

《論 説》

2010年金商法改正による店頭デリバティブ 規制の見直し

——CDS取引の清算集中義務化を中心として——

満 井 美 江

I はじめに

2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券の破綻から、一気に広がった世界的金融危機に対しては、法制度・経済学・金融論等さまざまな視点から原因分析が行われ、再発を阻止するための新たな国際金融秩序の再構築や、各国における各種の立法・施策が推進されている。同年11月15日、世界経済・金融市場の深刻な状況を協働して解決していくため、G20の首脳がワシントンでサミットを開催し、「金融・世界経済に関する首脳会合宣言」を公表した。同宣言においては、危機の根本的な原因を、①市場参加者がリスクを適正評価せずに高利回りを求め、脆弱なリスク引受の基準・不健全なリスク管理慣行・複雑で不透明な金融商品がもたらした過度のレバレッジによりシステムの脆弱化が創出された ②政策・規制当局がリスクを適切に評価できず、金融の技術革新にもついていけなかった ③背景として経済政策・構造改革が、一貫性・調整を欠いた不十分なものであったことにあるとしている。

ワシントン・サミット以降、これらの原因に対して講ずべき措置が検討され、2009年4月開催のロンドン・サミット、2009年9月開催のピッツバーグ・サミットにおいて、順次、具体化・明確化され、推進されている。中でも、リーマン・ブラザーズ証券破綻・AIG資本注入の引き金となったとされた店頭デリバティブ取引の一種、クレジット・デフォルト・スワップ (Credit Default Swap 以下、CDS) については、国際的に膨大な

相対取引が金融機関の間で行われているにもかかわらず、市場の透明性が欠如していること、リスク評価が必ずしも適正に行われていないことから、規制の見直しが必要であるとの認識に至っている。

ただし、CDS 自体は欠陥のある金融商品ではなく、CDS 取引の決済に問題があることが明らかになっており⁽¹⁾、その問題点は、①カウンター・パーティー・リスク（取引の相手方が、契約で決められたとおりの支払いを行わないリスク）②店頭市場が中心であることによる取引の透明性欠如③オペレーショナル・リスク（CDS では、取引が急増したにも関わらず、その標準化が進まなかったために、取引の照合・契約書調印等の事務手続きが追いつかず、決済ミスの確率が高まることや、大きなイベントが発生した時の迅速な決済が困難となることなどのリスクが懸念されていた）にあるとされた。

そのため、ワシントン・サミット以降、決済の安定性確保のための監督規制強化が必要であるとの認識の基に、ピッツバーグ・サミットにおいて、店頭デリバティブ市場の改革方針（決済リスクの集中、履行の保証等）が明示され、「遅くとも2012年末までに、標準化された全ての店頭デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所また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」ことが合意された。

この中央清算機関とは、各取引当事者から債務を引受け、集中的に支払・受払額を相殺（ネットィング）した上で、日々、取引当事者が市場動向に応じて、どの程度の危険負担をおこなうべきかを算定（値洗い）し、翌日にはこの算定に応じた担保を取引当事者から徴求することで、取引当事者間の債権債務の決済リスクを極小化する役割を担うものである⁽²⁾。標準化された店頭デリバティブ取引について、中央清算機関への集中を義務化することにより、前述のCDS取引の決済における問題への対応措置となる。

この店頭デリバティブ市場の改革は、日本においては、2010年度の金融商品取引法改正で、「店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上」に係る施策として盛り込まれ、店頭デリバティブ取引に関する ①

清算機関の利用の義務付け ②清算機関の基盤強化 ③取引情報保存・報告制度の創設 に対応する条文の改正・新設がなされた。

本稿では、まず、金融商品取引法による日本の清算機関に係る規制の概要を確認する。次に、本改正の背景となった世界的金融危機に対応するための店頭デリバティブ取引に関する国際的な規制・監督について、その経緯と概要、具体的な施策として公表されたガイダンスを概観する。そして、この国際的な規制・監督に、金融商品取引法改正や清算機関がどのように対応し、または対応しようとしているかについて分析・検証を行う。中でも、CDSのクレジット・イベントの認定に関する制度・対応は特に重要なポイントであり、また、これまでもCDS取引市場において、憂慮される事例の発生もあったことから、特にこの点については、詳細に取り扱う。

II 金融商品取引法の清算機関に係る規制の概要

1 日本の清算機関

(1) 清算機関制度の整備

証券取引法（現・金融商品取引法）における清算機関制度に関する対応は、2002年6月12日、「証券決済制度の改革による証券市場の整備等のための関係法律の整備等に関する法律」の成立に基づき、証券取引法において清算機関制度を創設し、証券決済制度の一層の改善が図られたことに始まる。このとき、同法第2条の定義規定において、有価証券等清算次ぎ（27項）・有価証券（現・金融商品）債務引受業（28項）・証券（現・金融商品）取引清算機関（29項）が追加され、以下の清算機関制度が整備された。

- ①「資金や証券の受け渡しについて実質的なマルチラテラル・ネットィングを行う」とともに、「取引にかかる債務の履行を保証する機能を有する」機関としての清算機関の設立

- ②清算機関参加者が、清算機関を通じて有価証券取引の清算を行うことによって、清算の相手方の決済履行を確実なものとする事
- ③清算機関に参加ができない非清算参加者が行う有価証券取引についても、清算参加者に取り次ぎをさせることによって清算参加者の債務として取り扱うこと

(2) 現在稼働している清算機関

(1) の制度整備により、現在、日本において、取引所とは別に独立して設立される清算機関会社（アウトハウス型）3 機関と、取引所が清算機能を兼ねる（インハウス型）2 機関の計 5 機関⁽³⁾が稼働しており、それぞれの清算機関の主な清算対象取引、資本金、株主については、表 1 のとおりである。

表 1 国内清算機関 5 社の概要

清算機関		主な清算対象取引	資本金	株主
アウトハウス型	日本証券クリアリング機構	国内各証券取引の現物株式、東証の先物・オプション	17億円	国内 6 取引所
	日本国債清算機関	店頭市場取引の国債	18億2640万円	清算参加者（証券会社等）
	ほふりクリアリング	相対取引の株式等	3 億1000万円	証券保管振替機構
インハウス型	大阪証券取引所	大証の先物・オプション、為替証拠金取引	47億2300万円	（ジャスダック市場上場）
	東京金融取引所	為替証拠金取引、金利先物取引	58億4465万円	本邦金融機関（銀行、証券）

