

デリバティブ取引等の一括清算ネット ティングを巡る最近の議論：金融危機 後の米国での議論を踏まえた一考察

やまもと けいこ
山本慶子

要 旨

2007年夏以降の世界的な金融危機においては、店頭デリバティブ取引の主要な市場参加者の破綻に伴うカウンターパーティ等への破綻の連鎖や、担保の大量処分等による国際金融市場の混乱が強く懸念される事態等が生じた。金融危機の中で浮き彫りになったデリバティブ取引やレポ取引にかかる問題点への対応策については、金融危機後の国際的な規制・監督等の見直しの議論が進み、その多くは既に実施されつつある。他方、米国では、こうした動きとは別に、連邦倒産法におけるデリバティブ取引やレポ取引に対する優遇の妥当性を巡る議論がみられている。すなわち、米国連邦倒産法では、デリバティブ取引やレポ取引にかかる一括清算ネットティングの有効性が例外的に認められているが、こうした取扱い自体が金融危機の拡大やシステム・リスクの発生に寄与しており、再検討が必要ではないかとの議論がなされるなど、一括清算ネットティングの有効性を認めるべきというこれまでのコンセンサスに多少の揺らぎが生じている。そこで本稿では、米国連邦倒産法におけるデリバティブ取引やレポ取引の取扱いを巡る米国での最近の議論を紹介するとともに、その議論をわが国倒産法に当てはめて考えた場合に問題となり得る論点等について考察する。

キーワード： 一括清算ネットティング、米国連邦倒産法、倒産解除条項、一括清算法、双方未履行双務契約

.....
本稿の作成に当たっては、松下淳一教授（東京大学）、山岡浩巳氏、秀島弘高氏、白神 猛氏、丸山靖代氏および日本銀行スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

山本慶子 日本銀行金融研究所主査（E-mail: keiko.yamamoto@boj.or.jp）

1. はじめに

2007年夏以降の世界的な金融危機においては、店頭デリバティブ取引の主要な市場参加者の破綻に伴うカウンターパーティ等への破綻の連鎖や、担保の大量処分等による国際金融市場の混乱が強く懸念される事態が生じた。また、2008年秋に発生したリーマン・ブラザーズの破綻を契機に、資金調達をレポ取引に過度に依存していた金融機関では、デレバレッジの過程でのレポ取引対象証券の価格下落やマージンコールの増加により、資金繰りが急速に悪化、破綻に至る事例もみられた。さらに、リーマン・ブラザーズの破綻処理においては、デリバティブ・カウンターパーティが大量の担保を確保した一方、一般債権者であったMMFに元本割れが発生し、このことがCP市場の流動性の急激な低下を通じて一般事業会社の資金調度を著しく困難化させるとの問題も発生した。

これら金融危機の中で浮き彫りになった店頭デリバティブ取引やレポ取引にかかる問題点への対応策については、金融危機後の国際的な規制・監督等の見直しの議論の中で、カウンターパーティ・リスク（信用評価調整リスク：credit value adjustment risk）への資本賦課、店頭デリバティブ市場改革（清算集中、取引情報報告、証拠金規制等）等が検討され、その多くは既に実施されつつある。また、システムミックに重要な金融機関の円滑なクロスボーダー破綻処理の確保にかかる議論においては、破綻処理当局が、破綻金融機関のデリバティブ取引等をブリッジバンク等に移転可能とするため、解約や一括清算ネットティングを一時的に停止する権限を有することの重要性が認識され、多くの主要国で立法化が進められている。

他方、米国では、こうした規制・監督面での議論とは別に、現在の米国連邦倒産法におけるデリバティブ取引やレポ取引に対する優遇の妥当性が、倒産法学者を中心に議論されている。すなわち、米国連邦倒産法では、デリバティブ取引やレポ取引にかかる一括清算ネットティングの有効性が例外的に認められているが、こうした取扱い自体が金融危機の拡大やシステムミック・リスクの発生に寄与しており、再検討が必要ではないかとの議論である。

そこで本稿では、米国連邦倒産法におけるデリバティブ取引やレポ取引の優遇の妥当性に関する米国での最近の議論を紹介するとともに、その議論をわが国倒産法に当てはめた場合に問題となり得る論点等について考察する。

以下では、まず店頭デリバティブ取引やレポ取引で用いられる基本契約の仕組みを確認し（2節（1））、その後、米国連邦倒産法上のデリバティブ取引やレポ取引に対する例外的取扱いの規定の内容およびその立法趣旨を紹介する（2節（2））。次いで、こうした例外的取扱いの見直しに向けた議論が最近米国において高まってき

た背景と、その取扱いに関する議論を整理する（2節（3）および（4））。最後に、米国での議論を踏まえながら、わが国倒産法上の問題について考察する（3節）。

2. 一括清算ネットティングを巡る米国での議論

（1）店頭デリバティブ取引等における一括清算ネットティングの役割

店頭デリバティブ取引等における一括清算ネットティング（close-out netting）——店頭デリバティブ取引やレポ取引のための基本契約書¹の定め（一括清算ネットティング条項）に基づき、当事者の一方が倒産手続申立て等を行った場合には、基本契約に基づくすべての取引および担保をその時点の時価に換算して、1本の債権債務関係とすること——には、信用リスクの削減、市場参加者破綻時の決済金額の削減を通じたシステミック・リスクの低減、さらにはデリバティブ取引等の活性化等の効果があると考えられている²。

店頭デリバティブ取引は相対取引であるため、取引当事者は、デリバティブの時価変動リスクに加え、取引の相手方（カウンターパーティ）のデフォルトにより取引が履行されず損失を被るリスク（カウンターパーティ・リスク）を負っている。このようなカウンターパーティ・リスクを削減するために、取引の時価（エクスポージャー）に見合う担保を相互に差し入れることが一般的となっている。その際

1 店頭デリバティブ取引には、多くの種類の取引があるが、金利スワップ、通貨スワップ、商品スワップ、クレジット・デリバティブ、天候デリバティブ等については、1985年に設立された店頭デリバティブ市場の主要参加者によって構成される業界団体 ISDA（International Swaps and Derivatives Association, Inc.）が作成したマスター契約（以下、「ISDA マスター契約」という。）が用いられるのが一般的である。また、店頭デリバティブ取引の担保契約には ISDA 担保契約書（Credit Support Annex, CSA）が用いられるのが一般的である（なお、わが国で ISDA 担保契約書を用いた取引においては、質権または消費貸借のいずれかが選択されることになるが、これに起因する問題等を扱ったものとして、金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会 [2013]、渡辺 [2013]）。もっとも、わが国では、ISDA マスター契約の利用は金融機関間の取引に限られており、金融機関と一般事業会社との間の店頭デリバティブ取引では、銀行取引約定書をベースとした確認書によって一括清算ネットティングが行われている。

これに対し、レポ取引については、海外では、SIFMA（Securities Industry and Financial Markets Association）が作成した MRA（Master Repurchase Agreement）、GMRA（Global Master Repurchase Agreement）、MSLA（Master Securities Loan Agreement）や、ISLA（International Securities Lending Association）が作成した GMSLA（Global Master Securities Lending Agreement）が利用され、わが国では、日本証券業協会が作成した「債券等の現先取引に関する基本契約書」または「債券貸借取引に関する基本契約書」が利用されている。なお、わが国のレポ取引には売買構成のものや債券貸借構成のものがある。米国の判例・学説ではレポ取引の実質は有担保貸付（債券を担保とした金銭貸借）と解されることが多い。Skeel and Jackson [2012] p. 173 n. 92 の文献および本多 [2006b] 341～342 頁参照。

2 山名 [1998] 17 頁。

の担保は、一括清算ネットティングが法的に有効であることを前提に、個々の取引についてではなく、同一当事者間でのすべてのデリバティブ取引のエクスポージャーの合計に対して設定されており、取引および担保の時価の変動に応じて、担保の追加差入れや余剰担保の返還も頻繁に行われている。

