率等、想定元本額等の取引情報を、取引後、直ちに公表しなければならない（金商業府令 125 条の 8 第 1 項、別表）。しかし、想定元本額が一定額を超えるブロックトレードについては、翌営業日中に公表すればよい（金商業府令 125 条の 8 第 2 項、別表）。また、取引当事者の個別名称といった特定の取引を容易に識別することができるような情報は除外されるようである（白川・前掲）。

「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」は、電子取引基盤運営業者に、電子取引基盤の板上において、売付け及び買付けの気配等を正確に公表する等のための態勢・システムの確保（同指針Ⅳ－3－3－4（3）①）、電子取引基盤を使用して成

立した店頭デリバティブ取引の概要について、法令等に従い、正確かつ適時に公表するための態勢・システムの確保（同指針Ⅳ－３－３－４（３）②）、等を求めており、金融商品取引法 56 条の 2 第 1 項に基づく報告の徴求や、同法 51 条に基づく業務改善命令の発出が想定されている（同指針Ⅳ－３－３－４（４））。

３、４に記載したような取引情報の保存・報告・公表義務は、デリバティブ市場の透明性を高め、市場及び監督当局によるデリバティブ市場の監視を可能にしようというものである（Duff & Zarig, supra pp.704-705）。また、会員制の取引所や清算機関は、会員が互いにリスクを負担することになり、会員が互いに他の会員の行動を監視することが期待されている。しかし実際には、市場の規模の爆発的な拡大と、報告義務の不十分さにより、この期待は裏切られているという指摘がある（Duff & Zaring, supra p.705）。また規制により清算集中がなされ、ヘッジされないデリバティブ取引は銀行から切り離された子会社においてなされるようにされたが、これは市場による規律やそのインセンティブを弱めることになっているという指摘もある（Duff & Zaring, supra p.705）。

我が国に関して言えば、清算機関に対して公表が義務付けられるのは、取引情報の概要であり、電子取引基盤が公表する情報も、取引当事者の個別名称といった特定の取引を容易に識別できるものは除かれるということであるから、公表された取引情報によって市場による規律が働くことは、余り期待できない。金融商品取引法は、金融商品取引業者等により内閣総理大臣に報告された情報に基づいて、監督当局が監督権限を行使してシステミック・リスクに対応することに主に期待していると思われる。

これに対しアメリカの場合は、清算機関が監督機関だけでなく公衆に対しても、清算した各契約の内容や条件、証拠金設定の方法、清算機関の金融資産の規模と構成、各清算契約の種類毎に毎日の清算価格、清算額等を開示しなければならないとしている（7 U.S.C. § 7a-1 (c) (2) (L)）。登録スワップ・ディーラーやスワップのポートフォリオの大量保有者は、そのデリバティブ・ポジションの記録を保存し、CFTC や監督当局の検査に供しなければならない（7 U.S.C. § 6s (f)-(g), (j)）、CFTC は、主要なスワップの種類ごと、市場参加者ごと、新商品の開発ごとに、取引と清算に係る総計の情報を、公衆に開示しなければならない（7 U.S.C. § 2 (a) (14)）。清算機関を経ないものを含め全てのスワップについてスワップデータ蓄積機関に報告されなければならない（7 U.S.C. § 2 (h) (5), 6r (a) ; Dodd-Frank Act § 723 (a) (2), 729）。これらの開示規定は、監督当局が危機に備えて潜在的な問題をより速やかに把握できるようにするとともに、投機的なデリバティブ取引を抑止する効果も狙っているとされる（Timothy E. Lynch, The United States' Second-Best Strategies for Corraling

Purely Speculative Derivatives, 36 Cardozo L. Rev. 545, 607 (2014))。我が国の開示規制についても同様の定めが必要ではなかろうか。なおアメリカにおいては、情報を公衆に開示しても、複雑なために市場がそれをきちんと評価できるか疑問であるという指摘がある (Lynch, supra p.607)。

5 清算集中

金融商品取引法 156 条の 62 によれば、金融商品取引業者等は、「店頭デリバティブ取引その他の取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、その取引に基づく債務の不履行が我が国の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがあるものであつて、その特性にかんがみ、我が国において清算する必要があるものとして内閣府令で定める取引」は、金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関に自己及び相手方の債務を負担させて行わなければならないとしている（店頭デリバティブ取引の清算機関としては、株式会社日本証券クリアリング機構 (JSCC) がある）。即ち、CCP である金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関を介して清算する取引にしなければならないとしているわけである。

同条に基づいて定められた店頭デリバティブ府令 2 条 1 項は、上記の内閣府令で定める取引として、金融商品取引法 156 条の 62 第 1 号に規定される取引（CDS 取引等）のうち、金融庁長官が指定したものとし、同条 2 項は、金融商品取引法 156 条の 62 第 2 号に規定されている取引（金利スワップ取引等）のうち、金融庁長官が指定した取引を挙げている。同条 3 項は、同条 1 項の取引のうち、以下のいずれかの要件を充たす取引については、清算集中義務の適用対象外としている。即ち、①取引の当事者の一方が金融商品取引業者等でない場合における取引、②信託勘定に属するものとして経理される場合における取引、③取引の相手方がグループ企業である場合における取引、④取引の当事者の双方が清算参加者でない場合における取引、である。また同条 4 項は、同条 2 項の取引のうち、①～③の要件のいずれかを充たす場合、又は取引の当事者の一方又は双方が、前年度の各月末の店頭デリバティブ取引の平均残高が 3,000 億円以上である取引情報作成対象業者でない場合における取引の、いずれかの場合には、清算集中義務の適用対象外としている。

この府令に基づき、「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令第 2 条第 1 項及び第 2 項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件」（平成 24・7・11 金融告 60 号）によれば、金融商品取引法 156 条の 62 第 1 号に定める取引として、CDS の指標取引の中で iTraxx Japan のうち一定のもので、清算集中対象商品を清算する

清算機関の直接参加者である大手証券会社等の金融商品取引業者等による他の金融商品取引業者等との取引が、国内清算機関への清算集中を義務付けられる。また、同法156条の62第2号に定める取引として、一定の金利スワップのプレーンバニラ型で変動金利の参照指標をLIBOR及びTIBORとするもので、店頭デリバティブ取引平均残高3,000億円以上の金融商品取引業者等による他の金融商品取引業者との取引が、国内清算機関や外国清算機関による清算集中を義務付けられる。

清算集中義務については、その必要性を巡って学説の意見は大きく分かれている。システミック・リスクを解消するものではないが、減少させることはできるとする見解と（Hal S. Scott, *The reduction of Systemic Risk in the United States Financial System*, 33 Harv. J. L. & Pub. Pol'y 671, 688 (2010)）、清算機関はリスクをよく管理することはできず、清算機関自身が破綻する可能性がある（Craig Pirrong, *The Clearinghouse Cure*, 31 Reg., Winter 2008-2009, at 44,45 (2009) ; Jeremy C. Kress, *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparty must Have Access to Central Bank Liquidity*, 48 Harv. J. on Legis. 49,72-73 (2011) ; Yesha Yadav, *The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets*, 101 Geo. L. J. 387 (2013) ; Mark Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, 101 Cal. L. Rev.1641, 1662 (2013)）、リスクを過小評価してモラルハザードを生み過大なリスクテークをもたらす（Pirrong, *supra* at 49-50;）、大きすぎてつぶせない金融機関に有利な市場にしてしまう（Michael Greenberger, *Diversifying Clearinghouse Ownership in Order To Safeguard Free and Open Access to the Derivatives Clearing Market* (2011), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2013964）、清算機関内の債権者から清算機関外の債権者へとリスクを移転するだけである（Pirrong, *supra* at 45）、等の批判がある。

要するに論点は大きく二点に分かれる。即ち、清算機関はディーラーである金融機関等よりリスクをよりよく管理できるかという論点と、清算機関はディーラーである金融機関等よりよりよく損失を吸収できるかという論点である（Yadav, *supra* at 447）。前者に関しては見方が分かれよう。後者に関しては、金融商品取引法156条の10は、「金融商品取引清算機関は、金融商品債務引受業により損失が生じた場合に清算参加者が当該損失の全部を負担する旨を業務方法書において定めることその他の金融商品債務引受業の適切な遂行を確保するための措置を講じなければならない」と規定する。そして、（株）日本証券クリアリング機構（JSCC）「金利スワップ取引清算業務に関する業務方法書」17条、同「金利スワップ取引清算業務に関する清算参加者の破綻処理に関する規則」25条も、いずれかの参加者の破綻時には、他の参加者

の相互保証により JSCC に発生する損失の補填が行われるとしている。このような仕組みは、清算機関参加者の連鎖倒産を生じさせる危険がある。また、各参加者はリスク管理の巧拙に関わりなく他の参加者のリスク管理の失敗の責任をとらされることから、各参加者にリスク管理強化のインセンティブを削ぐモラルハザードを生じさせる恐れがある（木野勇人＝糸田真吾『ビッグバン後のクレジット・デリバティブ』（財経詳報社、2010 年）68 頁～69 頁。和仁亮裕＝大間知麗子＝宇波洋介「清算集中・取引情報蓄積機関」ジュリスト 1412 号（2010 年）23 頁・30 頁参照）。金融危機発生時等、清算機関の参加者による損失補填がスムーズに行えるかも問題である。損失補填で賄えない場合に、放置するとシステミック・リスクを拡大することになることから、中央清算機関（CCP）自体が、Too Big To Fail になるという問題が生じる。最終的には、公的資金なり日銀資金の投入ができるか、それは適切かという議論となりうる。

国際的には、これらの問題が生じないように、中央清算機関（CCP）がなるべく破綻しないような手当をするとともに、万一破綻した場合の処理につき予め取り決めをしておく（RRP: Recovery and Resolution Plan）ことが検討されている。これらに関する IOSCO や ISDA の提言を受けて（CPSS-IOSCO, Recovery of Financial Market Infrastructures, <http://www.bis.org/cpmi/publ/d.109.pdf>; ISDA, Principles for CCP Recovery_Jtrans (4).pdf)、FSB が報告書を出している（FSB, Progress Report on the CCP Workplan, 22 September 2015, <http://www.bis.org/cpmi/publ/dl134a.pdf>）。それらによると、CCP の損失吸収能力を高め、流動性を確保するために、CCP の財源につき適切なストレス・テストを行うこと、CCP への拠出金（skin-in-the-game）を適切な規模にするとともに、CCP を運営する清算会員（CM）にリスク管理の適切なインセンティブを与えるものにする（CM による当初証拠金、補償基金の創設とその在り方の工夫等。全国銀行資金決済ネットワークにおける担保・保証の差入制度が参考になろう）、CCP の再建メカニズムを規定すること（CM への追加出資の請求、CCP の証拠金債務の削減、破綻した CM のポジションの清算と劣後化等。全国銀行資金決済ネットワークにおけるロスシェア・ルールが参考となろう）等が提言されており、更に、FSB Resolution Steering Group: FSB ReSG）による検討が続けられている。これらは公的資金を投入しないことを前提としているが、それで足りるのか、そもそも CM の破綻が生じないように、CM 間のデリバティブ取引の残高に一定の制限を設けるべきではないか（全国銀行資金決済ネットワークに加入している銀行間の仕向超過額管理制度等の制限のように）、等が問題となりうるのではなかろうか。

このような清算集中義務をそもそも課すべきか、CCP に関しいかなる制度的な手当を行うべきか、等の問題の他に、我が国の規制において清算集中義務が課されている範囲が適切かという問題がある。我が国において清算集中義務の具体的な対象として指定されているのは、アメリカ等と比較すると、対象商品からも対象取引当事者からも、非常に限定されたものである（例えば、アメリカでは、個別性の強いデリバティブに限って適用除外するとし、非金融機関によるデリバティブ取引についても、一定の場合には清算集中義務の対象としている。Dodd-Frank Act § 723 (a) (3) ; 7 U.S.C. § 2 (h) (7)）。これは我が国においてデリバティブ取引がアメリカにおけるほど活発ではなく、システミック・リスクの観点から清算集中義務を課す必要がまだそれほど高くないと考えられているためであろう。しかし今後のデリバティブ取引の発展によっては、見直しが必要となろう。

なお監督指針は、清算集中されたデリバティブ取引等に係る中央清算機関との間の取引に係るリスクについて、以下のものを含めた適切な管理を求めている。即ち、中央清算機関との取引固有のリスク、適格中央清算機関が服している規制・監督の枠組みに重大な欠陥がある場合に生じるリスク、適格中央清算機関以外の中央清算機関について、当該中央清算機関の求めに応じて支払わなければならない未拠出の清算基金について、その全額が当該中央清算機関の損失補填に充てられるリスクである（「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅲ－２－３－２－１－２（11））。

6 証拠金規制等

個人顧客との通貨関連店頭デリバティブ取引につき、金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人に対し、原則、取引約定時における取引額の4%の額の証拠金（約定時必要預託額）を顧客に預託させることが義務付けられ（いわゆる外国為替証拠金取引（FX 取引）に関するレバレッジ規制。金融商品取引法 38 条 8 号に基づく、2009 年 8 月 3 日に公布された「金融商品取引業等に関する内閣府令」（以下、「金商業府令」と略す）117 条 1 項 27 号・同条 7 項。しかし日本経済新聞 2017 年 9 月 28 日朝刊 1 面によれば、金融庁は約定時必要預託額を取引額の4%から10%に引き上げることを検討しているとする）、また約定済みの取引に係るポジションが相場変動等により取引額の原則 4%という証拠金の額が不足した場合の追加の証拠金（維持必要預託額）の預託も義務付けられている（マージンコール。金商業府令 117 条 1 項 28 号・同条 8 項）。追加証拠金の預託がなされない場合は、金融商品取引業者等は取引を解消しなければならないとされている（金融商品取引法 40 条 2 号に基づく金商業

府令 123 条 1 項 21 号の 2 乃至 21 号の 3)。

金商業府令 117 条 1 項 29 号・30 号は、個人顧客との有価証券関連店頭デリバティブ（いわゆる証券 CFD 取引等）につき、上記の FX 取引と同様の義務を金融商品取引業者等に課している。但し、約定時必要預託額や維持必要預託額は、有価証券関連店頭デリバティブの種類ごとに細かく分かれている（金商業府令 117 条 17 項・18 項）。

以上のような証拠金規制（レバレッジ規制）は、金融庁の解説によれば、個人顧客を対象とした投資者保護の規定と考えられ、その他、業者の財務の健全性確保、過当投機の抑制といったことを目的としているとされる（金融庁ホームページ「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）の公表について」（2009 年 5 月 29 日）（<http://www.fsa.go.jp/news/20/shoukenn/20090529-3.html> 現在、該当ページは削除されている）。しかしこれに対しては、高いレバレッジ比率の取引に対する投資家の需要があるとして、東京金融取引所は反対している（日本経済新聞社「『FX 倍率規制の制限は慎重に』東京金融取引所社長」（<http://www.nikkei.co.jp/news/keizai/20090428AT2C2700U27042009.html> 現在、該当ページは削除されている）。また、FX 投資家へのアンケートでは、「投資家の責任において自由裁量すべきもの」、「そもそも行政が決めるべきことではない」等として、レバレッジ規制に 80%が反対していたという（矢野経済研究所「FX 取引規制に関する投資家アンケート調査結果レバレッジ規制に対する FX 投資家 2,665 名の声」（2009 年 5 月 26 日）（<http://www.yanoict.com/report/1006.html> 現在、該当ページは削除されている）。レバレッジ規制が導入された結果、FX 業者数が減り、店頭 FX 取引高が減少しているとして、レバレッジ規制に反対する学説もある（畠山久志＝林康史＝歌代哲也「外国証拠金取引規制——我が国における FX 取引の沿革と現状——〈その 3 = 完〉」立正経済学季報 65 巻 3 = 4 号（2016 年）1 頁。尤も他方、レバレッジ規制の導入前後で目立った出来高の変化はなく、規制と出来高には相関は認められないとも述べている（同 15 頁））。即ち、同学説によれば、レバレッジ規制の根拠として考えられるのは、公序良俗違反、投資家保護、業者保護・業界保護であるが、公序良俗違反は下級審判決の無理解によるもので、レバレッジの高低によって議論されるべきものではなく、投資家保護・業界保護は他の方法で行われるべきである。レバレッジ規制が不当な理由としては、同規制を定める金商業府令 117 条 1 項 28 号・29 号、同条 7 項・8 項の根拠条文とされる金融商品取引法 38 条 8 号を立法したときの国会答弁等から、同号はレバレッジ規制をかける趣旨ではなかったこと、業者間の競争を阻害する取引制限であること（独禁法違反）、FX 取引の顧客の資金効率を悪化させること、等が

挙げられている（畠山＝林＝歌代・前掲 16 頁）。

確かにレバレッジ規制は、個人顧客や業者を保護するためのパターナリスティックな規制とも言えるが、それが不当か否かは、価値観の分かれるところであろう。またそのような規制の意義の他に、金融庁により規制の理由としても挙げられているように、相場の過熱による市場の不安定化を防ぐとか、業者の破綻による顧客の保護を図る等、公益的な意義もありえよう。

更に、公序良俗違反や賭博性の議論もあるように、FX 取引のように非常に投機的色彩の強いもののある店頭デリバティブ取引については、そもそもその経済的意義や法的効力に係る議論がありうるところであろう。アメリカでは、ヘッジ目的のない純粹に投機的なデリバティブ（Purely Speculative Derivatives: PSD）取引については、保険、賭博の規制との対比から、特別に許された娯楽（entertainment）目的で行われるのでなければ、期待経済価値がマイナスのゼロサム取引以下の非合理的な取引であり、関係者を毀損し、システムリスクを増大させ、モラルハザードを増大し、規制のギャップを利用し（regulatory arbitrage）、資本市場の効率性を害するものとして、そのような契約は公序（public policy）に反し無効とされるべきだとする学説がある（Timothy E. Lynch, *Coming Up Short: The United States' Second-Best Strategies for Corraling Purely Speculative Derivatives*, 36 *Cardozo L. Rev.* 545, 581 et seq. (2014)）。同学説は、PSD を禁止するのではなく、証拠金規制等の改善（second-best）規制のみを行う現行規制は、不十分だとする。

他方、2016 年に改正された金商業府令 123 条 1 項 21 号の 5・21 号の 6 は、金融商品取引業者は（適用除外規定（同条 10 項・11 項）により、実質的な対象者は、第一種金融商品取引業を営む金融商品取引業者及び一定の登録金融機関に限定される）、一定の非清算店頭デリバティブ取引につき、非清算店頭デリバティブの時価の合計額に相手方に預託等している変動証拠金を合算した額から相手方から預託等を受けている額を控除した金額が、当事者間で合意した最低引渡額を上回る場合は、直ちにその額に相当する変動証拠金の預託等を相手方に求め、又は預託している変動証拠金の返還を求めることを要求している。また、潜在的損失等見積額及び当初証拠金の時価を算出して、潜在的損失見積額から相手方から預託されている証拠金の時価の合計額及び潜在的損失見積額から控除することを予め定めた額（「閾値」）を控除した額を、当初証拠金として預託することを要求している。そして潜在的損失見積額の算出方法として、定量的計算モデルを用いる方法と、標準法を用いる方法を、規定している。

この改正規則は、第一種金融商品取引業者又は外国デリバティブ業者間の非清算店頭デリバティブ取引を規制していることから分かるように、ピッツバーグ・サミット

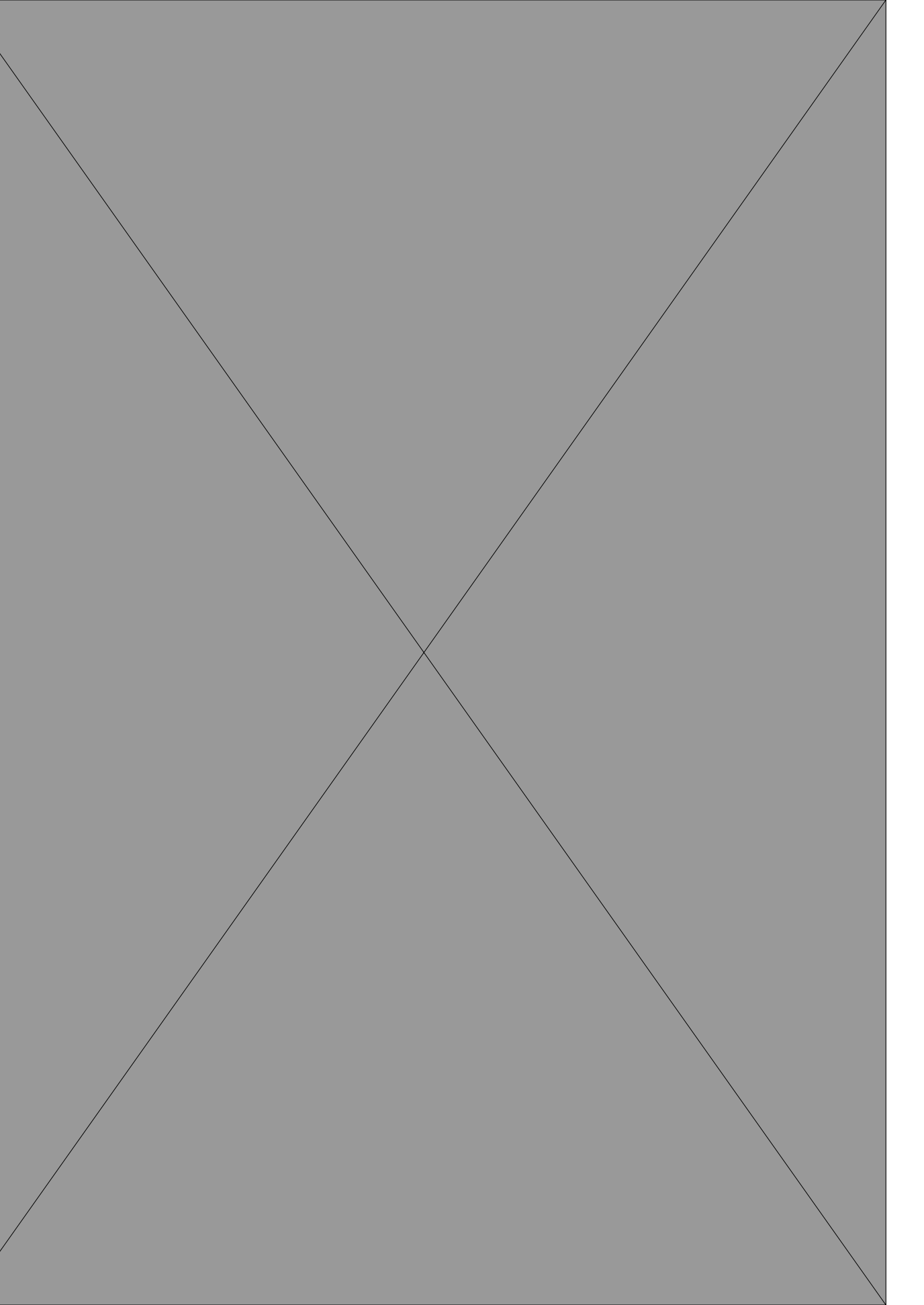
の G20 首脳声明を受けて、店頭デリバティブ取引業者が破綻した場合に他の業者の連鎖破綻につながらないように（contagion の防止）、システミック・リスク防止の観点から、業者間の取引が清算集中されない場合の次善規制として導入されたものである。

