

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—

第 1 本稿の目的

2009 年 9 月に開催された G20 ピッツバーグサミットの首脳声明¹により、2012 年末までに標準的な店頭デリバティブ取引は清算機関（central counter party、CCP）において決済されるべきとの世界的な合意がなされた。この合意を受け、本邦では、2010 年 5 月、「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、以下「改正法」という。）²により金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号、以下「金商法」という。）が改正され、金融商品取引業者等³に対して店頭デリバティブ取引の清算集中義務が課せられることとなった（改正法による改正後の金商法第 156 条の 62）。同改正の施行は公布日から 2 年 6 月以内の政令で定める日⁴とされており、2012 年 11 月 1 日から施行された。

同改正を受け、株式会社日本証券クリアリング機構において店頭デリバティブ取引の清算業務稼働に向けた検討がなされてきた。2011 年 7 月 19 日からクレジット・デフォルト・スワップ取引（以下「CDS取引」という。）に係る清算業務が開始し⁵、2012 年 10 月 9 日には金利スワップ取引（以下「IRS取引」という。）に係る清算業務も開始された。

これらの検討において、様々な論点⁶についての議論がなされてきたが、本稿ではそのうち本邦の倒産法制に関連する点（当事者の破綻時における処理方法の有効性）について検討することとしたい。この論点は、店頭デリバティブ取引に係る清算機関のみならず既存の取引所取引に係る清算機関にも共通して問題となり得る点であるが、現行法上その取扱いが明確に規定されておらず、かつこれまであまり論じられてこなかったと思われる⁷。本稿では、かかる点についての法の適用・解釈をどのように行うべきかについての整理を目的とする。さらに、倒産

¹ 「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。」（外務省による仮訳より）
(http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909_seimei_ka.html) とされた。

² <http://www.sangiin.go.jp/japanese/joho1/kousei/gian/174/pdf/s031740441740.pdf>

³ 金商法第 34 条

⁴ 改正法附則第 1 条第 4 号

⁵ http://www.jscc.co.jp/kisoku/index_CDS.html

⁶ 特に海外の法制との整合性を確保するための制度設計が問題となった。

⁷ 松尾琢己「清算機関によるマルチラテラル・ネットィングに関する法的論点（中）」（NBL777 号、52 頁以下）において旧破産法の規定に基づく検討がなされている。また、清算機関に関連するネットィングで議論されてきたのは主として清算参加者の破綻時のネットィングの有効性が中心であるように思われる（例えば、神田秀樹「清算機関とネットィング」SFJ 金融・資本市場研究第 1 号 7 頁以下など）。

法制に関連するものではないが議論になった論点（準抛法の分割指定）や、直接上記清算業務に関して検討されたものではないが清算機関に関連する法的論点（ファイナリティ）にも触れることとしたい。

第2 日本の清算機関の概要

論点に進む前に、まず本邦の清算機関につき概観する。

1 既存の清算機関

現在、金商法に基づく金融商品取引清算機関⁸が5社、商品先物取引法（昭和25年法律第239号、以下「商先法」という。）に基づく商品取引清算機関⁹が1社稼働している¹⁰。

(1) 金融商品取引法に基づく清算機関

- ① 株式会社日本証券クリアリング機構（JSCC）¹¹：東京証券取引所等の金融商品取引所¹²における株式等の現物取引及び市場デリバティブ取引¹³の清算業務並びに店頭デリバティブ取引¹⁴の清算業務（現状は特定の要件を満たすCDS取引に係るもの（以下「CDS清算業務」という。）及び特定の要件を満たす円IRS取引に係るもの（以下「IRS清算業務」という。）のみ）
- ② 株式会社日本国債清算機関（JGBCC）¹⁵：国債の店頭取引の清算業務
- ③ 株式会社ほふりクリアリング¹⁶：株式会社証券保管振替機構（JASDEC）における一般振替DVP制度¹⁷のための清算業務
- ④ 株式会社東京金融取引所¹⁸：市場デリバティブ取引の清算業務

⁸ 金商法第2条第29項。第156条の2に基づき内閣総理大臣の免許を受けた株式会社又は第156条の19第1項に基づき内閣総理大臣の承認を受けた金融商品取引所。

⁹ 商先法第2条第18項。第167条に基づき主務大臣の免許を受けた株式会社又は第173条第1項に基づき主務大臣の承認を受けた商品取引所。

¹⁰ なお、資金決済に関する法律（平成21年法律第59号）第2条第6項に規定する資金清算機関も清算機関であるが、本稿の検討からは除外する。

¹¹ <http://www.jscc.co.jp/>

¹² 金商法第2条第16項

¹³ 金商法第2条第21項

¹⁴ 金商法第2条第22項

¹⁵ 株式会社日本国債清算機関（JGBCC）の旧HPへのリンクにつき削除

¹⁶ <http://www.jasdec.com/about/office/dvp/>

¹⁷ JASDECにおける株券等の振替のうち取引所取引の清算に伴う振替以外のものについて、証券の受渡しと資金の決済を制度的にリンクさせることにより、証券決済に係る元本リスクを削減し、資金決済の確実な履行を図る制度。

[\(http://www.jasdec.com/system/dvp/outline/about/\)](http://www.jasdec.com/system/dvp/outline/about/)

¹⁸ <http://www.tfx.co.jp/index.shtml>

⑤ 株式会社大阪証券取引所¹⁹：市場デリバティブ取引の清算業務

(2) 商品先物取引法に基づく清算機関

株式会社日本商品清算機構 (JCCH)²⁰：商品市場における取引²¹の清算業務

2 現行法における清算機関の位置付け

(1) 金融商品取引法

金商法上、清算機関は「金融商品取引清算機関」（第2条第29項）と定義され、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」（同条第28項）を行う者とされている。「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を相手方として、これらの者が行う「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を業として行うことをいう。

金商法
第2条

28 この法律において「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（以下この項において「金融商品債務引受業対象業者」という。）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（有価証券の売買若しくはデリバティブ取引（取引の状況及び我が国の資本市場に与える影響その他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定める取引を除く。）又はこれらに付随し、若しくは関連する取引として政令で定める取引をいう。）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を業として行うことをいう。

29 この法律において「金融商品取引清算機関」とは、第156条の2又は第156条の19第1項の規定により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をいい、「外国金融商品取引清算機関」とは、第156条の20の2の規定により内閣総理大臣の免許を受けて金融商品債務引受業を行う者をいう。

換言するならば、原取引の法律関係を、清算参加者²²たる「金融商品債務引受業対象業者」と清算機関の両者を当事者とする法律関係に置き換えることが「金融商品取引清算機関」の行う業務である。また、原取引の当事者が「金融商品債務引受業対象業者」ではない場合、「有価証券等清算取次ぎ」（同条第27項）を用いて、原取引の法律関係を、清算参加者たる「金融商品債務引受業対象業者」と清算機関の両者を当事者とする法律関係に置き換え、原取引の当事者は清算参加者との間で取次ぎ²³の委託者・受託者の関係となる。

¹⁹ <http://www.ose.or.jp/>

²⁰ 株式会社日本商品清算機構 (JCCH) の旧HPへのリンクにつき削除

²¹ 商先法第2条第10項

²² 「金融商品債務引受業の相手方とする者」をいう（金商法第156条の7第2項第3号）。

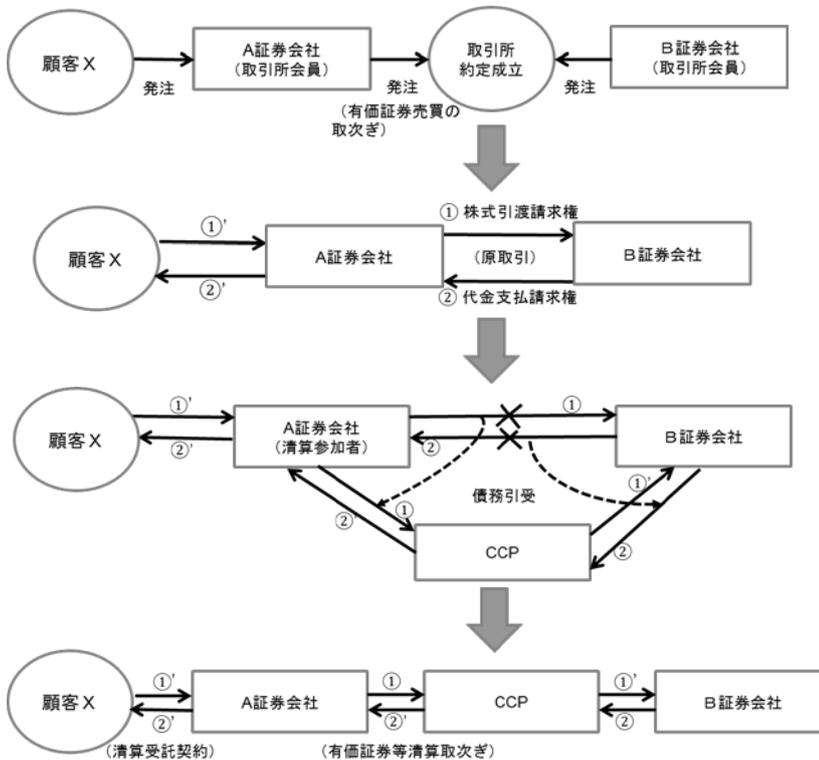
²³ 自己の名をもって（自分が権利・義務の帰属主体となって）他人のために（他人の計算、すなわち経済的損益を他人に帰属させて）法律行為をなすことを引き受ける行為（江頭憲治郎『商取引法』（弘文堂、第6版、平成22年）215頁）をいう。金商法上の「取次ぎ」はかかる行為を意味するものと解され（神崎克郎ほか『金融商品取引法』（青林書院、平成24年）602頁）、有価証券等清算取次ぎは金商法上の「取次ぎ」に該当するものと解される（高橋康文・長崎幸太郎『証券取引法における清算機関制度』（金融財政事情研究会、2003年）28頁）。

金商法
第2条

27 この法律において「有価証券等清算取次ぎ」とは、金融商品取引業者又は登録金融機関が金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関の業務方法書の定めるところにより顧客の委託を受けてその計算において行う対象取引（次項に規定する「対象取引」をいう。以下この項において同じ。）であつて、対象取引に基づく債務を当該金融商品取引清算機関（当該金融商品取引清算機関が156条の20の16第1項に規定する連携金融商品債務引受業務を行う場合には、同項に規定する連携清算機関等を含む。）又は外国金融商品取引清算機関に負担させることを条件とし、かつ、次に掲げる要件のいずれかに該当するものをいう。
一 当該顧客が当該金融商品取引業者又は登録金融機関を代理して成立させるものであること。
二 当該顧客がその委託に際しあらかじめ当該対象取引に係る相手方その他内閣府令で定める事項を特定するものであること。

これらを有価証券（株式）売買の場合を例にとって簡単に図示すると下記図1のようになる。

〔図1〕 債務引受構成のイメージ

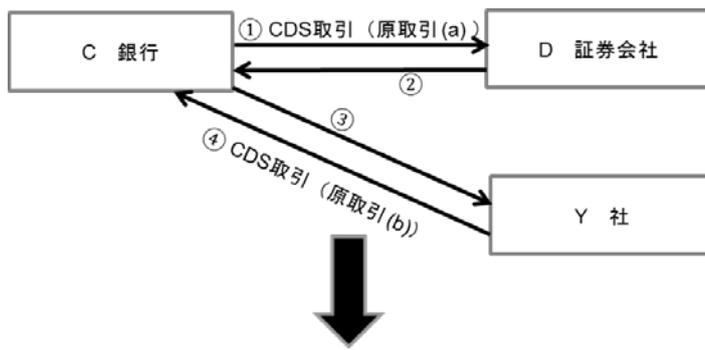


従来から稼働している取引所取引に係る清算機関及びほふりクリアリングにおいては、いずれも債務引受構成（清算機関が原取引に係る債務の免責的債務引受けを行い、その対価として原取引に係る反対債権を取得するという構成）が採用されている²⁴。