一括清算ネットティング条項は 1987 年版 ISDA マスター契約が初めて採用し、その有効性が世界的に議論となったが、米国では、連邦倒産法の改正によりその有効性が確保されている³。また、わが国を含むその他の主要国でも、1994 年に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、信用リスクの削減効果を認める。」としたことを受け⁴、各国で立法措置が採られその有効性が確保されている⁵。

(2) 米国連邦倒産法における一括清算ネットティングの位置付け

一括清算ネットティングを行うためには、倒産手続申立等により自動的にデリバティブ取引等を解約し（「倒産解除条項 (ipso facto clause)」と呼ばれる）⁶、担保の返還債務を含めすべての取引上の債権債務をその時点の時価に換算のうえ、1本の債権とすることが必要となる。また、倒産間近に開始したデリバティブ取引等や担保の追加差入れが有効であることが、その前提となっている。

もっとも、米国連邦倒産法では、倒産手続の申立てによって、訴訟、担保権の実行、相殺その他の債権回収行為はすべて自動的に停止されるのが原則である（オートマティック・ステイ）⁷。また、オートマティック・ステイからの潜脱を防止するため、倒産手続開始等により自動的に債務者の期限の利益を喪失させる倒産解除条項は無効とされている⁸。さらに、倒産手続開始前になされた一部の債権者に対す

.....
3 当時の海外の立法動向等については、神田 [1994] 7 頁参照。

4 神田 [1994] 8 頁、和仁 [2001] 806 頁。

5 英国では、Financial Law Panel の答申により、英国法における一括清算ネットティングの有効性が認められている。

6 契約書や法令において、債務者の財務状態の悪化や倒産手続の開始等によって、債務者の権利を終了あるいは修正する旨等を定めた条項をいう。

7 11 U.S.C. § 362(a)。なお、わが国では、オートマティック・ステイのように、倒産手続申立てによりただちに債権者の個別的権利行使を停止させる制度は存在しないが、会社更生法においては、手続開始決定後にすべての権利者の個別的権利行使を停止させることが認められているほか（同法 67 条 1 項）、民事再生法においては、手続開始の前後を問わず裁判所が担保権実行の中止を命ずることが認められている（同法 31 条）。

8 11 U.S.C. § 365(e)(1)。

る優先的な弁済行為（偏頗行為）は否認権行使の対象となるほか、倒産手続開始前90日間に受領した弁済は返還しなければならないものとされている⁹。

このような米国連邦倒産法の原則的規定に従うと一括清算ネットティングは認められないことになる。このため米国連邦倒産法では、デリバティブ取引やレポ取引¹⁰について、かかる原則的規定の適用を除外することにより¹¹、一括清算ネットティングの有効性を確保している¹²。1978年の米国連邦倒産法立法当時よりコモディティ取引と先物取引に限ってこれらの規定の適用は除外されていたが、その後の改正により適用除外の対象は拡大され、現在ではデリバティブ取引やレポ取引について広範な適用除外が認められている¹³。

デリバティブ取引やレポ取引に対してオートマティック・ステイ等の規定の適用除外を認める理由については、いくつかの説明があるが¹⁴、¹⁵、相殺が決済（settlement）手段となっている契約の終了（契約の解約および一括清算ネットイン

.....
9 11 U.S.C. § 547.

10 11 U.S.C. § 101(47).

11 11 U.S.C. § 362(b)(6), (7). より正確には、(a) コモディティ・ブローカー（商品仲買人）、先物取引会社、株式ブローカー（株式仲買人）、金融機関、金融参加者（倒産手続開始前にデリバティブ取引等を締結し、一定の取引高が認められる法人または決済機関。11 U.S.C. § 101(22A)）、もしくは証券決済機関によってなされる、基本契約を用いた1あるいは複数のコモディティ契約（11 U.S.C. § 761(4)）、先物契約（コモディティ以外の先物契約。11 U.S.C. § 101(25)）または証券契約（証券の売買や貸借の契約、証券の売買のためのオプション等も含む。11 U.S.C. § 741(7)）、および、(b) レポ参加者もしくは金融参加者によってなされる、基本契約を用いた1あるいは複数のレポ契約（11 U.S.C. § 101(47)）によって生じる義務や支払、清算金にかかる相殺または差引計算については、オートマティック・ステイの適用除外が認められている。11 U.S.C. §§ 546, 555.

12 一括清算ネットティングの有効性を承認するために、わが国では、これとは異なるアプローチが採られている。後掲注57およびそれに対応する本文参照。

13 立法の変遷については、Morrison and Riegel [2005] pp. 644–645 参照。1978年法制定当時には、コモディティ取引および先物取引についてのみ例外的取扱いが定められていたが、1982年の改正では証券契約、1984年の改正ではレポ取引、1989年の改正ではスワップ取引に対する例外的取扱いが認められた。また、2005年の改正では、新たな定義規定の創設によって例外的取扱いが認められる取引が明確化されたほか、「open clause（同条項によって、同法に列挙されている取引類型に類似する他の取引への適用可能性が残される）」が設けられ、今後のデリバティブの発展に対応できるものとする等、その範囲は大幅に拡大された。2006年の改正でもさらにいくつかの例外が認められている。

14 例えば、1989年以降の改正がなされるより前の時点においては、証券取引のブローカーといった「仲介人（middleman）」の地位は、売買取引の導管（conduit）に過ぎず、偏頗行為の受益者ではないことが例外的取扱いを認めるべき理由として考えられていた。また、証券市場や店頭デリバティブ市場はその他の契約と同様に扱うことができないほど複雑なものであることを挙げるものもあったといわれている。Skeel and Jackson [2012] pp. 159–160.

15 倒産した者が一方当事者であるデリバティブ取引やレポ取引がその他一般債権と同様に管財人等による契約の選択的解除の対象となると、管財人のチェリー・ピッキングにより市場取引の予測可能性が低下し、不確実性が生まれるため、市場育成・発展の観点から望ましくないためという主張もある。こうした主張は、デリバティブ業界関係者からなされたといわれている。Skeel and Jackson [2012] pp. 161–162. もっとも、こうした考えに対しては、平時においても、違約金を支払えば一方的に契約を解約することは可能であり、このこととの平仄では、ことさら倒産時におけるチェリー・ピッキングのみを禁止する理由は乏しいこと、したがってチェリー・ピッキングの防止を根拠としてデリ

グ)の有効性を承認することによって、商品市場および証券市場を保護するためとの説明が一般的である¹⁶。とくに1989年以降、オートマティック・ステイ等の適用除外の対象を拡大する過程では、店頭デリバティブ取引市場等の参加者の倒産に起因する他の市場参加者の連鎖倒産や市場の機能不全の回避、すなわちシステムック・リスクの回避の観点が改正理由として示されている^{17、18}。

米国では、一括清算ネットティングの有効性を認めつつも、金融機関の円滑な破綻処理を実行する観点から、当該金融機関の破綻後約1日間に限り例外的にデリバティブ取引等の解約や一括清算ネットティングを停止し、破綻金融機関にかかるデリバティブ取引等をブリッジバンク等に移転することが可能とされている。この取扱いは、預金取扱金融機関向けの破綻処理制度には1989年より導入されていたが¹⁹、2007年夏以降の金融危機を受けて2010年に制定されたドッド=フランク法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)により創設された大規模な金融会社向けの破綻処理制度においても同様の制度設計がなされている²⁰。なお、この権限は、システムックに重要な金融機関の円滑なクロスボーダー破綻処理の確保にかかる国際的な議論においてもその重要性が認識されている²¹。

パティブ取引やレポ取引の倒産法上の例外的取扱いの意義を説明することは困難であるとの指摘もある。Lubben [2009] pp. 68-73.