7 分別管理、区分経理

金融商品取引法 43 条の 3、金商業府令 143 条により、デリバティブ取引等に関し、顧客から預託を受けた金銭又は有価証券その他の保証金又は有価証券について、自己の固有財産と区分して管理することが義務付けられている。

銀行が、直近期間及び直近の期末の商品有価証券勘定及び売付商品債権勘定の合計額のうち最も大きい額が、1,000 億円以上であり、かつ、直近の期末及び直近の前の期末における総資産の 10% に相当する額以上である場合、金利・外国為替・金融商品市場における相場その他の指標に係る市場デリバティブ取引及び外国市場デリバティブ取引等、一定の有価証券関連デリバティブ取引（金融商品取引法 2 条 8 項 3 号イ・4 号イ・14 号・15 号を除く）、有価証券関連デリバティブを除く店頭デリバティブ取引（金融商品取引法 2 条 22 項）、先物外国為替取引、商品デリバティブ取引、銀行法施行規則 13 条の 2 の 3 第 2 号・3 号の取引、銀行法 10 条 2 項 16 号により営むことのできる有価証券関連デリバティブ取引等（銀行法施行規則 13 条の 6 の 3 第 2 項 14 号・15 号）、等を「特定取引」と呼び（同条 2 項柱書）、特定取引及び特定取引の対象となる財産をその他の取引及び財産と区別して経理するため、特別の勘定として「特定取引勘定」を設けなければならないとされている（同条 1 項）。特別勘定に属する取引又は財産をそれ以外の勘定に振り替えることや、他の勘定の取引や財産を特別勘定に振り替えることも禁止される（同条 3 項）。

「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」は、通貨関連店頭デリバティブ取引につき、顧客区分管理信託（金商業府令 143 条 1 項 1 号）と顧客分別金信託（同 141 条 1 項）とを明確に区分して管理すること、個別顧客区分管理金額及び顧客区分管理必要額を適切に算定すること（金商業府令 143 条の 2 第 1 項 6 号）、有価証券関連店頭デリバティブ取引につき、原則として週一回、信託残高を証明する資料及び管理必要額を算出した書面を提出すること、外部監査又は内部監査の状況を報告すること、等を求めており、監督当局が業務改善状況を把握したうえ、金融商品取引法 51 条に基づく業務改善命令を発出することとしている（同指針Ⅳ－3－3－1）。



量を基にして算出する内部モデル方式と、当局が指定する一定の計算方法によって算出する方法である標準的方式がある（同告示 271 条）。市場リスク規制の対象になるのは、金利リスクと株式リスクについては、トレーディング勘定の資産又は負債のみであるが、コモディティ・リスクと外国為替リスクについては、トレーディング勘定以外の取引等も規制の対象に含まれる（佐藤隆文『バーゼルⅡと銀行監督』（東洋経済新報社、2007 年）185 頁）。

バーゼルⅢにおいては、第一に、取引相手の信用リスクへの不履行（default）リスク資本引当は、現在の市場データを用いた実効 EPE、及びストレステストを用いた実効 EPE に基づくポートフォリオ・レベル資本引当の、いずれか大きい額に等しくなければならない。第二に、CCP との取引を除き、期待取引相手リスクの時価損失リスクをカバーする新 CVA リスク資本引当を追加した。CCP の利用を推進するねらいがあろう。第三に、資本要求によってカバーされるリスク期間である証拠金の期間を、一定の店頭デリバティブに関し長くする。第四に、中央清算機関の利用を促進するために、適格 CCP への潜在的将来エクスポージャーについては、2 % のリスクウェイトを認める。その他、レバレッジ比率等につき変更がなされる（Scott & Gelpern, supra at 1026）。

9 顧客保護

金融機関の行うデリバティブ取引については、顧客保護の観点から様々な規制がなされている。第一に、預金者等に預金と異なる商品特性についての開示義務が課されている。預金等とデリバティブの組合せ商品について、満期時に全額返還される保証のないことその他当該商品に関する詳細な説明が求められる（銀行法施行規則 13 条の 3 第 5 号）。また、契約締結前交付書面の記載事項ともされている（同規則 14 条の 11 の 27 第 1 項 13 号・34 条の 2 の 27 第 13 号・34 条の 53 の 12 第 13 号（銀行代理業者））。

第二に、銀行法の監督指針においては、融資取引にデリバティブ取引が含まれているときに、銀行法 13 条の 3 各号、金融商品取引法 40 条各号の規定に抵触することのないよう、顧客の知識、危険、財産の状況及び取引を行う目的を踏まえ、商品内容やそのリスクに応じて、契約時点で適切かつ十分な説明をすることが求められている（「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅲ－3－3－1－2 (2)①イ）。またデリバティブ取引の契約意思確認が求められる（同指針Ⅲ－3－3－1－2 (2)③）。特定預金については元本について損失を生じるおそれがあることの詳細な説明が求められ（同

指針Ⅲ－３－３－２－２(3)②)、特定預金等のうちデリバティブ取引又は商品デリバティブ取引を組み込んだ仕組預金で、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組みを有するものの勧誘・受入れについては、注意喚起文書の配布、個人顧客に対し勧誘を行うのに当たって顧客保護のため適合性原則等に基づく勧誘の適正化が求められる(同指針Ⅲ－３－３－２－２(3)③)。

第三に、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」は、広告、説明書類、勧誘方法、説明責任、委託証拠金その他の保証金の受領に係る書面交付、不招請勧誘の禁止(金融商品取引法38条4号)等につき詳細な定めを置いている(同指針Ⅳ－３－３－２)。また、店頭デリバティブ取引業者が顧客との取引において発生するスリッページに関し、顧客にとって不利となる非対称な取扱いを行わないように監督することとしており、個人向けの特定期間オプション取引について、過度の投機的取引を助長するような短期の取引期間や原資産価格から著しく乖離した権利行使価格の設定、全ての顧客が損失を被る場合が発生するような権利行使価格の設定(いわゆる「総取り」)を排除する等、店頭デリバティブ取引業者のみが有利になる取引条件の禁止、顧客の知識・経験・資料に応じた取引開始基準の設定や顧客の属性に応じた取引限度額の設定とモニタリング、その他、顧客への詳細な情報提供を規定している(同指針Ⅲ－３－３－３(2))。市場デリバティブ取引についても詳細な勧誘・説明態勢が定められている(同指針Ⅴ－２－２－２)(詳しくは、岩原紳作「金融商品の販売における金融機関の説明義務等に係る監督法的規制」(金融法務研究会『金融商品の販売における金融機関の説明義務等(金融法務研究会報告書(24))』(2014年9月)1頁・21頁以下参照)。

第5章 CCP等に関する国際的な側面に関する幾つかの問題

森 下 哲 朗

1 はじめに

米国の大手保険会社 AIG の破綻に代表されるように、金融危機の一因は、デリバティブ取引を通じた過度なリスクテイクやデリバティブ取引におけるカウンター・パーティー・リスクの管理不足等にあったこと、そして、監督当局がそうしたデリバティブ取引の実態を把握できていなかったことにあると指摘されている。こうしたデリバティブ取引を巡る問題に対処するため、2009 年 9 月に開催されたピッツバーグ・サミットの首脳声明では、「店頭デリバティブ市場の改善：遅くとも 2012 年末までに、標準化されたすべての店頭（OTC）デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきである。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである」とされ⁽¹⁾、日本を含む各国で、標準化されたデリバティブ取引について中央清算機関（Central Counter Party: CCP）を通じて清算すべきこと等を定める法整備がなされている⁽²⁾。

例えば、米国では 2010 年 7 月に成立した Dodd-Frank 法において、欧州では 2012 年 7 月に採択された European Market Infrastructure Regulation (EMIR) として知られる Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories によって、そして、日本では 2010 年 5 月の金融商品取引法改正によって、一定のデリバティブ取引について清算機関の利用を義務付けること等に関するルールが設けられている。このように、一定のデリバティブ取引について清算集中義務を課すことと

(1) 外務省のウェブサイトにおける首脳宣言の仮訳を参照（http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909_seimei_ka.html）。

(2) Financial Stability Board の報告書によれば、2017 年 6 月時点で、17 の法域で CCP への清算集中を義務付ける法整備がなされており、店頭デリバティブの清算を行う CCP が 32 存在し、11 の法域では清算集中義務が施行済みであるとのことである（FSB, OTC Derivatives Market Reforms, Twelfth Progress Report on Implementation, 29 June 2017, at 12.）。

した理由としては、必要な担保の水準等について明確なルールが定められた清算機関における清算を利用させることによってカウンター・パーティー・リスクの管理が適切に行われるようにするとともに⁽³⁾、清算機関から取引情報を得ることによって監督当局がデリバティブ取引の実態を把握しやすくするという点がある⁽⁴⁾。また、CCPにおける清算の対象とならない非清算店頭デリバティブについても、2011年のカンヌサミットで証拠金の預託を義務付ける規制の導入が合意され、各国で証拠金規制の法制化が進められている⁽⁵⁾。

他方で、多くのデリバティブ取引は国境を越えて行われている⁽⁶⁾。このような国境を越えて行われる取引は、上述のようなCCPへの清算集中や証拠金規制との関係で、法的に難しい問題を生じさせる。例えば、米国の銀行と欧州の銀行との間のデリバティブ取引のように国境を超えて行われる取引について、米国のルールにより米国法が定める清算機関の利用が義務付けられるのと同時に、欧州のルールにより欧州のルールが定める清算機関の利用が義務付けられることになると、1つの取引を複数の清算機関で清算することはできないことから、取引当事者は不可能を強いられてしまう⁽⁷⁾。また、証拠金規制との関係でも、1つの取引に複数国の規制が重複して適用される場合には、いずれの国の規制に従えばよいのかが分からない、といった事態が生じ得る。

このような問題に対する対応策としては、自国の規制と外国の規制が重複して適用される場合、外国の規制に準拠することを条件にして自国の規制に服することなく取引を行うことを認めるといった代替的コンプライアンス（substituted compliance）という手法が採用されてきているが⁽⁸⁾、こうした代替的コンプライアンスに対して

(3) John C. Coffee, Jr. Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, 99 Cornell L. Rev. 1259, 1273 (2014)

(4) 和仁亮裕・大間知麗子・宇波洋介「清算集中・取引情報蓄積機関」ジュリスト1412号24頁(2010)。

(5) 日本では、2016年3月に改正された金融商品取引業等に関する内閣府令123条1項21号の5・6、同条7項から11項により規制されている。米国および欧州の状況については、片山達・戸塚貴晴・河合健・谷本大輔「非清算店頭デリバティブ取引に係る米国及びEUの証拠金規制の動向」(https://www.amtlaw.com/pdf/bulletins2_pdf/160519.pdf) (2016年5月)を参照。

(6) 例えば、BISの統計によれば、2013年の日本の店頭金利スワップ取引の60%超がクロスボーダー取引であったとのことである（吉川真裕「店頭デリバティブ市場の国際比較－BIS統計に基づく考察－」証券経済研究92号68頁（2015）の表を参照）。

(7) David Felsenthal and Lily Chu, Regulation of Cross-Border Swaps, Harvard Business Law Review Online, at 146 (“a swap can only be cleared once and therefore cannot be cleared in both a U.S. clearinghouse and a European clearinghouse”)と指摘する。

(8) 例えば、証拠金規制との関係では、金融商品取引業等に関する府令123条10項が「第1項

は、積極的に支持する見解もある一方、懸念や課題も示されている。

本稿では、デリバティブ取引の清算機関における清算に関する国際的な問題のうち、特に、CCP への清算集中義務と代替的コンプライアンスに関する問題について、米国、EU、日本の状況を見たうえで、規制の重複を調整する手段としての代替的コンプライアンスという措置について検討することとしたい。

2 米国

(1) CFTCの解釈指針案

Dodd-Frank 法 723 条(a) (3) 及び 763 条(a) により、非証券デリバティブについての Commodity Exchange Act、及び、証券デリバティブについての Securities Exchange Act が改正され、デリバティブ取引の中央清算義務が規定された⁽⁹⁾。

Dodd-Frank 法 722 条(d) は、こうしたデリバティブに関する Commodity Exchange Act のルールの域外適用について、米国における活動に直接かつ重要な関係を有し、又は、米国の通商に直接かつ重要な影響を与えるような行為 (have a direct and significant connection with activities in, or effect on, commerce of the United States)、若しくは、Dodd-Frank 法により新設された同法の規定の脱法を防ぐために必要なものとして連邦取引委員会が定めたルールや規制に反する行為を除き、米国外での行為に適用しないと規定する⁽¹⁰⁾。

この規定に関して、Commodity Futures Trading Commission(CFTC)は、2012 年 7 月に、デリバティブに関するルールの国際的な適用に関する解釈指針案 (Cross-

第 21 号の 5 に規定する措置と同等であると認められる外国の法令に準拠することその他の事情により同号に規定する措置を講じなくても公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがないと認められる場合として金融庁長官が指定する場合における当該取引」については 21 号の 5 の規制を適用しないとし、同条 11 項が同条 1 項 21 号の 6 の規制との関係で同様のことを定めており、明文で代替的コンプライアンスについて規定する。本条項に基づき、同条第 1 項第 21 号の 5 又は第 21 号の 6 に規定する措置を講じなくても公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがないと認められる場合を指定する告示案についてなされたパブリックコメントへの回答 (平成 28 年 10 月 21 日) (<http://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-1.html>) では、代替的コンプライアンスについて、「本邦規制及び外国規制が重複して適用される場合には、取引当事者等を適切に監督する外国当局が執行する外国規制に準拠して証拠金の授受等を行うことを許容する」こと、との説明がなされている。

(9) Dodd-Frank 法におけるデリバティブの清算集中義務については、例えば、松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法 ドッド＝フランク法のすべて』(金融財政事情研究会、2010) 223 頁以下を参照。

(10) 証券デリバティブとの関係では、Dodd-Frank 法 772 条(b)が国際的な適用範囲について規定する。本稿では、より議論の多い Commodity Exchange Act との関係について検討する。

Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act) を公表した。そこでは、一般論として、米国の管轄権は、一般に他国の主権を不合理に侵害するように解釈されてはならず、また、米国の連邦法の域外的な適用に際しては国際礼讓 (international comity) の原則が適用されるとしつつも⁽¹¹⁾、具体的には、米国法人でもなく、また、米国に本店を有しない業者 (non-US person) が行う取引であっても⁽¹²⁾、米国法人や米国に本店を有する法人等 (US person) と行う取引については、US person の在外支店と行う取引を除き、米国の法による清算集中義務に関する規制の対象となるとの考え方が示された⁽¹³⁾。また、non-US person 間の取引であっても、non-US person の債務を US person が保証している場合には、適用の対象となる⁽¹⁴⁾。さらに、子会社を導管 (conduit) のように利用することでグループとしてのリスクを帳簿上米国外に移転させるといった行為に対処するため、① US Person が過半数を直接・間接に保有している non-US Person を相手方とする取引、② non-US Person が定期的に US Person の子会社と行っている取引、③ US Person の連結財務諸表に組み込まれている non-US Person を相手方とする取引についても適用するとの考え方が示された⁽¹⁵⁾。

また、外国法のもとで米国の法と同様の規制 (substituted compliance regime) に服している non-US person との関係では米国の規制の対象外とするとの考え方も示されたが、外国の規制が米国の規制と代替可能かどうかは、規制全体として判断するのではなく、個別の規制項目ごと (例えば、清算集中義務については代替可能であるが、報告義務については代替不能とする) に判断するといった考え方が示された⁽¹⁶⁾。

(2) CFTCの解釈指針案に対する他国の反応

このような CFTC による解釈指針に対しては、過度な域外適用であるとの批判がなされた。金融庁と日本銀行は 2012 年 8 月に連名で CFTC に対してレターを出したが⁽¹⁷⁾、そこでは、「米国法が日本国内に設立され業務を行う本邦金融機関を米国の規制に服させる限り、規制の重複や抵触が生じることは避けられず、ひいては当該金融機関のみならず他の市場参加者に対しても不当な負担が課される」「金融庁は、日本

(11) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41223.

(12) US person とは米国法人や米国に本店を有する法人等を指すとされる (Federal Register Vol. 77, No. 134, 41218)。

(13) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41228.

(14) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41228.

(15) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41229.

(16) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41229.

(17) <http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20120820-1/02.pdf>

における店頭デリバティブ市場参加者とその取引に対する適切な規制の決定と実施に一義的な責任を負っている。それゆえ、我々は貴委員会に対し、日本国内に設立され業務を行う本邦金融機関に対するスワップディーラー登録要件等の米国デリバティブ規制の域外適用の必要性について、再検討を要請する」「クロスボーダー取引に対する店頭デリバティブ規制の適用の範囲と時期が各国間で異なり、また不整合であるならば、クロスボーダー取引に対するある国の規制が適切な国際的な調整もなく適用されることで、これらの取引に対し追加的コストが不当に課される結果、店頭デリバティブ市場の流動性が低下するリスクが生じる」としており、具体的な措置として、「一番目の懸念は、代替的コンプライアンス措置の適用範囲が狭過ぎることである。日本の規制との重複や抵触が極力回避されるよう、この範囲の一層の拡大を要請する」との主張がなされた。

また、2012年10月には、日本、欧州、英国、フランスの金融当局が連名でCFTCに対して、“We would urge you before finalizing any rules, or enforcing any deadlines, to take time to ensure that US rulemaking works not just domestically but also globally. We should collectively adopt cross border rules consistent with the principle that equivalence or substituted regulation and supervision within those jurisdictions, and consequential reliance on the regulation and supervision within those jurisdictions, should be used as far as possible to avoid fragmentation of global markets. Specifically, this principle needs to be enshrined in CFTC cross border rules, so that all US persons wherever they are located can transact with non-US entities using a proportionate substituted compliance regime”とするレターを送付し、関係国と連携することの重要性、及び、代替的コンプライアンスの必要性を説いた⁽¹⁸⁾。

これを受け、2013年7月には、CFTCは改訂版の解釈指針を公表したが⁽¹⁹⁾、関係者から要望のあった、規制毎ではなく全体として代替的コンプライアンスかどうかを判断するといった仕組みは採用せず、個々の規制内容毎に代替的コンプライアンスを判断するといったアプローチが維持された⁽²⁰⁾。

(18) <http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20121018-2/01.pdf>

(19) Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With Certain Swap Regulations, Federal Register Vol.78, No. 144, 45292.

(20) Coffey, Jr., supra note 3, at 1279ff.

(3) 日本の清算機関との関係

その後、2013年12月、EU、オーストラリア、カナダ、日本、香港、スイスとの関係で、一部の規制についての代替可能性を認めるとの決定がなされた⁽²¹⁾。日本との関係では、清算集中義務について、日本法の枠組みは米国法と同等であるものの、市場の構造や状況の違いを反映して、適用対象となる主体や商品の範囲の点で日本法と米国法には違いがあることを理由として、清算集中義務との関係では代替的コンプライアンスは認められなかった⁽²²⁾。但し、2012年12月には、日本証券クリアリング機構からの申請に対するかたちで、CFTCは同社が行う iTraxx 日本 CDS や円 LIBOR・TIBOR の取引であって、米国の顧客のために行うものでないものに関しては、日本証券クリアリング機構や、そこで清算を行った清算参加者に対して、Commodity Exchange Act 違反を理由とするアクションを取らないとの non-action letter が出されており⁽²³⁾、米国法の適用対象となる場合であっても、上記の non-action letter の対象となる取引については、日本証券クリアリング機構を通じて清算が可能である旨が言及されていた⁽²⁴⁾。

日本証券クリアリング機構は、米国法のもとのデリバティブ清算機関 (derivatives clearing organization : DCO) としての登録を検討していたが、その後、代替的コンプライアンスをより広く認めていくといった CFTC の方針の変更もあってか⁽²⁵⁾、2015年、Commodity Exchange Act 5b 条(h)に基づき、DCO としての登録の免除を申請し、認められた⁽²⁶⁾。この 5b 条(h)は、外国の清算機関がその母国で適切な監督当局による同等の監督に服している場合に、DCO としての登録を免除するものである。これにより、日本証券クリアリング機構は、US person が自己取引として行う金利スワップ等の清算を行うことが米国法上認められることとなった⁽²⁷⁾。

(21) 日本との関係では、スワップ業者の Chief compliance officer やリスク・マネジメントに関する規制、取引記録義務の点で代替可能性があるとの判断がなされた (Federal Register, Vol. 78, No. 249)。

(22) Federal Register, Vol. 78, No. 249, 78891.

(23) <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6467-12> (CFTC Letter 12-56)。なお、この期限は 2013 年 12 月 31 日であったが、その後延長されている。

(24) Federal Register, Vol. 78, No. 249, 78891.

(25) 2014 年以降、そのような方針の変更があったことを述べるものとして、Coffey, Jr. supra note 3, at 1282ff.