2 清算機関の参入・行為に関する法規制

(1) 参入規制

①免許制（156条の2～5）

清算機関の行う決済業務は、2条28項「金融商品債務引受業」として定義されている。同業務は、金融商品取引業者等を相手方として、金融商品取引業者等が行う対象取引に基づく債務の引き受けを業として行うもので

あり、156条の2により「金融商品債務引受業」を行うには、内閣総理大臣の免許を要する。免許の審査基準は156条の4第1項の1号から3号において以下のとおり規定されている。2010年改正では、4号が追加（以下、同年改正の追加につき【新設】と表記）となり、店頭デリバティブを取り扱う清算機関として、特に重要である担保管理や決済を適正・確実にを行う機能の整備が明文化された。

1号	定款・業務方法書の内容が法令に適合し、金融商品債務引受業の適正かつ確実な遂行が可能
2号	財産的基礎と良好な収支見込み
3号	金融商品債務引受業を適正かつ確実に遂行できる知識・経験・社会的信用を有する人的構成
【新設】 4号	未決済債務等の決済に充当する担保の適切な徴求や、決済について、円滑に行われるための信頼性の高い設備の運用、適正かつ確実に行われるための仕組みおよび体制の十分な整備

②資本規制（【新設】156条の5の2、156条の12の3）

清算機関は、危機の伝播を遮断する役割を担うシステム上重要なインフラであり、その基盤強化の必要性が高いため、リスク管理能力の向上を図る観点から、政令で定める額以上の資本金額を要とするもの⁽⁴⁾。減資を行う場合は内閣総理大臣の認可、増資を行う場合は届出を要する。

③主要株主規制（【新設】156条の5の3、156条の5の5～156条の5の11）

②の資本規制と同様、清算機関の市場におけるインフラとしての重要性を鑑み、特定の大株主による運営への不当な影響力の行使や、清算参加者の範囲や対象取引に対する恣意的な策定を回避するため、主要株主規制が導入された。具体的には、5%を超える議決権の保有者の内閣総理大臣への届出、20%以上の取得・保有は、事前の内閣総理大臣の認可を要するというものである。

156条の5の6によれば、認可の基準として、認可申請者が、清算機関の業務の公共性に関し十分な理解を有すること・十分な社会的信用を有する者であることを要する。

156条の5の9第1項によれば、主要株主が法令に違反したときや、主要株主の行為が、国内清算機関の業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれがあるときに、監督上の処分（主要株主の認可の取消その他監督上必要な措置）を行うことができるとしている。

（2）行為規制

清算機関には、その取扱業務の重要性から、①兼業制限（156条の6第2項）、②業務方法書による業務の運営（156条の7）、③秘密保持義務（156条の8）、④不当な差別的取扱の禁止（156条の9）、⑤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（高度なリスク管理）の義務付け（156条の10）、⑥定款や業務方法書の変更にかかる認可制（156条の12）の行為規制が課せられている。2010年改正では、実質的な改正はなく、法改正に合わせ、関係する条文に形式的な文言修正が行われているに留まる。

3 清算機関が対象とする取引

（1）2010年改正前の規制

清算機関の対象となる取引すなわち金融商品債務引受業の対象となる取引は、金商法2条28項、施行令1条の19（昭和40年政令第341号）により、有価証券の売買および貸借、デリバティブ取引（市場・店頭）、信用取引等ならびにこれらの取引に基づく債務を履行するために行う金融商品または金銭の授受である。先に挙げたとおり、現在日本において稼働している清算機関で取り扱われている金融商品は、現物株式、国債、取引所の先物・オプション、為替証拠金等であり、業務方法書を通じて当局の認可事項となっている（金商法156条の7第2項2号）。

清算機関は、売買契約や貸借契約等の契約に基づくすべての債務（契約上の地位に基づく債務）を引き受けるのではなく、契約に基づく個別の有価証券等の引渡債務または代金等の支払債務のみを債務引受の対象とする。よって、原因関係たる法律関係は当事者間に残存し、この場合における清算機関は、履行保証機能付きの決済機能（いわゆる DVP 決済機能⁽⁵⁾）のみ

を提供していることとなる。⁽⁶⁾

当局の認可については、一定の流動性のある取引に限定するか、または、最終的には清算参加者に損失負担させることで限定しない考え方もあり得るが、時価評価やリスク測定の手法が確立していなければ、馴染まないとの指摘がある。⁽⁷⁾

（２）2010年改正による規制

①156条の62により清算機関の利用が義務付けられる対象取引

2010年度の金商法改正により、我が国の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがある一定の店頭デリバティブ取引等について、免許もしくは承認または認可を受けた清算機関の利用が義務付けられることとなった（156条の62）。具体的な取引の特定は、内閣府令に委任されているが、金融庁が2010年1月21日に公表した「金融・資本市場に係る制度整備について」（以下、「金融・資本市場の制度整備」）によれば、以下のCDSと金利スワップが想定されている。

金商法	対象取引	利用清算機関
156条の62 第1号：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って、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	我が国法制下での執行と密接に関連し、一定の取引規模がある取引（具体的に、当面はCDSの指標取引 ⁽⁸⁾ のiTraxxJapan)	国内清算機関（156条の2または156条の19第1項の免許または承認を受けた者）
156条の62 第2号：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（1号に掲げる取引を除く）	取引規模の大きい取引（現状において、具体的には、金利スワップのブレーションバニラ型 ⁽⁹⁾ ）	国内清算機関、国内清算機関と外国清算機関が連携して行う方式（156条の20の16第1項の認可を受けた方式）、外国清算機関の直接参入（156条の20の2の免許を受けた者）のいずれか

②156条の62第1号が対象とする取引の特性

156条の62第1号では、対象とする取引の要件として、取引規模や債務

の不履行が資本市場に与える影響の他、「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」という規定を置いている。この特性とは、CDS という商品が、我が国での破綻要件と密接に関係しているところにある。

CDS は、その対象としている企業に債務支払いの不履行や会社更生法手続き開始といった信用リスクが顕在化した場合、クレジット・イベントの発生が認定され、CDS の保険としての機能が実現し、CDS の保有者に対し、CDS の売り手から、保証されていた資金の支払いが行われる。そのため、「いつ、どのような信用リスクが顕在化して、クレジット・イベントが発生したと認定されるか（清算要件の認定）」は、当事者間において非常に重要な事項である。このクレジット・イベントの認定は、日本企業の破綻の場合であっても、現在までのところ、国際的な実務慣行として、国際金融業界の任意団体である ISDA（International Swaps and Derivatives Association、国際スワップ・デリバティブズ協会⁽¹⁰⁾）が行っている。