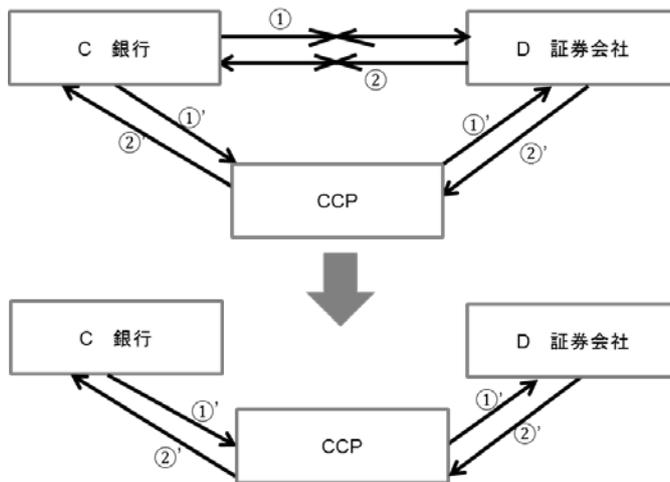
これらに対してJSCCのCDS清算業務では下記図2のようになる。

²⁴ 例えば、JSCCの業務方法書第46条 (<http://www.jssc.co.jp/kisoku/index.html>)

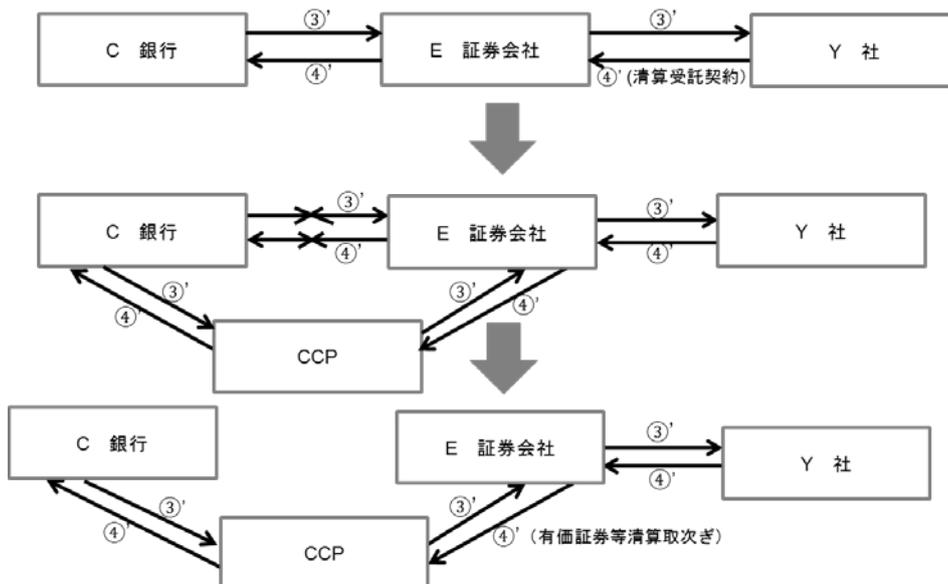
[図2] 発生消滅構成のイメージ



原取引(a)



原取引(b)



JSCCのCDS清算業務においては、いわゆる発生消滅構成（清算機関と清算参加者との間に原取引と同条件の取引を発生させるとともに、原取引を合意解約させるという

構成)が採用されている²⁵。その主たる理由は原取引に付着している可能性のある様々な抗弁を切断することであるが²⁶、最終的な当事者間の関係は債務引受構成に基づく場合とほぼ同じである。

なお、上記の図1及び図2は、原取引に基づく債権債務がどのように変動するかを簡略化して示したものであり、清算の対象となる原取引に基づく債権を①から④の矢印で表示している。これに加えて「'」(ダッシュ)が付された①から④の矢印もあるが、これらはその数字の債権と同内容²⁷の債権でありかつ原債権に基づく債権とは別のものを意味する(ただし、そのすべてが同じ法的性質を有するものではない²⁸)。

また、上記の図2においては各当事者間に1個の原取引が存在する場合を例としたが、仮に図2のC銀行とD証券会社との間に100個の原取引たるCDS取引が存在する場合、各100個のCDS取引がそれぞれCCPを介した法律関係に置き換わることになる(ネットされることなく原取引と同様の法律関係が100セット存在することになる²⁹)。

(2) 商品先物取引法

商先法上の建付けも金商法とほぼ同様であり、清算機関は「商品取引清算機関」(第2条第18項)と定義され、内閣総理大臣の免許又は承認を受けて「商品債務引受業」(同条第17項)を行う者とされている。「商品債務引受業」は、商品市場における取引³⁰に基づく債務の引受けを行う営業と定義されており、金融商品債務引受業と

²⁵ CDS 清算業務に関する業務方法書第 48 条から第 50 条。平野剛「CDS 取引清算制度の概要と今後の展望」(商事法務 1944 号 74 頁) 参照。IRS 清算業務においても同様の構成が採用されている。現在、債権法改正において提案されている三面更改の効力にほぼ類似しているといえる(法制審議会民法(債権関係)部会第 48 回会議の部会資料 40 (<http://www.moj.go.jp/content/000098793.pdf>) 10 頁以下参照)。

²⁶ 従前の清算機関においても抗弁権は切断されるが、CDS 清算業務では日本法以外を準拠法とする原取引の清算も想定されるため、(業務方法書の規定及び参加者契約による)合意をもって原取引に付着した抗弁権の切断が常に認められるのかが各法域の法令に照らして問題となり得る。発生消滅構成は、従前の債権債務とは別の抗弁権の付着していない債権債務を発生させることにより、かかる問題が発生するリスクを低減させようとしたものである。

²⁷ 請求に係る数量、金額、時期等の主たる条件が同じであることをいい、原取引に基づく抗弁権などを除く。

²⁸ 例えば、同じ「①」であっても各法的性質は異なる。図1の2つ目のチャート「顧客 X⇄証券会社 A⇄証券会社 B」における「①」は、顧客 X が証券会社 A に対し、株式の売買の取次ぎに基づき、約定した原取引に基づき証券会社 A が証券会社 B に対して有する株式引渡請求権「①」と同内容の債権を有することを意味する。図1の3つ目のチャート「顧客 X⇄証券会社 A⇄CCP⇄証券会社 B」における CCP から証券会社 B への「①」は、CCP が、B 証券会社が A 証券会社に対して有する代金支払請求権「②」を免責的債務引受けした対価として取得した、証券会社 B に対する株式引渡請求権を意味する。そして、図1の4つ目のチャート「顧客 X⇄証券会社 A⇄CCP⇄証券会社 B」における顧客 X から証券会社 A への「①」は、有価証券等清算取次ぎに基づき顧客 X が証券会社 A に対して有する株式引渡請求権である。

²⁹ 原取引に基づくキャッシュフローはそのまま維持され、あくまで当事者が CCP になるだけである。

³⁰ 商先法第2条第10項

異なり清算機関による債務負担の方法が「債務の引受け」のみに限定されている³¹。

<p>商先法 第2条</p> <p>17 この法律において「商品取引債務引受業」とは、商品市場における取引に基づく債務の引受けを行う営業をいう。</p> <p>18 この法律において「商品取引清算機関」とは、商品取引債務引受業を営むことについて第167条又は第173条第1項の規定により主務大臣の許可又は承認を受けた者をいう。</p> <p>19 この法律において「清算参加者」とは、第174条第1項の規定により与えられた資格に基づき、商品取引清算機関の行う商品取引債務引受業の相手方となる者をいう。</p> <p>20 この法律において「商品清算取引」とは、清算参加者が商品取引清算機関の業務方法書の定めるところにより商品取引所の会員又は取引参加者（以下「会員等」という。）の委託を受けて行う商品市場における取引であって、当該取引に基づく債務を当該商品取引清算機関に引き受けさせること及び当該会員等が当該清算参加者を代理して当該取引を成立させることを条件とするものをいう。</p>

清算の仕組みは、金商法に基づき設立された取引所取引に係る清算機関の仕組みと同様である（上記(1)参照）³²。

(3) 金融商品取引法と商品先物取引法との比較

上記(1)及び(2)で概説したとおり、金商法と商先法に基づく清算機関の建付けは類似しているが、表1記載の点に差がある。

[表1] 金商法と商先法に基づく清算機関の差異

	金融商品取引法	商品先物取引法
債務引受業の定義	「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を業として行うこと」	「商品市場における取引に基づく債務の引受けを行う営業」
	⇒ 金商法の方は債務引受けのみならず、いわゆる novation などによることも可能。	
清算の対象取引	<p>「対象取引」</p> <ul style="list-style-type: none"> 有価証券の売買 デリバティブ取引（一定の政令で定める取引³³を除く。） 	<p>「商品市場における取引」</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場商品に係る、現物先物取引（第2条第3項第1号）、現金決済型先物取引（同第2号）、スワップ取引（同第5号）（同条第10項柱書、第1号イ、同条第9項第

³¹ 改正法により、「外国の清算機関によるわが国市場における清算業務への参入を認める制度の整備」がなされることに伴い、「各国の法制度に差異が存在することからすれば、外国の清算機関による清算行為は国内の清算機関とは異なるスキーム（債務者の交代による更改等）により行われることも想定される」ことから、債務引受け以外の方式によって行われる外国の清算機関による債務の引受け行為についても、金商法上の債務引受業に含まれることを明示」することとした（寺田達史ほか『逐条解説 2010年金融商品取引法改正』（商事法務、平成22年）86頁）。

³² 商先法は金商法と異なり条文上「取次ぎ」という語を用いていないが、商先法第179条第1項第2号イにおいて「清算参加者がその委託をした会員等の計算において商品清算取引を行う場合」との規定があることなどを踏まえると、有価証券等清算取次ぎと同様に取次ぎであると解される（前出注23参照）。

³³ 取引の状況及び我が国の資本市場に与える影響その他の事情を勘案し、公益又は投資者保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定めるもの（金融商品取引法施行令第1条の18の2、金融商品債務引受業の対象取引から除かれる取引及び貸借を指定する件（金融庁告示第105号）参照）。

	<ul style="list-style-type: none"> これらに付随し、若しくは関連する取引として政令で定める取引³⁴ 	<p>1号)³⁵</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場商品指数に係る、商品指数先物取引（同条第3項第3号）、スワップ取引（同第6号）（同条第10項、同条第9項第1号）³⁶ 上場商品に係る、オプション取引（同条第10項第1号ロ、ハ、ホ、へ及びト） 上場商品の売買取引（同条第10項第1号ニ）³⁷ 上場商品指数に係るスワップ取引（同条第10項第2号）³⁸ <p>⇒ 商先法は上場商品・商品指数に係る取引のみが対象であるのに対し、金商法では店頭取引や貸借取引なども含む。</p>
--	--	---

第3 清算機関制度に関連する問題点

1 清算制度関係当事者の破綻時の取扱い

(1) 本邦清算機関における取扱い

以下、本稿における議論のため、清算業務に係る各当事者及び清算により各当事者間に成立する法律関係を便宜上下記図3のとおり定義する（清算約定の当事者としての参加者を「清算参加者」、清算委託取引の受託当事者としての参加者を「受託清算参加者」という。）³⁹。

³⁴ 金融商品取引法施行令第1条の19（①信用取引等、②有価証券の貸借、③これらに掲げる取引に係る担保の授受、④有価証券の売買若しくはデリバティブ取引又は①から③に掲げる取引に基づく債務を履行するために行う金融商品又は金銭の授受）

³⁵ 第2条第3項第7号の政令指定取引も含まれるが、現状政令指定された取引はない。

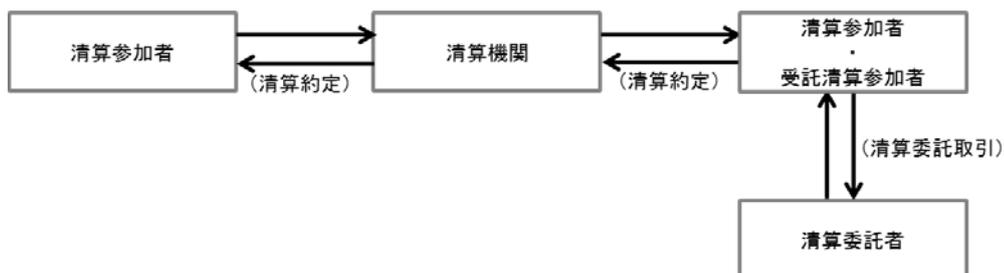
³⁶ 前出注35と同様。

³⁷ 政令指定取引も規定されているが、現状政令指定された取引はない。

³⁸ 前出注37と同様。

³⁹ JSCCのCDS清算業務に関する業務方法書（http://www.jssc.co.jp/kisoku/index_CDS.html）における定義を参照している。