16 Collier ¶362.05[6],[7].

17 H.R.REP.NO.97-420, at1. 1999年の議会の公聴会において、連邦準備制度理事会の代表者は次のように述べた。「金融市場の契約を解約または一括清算ネットティングする権利は、金融市場参加者に倒産が生じた場合において、その他の金融市場参加者の安定性にとって重要なものであり、かつ、マーケット・リスクをコントロールできないデリバティブ・カウンターパーティのために、1つの倒産がその他の倒産に繋がる可能性を削減するものである。これらの権利は、連邦法に基づき監督されている金融機関——例えば預金保険制度の対象となる金融機関——や、個人を保護し、また、監督下にある市場参加者も監督下でない市場参加者も一律に保護することで、市場を、『連鎖倒産(domino failure)』によるシステムックな影響から守るものである」。Bankruptcy Reform Act of 1999 (Part III): Hearing on H.R.833 Before the Subcomm. on Commercial and Admin. Law of the H. Comm. On the Judiciary, 106th Cong. 172-173 (1999)(prepared statement of Oliver Ireland, Assoc. Gen. Counsel, Bd. of Governors of the Fed. Reserve Sys.).

18 Bergman *et al.* [2004] p. 31.

19 デリバティブ取引等(銀行の破綻処理制度に関する規制においては、QFCs (Qualified Financial Contracts)と定義されている。FDIA § 11(e)(8)(D)(i)の当事者は、破綻金融機関のレシーバーが選任された日の翌営業日の17時まで、一括清算ネットティングの発動が停止されるため、契約を終了(terminate)することはできない。FDICは、この間にブリッジバンク等にデリバティブ契約を承継させるか否かを決定することを予定している。1989年FIRREAにより導入。FDIA § 11(e)(8)-(11) (12 U.S.C. § 1821(e)(8)-(11)).

20 Dodd-Frank Act § 210 (c)(10)(B).

21 FSB [2011] (Key Attributes) 3.2(x), 4.3 and Annex IV. 当該提案の基礎となったBCBS [2010]では、円滑な破綻処理の実施だけでなく、市場の不安定化を防止するためにもこうした手当てが必要である旨が指摘されている。BCBS [2010] p. 40.

わが国においても、2013(平成25)年6月に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(平成25年法律第45号)によって改正された預金保険法において、内閣総理大臣は、同法102条第1項の認定または特定認定(金融機関等の資産および負債の秩序ある処理に関する措置の必要性の認

(3) デリバティブ取引等の一括清算ネットティングが抱える問題点

デリバティブ取引やレポ取引に対する米国連邦倒産法上の原則的規定の適用除外については、1998年のLong Term Capital Management (LTCM)の破綻後から、主に倒産法学者の間で批判的な議論がみられるようになった。とくに2007年夏以降の金融危機後は、ベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、AIG等の破綻を受け、そうした議論が増加している²²。連邦議会も、ドッド=フランク法に基づき、同法で創設された大規模な金融会社向けの破綻処理制度ではなく、米国連邦倒産法に基づき金融会社の破綻処理を行い得る可能性について、連邦準備制度理事会に対し調査を求めると同時に²³、デリバティブ取引やレポ取引の優遇を認める米国連邦倒産法の規定の妥当性についても調査を求めた²⁴。2011年に連邦準備制度理事会が公表した調査報告においては、倒産法学者による議論を中心としたサーベイがなされている。

具体的には、米国連邦倒産法におけるデリバティブ取引やレポ取引の優遇について批判的な見解の多くでは、一部のスワップ取引やレポ取引は有担保貸付けと同等の経済的機能を果たすにもかかわらず、倒産法において優遇されていることが問題視されている²⁵。すなわち、デリバティブ取引やレポ取引の当事者は、カウンターパーティに問題発覚の兆候がみられたとしても、カウンターパーティ倒産後の否認リスクをおそれることなく、追加担保を要求し、取引を継続することができる点や、ただちに取引を終了して、一括清算ネットティングを行うことができる点等が問題視されている。そして、このことが、デリバティブ取引やレポ取引に偏重した取

定であり、本改正によって新設された制度)に係る金融機関等について、破綻処理措置等が講じられたことを理由とする契約の解除等を定めた条項は、わ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中は、その効力を有しないとすることを等とされている(改正預保法137条の3等)。

22 2008年の危機以前より、こうした問題を指摘していた主なものとして、Edwards and Morrison [2005], Vasser [2005], Bliss and Kaufman [2006], Partnoy and Skeel [2007]、危機以降のものとして、Skeel [2008, 2009], Ayotte and Skeel [2009], Lubben [2009, 2010], Faubus [2010], Roe [2011], Jackson [2009, 2011], Skeel and Jackson [2012] 等がある。

23 Dodd-Frank Act § 216(a)。なお、この規定はFDIC主導による大手金融グループの破綻処理では、行政による透明性を欠く裁量が働くことや、一部債権者等が優遇されモラルハザードが生じる可能性があるため、米国連邦倒産法に必要な修正を施し、裁判所主導による大手金融会社の破綻処理制度を確立すべきとの共和党関係者の主張に配慮してきたことが指摘されている。淵田 [2012] 106頁。

24 Board of Governors of the Federal Reserve System [2011]。

25 以下の指摘は、Edwards and Morrison [2005] pp. 116, 119–121, Skeel and Jackson [2012] pp. 167–168, Roe [2011] pp. 559–560 参照。

引が行われる等、取引手段の選択に歪みをもたらしている可能性があるとしてい
る²⁶。

また、こうした優遇が認められる結果、担保管理に過度に依存したリスク管理
が行われ、与信枠や信用スプレッドといった担保管理以外の手法によるカウンタ
ーパーティ・リスクの管理が緩に流れやすい点も指摘されている²⁷。そして、このよ
うな担保に過度に依存したリスク管理が行われたことが、金融危機を増幅させた可
能性が指摘されている²⁸。すなわち、デリバティブ取引やレポ取引の当事者は、カ
ウンターパーティに問題発覚の兆候がみられた場合や証券の価格が下落した場合に
は、現金等を追加担保として要求するほか、受取済みの担保の現金化（use of posted
collateral）を行おうとする。このため、デリバティブ取引やレポ取引の当事者、問
題の生じたカウンターパーティから証券等の売却圧力がかかる。これが市場におけ
る資産価格の低下を招き、さらなる追加担保の要求等に繋がるという負のスパイラ
ル効果を生み、これにより資産価格の下落が増幅し、他の市場参加者にも損失が波
及すると指摘されている²⁹。

とくに、主要な市場参加者が倒産した場合には、一括清算によって、証券等の売
却圧力はさらに高まり、追加担保を取りはぐれたデリバティブ取引やレポ取引の当
事者には損失が発生し、連鎖破綻が生じるおそれがあるほか、金融市場全体に混乱
が生じかねないとされている。具体的には、2007年夏以降の世界的な金融危機に
おいて、資金調達をレポ取引に依存していたベア・スターンズやCDS市場の主要
なリスクの担い手であったAIGが、信用力低下に伴う追加担保の要求に応じること
が困難となったこと等が、システミック・リスクの発生懸念に繋がった点が指摘
されている^{30, 31}。また、1998年のLTCMの破綻についても、当局主導で救済策が

.....
26 なお、Edwards and Morrison [2005] pp. 119-120 では、オートマティック・ステイを回避するために、
貸付取引ではなく、トータル・リターン・スワップを用いたファイナンスの具体例が挙げられている。

27 Roe [2011] p. 555 f.f. 参照。同旨の指摘を行うものとして、Skeel [2009] pp. 18, 20, Skeel and Jackson
[2012] pp. 166-167。

28 Roe [2011] は、デリバティブ取引等の優遇の結果、デリバティブ取引参加者は、カウンターパ
ーティの信用力の審査やモニターではなく、担保を中心としたモニターしか行わなくなっており、カ
ウンターパーティの信用力につき十分な情報を有さなくなっていること、このため、市場に予期せ
ぬショックが一度生じると、カウンターパーティの信用力とは無関係に追加担保の要求や担保を
現金化すること（こうした事態を「情報の伝播（information contagion）」と呼んでいる。Roe [2011]
pp. 567-568）、さらに追加担保の要求等によって、資産の売却圧力が高まり、それが市場における資
産価格の下落を招くこと（こうした事態を「担保の伝播（collateral contagion）」と呼んでいる。Roe
[2011] pp. 568-569）を指摘している。