(26) <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7269-15>

(27) <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@otherif/documents/ifdocs/jsccdcexemptorder10-26-15.pdf>

3 EU

(1) EMIRの規定

EU の EMIR では、4 条が OTC デリバティブ取引の清算集中義務を定める。そこでは、欧州の金融機関や一定の規模以上の取引を行う者の間の取引に加え、欧州の金融機関等と第三国の法人であって欧州で設立されていたら清算集中義務の対象となっていたであろう者との間の取引（4 条 1(a) (iv)）、そして、欧州で設立されていたら清算集中義務の対象となっていたであろう第三国の法人間の取引であって欧州に直接、重要、かつ、予見可能な影響を与えるもの、あるいは、EMIR の規制を迂回することを阻止するために規制の対象とする必要があるものについても（4 条 1(a) (v)）、規制の対象とするとする。

但し、規制の重複を避けるため、欧州委員会は、第三国の法制が EMIR の規制と同等のもの（equivalent）であると宣言する implementation act を採択することができ、そのような implementation act が採択された場合には、当該第三国で設立された取引相手方は EMIR 上の義務を果たしているとみなすことができるとの規定が設けられている（13 条）。

第三国で設立された CCP については、その CCP が欧州証券市場監督局（ESMA）によって承認された場合にのみ EU で設立された者や EU の取引所で清算サービスを提供できる（25 条 1 項）。このような ESMA による承認が可能になる前提としては、第三国の立法及び監督上の措置が当該国における CCP が EMIR と同等の法的規制に服することを確保するものであり、当該国の CCP が当該第三国における有効な監督・執行に継続的に服しており、かつ当該第三国における法制度が当該第三国法に基づき権限を与えられた CCP の承認のために有効で同等な制度を提供するものであることを、欧州委員会が認定することが必要である（25 条 2 項、6 項）。この 25 条 6 項の規定に基づき、欧州委員会はこれまで、オーストラリア、日本（金商法関係）、シンガポール、香港（以上、2014 年 10 月）、韓国、カナダ、メキシコ、南アフリカ、スイス（以上、2015 年 11 月）、アメリカ（2016 年 3 月）、日本（商品取引法関係）、ドバイ、インド、アラブ首長国連邦、ニュージーランド、ブラジル（以上、2016 年 12 月）との関係で、同等性に関する認定を行っている⁽²⁸⁾。本稿執筆時点（2017 年 12 月 5 日）、合計で 32 の第三国の CCP が承認されている⁽²⁹⁾。

(28) これらの implementation act のリストについては、https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/emir-level-2-measures-full_en.pdf の 25 条(6)に該当する箇所を参照。

(29) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_

(2) 代替的コンプライアンスに関する米国との協議

このような EMIR の規定も、その適用範囲は相当広いものであり、特に、米国との関係で規制の重複が生じることが懸念され、米国と EU との間で協議が続けられてきた。そして、2016 年 2 月 10 日、米国と欧州の当局者は、ついに、代替可能性についての相互の承認について合意に達した。この合意によれば、EU 側は米国法に基づき認められている CCP を EMIR のもとで equivalent なものであると宣言し、他方、米国側は EU の規制の多くが米国法と代替可能である旨を決定することによって、米国の CCP は米国法に準拠して欧州における清算業務を行うことができるようになり、また、米国法に基づく登録を行った欧州の CCP は EMIR の基準に従うことによって CFTC の定める基準を満たしたことになるといった取扱いがなされるようになることが目指された⁽³⁰⁾。

そして、実際、2016 年 3 月 16 日、米国の CFTC は EU に所在する CCP であって、EU でも米国でも CCP として登録しているものについて、EMIR における規則に従うことによって、米国法上の規制に従ったものとして扱うとの決定を行った⁽³¹⁾。他方、EU も 2016 年 3 月 15 日、前述の EMIR における第三国の CCP の承認に関する枠組みに基づき、米国の CCP の同等性に関する決定を行っている⁽³²⁾。

なお、2017 年 10 月 13 日には、非清算デリバティブとの関係で、Dodd-Frank 法の規定は EMIR と同等であり、取引の少なくとも一方当事者が米国法人であり米国で CFTC に登録を行っている者である場合における CFTC による監督・執行の措置も EMIR において求められているものと同等である旨を宣言する決定を行っている⁽³³⁾。

(3) 新たな動き

欧州委員会は、2017 年 6 月、第三国の CCP の監督の強化に関する提案を行った。そこでは、第三国の CCP をシステム上重要でない CCP とシステム上重要な CCP の 2 つに分け、前者については従来の規制を維持するものの、後者についてはより厳格な規制を導入することを提案している。具体的には、欧州の CCP についての健全性規制に従っていること、関係する欧州の中央銀行が定めた追加の規制に服しているこ

under_emir.pdf

(30) http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/cftc_euapproach021016

(31) <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7342-16>

(32) OJ L 70, 16.3.2016, p. 32 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32016D0377>)

(33) OJ L 265, 14.10.2017, p. 23 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017D1857>)

とを当該中央銀行が確認していること、ESMA に対して全ての関係情報を提供するとともにオン・サイトの検査を受け入れること等である。さらに、CCP のシステム上の重要性に鑑みれば、上記のような措置では不十分であると考えられる場合には、欧州委員会は、ESMA の要請と関係する中央銀行との合意により、CCP が EU 域内に設立された場合に限り、EU 域内でサービスを提供できるとすることもできるとされている⁽³⁴⁾。

この欧州委員会の提案は、英国の EU 離脱後、ユーロ建ての取引の清算の多くを扱う英国に所在する CCP に対する監督の強化を狙ったものであると指摘されている⁽³⁵⁾。この提案によれば、ユーロ建て取引の多くの清算を扱う CCP について、清算業務を継続するためには EU 域内へ移転するよう求めることができることになるが、このように CCP の所在地による規制が導入された場合には、各 CCP の参加者が地理的に分断されることになり、その結果、CCP によって価格が異なるといった事態が生じる、CCP によっては取引の規模が縮小してリスクが高まる、そのようなルールの実施に伴いオペレーショナル・リスクが生じる、ネットिंगできる取引の規模が縮小してコスト増につながる等といった懸念が示されている⁽³⁶⁾。また、CFTC の長官は、この提案が、米国を含む第三国の CCP に対する EU の監督権限の強化の可能性に繋がるものであるとして、この提案を批判している⁽³⁷⁾。今後の展開が注目される。

4 日本

CCP への清算集中義務に関して規定する金融商品取引法 156 条の 62 は、以下の通り規定する。

「金融商品取引業者等は、次の各号に掲げる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それぞれ当該各号に定める者に負担させなければならない。

- 一 店頭デリバティブ取引その他の取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、その取引に基づく債務の不履行が我が国の資本市場に重大な影響を及

(34) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017PC0331>

(35) ジェトロ通商広報「ユーロ建て取引の清算業務に関する監督権限強化の法案発表—欧州委、ブ렉ジットを視野に次の一手—」(2017 年 6 月 14 日) (<https://www.jetro.go.jp/biznews/2017/06/70c0042be63fa8d9.html>)

(36) ISDA, Brexit-CCP Location and Legal Uncertainty (August 2017), at 3ff.

(37) Christopher Giancarlo, An EU Plan to Invade U.S. Markets, The Wall Street Journal, Nov. 5, 2017 (<https://www.wsj.com/articles/an-eu-plan-to-invade-u-s-markets-1509907579>)

ばすおそれがあるものであつて、その特性にかんがみ、我が国において清算する必要があるものとして内閣府令で定める取引 金融商品取引清算機関

- 二 店頭デリバティブ取引その他の取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、その取引に基づく債務の不履行が我が国の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがあるものとして内閣府令で定める取引（前号に掲げる取引を除く。） 金融商品取引清算機関（当該金融商品取引清算機関が連携金融商品債務引受業務を行う場合には、連携清算機関等を含む。）又は外国金融商品取引清算機関」

こうした我が国の金商法の規定は、我が国の金融機関の多くが国境を越えて取引を行っているという実情に鑑み、当初から、国内清算機関による清算のほか、外国清算機関が免許を受けてわが国の金融機関を相手に清算業務を行う制度や⁽³⁸⁾、国内清算機関と外国清算機関が連携して清算業務を行う制度についての規定を設けているものである⁽³⁹⁾。

また、こうした金商法上の清算集中義務の対象となる取引については、金商法 156 条の 62、店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令 2 条 1 項・2 項、金融庁告示第 60 号により、① iTraxx Japan のうち 50 以下の内国法人の信用状態に係る CDS 取引であつて、日本証券クリアリング機構が当該取引に基づく債務をその行う金融商品債務引受業の対象としているもの（必ず国内清算機関を利用しなければならない）と、②変動金利の支払を 3 カ月物または 6 カ月物の円 LIBOR 又は TIBOR とする金利スワップ（前記のいずれかの方法による清算を義務付けるもの）とされている⁽⁴⁰⁾。①は、清算要件が我が国での企業の破綻要件と密接に関連する等、我が国の実情に照らした扱いが必要なものについては、クレジット・イベントの認定に当たり、国内清算機関が適切に関与する必要性や、国内清算機関が契約当事者として必要な主張を行うことができるようにするため⁽⁴¹⁾、国内清算機関による清算を義務付け、②は、我が

(38) 本稿執筆時点で外国金融商品取引清算機関の免許を得ているのは、エルシーエイチ・リミテッドと Chicago Mercantile Exchange Inc. の 2 社のみである。

(39) 高橋洋明・矢原雅文「『金融商品取引法の一部を改正する法律』の概説」金融法務事情 1901 号 98 頁（2010）は、「国内清算機関のみへの清算集中を義務付けた場合には、決済リスクの縮減の必要上、我が国市場を避けて海外で取引を行うようになるなど、我が国店頭デリバティブ市場の空洞化（海外への流出）が進む懸念がある。したがって、我が国市場における決済リスクの縮減を確実かつ速やかに行うための一定の要件のもとで、外国清算機関のリンク参入・直接参入の制度を設けることとした」と説明する。

(40) 店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令 2 条 1 項・2 項。当初は LIBOR だけであつたが、平成 26 年 6 月の金融庁告示第 39 号で、ユーロ円 TIBOR も対象に含まれることとなった。

(41) 実際、日本の清算機関である日本証券クリアリング機構の業務方法書では、クレジット・イ

国における取引規模が多額で、清算集中による決済リスクの減少が我が国の市場の安定に資すると考えられるものについていずれかの方法による清算を義務付けたものであると説明されている⁽⁴²⁾。また、金融商品取引業者等以外の者との取引等は適用対象外とされており、基本的には取引の両当事者が日本証券クリアリング機構の当該取引に係る参加者であるものに限られるのではないかとされている⁽⁴³⁾。

なお、清算集中義務に関する規制のあり方について検討した金融庁「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ」でも、「クロスボーダーで取引されることの多い店頭デリバティブ取引について、清算集中制度を国際的に整合性の取れた形で実施していくためには、各国の清算機関が外国でも清算業務を提供できる環境の整備や、各国規制の重複・ずれの回避等が不可欠となる。この点については、現在各国当局が様々な場において議論を行っているところである。こうした現状を踏まえ、制度施行当初は、…（ディーラー）同士の間で行う取引のみを清算集中義務の対象取引とし、その後随時、国際的な動向や清算取次ぎの普及状況を踏まえつつ、取引の相手先が外国の金融機関やディーラー以外の一定の者である取引を、対象取引に加える検討を行う」といった見解が示されていた⁽⁴⁴⁾。

上記のような我が国の法制は、清算集中義務の対象となる取引が限定されている点で、米国やEUのものに比べると謙抑的なものであるように思われる。但し、そもそも、我が国が独自にデリバティブの清算機関を設け、清算集中制度を定めることについては、我が国のデリバティブの市場規模は欧米に比べると極めて小さく、そうした状態で国内清算機関を設けることは採算が合わないこと、採算を合わせるために参加者から手数料等を徴収した場合には取引コストの増加に繋がること、清算機関の経営を安定させるだけの取引量が存在しないと考えられ、清算機関自体のリスク増加にもつながりかねないことから、外国清算機関による清算に委ねた方が賢明であるとの見解も存在した⁽⁴⁵⁾。

メントに関する事項は、清算機関が決定するとしている（81条）。

(42) 高橋洋明・矢原雅文「『金融商品取引法等の一部を改正する法律』の概要」商事法務1900号5頁以下（2010）。

(43) 藤瀬裕司「店頭デリバティブ取引等の清算集中義務」金融法務事情1951号5頁（2012）。

(44) 金融庁「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ」（平成23年12月26日）8頁。

(45) 和仁他・前掲注（4）、26頁以下。

5 規制の競合と代替的コンプライアンス

(1) 代替的コンプライアンス

国際的な規制の重複や管轄権の競合、金融規制の域外的適用範囲といった問題は、清算集中義務に特有の問題ではない⁽⁴⁶⁾。重複する規制の調整についての何らかの明確なルールが存在することが理想かもしれないが、現実的には、このような規制の調整に資する国際法上の明確なルールは存在しないのが実情である⁽⁴⁷⁾。

金融取引はますます国境を越えて行われるようになってきており、各国法を必要に応じて適切に域外にも適用していくことは当然の要請となっている。その結果、規制の重複が問題となるケースも増加してくるものと思われるが、そのような規制の重複の調整のための方法としては、規制の相互承認を通じた代替的コンプライアンスというアプローチは、一つの有効な手法であるように思われる。問題となるのは、どうやって同等性を判断するか、という点である。規制はある結果を実現する目的で導入するためのものであり、また、法文それ自体よりも実際にどのような規制がどのような厳格さをもって執行されているかが重要であるので、ルールの文言に囚われるのではなく、特定の結果を実現するために必要な実態が存在するかを判断すべきということになるだろう。

(2) 代替的コンプライアンスの課題

他方で、代替的コンプライアンスというアプローチに対する懸念も示されている。例えば、コロンビア大学の Coffee Jr. 教授は、米国と外国のルールが同等のものであるように見える場合であっても、実際には外国による執行が米国に比して緩やかなものであったり、また、規制の実施に向けたスピードが米国より遅かったりすることによって、米国の規制の実態と外国の規制の実態に差が生じてしまい、緩やかな規制を求めてビジネスが外国に逃避してしまうといった事態を招く可能性がある⁽⁴⁸⁾と指摘する。なお、Coffee Jr. 教授は、多数国で原則について合意するというアプローチについても、ソフト・ローのような拘束力のないルールは各国の具体的なルールの間の

(46) 例えば、松尾直彦「金融商品取引法の国際的適用範囲」東京大学法科大学院ローレビュー No. 6, 276 頁以下 (2011)、拙稿「ファイアーウォール規制の国際的側面—顧客の非公開情報の金融グループ間の共有に関する規制を題材に—」金融法研究会『金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題』89 頁以下 (2016)、拙稿「国際取引における利息」金融法務事情 2023 号 33 頁以下 (2015) などを参照。

(47) 小寺彰『パラダイム国際法』(有斐閣、2004) 104 頁以下。

(48) Coffee Jr., *supra* note 3, at 1298ff.

差異を拡大するだけであると批判し⁽⁴⁹⁾、むしろ、米国と EU といったマーケットの主要プレーヤーが相対交渉を行い（Coffee Jr. 教授は“minilateral negotiation”と呼ぶ）、あるべきルールについて合意したうえで、そのルールの採択を、FSB や G20 といった場において、他の主要国に迫るといったアプローチの方が望ましいと主張する⁽⁵⁰⁾。しかし、米国と EU という限定されたプレーヤーが合意したルールは、内容において偏りがある懸念が存在することに加え、手続的な正統性という点でも問題を抱えることになると思われ、Coffee Jr. 教授の主張には賛成できない。むしろ、同等性評価の精度を向上させることにより、代替的コンプライアンスという手法の課題を克服していくことを目指すべきであると思われる。

CFTC における代替的コンプライアンスにおいては、既にみたように、規制全体として代替可能性を判断するのではなく、個別のルール毎に代替可能性を判断する。このようなルール毎に代替可能性を判断するアプローチは、外国と自国との違いを踏まえた柔軟できめ細かい代替的コンプライアンス措置を可能にし得るものである。他方で、こうしたアプローチに対しては、結果的に規制の一部についてのみ代替することが認められても、結局は両方の規制に服さなければならず（また、代替が認められなかった部分は同等でないことが少なくないことから、両方の規制を遵守することによるコストが増えることも考えられる）、米国市場での取引を躊躇させることに繋がるとの批判もある⁽⁵¹⁾。確かに、複数のルールからなる規制は一体として調和をもって機能することが予定されていることが多く、あまり細かなルール毎に代替可能性が判断されても、調和を失ってバランスを欠いたり、監督当局側も取引当事者側も、実際の対応が困難になることも考えられる。代替可能性の判断はある程度のまとまりをもった規制を単位として行われるべきであろう。

（３）同等性の判断におけるプリンシプル・アプローチ

ISDA が最近公表したペーパーでは、外国の規制との代替可能性を判断する際には、外国の規制がシステミック・リスクの削減に対して十分に対処しているかどうかという点についてのみ焦点を当てるべきであり、そのような評価を可能にするため、リスク削減という観点から各国の規制が満たすべき原則（principle）について国際的な合意を形成すべきであると主張する⁽⁵²⁾。具体的には、５つの項目について、目指す

(49) Id., at 1299.

(50) Id., at 1299ff.

(51) ISDA, White paper, Cross-Border Harmonization of Derivatives Regulatory Regimes: A risk-based framework for substituted compliance via cross-border principles (2017), at 5.

(52) ISDA, Id., at 6.

べき政策目標が示され、その政策目標を実現するような規制となっているかを評価すべきであるとする⁽⁵³⁾。このような ISDA の提案は、①デリバティブの規制において何が特に重要なのかについての関係国間のコンセンサスを醸成し、同等性の判断作業をより効率的で円滑なものとする、②特に重要ではない相違に拘泥して同等性の認定を躊躇するといった事態を減らすこと、③細かなルール毎に同等性を判断するのではなく、項目毎、政策目標毎といったある程度のまとまりをもった規制を単位として同等性を判断すること、④目指すべき政策目標の実現のための手法や、同等性の判断にとって必ずしも重要ではない点については各国の実情に応じた柔軟性を認めること、といった点に資する可能性があるように思われる。事業者側によってなされた提案に対して、監督当局や立法者がどのように対応するのかに注目したい。

(53) ISDA, Id., at 10. 具体的には、1. 資本及びマージン規制：①バーゼルⅢに従った資本規制を求めること、②バーゼル委員会と IOSCO の定めた枠組みに従ったマージン規制であること、2. リスク管理：①リスク管理方針を策定し効果的なガバナンスを確立していること、②事業継続のための方針を定めていること、③ポートフォリオの相互確認（portfolio reconciliation）を実施していること、3. 同等性を示すための記録の保存：①長期間記録を保存していること、②データが十分に包括的であること、③監督当局がデータへのアクセスを有していること、4. 監督当局へのデータの提供：①取引情報蓄積機関が CPSS の定めた Principles for Financial Market Infrastructure (PFMI) に従っていること、②データがデリバティブのエクスポージャーについて十分な情報を規制当局に提供すること、5. 清算集中義務：① CCP が PFMI に準拠していること、②清算集中義務が自国と同様の目的を実現していること

第6章 ドイツにおける店頭デリバティブ取引 規制の動向——倒産法との関係を中心として——

神 作 裕 之

1 本章の対象

2008年のリーマン・ショックで頂点に達した金融危機を受け、2009年9月に開催されたG20のピッツバーグ・サミットにおいて、標準化された店頭（OTC）デリバティブについて、適切と考えられる場合には、①取引所または電子取引基盤を通じて取引し、②中央清算機関（CCP: Central Counter Party）により決済した上で、③取引情報蓄積機関に報告すべきこと、および④ CCP を通じて決済されるデリバティブ取引かどうかで区分し CCP を通じて決済されないデリバティブについてはより高い所要自己資本を賦課すべきであるとの首脳声明が出された⁽¹⁾。店頭デリバティブ取引における決済リスクが、今般の金融危機の原因の1つと解されるからである⁽²⁾。これらの課題に対し、日本においてもすでに対応措置が講じられている⁽³⁾。

CCPについては、2012年にFMI原則が公表された⁽⁴⁾。FMI原則は、CCPについて①強靱性、②再建計画および③破綻処理計画の策定を求める。なお、①および②はCCPに対するものであるのに対し、③は規制当局に向けられたものである。さらに、2017年7月5日に、国際規制当局であるCPMI-IOSCOは、FMI原則をより厳格に適用することを目的として、上記①強靱性と②再建計画に関する追加ガイダンスを

(1) G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit (September 24-25, 2009) Pittsburgh.<<http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html>>

(2) 世界金融危機の背景と金融法制の課題を鳥瞰した文献として、岩原紳作「世界金融危機と金融法制」同『商事法論集Ⅱ 金融法論集（上）金融・銀行』（商事法務、2017年）3頁以下（初出は、金融法務事情1903号（2010年）27頁以下）参照。

(3) 清算強制については、寺田達史ほか『逐条解説 2010年金融商品取引法改正』19頁以下（商事法務、2010年）、和仁亮裕「デリバティブ規制の見直し」金法1903号49頁以下、小出篤「金融商品取引清算機関」ジュリ1412号12頁以下参照。取引情報の保存・報告義務については、寺田ほか・同38頁以下、和仁・同55頁以下参照。

(4) Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Principles for financial market infrastructures, April 2012. <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>>

公表するに至っている⁽⁵⁾。

他方、CCPでの決済を要しない非清算店頭デリバティブ取引についても、BCBS-IOSCOは、証拠金規制を課すことによりシステミック・リスクを削減すべきものとし⁽⁶⁾、日本においても⁽⁷⁾ EUにおいても⁽⁸⁾ 対応がなされている。

本章では、ドイツにおいて店頭デリバティブ取引の一方当事者が破綻した場合における決済リスクを制御するために講じられる措置が私法上有効かどうか、とりわけ破産法上も有効と扱われるかどうかについて、一方当事者がCCPである場合とそれ以外の場合とに分けて検討する。CCPが当事者であるかどうかで区別するのは、ドイツの法制が両者を区別しているためである。CCPの清算参加者や店頭デリバティブ取引の一方当事者が破綻した場合に、倒産法の規定をそのまま適用することに対しては特則を設ける必要性が強調される一方、原則からの乖離を認めるに足る合理的な理由があるのか等の問題意識が持たれ、EU法の制約に服しつつも、ドイツでは倒産法の改正が輻輳的に行われている。

とりわけ、リーマンブラザーズ・グループの破綻に伴い生じた倒産事件の1つにおいて、証券会社と顧客の間に締結された店頭デリバティブ取引に係る一括清算条項の倒産法上の効力を一部否定した連邦通常裁判所（Bundesgerichtshof：BGH）の判決が出され、大きな注目を集めた。しかし、同判決が出された当日から、行政府および立法府は迅速に対応した。その結果、連邦通常裁判所の同判決は実務に大きな影響を与えることなく、立法による明確化が図られるという帰結をもたらした。司法・行政・立法の領域に対立・連携・協働をもたらしたドイツの経緯は、日本にとって問題点を明確にする意味で参考になり得ると思われる。

(5) Committee on Payments and Market Infrastructures/ Board of the International Organization of Securities Commissions; Final report, Resilience of central counterparties (CCPs) : Further guidance on the PFMI, July 2017. <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d163.pdf>>

(6) Basel Committee on Banking Supervision/ Board of the International Organization of Securities Commissions, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives (March 2015). <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>>

(7) 金融商品取引法 40 条 2 号、金融商品取引業等に関する内閣府令 123 条 1 項 21 号の 5、主要行等向けの総合的な監督指針、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針等参照。

(8) Article 11 (3) of Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (“EMIR”) および Commission Delegated Regulation (EU) 2016/2251 of 4 October 2016 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards for risk-mitigation techniques for OTC derivative contracts not cleared by a central counterparty 参照。

他方、ドイツでは、清算参加者が破綻した場合に CCP が講じることのできる一括清算や顧客口座の移転などの措置を倒産法の規定が阻害しないよう明確な立法措置が講じられている⁽⁹⁾。このように、ドイツ法は、基本契約に含まれる一括清算条項等の法的取扱いが、金融機関と顧客等との間で締結される場合と、CCP と清算参加者の間で締結される場合とで異なっており、興味深い⁽¹⁰⁾。

2 EU法—EMIRとその実施のための規則等

(1) EU法—所定の店頭デリバティブ取引のCCPにおける清算および報告義務の導入

2008 年のリーマン・ブラザーズの破綻に起因する金融危機・経済危機の原因の 1 つに、店頭デリバティブ取引におけるカウンターパーティー・リスク管理の失敗があったと指摘されている。とりわけ CDS (Credit Default Swap) 市場の参加者によるカウンターパーティー・リスクの管理が不十分であり、また、市場全体の取引状況等について透明性が欠如していたため、CDS 取引が萎縮するとともに CDS 市場の流動性が急速に失われ、システミック・リスクが顕在化したと指摘されている。そもそも、当時は CDS 取引によって、どのくらいの損失が生じたかについて、合理的に見積ることすら不可能であったと言われており、監督当局を含めその実情が正確に把握されていなかったことが問題視された⁽¹¹⁾。クレジット・デリバティブの急速な成長により、再び清算機関に対する大きな関心が呼び起こされることとなったのである⁽¹²⁾。

(9) ドイツ倒産法施行法 102b 章 1 条および 2 条参照。

(10) CCP を通じて清算されない店頭デリバティブ取引の証拠金規制について、後述する EMIR は (後掲注 (13) 参照)、欧州域内の金融機関に対し、店頭デリバティブ取引の相手方が金融機関または非金融機関のうちグループベースで過去 30 日の店頭デリバティブ取引の想定元本を合計した額の平均値が所定の清算閾値を超える者である場合、証拠金を授受することを求めている。清算閾値は、店頭デリバティブ取引の類型ごとに定められており、店頭クレジット・デリバティブは 10 億ユーロ、店頭エクイティ・デリバティブは 10 億ユーロ、店頭金利デリバティブは 30 億ユーロ、外国為替店頭デリバティブは 30 億ユーロ、店頭商品デリバティブその他の店頭デリバティブは 30 億ユーロである。ドイツでは、証拠金として、できる限り流動性が高く市場リスクが小さい有価証券かまたは自由に交換できる通貨建ての預金債権が担保に供されることが多い。証拠金差入れは、担保差入れに係る一般的な定型書式に基づくか、または銀行普通取引約款第 13 号「担保の差入れまたはその追加」に基づいてなされるのが通常である。EMIR の定める証拠金規制のためにドイツ法令が大きく改正された形跡は見当たらない。したがって、本章ではドイツにおける非清算店頭デリバティブ取引の証拠金規制についての記述は省略する。

(11) 2007 年以降の金融危機の経済的背景とその対応策について、池尾和人「金融危機とその後の対応—経済学的視点から」金法 1903 号 (2010 年) 18 頁参照。法制面での対応については、岩原紳作「世界金融危機と金融法制」金法 1903 号 27 頁参照。

(12) Jon Gregory, Counterparty Credit Risk, John Wiley & Sons Ltd, p. 371-372 (2010).