[図 3] 清算業務に係る当事者とその法律関係



「清算約定」と「清算委託取引」はそれぞれ原取引と同内容の法律関係を意味する。原取引が CDS 取引であった場合、清算参加者と清算機関との間に成立する CDS 取引と同等の法律関係を「清算約定」と、受託清算参加者と清算委託者との間の有価証券等清算取次ぎに基づく個々の債権債務（プレミアム支払請求権・義務とクレジット・イベント発生時の floating payment の支払請求権・義務）を「清算委託取引」と呼ぶこととした。例えば、上記図 3 において、当初、左側の「清算参加者」と「清算委託者」との間に原取引たる CDS 取引が 100 個存在しこれらが清算された場合、「清算参加者」と「清算機関」との間に 100 個の「清算約定」が、「清算機関」と「清算参加者・受託清算参加者」との間に 100 個の「清算約定」が、「清算参加者・受託清算参加者」と「清算委託者」との間に 100 個の「清算委託取引」がそれぞれ存在することになる。

表 2 は、各清算機関における当事者の破綻時の処理の概要をまとめたものである。なお、ここで「破綻」とは、破産手続、再生手続又は更生手続開始の申立てがなされた場面をいうものとする。

[表 2] 各清算機関における当事者の破綻時の処理

清算機関名	清算参加者の破綻時の処理	清算機関の破綻時の処理
	受託清算参加者の破綻時の処理	清算委託者の破綻時の処理
日本証券クリアリング機構 (取引所取引)	<ul style="list-style-type: none"> 明確に破綻時の処理を定めた規定なし 決済の履行をしないとき又はそのおそれがあると認めるとき、債務引受けの停止・金銭等の引取りの停止 整理売買・反対売買による取引の終了又は他の清算参加者への移管（デリバ委託分のみ） 根拠：業務方法書の規定⁴⁰ 	<ul style="list-style-type: none"> 規定なし
	<ul style="list-style-type: none"> 清算受託契約書（「業務方法書の取扱い」所定の様式）には規定なし（上記処理に従う） 	<ul style="list-style-type: none"> 当然に期限の利益喪失 受託清算参加者は決済のための取引等及び差引計算可能

⁴⁰ 業務方法書第 76 条、第 73 条の 34、取引証拠金等に関する規則第 27 条及び第 28 条

		<ul style="list-style-type: none"> 根拠：清算受託契約書（「業務方法書の取扱い」所定の様式）の規定⁴¹
日本証券クリアリング機構 （店頭 CDS 取引）	<ul style="list-style-type: none"> 破綻認定後、債務引受けの禁止・金銭等の引取りの停止措置可 清算約定の当然終了及び一括清算 ただし、清算委託者は委託分と同ポジションを他の清算参加者に承継可能（新たな清算委託取引の発生） 根拠：業務方法書の規定⁴² 	<ul style="list-style-type: none"> すべての清算約定の当然終了及び一括清算 根拠：覚書の規定
	<ul style="list-style-type: none"> 破綻認定後、すべての清算委託取引の当然終了及び一括清算 承継については同上 根拠：業務方法書及び清算受託契約書（「業務方法書の取扱い」所定の様式）の規定⁴³ 	<ul style="list-style-type: none"> 当然に期限の利益喪失（清算受託契約書に係る当事者間の合意によっては、待機期間経過後） すべての清算委託取引の当然終了及び一括清算 根拠：清算受託契約書（「業務方法書の取扱い」所定の様式）の規定⁴⁴
日本国債清算機関 （国債店頭取引）	<ul style="list-style-type: none"> 当然に期限の利益喪失及び一括清算 根拠：業務方法書の規定⁴⁵ 	<ul style="list-style-type: none"> すべての清算約定の当然終了及び一括清算 根拠：覚書の規定
	<ul style="list-style-type: none"> 明確な規定なし⁴⁶ 	<ul style="list-style-type: none"> 同左
ほふりクリアリング （一般振替 DVP 制度）	<ul style="list-style-type: none"> 当然に期限の利益喪失及び一括清算 根拠：業務方法書の規定⁴⁷ 	<ul style="list-style-type: none"> 規定なし
	<ul style="list-style-type: none"> 明確な規定なし⁴⁸ 	<ul style="list-style-type: none"> 同左

⁴¹ 各清算受託契約書第 7 条から第 9 条

⁴² CDS 清算業務に関する業務方法書第 90 条、第 92 条、第 95 条及び第 102 条

⁴³ CDS 清算業務に関する業務方法書第 95 条、清算受託契約書第 37 条から第 39 条

⁴⁴ 清算受託契約書第 33 条から第 36 条

⁴⁵ 業務方法書第 74 条及び第 75 条

⁴⁶ 業務方法書には第 3 章など有価証券等清算取次ぎに係る規定は存在するものの、実際には他社清算資格に基づき有価証券等清算取次ぎを行っている清算参加者はおらず、清算受託契約書の雛型なども作成されていない。

⁴⁷ 業務方法書第 83 条及び第 84 条 (<http://www.jasdec.com/system/dvp/rule/whole/index.html>)

⁴⁸ 業務方法書には第 3 章など有価証券等清算取次ぎに係る規定は存在するものの、清算受託契約書の雛型などは作成されていない。金商法第 2 条第 27 項第 2 号の規定に基づき必要な事項を特定するかたちで行われている。主に海外のカストディアンなどにより用いられている。

<p>東京金融取引所 (市場デリバティブ取引)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 明確に破綻時の処理を定めた規定なし • 支払不能となり又は支払不能となるおそれがあると認めるとき、債務引受けの停止・金銭等の引取りの停止 • 整理売買又は他の清算参加者への移管等 • 根拠：業務方法書の規定⁴⁹ 	<ul style="list-style-type: none"> • 規定なし
	<ul style="list-style-type: none"> • 清算委託契約（所定の雛型）には規定なし（上記処理に従う） 	<ul style="list-style-type: none"> • 当然に期限の利益喪失 • 受託清算参加者は決済のための取引等及び差引計算可能 • 根拠：清算委託契約（所定の雛型）の規定⁵⁰
<p>大阪証券取引所 (市場デリバティブ取引)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 明確に破綻時の処理を定めた規定なし • 決済の履行をしないとき又はそのおそれがあると認めるとき、債務引受けの停止・金銭等の引取りの停止 • 整理売買又は他の清算参加者への移管等 • 根拠：業務方法書の規定⁵¹ 	<ul style="list-style-type: none"> • 規定なし
	<ul style="list-style-type: none"> • 清算受託契約書（「業務方法書の取扱い」所定の様式）には規定なし（上記処理に従う） 	<ul style="list-style-type: none"> • 当然に期限の利益喪失 • 受託清算参加者は決済のための取引等及び差引計算可能 • 根拠：清算受託契約書（「業務方法書の取扱い」所定の様式）の規定⁵²
<p>日本商品清算機構 (商品市場における取引)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 明確に破綻時の処理を定めた規定なし（ただし、破産手続開始決定時には支払不能とみなされる旨の規定あり） • 支払不能又はそのおそれがあると認めるとき、債務引受けの停止・金銭等の引取りの停止 • 整理売買又は他の清算参加者への移管等 • 根拠：業務方法書の規定⁵³ 	<ul style="list-style-type: none"> • 規定なし

⁴⁹ 業務方法書第 15 条の 3、第 15 条の 9 及び第 15 条の 10 (<http://www.tfx.co.jp/rules/index.shtml>)

⁵⁰ 東京金融取引所清算委託契約(金利先物等取引用)第 2 条から第 4 条、東京金融取引所清算委託契約(取引所株価指数証拠金取引用)第 3 条から第 5 条

⁵¹ 業務方法書第 68 条 (<http://www.ose.or.jp/rule/655>)

⁵² 清算受託契約書第 7 条から第 9 条

	<ul style="list-style-type: none"> 清算受託契約書（「業務方法書運用要綱」所定の様式）には規定なし（上記処理に従う） 	<ul style="list-style-type: none"> 当然に期限の利益喪失 受託清算参加者は決済のための取引等及び差引計算可能 根拠：清算受託契約書（「業務方法書運用要綱」所定の様式）の規定⁵⁴
--	--	---

- ① 表2記載の整理によると、取引所取引に係る清算機関においては、清算参加者が破綻した場合についての明確な処理を定めるというよりも、清算参加者の財務状況等が悪化した場合には破綻に至る前に債務の引受けを停止し、既存の清算約定を解消又は他の清算参加者に対して移管することにより処理を行うことを企図していると理解される。

これに対し、店頭取引に係る清算機関及び一般振替 DVP 制度のための清算機関においては、破綻が生じた場合には既存の清算約定を当然終了させるとともに、清算機関と当該破綻清算参加者との間の債権債務を一括清算する処理を定めている。なお、一括清算とは、終了した取引の時価ポジション（個々の取引ごとの勝ち分と負け分の時価）及び差し入れられた担保（もしあれば）の時価を算出し、これらを差引計算した上で勝ち方が負け方に対して1つの金銭債権を有するとする建付けを意味する。

一括清算の建付けを例示すると以下のようになる（図4参照）。

- 当事者 A の勝ちポジションの総額は+100であり、当事者 B の勝ちポジションの総額は+60である場合、ネットベースでは当事者 A が+40の勝ちである。
- そのため、当事者 B は証拠金を差し入れている。

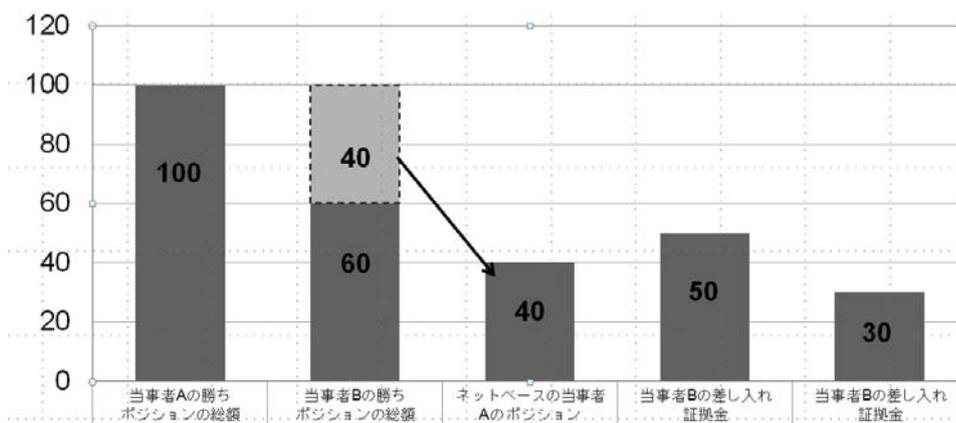
このような状況においては、当事者 B が差し入れた証拠金の額により、当事者 A と当事者 B のいずれが支払債務を負うかが以下のように決せられることになる。

- 当事者 B の差し入れ証拠金が 50 の場合、「 $40-50=-10$ 」であり、当事者 A が 10 の支払債務を負う。
- 当事者 B の差し入れ証拠金が 30 の場合、「 $40-30=10$ 」であり、当事者 B が 10 の支払債務を負う。

⁵³ 業務方法書第 68 条

⁵⁴ 清算受託契約書第 7 条から第 9 条

[図4] 一括清算の建付けの例示



- ② また、清算委託取引については、受託清算参加者の破綻時の取扱いは清算約定の取扱いに準じるが、清算委託者の破綻時には当然に期限の利益を喪失させ債権債務を決済する建付けを講じているといえる（ただし、一括清算の規定を設けているのはJSCCのCDS清算業務のみである）。
- ③ さらに、清算機関が破綻した場合の取扱いを業務方法書に規定しているものではなく、JSCCのCDS清算業務及びIRS清算業務並びに日本国債清算機関のみが、別の契約により個々の清算参加者との間で清算約定の当然終了及び一括清算を規定している⁵⁵。

(2) 議論の前提：一括清算の要請

上記のとおり、一部の清算機関のみが清算約定の当然終了及び一括清算の建付けを導入しているが、取引所取引に係る清算機関においては原則として取引を終了させないことを念頭に置いている。このような清算機関における（真逆とも言える）取扱いの差とその有効性は倒産法上いかに担保されるのか。

この議論の前提として一括清算の要請について概観しておく。取引の各当事者は相手方の信用リスクを負担しており、かかる信用リスク及び当該取引のエクスポージャーに基づき自己資本比率等を計算することになる⁵⁶。この場合、各対象取引に係るエクスポージャーはグロスでリスク・アセットとして計上することが原則となるが、「法的に有効な相対ネットリング契約下にある取引」についてはそれらの取引に係るエクスポージャーをネットした金額をリスク・アセットとして計上することが可能とな