29 Ayotte and Skeel [2009] p. 495. Edwards and Morrison [2005] p. 101 もLTCMを例にこうした問題を指摘
している。

30 Roe [2011] pp. 550-553.

31 このほか、そもそも、カウンターパーティが破綻した場合の清算額の算定に関する業界ルールが確立
していなかったために、破綻が実際に発生した時点の清算額の把握が困難であったことも2007年夏
以降の世界的な金融危機におけるデリバティブ取引の問題の1つとして指摘されている。

まとめられた背景として、同社が抱えていた 50,000 件超のデリバティブ取引を市場の混乱を招くことなく終了させることが困難であったことも指摘されている³²。

さらに、デリバティブ取引等の優遇について批判的な見解では、一括清算ネットティングによって削減されるデリバティブ取引やレポ取引の当事者のカウンターパーティ・リスクが、一般債権者に転嫁されていることも問題点として指摘されている³³。すなわち、デリバティブ取引やレポ取引の当事者は、カウンターパーティの倒産時に一括清算ネットティングによりオートマティック・ステイの外でただちに債権回収が可能である一方、一般債権者は、通常通り、オートマティック・ステイおよび管財人による双方未履行双務契約の解除に伴うチェリーピッキングに晒されている。とくに一般債権者が、デリバティブ取引やレポ取引によって債務者がどの程度リスクを抱えているのか、また、債務の引当てとし得る資産を債務者がどの程度有しているのかを十分に把握することが困難な場合には、信用供与に当たってリスクに応じた金利の要求等の契約による調整も行うことができないため、暗黙のうちにデリバティブ取引やレポ取引において削減されたカウンターパーティ・リスクが転嫁されていると指摘されている³⁴。

その典型的な例として、リーマン・ブラザーズの破綻時に、JP モルガンが、リーマン・ブラザーズに対して有していた約 20 億ドルの債権に関し、同社の倒産の 4 日前に、リーマン・ブラザーズが担保として差し入れていた約 17 億ドルの現金および証券の受戻しを禁じ、さらに約 5 億ドルの追加担保を要求して債権回収を実現した点が挙げられている^{35, 36}。そして、この影響から、リーマン・ブラザーズの一般債権である CP 等には多額の損失が発生し、これらを組み込んでいた MMF のリザーブファンドでは MMF の額面割れが生じた結果、MMF による資金供給の激減から CP 市場全体が機能不全となったことも同時に指摘されている。

32 Edwards and Morrison [2005] pp. 99–102. William McDonough ニューヨーク連銀総裁は、「突然の無秩序な LTCM のポジションの解消は、アメリカ経済に甚大なリスクを投げかけるおそれがあった」と説明している (Edwards and Morrison [2005] p. 100 参照)。

33 Roe [2011] pp. 569–570. Edwards and Morrison [2005] p. 121 は、デリバティブ・カウンターパーティが例外的取扱いの存在によって受け得る利益 (貸付契約に基づく場合よりも多い債権回収額) は、一般債権者からの事後的な利益移転に過ぎないのではないかと指摘している。

34 なお、こうしたリスクの移転は担保取引と類似していることも指摘されている。すなわち、担保権は、担保権者のリスクを削減するが、軽減されたリスクは他の債権者に転嫁されるに過ぎない。Roe [2011] p. 570.

35 E.g., Roe [2011] pp. 553–554, Ayotte and Skeel [2010] pp. 494–495.

36 Linda Sandler and Jeff St. Onge, *Lehman Cash Crunch Caused by Lender JP Morgan, Creditor Say*, Bloomberg (October 4, 2008), Susane Craig and Robin Sidel, *J. P. Morgan Made Dual Cash Demands*, Wall Street Journal (October 8, 2008), Iain Dey and Danny Fortson, *JP Morgan 'Brought Down' Lehman Brothers*, Sunday Times (London) (October 5, 2008).

(4) デリバティブ取引等の一括清算ネットティングの取扱いを巡る議論

米国では、本節(3)で紹介した連邦倒産法におけるデリバティブ取引等の優遇が抱える問題点を踏まえ、今後の連邦倒産法上のデリバティブ取引やレポ取引にかかる一括清算ネットティングの取扱いに関する議論が、主に倒産法学者の間で高まっている。こうした議論は、一括清算ネットティングを有効とする現行の取扱いを維持するアプローチと、こうした現行の取扱い自体を見直すべきというアプローチに大きく分けられる。

前者のアプローチは、連邦倒産法におけるデリバティブ取引等の優遇が新たなシステミック・リスクの要因となり得るという問題の解決または緩和は、金融機関に対する規制・監督等に委ねるべきであるとしたうえで³⁷、現行の取扱いを維持することを正当化する新たな解釈論の展開を試みるものである。

Edwards and Morrison [2005] は、デリバティブ取引等の優遇が新たなシステミック・リスクの要因となり得る以上、従来のように、これを市場参加者の連鎖倒産を防止し、市場の機能不全に繋がるのを防ぐためのものと位置付けることは難しいと指摘している。そして、そもそも倒産手続においてなぜオートマティック・ステイが必要とされるのかとの制度趣旨に立ち返り、デリバティブ取引やレポ取引に対する現行の取扱いを維持する解釈論を試みている。それによると、まず、オートマティック・ステイは、個々の債権者等による権利行使によって債務者企業の存続に必要な資産が散逸し、債務者企業が解体・清算に追い込まれることを防止して、債務者企業の企業価値を最大化するための制度であるとされる³⁸。そして、デリバティブ取引やレポ取引、およびその担保として用いられる資産は、債務者企業の存続に必要な企業特殊的な資産ではなく、代替可能(fungible)な資産であり、継続企業剰余(going concern plus)³⁹を構成しないものであるとして、従来どおりオートマティック・ステイの適用は不要——すなわち現在の優遇を継続することでよい——との帰結を導いている⁴⁰。

同じく、オートマティック・ステイの制度趣旨に立ち返った議論ながら、上記とは一部異なる結論を導く見解もある。Lubben [2009] は、オートマティック・ステイについて、継続企業価値の最大化が目的であるとの解釈に立ったうえで、現代企業

.....
37 Edwards and Morrison [2005] p. 106.

38 Edwards and Morrison [2005] p. 107.

39 同論文では必ずしも継続企業剰余と継続企業価値との違いについて明らかにされていないが、一般には、継続企業剰余とは継続企業価値と清算価値の差分を指す。

40 Edwards and Morrison [2005] p. 114. さらに、金融資産のみによって構成されているヘッジファンドのような企業においては、そもそも倒産時には継続企業価値を観念することができないとして、オートマティック・ステイの適用を認める必要はないとしている。

において、デリバティブ取引は、事業に伴うリスクのヘッジに用いられるものであるため、一般的には継続企業価値を構成するとして、オートマティック・ステイを適用すべきと主張している⁴¹。もっとも、継続企業価値を観念する必要のない場合——再建を断念し清算型倒産手続を選択した一般事業会社の場合⁴²——には、デリバティブ取引にオートマティック・ステイを適用する必要はなく、現行の取扱いを維持してよいとしている⁴³。また、Lubben [2009] は、金融会社や年金基金におけるデリバティブ取引やレポ取引の利用は、「投機 (speculative)」を目的としたものであり継続企業価値を構成するものではないとして、金融会社等については清算型倒産手続、再建型倒産手続いずれの場合でも、デリバティブ取引等にオートマティック・ステイを適用する必要はなく、現行の取扱いを維持してよいと主張している⁴⁴。

これらのデリバティブ取引等の現行の取扱いを維持するアプローチに対し、デリバティブ取引等の優遇が抱える問題の重大性に鑑み、現行の取扱い自体に何らかの見直しが必要であるとのアプローチに基づく議論も行われている。

Roe [2011] は、デリバティブ取引やレポ取引の優遇には市場の効率性の向上やリスク管理の容易さといったメリットがあることは認めながらも、本節 (3) で指摘された問題点の重要性に鑑み、デリバティブ取引やレポ取引を優遇するための、オートマティック・ステイの適用除外、倒産解除条項の有効性の承認、否認の適用除外といった規定の全部または一部を廃止すべきであると主張している⁴⁵。

また、Skeel and Jackson [2012] は、倒産法のもとでは、実質的に同等の取引は同様に取り扱い⁴⁶、例外的取扱いは必要最小限にとどめるべきと主張している。すなわち、米国連邦倒産法における現行のデリバティブ取引やレポ取引の優遇的取扱いを廃止し⁴⁷、基本的には、その実質に応じて、デリバティブ取引については一般の双方未履行双務契約と、レポ取引⁴⁸ については有担保貸付けと同様に扱うべきとしている⁴⁹。ただし、デリバティブ取引については、ボラティリティの高さ等に鑑み、

.....
41 Lubben [2009] pp. 62, 74–75 and n. 87.