リーマン・ショックを頂点とする金融危機において、所定の店頭デリバティブ取引の決済に係るリスクのコントロールが問題となり、EUでは、2012年7月4日に、「店頭デリバティブ、CCP及び取引情報蓄積機関に関する欧州議会および欧州理事会のレギュレーション」が採択された（Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (“EMIR”)⁽¹³⁾）。このレギュレーションは、EMIRと略称される。

EMIRは、対処すべき課題として、次の5点を挙げ、対策を講じている。第1に、カウンターパーティー・リスクの削減のために、標準化された店頭デリバティブ取引についてCCPにおける清算集中義務を導入するとともに、CCP自体に対する財務規制（EMIR16条）や清算参加者の証拠金納付義務（EMIR41条）を導入した。第2に、清算強制されない店頭デリバティブ取引についても、リスク軽減のための措置を講じるべきものとした（EMIR11条）。第3は、店頭デリバティブ市場の透明性の確保である。第4は、事前の清算基金の設置である。これは、清算参加者のデフォルトによる損失が証拠金でカバーできない場合に備えて事前に基金を積み立てておくというものである（EMIR42条）。第5に、CCPの清算参加者が破綻した場合に、当該店頭取引および担保を他の清算参加者に移転できるようにすることを求めている（EMIR34条2項・48条5項・6項）。

一定の店頭デリバティブ取引にCCPによる清算を義務付ける目的は、複数の当事者間の一部または全部の取引について取引当事者の間に新たな法主体を設置することにより、もともとの当事者は自己の取引に係るカウンターパーティー・リスクを免れ、CCPに集中化された構造の中でCCPのみがそれを負担するというものである。その結果、カウンターパーティー・リスクが削減され、取引参加者はもはや取引相手の信用力を気にする必要がなくなり、取引相手がだれであるかを知る必要すらなくなる。他方、CCPは、その管理についてのノウハウや技術を発展させていくことが期待される。また、CCPは、実質的にはマルチラテラル・ネットティングを実現するものであり、信用エクスポージャーの削減を通じて、カウンターパーティー・リスクの削減に資する。それとともに、CCPが自己の支払に必要な流動性を手当てできるという前提のもとでは、流動性圧力を生じるフェイルの可能性を減少させる結果、流動

(13) Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (Text with EEA relevance) . <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02012R0648-20160112>>

性リスクを削減する可能性がある。さらに、CCP が清算集中された契約を保証し確実に履行する体制を整えることにより、参加者の負担を平準化し、システム・リスクの削減に資する可能性もある⁽¹⁴⁾。CCP の利用は法的観点からも重要である。というのは、多数当事者間ネットリングの法的効力には不明確な点が少なくない。しかし、多数当事者間の関係を CCP と参加者の二者間の関係に置き換えることにより⁽¹⁵⁾、その法的安定性は格段に高まるからである。

(2) 破産法上の優先的取扱い

EU では、リーマン・ショックが発生するかなり前から、国際金融取引における有価証券を対象とする取引に係る法的ルールについて統一の試みがなされ、倒産法上、優先的な取扱いをすることが認められてきた。すなわち、有価証券を対象とする金融取引のルールは加盟国によって大きく異なり、法的安定性を確保する必要性が大きいとして、EU では、2002 年に金融担保取引指令が制定された⁽¹⁶⁾。同指令により、加盟国は、担保の設定と倒産法の外で担保を利用する場合の法形式を簡素化するとともに、担保の実効的な利用や一括清算条項の有効性に疑義を生じさせる倒産法の規定の適用を排除することを義務付けられた（同指令 3～8 条）。

EU 金融担保取引指令は、2015 年 11 月 25 日の証券金融取引の透明性と再利用およ

(14) もっとも、第 1 のカウンターパーティー・リスクの削減というメリットに対しては、モラルハザードが生じ取引相手のカウンターパーティー・リスクについて適切な計測をせず過大なエクスポージャーをとるようになった、対象外取引にかかる相対のネット・エクスポージャーが増加する可能性がある、リスクは消えたわけではなく清算機関の参加者以外の債権者に転嫁されただけである等の批判がある。第 2 の流動性リスクの削減についても、清算機関の会員は担保や証拠金を要求されることにより、流動性に対するプレッシャーが高まる可能性がある、第 3 のシステム・リスクの削減に対しては、リスクとリスク管理の責任が CCP に集中することにより、システム・リスクが顕在化するおそれがあると指摘される。CCP の問題点を指摘する文献として、Mark J. Roe, The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, 63 Stan. L. Rev. 539, p. 586-587 (2011) 等参照。

(15) CCP の参加者による個々の取引に基づく権利義務関係の CCP への置き換えが、私法上、その目的に資するように、法的に確実に行われることが前提となる。法制審議会民法（債権関係）部会において民法にそのための規律を置くことが検討されたが、実現には至らなかった。平成 23 年 5 月付法務省民事局参事官室「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理の補足説明」第 21、172～175 頁。なお、この提案の基礎となった民法（債権法）改正検討委員会による「債権法改正の基本方針」における「一人計算」については、民法（債権法）改正検討委員会編『詳解 債権法改正の基本方針 Ⅲ』109 頁以下（商事法務、2009 年）参照。

(16) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168, 27.6.2002, p. 43-50.

びレギュレーション 648/2012 の改正に関するレギュレーション⁽¹⁷⁾により補完された。すなわち、同レギュレーションは、有価証券金融取引を取引情報蓄積機関に報告する一般的義務を課すとともに（同レギュレーション 4 条以下）、譲渡可能証券を対象とする集団投資事業（UCITS）に対し証券担保取引およびトータル・リターン・スワップを開始するときは継続開示書類および目論見書において開示する義務を課す（同レギュレーション 13 条・14 条）。継続開示規制に違反しても、担保として受領した金融商品の再利用に関する透明性の確保について定める同レギュレーション 15 条に違反する場合と同様に、民事法上の効果は生じないが、監督法上の措置は講じられる（同レギュレーション 22 条）。

店頭デリバティブ取引規制との関係で特に重要な意味をもつのは、担保に供された金融商品の再利用に関する規制である。これらの規制は、金融担保取引指令が規制する「証券金融取引」に限らず、同指令の定める「金融取引」に該当しない場合であっても、担保約定に基づき保有された金融商品について全面的に適用される。そして、担保に供された金融商品を再利用するためには、当事者がそれについて合意し、かつ、担保約定に基づき授受される金融商品を担保提供者の口座から移転することが要件である旨が明確にされた。

3 ドイツ法における店頭デリバティブ取引規制と倒産法

(1) 緒論

信用機関および所定の証券会社が破綻処理手続に入る場合には、後述する特別法が適用される。それ以外の企業についてはドイツ倒産法が適用される。店頭デリバティブ取引の一当事者が破綻した場合において、基本契約に含まれている一括清算条項の効力が問題になったり、相手方当事者である CCP や金融機関等が講じた措置あるいはこれから講じようとしている措置が、倒産法の規定によりその効力を否定されたり制限されたりするおそれがある。具体的には、倒産法の規定のうち、倒産手続の開始による事務処理契約の当然解除、双方未履行双務契約に係る管財人の解除選択権、相殺制限および否認の規律が問題となる。

以下では、店頭デリバティブ取引に係るドイツにおける規制とその倒産法上の取扱いについて述べる。店頭デリバティブ取引規制は、冒頭に述べたように、金融システ

(17) Regulation (EU) 2015/2365 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on transparency of securities financing transactions and of reuse and amending Regulation (EU) No 648/2012 (Text with EEA relevance), OJ L 337, 23.12.2015, p. 1-34.

ムの安定性を確保するという政策目的を有する一方、私的自治が倒産法にどこまで優先するのか、すなわち倒産債務者の一般債権者と店頭デリバティブ取引の相手方の利益をどのように調整するかが問題になる。さらに、私的自治を倒産法の規律に優先させるとすると、倒産手続に係るコストとベネフィットをどのように評価するかという倒産制度の存在自体にも影響を与え得る大きな問題につながる。

特に問題になるのが、店頭デリバティブ取引に係る基本契約に含まれる一括清算条項である。上述した破産債務者の一般債権者と店頭デリバティブ取引の相手方の利益の調整といった問題に加え、一括清算条項には金融システムの安定性の確保という観点から見た場合にも二律背反性がある。すなわち、一括清算条項には、システムミック・リスクの抑制および信用リスクのコントロールというメリットがある半面、マクロ的にみるとクロス・デフォルト条項の存在等とあいまってシステムミック・リスクを拡大・伝播する側面がある。金融システムの安定性を維持するために、一括清算条項の効力をどのような場合に認めどのような場合に否定または凍結するかという問題が生じる。そこで、店頭デリバティブ取引に係る基本契約に含まれる一括清算条項の倒産法上の取扱いについては、CCP が一当事者である場合かどうかで区別して、節を改めて論じることとする（４～６参照）。

（２） 解除の適用排除

1999年7月21日振込法により倒産法116条が改正された。この改正は、決済の安定性確保およびシステムミック・リスクの防止を目的とするEUの決済安定化指令に基づくものである⁽¹⁸⁾。振込法により改正された倒産法116条は、次のように定める。すなわち、第1に、事務処理契約は契約当事者の倒産手続開始により当然に解除されるという原則（ドイツ倒産法115条1項）の例外を設け、支払サービス提供者またはその仲介者との間の支払委託契約もしくは委託契約、または有価証券の譲渡に係る委託契約は、倒産手続開始によっても存続するものとされた。第2に、破産手続開始決定の日になされた委託を含むすべての委託について有効に相殺することができる。振込法は、記帳その他の方法で有価証券または有価証券の引渡請求権の移転を委託することを「移転委託（Übertragungsauftrag）」と定義し、上述した委託に含めている。したがって、移転委託は、契約当事者の一方について倒産手続が開始されても、当然に解除されることはなく、また、倒産手続開始決定の日になされた移転記帳に基づく相殺も有効になし得る。したがって、店頭デリバティブ取引に含まれる担保条項など

(18) Begründung zum Entwurf eines Überweisungs-gesetzes (ÜG), Bundestag Drucksache 14/745, S. 8.

における有価証券または有価証券の引渡請求権の移転についての約定は、倒産手続の開始によって解除されることなく存続し、また、相殺の効力にも影響が及ばない。

(3) 否認の適用排除

2002年に制定されたEUの金融担保取引指令⁽¹⁹⁾は2つの目的を有する。第1は、担保の設定のための法形式と倒産法の外で担保を利用するための法形式を簡素化することである。第2は、担保の実効的な利用や一括清算条項の有効性に疑義を生じさせる倒産法の規定の適用を排除することである。金融担保取引指令により、加盟国は、担保の設定と倒産法の外で担保を利用する場合の法形式の簡素化、および担保の実効的な利用や一括清算条項の有効性に疑義を生じさせる倒産法の規定の適用を排除することを義務付けられた（同指令3～8条）。

ドイツでは、2004年4月5日の法律によって同指令が国内法化され、金融担保取引指令4条、7条および8条に対応するために、倒産法等が改正された⁽²⁰⁾。ここでは、担保の実効的な利用に関する事項についてのみ取り上げ、一括清算条項に関する論点と立法措置については、節を改めて論じることにする。

金融担保指令を国内法化する法律により、第1に、担保約定に定める被担保債務の価値と供与された担保価値との関係を再構築することを可能にするために、破産法130条1項1文が追加され、信用制度法1条17項にいう金融担保⁽²¹⁾の追加設定については、否認の規定が適用されないことが明らかにされた。これにより、マージンコールに基づく差額分の拠出に対して否認の規定が適用されないことになった。

第2に、倒産手続開始の日に債務者が財産を処分したときは、当該手続開始後に処分したものと推定する旨の規定（倒産法81条3項）は、信用制度法1条17項にいう金融担保を債務者が処分した場合には、倒産手続の開始日に行われた場合であって、かつ、処分の相手方が倒産手続の開始について善意・無過失であったことを立証した

(19) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements, OJ L 168, 27.6.2002, p. 43-50.

(20) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekendarlehenbankgesetzes und anderer Gesetze, BGBl. I S. 502. 担保の法形式の簡素化については、ドイツ法の下では金融担保契約についてそもそも様式を求めておらず、譲渡担保などの非典型担保も発達していたため、改正の必要はなかったが、寄託法16条が改正された。一括清算条項の効力に係る改正については、4（2）において沿革を含め述べる。

(21) 「金融担保」とは、金融商品の売買や金融商品に係るデリバティブ取引・金銭貸借契約に基づく債務およびこれらの契約の媒介契約に基づく債務の担保に供される預金、金額（Geldbeträge）、有価証券、マネーマーケット商品および2002年のEU金融担保取引指令2条1項oにいう金融機関の貸付債権等をいう（信用制度法1条17項）。

ときは、適用されないものとし、原則として当該金融担保の処分を有効とした（同法 81 条 3 項 2 文）。

4 一括清算条項に係る倒産法上の規律—当事者がCCP以外の場合

（１） 倒産法104条—2016年改正前

① 規律の概要

一括清算条項の倒産法上の効力については、倒産法 104 条 2 項および 3 項の規定が適用される。倒産法 104 条 2 項は、デリバティブ取引のような市場価額または取引所の相場のある金融取引について、倒産管財人の選択権を排除する。その趣旨は、当該取引が継続するのかどうかに係る不確実性を排除するとともに、倒産管財人が相場を利用して投機を行うことから倒産財団を保護することにあるとされる⁽²²⁾。

倒産法 104 条 2 項および 3 項の基本的考え方は、基本契約に基づく金融上の給付であり、市場価額または取引所の相場が存在する場合には、清算参加者について倒産手続が開始したときは、所定の時点における市場価額または取引所の相場ですべての取引に係るポジションをただちに金銭により清算するというものである。このような一括清算は、カウンターパーティー・リスクを縮減し、ひいては金融システムの安定に資するとされる。また、それがなければ社会経済的に必要とされる貸出に回せるところ、リスクに備えるためそれを抑制せざるを得なくなると説かれる。そのような理解に基づき、倒産法 104 条 2 項は、破産原因の発生によりすべての取引を終了させる旨の条項を伴う基本契約に基づき行われるすべての取引を一体のものとみて、そうすることにより異なる種類の金融商品に係る取引を含めすべての取引を終了した上でクローズアウト・ネットティングすなわち市場価額をもって一括して差引計算することを許容するものである。

取引関係が倒産法 104 条 1 項または 2 項により倒産の発生によって終了したときは、不履行に基づいて発生した債権の額は同条 3 項の規定に基づき算定される。倒産法 104 条 3 項により、相互の債権について約定価格と当事者が約定した時点・場所における市場価額または取引所の相場との差額をもって清算すること、すなわち一括清算ネットティングが許容されている。なお、基準日は、倒産法制定当初は、倒産手続開

(22) Beschlußempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuß) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung—Drucksache 12/2443—Entwurf einer Insolvenzordnung (InsO), Bundestag Drucksache 12/7302, S. 167f.

始後2営業日目と制約されていたが、後述するように2004年の倒産法改正により、約定が存在する場合は倒産手続開始後5営業日以内までの間で約定した日へと拡張され、約定が存在しないときは従来通り倒産手続開始から2営業日目を基準日とすることとされた。倒産手続開始から2営業日を基準日とする旨の規律は、確定期売買および物品を目的とした期限取引に係る旧破産法18条の規律を引き継ぐものである。倒産法104条2項および3項については、改正が繰り返されているので、以下、簡単に概観する。

② 沿革

1994年に制定され1999年から施行されている倒産法制定当時の104条2項によれば、「市場価額または取引所の相場⁽²³⁾を有する金銭給付（Geldleistung）」を目的とする確定期取引（Fixgeschäft）については、同法103条が定める倒産管財人の選択権が排除され、104条3項により法定された不履行に基づき生じる債権だけを主張することができる⁽²⁴⁾。ところが、金融期限取引すなわち金融スワップ取引については、特定の時点において給付がなされなければ契約の目的を達することができない確定期取引に該当しない場合であっても⁽²⁵⁾、将来の相場の変動に基づく不確実性と投機を避けるために、倒産管財人の選択権を排除することが望ましいとして、金融期限取引を同条の適用範囲に含めるための改正がなされた。もっとも、金融スワップ取引が確定期取引である必要はないが、期限ないし期間の要素は必須であるとされる⁽²⁶⁾。1994年は、バーゼル銀行監督委員会が、BIS規制上、各国法制下において法的に有効な一括清算ネットティング契約の下にあるオフ・バランス取引については、自己資本比率の算定上、一括清算ネットティングによる信用リスクの削減効果を承認した年であり、そのような銀行の国際規制の動向も視野に入っていたものと思われる。

倒産法104条3項により、金融スワップ取引については、契約当事者は当該契約の

(23) ドイツでは、市場価額または取引所の相場は広く理解されており、店頭商品の市場もまた倒産法104条の「市場」に含まれるとされる。すなわち、流動性やアクセス可能性は要件とされない。後述する連邦通常裁判所の2016年6月9日判決も、同条の「市場価額」について取引することが可能かどうかではなく、補償を填補する可能性が存在するかどうかの問題であると指摘している。

(24) Insolvenzordnung (InsO) vom 05.10.1994, Bundesgesetzblatt Jahrgang 1994 Teil I Nr. 70, S. 2866.

(25) 金融デリバティブ取引は倒産法18条の確定期取引には当たらないとするのが当時の通説であったとされる。Köndgen in: Kübler/ Prütting/ Bork, Kommentar zur Insolvenzordnung, Bd. II, § 104 InsO Rn. 2 (2012).

(26) Jahn in: Münchner Kommentar zur Insolvenzordnung, 3. Auflage, Bd. 2, § 104 InsO Rn. 54 (2013).

履行を請求することはできず、約定した価額と倒産手続開始後2営業日目における市場価額または取引所の相場との差額の補償を求めることができるにすぎないものとされた⁽²⁷⁾。この補償請求権の法的性質は、倒産法104条3項の効果として、相互の履行請求権を不履行に基づく一方の他方に対する差額請求権に法律上転換したものであるとされる。すなわち、不履行に基づく契約上の請求権が倒産法の定める算定方法に従って、法律上の債権に転換したものとされる⁽²⁸⁾。補償債権の発生は、当事者が倒産手続の開始を知っていたかどうかにかかわらず⁽²⁹⁾。さらに理由書は、債務者と相手方との間で複数のスワップ取引がなされるときは、通常、相互の補償債権を一括してネットティングすなわち差引計算することができると述べており⁽³⁰⁾、立法者は複数のスワップ取引に基づく債権債務を差引計算して一本化することを認めていたと考えられる。すなわち、金銭上の給付に係る取引を基本契約に基づき一体的な相互の契約にまとめ、倒産事由の発生により一体的に終了することができるのである。このことは、現行倒産法104条3項で明確にされた。なお、一本化された補償債権という法律構成は、すでにドイツ破産法が物品に係る期限取引について採用していた立場であった⁽³¹⁾。

2004年には、金融担保取引指令を国内法化する法律に基づく倒産法改正により、倒産法104条について主として次の3点が改正された⁽³²⁾。

第1に、「金銭給付」という概念が「金融上の給付 (Finanzleistung)」という概念に置き換えられた。金融上の給付には、改正前法における金銭給付に加えて、金融商品またはそれに類する権利の給付やデリバティブ金融商品に基づく金銭給付などが含まれる。これにより、倒産法104条2項および3項の適用範囲が大幅に拡大された。例えば、フォワードやオプションも「金融上の給付」に該当し、倒産法104条2項お

(27) Begründung zum Entwurf einer Insolvenzordnung (InsG), Bundestag Drucksache 12/2443, S. 145.

(28) Ulrich Ehricke, Finanztermingeschäfte im Insolvenzverfahren, ZIP 2003, S. 273, S.277.

(29) Hess (Hrsg.), Kölner Kommentar zur Insolvenzordnung, Bd. 2, § 104 InsO Rn. 24 (2015).

(30) Begründung, supra note 27, S. 145.

(31) 旧破産法18条参照。同条につき、Ulrich Bosch, Finanztermingeschäfte in der Insolvenz. Zum „Netting“ im Insolvenzverfahren (Teil I und Teil II), WM 1995, SS. 365-374 (Teil I), SS. 413-428 (Teil II) 参照。ドイツでは、1993年にDRVにおいて一括清算条項が規定され、スワップ契約から用いられ始めたとされる (DRVについては、後掲注 (38) 参照)。Jahn/ Reiner in: Schimansky/ Bunte/ Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 5 Aufl., § 114 Rn. 177 (2017).

(32) Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekendarlehenbankgesetzes und anderer Gesetze, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2004 Teil I Nr. 15, S. 502.

よび3項の規律に服することが明確になった。また、証券貸借は、請求によりいつでも終了する旨が基本契約に定められており、それと同時に請求の終期が定められている場合には倒産法104条2項が適用されることになる。また、金融上の給付には、信用制度法17条1項にいう金融担保が含まれることとされた。これはEUの金融担保取引指令7条を国内法化したものであることについては、前述した。倒産法104条2項および3項の規律の趣旨は、狭い意味での期限取引（Termingeschäft）に限られるものではないが、改正前法の文言の下では、そのように解釈されるおそれがあったため、金融上の給付という概念を導入し、その内容を明確にしたものである⁽³³⁾。なお、金融上の給付とは、それがある契約に係る典型的な給付であることを要し、例えば物品の売買の対価を外国通貨で支払う場合は、金融上の給付には含まれない⁽³⁴⁾。

第2に、自動終了し一括清算する場合を、その合理性を考慮して限定した。一方当事者が倒産において有利な取引のみを選択させないことに、自動終了・一括清算の合理性がある。しかし、基本契約に倒産の場合にのみ全体が終了すると規定されている場合には、チェリー・ピッキングのおそれはない。そこで、改正前法の下では、たんに契約違反の場合に一括終了するものと規定していたのを改め、倒産事由が存在する場合には終了し一括清算されるものとした⁽³⁵⁾。

第3に、市場価額および取引所の相場の基準日が見直された。改正前法は、旧破産法18条2項の規定にならって、倒産手続開始から2営業日目としていたが⁽³⁶⁾、改正法は、当事者間に約定があれば、倒産手続開始から5営業日までの間で自由に定めることができるものとし、約定がない場合に2営業日目とした。これは、通常は、できる限り早くカバー取引を行うことにより市場価額または取引所の相場の変動リスクを制限するであろうと考えられたため、倒産手続開始から2営業日目をデフォルト・ルールにする一方、当事者間の約定によりその期間を5営業日目まで延長することを認めたものである⁽³⁷⁾。

以上に概観した倒産法104条2項および3項の特徴は、後述するCCPにおける一括清算条項の有効性を認めた倒産法施行法の規定振りと比較すると、一括清算条項の

(33) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2002/47/EG vom 6. Juni 2002 über Finanzsicherheiten und zur Änderung des Hypothekendarlehenbankgesetzes und anderer Gesetze, Bundestag Drucksache 15/1853, S. 15.