そのため、2010年改正において、①清算要件の認定に当たり、取引当事者間で国際的に採用されている実務慣行を尊重しつつ、国内清算機関が適切に関与する必要 ②国内清算機関が契約当事者として清算要件の認定内容等に対して必要な主張を行うことができることとする必要 から、CDS 取引の国内清算機関への清算を義務付けることとした⁽¹¹⁾としている。よって、この国内清算機関による関与が具体的にどのようなものとなるかが重要なのであるが、今回の法改正では特段明らかにはされておらず、現在までのところ、「金融・資本市場の制度整備」等の金融庁の公表資料や、法制担当者の解説等においても明確ではない（この点について、詳細後述）。

なお、清算集中義務の対象は、政令によって取引規模の大きい金融機関同士の取引に限定されることが想定されている。これに関しては、システミック・リスクの低減・回避が一般の店頭デリバティブ取引の規制見直し目的であることから、上記特性を有する CDS の全取引をカバーしなければならないということには必ずしもならず、取引や取扱金融機関の規模に

において、十分にその目的を達成できる規制が行われれば、規制の有効性に問題はないと考えられる。⁽¹²⁾

4 清算機関におけるリスク管理に関する規制

(1) 金商法による規制

清算機関は、取引当事者が市場動向に応じて、どの程度の危険負担をおこなうべきかを算定（値洗い）し、翌日にはこの算定に応じた担保を取引当事者から徴求することで、取引当事者間の債権債務の決済リスクを極小化し、システミック・リスクを回避するための制度的枠組みを提供することに存在の意義があり、取引の義務化が要請される最大の理由もここにある。すなわち、リスク管理を適正・確実に言い得る清算機関を設立することが、2010年改正の主眼であり、参入規制において、156条の4第4号（適切な担保の徴求や決済が円滑に行われるための信頼性の高い設備の運用、適切かつ確実に言われるための仕組みおよび体制の十分な整備）が新設されたことは、その証左である。

従って、清算機関のリスク管理に関する規制が、どのような内容であり、いかにエンフォースメントされるかが、本質的に重要な問題である。しかしながら、156条の10は、「金融商品債務引受業により生じた清算機関の損失を最終的に清算参加者に負担させる」無限責任を規定している他、リスク管理の具体的な手法の定めはなく（政令も同様）、今回の法改正でも、前述の参入規制以外には、特段の新設規定もない。

(2) 国際的機関による国際金融分野における規制

上記のとおり、清算機関のリスク管理に関して金商法上の詳細な定めがない一方、実際には、現在、日本において稼働している清算機関において、国際金融分野における監督規制・ルールに則ったリスク管理体制の構築が図られている。具体的には、国際決済銀行（BIS）の支払い・決済システム委員会（The Committee on Payment and Settlement Systems。以下、⁽¹³⁾CPSS）および証券監督者国際機構（IOSCO）の専門委員会が共同で

策定した「清算機関のための勧告（2004年11月）」の規定する一定の基準がそれである。

このような国際的機関による国際金融分野における規制には、より一般的に知られているものとして、パーゼル銀行監督委員会（1974年設立。G10諸国の中央銀行と銀行監督等当局等13カ国がメンバー）が策定した金融機関に一定の自己資本比率を要求する「バーゼル合意」や、IOSCOによる証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定等があり、どちらも、合意・策定事項の多くが国内法化されている⁽¹⁵⁾。たとえば、銀行の自己資本比率規制では、パーゼル委員会で合意された自己資本比率基準値は、銀行に対する監督規制の枠組みの中で金融庁長官の告示として発出され、エンフォースメントされる。IOSCOの策定した原則も、同様に、金融庁や証券取引等監視委員会の監督に反映される。

前述の「清算機関のための勧告」も、国際機関によって決定されるルールであることは、「バーゼル合意」や証券監督に関する原則・指針等と同様である。しかし、日本において、同勧告の国内法化は、法令や監督当局によるガイドライン等の形に現れてはいない。背景には、現状、日本の清算機関は免許制で極めて数も限られており、このような明文規定がなくても、個別に監督を行うことが可能であると考えられること、詳細は後述するが、同勧告が、「清算機関は、勧告の遵守状況の自己評価を実施し、（勧告において示されている）鍵となる質問への回答を（自ら行い、その結果についての）情報開示の基礎として利用することを推奨する。清算機関の監督やオーバーサイトに責任を負う各国当局も、管轄下の清算機関が勧告を遵守しているかどうかを評価し、また必要に応じて遵守に向けた計画を策定することが期待されている」とする、いわゆるプリンシプル・ベースの規制となっていること等があると推測される。

この「清算機関のための勧告」は、今般の金融危機によって明らかとなった店頭デリバティブ取引における「決済」上の問題を解決するため、CPSSとIOSCOによる見直しが行われ、2010年5月10日に『『清算機関の

ための勧告』を店頭デリバティブ清算機関に適用する際のガイダンス（案）」が公表されている⁽¹⁶⁾。この策定途上のガイダンスは、現時点のスケジュールによると、2011年初めに最終的なものが公表される予定となっている。

Ⅲ 店頭デリバティブ取引に対する国際的な規制・監督

1 サミットにおける店頭デリバティブ取引の規制・監督の概要

今般の店頭デリバティブ取引に対する国際的な規制・監督は、国際金融分野における G7・G20が世界金融危機への対処として協働し、打ち出した市場改革方針の一環であり、2008年11月、ワシントンDCにおいて開催された20カ国・地域（G20）の首脳会議（サミット）、2009年4月、ロンドンにおいて開催された同サミット、同年9月、アメリカ・ピッツバーグにおいて開催された同サミットにより、順次具体化してきたものである⁽¹⁷⁾。ピッツバーグ・サミット以降は、サミットの合意内容の実施に向けた業界や国際機関等の取り組みが進展し、先に述べたとおり、2010年5月、CPSSとIOSCOが、『「清算機関のための勧告」を店頭デリバティブ清算機関に適用する際のガイダンス（案）」とする店頭デリバティブの清算機関に適用する際の指針等を公表、コメントを募っている状況にある。以下、各サミットの国際的な金融規制・監督の概要・方向性について、店頭デリバティブ取引を中心に述べる。