42 Lubben [2009] pp. 62, 76–77.

43 Lubben [2009] pp. 65, 77.

44 Lubben [2009] pp. 65, 74, 77 and n. 99.

45 Roe [2011] pp. 588–589. 優遇的な取扱いの廃止により、市場による規律付けの復活という便益が享受できるようになるとしている。Skeel [2009] も、優遇的な取扱いは、債権者のモニタリング・インセンティブを減少させるものであり、かつ、システミック・リスクへの対応としても十分ではないため、廃止はありうべきとしている。Skeel [2009] pp. 17–18.

46 Skeel and Jackson [2012] は、この考え方を「取引の整合性 (transaction consistency)」と呼んでいる。

47 デリバティブ取引やレポ取引の優遇的取扱いの廃止に伴い、これらの取引は偏頗行為に対する否認の対象にもなる。この結果、デリバティブ取引やレポ取引にかかる担保の差入れについては、在庫担保や預金担保に関する規律にない (11 U.S.C. § 547(c)(5))、倒産手続開始の 90 日前の時点を基準にカウンターパーティに差し入れられた担保の額が増加している場合には、その増加部分が否認の対象になるとしている。Skeel and Jackson [2012] pp. 190–191.

48 前掲注 1 参照。

49 なお、デリバティブ・レポ取引全般に関する法改正が難しい場合には、デリバティブ取引の大部分

カウンターパーティ保護の観点から、オートマティック・ステイの期間を3日間に限定するという例外的取扱いを認めるべきと提案している⁵⁰。その結果、相殺権の行使も3日間停止されるものとし、その間に債務者による履行選択がなされるべきとしている⁵¹。他方、レポ取引については、特段のカウンターパーティ保護策を講じなくとも、頻繁な値洗いにより担保余剰価値がないことが多く、かつ、レポ取引の目的物は企業特種的な資産ではないことから、裁判所によるオートマティック・ステイからの救済 (relief from automatic stay)⁵² が認められると見込まれ、その場合にはカウンターパーティは一括清算ネットティングを行った場合と大差ない結果が得られるとしている⁵³。

Skeel and Jackson [2012] のデリバティブ取引のオートマティック・ステイの期間を3日間に限定するとの主張は、一見すると、金融機関や大規模な金融会社の破綻処理制度におけるデリバティブ取引等の解約・一括清算ネットティングの約1日間の停止とは、期間が異なるだけのようにも見える。しかしながら、Skeel and Jackson [2012] の主張は、金融機関や大規模な金融会社の破綻処理制度における特別な取扱いとしてデリバティブ取引等の解約・一括清算ネットティングを一時停止するのではなく、米国連邦倒産法において、デリバティブ取引等の優遇を廃止したうえで、オートマティック・ステイの期間を限定することを求めるものである⁵⁴。すなわち、Skeel and Jackson [2012] は、(a) 倒産手続においては実質的に同等の取引は同様に扱うべきという考え方は、金融機関や大規模な金融会社の倒産手続にのみ妥当するものではなく、広く一般の倒産手続についても妥当するものであること、および (b) 金融機関や大規模な金融会社の破綻処理制度では倒産解除条項の発動の一時停

.....
を占めるスワップ取引とレポ取引についてのみ、本文のような取扱いとすることも提案されている。

Skeel and Jackson [2012] p. 200.

50 Skeel and Jackson [2012] p. 184.

51 Skeel and Jackson [2012] p. 187.

52 裁判所は、担保権者等からの申立てにより、債務者がその財産につき担保余剰価値を有せず、かつその財産が債務者の効果的な再生のために必要でないと認める場合等には、オートマティック・ステイからの救済を許可することができる。11 U.S.C. § 362(d).

53 担保権者には、オートマティック・ステイによって権利行使が制限されている間に担保価値が減少した場合には、担保価値減少分の現金の支払いや追加担保の提供等を受けることが認められている(「適切な保護 (adequate protection)」と呼ばれる)。11 U.S.C. § 361。レポ取引の目的物は現金同等物であり価値減少を適切に評価できるため、権利侵害の問題は生じないとしている。Skeel and Jackson [2012] p. 177.

54 Skeel and Jackson [2012] pp. 196–199. 同見解の提唱者のひとりである Jackson [2009, 2011] は、金融機関の破綻処理制度も米国連邦倒産法のなかで位置付けることが望ましいとしている。具体的には、金融サービスまたは金融商品の提供に従事している、100億ドル以上の資産規模を有する金融機関またはその子会社(預金取扱金融機関、金融会社(株式・商品ブローカー)等を含む)向けの倒産手続として、米国連邦倒産法に第14章を設け、その開始要件(債務超過または過小資本を原因とする非自発的申立てを認める)、監督当局の役割(管財人としての権限、再建計画の提出権限等)、一定の債権者への prepayment のための DIP ファイナンス、QFCs の扱いについての規定を置くことを提案している。

止のみを規定しているが、当該規定を回避するよう契約が工夫されるおそれがあることを根拠として、米国連邦倒産法におけるデリバティブ取引等の優遇の見直しが必要としている⁵⁵。

3. 考察

以上、米国連邦倒産法上のデリバティブ取引等の一括清算ネットティングの妥当性を巡る最近の議論をみてきた。米国においても、ただちに倒産法における一括清算ネットティングの有効性を全面的に否定すべきという意見は必ずしも多くない。しかし、米国連邦議会も、デリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性を認める連邦倒産法の妥当性の調査を求めたように、一括清算ネットティングの有効性を認めるべきであるというこれまでのコンセンサスには多少の揺らぎが生じているように窺われる⁵⁶。

現状、わが国においては、一括清算ネットティングの有効性を見直すべきとの議論はみられないが、こうした変化を踏まえると、仮に一括清算ネットティングを有効とする現行の取扱い自体を見直すとすれば、わが国倒産法のもとで何が問題となり得るかを検討しておくことには一定の意義があると考えられる。

(1) わが国倒産法における一括清算ネットティングの位置付け

まず、わが国倒産法における一括清算ネットティングの位置付けについて検討する。すなわち、米国においては、デリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性は連邦倒産法のもとで例外的に承認されているが、わが国でも、米国と同様に、倒産法のもとでデリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性は例外的に認められているのか、あるいは、米国とは異なり、その有効性は当然に認められているのかについて検討する。

現在、わが国では、1998（平成10）年に成立した「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」という。）および、2004（平成16）年の倒産法改正により、デリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性が確保されている。すなわち、一括清算法は、金融機関等が一方当事者として行

55 Skeel and Jackson [2012] pp. 197–201.

56 FSB [2012] は、一部のレポ取引（高リスクまたは流動性の低い担保によって裏付けられたレポ取引）に対する倒産法上の例外的取扱いの廃止は、理論的には金融システムの安定性を図るうえでは有効な選択肢となり得るものの、倒産法の抜本的な改正を要することを主な問題として指摘している。