⁵⁵ これは、金商法第156条の10及び商先法第178条において、「債務の不履行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取引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」という規定が設けられ、清算機関が破綻しないことが前提になっていたことによるものと思われる。

⁵⁶ 例えば、銀行につき、「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準」（金融庁告示第19号）。これらはバーゼル銀行監督委員会から公表された自己資本比率規制（バーゼルⅡ）に基づくものである。

る⁵⁷。金融機関が店頭デリバティブ取引を行う場合、デリバティブ取引は一定期間に亘って取引関係が継続することが多いことから、リスク・アセットの額を増大させる方向に働くことが通常である。そのため、金融機関は、そのリスク管理の一環として、店頭デリバティブ取引に係るエクスポージャーをグロスではなくネットで計上するべく、取引に用いる基本契約書（マスター・アグリーメント）⁵⁸において規定された契約の終了及び一括清算の建付けが法的に有効であることを確認するリーガル・オピニオンを取得するということが一般的に行われている。そして、現在では、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（平成10年法律第108号、以下「一括清算法」という。）及び破産法（平成16年法律第75号）第58条⁵⁹に基づき店頭デリバティブ取引に係る一括清算の有効性は広く認められるに至っている⁶⁰。

本邦では、かかる一括清算についての議論は主として店頭取引について行われてきたようであり、取引所取引との関係では論じられてこなかったようである。しかし、JSCCにおいて、2011年7月19日から開始したCDS清算業務の立ち上げに係る検討の中でこの点は市場参加者の強い関心を集めた。すなわち、清算参加者となる金融機関は、店頭デリバティブ取引としてCDS清算業務の対象取引であるCDS取引を行っ

⁵⁷ 例えば、前出注56に記載の告示第79条の2第2項第2号、第79条の3第1項など。金融庁作成の「バーゼルⅡに関する追加Q&A（平成18年7月28日）」（<http://www.fsa.go.jp/news/18/ginkou/20060728-3/13.pdf>）6章4節参照。「『法的に有効な相対ネットリング契約』とは、関係各国の法律の下において法的有効性を有している相対ネットリング契約のことをいいます。法的有効性は、具体的には、法的紛争が生じた場合、関連する法律に照らして、銀行のエクスポージャーが当該ネットリング契約の下でネットされた額に止まると所管の法廷および当局が判断するであろうことを示す、書面による合理的な法的見解（リーガル・オピニオン）が存在していることを確認することによって判断するものとします。」とされている。

⁵⁸ ある当事者間において反復継続的に取引を行う場合において、債務の履行方法や債務不履行時の取扱いといった複数の取引に共通して適用される条件を定める契約書をいう。個々の取引を行うに際しては具体的な取引条件（取引に係る金額、数量、対象となる有価証券、取引期間等）を証する個別取引契約書（コンファメーション）を作成するという方法が広く採られている。例えば、International Swaps and Derivatives Association, Inc（ISDA）が公表しているISDA Master Agreementは店頭デリバティブ取引のための基本契約書として世界中で用いられている。

⁵⁹ 加えて、同条を準用する民事再生法（平成11年法律第225号）第51条及び会社更生法（平成14年法律第154号）第63条。

⁶⁰ これらのネットリングの必要性及び過去の経緯等については、神田秀樹「ネットリングの法的性質と倒産法をめぐる問題点」（金融法務事情1386号6頁以下）、新堂ほか「金融派生商品におけるネットリング契約の法的有効性」（金融法務事情1386号16頁以下）、新堂幸司「スワップ取引における一括清算条項の有効性—1987年版ISDA基本契約について」新堂幸司・佐藤正謙編著『金融取引最先端』（商事法務、平成8年）136頁以下、和仁亮裕・加藤和成「ネットリングの法的不安定さを除去する」（金融財政事情1998年6月1日号34頁以下）、山名規雄「一括清算ネットリング法の概要」（金融法務事情1520号17頁以下）、和仁亮裕「一括清算に関する覚書」青山善充ほか編著『民事訴訟法理論の新たな構築 下 新堂幸司先生古稀祝賀』（有斐閣、平成13年）801頁以下などを参照。なお、これらの検討においては、上記「一括清算」のうち主として差引計算の建付けを一括清算の議論として取り扱っているものが多いように思われるが、契約の終了の点も破産法上の管財人等の未履行双務契約の履行選択権の規定（同法第55条など）との関係で有効性が問題となることから、本稿では併せて挙げることにしたい。

ていたものであり、これらの CDS 取引に係るエクスポージャーは相手方ごとにネットベースでリスク・アセットとして取り扱われていたところ、清算取引により清算機関を介する法律関係に置き換えられることによってかかる取扱いが認められないこととなるとリスク・アセットをグロスベースで計上せざるを得ず、各社の自己資本比率等に対する影響が無視できないものとなるからである。

そのため、清算機関において CDS 取引を清算する場合において生じ得る当事者の破綻のいずれの場合においても一括清算の仕組みが整備され、かつこれらがいずれも「法的に有効な相対ネットリング契約」であることが必要不可欠であった。以下の(3)の①から④までが具体的に検討された当事者の破綻に係る場面であり、これらは CDS 清算業務のみならず他のデリバティブ取引や現物取引に係る清算業務において共通して問題となる場面であると思われる。したがって、以下、各当事者が破綻した場合における各清算機関の取扱いが日本法上有効といえるのか、有効である場合どのような根拠に基づくのかを検討する。

(3) 論点：清算制度関係当事者の破綻時の取扱い

各清算機関が定める以下の各場合における取扱いは日本法上有効か。ここでいう「破綻」とは、破産手続、再生手続又は更生手続開始の申立てがなされた場面をいうものとする。なお、上記のとおり、取引所取引に係る清算機関における取扱いとそれ以外の清算機関（以下「その他清算機関」という。）における取扱いは大きく異なるため、2つに分けている。

① 清算参加者の破綻時の取扱い

(i) その他清算機関における取扱い

清算参加者が破綻した場合、(a)清算機関による破綻認定がなされた時点をもって、自動的に清算機関と清算参加者との間のすべての清算約定が終了し、(b)終了した清算約定と清算参加者が清算機関に対して差し入れた証拠金等との決済（一括清算）を行う

(ii) 取引所取引に係る清算機関における取扱い

清算参加者が破綻した場合、反対取引による清算約定の解消や他の清算参加者への移管等を行う

② 受託清算参加者の破綻時の取扱い

(i) その他清算機関における取扱い

受託清算参加者が破綻した場合、(a)清算機関による破綻認定がなされた時点をもって、自動的に清算委託者と受託清算参加者との間のすべての清算委託取引が終了し、(b)終了した清算委託取引と清算委託者が受託清算参加者に対して差し入れた証拠金等との決済（一括清算）を行う

(ii) 取引所取引に係る清算機関における取扱い

受託清算参加者が破綻した場合、反対取引による清算約定の解消や他の清算参加者への移管等を行う

③ 清算委託者の破綻時の取扱い

(i) その他清算機関における取扱い

清算委託者が破綻した場合、(a)破産手続、再生手続又は更生手続開始の申立てがなされた時点で、自動的に清算委託者と受託清算参加者との間のすべての清算委託取引が終了し、(b)終了した清算委託取引と清算委託者が受託清算参加者に対して差し入れた証拠金等との決済（一括清算）を行う

(ii) 取引所取引に係る清算機関における取扱い

清算委託者が破綻した場合、(a)破産手続、再生手続又は更生手続開始の申立てがなされた時点で、自動的に清算委託者と受託清算参加者との間のすべての清算委託取引が終了し、(b)その後の決済は契約に基づき受託清算参加者の裁量に委ねられる

④ 清算機関の破綻時の取扱い

(i) その他清算機関における取扱い

清算機関が破綻した場合、(a)破産手続、再生手続又は更生手続開始の申立てがなされた時点で、自動的に清算機関と清算参加者との間のすべての清算約定が終了し、(b)終了した清算約定と清算参加者が清算機関に対して差し入れた証拠金等との決済（一括清算）を行う

(ii) 取引所取引に係る清算機関における取扱い

現状、特別の規定は設けられていない

(4) 論点：清算業務間のネットティング

上記(3)の論点に加え、1つの法人である清算機関が複数の取引に係る清算業務を行い、かつ、ある清算業務に伴い発生する損失をもって他の清算業務に係る資産に対してリコースされない建付けとなっている場合⁶¹において、ある清算業務に係る一括清算の建付けに基づき発生した債権債務を他の清算業務に係る一括清算の建付けに基づき発生した債権債務とネットする旨の合意は日本法上有効かが問題となる。例え

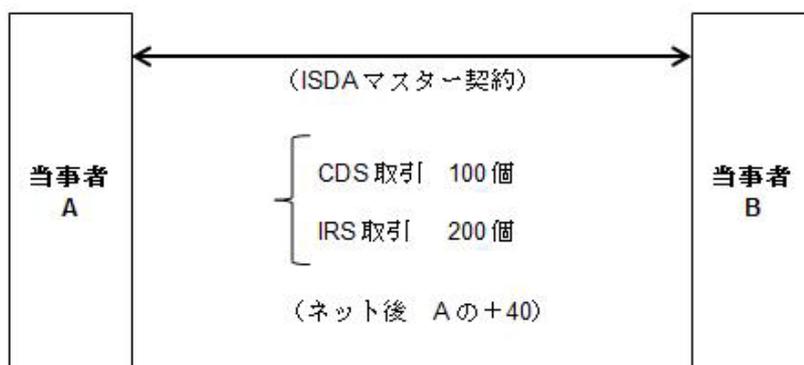
⁶¹ 法的にリコースできない建付けを構築する場合には、別法人を用いるのでなければ信託勘定を設定する方法が考えられるが、本邦の清算機関に係る仕組みを用いているものはない。JSCCのCDS清算業務においては、（詳細は割愛するが）当該清算業務において清算機関たるJSCCが被りうる損失は当該清算業務のために拠出される証拠金等によりカバーされる建付けとすることにより、事実上、取引所上場取引に係る清算業務に係る資産に対してリコースされない仕組みとしている。取引所取引に係る清算業務においては清算参加者が清算機関に発生した損失のすべてを負担する義務を負うことと業務方法書上規定されており（金商法第156条の10）、CDS清算業務に係る資産に対してリコースされることはないという建付けとなっている。

ば、JSCC又は清算参加者が破綻した場合において、CDS清算業務に基づく債権債務とIRS清算業務に基づく債権債務をネットアウトすることが許容されるかということである。

この点は、上記(2)で述べた自己資本比率や信用リスク管理と関連する。すなわち、店頭デリバティブ取引では、通常1つの基本契約書に基づき様々な種類のデリバティブ取引を締結し、それらの取引のポジションをネットアウトして管理している。そのため、ある2当事者間において1つの基本契約書に基づきCDS取引とIRS取引を行っていた場合、当然にCDS取引のエクスポージャーとIRS取引のエクスポージャーはネットベースで管理されていることになる。しかし、清算機関がデリバティブ取引の種類ごとに別個の清算業務を稼働させた場合、ネットアウトは各清算業務における取引ごとにしかできなくなってしまうと、自己資本比率の計算上及び信用リスクの管理上、リスク・アセットが増大してしまう可能性があるため⁶²、これをネットアウトすることのできる仕組みを導入する要請がある（IRS清算業務の開始に伴い、JSCCと締結を希望する清算参加者との間ではかかるネットアウトを行うための契約が締結されている。）。