（1）ワシントン・サミット（2008年11月）

2007年7月、アメリカの大手証券ベアー・スターン傘下のヘッジファンド2社が、サブプライム・ローン関連資産の値下がり で資金繰りが行き詰ったことが表面化した。次いで8月、欧州の有力銀行であるフランスのBNPパリバの傘下の3ファンドも、同様にサブプライム・ローンが原因で資金繰りが逼迫し、ファンド凍結を発表、金融市場に大きなショックを与えた。続いて9月には、短期金融市場の信用収縮の打撃を受けたイギリ

スの中堅銀行であるノーザン・ロックに取り付け騒ぎが発生、その後も、欧米の金融機関の評価損失や業容の悪化が次々と明らかになる中、遂に2008年9月、アメリカ大手投資銀行のリーマン・ブラザーズ証券が破たんに至り、深刻な世界的金融危機が発生するに至った。この世界金融危機の発生への対応として、2008年10月、ワシントン DC において G20 緊急首脳会合（金融サミット）が開催され、ここにおいて、金融セクターの規制を改革し、金融安定化を目指すための行動計画が検討・発表された。

同サミットにおいて、店頭デリバティブについては、「監督・規制当局は、CDS および店頭デリバティブ取引のシステミック・リスクを低減させるための努力を加速し、市場参加者が、CDS 契約のための取引所取引または電子取引基盤を支持するよう要求し、店頭デリバティブ市場の透明性を向上させ、さらに店頭デリバティブのためのインフラが、増加する取引高を支えられるものとなるよう努める」とされた。

（2）ロンドン・サミット（2009年4月）

2009年4月、ワシントン・サミットのフォローアップとして、ロンドンにおいてサミットが開催され、G20の首脳が合意した主要な改革に関して「金融システムの強化に関する宣言」を発表した。同宣言では、金融安定化フォーラムを拡充して金融安定理事会を再構成すること、銀行の健全性規制や、金融機関の報酬規制の強化、会計基準の改善、信用格付会社を規制監督制度の対象とする等、今般の金融監督規制の大きな方向性が打ち出された。

店頭デリバティブ規制については、同宣言において、「規制の範囲を、システム上重要な金融機関、市場及び商品の全てが適切な程度の規制及び監督の対象となることについて合意」した中で、「特に、効果的な規制・監督を受ける中央清算機関の設立を通じ、信用デリバティブ市場における標準化と強靱性を促進する」とし、「業界に対し、2009年秋までに標準化に関する行動計画を策定するように求める」とされた。

（3）ピッツバーグ・サミット（2009年9月）

ロンドン・サミット後、欧米では、金融規制の大規模な構造改革・規制
法案の検討が推進され、約半年後の2009年9月、アメリカのピッツバーグ⁽¹⁹⁾
においてサミットが開催された。同サミットにおいて公表された「首脳声
明」において、店頭デリバティブについては、「遅くとも2012年末までに、
標準化された全ての店頭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。我々は、金融安定理事会とその関連メンバーに対して、実施状況及
びデリバティブ市場の透明性を改善し、システムック・リスクを緩和し、
市場の濫用から守るために十分かどうか定期的に評価することを要請す
る」ことが確認された。

（3）国際機関によるガイダンスの策定

前述のとおり、2008年11月のワシントン・サミットにおいて合意・発表
された行動計画中の店頭デリバティブ取引に対する規制・監督強化の方針
に沿い、2009年4月のロンドン・サミットおよび同年9月のピッツバーグ
・サミットにおいて、店頭デリバティブ取引規制・監督制度の強化推進が
勧告された。これを受けて、CPSS および IOSCO 専門委員会は、具体的
な検討を進め、2010年5月10日、「CPSS と IOSCO による店頭デリバティ
ブ市場における清算機関および取引情報蓄積機関のための政策ガイダンス
の市中協議について」とするプレス・リリースを発表した。

このプレス・リリースは、「『清算機関のための勧告』を店頭デリバティ
ブ清算機関に適用する際のガイダンス（案）」（以下、「店頭デリバティブ
清算機関のガイダンス（案）」）と、「店頭デリバティブ市場における取引
情報蓄積機関のための考慮事項（案）」（以下、「店頭デリバティブ取引情
報蓄積機関の考慮事項（案）」）と題する二つの報告書からなる。同ガイダ
ンスは、2004年11月24日、上記の2委員会が公表した現行の「清算機関の
勧告」⁽²⁰⁾に対して、店頭デリバティブ商品・市場に固有の複雑なリスク特性
や市場構造を踏まえ、店頭デリバティブを取扱う清算機関が、同勧告に関

する整合的な解釈、理解および適用を促すため、勧告のポイント毎に、要点を示している。二つの報告書は、市中協議文書（パブリック・コメントの募集）として公表されたもので、2010年6月25日を期限として、関係者からの意見募集を行った。CPSSとIOSCO専門委員会は、市中協議期間後の終了後の最終報告書公表は行わず、2010年2月2日に開始を発表した⁽²¹⁾ 金融市場インフラに関する国際基準全般の見直し作業に組み込まれることとなるとしている。

（４）「店頭デリバティブ清算機関のガイダンス（案）」の概要

「店頭デリバティブ清算機関のガイダンス（案）」は、清算機関（一部は監督機関・法制当局も関連すると考えられる）に対する15の勧告を定めた「清算機関の勧告」のうち、勧告7（保管・投資リスク）、勧告9（資金決済）、勧告10（現物決済）および勧告11（清算機関間のリンクにおけるリスク）を除いた⁽²²⁾11の勧告それぞれに、店頭デリバティブ取引・市場固有の特性を踏まえ、店頭デリバティブ清算機関に適用する際の要点を追記したものである。筆者は、その15の勧告と要点を要約し、表2に整理した。

従来清算機関への勧告に対して、店頭デリバティブ取引の特性を勘案して追加された要点を概観するに、①規制外（の可能性のある）取引や取引主体への考慮 ②流動性の低い取引への考慮 ③リスクやコスト管理に対しては、最新・継続的・定期的（場合によっては独立機関か第三者による）に、最新で厳格な分析・点検を行う といった点が共通に現れている。すなわち、従来清算機関が取り扱ってきた大量で定型的かつ複雑でない現物株式や上場デリバティブ等の決済においては想定する必要のなかった考慮や、最先端かつ厳格なリスク・コスト管理能力が要請されており、清算機関の業務遂行能力はもとより、これを監督する各国当局においても、格段のレベル・アップの要請が示唆されていることが読み取れる。