う基本契約書に基づくデリバティブ取引等について、基本契約書に定める一括清算ネットティングを行った後の債権を倒産手続においても1つの債権として取り扱う旨を規定することにより、一括清算ネットティングの有効性を明確にしている（同法3条）。また、倒産法は、取引所の相場等がある商品のうち履行期限の定めのある取引について、未履行契約の解除（解除擬制）を認めただうえで、一方当事者倒産時の損害賠償額は全取引の債権債務を差引計算して決済する旨の定めが取引の基本契約書にある場合には、倒産手続における損害賠償額の算定は当該定めによる旨を規定することにより、一括清算ネットティングの有効性を明確にしている（破産法58条、民事再生法51条、会社更生法63条）⁵⁷。

もっとも、上記の立法がなされる以前より、デリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性が例外的に承認されていたのかは必ずしも明確ではない。従前より、わが国倒産法上デリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性は当然に認められていたのであれば、一括清算法や改正倒産法はそうした取扱いについて明文の確認規定を置いたに過ぎないことになる⁵⁸。

この点、一括清算法制定前の議論を振り返ると、バーゼル銀行監督委員会において、バーゼル規制上、「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、信用リスクの削減効果を認める。」との議論が進展したことを受けて、1993～94年に東京大学の新堂幸司教授が公表した意見書⁵⁹（以下、「新堂意見書」という。）により、改正前倒産法のもとでの一括清算ネットティングの有効性が確認されたとの見解もある。

新堂意見書では、主に、①一括清算ネットティングの発動時点を会社更生手続開始申立ての時点とすることは、個別執行手続において、相殺の予約における期限の利益喪失特約は差押え債権者に対して対抗できるとした最大判昭和45年6月24日民集24巻6号587頁を根拠として認められること（会社更生手続において、機械の所有権留保付売買における期限の利益喪失特約の有効性を否定した最判昭和57年3月30日民集36巻3号484頁の射程外であること）、②わが国の定める民法上の相殺理論に基づき、双務契約上の双方未履行の金銭債権は相殺可能であること、③取引所の相場のある商品の売買についての法定の強制的解除を認める破産法58条（旧法61条）を根拠として、デリバティブ取引には取引所の相場はないものの、同条の趣旨に基づき、投機的判断を前提とする履行選択権の行使は破産財団の減少可

57 2004年の改正前の破産法、民事再生法では、取引所の相場がある商品の履行期限の定めのある売買の解除擬制と売買代金と相場との差額による決済（取引所が決済額を定めている場合には当該定めによる決済）のみが規定されていた。会社更生法には同様の規定は置かれていなかった。

58 小野ほか [1998] 49頁 [神田秀樹発言] 参照。

59 同意見書はISDA東京支部の要請に基づき作成されたものであり、まず、スワップ取引における一括清算ネットティングの有効性に関する意見書が、新堂 [1993a, b] として公表された。また、翌年金融派生商品取引における一括清算ネットティングの有効性について論じた新堂 [1994a, b] が公表されたが、これにより同 [1993a, b] は一部修正されている。

能性があることから、すべての契約を一律に解除し一括清算ネットティングを認める方が望ましいことを理由に、改正前倒産法のもとでの一括清算ネットティングを有効としている。

しかしながら、以下の理由により、改正前倒産法のもとでは、一括清算ネットティングは有効ではなかったと解する余地はありと考えられる。第1に、一括清算ネットティングの有効性の根拠として個別執行手続における期限の利益喪失事由の有効性を扱った昭和45年最高裁判決に依拠することは適切ではなく、利害関係人の公平と会社の再建を目指す会社更生手続の目的に照らし当該手続における期限の利益喪失特約の有効性を否定した昭和57年最高裁判決に依拠し、倒産手続開始申立時点で発動する倒産解除条項の有効性は否定的に解すべきとの考え方がある⁶⁰。また、第2に、そもそも倒産手続開始の時点において相殺適状にないものを、倒産解除条項によって相殺可能な状態に置くことの是非は、昭和45年最高裁判決で示された平時における相殺の期待権の保護という観点だけではなく、やはり昭和57年最高裁判決で示された再建型倒産手続の目的と利害関係人の公平の観点からも説明される必要があるとの指摘もある⁶¹、⁶²。

したがって、わが国倒産法上デリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性は一括清算法や倒産法により例外的に承認されたものであると解する余地はあり得ると考えられる⁶³。

60 すなわち、個別執行手続の場合には、債務者には他の責任財産があることが前提であるから、全債権者間の平等の要請は当然には出てこない。これに対し、倒産手続の場合は、債務者の全責任財産を全債権者に分配する手続であるから、債権者間の平等の要請が高まるとして、両者は区別されるものであり、昭和57年最高裁判決と昭和45年最高裁判決は抵触するものではないとされている。新堂ほか[1994]24頁〔松下淳一発言〕。

61 新堂ほか[1994]25頁〔松下淳一発言〕。

なお、一括清算ネットティングの有効性については、期限の利益喪失事由による契約終局的発想と、期限の利益喪失事由による相殺的発想があり得る。新堂意見書は、後者の相殺的発想に基づくものであるとの整理について、新堂ほか[1994]25頁〔神田秀樹発言〕。

62 これに対し、破産手続の場合には、期限未到来の債権であっても手続の効果として現在化がなされるため（破産法103条3項）、相殺が可能である。

63 もともと、新堂意見書を受けて監督当局やISDA等が日本法のもとでの一括清算の有効性を確認した一方で、外資系格付機関がその有効性に疑義を示すなど、関係者における見解が分かれていたこと等が一括清算法の制定に影響した可能性があるといわれている。和仁[2001]809頁参照。

また、2004年の倒産法改正がなされるまでは、一括清算法は、所定の「金融機関等が行う特定金融取引」（同法2条1、2項）を適用対象としていたため、これ以外の商社、事業会社、外国金融機関、清算機関等の間の取引における一括清算ネットティング条項の有効性を認める立法が必要であるとの指摘がなされていた。竹下ほか[2007]249頁〔松下淳一〕。

(2) わが国倒産法への当てはめ

そこで、以下では、わが国のデリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性は例外的に承認されたものであるとの前提に立ったうえで、米国における議論をわが国に当てはめた場合に問題となり得る論点について検討する。具体的には、一括清算法や倒産法によるデリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性承認がないという仮定のもとで、Skeel and Jackson [2012] の主張のように、倒産時においても同質の取引については極力同等の取扱いを行ったうえで、やむを得ない場合に限り必要最小限の例外的取扱いを行うというアプローチをわが国倒産法に当てはめた場合におけるデリバティブ取引やレポ取引の取扱いについて検討する。こうしたアプローチは、法的な一貫性の確保、一般債権者の保護および取引手段の選択にかかる中立性の確保という観点からは有効なアプローチの1つと考えられる。

仮に一括清算法や倒産法によるデリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性承認がなかった場合、デリバティブ取引⁶⁴やレポ取引⁶⁵は、倒産手続開始時には、原則として、一般の双方未履行双務契約と同等に扱われることとなる。このため、デリバティブ取引やレポ取引の当事者が倒産した場合には、管財人等⁶⁶が、双方未履行双務契約に関する倒産法の規律のもとで、デリバティブ取引等の履行選択を行うこととなる。そこで、以下では、こうした原則的規定を適用した場合のわが国倒産法上の論点について、履行選択の期限、基準、単位に分けて検討する。

イ. 履行選択の期限

管財人等による双方未履行双務契約の履行選択自体に時間的制約はないが、相手方には、その不安定な地位を解消するために催告権が認められている。すなわち、相手方は、相当の期間を定めて契約を解除するか履行するか確答するよう管財人等に対して催告でき、相当期間内に確答がない場合には、破産手続においては契約を解除したものとみなされ（破産法 53 条 2 項）、再生手続、更生手続においては契約履行を選択したものとみなされる（民事再生法 49 条 2 項、会社更生法 61 条 2 項）。