(34) Lüer in: Uhlenbruck, Insolvenzordnung: InsO, 14. Aufl., § 104 Rn. 16 (2015).

(35) Begründung, supra note 33, S. 15.

(36) 旧破産法制定当時は、市場価額・取引所の相場のある取引について、一方当事者について破産手続が開始された場合、破産手続開始から2営業日目にカバー取引を行うのが一般的であったためであるとされる。Id. S. 15.

(37) Id. S. 15.

有効性を端的に認めたものではない点にある。すなわち、所定の関係が法律の規定に基づき終了するとともに、倒産法の規定に基づいて市場価値または取引所の相場を基礎として算定された一本の補償債権が発生するものとし、私的自治に基づくのではなく法律の規定によるネッティングを認めているのである。

③ 基本契約における一括清算条項の有効性

ドイツにおいて店頭デリバティブ取引に広く用いられている 1993 年に策定された「金融期限取引に係るドイツ基本契約 (Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, "DRV")」⁽³⁸⁾ および ISDA 基本契約は、一方当事者に所定の事由が発生した場合、契約が倒産手続の開始前に「自動的に」終了し、基本契約に定める範囲の債権債務関係を一括して差引計算する旨の規定を有している。すなわち、DRV の「清算のための基本契約」第 4 から第 6 条までの規定は、一括清算条項について規定しており、所定の事由の発生（倒産開始の申立て）により取引が終了し、当該基本契約の対象である債権債務関係を一括して差引計算することにより清算金を算定するものとする。これらの規定は、2016 年改正前倒産法 104 条 2 項 3 文にいう「約定」に該当すると解されている。

もっとも、そのような一括清算条項の倒産法上の効力が依然として問題になる。①に述べたように、そもそもそのような一括清算条項の有効性を認めるために、1994 年に制定された倒産法において 104 条 2 項および 3 項が新設されたわけであるが、本条の特異性がつとに指摘されてきた。すなわち、倒産法 104 条 2 項および 3 項は、銀行や金融機関の強いロビー活動の成果として制定されたものであり、内容的にもリスクを軽減するものではなく他の倒産債権者に移転する効果を有するだけである。また、一括清算条項を用いる金融機関は、自己のリスクに注意を十分に払わなくなるモラルハザードを惹起するという批判である⁽³⁹⁾。

倒産法 104 条 2 項および 3 項にもかかわらず一括清算条項の効力が問題になる理由は、倒産法 119 条が同法 103 条から 118 条までの規定の適用を排除または制限する約定の効力を否定しているためである。学説上は、少なくとも実務で用いられている基本契約における一括清算条項は、倒産法 119 条の文言と同法 104 条の沿革などに照ら

(38) DRV とは、ドイツ法が適用され、ドイツ国内におけるデリバティブ取引において通常使用される基本契約である。これに対し、ISDA の基本契約は、主として英国法が準拠法として選択され、ときにニューヨーク州法が準拠法とされるが、ドイツでは国際デリバティブ取引において専ら利用されている。Jahn/ Reiner, *supra* note 31, § 114 Rn. 183.

(39) Christoph G. Paulus, Anmerkung zum BGH, Urt. v. 09.06.2016 – IX ZR 314/14, ZIP 2016, S. 1233, S. 1234.

して有効であるとする説、とりわけ差引計算された差額債権の具体的計算方法については私的自治が認められるとする説が文献上は圧倒的に有力であった⁽⁴⁰⁾。契約による清算が倒産手続開始に先立ってすでになされており、倒産法 104 条に定める時点より前に債権債務関係が一本化されていることをその理由とする。すなわち、倒産法 104 条は、倒産手続開始決定後に適用される規定であるというのである。さらに、立法の沿革に照らして、倒産法 104 条の立法理由において基本契約に基づく一括清算条項の有効性が認められていると理解し得る点も重視されていた⁽⁴¹⁾。実質的にも、契約が終了する時期を倒産手続開始時より前倒しにし、一定の清算事由が生じた場合には自動的に契約が一体として終了する旨の条項には、次のような意義があるとされる。すなわち、できる限り市場に適合的な形で契約を終了し清算することが両当事者の利益になる。敷衍するならば、倒産申立てが公知になってから実際に倒産手続開始が決定されるまでの間に金融デリバティブ取引の両当事者にとって不利な方向に市場の相場が変動し、それによって両当事者が害されることを避けることができる。他方、場合によっては当事者間で補償契約を締結するなどして必要とされる再交渉を行うことが容易であるからである⁽⁴²⁾。

もっとも、一括清算条項の有効性を承認する通説に対しては、倒産に関連した事由で自動的に契約関係の終了がもたらされる場合などは、倒産法 104 条 2 項および 3 項の価値判断に即して無効とすべきであるという少数説も存在した⁽⁴³⁾。

ところが、一括清算条項の有効性を前提にしていた実務および学説に対し、2016 年にドイツの最上級審裁判所である連邦通常裁判所が、清算金支払請求権の計算について、契約上の規律が倒産法 104 条 3 項の定める「倒産財団の保護の水準」を引き下げたものではない場合に限って差引計算の対象にすることができるとの判断を示した⁽⁴⁴⁾。この判例を受け、監督当局は従来通り差引計算を行うべきであるとの命令を発する一方、政府は急きょ立法措置を講じた。以下、款を改めて、この間の経緯につい

(40) Ehrlicke in: Ekkenga/ Hadding/ Hammen, FS Kümpel, S. 77, S. 84 (2003) ; Jahn/ Fried, Münchner Kommentar zur InsO, 3. Aufl., § 104 Rdn. 169 (2013) ; Köndgen in: Kübler/ Prütting/ Bork, InsO, Lfg. 8/98, § 104 Rdn. 39, Zimmer/ Fuchs, Die Bank in Krise und Insolvenz: Ansätze zur Minderung des systemischen Risikos, ZGR 2010, S. 597, SS. 633f.

(41) Jens-Hinrich Binder, Bankeninsolvenzen im Spannungsfeld zwischen Bankaufsichts- und Insolvenzrecht, S. 444 (2005).

(42) 以上につき、Lambert Köhling, Die Clearing-Rahmenvereinbarung – deutsche Vertragsdokumentation für das Kundenclearing, BKR 2013, S. 491, S. 498 参照。

(43) Daniel Kieper, Abwicklungssysteme in der Insolvenz, S. 90f. (2004).

(44) BGH Urteil vom 9.6.2016, IX ZR 314/14. <<http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=pm&Datum=2016&Sort=3&nr=74978&linked=urt&Blank=1&file=dokument.pdf#search=%27BGH+Urteil+vom+9.6.2016%27>>

て詳述する。

(2) 倒産法104条—2016年改正

① 緒論

一括清算条項を念頭においたドイツ倒産法 104 条は、2016 年 12 月に改正された。その契機となったのは、2016 年 6 月 9 日に出されたドイツの最上級審裁判所である連邦通常裁判所の判決であった。リーマンブラザーズ・グループの破綻に伴い、基本契約に基づく一括清算条項（クローズアウト・ネッティング条項）による差引計算の有効性が問題となった。連邦通常裁判所は、後述するように、差引計算の効力を一部否定した⁽⁴⁵⁾。ドイツでは、判決が出された当日に、BaFin（金融サービス監督庁、Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）から約定どおりの差引計算を行うべきであるとの一般処分（Allgemeinverfügung）が発令されるとともに、財務省と司法消費者保護省は早急に倒産法を改正する旨を公表した。実際に、ドイツでは、2016 年末に倒産法が改正された。店頭デリバティブ取引において世界的に広く利用されている一括清算条項の適用を制限するという点で、ドイツの最上級審裁判所は実務に対し大きな影響を与える判断を下したが、その前後の対応、すなわち、行政庁および立法府の対応は迅速かつ柔軟であった。以下、2016 年倒産法改正に至る経緯を概観する。

② 2016 年 6 月 9 日ドイツ連邦通常裁判所判決

連邦通常裁判所は、2016 年 6 月 9 日の判決において、金融市場における取引の清算についての約定は、一方当事者が倒産した場合に倒産法 104 条の規定を適用したときと比べそこから乖離する限りにおいて効力が認められないと判示した。なお、この事件においては、ドイツ法を適用すべきかどうか準拠法も争点になったが、この論点は捨象し、ドイツ法の適用を前提にする。

【事実】

X（原告）らは、Y（被告）であるリーマンブラザーズ・インターナショナル（欧州）との間で訴外 A 社（SAP 株式会社）の株式のオプションに係るデリバティブ契

(45) 日本でも、リーマンブラザーズの破綻により関係会社間相殺条項の効力が争点となった事案において、最高裁判所は、再生債務者に対して債務を負担する者が、当該債務に係る債権を受働債権とし、自らと完全親会社を同じくする他の株式会社が有する再生債権を自働債権としてする相殺は、これを行うことができる旨の合意があらかじめされていた場合であっても、民事再生法 92 条 1 項により行うことができる相殺に該当しないとして約定どおりの差引計算を認めなかった（最判平成 28 年 7 月 8 日民集 70 卷 6 号 1611 頁）。

約を締結した。その内容は、XらがYに対し、A社株式の購入オプションすなわちオプション行使期日である2005年12月19日に約定のオプション行使価格でA社株式を購入する権利を売却するというものであった。なお、2008年に破綻したリーマンブラザーズ・グループに属するYは、英国法およびウェールズ法を準拠法として設立された会社であった。

XとYとの間に締結されたデリバティブ契約は、「金融期限取引に係るドイツ基本契約 (Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte) (以下、DRV ということがある)」に基づき行われた。当該株式オプション契約について、担保条項に基づきYはA社株式を担保として取得していた。2008年9月15日、Yについて英国で破綻処理手続である財産管理 (administration) 手続が開始された。この時点においてXらとYとの間には、XはYに対し、2009年12月18日を権利行使期日としてA社株式を1株36.1ユーロで購入するオプションを付与する旨のオプション契約が存在していた。Yについて財産管理手続が開始された日である2008年9月15日におけるA社株式は1株38.15ユーロであり、2009年12月18日におけるA社の株価は32.205ユーロであった。Xは、Yに対し、担保としてYが取得したA社株式を返還せよと主張した。Xの主張に対し、Yは、一括清算時のA社株式の市場価額が約定のオプション行使価額を上回っていたとして、DRVの一括清算条項に基づき算定した清算金の支払を求めた。すなわち、Yは、一括清算条項により、当該オプション取引のY倒産時点における時価である約1,300万ユーロに基づいて清算がなされ、当該金額に相当する額の補償請求権が生じているとして、担保としてXらから取得したA社株式の引渡しを拒絶した。

DRVの7条2項によれば、当該オプション契約は倒産手続の開始をもって終了し、オプション契約上の給付義務にかわって9条に従って差引計算により算定される補償金を支払うという内容の清算債権が発生するものと定められていた。なお、DRV7条2項の自動終了事由は、「破産手続その他の倒産手続の開始が申し立てられ、かつ、本契約の当事者が申立てをしたか、支払不能であるか、または、それらの手続の開始を正当化する状況にあるその他の場合」と規定されていた。また、DRV9条における清算債権の算定等に係る条項においては、いつの時点の市場価額を基準に差引計算するかについて具体的な定めはなかった。

第1審は、Xらの請求を認容したのに対し、第2審はYの主張を認め、DRVにおける一括清算条項に基づく清算金の支払いを認めた。その理由は、当該一括清算条項は標準的な条項であって、同条項に基づいて請求することができるというものであった。これに対し、連邦通常裁判所は、清算金の算定は、約定した一括清算条項に基づ

いて行うのではなく、倒産法 104 条 2 項および 3 項の規定に基づかねばならないと判示し、倒産法の上記規定から乖離していない限度でのみ清算金の支払に係る請求を認容し得るとして、原審に差し戻した。自動終了事由に係る約定の効力と清算金算定の基準時の 2 つの論点に絞って、判旨を紹介する。

【判旨】

「控訴審裁判所が、結論として、Y は X に対しオプションの市場価額に応じた請求権を取得するとした点は適切である。しかしながら、この結論は、基本契約から導かれるのではなく、倒産法 104 条 2 項 1 文および 3 項 1 文・2 文によりもたらされる。控訴審判決の見解と異なり、2008 年 9 月 15 日の市場価額ではなく、2008 年 9 月 17 日の市場価額が基準日となる。」

「倒産法 104 条に定める倒産の場合における補償スキームが、基本契約に優先する。倒産法 119 条は、同法 104 条の適用をあらかじめ制限する合意の効力は認められないと規定しているからである。倒産法 104 条の規定から乖離する倒産手続開始申立てを自動終了事由と定める約定の効力が、倒産法 104 条に定める法的効果を変更しないという理由により有効であるかどうか、とりわけ倒産法 104 条 2 項が倒産管財人の選択権を否定していることを空洞化する可能性があるかどうかは、いまだ明確でない。

いずれにせよ、倒産法 104 条 2 項および 3 項の規定による倒産の場合の補償請求権の算定方法から乖離する場合には、当該約定の効力は認められない⁽⁴⁶⁾。」

「・・・倒産法 104 条 2 項から明らかなように、同条同項が定める倒産管財人の選択権の排除は、当該取引の消長に係る不確実性を排除するという目的のみならず、倒産管財人の相場を利用した投機から倒産財団を保護するという目的をも有する。

倒産法 104 条 2 項が倒産管財人の選択権を排除することにより倒産財団を一方で保護しておきながら、他方で、契約当事者が個別の契約によって倒産法 104 条 3 項の規定に基づく補償請求権に係る清算方法に係る約定を倒産財団に不利益となるように定めることにより倒産財団の保護という目的に合致しない結果をもたらし得ることは、矛盾しているように見える。とりわけ、X が主張する、本件基本契約に定められた、支払能力のある当事者が支払不能に陥った当事者の被った損害を補償すべき経済的利益を、倒産法 104 条 3 項が予定していないのに制限することは、倒産財団の保護のレ

(46) 連邦通常裁判所は、倒産法 104 条 3 項に定める算定方法から乖離する約定も、倒産手続開始前の時点を基準にする限りは許容され得るとする学説上の有力な立場をとらないことを明確にした。有効性を認める見解として、Jaeger/Jacoby, Insolvenzordnung, Bd. 3, § 119 Rn. 42 (2014) ; Zimmer/Fuchs, supra note 40, S. 633f.; Benzler, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivatehandel, S. 272f (1999) 参照。

ベルを切り下げることにつながるであろう。倒産法 104 条 2 項 3 文において金融上の給付に係る基本契約というときは、同条同項から乖離した基本契約を締結する可能性を開くものではないのである。」

③ 関連判例

本判決に先立ち、連邦通常裁判所は、2012 年 11 月 15 日の判決において、倒産手続開始申立時点に終了するものとする自動終了条項について、倒産法 119 条に基づき次のように判示していた⁽⁴⁷⁾。

倒産法 119 条は、同法 103 条から 118 条までの規定の適用を排除または制限する約定の効力は認められない旨を規定する。この事案で問題となったのは、金融デリバティブ取引の基本契約における自動終了条項ではなく、エネルギー供給契約に係る自動終了条項が倒産管財人の選択権を排除することの倒産法上の有効性である（同法 103 条）。判旨は、仮に倒産手続開始申立てにより契約関係が終了するとすれば、実務的には、倒産手続開始は有効な終了事由としての意義を完全に失い、倒産法 104 条および 119 条が目指す倒産財団の保護は完全に損なわれ、立法趣旨が実現されない。自動終了条項は、倒産法 119 条が保証する倒産管財人の同法 103 条に基づく選択権を排除するものであり、倒産法 119 条の規定は、その趣旨が無意味にならないように、適法な倒産申立てであるがゆえに倒産手続開始の効果が真に認められるべき時点にまでさかのぼって適用されるべきであると判示した。同判決において、判旨は、倒産法 103 条が定める倒産管財人の選択権は、倒産財団の保護に資するものであることを強調していた。

このように、連邦通常裁判所は、倒産法の規定の強行法規性を定める条文を厳格に解釈する立場を示しており、そのような流れからすれば、2016 年 6 月 9 日判決も想定内の判例であると評し得る。すなわち、倒産法 104 条 2 項は、デリバティブ取引のような市場価額のある金融取引について、倒産管財人の選択権を排除しているが、その趣旨は、当該取引が継続するのかどうかに係る不確実性を排除するだけではなく、倒産管財人が相場を利用して投機を行うことから倒産財団を保護することにもあるとされる⁽⁴⁸⁾。このような観点からすれば、2012 年の連邦通常裁判所判決の射程は、金融デリバティブ取引の基本契約に係る自動終了条項にも及ぶということになるだろう。もっとも、通説的な見解は、2012 年判決で問題となったのは、あくまでも物品やエネルギーを対象にする取引の基本契約に係る自動終了条項であり、事案が違うとして、

(47) BGH, Urteil vom 15. November 2012 - IX ZR 169/11, BGHZ 195, 348.

(48) Jaeger/Jacoby, supra note 46, InsO § 104 Rn. 4ff. および注 (22) に引用した文献参照。

2012 年判決の射程は、金融デリバティブ取引に係る基本契約における一括清算条項には及ばないと解していた⁽⁴⁹⁾。

④ 行政府の対応

2016 年 6 月 9 日のドイツ連邦通常裁判所判決は、実務に対して 2 つの大きな影響を与える可能性がある。第 1 に、ドイツ倒産法が適用されると、金融市場で広く用いられている一括清算ネットリングに係る基本契約の効力に影響が生じる。基本契約における一括清算条項には、銀行監督法上の効果が認められている。すなわち、有効な一括清算条項は、自己資本要件を低減させるとともに、大口信用供与規制の与信額を引き下げる効果を有する。第 2 に、仮にドイツ法が適用されると一括清算条項の倒産法上の効力が制限されるとすれば、ドイツ法を準拠法として店頭デリバティブ契約を締結することを回避し、その有効性を認める国を準拠法とすることが考えられる。

同判決を受け、ドイツの金融監督当局である BaFin は、判決が言い渡された当日に、有価証券取引法 4a 条に基づき、2016 年 12 月 31 日までの間、基本契約の当事者は同判決にかかわらず約定に従って清算しなければならない旨を一般処分 (Allgemeinverfügung) の形式で命じた⁽⁵⁰⁾。有価証券取引法 4a 条は、BaFin に対し、ドイツ連邦銀行と協議の上、金融市場の安定性に悪影響を与え、または金融市場の機能に対する信頼を害するおそれのある状況を排除または防止するために必要な命令を発する権限を付与している。なお、一般処分に対しては、公告および異議申述制度があるが、申述期間内（本件では、2016 年 7 月 11 日まで）に一件も異議が出されることはなかったとのことである⁽⁵¹⁾。

さらに、判決が出されたその日に、財務省と司法消費者保護省は、一括清算条項が市場で利用され監督当局によって認められるように倒産法の関連規定を明確化するための立法措置を政府として講じる旨を宣言した⁽⁵²⁾。

(49) Jahn/ Fried, supra note 40, § 104 Rn. 169a; Michael Huber, Unwirksamkeit von insolvenzbedingten Lösungsklauseln – Vertragspraxis, was nun? ZIP 2013, S. 493, SS. 496ff.

(50) BaFin, Allgemeinverfügung zu Nettingvereinbarungen im Anwendungsbereich des deutschen Insolvenzrechts, GZ: ED WA-Wp 1000-2016/0001. < https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_160609_allgvfg_nettingvereinbarungen.html;jsessionid=9A8D60097855B771E6C693365C163EC8.1_cid298>

(51) Frank R. Primozic/ Joel Felix Schaaf, Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Unwirksamkeit der Close-out-Netting-Regelungen im Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, WM 2016, S. 2110, S. 2115.

(52) BGH-Urteil zur Wirksamkeit des Rahmenvertrags für Finanztermingeschäfte. < http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2016-06-09-gemeinsame-erklaerung.html >

仮に、BaFin から発令されたこの一般処分が失効すれば、ドイツの金融機関および市場参加者の国際競争力が損なわれ、ドイツの金融システムの安定性が維持されないとして、倒産法 104 条の趣旨目的に立ち返って一括清算条項の許容性の根拠と範囲を明確にするための法改正を行う旨を宣言したのである。

⑤ 立法府の対応—2016 年倒産法改正

2016 年 12 月 22 日、「第 3 次倒産法改正法及び民事訴訟法施行法を改正する法律」が成立した⁽⁵³⁾。一括清算条項の許容性の根拠と範囲を明確にすることにより、ドイツの金融機関の国際競争力が損なわれることを防止し、ドイツの金融システムの安定性を維持するために倒産法 104 条が改正された。第 3 次倒産法改正法の立法趣旨は、一括清算ネットティングに係る約定の限界と許容性を明確にし、法的確実性の下、当事者が銀行監督法上、一括清算ネットティングが有効と認められるための前提を満たす約定を締結できるようにすることにある⁽⁵⁴⁾。第 3 次倒産法改正法は、2 段階の改正を行った。第 1 段としてなされた同改正法 1 条による倒産法 104 条の改正は、上記連邦通常裁判所の判決が出された 2016 年 6 月 9 日の翌日から適用され、BaFin が発令した一般処分の効力が生じた日である 10 日に遡って適用するものとし、2 段階目の改正すなわち同改正法 2 条に基づく改正は、公布の日が発効するものとされた（同改正法 4 条 1 項・2 項）。同改正法は、2016 年 12 月 29 日に公布された。

法律上の終了メカニズムおよび清算メカニズムの目的に反する約定は許されない。法律上の終了メカニズムおよび清算メカニズムの目的は、倒産管財人の選択権と結びついた予測不能性から契約の相手方を解放することにある⁽⁵⁵⁾。倒産財団は、補償契約の締結によって履行利益を確保し得るのであるから、契約相手方の上記の保護は倒産財団に不当な不利益を課すものではない。改正前法は、正当な目的があれば、法律上の終了メカニズムおよび清算メカニズムからの乖離は倒産法上も有効なものとして約定することができるという立場をとっており、改正法はそれをより明確にするものであると説明される⁽⁵⁶⁾。

主な改正点は、以下の 3 点である。

(53) Drittes Gesetz zur Änderung der Insolvenzordnung und zur Änderung des Gesetzes, betreffend die Einführung der Zivilprozessordnung Gesetz vom 22.12.2016 - Bundesgesetzblatt Teil I 2016 Nr. 65, S. 3147. <[https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBI&start=//*\[@attr_id='bgbl116s3147.pdf'\]>](https://www.bgbl.de/xaver/bgbl/start.xav?startbk=Bundesanzeiger_BGBI&start=//*[@attr_id='bgbl116s3147.pdf']>)

(54) Entwurf eines Dritten Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung, Bundestag Drucksache 18/9983, S.9.