表2 「清算機関のための勧告」と店頭デリバティブ清算機関に適用する際の要点

	「清算機関のための勧告」 (下線は、監督機関・法制当局関連)	店頭デリバティブ清算機関に 適用する際の要点
勧告1. 法的リスク	<u>確固とした透明で執行可能な 法的枠組み</u>	清算機関における業界標準や市場 ⁽²³⁾ プロトコルの役割の透明性確保
勧告2. (清算参加者の) 参加要件	<ul style="list-style-type: none"> 十分な財務資源・強固な業務運営 参加要件のモニタリング手続き 参加要件の公表、参加の公正性 	<ul style="list-style-type: none"> 規制対象外参加者への参加要件によるリスク低減 破綻対応手続時に参加者が加わる場合の参加要件追加要否の検討
勧告3. 信用エクスポージャーの測定と管理	<ul style="list-style-type: none"> 信用エクスポージャーの測定(日次) マージン要件・リスク管理策によるエクスポージャー制限 	<ul style="list-style-type: none"> 商品特性(リスク測定におけるストレスや相関)の十分な理解・専門知識の装備 流動性が低い商品の価格情報源の継続的点検や市場価格が入手不可となった場合の代替算定手段
勧告4. マージン要件	<ul style="list-style-type: none"> 通常の市場環境下におけるエクスポージャーのカバー マージン要件設定モデル・パラメータの定期的見直し 	<ul style="list-style-type: none"> マージン手法に対する、内部の独立組織か第三者による厳格なテストを通じた定期的な点検 マージン要件設定時の取引代替性・流動性の考慮 参加者へのマージニング範囲 手法の明確な開示
勧告5. 財務資源	最大のエクスポージャーを有する参加者の破綻に耐える十分な財務資源(鍵となる論点として、同時に破綻する可能性の評価の必要性。財務資源が即時に利用可能でない場合の流動性確保としての与信枠取得)	<ul style="list-style-type: none"> 明確・最新のシナリオによる定期的ストレステスト 参加者のリスク管理に対するインセンティブに与える影響を考慮した財務貢献・利用規定 参加者が清算機関を利用していない可能性のある取引への考慮

<p>勧告6. 破綻対応手続</p>	<p>明確な規定化と主要な点の公表</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・破綻参加者以外の参加者の手続（オークション参加等）義務の明確な事前取決めの検討 ・破綻参加者のポートフォリオの管理（ヘッジ取引など）能力 ・関連コストの勘案 ・分別管理方針の明確化と情報提供、破綻参加者の顧客ポジション・担保の移管の努力
<p>勧告7. 保管・投資リスク</p>	<p>最小限の信用・市場・流動性リスク商品の保有</p>	<p>_____</p>
<p>勧告8. オペレーショナル・リスク</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・オペレーショナル・リスクの特定と、システム・管理・手続き整備による最小化 ・信頼性が高く十分な処理能力のシステム 	<ul style="list-style-type: none"> ・業務継続計画・サービス委託先の選定・モニタリングの専門知識を有するスタッフ ・リンク先の評価・定期的な点検
<p>勧告9. 資金決済</p>	<p>信用・流動性リスクの除去または厳格な制限</p>	<p>_____</p>
<p>勧告10. 現物の受渡</p>	<p>現物受渡の債務明確化とリスクの管理・特定</p>	<p>_____</p>
<p>勧告11. 清算機関間のリンクにおけるリスク</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・国内外リンクにおけるリスク評価と継続的管理の確保 ・証券監督者・オーバーサイト主体間の協力・強調の枠組⁽²⁴⁾ 	<p>_____</p>
<p>勧告12. 効率性</p>	<p>参加者が満足するコスト面の効率性</p>	<p>受付・清算のリスク・コスト・便益の詳細な定期的分析</p>

勧告13. ガバナンス	公益の要請を満たし、目的をサポートする明確性・透明性	<ul style="list-style-type: none"> ・バイサイド・非居住者等の広範な参加者・関係者の利益と清算機関固有の役割を考慮したガバナンス ・緊急時に参加者等の関係者を関与させる強固なガバナンス手続き ・リスク管理・法的安定性および透明性等幅広い論点を考慮されたガバナンス手続き ・業界標準や市場プロトコルの順守
勧告14. 透明性	市場参加者のための十分なリスク・コスト評価情報の提供	データ表示・配信の共通基準
勧告15. 監督とオーバーサイト	<ul style="list-style-type: none"> ・透明で実効的な監督とオーバーサイトに服すること ・中央銀行と証券監督者および他の関係当局の相互協力 	<u>複数の法域の関係当局が関与する場合の清算機関からの報告方法の共通化促進</u>

（５）「清算機関のための勧告」のエンフォースメント

既に述べた通り、「清算機関のための勧告」は、2004年11月、CPSS と IOSCO の 2 委員会が公表した国際機関によって決定されたルールであり、いわゆるプリンシプル・ベースの規制であることが推測される。理由の一つとして、次に述べるエンフォースメントの枠組みが存在していることが指摘できる。

エンフォースメントの枠組みは、「清算機関のための勧告」公表時のプレス・リリースにおいて、この勧告の内容について、また、清算機関および監督当局への要請について、以下のとおり明確化されている。

1. 本報告書は15の勧告本文とこれらに付随する解説からなり、本勧告は清算機関が直面する主要なリスクをカバーしている。本報告書は、勧告の遵守状況を評価するための方法論も含んでおり、鍵となる論点と質問を特定し、評価カテゴリーの当てはめに関するガイダンスを提

供している。

2. CPSS と IOSCO 専門委員会は、清算機関が勧告の遵守状況の自己評価を実施し、鍵となる質問への回答を情報開示の基礎として利用することを推奨する。また、清算機関の監督やオーバーサイトに責任を負う各国当局も、管轄下の清算機関が勧告を遵守しているかどうかを評価し、また必要に応じて遵守に向けた計画を策定することが期待される

すなわち、①「清算機関の直面するリスクは本報告書によってカバーされている」ので、清算機関は、本報告書の勧告によって態勢構築・整備を図る ②次に、「清算機関は、勧告への遵守状況について、本報告書が示す具体的な方法（鍵となる論点・質問に回答する）に従って自らを評価」する ③さらに、「清算機関は、鍵となる質問に行った回答を基礎として利用し、自らの情報開示を実施」する ④そして、「清算機関の開示情報を、清算機関の監督やオーバーサイトを行う各国当局が評価」する ⑤また、「各国当局は、管轄下の清算機関の評価の結果、遵守状況に問題があれば、遵守させるための計画を策定」する ことが要請されているのである。