デリバティブ取引のボラティリティの高さやレポ取引の短期の資金調達手段としての重要性に鑑みれば、「相当の期間」はごく短期間とすることは現行法上も許容

64 以下では、デリバティブ契約の大半を占めるスワップ契約を念頭に検討する。

65 わが国のレポ取引については、法律構成としては、売買構成のもの（現先取引。条件付売買、すなわち、公社債を一定期間後に買い戻し、または売り戻すことを条件にして、その公社債を売却または購入する取引）も、債券貸借構成のもの（現担レポ取引。現金を担保とする債券の消費貸借であり、債券の借り手は、取引期間の終了日に、同種同量の債券を返還する（担保金差入の法的性格は消費寄託または消費貸借）取引）もあるが（日本証券経済研究所 [2012] 92、96 頁。本多 [2006a] 210 頁）、いずれの構成であっても、倒産時には双方未履行双務契約として扱われるべきものと考えられる。

66 破産法 53 条、会社更生法 61 条。民事再生手続においては、再生債務者自らが判断することになる（民事再生法 49 条）。

されると考えられる。もっとも、現行法上の解釈として、仮にそうした扱いが困難であれば、立法により、管財人等が履行選択権を行使できる期間を明示的に制限することが考えられる。

ロ. 履行選択の判断基準について

管財人等による履行選択は、基本的には、「債務者の事業の再建（事業譲渡の場合を含む）に不可欠なものであるか否か」を目安に管財人が判断するものであり⁶⁷、デリバティブ取引やレボ取引についてもそのことは同様に当てはまるものと考えられる。

米国の議論で指摘されていたように、デリバティブ取引で用いられる金融資産は企業特殊的な資産ではない⁶⁸。しかし、デリバティブ取引は、事業に付随するリスク・ヘッジや、業として行う資産運用のために用いられることが多い。継続すべき事業⁶⁹とデリバティブ取引の間に合理的な関係が認められる場合であれば、継続企業価値を構成する資産であるとして、管財人等によって履行が選択されることが望ましいと考えられる⁷⁰。

他方で、債務者の事業再建においてデリバティブ取引等が不可欠ではなく、上記の目安によれば、管財人等が契約解除・一括清算ネットティングを選択すべき場合であっても、当該契約解除・一括清算ネットティングがシステミック・リスクの顕現化に寄与してしまう場合には、履行を選択させ、本体あるいは譲受先のもとで取引を継続させることが社会的に望ましいことはあり得る。もっとも、そうした判断を管財人等が行い得るかが問題となる。まず、一般的な管財人等に金融システムへの影響の考慮を求めるのは難しいと考えられる。また、仮に管財人等が当局の助言等を得て金融システムへの影響等を判断できるとしても、履行選択の判断において公益

.....
67 双方未履行双務契約について管財人による履行選択権が認められていることの制度趣旨については、学説上争いがある。もっとも、いずれの見解においても、管財人の履行選択権の行使は破産財団の利益のために行使されるべきである点、双方未履行双務契約に基づく両債務の対価的均衡およびこれに基づく相手方の地位が保障されるべきである点は共通しているとの評価がある（竹下ほか [2007] 204～205 頁 [松下淳一]）。上記のような理解からすれば、当該契約が再建後の企業価値の向上に資するものであるかを履行選択権の判断基準に求めるという本稿の立場に妥当性が認められるように思われる。

68 デリバティブ・レボ取引の多くは、いったん契約を終了したのちに再度締結することが可能であるという意味では代替可能な資産と考えられる。もっとも、取引を再度締結（再構築）する場合には、追加コストが発生する可能性がある。

69 なお、再建型手続によって本体で事業が継続する場合のみならず、清算型手続によって事業譲渡先の事業として継続する場合もあることから、Lubben [2009] のような清算型手続か否かという判断枠組みは適当ではないと考えられる。

70 他方、レボ取引は、短期的な資金調達手段であるため、その継続が事業継続にとって不可欠となることは限定的と考えられる。したがって、多くの場合には、解除が選択され、一括清算ネットティングがなされると考えられる。

を優先することが倒産法上許容されるかも問題となり得る⁷¹。公的当局の関与のあり方をはじめ、何らかの立法手当てが必要であると考えられる。

ハ．履行選択の単位——チェリーピッキングの問題について

同一の相手との間で複数のデリバティブ取引等がある場合に、管財人等が個々の取引ごとに履行選択を行い得るとすれば、債務者にとっての有利不利に応じて、一部の取引については解除をし、また別の一部の取引については履行を求めることが可能となり、相手方に著しく不公平な状況が生じかねない（いわゆるチェリーピッキングの問題）。

わが国のみならず、米国でも、一括清算ネットティングの支持者はこの問題も一括清算ネットティングの必要性の根拠としてきたが⁷²、この問題は履行選択の単位を、個々の取引ではなく、同一の相手との同一の基本契約書に基づくすべての取引とすることができれば解消し得る⁷³。現行法のもとで、そうした扱いが可能であるかが問題であり、この点、わが国で有効性が認められているオブリゲーション・ネットティング⁷⁴においては、通貨と履行期が同一であることが前提となっている。これに対し、デリバティブ取引等においては、基本契約書に基づくすべての取引の通貨と履行期が同一であるとは限らないため、履行期より前に1つの債権債務関係に置き換えることは現行法上困難であると考えられる。その場合には、立法により、履行選択の単位を、同一の相手との同一の基本契約書に基づくすべての取引とすることが考えられる⁷⁵。

71 管財人の職務遂行には、不文律として公益性（社会的相当性）も求められているとの見方もある（伊藤 [2005] 参照）。こうした立場にたてば、当局が一般倒産手続に対しどのように関与するか（助言を行うのみか、判断主体となるのか、さらには、公的当局主導の手続が必要なのか）という具体的な制度設計の問題が大きいように思われる。

72 前掲注 15 参照。

73 Skeel and Jackson [2012] p. 187 は、同一の基本契約に基づく債権債務の双務性は、当該基本契約書に基づき生じるすべての債権債務の間に認められるものであるとして、管財人等は同一の相手との同一の基本契約書に基づくすべての取引を基準として、履行を選択し得るとしている。

74 オブリゲーション・ネットティングとは、相対の当事者間で、履行期が到来する前に、通貨と履行期が同一の債権債務を、当該期日を履行期とする新たな債権債務関係に置き換えることをいう。わが国では、段階交互計算として第三者との関係でも効力を有すると解されている。前田 [1987]。こうしたオブリゲーション・ネットティングの法律問題について、日本銀行金融研究所 [1987] 参照。

75 なお、米国の連邦預金保険法やドッド＝フランク法では、譲受金融機関等に QFCs を引き継ぐ場合には、すべての QFCs を1つの金融機関に対して引き継ぐこととされている（FDIA § 11(e)(9) (12 U.S.C. § 1821(e)(9)), Dodd-Frank Act § 210 (c)(9)）。

4. おわりに

本稿では、米国連邦倒産法におけるデリバティブ取引やレポ取引の優遇——一括清算ネットティングの有効性の例外的な承認——の妥当性に関する米国での最近の議論を紹介するとともに、一括清算ネットティングの有効性を認めるべきであるというコンセンサスに多少の揺らぎが生じていることを踏まえ、わが国現行法におけるデリバティブ取引等の一括清算ネットティングの有効性の例外的な承認がないという仮定のもとで、わが国倒産法におけるデリバティブ取引等の取扱いに関する問題点等について検討を試みた。