(55) Id.

(56) Id.

第1に、当事者が契約の終了および補償債権の計算を倒産手続開始前の時点で行うことを約定できることが明確にされた。ただし、一括清算条項の契約上の効力をストレートに認めたものではなく、これまでどおり法律上の清算である点には注意を要する。

第2に、損害賠償の算定において約定の具体的な規定が抽象的な計算方法に優先することが明確にされた。

第3に、倒産法104条の適用範囲を画する概念である「金融上の給付」にMiFID IIという「金融商品」を含ませることにより、その範囲を拡大した。

以下、倒産法104条を訳出する。

倒産法第104条

第1項 市場価額または取引所の相場を有する物品を特定の時点または特定の期間に引き渡すことを約定した場合において、倒産手続の開始後に当該時点または当該期間が経過するときは、その履行を請求することはできず、不履行に基づき生じる債権を主張できるにすぎない。市場価額または取引所の相場を有する金融上の給付に係る取引であって、特定の時点または特定の期間に給付することを約定した場合において、当該手続開始後に当該時点または当該期間が経過したときも、同様とする。次に掲げるものは、とりわけ金融上の給付とみなす。

1. 貴金属の引渡し
2. 金融商品またはそれと類似の権利の引渡し。ただし、継続的な結合関係を創設するために企業に対する参加持分を取得する場合を除く。
3. (a) 外国通貨もしくは計算単位で提供すべき、または (b) 外国通貨もしくは計算単位の相場に応じて、債券の利率に応じて、もしくはその他の物品もしくは給付の価格に応じて、直接もしくは間接に決定される金銭の給付
4. 第2号によって排除されないデリバティブ金融商品に基づく引渡しまたは金銭の給付
5. 第1文に定める引渡しに対するオプションおよびその他の権利、または第1号から本号にいう引渡し、金銭の給付、オプションおよび権利に対するオプションおよびその他の権利
6. 信用制度法1条17項にいう金融担保。第3文第2号および第4号にいう金融商品とは、EU指令2016/1034により改正された、金融商品市場に関する、および指令2002/92/EGおよび2011/61/EUを改正する2014年5月15日の欧州議会および欧州理事会の指令2014/65/EUの付表1第C部に掲げるものをいう。

第2項 不履行に基づく債権は、当該取引の市場価額または取引所の相場により定まる。次に掲げるものは、市場価額または取引所の相場とみなす。

1. 遅滞なく、遅くとも倒産手続開始後第5営業日に締結される補償契約に係る市場価額または取引所の相場

2. 前号による補償契約が締結されない場合には、倒産手続開始後第2営業日に締結することができたであろう補償契約に係る市場価額または取引所の相場

市場の状況が第2文第1号または第2号による補償契約の締結を許さない場合に限り、市場価額および取引所の相場は、当該契約の適切な評価を保証する方法および手続により定めなければならない。

第3項 信用制度法第1条第31項にいう中央清算当事者の基本契約または業務規程に基づき行われる第1項の規定による取引が、それに組み込まれた取引が所定の事由が生じたときは一体的にのみ終了することができることと定める一体的な契約に統合されている場合には、組み込まれた取引の総体を第1項にいう取引とみなす。同時にその他の取引を組み入れるときも、同様とする。この場合においては、一般規定を適用するものとする。

第4項 契約当事者は、異なる定めが当該法規制の本質的かつ基本的考え方に適合する限り、異なる定めを置くことができる。契約当事者は、特に次に掲げる定めを置くことができる。

1. 第1項の効果が倒産手続開始前に生じること。特に、自己の財産に係る倒産手続の開始を契約の一方当事者が申立てた場合、または、開始事由が存在する場合（契約による終了）。

2. 手続開始前に物品の給付または金融上の給付を行う取引であって、契約による終了の時点より後に履行期が生じる取引についても、契約による終了に服すること。

3. 当該取引の市場価額または取引所の相場を確定するための次に掲げる事項

(a) 手続開始の時点に代わり契約に定めた時点において契約が終了すること

(b) 契約上の終了から20営業日が経過するまでに第2項第2文第1号による補償契約を締結することができること。ただし、価値を毀損させない清算にとって必要な場合に限る。

(c) 第2項第2文第2号にいう時点に代わり、契約による終了とそれに引き続く第5営業日が経過するまでの間に時点または期間を定めること

第5項 不履行に基づく債権は、倒産債権者としての契約相手方だけが主張することができる。

5 店頭デリバティブ取引規制と特別法―破綻当事者が信用機関・証券会社の場合

信用機関や所定の証券会社が破綻した場合にドイツ法が適用される場合には、2014年に制定された「金融機関及び金融グループの再生及び清算に関する法律（SAG）」（以下「金融機関再生法」という）および2010年に制定された「信用機関の再編に関する法律（KredReorgG）」（以下「信用機関再編法」という）が適用され、倒産法はこれらの法律に別段の定めがない限り、適用されない⁽⁵⁷⁾。

金融機関再生法93条によれば、金融市場安定庁（Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung）⁽⁵⁸⁾は、清算条件を満たす場合には、所定の債権を当該金融機関等に対する持分に転換するための手段（債権者参加手段）を適用するためにデリバティブ取引を解除し差引計算する権限を有し（同条2項）、その場合には金融市場安定庁または独立の鑑定人が当該デリバティブ契約に基づいてその債務のネット価額を算定する（同条3項）。金融市場安定庁または独立の鑑定人がこの評価を行う場合には、裁判所による清算措置の評価の枠組みにおいて、あるいは関連資本商品の所持人の参加に係る手段を適用する場合の枠組みにおいてのみ、裁判所の審査に服する（同条3項・69条）。算定の基準は、①清算合意に服する取引を含むデリバティブの類型に即した、当該デリバティブ契約のネット価額を算定するための適切な方法、②デリバティブ取引のポジションの価額を決定する時点を確認するための原則、および③差引計算および債権者参加手段の適用の結果デリバティブ取引に生じるであろう価値毀損分と、債権者参加手段の適用により当該デリバティブ取引について生じる損失の額の算定に係る適切な方法によるものとされる（93条4項1～3号）。

なお、これらの規定は、前述した倒産法104条3項により基本契約においてネットアウトされた同条1項にいう「金融上の給付に基づく債務」に類推適用される（同条5項）。金融機関再生法93条は、EUの清算指令49条を国内法化したものである⁽⁵⁹⁾。

(57) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 183.

(58) 金融機関再生法では、「清算庁（Abwicklungsbehörde）」とは金融市場安定庁のことを指す（同法3条1項）。

(59) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (BRRD-Umsetzungsgesetz), Bundestag Drucksache 18/2575, S.

なお、金融機関再生法 93 条 5 項は、前述した 2016 年の「第 3 次倒産法改正法及び民事訴訟法施行法を改正する法律」により改正され、従前の規定から「倒産事由が生じた場合にのみ一体的にのみ終了させることができると約定した基本契約において一括清算された・・・金融上の給付に基づく債務」という限定が削除され、単に「倒産法第 104 条第 3 項に従って基本契約に基づき一括清算された倒産法第 104 条第 1 項という金融上の給付に係る債務」に類推適用されるものとされた。倒産法 104 条の改正に合わせて、私的自治の許容範囲を拡大したものである⁽⁶⁰⁾。

信用機関再編法は、信用機関の再編手続に関する特別法である。信用機関が危機に陥った場合、まず自主的な手続として再生手続が実施され（同法 2 条～6 条）、それが奏功しないときは、BaFin に対し信用機関の更生手続開始の届出をすることができ（7 条 1 項）。もっとも、同法 23 条によれば、決済システムおよび有価証券取引・決済システム、中央銀行の物的担保および金融担保の保護に関する倒産法の規定は、類推適用される。この要請は、EU の金融担保取引指令および決済指令に基づくものである。信用機関の再編手続においてはインターバンク取引が中心になり信用制度法 17 条 1 項の金融担保が頻繁に用いられることになるため、倒産法が保証している資金決済および証券決済システムの保護が、倒産法が与えているよりも信用制度の再編手続の場合の方が弱くなることのないよう配慮したものである⁽⁶¹⁾。さらに注目すべきは、信用機関再編法 13 条は、同法 7 条により BaFin が再編の必要性を公示した日から翌営業日までの間は、信用機関との債務関係を、基本契約に基づき終了させたり解約したりすることを禁止している点である。もっとも、倒産法 340 条 2 項により、信用機関再編法 13 条の適用は、外国法を準拠法とする旨を合意した基本契約については制限される。したがって、たとえば ISDA のマスター・アグリーメントにおけるネットティング条項に対しては、信用機関再編法 13 条の規定は適用されないことになる⁽⁶²⁾。

174.

(60) Artikel 3 (2) des Dritten Gesetzes zur Änderung der Insolvenzordnung.

(61) Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz), Bundesrat Drucksache 534/10, S. 89.

(62) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 200.

6 一括清算条項に係る倒産法上の規律—当事者がCCPである場合

(1) 緒論

ドイツ法は、4に述べた店頭デリバティブ取引の一方当事者が破綻した場合の倒産法上の取扱いの場合に比較して、CCPを倒産法の規律から保護するために、倒産法の規律とは別のスタイルで規律を置き、CCPがEMIRに基づいて行う一定の措置の倒産法上の有効性をより確実に実現している⁽⁶³⁾。

2004年の改正倒産法によって、店頭デリバティブ取引の決済リスクをより確実に削減するために倒産法104条が改正されたが、特にCCPが店頭デリバティブ取引の一方当事者である場合には、カウンターパーティー・リスクの制御等の観点から、以下に述べるような倒産法上の問題点が残っていると指摘されていた。すなわち、EMIRは、清算参加者の倒産によってEMIR48条に基づき講じられるさまざまな措置が否定的な影響を受けるおそれがないようにすることを求めている。もっとも、EMIR48条は、倒産法上の規律ではなく、監督法上の規制にすぎないと解されている⁽⁶⁴⁾。しかしながら、EMIRは、顧客のポジションおよび財産を分別管理し、清算参加者が破綻した場合にそれを支払能力のある清算参加者に移転することが、各加盟国の法規および行政規定によって阻害されることがないように求めており⁽⁶⁵⁾、このことは国内法の改正によってのみ実現し得る⁽⁶⁶⁾。EMIRは、倒産法上の規律ではなく監督法上の規制にすぎないにしても、EU法の要請を満たすために倒産法を見直す必要が生じ、2012年に倒産法施行法が改正されたのである。以下、その経緯を概観する。

(2) 2004年改正倒産法の問題点

2004年に一括清算ネットティングの効力が認められる範囲を拡大し、有価証券担保指令を国内法化する等の改正がなされたことは前述した。しかし、2004年倒産法104条の改正によってもとくにCCPとの関係上、次のような問題点が残っていることが指摘されていた。

第1は、倒産法の規定（倒産法104条・116条）だけでは、ファイナリティーの確保および金融システムの安全性にとって不十分であるという批判である。すなわち、

(63) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 202.

(64) Jahn/ Fried, supra note 40, § 104 Rn. 180.

(65) Erwägungsgrund (64) von EMIR.

(66) Jahn/ Reiner, supra note 31, § 114 Rn. 202.

清算参加者が倒産した場合に適用される可能性がある倒産法の諸規定が、ファイナリティーの確保にとって障害となり得るというのである。

具体的に問題となるのは、次の規定である。①倒産手続開始後は原則として倒産財団に属する財産の取得は禁止される（倒産法 91 条）。②倒産した清算参加者の財産処分権が喪失する（倒産法 80 条以下）。③期限未到来の債権は、倒産手続開始により期限が到来する（倒産法 41 条 2 項）。④倒産法 94 条以下の規定が、清算参加者の倒産の場合にも適用され、相殺約定は、倒産手続開始までの間のみ適用可能であり（倒産法 94 条）、取り消し得る法律行為による場合には相殺の効力は否定される（倒産法 96 条 1 項 3 号）。⑤相殺合意が否認される可能性がある（倒産法 130 条以下）。⑥倒産管財人によるチェリー・ピッキングの可能性（倒産法 103 条 1 項）。⑦市場価額または取引所の相場がある場合に金融上の給付が終了し差引計算がなされる場合の基準日についての約定は、倒産手続開始後 5 営業日以内に限定されている⁽⁶⁷⁾。

清算参加者につき倒産手続が開始した後も、CCP が、清算参加者と顧客との間の法律関係を健全な清算参加者に移転するなど、必要な措置を倒産法上の制約なく行うことができることが肝要である。ところが、上述した諸規定はその制約要因となり得る。さらに、倒産管財人の倒産財団に対する一般的な管理処分権との抵触・整理も必要であると指摘された。具体的には、CCP が債務者のために顧客ポジションや顧客担保の移管または一括清算ネットティングを行う場合には、倒産手続が開始され倒産管財人が選任された後は、倒産管財人の権限とどのような関係に立つのか整理する必要があるというのである。

第 2 に、顧客すなわち清算委託者と清算受託者である清算参加者との法律関係について、次のような指摘がなされた。すなわち、倒産法 104 条の規定は二者間の清算システムにおける清算参加者の倒産を対象にしているが、CCP における清算を念頭に置くと、清算参加者に委託している清算委託者の保護およびその破綻を通じたドミノ効果の防止に配慮する必要があるところ、2004 年改正倒産法の下でそのような配慮が十分になされているか疑問である。

第 3 に、相互の債権について約定価格と市場価額または取引所の相場との差額で清算することが許容されるといっても、現実の市場価額が暴落している状況にあれば、決済システムおよび市場の混乱が生じるとの指摘がなされた。実際に、リーマン・ショックとりわけ Lehman Brothers International (Europe) の倒産において、当時

(67) 連邦参議院に提出された立法理由書では、本文に述べた諸問題のうち、③、④および⑥を指摘する。Begründung zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundesrat Drucksache 127/11, S. 38.

の倒産法 104 条の定める 5 営業日以内での顧客勘定や顧客の担保の移管は困難であった。

以上の 3 つの問題点からは、できる限り迅速に、しかし、状況に応じて確実に、顧客勘定および顧客の担保を支払能力のある清算参加者に移管するか、あるいは、ネットティングすることが望ましいと主張された。CCP が講じる各種の措置、とりわけ、顧客勘定および顧客の担保を支払能力のある清算参加者に移管するか、あるいは、一括清算ネットティングすることに対する倒産法上の制約を排除することが望ましいという見解が広がり、立法提案にまで至ったが、挫折したという経緯がある。

そのような中、2012 年に制定された EMIR により、EU 法のレベルで、CCP の清算参加者が破綻する場合においては、当該店頭取引および担保を他の清算参加者に移管できるようにすることなど多様な措置を講じることができるようにすることが求められていた（EMIR34 条 2 項・48 条 5 項・6 項）。

（3） 検討の経緯

① 破産法施行法 102b 章の制定

a 企業再編容易化促進法（ESUG）における立法提案と挫折

2011 年 3 月 4 日に連邦参議院に提出されたドイツ政府の企業再編容易化促進法案には、多数当事者間の取引に着目した概略次のような内容の倒産法 104a 条を新設する旨の提案が含まれていた⁽⁶⁸⁾。

第 1 に、破綻した清算参加者の顧客との取引および顧客から取得した金融担保を支払能力のある清算参加者に法的に譲渡できることを明確化する。

第 2 に、上記権利義務関係の移転は、これらの取引が倒産手続の効果に反し、かつ、倒産管財人の権限に反する場合であっても、一時的であるが完全に保護される場合にのみ、可能とされる。

第 3 に、上記移転に際し、倒産管財人の同意は不要とする。

第 4 に、倒産手続開始前に締結された約定に基づいて上記権利義務関係の移転がなされるものとする。なお、この約定は、CCP と清算参加者、および、清算参加者と清算委託者との間で、倒産手続開始前に事前に約定されていることを要する。

第 5 に、移管できる権利義務関係は、CCP と清算参加者間のみならず、清算参加者と清算委託者（法案では「間接参加者」と定義）との間のものも含まれる。

第 6 に、権利義務関係の移転は、倒産手続開始後 3 営業日までに行うことを要す

(68) Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundesrat Drucksache 127/11, S. 4.

る。

第7に、本条に基づき移転可能な清算参加者の顧客との取引および顧客から取得した金融担保に係る取引については、倒産手続開始後3営業日が経過するまでの間は、倒産法104条の規定は適用しない。

第8に、倒産管財人が、上記措置によって倒産法104条1項および2項の規定が適用されて清算された場合よりも倒産債権者が不利な取り扱いを受けることを証明したときは、CCPは、倒産財団に対し当該不利益を補償する義務を負う。

第9に、CCPは、市場の価額で反対取引をもって破綻した清算参加者のポジションと差引計算することができ、不要となった金融担保を清算委託者に返還することができる。この場合において、基本的に、権利義務関係の移管と同様の規律が適用される。

第10に、権利義務関係の移管および反対取引による差引計算については、倒産法上の否認は排除される。

連邦参議院における議論を経て、2011年5月4日に企業再編容易化促進法案は、連邦議会に提出された⁽⁶⁹⁾。政府提案に対しては、次のような批判がなされた。すなわち、第1に、倒産法の例外は極力認めるべきではないところ、CCPの決済につき、それを認める根拠が十分に明確でない。第2に、特に否認の規定が適用されない点については、根拠が薄弱である。第3に、倒産管財人が、上記措置によって倒産法104条1項および2項の規定が適用されて清算された場合よりも倒産債権者が不利な取扱いを受けることを証明したときは、CCPから補償を受けることができるとの提案中、倒産管財人の立証義務は、これまでの倒産法にはない考え方である。第4に、公的機関の相殺の可能性を制限する。第5に、倒産法上の債権者平等の取扱い原則に反する。CCPの参加者について有利な取扱いをする以上は、全債権者少なくとも国家にはそれと同等の特権が認められて然るべきである。連邦参議院の法務委員会は、2011年4月15日、倒産法案104a条については慎重な検討を行うべきであると意見した⁽⁷⁰⁾。

連邦議会の法務委員会（第6委員会）の勧告決議および報告書において、倒産法104a条の完全削除が主張された⁽⁷¹⁾。

(69) Gesetzentwurf der Bundesregierung, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundestag Drucksache 17/5712, S. 8f.

(70) Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Bundesrat Drucksache 127/11 (Beschluss), SS. 6ff.

(71) Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss), Bundestag Drucksache 17/7511, S. 2 und S. 35.

このような経緯を経て、倒産法案 104a 条は完全に削除されるに至った。

(4) EMIR 施行法 (2013 年)

ドイツでは、EMIR の定める規律を国内法と整合させるために、2013 年に EMIR 施行法を制定し、同法により信用制度法、有価証券取引法および倒産法施行法などが改正された⁽⁷²⁾。EMIR は、CCP の清算参加者が破綻する場合には、当該店頭取引および金融担保を他の清算参加者に移管できるようにすることを求めている (EMIR34 条 2 項・48 条 5 項・6 項)。しかし、EMIR のこれらの規定は、民事法・倒産法上の取扱いを定めた規定ではなく、監督法的性質をもつにすぎないという理解がある。そこで、倒産法上、CCP が講じるこれらの措置が、倒産手続開始によって妨げられず、かつ、否認の対象にならないことが明確にされた⁽⁷³⁾。

すなわち、倒産法施行法 102b 章の新設により、CCP⁽⁷⁴⁾ が講じることができる措置、すなわち EMIR48 条が定める①一括清算ネットティングその他の清算参加者の自己勘定および顧客勘定の管理・差引計算・清算⁽⁷⁵⁾、②顧客勘定の移管、ならびに③顧客担保の利用および返還に係る措置が、倒産手続開始によっては妨げられない旨が明確にされた (102b 章 1 条 1 項)。さらに、倒産裁判所は、倒産手続開始決定までの間に倒産債務者の財産状況を不利に変更することを防止するために必要なあらゆる措置を講じなければならないものとされているが (倒産法 21 条 1 項)、これらの措置命令によっても、上記①～③の措置は妨げられないことが明確にされた (倒産法施行法 102b 章 1 条 2 項)。

さらに、上記①～③の措置が否認されることがないことも明確にされた (倒産法施行法 102b 章 2 条)。

なお、政府法案 102b 章 2 条 2 項には、(3) の企業再編容易化促進法案に基づく倒産法改正法案 104a 条に含まれていたと同様の CCP の補填義務に関する規定が含

(72) Ausführungsgesetz zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR Ausführungsgesetz)。

(73) Begründung zum Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Ausführungsgesetz), Bundesrat Drucksache 606/12, S. 42。

(74) ドイツ法の下では、CCP の定義は、信用制度法 1 条においてなされている (信用制度法 1 条 31 項)。そこでは、「中央清算機関とは、EMIR 2 条 1 号に定める企業である」とされる。

(75) EMIR48 条 2 項は、CCP は、債務不履行から生じる損失と流動性に対するプレッシャーを制御するために迅速に行動しなければならない、清算会員のポジションを一括清算することが自己の業務の遂行の妨げにならないよう、また、債務不履行に陥っていない清算参加者が予期できずかつ制御できない損失にさらされることのないようにしなければならない旨、定める。

まれていたが、国会審議の段階で削除された。政府草案 102b 章 2 条 2 項は、次のような条文であった。

「清算参加者の倒産管財人が、当該清算参加者の倒産債権者が倒産法 104 条による清算による場合と比較して第 1 条に基づく措置が講じられたことにより不利益を被ったことを証明したときは、CCP は倒産財団に対して当該不利益を補填しなければならない。倒産法 92 条の規定は、この場合に準用する。」

削除の理由は、次のとおりである⁽⁷⁶⁾。第 1 に、政府草案の提案する CCP の不利益補填義務は、EMIR48 条の措置を講じることを実務上困難にし、かつ、コストのかかるものにする。第 2 に、清算参加者は、規制上の理由から顧客と CCP の間に介在するにすぎず、当該取引に対して固有の経済的利益を有するものではない。第 3 に、EMIR の目的である金融システムの安定化という目標を達成するためには、不利益補填義務は障害になる。

(5) 契約（業務規程）上の手当て

EMIR 施行法により、CCP の清算参加者が破綻する場合において、CCP が当該店頭取引および金融担保を他の清算参加者に移管する場合に、CCP のとるこれらの措置が、倒産手続開始によって妨げられず、かつ、否認の対象にならないことが明確にされた。もっとも、実務では、CCP、清算参加者および清算委託者（間接参加者）間の法律関係を普通約款で規律している。特定の清算参加者に破綻した清算参加者の権利義務関係を法律の規定により強制的に移管させるのではなく、私的自治の領域の問題として一義的に解決しているのである。

すなわち、CCP の業務規程上の手当てにより、これらの移転が合意に基づきなされることを基礎としている。例えば、破綻した清算参加者の権利義務関係を他の清算参加者に移管することが、業務規程等において明定されている。所定の事由の発生（倒産開始の申立て）により取引が終了し、清算金（清算金支払請求権）の計算が行われるが、他の清算参加者に移管される部分については、CCP についての清算金と分離して計算され、一体的処理は行わないものとされる。こうして、破綻した清算参加者の権利義務関係の他の清算参加者への移管、および一括清算ネットリングは、倒産手続開始前に締結された約定に基づき実行されることが確保されている。

(76) Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksachen 17/11289, 17/11690 – Entwurf eines Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EU) Nr. 648/2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (EMIR-Ausführungsgesetz), Bundestag Drucksache 17/11883, S. 38.