「清算機関のための勧告」は、このような清算機関と各国当局の対応を組み込むプロセスを仕組むことにより、清算機関に勧告を遵守させる、いわゆるプリンシプル・ベースの規制の枠組みを取っているものと考えられる。従って、この勧告は、国際法の立法や条約・協定を締結することなく、枠組みの最終に各国当局を関与（清算機関の勧告の遵守状況の評価および状況に不足ある場合の遵守促進策の策定）させることにより、清算機関の勧告遵守を実現させる枠組みとなっているといえる。

ただし、各国あるいは各国当局が、この関与について、明文化あるいは明示的な合意をしている訳ではない。それでも、この枠組みは現実に機能しており、その事情は前述したとおり、国際金融分野においては、先進各国の金融監督当局が集まり、関与して策定したルールについては、追って

国内法化・ルール化が図られるという、国際的機関における国際金融分野における規制慣行が定着していることによると考えることが可能であろう。

IV 日本の対応状況

1 金商法・清算機関（日本証券クリアリング機構）の対応状況

前述のとおり、店頭デリバティブ規制については、G20の合意・確認事項および国際的機関であるCPSSとIOSCOの2委員会が策定したガイダンスに基づき、日本においても国内法化する法律・政省令の改正・制定が整えられつつある。まず、2010年度金商法が行った改正については、既に概要を述べたとおりである。政省令へ委任されたものについて、例えば、内閣府令によることとされた清算機関の資本金規制の具体的金額等については、2010年10月、その政令・内閣府令案等の概要が公表された。ただし、清算機関のリスク管理に関しては、特段の案は提示されていない。既に2004年に「清算機関のための勧告」が出され、また、清算機関に関する内閣府令も同年に成立していた過去の状況を確認すると、内閣府令は、「清算機関のための勧告」の内容を直接・詳細に反映したものとはなっていない。今般の金商法改正に伴う改正府令も同様に、おそらくは「店頭デリバティブ清算機関のガイダンス（案）」の内容を直接・詳細に反映したものでない可能性がある。

そうであったとしても、清算機関がガイダンスの要請を免れることにはならず、問題にはならないであろう。なぜならば、前述のとおり、本ガイダンスの性格がプリンシプル・ベースの規制の枠組みを取っており、これに従えば、詳細な規定が内閣府令に置かれなくとも、「清算機関自らが、ガイダンスの遵守状況を自己評価して情報開示」し、それを監督当局が評価することでエンフォースメントが実現されてきており、それは、2004年度の改正においても、今般改正においても同様と考えられるからである。

實際上、これまでのところ、日本の清算機関の中で、店頭デリバティブ

取引清算業務の取り扱いの対応を検討している旨を公表している日本証券クリアリング機構（以下、JSCC）と東京金融取引所は、ガイドンスや法改正状況をにらみつつ、検討を行い、またその対応の進捗状況について公表している。⁽²⁵⁾ 直近では、JSCC が、最終的な店頭デリバティブ取引の清算業務に関する制度要綱案を取りまとめて公表し、2010年6月30日から7月30日まで、パブリック・コメントを募った。これによれば、「金利スワップについては、英国の LCH. Clearnet Ltd との間でのリンクを構築することについて協議を開始している」こと、「CDS 取引については、今般の金商法改正によって、2012年11月までに一定の条件を満たす CDS 取引について、国内清算機関の利用が義務付けられることを受け、2011年4～6月をめどに、清算業務を開始すべく、制度要綱案をとりまとめた」こととしている。したがって、この制度要綱案は、「店頭デリバティブ清算機関のガイドンス（案）」を遵守した内容となっているはずであり、金融庁は、それを確認して認可することとなろう。

よって、「店頭デリバティブ清算機関のガイドンス（案）」への目下の日本の対応状況は、2010年改正後の金商法と、JSCC の制度要綱案の内容を、同ガイドンスと対照させることで確認できる（逆に、同ガイドンスでは対応されていないが、日本においては規制されている内容も確認することができる）。そこで、「店頭デリバティブ清算機関のガイドンス（案）」のそれぞれの勧告について、筆者が、対応する金商法の条文と JSCC 制度要綱案の記載を特定し、取りまとめたものが表3である。

概観するに、金商法と JSCC の制度要綱案の対応により、勧告における要請は、実体上のものを含めれば、概ねカバーされている。要請への対応が、金商法と JSCC に分かれているものは、それぞれの要請への対応については、決済リスクを低減させるという清算機関の存在意義上、法的強制力によるべきであると考えられたものと、清算機関自体が自主的に取り組むことで実効性や効率性が期待できるものとに分類されて対応が行われたであろうこと等が推測できる。なお、金商法と JSCC の制度要綱案の双方に明

文化・公表されていない不明点もあるが、内容を見るに、JSCC が社内規定に収めたり、態勢整備によって対応を図ったりすることが適当と考えられるような詳細かつ個別具体性の強い要請事項であるため、金商法と JSCC の制度要綱案には対応する記載がないと推測できるものが多い。本事例は、プリンシプル・ベースの枠組みをとる国際的な資本市場規制に、いかにして日本の資本市場が対応したか、あるいは対応しようとしているかが示された一例ということができよう。

表3 「店頭デリバティブ清算機関のガイダンス（案）」に対する金商法・JSCC 制度要綱案の対応

勧告	金商法または JSCC の CDS 取引に係る清算業務に関する制度要綱案の対応
勧告1. 法的リスク	<p>《金商法》 156条の4第1項1号（免許審査基準：定款・業務方法書の法令適合、適正・確実な業務遂行）、156条の12（定款・業法書変更の認可）、府令6条（業法書の記載事項）</p> <p>〈JSCC〉 [1. 清算対象取引] 取引の基本契約書や営業日調整・日数計算等は、ISDA 準拠・定義集による。</p>