上記の問題意識及び清算業務間のネットイングを図示するならば、以下の図5及び図6のようになる。

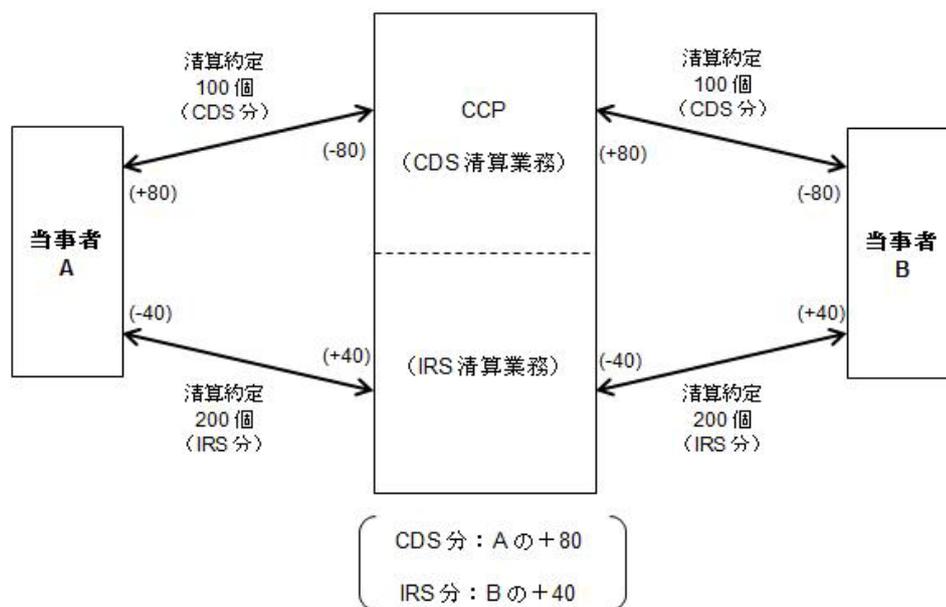
[図5] CCP導入前のエクスポージャー計算のイメージ



CCPの導入前においては、当事者Aと当事者Bとの間のCDS取引及びIRS取引のポジションをネットすると当事者Aが+40勝っていたとする（図5）。

⁶² 例えば、清算機関の清算参加者であるA社とB社との間で1つの基本契約に基づきCDS取引及びIRS取引を行っており、CDS取引ではA社が+50のポジションを有し、IRS取引ではB社が+30のポジションを有していたという場面を想定すると、それぞれのポジションをネットアウトするとA社の+20となる。そのため、ネットベースの+20を基に自己資本比率の計算や与信管理を行えばよい。しかし、これらのCDS取引とIRS取引が別々の清算業務において清算された場合、CDS取引のポジションとIRS取引のポジションはネットされないため、それぞれ+50と+30を基に管理を行わなければならないことになる。

[図6] CCP 導入後のエクスポージャー計算のイメージ



これが、CCPの導入により、CDS取引とIRS取引が別々に清算され、かつ当事者（この場合、相手方たるCCP）の破綻時における一括清算はCDS清算業務とIRS清算業務のそれぞれにおいて別に行われるとすると、CDS取引分は当事者Aが+80の勝ち、IRS取引分は当事者Bが+40の勝ちとなる（図6）。この場合、当事者Aは勝ち分+80を、当事者Bは勝ち分+40をそれぞれエクスポージャーとして計上する必要があり、いずれの当事者についてもエクスポージャーはCCP導入前よりも増加してしまうことになる。

そこで、予め、CDS清算業務とIRS清算業務のそれぞれにおける一括清算の結果生じる債権債務をネットする旨の合意を行う要請が生じるのである。

2 論点：ファイナリティ

日本法上、明確にファイナリティについて定めた法令はないと考えられるが、清算機関の業務においてファイナリティが問題となる場面はないか。

3 論点：準拠法の分割指定

JSCCのCDS清算業務に関する業務方法書は、準拠法の指定につき、清算業務そのものは日本法に準拠するとしながら、実質的なCDS取引たる清算約定の取引条件は英国法に準拠するものと定める規定を置いている。かかる規定は、市場において行われるCDS取引が英国法準拠の取引であり清算によりその準拠法が日本法に変わることによる影響を懸念した参加者からの要請により追加的に規定されたものであるが、国際私法上問題はなにか。

第4 検討（清算制度関係当事者破綻時の取扱い）

1 検討のアプローチ

各当事者が破綻したとき、すなわち破産手続、再生手続又は更生手続開始の申立てがなされた場面において、各倒産手続の下で一括清算及びその前提たる法律関係の終了又は法律関係の解消及び移転が有効であるというためには、それらが倒産法が定める各種制度に抵触しないかを検討する必要がある。具体的には、破産法に基づく破産管財人の双方未履行双務契約の履行選択権や相殺禁止規定に抵触せず、否認対象にならないかが問題となる。

しかし、上記第3の1(2)において述べたとおり、一括清算法及び破産法第58条等の規定が整備されている今日においては、倒産手続において一定の法律関係の終了及び清算処理は有効であることが認められているため、これらの規定に定める要件に適合するかを確認し、それらの規定でカバーできない場合については個々検討していくというアプローチを採ることとする。

2 清算参加者の破綻時の取扱い

まず、清算参加者が破綻した場合における清算機関の業務方法書上の取扱いの有効性についてである。この点については、法令上業務方法書に定める措置の有効性を認める規定（金商法第156条の11の2及び商先法第181条）が設けられている。

これらの規定によれば、①業務方法書において、②清算機関と清算参加者との間の債権債務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は、倒産手続においても業務方法書の定めが有効なものとして取り扱われることになる⁶³。したがって、一括清算の建付けに基づく債権債務関係の決済は有効であると考えられる。

また、この決済に先立ち、破綻した清算参加者を当事者とする清算約定を終了させる建付け（特に一括清算の場合に前提となる清算約定の当然終了）が行われることとなる。金商法第156条の11の2及び商先法第181条はこの清算約定終了の有効性について明示していないが、債権債務の決済を行う以上清算約定が終了していることは当然の前提であるから、清算約定を終了させる旨の建付けも有効であると考えられる。

金商法

第156条の11の2（特別清算手続等が開始されたときの手続等）

1 金融商品取引清算機関が業務方法書で未決済債務等（清算参加者が行った対象取引等（中略）の相手方から金融商品債務引受業又は商品取引債務引受業等として引受け、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。）及び担保をいう。以下この項において同じ。）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、これらの手続の関係において、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する。

2 破産手続、再生手続又は更生手続において、金融商品取引清算機関が有する前項に規定する請求権

⁶³ 前出注7松尾によると、旧破産法第61条が適用されると考えられていたようであるが、金商法第156条の11の2及び商先法第181条は破産法第58条の特別規定と考えられることから、第58条はそのままストレートな形で適用されることにはならない。

は破産債権、再生債権又は更生債権とし、清算参加者が有する同項に規定する請求権は破産財団、再生債務者財産又は更生会社財産若しくは更生協同組織金融機関財産に属する財産とする。

商先法

第 181 条（未決済債務等の決済）

- 1 商品取引清算機関が業務方法書で清算参加者に特別清算手続、破産手続、再生手続又は更生手続が開始された場合における未決済債務等（当該清算参加者が行つた商品市場における取引若しくは店頭商品デリバティブ取引又は金融商品取引法第 2 条第 28 項に規定する対象取引の相手方から当該商品取引清算機関が商品取引債務引受業等として引き受け又は金融商品債務引受業等として引受け、更改その他の方法により負担した当該取引に基づく債務及び当該清算参加者から当該取引に基づく債務を引き受け又は引受け、更改その他の方法により負担した対価として当該商品取引清算機関が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。）をいう。以下この項において同じ。）についての決済の方法を定めている場合において、清算参加者にこれらの手続が開始されたときは、これらの手続の関係において、未決済債務等に関する当該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、当該商品取引清算機関の業務方法書の定めに従うものとする。
- 2 商品取引清算機関の有する前項に規定する請求権は破産債権、再生債権又は更生債権とし、清算参加者が有する同項に規定する請求権は破産財団に属する財産、再生債務者財産又は更生会社財産若しくは更生協同組織金融機関財産とする。

なお、金商法第 156 条の 11 の 2 及び商先法第 181 条はいずれも平成 16 年の改正により追加された規定である⁶⁴。当時の証券取引法改正の立案担当官の解説⁶⁵によれば、破産法の改正により第 58 条の規定が追加されたものの清算参加者間の取引は同条の「対象とはならないと考えられる」ことから、「証券取引清算機関の行う清算は取引所取引を清算しているものであり、その実質は、旧破産法 61 条（新破産法 58 条）で取引所の定めによることが認められる取引にほかならず、（中略）倒産手続上、証券取引清算機関が行う清算の効果を認めるため、新たに規定（156 条の 11 の 2）が設けられた」とされる（なお、この立案担当官の見解については以下で検討する。）。

3 受託清算参加者の破綻時の取扱い

次に、受託清算参加者が破綻した場合における清算委託取引の一括清算又は移管の有効性についてである。

この場合、受託清算参加者と清算委託者との間の法律関係（清算委託取引）には金商法第 156 条の 11 の 2 及び商先法第 181 条は適用されない。また、清算委託取引は取次ぎ⁶⁶

⁶⁴ それぞれ、証券取引法等の一部を改正する法律（平成 16 年法律第 97 号）及び商品取引所法の一部を改正する法律（平成 16 年法律第 43 号）による。

⁶⁵ 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、平成 17 年）116 頁以下

⁶⁶ 前出注 23 及び 32 参照

によるものであり、一括清算法の対象となる特定金融取引⁶⁷にも該当しないことから、同法の適用もない。そこで、破産法第 58 条が適用されるかにつき検討する。

(1) 破産法第 58 条の概要

破産法第 58 条は、旧破産法第 61 条の適用範囲であった「取引所の相場のある商品の売買」の特則の適用範囲を拡大するとともに、本来の規定の趣旨を超えて、一括清算ネットィング条項の倒産手続上の有効性につながる規定として整備されたと説明されている⁶⁸。

この規定を簡略化するならば以下のとおりとなる。①「取引所の相場その他の市場の相場がある商品の取引に係る契約であって、その取引の性質上特定の日時又は一定の期間内に履行をしなければ契約をした目的を達することができないもの」につき法律上当然解除されたものとし（第 1 項）、②解除によって相手方に損害が生じる場合には、賠償すべき損害の額は、同種取引を行う場合の相場の価格と約定価格との差額とし、相手方はその額の破産債権を行使することができる（第 2 項及び第 3 項）が、③当然解除及び差額決済については、取引所又は市場における別段の定めがあればそれに従う（第 4 項）。④かかる取引を継続して行うための基本契約があり、その中で一方当事者について破産手続が開始したときには個々の取引に係る差額決済の損害賠償の債権債務を差引計算して決済する旨を定めている場合には、損害賠償額はその定めに従う（第 5 項）⁶⁹。

破産法

第 58 条（市場の相場がある商品の取引に係る契約）

- 1 取引所の相場その他の市場の相場がある商品の取引に係る契約であって、その取引の性質上特定の日時又は一定の期間内に履行をしなければ契約をした目的を達することができないものについて、その時期が破産手続開始後に到来すべきときは、当該契約は、解除されたものとみなす。
- 2 前項の場合において、損害賠償の額は、履行地又はその地の相場の標準となるべき地における同種の取引であって同一の時期に履行すべきものの相場と当該契約における商品の価格との差額によって定める。
- 3 第 54 条第 1 項の規定は、前項の規定による損害の賠償について準用する。
- 4 第 1 項又は第 2 項に定める事項について当該取引所又は市場における別段の定めがあるときは、その定めに従う。
- 5 第 1 項の取引を継続して行うためにその当事者間で締結された基本契約において、その基本契約に基づいて行われるすべての同項の取引に係る契約につき生ずる第 2 項に規定する損害賠償の債権又は債務を差引計算して決済する旨の定めをしたときは、請求することができる損害賠償の額の算定については、その定めに従う。

⁶⁷ 一括清算法第 2 条第 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第 1 条。デリバティブ取引の清算を行っている場合、それに係る受託清算参加者と清算委託者との間の取次ぎに係る債権債務関係は特定金融取引に含まれるデリバティブ取引と経済的実質に差はない。しかし、かかる取次ぎは金商法及び商先法上の店頭デリバティブ取引の規定と区別されて定義されていることから、立法論は別としても解釈上特定金融取引に含めることは困難であろう。

⁶⁸ 伊藤眞・松下淳一・山本和彦編「新破産法の基本構造と実務」（ジュリスト 2007.12 増刊号）314 頁 [小川秀樹]

⁶⁹ 竹下守夫ほか編『大コンメンタール 破産法』（青林書院、平成 19 年）243 頁 [松下淳一]

(2) 第1項該当性

清算委託取引につき第58条の適用があるためには、まず第1項に定める「取引所の相場その他の市場の相場がある商品の取引に係る契約であって、その取引の性質上特定の日時又は一定の期間内に履行をしなければ契約をした目的を達することができないもの」に該当する必要がある。

第1項の要件

① 取引所の相場その他の市場の相場

同項の「取引所の相場その他の市場の相場がある商品の取引に係る契約」とは、「取引所の相場」に代表される、これと同等の公正な価格形成機能の発現といえる「市場の相場」がある商品の取引に係る契約のことを意味するとされる。この特徴を整理すると以下のようにになるとされる⁷⁰。