7 結び

ドイツにおける店頭デリバティブ取引に係る規制のうち、カウンターパーティー・リスクのコントロールや清算参加者破綻の場合に CCP が決済システムの安定性を維持するために行う顧客資産・金融担保の移管など、倒産法上の規律との抵触が問題となる場合の解決策について、CCP が関与している場合としていない場合とに分けて概観した。特に、基本契約に含まれる一括清算条項について、CCP が関与していない場合の倒産法上の取扱いについては、立法の経緯はかなり変遷しており、また、実務で広く利用されている一括清算条項の効力の一部を否定した連邦通常裁判所の判決が出されるなど、倒産法の一般原則に対する例外として金融分野の特権をどのような理由によりどこまで認めるべきか、議論が揺れ動いていた。現時点では、上述した一括清算条項の効力の一部を否定した連邦通常裁判所の判例を受けて急きよなされた立法により、私的自治が認められる余地は広がったものの、基本的には倒産法 104 条に基づく終了と差引計算という枠組みの範囲内で私的自治が認められている。

これに対し、CCP の講じる、ネットティングや顧客資産・金融担保の移管については、倒産法が障害にならないようにすることは、EU 法すなわち EMIR の要請であり、ドイツ法は、CCP については私的自治による解決を広く認めるというアプローチをとっている。

金融の分野で認められる倒産法上の特権が法政策的に妥当かどうかについては、現在でも議論がある。この実質論が最も重要であることは言うまでもないが、本章では直接それを取り上げていない。しかし、ドイツにおいても議論が決着していないことは、本章で見た立法の変遷や解釈論の分岐などから明らかであり、政策論のむつかしさの一端を示すものであると思われる。

他方、ドイツでは、実務に大きな影響を及ぼし得る一括清算条項の倒産法上の効力の一部を否定する判例が出されたのにもかかわらず、上述した連邦通常裁判所の判決の実務への影響はきわめて軽微にとどまった。行政的・立法的措置が直ちにかつ柔軟にとられ、また、裁判所もそれを可能にする情報提供を行ったからであった。法解釈論・立法論とは別の次元で、ドイツにおける実務に対する配慮に基づくこのような措置は、憲法論を含む様々な問題を含んでいることは疑いないといえ⁽⁷⁷⁾、日本にとっ

(77) 例えば、BaFin が発した一般処分には実体法上どのような法的効果が認められるか、その適法性等について議論が始まっている。例えば、Frank A. Schäfer, BaFin vs. BGH, BKR 2016, S. 321 ff.; Matthias Lehmann/ Lucas Flöther/ Elke Gurlit, Die Wirksamkeit von Close-out-netting-Klauseln in Finanzderivaten nach § 104 InsO. n.F., WM 2017, S. 597, S. 602 等参照。

でも参考になり得ると思われる。

第7章 アメリカにおけるデリバティブ取引の規制

——証拠金に関する規制を題材として

加 藤 貴 仁

1 (店頭) デリバティブ取引を規制する目的

(1) 金融危機と店頭デリバティブ取引の関係

Bear Stearns、Lehman Brothers、そして、AIG という著名な金融機関の経営危機が相次いで生じたことを契機として深刻化した金融危機（以下、単に「金融危機」という）の原因の1つとして、店頭デリバティブ取引（over-the-counter derivative）を挙げることができるように思われる。たとえば、AIG が公的資金によって救済された理由は、AIG が店頭デリバティブ取引の一種である CDS（credit default swap）取引において過剰なリスクを引き受けていたことにあった⁽¹⁾。

CDS 取引では、当事者間で以下のような合意がなされる⁽²⁾。

- ① XはYに対して、参照資産の価値が下落した際に、当該資産の価値下落分に相当する額の支払いを行う。
- ② YはXに対して、一定額を定期的に支払う。

XはCDSの売り手、YはCDSの買い手と呼ばれるが、取引の実質に着目すれば、YがXから、参照資産の価値が下落することによって被る損害を対象とする保険を購入していることになる。そのため、CDSの買い手はCDSの売り手からプロテクションを購入すると表現されることもある。CDSの買い手は、参照資産の価値が下落することによって利益を得るので、参照資産について short position に立ち、CDSの売り手は、参照資産の価値が維持されることによって利益を得るので、参照資産につい

(1) See Yesha Yadav, *The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets*, 101 GEO. L. J. 387, 410 (2013); Richard Squire, *Clearinghouses as Liquidity Partitioning*, 99 CORNELL L. REV. 857, 875 (2014).

(2) 加藤貴仁「アメリカにおける銀行業務と証券業務の利益相反問題—証券化商品の組成・販売を題材として」金融法務研究会報告書(27)『金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題』39頁(2016年3月)。

て long position に立つことになる。

AIG が行った取引の詳細について説明を行うことは紙幅の都合上できないが、AIG が行った CDS 取引の中には、実質的にサブプライムローン参照資産とする CDS の売り手となるものが数多く含まれていた⁽³⁾。すなわち、AIG は、サブプライムローンの価値が維持されれば、CDS 取引の買い手からプロテクションの対価として一定額の支払いを受けることができるが、サブプライムローンの価値が下落すれば、CDS 取引に基づきプロテクションの買い手に対して参照資産の価値下落分に相当する額を支払わなければならない地位にあったということである。

AIG が破綻すれば、CDS 取引によって AIG からプロテクションを購入した者は、参照資産の価値が下落したとしても AIG から支払いを受けることができなくなる。このように一方当事者が取引に基づく義務を履行しないことで他方当事者に損失を与える可能性のことを counterparty risk という⁽⁴⁾。CDS の買い手は、AIG から CDS 取引に基づき支払いを受けることができることを前提にしてリスク管理を行っているのであるから、AIG の破綻が懸念されれば、当然、自らのリスク管理を見直すことを迫られる。その結果、AIG との CDS 取引以外の金融取引の処分が必要となり、AIG と CDS 取引を行ったわけではない当事者にも影響が生ずることになる。実質的にサブプライムローン参照資産とする CDS 取引の市場において AIG が占める地位が大きかったため、AIG の破綻は多くの関係者に影響を与える可能性があった。そのため店頭デリバティブ取引市場における counterparty risk が systemic risk に発展してしまう危険性が顕在化したのである⁽⁵⁾。

AIG が、このような CDS 取引によって引き受けるリスクを適切に管理できていれば、サブプライムローンの価値が下落しても AIG は破綻を免れたかもしれない⁽⁶⁾。ま

(3) See Mark J. Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, 101 CAL. L. REV. 1641, 1649 (2013). 必ずしも AIG が行った取引を対象としたものではないが、サブプライムローン関連の証券化商品において CDS 取引が果たした役割について、加藤・前掲注(2)38-41 頁参照。

(4) See Roe, *supra* note 3, at 1652; Squire, *supra* note 1, at 862.

(5) See Richard Squire, *Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt*, 123 HARV. L. REV. 1151, 1184-85 (2010). Systemic risk とは、金融市場において、ある参加者の破綻が別の参加者の破綻を招いたり金融市場全体を麻痺させ、金融市場の機能不全が資金調達費用の増加等を經由して実体経済にも損害を与える危険性のことを指す。See Steven L. Schwarcz, *Systemic Risks*, 97 GEO. L. J. 193, 204 (2008); Kathryn Judge, *Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk*, 64 STAN. L. REV. 657, 663 (2012); Roe, *supra* note 3, at 1652. なお、AIG はサブプライムローン参照資産とする CDS 取引において long-position に偏ったポジションを取っていたのに対して、Bear Stearns はサブプライムローンについて long-position をとりたい当事者と short-position をとりたい当事者の双方と CDS 取引を行っていたという違いがある。See Squire, *supra* note 1, at 874.

(6) 前述したように CDS 取引は一種の保険である。著名な保険会社であった AIG が CDS 取引

た、AIG が CDS 取引によって引き受けているリスクの大きさを店頭デリバティブ取引の参加者（特に仲介者の役割を果たすディーラー）が認識できていれば、AIG に対して CDS の売り手としての義務の履行を保証するために担保の提供を求めたかもしれない。しかし、AIG は経営危機が発覚する直前までトリプル A の格付を得ており、かつ、AIG が経営危機に陥った原因が CDS の参照資産と実質的に等しいサブプライムローン関連の証券化商品の価値下落であったため、AIG は CDS の買い手からの担保提供に応じる体力が既に存在しなかった⁽⁷⁾。

（２）本稿の目的

そこで Dodd-Frank 法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）は、店頭デリバティブ取引市場において counterparty risk が systemic risk に発展することを防止するために種々の施策を導入した。その中でも代表的な施策は、中央清算機関（Central Counterparty, CCP）における清算の義務付けであるが、本稿では CCP において清算されない店頭デリバティブ取引を対象とした証拠金に関する規制を取り上げる。証拠金に関する規制は、CCP に関すると比較して規則の制定や施行時期が遅れていることもあり、アメリカにおいても十分な研究がなされていないように思われる。しかし、全ての店頭デリバティブ取引が CCP において清算されない以上、Dodd-Frank 法がその所期の目的を達成することができるか否かを検討する際には、CCP に関する規制と証拠金に関する規制をワンセットとして扱う必要がある。本稿では、比較的最近に証拠金に関する規制の一部が制定されたことを受けて、アメリカにおける証拠金に関する規制の概要を紹介することを試みる。

なお、本稿では主にアメリカの連邦法におけるデリバティブ取引に関する規制を取

という保険を引き受けることに伴うリスクを管理できなかった原因には種々の要因があると思われる。金融危機は、AIG のようなプロが意図的に過剰なリスクを引き受けたり又は判断を誤ったりすることがあり、それが金融市場を崩壊の瀬戸際に追い込む可能性があったことを示している。本稿の筆者は、金融機関のコーポレート・ガバナンスおよび金融商品の複雑化という視点からこれらの問題の分析を試みたことがある。加藤貴仁「金融機関のコーポレート・ガバナンス：会社法と金融規制の関係に関する一考察」金融研究第 35 巻第 1 号（2016 年）71 頁以下、加藤貴仁「複雑な金融商品の規制に関する覚書」JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第 1 期）論文集（2017 年）89 頁以下。

- (7) See Square, *supra* note 1, at 875. また、実際には、店頭デリバティブ取引のディーリング業務を行う投資銀行がサブプライムローンについて short position をとりたい者と AIG の双方と CDS 取引を行う場合が多かったようである。この場合、投資銀行も自らのディーリング業務によって AIG が引き受けたリスクの内容を知ることができるが、AIG がその他の取引を通じて引き受けたリスクの内容を知ることができないため、担保を徴収することは困難であったことも指摘されている。See Adam J. Levitin, *Response: The Tenuous Case for Derivatives Clearinghouses*, 101 GEO. L. J. 445, 457 (2013).

り上げるが、デリバティブ取引の種類により、適用される規制および監督官庁が異なる。具体的には、証券規制の対象となる場合には、1933年証券法と1934年証券取引所法の下、SECによる監督に服する。商品先物取引規制の対象となる場合には、商品取引所法（Commodity Exchange Act）の下でCFTC（Commodity Futures Trading Commission）の監督に服する。証券規制及び商品先物取引規制の対象となるデリバティブ取引は“swap”であるが、その定義規定はデリバティブ取引を広く含む⁽⁸⁾。そして、デリバティブ取引を対象とする規制の適用関係は、有価証券関連スワップ（security-based swaps）はSECによる監督の対象となり、有価証券関連スワップ以外のスワップはCFTCの監督対象となると整理されている⁽⁹⁾。ただし、規制の枠組みには共通点が多いため、本稿では商品先物取引規制の対象となるデリバティブ取引を念頭において分析を行う。

2 Dodd-Frank法以後のデリバティブ取引に関する規制の概要

Dodd-Frank法は、デリバティブ市場の参加者の中で、Swap DealersとMajor Swap Participantsを対象とする規制を新たに設けた⁽¹⁰⁾。本稿の主たる分析の対象である証拠金について、Dodd-Frank法によって導入された規制は、“bifurcated regulatory system”と説明されることがある⁽¹¹⁾。すなわち、標準化されているデリバティブ取引で流動性が高いものについて、CCPにおける清算および取引所における取引を義務づける一方で、個別性の強いデリバティブ取引については、CCPにおける清算および取引所における取引の義務づけの対象から除外するが、参加者に対して

(8) Commodity Exchange Act § 1a, 7 U.S.C.A. 1a(42)(47); Securities Exchange Act of 1934 § 3(a)(68)(69), 15 U.S.C.A. § 78c(a)(68)(69).

(9) See JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, SECURITIES REGULATION, 55 (12th ed. 2012); M. Holland West & Matthew K. Kerfoot, *The Impact of Dodd-Frank on Derivatives*, 18 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 269, 273 (2013). 松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法』216-217頁（金融財政事情研究会、2010年）。

(10) See West & Kerfoot, *supra* note 9, at 300-318. 松尾・前掲注(9)239-244頁。Swap dealersとは、①自らをデリバティブにおけるディーラーとして示す者、②デリバティブのマーケット・メイクを行う者、③その通常の事業として自己の計算でカウンターパーティとの間で定期的にデリバティブを締結している者、④デリバティブにおけるディーラーまたはマーケット・メイカーであることが取引の相手方において一般的に認識できる業務を行っている者である。Major swap participantsとは、デリバティブ・ディーラーではないが、ある主要な種類のデリバティブについて“substantial position”を持つ者などを指す。

(11) See ALAN N. RECHTSCHAFFEN, CAPITAL MARKETS, DERIVATIVES AND THE LAW, 221 (Oxford University Press, 2014).

資本金および証拠金規制を適用するというものである。

このように Dodd-Frank 法の証拠金に関する規制 (Margin Requirement) は、CCP における清算の義務付けなどの規制 (Clearing Requirement) と密接な関係がある。したがって、Margin Requirement を分析する際には、Clearing Requirement を意識しておくことが望ましいように思われる。そこで、以下では、Clearing Requirement の目的と範囲を簡単に説明した後に、Margin Requirement の概要を紹介する。

Clearing Requirement の目的は、デリバティブ取引の清算の相手方を CCP とすることによって counterparty risk を減少させること、及びデリバティブ取引の清算が滞ることによって counterparty risk が systemic risk に発展することを防止することにある⁽¹²⁾。Clearing Requirement の対象範囲は CFTC によって決定されるが、実際に CCP が取り扱っているデリバティブ取引の範囲によっても画される⁽¹³⁾。ただし、金融機関ではない者が取引当事者に含まれるデリバティブ取引について、Clearing Requirement の適用が除外されることがある (いわゆる “end-user” exception)⁽¹⁴⁾。

Margin Requirement は、Clearing Requirement と同様の目的を、Swap Dealers 又は Major Swap Participants に対して、デリバティブ取引の相手方との関係で証拠金 (担保) を徴収すること又は証拠金 (担保) を提供することを義務付けるという形で達成しようとする⁽¹⁵⁾。徴収及び提供が義務付けられる証拠金は当初証拠金 (initial margin) と変動証拠金 (variation margin) の2種類であり、このような区別はバーゼル銀行監督委員会 (Basel Committee on Banking Supervision) と証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions) の報告書の提言に従ったものである⁽¹⁶⁾。当初証拠金と変動証拠金の目的は、以下のように説明されてい

(12) See Roe, *supra* note 3, at 1655.

(13) Dodd-Frank Act § 723(a)(3); Commodity Exchange Act § 2(h)(2), 7 U.S.C.A.2(h)(2). See RECHTSCHAFFEN, *supra* note 11, at 221-224. See also CFTC, Clearing Requirement Determination Under Section 2(h) of the CEA (December 13, 2012), Federal Register/Vol. 77, No. 240/Thursday, December 13, 2012 (to be codified at 17 C.F.R. pts. 39 & 50).

(14) Commodity Exchange Act § 2(h)(7), 7 U.S.C.A.2 (h)(7). 以下の2つの要件を満たす場合には、Clearing Requirement は適用されない。第1に、金融機関ではない者 (以下「非金融機関」という。) が商業上のリスク (commercial risk) をヘッジまたは軽減するために行うデリバティブ取引であること、第2に、非金融機関が、CFTC に対して、CFTC が定める方法で、デリバティブ取引を行うことによって負担する支払義務を果たす方法を通知することである。ただし、非金融機関は、取引相手の同意を得ることなく、CCP による清算を選択することができる。

(15) Dodd-Frank Act § 731; Commodity Exchange Act § 4s(e), 7 U.S.C.A.6s(e). See RECHTSCHAFFEN, *supra* note 11, at 225.

(16) See BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION & BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURI-

る⁽¹⁷⁾。当初証拠金の目的は、取引相手が破綻した場合に、取引の終了からポジションの再構築を行うまでに生じる可能性のある市場価値の変動によって損失を被る可能性から当事者を保護することにある⁽¹⁸⁾。変動証拠金の目的は、取引相手方が義務を履行しなかったことによって損失を被る可能性から当事者を保護することにある⁽¹⁹⁾。

金融危機以前も、店頭デリバティブ取引の当事者の交渉に基づき、証拠金の遣り取りが行われることはあった⁽²⁰⁾。証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付ける意義は、counterparty riskを限定することで、デリバティブ取引の一方当事者の破綻がsystemic riskに発展することを防ぐ点にある⁽²¹⁾。証拠金（担保）の徴収及び提供の義務付けは、以下のような経路でcounterparty riskの限定につながる⁽²²⁾。証拠金（担保）を徴収しておくことによって、Swap Dealers又はMajor Swap Participantsは、相手方の破綻により取引の目的を達成することができなくなることによって生じる損害を限定することができる。また、証拠金（担保）の提供が義務付けられることで、Swap Dealers又はMajor Swap Participantsがデリバティブ取引によって過剰なリスクを引き受けることが抑止される。

TIES COMMISSIONS, MARGIN REQUIREMENTS FOR NON-CENTRALLY CLEARED DERIVATIVES (September 2013) (*hereinafter* BCBS & IOSCO [2013]), <https://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf>. なお、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構の報告書は2015年3月に改訂版が公表されているが、改訂の主たる目的は証拠金（担保）の徴収及び提供の義務付けの実施時期を延長することにあった。See <https://www.bis.org/press/p150318a.htm>.

(17) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 11 (Element 3 Background discussion 3 (c)(d)).

(18) このような目的に照らし、当初証拠金を徴収及び提供する義務を当事者間で相殺することは許されないこととされている。BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 19 (Element 5 Key principle 5).

(19) したがって、変動証拠金の額は現時点での取引の市場価値に基づき定められることになる。BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 14 (Element 3 Requirement 3.13).

(20) Stein & Watterson, *infra* note 28, at 127. 当時、デリバティブ取引のディーリング業務を行っていた業者は、当初証拠金を提供することを拒絶することが通常であったし、再構築が容易な取引との関係では、信用力の高い取引相手に当初証拠金の提供を要求することに消極的であった。See Norman Menachem Feder, Market in the Remaking: Over-the-Counter Derivatives in a New Age, 11 VA. L. & BUS. REV. 309, at 393 (2017).

(21) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 2 (Objective of margin requirements for non-centrally cleared derivatives).

(22) See CFTC, *Fact Sheet - Final Rule Regarding Margin for Uncleared Swaps* (December 16, 2015), http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/unclearedmargin_factsheet121615.pdf.

3 Uncleared swapを対象としたMargin Requirementの概要

(1) 規制の枠組み

Margin requirement の内容は、デリバティブ取引がCCPで清算される取引か否か及びSwap Dealers又はMajor Swap Participantsの属性によって異なる。Clearing Requirementの対象外であるがCCPで清算されるデリバティブ取引(cleared swap)については、CCPがその会員を対象として定める証拠金規制が適用される⁽²³⁾。CCPで清算されないデリバティブ取引(uncleared swap)については、Swap Dealers又はMajor Swap Participantsを規制対象とするprudential regulator (PR)が存在するか否かによって適用される規制が異なる⁽²⁴⁾。Swap Dealers又はMajor Swap Participantsが銀行である場合等、PRが存在する場合にはPRが定める規制が適用される⁽²⁵⁾。これに対して、uncleared swapの中でSwap Dealers又はMajor Swap ParticipantsについてPRが存在しないものについては、CFTCが定める規制が適用される⁽²⁶⁾。

PRとCFTCは、Margin Requirementに関する規則を既に制定している⁽²⁷⁾。その

(23) See CFTC, *Derivatives Clearing Organizations and International Standards*, Federal Register/ Vol. 78, No. 159, Friday, August 16, 2013/ Proposed Rules (to be codified at 17 C.F.R. parts 39, 140 and 190).

(24) Commodity Exchange Act § 4s(e)(1), 7 U.S.C.A. 6s(e)(1). PRとは、Board of Governors of the Federal Reserve System; Office of the Comptroller of the Currency; Federal Deposit Insurance Corporation; Farm Credit Administration; Federal Housing Finance Agencyを指す。

(25) たとえば、銀行持株会社については、Board of Governors of the Federal Reserve System (連邦準備制度理事会)がPRとなる。Commodity Exchange Act § 1a(39)(A), 7 U.S.C.A. 1a.(39)(A).

(26) なお、連邦証券規制が適用されるuncleared swapの中でSwap Dealers又はMajor Swap Participantsが銀行ではないものについては、SECが定める証拠金規制が適用される。

(27) See Department of Treasury; Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Farm Credit Administration & Federal Housing Finance Agency, *Margin and Capital Requirements for Covered Swaps Entities; Final Rule*, Federal Register/Vol. 80, No. 229/Monday, November 30, 2015 (to be codified at 12 C.F.R. pts. 45, 237, 349, 624 & 1221); CFTC, *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants; Final Rule*, Federal Register/Vol. 81, No. 3/Wednesday, January 6, 2016 (to be codified at 17 C.F.R. pts. 23 & 140). これに対して、SECはMargin Requirementに関する規則の提案を行っているが、未成立である。See <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank-section.shtml#764>. なお、Margin Requirementの国境を跨ぐデリバティブ取引への適用関係についても興味深い問題があるが、本稿では紹介を省略する。See CFTC, *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Parti-*

内容は膨大であり本稿で詳細な説明をすることは困難であるが、Margin Requirement と Clearing Requirement の関係を分析するのに必要な範囲でその概要を紹介する⁽²⁸⁾。

(2) 規制の対象範囲

PR と CFTC の両規則において証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付けられる対象は、Covered Swap Entities（CSE）と呼ばれている⁽²⁹⁾。そして、CSE の中で、PR が存在するものについては PR の規制が適用され、その他については CFTC の規制が適用される。規制の適用範囲という点で、両規則は CSE の取引相手の属性を基準とする点が共通している⁽³⁰⁾。両規則とも、CSE の取引相手が、① Swap Entities であ

pants - Cross-Border Application of the Margin Requirements, Federal Register/Vol. 81, No. 103/ Tuesday, May 31, 2016.