<p>勧告2. (清算参加者の)参加要件</p>	<p>〈JSCC〉</p> <p>[2.(1) 清算資格の取得要件及び維持要件] (数値基準は、引き続き検討)</p> <p>① 金融商品取引業者又は登録金融機関。</p> <p>② 財務状況について次に掲げる基準と安定した収益力の見込み (ただし、純財産額 (純資産額) 基準・格付基準を満たしている親会社等が保証している場合は、適用しない。)</p> <p style="padding-left: 2em;">【金融商品取引業者に係る基準】 (格付け以外は JSCC の現行の清算制度と同様)</p> <p style="padding-left: 2em;">純財産額 5,000億円以上、自己資本規制比率 200%超、格付け A 格相当以上</p> <p style="padding-left: 2em;">【登録金融機関に係る基準】 (格付け以外は JSCC の現行の清算制度と同様)</p> <p style="padding-left: 2em;">純資産額 5,000億円以上、自己資本比率：海外に営業拠点を有する金融機関：8%超、国内基準は海外に営業拠点を有しない金融機関：4%超、保険会社：ソルベンシー・マージン比率400%超、A 格相当以上 (格付投資情報センター、日本格付研究所、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチレーティングのうちいずれかの長期債務格付け。格付けが A 格相当未満になった場合は、当初証拠金を割増す (A 一格相当：10%、BBB+格相当：100%、BBB 格相当：150%、BBB 格相当未満：清算資格喪失))</p> <p>③ 適切な経営体制及び破綻した清算参加者のポートフォリオの処理手続に参加できる業務執行体制 (裏付けとして、自社又は自社を含む企業集団の保有 CDS 取引ポートフォリオが5,000億円以上)</p> <p>[2.(3) 清算参加者の義務]</p> <p>清算参加者の破綻参加者のポートフォリオの処理手続 (オークション実施・不成立時の引受) への参加。</p> <p>[2.(5) 清算参加者に対する措置等] (JSCC の現行の清算制度と同様)</p> <p>(i) 規則違反等による債務引受停止、清算資格取消し (他の清算参加者への通知又は公表を行う)、(ii) 過大なポジションを有する場合の報告、増担保等措置、ポジション改善指示、(iii) 担保に関する規制措置 (代用有価証券の銘柄集中時等の預託制限等)、(iv) 清算業務の運営上必要と認める場合における資料の請求 (監査報告書の提出を義務化)、検査等</p>
------------------------------	--

<p>勧告3. 信用エクスポージャーの測定と管理</p>	<p>《金商法》 156条の3第2項4、7号（免許の申請）、156条の4第1項1、3号（免許審査基準：適正かつ確実に業務を遂行できる定款・業法書、知識・経験・社会的信用のある人的構成）、【新設】4号（リスク量に応じた適切な担保の徴求）、府令2条の2第6号（知識・経験を有する従業員の配置、機構図等の提出）、府令13条（業法書に基づく規則の届出） 〈JSCC〉 [1. 清算対象取引] 取引の基本契約書や営業日調整・日数計算等は、ISDA 準拠・定義集による。 （不明点：流動性の低い商品の価格情報源の継続的点検等）</p>
<p>勧告4. マージン要件</p>	<p>〈JSCC〉 [4. 証拠金] 清算参加者は、自己取引及び各顧客の証拠金（当初証拠金所要額と変動証拠金所要額の合算値）を預託する。証拠金の計算及び通知は、JSCC が行う。不足が生じた場合は、翌日の正午までに預託する。 （不明点：モデルやパラメータの定期的見直し）</p>

<p>勧告5. 財務資源</p>	<p>《金商法》 156条の4第1項2号（財産的基礎、収支見込み）、【新設】156条の5の2（資本金の額）、【新設】156条の12の3第1項（資本金の額の変更に係る手続き） 〈JSCC〉 [4. 証拠金] 証拠金計算の基礎データ（全銘柄の気配値）を日々提供する清算参加者には、手数料を割引。 [9. 清算基金]（最低所要額は、5億円程度を想定） ・所要額：①証拠金の支払いが行われない状態で清算参加者が破綻した場合に発生する損失、②極端ではあるが現実には起こりうる市場環境下（ストレス状態）において複数の清算参加者が破綻した場合に、当該破綻参加者の預託する証拠金等が不足することで発生する損失をカバーできる額。（現在の上場デリバティブ商品については、過去3か月の95%をカバーする額。・ストレス状態での清算参加者破綻時の損失は、市場が過去に経験した最も変動の激しい期間において、その有するポジションに係るリスク相当額が大きい上位2社が同時に破綻した場合の損失額などを想定。損失額の按分は、各清算参加者の証拠金所要額によるなど） ・所要額は、JSCCが原則として月に一度算出し、通知。 ・清算基金は、円、国債、米国財務省債券、株券等。 （不明点：参加者が清算機関を利用していない可能性のある取引への考慮、財務資源の通常業務への流用禁止規則、財務資源が即時に利用できない場合の流動性確保のための与信枠）</p>
----------------------	---

<p>勧告6. 破綻対応手続</p>	<p>《金商法》 156条の11の2（特別清算手続等開始時、全取引を早急に解消すべく、清算機関の業法書の定めによる一括清算を明確に規定） 〈JSCC〉 [10. 決済履行保証スキームの枠組み] ・JSCC の破綻によるシステミック・リスクの発生回避のため、清算参加者の破綻により JSCC に発生する損失は次の順位により補填。 (第1位) 破綻清算参加者の証拠金・清算基金 (第2位) JSCC による補填 (第3位) 破綻清算参加者以外の清算参加者の清算基金（CDS 取引に係る清算基金に限る） (第4位) 清算参加者による相互保証 ・破綻清算参加者以外の清算参加者の清算基金は、各清算参加者の清算基金所要額に基づいて按分比例した額（各清算参加者の清算基金所要額を限度とする。）を補填に充てる。 ・JSCC は店頭デリバティブ清算業務に係る利益に相当する額を、店頭デリバティブの清算参加者の破綻により生じる損失の補填に利用する。CDS 取引の清算業務の開始に合わせて一定額を確保（今後、決定。40億円程度を想定）。 [11. 決済不履行時] ・破綻清算参加者のポートフォリオ処理：①破綻処理に協力する清算参加者の招集、②破綻清算参加者のポートフォリオのリスクヘッジの実施、③破綻清算参加者のポートフォリオのオークションの実施、④（オークション不成立時の）ポートフォリオの強制割当て（LCH や ICE Trust と同様の枠組みを想定） ・破綻処理に協力する清算参加者の選任：6か月ごとに複数社（1社1名派遣。JSCC に助言等行う）、当該協力参加者の破綻に備え、予備の協力参加者を選任（ICE におけるデフォルト委員会と同様） ・破綻参加者の顧客ポジションの移管</p>
<p>勧告7. 保管・投資 リスク</p>	<p>〈JSCC〉 [4. 証拠金]、[10. 決済履行保証スキームの枠組み] ・証拠金・清算基金は、円、国債、米国財務省債券、株券等とし、円は付利しない。 (不明点：財務資源預け先金融機関のモニタリング)</p>
<p>勧告8. オペレー ショナル・リ スク</p>	<p>（オペレーショナル・リスクを明確に規定した法令・制度要綱案の条文・記載はないが、実際は、金商法第156条の4（免許の審査基⁽²⁶⁾準）の解釈、監督当局による検査、経営計画・内部規則⁽²⁷⁾・公表物等により担保されていると解釈し得る）</p>