- (i) 激しい価格変動にさらされる可能性があること
- (ii) その中であって、需給を統合し、客観的かつ公正に価格を形成する「場」が存在すること
- (iii) この「場」を通じて代替取引が可能であること

そして、「取引所」とは金融商品取引所や商品取引所のように法令に設立又は行政的規制の根拠を有する取引の場所を意味し、「その他の市場」には、外国為替市場、銀行間取引市場や店頭市場が含まれると解されている⁷¹。

② 商品の取引

「商品」とは、有体物及び無体物を問わず、経済的価値を有し、市場における取引の対象となるものを意味し、有価証券、金属や穀物などの有体物、通貨や金利、デリバティブ商品のような金融商品が含まれるとされる⁷²。
そして、「取引」には売買を代表例とするも、貸借や寄託など対象となる商品に関する何らかの権利移転とその対価たる価格を観念し得るものも含まれると解される⁷³。

③ 定期行為性

「取引の性質上特定の日時又は一定の期間内に履行をしなければ契約をした目的を達することができないもの」であることを一般に定期行為性と呼ぶ。本条の当然解除及び差額決済という規律は、取引所や市場における激しい価格変動の可能

⁷⁰ 小川秀樹編著「一問一答 新しい破産法」（商事法務、平成16年）100頁、法務省民事局参事官室「破産法等の見直しに関する中間試案補足説明」『破産法等の見直しに関する中間試案と解説』（別冊NBL74号）118頁以下

⁷¹ 前出注69コメンタール246頁、伊藤眞ほか『条解破産法』（弘文堂、平成22年）430頁

⁷² 前出注69コメンタール246頁、前出注71条解430頁

⁷³ 前出注71条解431頁

性と、売買・再売買のような連鎖的な取引に関与する当事者の損害防止の必要性とを前提としていることから、この定期行為性は、取引の性質という客観的な属性に基づくものに限られ、当事者の意思表示に基づく定期行為は排除される。そして、取引所・市場における有価証券や商品の売買は、典型的に取引の性質に基づく定期行為であるとされている⁷⁴。

以上の点を踏まえ、受託清算参加者と清算委託者との間の取次ぎに係る法律関係が破産法第 58 条第 1 項の適用を受ける取引であるかを検討する。

取次ぎすなわち清算委託取引に係る債権債務は、清算機関と清算参加者との間に発生する新たな取引である清算約定の経済的効果を清算委託者に対して帰属させるためのものであり、実体としては受託清算参加者と清算委託者との間で清算約定と同等の取引を行っているのと差異はないといえる。

清算約定の第 1 項該当性

そこで、まず、清算約定が第 1 項に規定する取引に該当するかにつき検討する⁷⁵。

清算約定の内容を実質的に見ると、一般的に清算参加者や清算委託者（又はこれらになろうとする者）が清算機関を介さずに行っている取引に基づき発生する債権債務関係と同等の債権債務関係を有する法律関係である⁷⁶。この法律関係は、取引所又は店頭市場において約定した有価証券の現物取引又はデリバティブ取引と同様であり、まさに①の「取引所の相場その他の市場の相場」に基づく取引である。清算約定の場合、一方当事者が市場における参加者ではなく清算機関であるが、このことを理由として上記①の要件が否定されるものであろうか。

金商法第 156 条の 11 の 2 が導入された平成 16 年の証券取引法の一部を改正する法律の立案担当官は、「証券取引清算機関は、証券取引の清算のために債務引受け及びその対価としての債権の取得を行う構成をとっており、証券取引清算機関が債務引受けをした後の、破産した証券会社（清算参加者）と証券取引清算機関との間の取引（債務引受け及びその対価としての債権の取得）については、取引所の相場のある商品の売買には該当しない。また、証券取引清算機関も価格形成を果たす「取引所又は市場」には該当しないことから、破産した清算参加者と証券取引清算機関との間の取引につ

⁷⁴ 前出注 69 コメントール 247 頁

⁷⁵ 受託清算参加者と清算委託者との間の法律関係に係る一括清算に直接関連するものではないが、清算委託取引と実質的に同様の実質を有する清算約定が破産法第 58 条の適用を受ける余地があるかについては議論の上で考慮に値する。また、下記第 4 の 5 の清算機関が破綻した場合の一括清算においてもこの点は問題となるため、ここで検討した。

⁷⁶ 取引所取引に係る清算機関における清算約定は原取引の債務の免責的債務引受けとそれに伴う反対債権の取得であるが、JSCC の CDS 清算業務に基づく清算約定は債務負担により発生する新規の CDS 取引そのものである。

いては旧破産法 61 条（新破産法 58 条）の対象にはならないと考えられる。」⁷⁷との見解を示している。

上記見解の要点は、(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 点であろう。しかし、かかる指摘は、下記の破産法第 58 条の趣旨に照らすと、以下のとおりいずれも同条の適用を排除すべき理由とまでは言えないように思われる。

- 同条に基づく当然解除と差額決済の適用を受けるべき法律関係は、清算機関と清算参加者との間の債権債務関係であって、債務引受け及びそれに対応する債権の取得ではない。第 58 条第 1 項において「契約」と規定しているのは、未履行の「双務契約」について定めた第 53 条の特則であることに対応しているためとも思われ、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。
- 確かに清算機関自体は市場形成機能を有する取引所や市場ではない。しかし、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⁷⁸。

加えて、上記第 2 の 2(1)において述べたとおり、金商法における金融商品債務引受業の定義が改正され、債務引受けのみならず「更改その他の方法により負担すること」も許容されたことを考慮すべきと考えられる。JSCC の CDS 清算業務及び IRS 清算業務においては、この改正に基づき発生消滅構成を採用しているが、債務引受構成を採用する清算機関における清算約定と異なり、清算約定は清算機関と清算参加者との間に新たに発生する債権債務関係であり、この清算約定を発生させる旨の合意自体が「相場がある商品の取引に係る契約」に該当すると考えられる。この場合、上記立案担当官の見解の要点(i)は妥当しないことになるが、清算機関が採用する債務負担の法律構成によって破綻時の処理の有効性に差異が生じるとの結論は破産法第 58 条の趣旨に照らし妥当ではないと考えられる。

同条の趣旨⁷⁹は、かかる相場のある商品の取引に係る契約は、(a)通常の双方未履行双務契約の目的物に比べると類型的に激しい価格変動にさらされることから、破産管

⁷⁷ 前出注 65 高橋 117 頁

⁷⁸ 「取引所の相場」とは客観的かつ公正な価格形成機能が発動していることを要求するものであり、取引所において取引をすることが要求されるわけではない（山本和彦ほか『倒産法概説』（弘文堂、第 2 版、平成 22 年）228 頁 [中野眞巳]）。

⁷⁹ 趣旨については有力説の変遷があるとされる（前出注 69 コメントール 244 頁）。旧破産法第 61 条の趣旨については山本弘「破産法六一条考」『権利実現過程の基本構造 竹下守夫先生古稀祝賀』（有斐閣、平成 14 年）812 頁以下参照。

財人がかかる取引を履行すべきか解除すべきかという判断をさせることは相当でない（管財人及び裁判所に投機的判断を強いること自体が不適切である）、(b)第53条の原則に従って破産管財人に履行か解除かの選択をさせると相手方に不測の損害を発生させる恐れがあるため、一律に当然解除という取扱いをした、というように説明される⁸⁰。すなわち、第58条は双方未履行双務契約の取扱いを定める第53条の原則に基づいた運用を行うことに伴う様々な不具合を回避するための規定である⁸²。そのため、取引の対象たる「商品」が「取引所の相場その他の市場の相場がある」ものである限り、第58条の制度趣旨を及ぼす（第53条を直接適用することによる不都合を避ける）必要があり、その適用の要否は取引たる債権債務関係の内容・条件（参照している指標を含む）を客観的に評価して判断されるべきである。さらに、第4項において、第1項及び第2項に定める処理からの逸脱をも許容していることに照らすと（第4項の趣旨については下記(3)参照）、第58条は、通常の双方未履行双務契約とは異なる第1項に定める性質を有する取引について行われる処理が公正なものである場合にはその処理の有効性を許容する規定である、と評価することも可能であろう。

とすれば、清算約定が取引所や店頭市場において約定した取引に係るものである限り、①の「取引所の相場その他の市場の相場」の要件は満たされるはずであり、この結論は清算約定の一方当事者が清算機関であるからといって変わらないはずである（清算機関が当事者であることを理由に市場性を否定する理由はない）。また、②及び③の要件についても同様に満たされるものと考えられる。換言すれば、かかる①から③の要件を満たす取引（債権債務関係）であれば、第58条第1項のみならず同条第2項から第5項の適用を受けるべき必要性があるといえ、対象となる債権債務関係を生じさせる直接の「契約」が何であるかという点につき厳格にとらえる必要性は相対的に低くなるといえるであろう。

したがって、清算約定は、破産法第58条第1項の適用を受ける「契約」に該当する、または、少なくとも同項の趣旨に基づき同項が準用される法律関係と考えられる。

清算委託取引の第1項該当性

⁸⁰ 前出注 69 コメントール 244 頁以下、前出注 70 中間試案補足説明 118 頁及び前出注 71 条解 428 頁以下など

⁸¹ かかる趣旨に基づき、第58条第1項において、破産管財人の履行選択権が排除され、相場のある商品の取引に係る契約は当然に解除されたものとして取り扱われることとされている。なお、この当然解除という結論自体について、旧破産法第61条の説明としては、定期行為の性質によるものであるとか、早期決済の確定の必要性といった点が挙げられていたが、上記のような説明に変わってきたとされる（前出注 68 新破産法の基本構造と実務 316 頁小川秀樹発言参照）。

⁸² 新堂幸司「金融派生商品取引における一括清算条項の有効性」新堂幸司・佐藤正謙編著『金融取引最先端』（商事法務、平成8年）193頁

清算委託取引は金商法上取次ぎと構成されており⁸³、取次ぎは問屋契約類似の委任契約に該当すると解されている⁸⁴。清算委託取引は、清算機関と受託清算参加者との間の清算約定に基づく経済的効果をその委託者たる清算委託者と受託清算参加者との間に帰属させる法律関係であり、その実質は清算約定と変わりがない。とすれば、その経済的実体に照らせば①及び③の要件は同様に満たすと考えられる。また、②の「取引」についても、市場性を有する商品に関する何らかの権利移転とその対価たる価格を観念し得るものを含むと広く捉えるのであれば、委任契約を除外する特段の理由はないように考えられる。

また、実質的にも、清算機関と清算参加者との間の清算約定に係る一括清算のみが許容され、清算約定を背景とした清算委託取引については破産法第 53 条が適用されるというのでは、結局市場の一般利用者である清算参加者以外の大衆や企業等が同法第 58 条による保護を受けられないこととなり、結論の妥当性を欠くことになる⁸⁵。

したがって、清算委託取引も破産法第 58 条第 1 項の適用を受ける「契約」であると考えられる。

(3) 清算委託取引の終了

第 3 の 1(3)②の(i)記載の「清算機関による破綻認定がなされた時点をもって、自動的に清算委託者と受託清算参加者との間のすべての清算委託取引が終了」との建付け及び(ii)記載の「反対取引による清算約定の解消や他の清算参加者への移管等を行う」との建付けはそれぞれ有効か。前者については、破産法第 58 条第 1 項により当然解除となるが、同条は解除効の発生時期を明記していない。第 2 項及び第 3 項において定める差額決済の規定に照らすと、破産手続開始決定がなされた時点において解除の効力が生じるものと解されるが⁸⁶、清算機関による破綻認定がなされた時点で終了すると建付けは有効かが問題となる。後者については、そもそも当然解除という法の規定に反するようにも見受けられるが、かかる建付けは有効かが問題となる。

同条第 4 項は、「第 1 項又は第 2 項に定める事項について当該取引所又は市場における別段の定めがあるときは、その定めに従う。」と定める。ここでいう「取引所」や「市場」の定義はないものの、同項の趣旨は「取引所や市場の自治的な規範があれば

⁸³ 前出注 23 参照。

⁸⁴ 前出注 23 江頭 234 頁

⁸⁵ 取引所や店頭市場等の市場に直接アクセスすることができるのは金融機関等の限られたエンティティだけであり、その他の者は取引所の会員たる金融機関を通じて取引を行い清算機関で清算を行うことになるが、清算機関と清算参加者との間の清算約定は金商法第 156 条の 11 の 2 及び商先法第 181 条により清算機関の業務方法書の定めに従った処理が認められるのに対し、清算委託取引については破産法第 53 条が適用されるとすると、決済の安定を目的として清算機関というシステムを構築した意義がなくなってしまう。