(28) PR と CFTC の規則の詳細を対象とした解説として、Sullivan & Cromwell LLP, *Prudential Regulators Capital and Margin Rules for Covered Swap Entities* (October 26, 2015), https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_Prudential_Regulators_Capital_and_Margin_Rules_for_Covered_Swap_Entities.pdf (on file with author); Clifford Chance, *Overview of US Margin Requirements for Uncleared Swap* (October 30, 2015), <https://onlineservices.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key=OBWibFgNhLNomwBl%2B33QzdFhRQAhp8D%2BxrIGReI2crGqLnALtlyZe45JGbFL%2Bqs7bYFSGDKmMbnp%0D%0A5mt12P8Wnx03DzsaBGwsIB3EVF8XihbSpJa3xHNE7tFeHpEbaeIf&attachmentsize=133975> (on file with author); Latham & Watkins, *Prudential Regulations Are First to Finalize Uncleared Swap Margin Rules* (November 20, 2015), <https://www.lw.com/thoughtLeadership/LW-prudential-regulators-finalize-uncleared-swap-margin-rules> (on file with author); Dan Ryan, *Derivatives and Uncleared Margins* (November 21, 2015), <http://corpgov.law.harvard.edu/2015/11/21/derivatives-and-uncleared-margins/> (on file with author); Sullivan & Cromwell LLP, *Margin Requirements for Uncleared Swaps* (January 7, 2016), https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_Margin_Requirements_for_Uncleared_Swaps.pdf; Davis Polk, *U. S. Uncleared Swap Margin, Capital and Segregation Rules* (January 22, 2016), https://www.davispolk.com/files/2016-01-22_U.S._Uncleared_Swap_Margin_Capital_and_Segregation_Rules_0.pdf (on file with author) がある。なお、PR と CFTC による規則案がデリバティブ取引の市場に与える影響を分析した論稿として、Craig Stein & Paul N. Watterson, Jr., *New Margin Requirements for Uncleared Swaps*, 5 HARV. BUS. L. REV. ONLINE 114 (2015), <http://www.hblr.org/?p=4029> (on file with author) がある。以下の本文における PR と CFTC の規則の概要の紹介は、主にこれらの文献に基づく。

(29) E.g. 17 C.F.R. § 23.152 (a)(b); 12 C.F.R. § 237.3(a)(b); 12 C.F.R. § 237.4(a). なお、PR による規則は連邦準備制度理事会によるもののみを引用する。

(30) Margin Requirement の対象となるデリバティブ取引は、CFTC の規則では“uncleared swap”、PR の規則では“non-cleared swap”であるが、その内容は等しい。すなわち、これらは共に、清算機関（CFTC に登録済み又は CFTC が登録を免除したものに限る）において清算されないデリバティブ取引のことを指している。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2. ただし、前掲注(14) とその本文で紹介した“end-user” exception によって Clearing

る場合⁽³¹⁾、② Financial End Users With Material Swaps Exposure である場合⁽³²⁾、③ Financial End Users Without Material Swaps Exposure である場合⁽³³⁾、CSE に対して証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付けている⁽³⁴⁾。

①と②の場合、CSE には当初証拠金と変動証拠金の双方について規則に従った徴

Requirement の対象から除外されるデリバティブ取引は、Margin Requirement の対象からも除外されている。17 C.F.R. § 23.150 (b)(1); 12 C.F.R. § 237.1(d)(1). なお、財務長官 (the Secretary of the Treasury) の決定に基づき、商品取引所法における“swap”の定義から現物の受渡しが行われる外国為替予約 (“foreign exchange forward”) と外国為替スワップ (“foreign exchange swap”) が除外されているため、これらの取引にも Margin Requirement は適用されない。Commodity Exchange Act § 1a(47)(E), 7 U.S.C.A. 1a(47)(E). See Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards Under the Commodity Exchange Act, Federal Register/ Vol. 77, No. 224/ Tuesday, November 20, 2012. しかし、“swap”の定義から除外される外国為替予約と外国為替スワップも、後掲注(33)で紹介する Material Swaps Exposure の存否を判断する際には考慮される。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2.

- (31) CFTC の規則では Swap Entities は Swap Dealers 又は Major Swap Participants に限られるが、PR の規則の下では SEC の監督下にある業者 (Security-based Swap Dealers と Security-based Major Swap Participants) が含まれる。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2.
- (32) Financial End Users には金融機関が広く含まれる一方、主権国家（中央銀行を含む）、国際開発金融機関 (multilateral development bank)、国際決済銀行 (BIS)、1936 年商品取引所法 2 条 (h)(7)(C)(iii) に基づき Clearing Requirement の適用除外とされている金融子会社 (captive finance company)、1936 年商品取引所法 2 条 (h)(7)(D)(iii) 又は 1934 年証券取引所法 3C 条 (g)(4) に基づき Clearing Requirement の適用除外とされている法人は含まれないと明示する規定が存在する。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2.
- (33) Material Swaps Exposure の存否は連結ベースで判断され、前年 6 月～8 月の営業日における 1 日あたりの想定元本の平均値が 80 億ドルを超える場合に Material Swaps Exposure の存在が肯定される。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2.
- (34) PR と CFTC の規則の制定過程において、CSE の関連当事者 (affiliate) が①～③である場合にも CSE に証拠金（担保）の徴収又は提供を義務付けるべきかが争われた。財務諸表の作成に際して連結される会社等は CSE の関連当事者となるが、PR の規制が適用される場合には、PR の決定に基づき財務諸表の作成に際して連結されない会社等が関連当事者とされることもある。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2. PR と CFTC の規則案において、CSE と関連当事者の取引においても CSE に証拠金（担保）の徴収又は提供を義務付けることが提案されていたことに対して、実務家から、CSE と関連当事者の取引において CSE が損失を被った場合は関連当事者が利得するなど取引の損益はグループ内で相殺されるので、CSE に証拠金（担保）の徴収又は提供を義務付ける必要はないとの意見が出された。See Stein & Watterson, *supra* note 28, at 123. 制定された規則では当初証拠金についてのみ特則が設けられることになったが、以下のように、その内容は PR と CFTC で異なっている。第 1 に、PR の規則では、CSE に当初証拠金の徴収のみが義務付けられることになった。ただし、関連当事者も PR の規則が適用される CSE である場合、結局、取引の当事者の双方に対して当初証拠金の徴収と提供が義務付けられることになる。第 2 に、CFTC の規則では、関連当事者との取引のリスクを集中管理する仕組みを設けるなど一定の条件を満たす場合には、CSE が当初証拠金の徴収又は提供を行う必要はないこととされた。17 C.F.R. § 23.159; 12 C.F.R. § 237.11.

収及び提供が義務付けられることになる⁽³⁵⁾、③の場合、CFTCの規制が適用されるCSEには変動証拠金についてのみ規則に従った徴収及び提供が義務付けられる⁽³⁶⁾。これに対して、PRの規則が適用されるCSEには、変動証拠金については規則に従った徴収又は提供が義務付けられるが、当初証拠金については相手方の信用リスク及びデリバティブ取引のリスクに対処するために必要であるとCSEが判断する方法で徴収することが義務付けられている⁽³⁷⁾。

(3) 証拠金（担保）の徴収及び提供の方法

次に、当初証拠金又は変動証拠金の徴収及び提供の方法について、PRとCFTCの規則の概要を紹介する。徴収及び提供されるべき証拠金（担保）の額の算定方法は、当初証拠金と変動証拠金のそれぞれの目的に対応したものとなっている⁽³⁸⁾。CSEの相手方がSwap Entities又はFinancial End Users With Material Swaps Exposureである場合に徴収又は提供されるべき当初証拠金の額について、CSEは規則が定める標準化された方法を利用するか、監督官庁等から承認を得たモデルを利用するかを選択することができる⁽³⁹⁾。当初証拠金を徴収及び提供する義務は、取引開始時点だけでは

(35) ①の場合、規制の文言上、CSEには当初証拠金の徴収のみが義務付けられているが、取引相手であるCSEも当初証拠金の徴収を義務付けられるので、結局、当初証拠金を取引当事者の間で遣り取りすることが義務付けられることになる。17 C.F.R. § 23.152 (a)(b); 12 C.F.R. § 237.3(a)(b).

(36) 17 C.F.R. § 23.153(a)(b). 当初証拠金の徴収及び提供はCSEと“covered swap entity”の取引において義務付けられるが、変動証拠金の徴収又は提供はCSEと“counterparty that is a swap entity or a financial end user”の取引において義務付けられている。そして、“covered swap entity”には、“financial end user”の中で“financial end user with material swaps exposure”のみが含まれる。17 C.F.R. § 23.151.

(37) 12 C.F.R. § 237.3(d); 12 C.F.R. § 237.4(a). なお、PRの規則が適用されるCSEに対しては、取引相手が①～③ではない場合でも、相手方の信用リスク及びデリバティブ取引のリスクに対処するために必要であるとCSEが判断する方法で当初証拠金及び変動証拠金を徴収することが義務付けられている。12 C.F.R. § 237.3(d); 12 C.F.R. § 237.4(c).

(38) 当初証拠金と変動証拠金の目的の差異については、前掲注(17)～(19)とこれらの本文を参照。なお、証拠金（担保）として認められる資産については、以下のような規定がある。17 C.F.R. § 23.156; 12 C.F.R. § 237.6. 第1に、CSEとSwap Entitiesの取引における変動証拠金はUSドルとユーロや円など主要な通貨に限られる。第2に、その他の取引において当初証拠金及び変動証拠金とすることができる資産は共通しており、通貨に加えて一定の条件を満たす政府発行証券などに限られる。

(39) 17 C.F.R. § 23.154; 12 C.F.R. § 237.8. 規則が定める標準化された方法では、取引の種類に応じて想定元本に対するパーセンテージという形で算出される額が基準となり、ネットティングが認められるuncleared swapを対象とした調整が行われる。See 17 C.F.R. § 23.154(c); 12 C.F.R. Appendix A to Subpart A to Part 237.

なく、各営業日において遵守することが求められている⁽⁴⁰⁾。したがって、取引開始後の状況の変化によって徴収及び提供すべき当初証拠金の額が変化した場合、CSE は営業日ごとに不足額などを徴収及び提供しなければならない。なお、徴収及び提供すべき当初証拠金の額には 5,000 万ドルの控除額が設定されているので、結局、規則に基づき算定される額が 5,000 万ドル以上となるまで、当初証拠金の徴収及び提供を行う必要はないことになる⁽⁴¹⁾。

変動証拠金の額は、CSE に対して変動証拠金の徴収が義務付けられるのか又は提供が義務付けられるのかと関連付けて算定される⁽⁴²⁾。すなわち、各営業日において取引開始時以降の市場価値の変動額の累積額から徴収済みの変動証拠金の額を控除し、かつ、提供済みの変動証拠金の額を加算した額（以下「基準額」という）が正の場合には CSE が基準額と同額の変動証拠金を徴収し、負の場合には基準額の絶対値と同額の変動証拠金を提供することが義務付けられる⁽⁴³⁾。なお、ある特定の相手方との関係で徴収及び提供すべき当初証拠金と変動証拠金の合計額が 50 万ドルを超えない限り、証拠金（担保）の徴収及び提供を行う必要はない⁽⁴⁴⁾。

証拠金（担保）の徴収及び提供の方法という点で、当初証拠金と変動証拠金には額の算定方法以外にも重要な差異がある。その中で最も重要なのは、CSE に対して、規則に基づき徴収及び提供が義務付けられた当初証拠金についてのみ、独立したカस्टディアンへの預託が義務付けられることである⁽⁴⁵⁾。さらに、カस्टディアンとの契約に基づき、当初証拠金を別の取引の担保などとして利用できないようにすることも義

(40) 17 C.F.R. § 23.152 (a)(2); 12 C.F.R. § 237.3(c).

(41) 17 C.F.R. § 23.151; 17 C.F.R. § 23.154 (a)(3); 12 C.F.R. § 237.2; 12 C.F.R. § 237.3(a)(2). 控除額の適用関係は、両当事者について連結ベースで判断される。この点については、BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 10 (Element 2 Commnetray 2(iii)) も参照。なお、前掲注(34)で述べたように、PR の規制が適用される CSE と関連当事者の取引において CSE には当初証拠金の徴収が義務付けられるが、この場合の控除額は 2,000 万ドルとされている。12 C.F.R. § 237.11(b)(2). 類似の規定は CFTC の規制には存在しないが、その理由は、前掲注(34)で述べたように、CFTC の規制が適用される CSE と関連当事者の取引では、そもそも当初証拠金の徴収又は提供が義務付けられる範囲が限定されている点にある。

(42) 17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2.

(43) 17 C.F.R. § 23.153 (a); 17 C.F.R. § 237.4. なお、当初証拠金及び変動証拠金の徴収及び提供に係る義務を履行する際に（当初証拠金の額の算定についてはモデルに基づき算定する場合に限る）、一定の条件を満たすネットティング合意 (eligible master netting agreement) の対象となる取引を合算することが認められている。17 C.F.R. § 23.152 (c); 17 C.F.R. § 23.153 (d); 12 C.F.R. § 237.5 (a). ただし、ネットティング合意を踏まえて算定された当初証拠金を徴収する義務と提供する義務をネットティングすることまでは認められない。See 80 Fed. Reg. 74867 note153; 81 Fed. Reg. 651 note 136.

(44) 17 C.F.R. § 23.152 (b)(3); 17 C.F.R. § 23.153 (c); 12 C.F.R. § 237.5 (b).

(45) 17 C.F.R. § 23.157; 12 C.F.R. § 237.7.

務付けられた⁽⁴⁶⁾。

4 分析

Uncleared swap を対象とした Margin Requirement のうち、当初証拠金に関する規制は未だ全面的に施行されているわけではない⁽⁴⁷⁾。そのため、Dodd-Frank 法によって導入された Margin Requirement が店頭デリバティブ取引市場にどのような影響を与えたかを、現時点で判断することは困難である。しかし、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構による提言よりも、アメリカは CCP において清算されないデリバティブ取引に対して厳格な態度をとっているように思われる。

たとえば、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構による提言では、CSE と関連当事者の取引を証拠金（担保）の徴収及び提供の義務付けの対象とすべきかは各国に委ねられていた⁽⁴⁸⁾。この点についてアメリカでは、当初証拠金に関する規制の一部を除き、証拠金（担保）の徴収及び提供の義務づけの対象としている⁽⁴⁹⁾。また、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構による提言では、一定の条件を満たせば、当初証拠金を他の取引の担保などとして利用すること（再利用）が認められていた⁽⁵⁰⁾。しかし、アメリカでは当初証拠金の再利用は原則として禁止されている⁽⁵¹⁾。

証拠金に関する規制の目的には、systemic risk の減少だけではなく、当事者に CCP におけるデリバティブ取引の清算を促すことも含まれるといわれている⁽⁵²⁾。店頭デリバティブ取引の個別性を踏まえると、統一的な基準に基づき証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付けることには、そもそも限界があるように思われる。しかし、仮に規制の内容が過剰な証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付ける方向で誤ったとしても、それは証拠金に関する規制の目的に照らして不当とはいえない可能性がある。なぜなら、証拠金に関する規制の目的を回避するために、CCP における清算が選択される可能性があるからである。

(46) 正確に言えば、CSE とカストディアンとの間の契約において、カストディアンが預託された当初証拠金を担保に再利用することなどを禁止する旨を定めることが義務付けられた。17 C.F.R. § 23.157(c)(1); 12 C.F.R. § 237.7(c)(1).

(47) See 80 Fed. Reg. 74849-50; 81 Fed. Reg. 675-76.

(48) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 21 (Element 6).

(49) 前掲注(34)。

(50) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 20 (Element 5 Commentary 5(v)).

(51) 前掲注(46)とその本文。

(52) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 2 (Objective of margin requirements for non-centrally cleared derivatives).

しかし、証拠金に関する規制は、特に他の用途への利用が大幅に制限される当初証拠金の徴収及び提供を義務付けるなど、これまでの実務に大きな変更を迫るものである⁽⁵³⁾。したがって、その負担を避けるために、個別性の高い取引を行うことがリスクヘッジの観点から望ましい場合でも、標準化された CCP で清算可能な取引が選択される可能性がある⁽⁵⁴⁾。このような行動をとる者の数が増加することは、店頭デリバティブ市場の参加者の数を減少させるだけではなく、これまで店頭デリバティブ市場で取引されてきたリスクが CCP に集中することを意味する⁽⁵⁵⁾。デリバティブ取引が CCP において清算されるということは、デリバティブ取引における counterparty risk が消滅するのではなく、CCP（及びその会員）に移転することを意味するにすぎない⁽⁵⁶⁾。したがって、仮に CCP によるリスク管理が効果的に行われないのであれば、CCP へのリスクの集中は、CCP の破綻による systemic risk の顕在化という危険を増加させるのである⁽⁵⁷⁾。

すなわち、証拠金に関する規制の合理性は、CCP における清算の義務付けの合理性と表裏一体の関係にある。CCP における清算の義務付けが合理的なデリバティブ取引については、証拠金に関する規制を構築する際に CCP における清算の促進という視点を考慮することが許されてよいように思われる。これに対して、CCP における清算の義務づけが合理的とはいえないデリバティブ取引については、証拠金に関する規制の失敗は CCP への過度なリスクの集中をもたらすだけではなく、経済合理性のあるデリバティブ取引を抑止するという懸念もある。今後は、CCP における清算の義務付けと証拠金に関する規制の相互関係に着目した研究がなされるべきように思われる。

(53) Dodd-Frank 法に基づき Margin Requirement が導入される以前の実務については、前掲注(20)を参照。

(54) See Stein & Watterson, *supra* note 28, at 127.

(55) Stein & Watterson, *supra* note 28, at 127. そのため、AIG のように店頭デリバティブ取引において一方向に偏ったポジションをとるものについて CCP における清算を義務付けても、counterparty risk が systemic risk に発展することを防ぐことはできないと指摘する見解がある。See Squire, *supra* note 1, at 921 note 259.

(56) Roe, *supra* note 3, at 1644.

(57) Stein & Watterson, *supra* note 28, at 127; Yadav, *supra* note 1, at 393-394.

金融法務研究会第1分科会の開催および検討事項

第73回（平成27年7月16日）

- ・ デリバティブ取引に係る諸問題と国内の金融規制の在り方（事務局）
- ・ 個別分担テーマの選定およびフリー・ディスカッション

第74回（平成27年9月30日）

- ・ デリバティブ取引に関する法制の動向—ネットティングを中心として（神田秀樹主査）
- ・ CCPに関する倒産法的な問題点（松下淳一委員）

第75回（平成27年12月21日）

- ・ アメリカにおける証拠金の規制（margin requirement）（加藤貴仁研究員）
- ・ ドイツおよびEUにおける店頭デリバティブ取引規制の動向（神作裕之委員）

第76回（平成28年3月3日）

- ・ CCP等、デリバティブ取引に係る監督法的規制——店頭デリバティブを中心に——
（岩原紳作座長）
- ・ 当事者が3名いる場合の相殺（中田裕康委員）
- ・ CCP等に関する国際的な側面に関する諸問（森下哲朗委員）

○ 会合の回は、平成11年からの通番。

以 上

金融法務研究会委員

顧問	青山善充	東京大学名誉教授
運営委員 (座長)	岩原紳作	早稲田大学大学院法務研究科教授
運営委員 (第1分科会主査)	神田秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
運営委員 (第2分科会主査)	山田誠一	神戸大学大学院法学研究科教授
運営委員 (第1分科会幹事)	森下哲朗	上智大学法科大学院教授
運営委員 (第2分科会幹事)	沖野眞己	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	中田裕康	早稲田大学大学院法務研究科教授
	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	松下淳一	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	山下純司	学習院大学法学部法学科教授
研究員	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	加毛明	東京大学大学院法学政治学研究科准教授

(平成30年3月時点)

金融法務研究会第1分科会委員
(平成27年度)

座 長	岩 原 紳 作	早稲田大学大学院法務研究科教授
主 査	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授 (現 学習院大学大学院法務研究科教授)
委 員	森 下 哲 朗	上智大学法科大学院教授
	中 田 裕 康	東京大学大学院法学政治学研究科教授 (現 早稲田大学大学院法務研究科教授)
	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	松 下 淳 一	東京大学大学院法学政治学研究科教授
研 究 員	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授 (現 東京大学大学院法学政治学研究科教授)
オブザーバー	藤 原 彰 吾	みずほフィナンシャルグループ法務部 法務第一チーム次長 (現 みずほ銀行法務部副部長)
	森 永 雅 彦	みずほフィナンシャルグループ法務部 法務第一チーム次長 (現 みずほ銀行佐賀支店長)
	永 田 香 織	みずほフィナンシャルグループ法務部 法務第一チーム調査役 (現 みずほ銀行法務部調査役)
	伊 藤 彰 志	みずほフィナンシャルグループ企画管理部 全銀協会長行室調査役 (現 みずほフィナンシャルグループ監査業務部 企画チーム調査役)
事 務 局	渡 邊 俊 之	全国銀行協会業務部長 (現 同協会企画部長)

※本報告書のテーマ検討期間における検討メンバー。

金融法務研究会報告書一覧

発行年月	報 告 書 名	巻数
1996.2	各国銀行取引約款の検討－そのⅠ 各種約款の内容と解説－	(1)
1999.3	各国銀行取引約款の比較－各国銀行取引約款の検討 其のⅡ－	(2)

以下、第1分科会と第2分科会とに分けて研究を行う。

第1分科会

発行年月	報 告 書 名	巻数
2000.4	チェック・トランケーションにおける法律問題について	(3)
2002.4	金融機関のグループ化と守秘義務	(5)
2002.10	チェック・トランケーション導入にあたっての法的課題の再検証	(7)
2004.7	社債管理会社の法的問題	(9)
2005.9	電子マネー法制	(11)
2006.10	金融持株会社グループにおけるコーポレート・ガバナンス	(13)
2008.5	金融機関の情報利用と守秘義務をめぐる法的問題	(16)
2010.6	金融機関における利益相反の類型と対応のあり方	(17)
2012.9	金融取引における信用補完に係る現代的展開	(20)
2013.7	有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権など金融取引にかかる法的諸問題	(22)
2013.12	金融規制の観点からみた銀行グループをめぐる法的課題	(23)
2014.9	金融商品の販売における金融機関の説明義務等	(24)
2016.3	金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題	(27)
2017.3	金融持株会社によるグループガバナンスの方向性および法規制上の論点の考察	(29)
2018.3	デリバティブ取引に係る諸問題と金融規制の在り方	(31)

第2分科会

発行年月	報 告 書 名	巻数
2002.5	消費者との銀行取引における法律問題について	(4)
2002.4	金融取引における「利息」概念についての検討	(6)
2003.10	預金の帰属	(8)
2004.9	債権・動産等担保化の新局面	(10)
2005.9	最近の預金口座取引をめぐる諸問題	(12)
2006.10	担保法制をめぐる諸問題	(14)
2008.3	銀行取引をめぐる消費者保護の現代的展開	(15)

2010.6	動産・債権譲渡担保融資に関する諸課題の検討	(18)
2012.6	預金債権の消滅等に係る問題	(19)
2013.2	相殺および相殺的取引をめぐる金融法務上の現代的課題	(21)
2015.1	近時の預金等に係る取引を巡る諸問題	(25)
2015.12	金融取引における約款等をめぐる法的諸問題	(26)
2016.3	銀行取引と相続・資産承継を巡る諸問題	(28)
2017.3	金融商品・サービスの提供、IT 技術の進展等による金融機関の責任範囲を巡る諸問題	(30)
2018.3	民法（債権関係）改正に伴う金融実務における法的課題	(32)

金融法務研究会事務局

〒 100-0004 千代田区大手町 2 - 6 - 1

朝日生命大手町ビル

一般社団法人 全国銀行協会（業務部）

電話 03-6262-6700（代）

本報告書は研究会としてのもので、当協会としての
意見を表明したものではありません。