倒産時において同質の取引については極力同等の取扱いを行ったうえで、やむを得ない場合に限り必要最小限の例外的取扱いを行うというアプローチは、法的な一貫性の確保、一般債権者の保護および取引手段の選択にかかる中立性の確保等の観点から有効なアプローチの1つと考えられる。しかしながら、本稿の検討で明らかになったとおり、現行法上の一括清算ネットティングの有効性の承認にかわり、こうしたアプローチを採用するうえでは、検討を要する倒産法上の問題もあると考えられる。一括清算ネットティングの有効性を見直すに当たっては、本稿で扱うことはできなかった論点ではあるが、金融機関の監督・規制等に与える影響等、検討すべき点も少なくないと考えられる。

デリバティブ取引やレポ取引にかかる一括清算ネットティングの倒産法上の取扱いについては、一括清算ネットティングがもたらすメリットとデメリットを比較衡量しつつ、デリバティブ取引等に関する問題については既に国際的な規制・監督等の見直しにおいてさまざまな対応が進捗していることを踏まえながら、システムック・リスクの顕現化を確固として防止するためのバランスのとれた法制度のあり方を検討していくことが今後の課題である。

参考文献

- 伊藤 眞、「破産管財人の職務再考——破産清算による社会正義の実現を求めて」、『判例タイムズ』1183号、2005年、35～46頁
- 小野 傑・神田秀樹・田中幸弘・山田誠一・和仁亮裕、「座談会金融システム改革を巡る法的諸問題」、『金融法務事情』1522号、1998年、26～52頁
- 神田秀樹、「ネットィ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、1994年、7～15頁
- 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会、「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」、『金融研究』第32巻第4号、日本銀行金融研究所、2013年、25～104頁
- 新堂幸司、「スワップ取引の法的検討——ISDA 契約の倒産法上の問題について（上）」、『NBL』523号、1993a年、6～20頁
- 、「スワップ取引の法的検討——ISDA 契約の倒産法上の問題について（下）」、『NBL』524号、1993b年、12～19頁
- 、「金融派生商品取引の倒産法的検討——1992年版 ISDA 基本契約における一括清算条項の効力（上）」、『NBL』552号、1994a年、6～12頁
- 、「金融派生商品取引の倒産法的検討——1992年版 ISDA 基本契約における一括清算条項の効力（下）」、『NBL』553号、1994b年、13～20頁
- ・神田秀樹・松下淳一・野本 修・中村義行・渡辺 彰・田中輝夫・和仁亮裕、「座談会 金融派生商品におけるネットィング契約の法的有効性」、『金融法務事情』1386号、1994年、16～43頁
- 竹下守夫編集代表・上原敏夫・園尾隆司・深山卓也・小川秀樹・多比羅 誠編、『大コンメンタール破産法』、青林書院、2007年
- 日本銀行金融研究所、「支払決済システムの法律問題に関する研究会報告書——オペレーション・ネットィングの法律問題について」、『金融研究』第6巻第1号、日本銀行金融研究所、1987年、135～167頁
- 日本証券経済研究所、『図説 日本の証券市場 2012年版』、2012年
- 淵田康之、「米国におけるチャプター 14 新設提案——金融会社向けの新たな破綻処理制度——」、『資本市場クォーターリー』2012年秋号、2012年、105～113頁
- 本多正樹、「レポ取引の発展と法律構成について（1）——債券と資金との交換または相互の貸借の取引——」、『民商法雑誌』134巻2号、2006a年、207～257頁
- 、「レポ取引の発展と法律構成について（2・完）——債券と資金との交換または相互の貸借の取引——」、『民商法雑誌』134巻3号、2006b年、329～356頁
- 前田 庸、「わが国における法律問題（支払決済システムの法律問題に関する研究会報告書第3部）」、『金融研究』第6巻第1号、日本銀行金融研究所、1987年、160～165頁

- 山名規雄、「一括清算ネットティング法の概要」、『金融法務事情』1520号、1998年、17～23頁
- 山本慶子、「金融機関の早期破綻処理のための法的考察：破綻した金融機関の株主の権利を巡る欧米での議論を踏まえて」、『金融研究』第33巻第3号、日本銀行金融研究所、2014年、83～126頁（本号所収）
- 渡辺宏之、「店頭デリバティブ取引における『一括清算』と『担保』をめぐる問題」、『金融法務事情』1976号、2013年、6～17頁
- 和仁亮裕、「一括清算に関する覚書」、青山善充・伊藤 眞・高橋宏志・高見 進・高田裕成・長谷部由紀子編著『民事訴訟法理論の新たな構築（下巻）』、有斐閣、2001年、801～820頁
- Ayotte, Kenneth, and David A. Skeel, Jr., “Bankruptcy or Bailouts?,” *Journal of Corporate Law*, Vol. 35, 2010, pp. 469–498.
- Bergman, William J., Robert R. Bliss, Christan A. Johnson, and George G. Kaufman, “Netting, Financial Contracts, and Banks: The Economic Implication,” *Federal Reserve Bank of Chicago*, WP 2004-02, 2004, pp. 1–37.
- Bliss, Robert R., and George G. Kaufman, “Derivatives and Systemic Risk: Netting Collateral and Closeout,” *Journal of Financial Stability*, Vol. 55, 2006, pp. 55–70.
- BCBS (Basel Committee on Banking Supervision), Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, Bank for International Settlements, March 2010.
- Board of governors of the Federal Reserve System, Study on the Resolution of Financial Companies under the Bankruptcy Code, 2011.
- Edwards, Franklin R., and Edward R. Morrison, “Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?” *Yale Journal on Regulation*, Vol. 22, 2005, pp. 91–122.
- Faubus, Bryan G., “Narrowing the Bankruptcy Safe Harbor for Derivatives to Combat Systemic Risk,” *Duke Law Journal*, Vol. 59, 2010, pp. 801–842.
- FSB (Financial Stability Board), “Key Attributes of Effective Resolution for Financial Institutions,” 4 November 2011.
- , “Consultative Document Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos,” 18 November 2012.
- Jackson, Thomas H., “Chapter 11F: A Proposal for the Use of Bankruptcy to Resolve Financial Institutions,” in Kenneth E. Scott, George P. Shultz, and John B. Taylor, ed. *ENDING GOVERNMENT BAILOUTS: AS WE KNOW THEM*, Hoover Institution Press Publication, 2009, pp. 217–251.
- , “Bankruptcy Code Chapter 14: A Proposal,” Thomas H. Jackson, Kenneth E. Scott, Kimberly Anne Summe, and John B. Taylor, Resolution of Failed Financial Insti-

- tutions: Orderly Liquidation Authority and a New Chapter 14, Studies by the Resolution Project at Stanford University's Hoover Institution Working Group on Economic Policy, April 25, 2011.
- King, Lawrence P., (editor in chiefs), *Collier on Bankruptcy*, Matthew Bender, 15th ed. Rev. (1996) (本文中は Collier として引用)
- Lubben, Stephen J., "Derivatives and Bankruptcy: The Flawed Case for Special Treatment," *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 12, 2009, pp. 61–78.
- , "The Bankruptcy Code Without Safe Harbors," *American Bankruptcy Law Journal*, Vol. 84, 2010, pp. 123–144.
- Morrison, Edward R., and Joerg Riegel, "Financial Contracts and the New Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges," *American Bankruptcy Institutional Law Review*, Vol. 13, 2005, pp. 641–664.
- Partnoy, Frank, and David A. Skeel Jr., "The Promise and Peril of Credit Derivatives," *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 75, 2007, pp. 1019–1051.
- Roe, Mark J., "The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator," *Stanford Law Review*, Vol. 63, 2011, pp. 539–590.
- Skeel, David A. Jr., "Governance in the Ruins," *Harvard Law Review*, Vol. 122, 2008, pp. 696–743.
- , "Bankruptcy Boundary Games," *Brooklyn Journal of Corporate Financial & Commercial Law*, Vol. 4, 2009, pp. 1–21.
- , and Thomas H. Jackson, "Transaction Consistency and the New Finance in Bankruptcy," *Columbia Law Review*, Vol. 112, 2012, pp. 152–202.
- Vasser, Shumuel, "Derivatives in Bankruptcy," *The Business Lawyer*, Vol. 60, 2005, pp. 1507–1546.