⁸⁶ 前出注 70 中間試案補足説明 121 頁、「損害賠償の額について破産手続開始を基準としている」（前出注 68 新破産法の基本構造と実務 74 頁伊藤眞発言）、前出注 79 山本 817-818 頁参照。

それを公正なものとして尊重する」ものであるとされ、「取引所における取引の決済を行う機関の定めも同様に考えることができる（例えば、金融商品取引清算機関の業務方法書について金融商品取引法 156 条の 11 の 2、156 条の 3 第 2 項 4 号、156 条の 4 第 1 項 1 号）。」との指摘がある⁸⁷。そして、主務官庁である金融庁の認可対象である業務方法書に基づき締結され、かつその様式が定められた清算受託契約の規定は、上記趣旨にいう公正なものとして尊重されるべきものであり、破産法第 58 条第 4 項の「取引所又は市場における別段の定め」に該当すると考えられる。

したがって、上記第 3 の 1(3)②(i)及び(ii)の建付けは同項に基づき有効と考えられる。

(4) 一括清算

第 3 の 1(3)②(i)においては、清算委託者と受託清算参加者との間の清算委託取引が終了し、これに係る債権債務が一括清算されることになっている。かかる一括清算の建付けは破産法第 58 条第 5 項において企図されている一括清算ネットィングにほかならないが、同項の適用があるといえるか。

同項の要件は以下のように整理される。

- ① 「市場の相場がある商品の取引に係る契約」を継続して行うために当事者間で締結された基本契約が存在すること
- ② 破産手続開始により、すべての取引に係る契約につき生ずる損害賠償の債権又は債務を差引計算して決済する旨の定めがあること

①につき、「基本契約」は「第 1 項の取引を継続して行うためにその当事者間で締結されたもの」を指す⁸⁸。清算受託契約は、清算委託者が受託清算参加者に対して取次ぎを委託するために締結することが業務方法書上要求されているものであり、「第 1 項の取引」である清算委託取引を継続して行うために締結される契約であることは疑いがない⁸⁹。

そして、②については、「破産手続開始により」という個所を除き要件を満たすことは明らかである。この点につき、一括清算の規定においては、「破産手続開始」ではなく「破産手続開始の申立て」を基準とするが、破産法改正の試案においては、倒産処理手続開始の時よりも前の時点を一括清算発動の時点と定めることが一般であることと破産手続開始の時点を基準とするものの齟齬につき、「市場における別段の定め」があるとすることで解決可能としている⁹⁰。これに対し、開始決定時にでも差

⁸⁷ 前出注 69 コメントール 249 頁

⁸⁸ 前出注 71 条解 435 頁

⁸⁹ なお、前出注 65 高橋 118-119 頁は清算機関の業務方法書や清算機関と清算参加者との間の基本契約が同項に定める「基本契約」に該当することを否定するが、これは上記第 4 の 3(2)で引用したとおり第 1 項の取引に該当しないことを理由とするためであって、基本契約たる性質を有しないことを述べるものではない。

⁹⁰ 前出注 70 中間試案補足説明 121 頁

額決済が認められるのであればその前より早い時点で認めることは「別段の定め」で読み込むまでもなく有効であるとの指摘もある⁹¹。いずれにせよ、②の要件も満たされると考えてよいであろう。したがって、第3の1(3)②(i)の一括清算の建付けは破産法第58条第5項に基づき有効であると考えられる。

担保取引

ただし、ここで清算委託者から差し入れられる証拠金等の担保との一括清算についても破産法第58条第5項の規定が適用されるのかについては検討を要する。すなわち、担保取引についてはその取引の性質を踏まえて検討する必要があると指摘されているため⁹²、清算機関に対して証拠金等を差し入れる担保取引は同条第1項の取引に該当するののかという論点である。

清算制度における担保取引の性質について必ずしも明確に規定していない業務方法書もあるが、担保権の設定行為を欠く以上、清算機関に生じた損失に充当するという性質に照らせば、金銭の場合は消費寄託、有価証券の場合は消費貸借と解するのが相当であろう⁹³。また、証拠金等として預託される物は、金銭及び代用有価証券（通常、国債証券及び米国財務省証券などの流動性の高い有価証券に限られる）である。これを踏まえると、通常「市場の相場」があるといえる外貨や有価証券の消費寄託又は消費貸借については、上記(2)に照らし第1項の「取引」に含まれると解される。

とすると、日本円の価値に照らした「相場」は不変であると考えられる日本円の金銭をどのように考えるべきかが問題となる。破産手続においては日本円を基準に評価がなされることを前提とすると⁹⁴、単に預託額の返還を受けることができるに過ぎない日本円の消費寄託は第1項の取引には該当しないとするのが素直であるように思われる。

⁹¹ 前出注 68 新破産法の基本構造と実務 74 頁松下発言「差額決済の時点が破産手続の開始決定の時点に近接すればするほど、債権者平等原則との関係で法律関係を精査すべきことにならうと思います」としており、同小川発言では「手続開始時についての規定があれば、それ以前の時点を基準時とすることも有効であるというのは当然だということで説明していたと思う」としている。

⁹² 前出注 70 一問一答 102-103 頁、前出注 68 新破産法の基本構造と実務 76-77 頁

⁹³ 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第1条第1号は、担保取引を「金銭又は有価証券の貸借又は寄託」と定義するが、貸借もしくは使用貸借又は一般の寄託である場合には借入れ又は寄託を受けた物そのものを返還しなければならないことから担保の用に供し得ないため、「貸借又は寄託」はそれぞれ消費貸借又は消費寄託であると解される。なお、JSCCのCDS清算業務に関する業務方法書第61条第3項は「証拠金の預託は、本業務方法書等に別段の定めがある場合を除き、証拠金が金銭である場合には担保目的の無償の消費寄託とし、証拠金が代用有価証券である場合には担保目的の無償の消費貸借とする。」との規定を設けている。これは業務立ち上げの際の検討において、（担保権と認定されることを避け）一括清算の効力確保の観点から規定されたものである。

⁹⁴ 破産法第103条第2項第1号ロ

しかし、清算委託者が預託すべき証拠金等の額は、自らが当事者となっているすべての清算委託取引のネットのポジションを踏まえて日々変動する。そしてそのポジションは清算委託取引に係る清算約定の原資産に関連する様々な相場や指標等に影響を受けて変動するものである。これを踏まえると、日本円の金銭の預託は、当該原資産等の価値の変動に応じて金銭の授受を行うスワップ取引に類似した法律関係であり、第1項の取引に含まれると見る余地もあるかもしれない⁹⁵⁹⁶。

日本円の消費寄託が第1項の取引に該当しないとしても、実質としてはスワップ取引における価値の交換と同等であることから、民法の相殺⁹⁷又は商法の交互計算⁹⁸を用いても同様の結論を導くことは可能であろう⁹⁹。また、清算受託契約において一括清算される債権債務はいずれも相殺が禁止されるもの¹⁰⁰には該当しないと考えられることから、破綻清算参加者と清算委託者間の相殺¹⁰¹によっても同様の決済結果を導き得る。したがって、担保取引の一括清算の有効性を導く根拠は清算約定の一括清算のそれとは異なり得るものの、証拠金等の担保取引が一括清算の対象に含まれていたとしても、一括清算の有効性に影響するものではないと考えられる。

4 清算委託者の破綻時の取扱い

第3の1(3)③(i)及び(ii)の取扱いについては、受託清算参加者と清算委託者との間の清算委託取引に係る取扱いの倒産法上の有効性であり、上記3における議論と同様に破産法第58条の適用があるものと考えられる。

5 清算機関の破綻時の取扱い

第3の1(3)④(i)の一括清算及びその前提となる清算約定の当然終了の効力は、清算機関の破綻により発動するものであり、清算参加者破綻の場合について定めた金商法第156

⁹⁵ 「相場性あるいは流動性が高ければ高いほど、物ではなくて価値の側面が強くなって、それが担保権の設定なのか消費貸借なのか条件付売買なのかということを区別する意味がなくなってくると思うのです」（前出注68新破産法の基本構造と実務77頁松下発言）という発言にある、価値の側面が強くなるという点を強調するならば、担保物の性質如何よりもその価値の交換に主眼がある担保取引においては担保の対象が日本円の金銭かそれ以外の資産かで区別する実益はないように思われる。

⁹⁶ なお、一括清算法においては「担保目的で行う金銭又は有価証券の貸借又は寄託」も特定金融取引に含まれている（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施行規則第1条）ことに照らせば、担保目的の金銭の消費貸借・消費寄託取引についての一括清算を破産手続上認めるという結論自体は不当ではないと考えられる。

⁹⁷ 民法第505条

⁹⁸ 商法第529条

⁹⁹ 前出注60新堂幸司「スワップ取引における一括清算条項の有効性—1987年版ISDA基本契約について」参照

¹⁰⁰ 破産法第71条及び第72条（民事再生法第93条及び第93条の2、会社更生法第49条及び第49条の2並びに会社法517条及び518条も同様の規定を有する）

¹⁰¹ 破産法第67条第1項

条の11の2第1項の規定は適用されない。清算約定は、上記のとおり、破産法第58条第1項に定める「取引」に該当すると考えられるが、当該建付けは有効か。

(1) 一括清算法

まず、現物取引の場合はそもそも一括清算法に定める特定金融取引に該当し得ないが、デリバティブ取引の清算の場面において同条の適用があるかにつき検討する。

JSCCのCDS清算業務及びIRS清算業務以外の清算機関において採用されている債務引受方式による場合、清算約定自体は清算機関と清算参加者との間に帰属する法律関係であるが、それは市場デリバティブ取引に基づき発生した債権債務を承継するものであって、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第1条各号に定めるデリバティブ取引は店頭デリバティブ取引に限定されていること（第1号及び第7号参照）に照らすと市場デリバティブ取引に係る清算約定が同法の適用対象になるかは不明である。

JSCCのCDS清算業務及びIRS清算業務において清算機関と清算参加者との間に成立する清算約定は、店頭デリバティブ取引たるCDS取引及びIRS取引と同条件の新たに成立する取引であることから、同施行規則第1号の金商法に定める店頭デリバティブ取引に該当すると考える余地もありそうである。

(2) 破産法第58条

第3の1(3)④(i)の根拠となる契約（以下「覚書」という。）に基づく清算約定の一括清算の効力については、清算機関と清算参加者との間の参加者契約書（及び同契約書に基づき適用される業務方法書等）並びに覚書が両者間の清算約定を規律することになるため、これらが一体として「基本契約」に該当すると考えられる。したがって、上記3(4)で検討したのと同様に、覚書に基づく一括清算は有効と考えられる。さらに、覚書の清算約定の当然終了の建付けについては破産法第53条との関係が問題となるも、第58条第1項は第53条の特別規定にあたることと破産手続開始の申立て時点における一括清算も有効と考えられることを踏まえると、覚書に基づく清算約定の期限前自動終了は管財人の選択権を認めた法の趣旨を潜脱するものではなく、有効であると考えられる¹⁰²。

6 清算業務間のネットティング

ある清算業務に係る一括清算の建付けに基づき発生した債権債務を他の清算業務に係る一括清算の建付けに基づき発生した債権債務とネットする旨の合意は日本法上有効か。第3の1(2)で述べた一括清算の要請に照らすと、各清算業務に係るポジションが常

¹⁰² なお、この他に、「金融商品債務引受業として行う債務の引受け及びその履行に関する事項」は業務方法書の記載事項であり（金商法第156条の7第2項第4号）、第156条の12は、清算機関が業務方法書を変更する場合には内閣総理大臣の認可を受けなければならないと規定している。そこで、覚書を締結することは、実質的に業務方法書の内容を変更するものであるとして、同条に反し許されないのではないかという点が一応問題となり得るが、覚書の規定と業務方法書の規定が規律する場面が異なるので特段問題はないと考えてよいのではないかと。

にネットされる建付けであることが望ましいと思われるため、各清算業務に係る業務方法書に基づき一括清算がなされた場合において発生する一の金銭債権債務を他方の業務により生じる一の金銭債権債務と自動的に相殺する旨の合意をしておくことが考えられる。

かかる合意は相殺禁止の規定に抵触しないかが問題となるも、破産原因の発生時やこれに準ずる危機時期よりも前に当該合意がなされている限りにおいては当事者間の相殺の期待を保護してよいのではないか。

第5 検討（ファイナリティ）

ファイナリティについては、何についてのファイナリティなのかということについて様々な議論がある（ペイメント・ファイナリティ（支払完了性）、オブリゲーション・ファイナリティ（債務完了性）等）¹⁰³。

そして、清算機関との関係で重要なのは、清算参加者の倒産により、相手方清算参加者との間の原取引が、事後的に管財人による否認権行使により取り消され、それが既に novate されてしまった結果存在している倒産清算参加者と清算機関との清算約定に、影響を及ぼさないようにするということであって（対第三者効を持つ債務完了性）、清算手続にかけられる前の原取引についての否認権の効力の話ではない。清算手続に取り込まれた取引が否認権の行使によりその効力が否定されると、清算手続の整合性が崩れ、システムリスクを引き起す可能性があるからである。これは、清算システムの保護という見地からの議論であり、清算機関の倒産を認めるかどうかということとは、別次元の問題である。

EUディレクティブ¹⁰⁴はまさにこのリスクを排除するため、ファイナリティ（セトルメント・ファイナリティ）を定めたものであるが、金商法には同様の規定は存在しない。金商法第156条の11の2第1項は、清算参加者の倒産の場合について倒産「手続の関係において、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決済の方法は、当該業務方法書の定めに従うものとする。」と定めているが、このようなファイナリティを定めることは、同条の下で許されると考えてよいのであろうか。なお、最も先進的な業務方法書であるJSCCのCDS清算業務及びIRS清算業務に関する各業務方法書もこの点について沈黙している。もっとも、このような状況は、novationの時点では清算機関は、novationが「破産債権者を害する事実を知らなかった」又は「支払の停止等があったこと及び破産債権者を害する事実を知らなかった」のが通常であるから（破産法第160条第1項）発生し難いことは考えられる（なお、清算参加者の信用力悪化の場合については、同業務方法書第28条参照。）。しかし、手続きの透明性、諸外国に対する説明の明快さという点からは立法に基づく規定が設けられることが望ましい。

¹⁰³ 代表的な文献としては、嶋拓哉「資金決済におけるファイナリティ概念について - ファイナリティ概念の多義性を巡る法的検証」 (<http://www.fsa.go.jp/frtc/nenpou/2006a/11.pdf>)

¹⁰⁴ Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on settlement finality in payment and securities system, OJ L166, of 11 June 1998

第6 検討（準拠法の分割指定）

1 準拠法条項制定の背景

清算機関たる JSCC は、受託清算参加者と清算委託者との間の適格 CDS 取引（原取引）を終了させ、清算機関と清算参加者との間で清算約定を発生させる根拠は、一律にその要件を規定すべく、日本法準拠の業務方法書の規定によると整理したいと考えていた。

他方で、清算機関と清算参加者との間で発生した清算約定の取引条件を規律する準拠法は、ISDA マスター契約の準拠法として日本法を用いるものが必ずしも多くはないこと、ISDA クレジットデリバティブ定義集¹⁰⁵は英国法により解釈されるものと考えられていることなどから、日本法を準拠法とするのではない建付けとしたいとの要望があった(下記2参照)。

こうした背景を踏まえ、JSCC の CDS 清算業務に関する業務方法書（以下「CDS 清算業務方法書」という。）は第 126 条第 2 項及び第 3 項において清算約定の取引条件を英国法とする旨の規定を設けた¹⁰⁶。

CDS 清算業務方法書 (準拠法)

第 126 条

- 1 本業務方法書等（本業務方法書等に従って成立する清算参加者契約その他の合意を含む。次条において同じ。）は日本法に準拠するものとし、日本法に従って解釈されるものとする。
- 2 前項の規定にかかわらず、清算約定のうち清算約定の取引条件に係る事項については、清算約定の取引条件において別段の定めがある場合を除き、イングランド法に準拠するものとし、イングランド法に従って解釈されるものとする。ただし、清算約定の取引条件において本業務方法書等の規定に従う旨が明示的に定められている事項については日本法に準拠し、日本法に従って解釈されるものとする。
- 3 前項の「清算約定の取引条件」とは、清算約定に適用される規定又は条項であって、次に掲げるものをいう。
 - (1) ISDA 基本契約、ISDA クレジットデリバティブ定義集及び STS の各条項（ISDA 関連取扱文書による変更、修正又は追加を含む。）
 - (2) ISDA 関連取扱文書の各条項
 - (3) 本業務方法書等の規定（清算約定に係るものに限る。）のうち当社が定めるもの

2 準拠法条項の有効性

CDS 清算業務方法書第 126 条に定めるとおり、受託清算参加者と清算委託者との間の原取引を終了させる法律行為、及び清算機関と清算参加者との間で清算約定を発生させる法律行為の準拠法を日本法と解しつつ、発生した法律関係の取引条件に関する準拠法を原則として英国法によらしめることについて、国際私法上の問題はないか。

¹⁰⁵ 2003 ISDA Credit Derivatives Definitions（その後公表された変更修正等を含む）

¹⁰⁶ なお、IRS 清算業務においてはかかる準拠法規定は設けられておらず、業務方法書のみならず清算約定等も日本法準拠とされている。

かかる準拠法指定の法的構成について同業務方法書は明示的に規定していないが、(1)発生後の法律関係（取引関係）の準拠法は、本来はそれを発生させる原因である法律関係を律する準拠法（日本法）であるが、当該法律関係が成立した後にその効力の準拠法を将来的に英国法に準拠法変更したとみるという考え方と、(2)成立と効力で準拠法が分割指定されている（成立の準拠法は日本法、効力の準拠法は英国法）とみる考え方の2つが考えられよう。

仮に(1)と構成する場合、法律行為の準拠法の変更については、法の適用に関する通則法（平成18年法律第78号）第9条により、準拠法変更が制限される場面（第三者の権利を害することとなるときには変更をその第三者に対抗することはできない）に該当しない限り¹⁰⁷、原則として許容されることになることと解される。(2)と構成する場合には、法の適用に関する通則法に法律行為の成立及び効力の準拠法の分割指定にかかる明文の規定は設けられていないものの、分割指定自体は有効であるとする見解が現在では大勢であるように思われ¹⁰⁸、同法に規定が置かれなかったのは細分化の限界を明文上画することが困難であったためと考えられることからすれば¹⁰⁹、法律行為の成立及び効力の準拠法の分割指定自体は許容されていると考えてよいであろう。

同業務方法書第126条第2項以下が設けられた趣旨は、上記のとおり ISDA クレジットデリバティブ定義集は英国法により解釈されるというマーケット参加者の認識に整合させるためのものであり、清算の仕組みを日本法に、清算された取引の内容を英国法に、それぞれ準拠すると定めることを目的としたものである。上記のとおり、(1)の構成の場合には、法の適用に関する通則法第9条ただし書に反しないか、(2)の構成の場合にも当事者による準拠法の分割指定に制限を課すべき事情がないか（分割指定の限界）について、検討する必要はあるが、同業務方法書第126条第2項以下が適用される場面において、第三者の権利を害するという事情や、準拠法分割を認めることによって法律関係に混乱が生じるという懸念は通常想定しがたいことから、上記(1)及び(2)のいずれの構成をとるかにかかわらず、当事者の自由意思が原則として尊重され、同業務方法書第126条第2項以下の規定の有効性は認められるように思われる。

なお、当事者が破綻した場合において、同業務方法書第126条第2項以下の規定は特段影響を生じないものと考えられる。倒産手続においては、上記第3で検討したとおり、同業務方法書等に基づく当事者間の債権債務関係の処理方法が有効であるかが問題になるが、破産法第58条の適用関係においてはその適用対象となる「取引に係る契約」の準拠法は問題とならず、同条に定める要件を満たすか否かによって判断されるとこ

¹⁰⁷ 法の適用に関する通則法第9条ただし書

¹⁰⁸ 櫻田嘉章・道垣内正人編『注釈国際私法 第1巻』（有斐閣、平成23年）295頁以下、法例研究会編『法令の見直しに関する諸問題（1）』（別冊NBL No.80）12頁以下。

¹⁰⁹ 小出邦夫編著『逐条解説 法の適用に関する通則法』（商事法務、平成21年）83頁

る¹¹⁰、CDS取引に係る清算約定の準拠法を英国法とする旨の合意をしたところで、制度や取引の実質が変化するわけではないからである。

3 準拠法の分割指定の限界論

清算機関と清算参加者との間で発生した清算約定を規律する準拠法は、原則として英国法であるが、一部の事項については日本法準拠とする旨の規定が設けられている（CDS清算業務方法書第126条第2項ただし書）。具体的には、清算約定の取引条件（ISDA基本契約、ISDAクレジットデリバティブ定義集及びSTS¹¹¹の各条項等や、同業務方法書）において、（英国法ではなく）日本法又は同業務方法書に従う旨が明記されている事項である。すなわち、JSCCは、CDS清算業務に関する業務方法書の取扱い第37条第3項の規定に基づき、清算約定に対して適用されるISDAマスター契約のスケジュール、ISDAクレジットデリバティブ定義集及びSTSに関し、規定されたのみなされるべき事項又は必要な読替え事項を、それぞれ公示により定めているが¹¹²、同公示において、同業務方法書に従うことと定められた事項（例えば、ISDAマスター契約上のEvent of Defaultsを同業務方法書上の一括清算事由に置き換える旨の変更¹¹³や、契約の終了及び一括清算を定めたISDAマスター契約Section 5及び6を削除し、同業務方法書の規定に従う旨の変更¹¹⁴を行っている）については、日本法に準拠するものとされる。このように、清算約定を規律する準拠法は原則として英国法としつつ、一部の事項については日本法準拠とする整理についても、上記2と同様に、国際私法の通説に従えば、準拠法の分割指定が制限されるべきではないか検討される必要があると得る。しかし、分割指定の限界論を論じる立場に立つとしても、これらはいずれもCDS取引というマーケットにおいて構築されてきた取引に係る慣行と清算制度の設計上の必要性とを調整するために設けられた規定であり、準拠法分割によって法律関係に混乱が生じるとは考えがたいことから、上記2記載のとおり当事者の自由意思を尊重して、原則として有効と考えてよいように思われる。

また、清算機関と清算参加者との間で発生した清算約定の準拠法は原則として英国法であるが、規律される法律関係によって、たとえば一括清算事由の設定であれば国際私法

¹¹⁰ 例えば、ISDAマスター契約はニューヨーク州法、英国法の他日本法などを準拠法とすることが可能であるが、その準拠法が何であるかにより、倒産手続において同契約に基づく一括清算の効力の評価が異なるものではないと考えられる。これは同契約に定める規定及び各取引の内容・性質に照らして一括清算の有効性を判断するからである。

¹¹¹ 2010年11月に公表されたiTraxx Japan Untranching Standard Terms Supplement（その後公表された変更修正等を含む）。JSCCにおいて清算対象となるiTraxx Japanのインデックスを用いるための共通条項である。

¹¹² 前者は「スケジュールに規定された事項とみなされる事項を定める件」（[http://www.jsc.co.jp/kisoku/pdf\(cds\)/public/04schedule20120301.pdf](http://www.jsc.co.jp/kisoku/pdf(cds)/public/04schedule20120301.pdf)）、後者は「ISDAクレジットデリバティブ定義集及びSTSに係る読替えを定める件」（[http://www.jsc.co.jp/kisoku/pdf\(cds\)/public/05ISDA_STS0706.pdf](http://www.jsc.co.jp/kisoku/pdf(cds)/public/05ISDA_STS0706.pdf)）。

¹¹³ 「スケジュールに規定された事項とみなされる事項を定める件」別紙 Part 5 (t)(iv)

¹¹⁴ 「スケジュールに規定された事項とみなされる事項を定める件」別紙 Part 5 (j)

上の前提問題として、ネットィング処理であれば準拠法の分割指定として、日本法によらしめていると整理することも可能であると思われる。

4 英国法からの検討の要否

上記の各論点については、日本法のみならず英国法の観点からの検討も必要であろうが、JSCC における業務方法書等の制定段階においては特段検討されなかった。もっとも、CDS 清算業務方法書第 126 条第 2 項以下の規定の有効性が英国法との関係で問題となり得る場面は、実際には、極めて限定的であるように思われる。

以 上

*本稿の公表後、2024年3月21日、引用資料のリンク先について一部修正しました。