<p>勧告9. 資金決済</p>	<p>《金商法》 【新設】156条の20の23（日本銀行からの意見聴取） 〈JSCC〉 [7. 資金決済方法] 清算参加者とJSCC との間の決済代金（固定支払、変動支払など）の授受は、ネットィングし、日銀ネットにおける口座振替（日本銀行の同意を要する）</p>
<p>勧告10. 現物の受渡</p>	<p>_____</p>
<p>勧告11. 清算機関間のリンクにおけるリスク</p>	<p>《金商法》 【新設】156条の20の2～23（免許・審査基準・特別清算手続開始時の手続き・財務基盤・人的構成要件等は国内と同様の規制適用。金融庁の直接の規制・監督、最低資本金・主要株主の規制は適用外） 〈JSCC〉（CDS 取引について、海外清算機関とのリンクは検討なし）</p>
<p>勧告12. 効率性</p>	<p>〈JSCC〉 [別紙2 CDS 取引に係る手数料の料率] ・海外清算機関の手数料率を参考に日本のCDS の市場規模を勘案して設定。 (不明点：定期的な分析・見直しの仕組)</p>
<p>勧告13. ガバナンス</p>	<p>《金商法》 156条の4第2項1号（免許審査基準：取締役会・監査役又は委員会設置の株式会社）、【新設】156条の5の3（主要株主規制：5%超保有で届出）、【新設】156条の5の4（主要株主届出書の虚偽等に対する報告の徴取・検査）、【新設】156条の5の5（主要株主規制：原則20%以上の保有は認可）、【新設】156条の5の5（主要株主の認可基準）、【新設】156条の5の6（主要株主の認可を与えない場合の審問）、【新設】156条の5の8（主要株主に対する報告の徴取・検査）、【新設】156条の5の9（主要株主に対する監督上の処分）、【新設】156条の5の10（主要株主に係る認可の執行）、【新設】156条の12の2（発行株式の総数等の縦覧） (不明点：JSCC のガバナンス体制の詳細開示。アニュアル・レポートによる限定的な開示あり)</p>
<p>勧告14. 透明性</p>	<p>(不明点：JSCC の情報開示については未発表。HP において既存の取扱商品に関する取扱高等の統計、アニュアル・レポートによる開示あり)</p>

勧告15. 監督とオー バーサイト	《金商法》 156条の2（免許）、156条の15（報告の徴取・検査）、156条の16（業務改善命令）、156条の17（免許の取消）、府令8条（定款・業法書の変更認可）、9条（定款・業法書の変更認可基準）、府令第14条（業務に関する提出書類：計算書類、事業報告書、清算預託金・取引証拠金明細表、主要株主、事故発生届等）
-------------------------	---

なお、「店頭デリバティブ清算機関のガイダンス（案）」の勧告で直接的に要請されていないが、金商法において、清算機関に課せられる規制もある。清算機関に対する行為規制の一部がそれであり、具体的には表4のとおりである。もっとも、この行為規制の一部については、勧告の要請で関連し得ると考えられる点もあることから、それらについては右欄に示した。

表4 勧告で直接要請はされていないが、金商法上の行為規制として規定されているもの

《金商法》	勧告の要請で関連し得る点
156条の4第1項3号：業務遂行能力（人的構成要件）	信用エクスポージャー管理能力（勧告3）、オペレーショナル・リスク管理能力（勧告8）
156条の6第2項： ⁽²⁸⁾ 兼業規制	財務資源の維持（勧告5）
156条の8：役職員の秘密保持義務	—
156条の9： ⁽²⁹⁾ 差別的取り扱いの禁止	ガバナンス（勧告13）
156条の10： ⁽³⁰⁾ 債務引受業の適切な遂行の確保（清算参加者の無限責任）	財務資源の維持（勧告5）

2 クレジット・イベントに係る規定

「店頭デリバティブ清算機関のガイダンス（案）」では、クレジット・イベントに関する規定を要請しておらず、また、金商法も同様であるが、前述のとおり、日本の店頭デリバティブ規制において、クレジット・イベントに係る規定上、「いつ、どのような信用リスクが顕在化したかを、誰がどのように認定するのか」という非常に重要な論点がある。法制担当者によれば、「現実に市場慣行となっている ISDA を尊重しつつも、国内清算

機関の利用を義務づけることを想定している⁽³¹⁾」となっている。

表5は、JSCCのクレジット・イベント（以下、表中においてCE。詳細後述）発生の認定から決済に至るまでの制度設計に関する制度要綱案の主要なポイントを、筆者がまとめたものである。前述の法制担当者の想定があるものの、制度要綱案の「12. 変動支払い（クレジット・イベント決済）」においては、「CE決済は、ISDA Credit Derivatives Determinations Committee（いわゆるイベント等決定委員会。以下「DC」といい、詳細後述）による枠組みをベースにした処理を行うこととし、JSCCの業務方法書に基づく処理となるため、各清算参加者によるISDAの各種プロトコルの批准の有無は問わない」と明示している。すなわち、結果的には、ISDAの決定に従ったのと同様の結果になるとも見てとれる記載振りとなっているのである。国内清算機関の利用義務付けを通じて、ISDAの決定も義務付けられることになるが、ISDAまたはDCの決定プロセスに対し、本邦の監督官庁・自主規制機関・清算機関自身によるISDAまたはDCへの参画や、DCの決定を採用することの可否を検証する等の関与については、現状、一連の法改正・清算機関の対応状況に関して公表された情報では、特段の法的な枠組みも実質的な担保も確認ができない。すなわち、ISDAまたはDCの決定が、何の法制度化・ルール化あるいは市場関係者の調整のプロセスを経ることなく、一方的に適用が強制されるという構図となる可能性がある。これに対し、関係者間においては、制度要綱案の備考にあるとおり、「JSCCがDCにオブザーバーとして参加する方向でISDAと調整する」手当をすることで進捗している⁽³²⁾ようである。このまま収束した場合、DC内に、日本側の監督・清算機関とも発言権を持った関与者がいないこととなるため、一方的な適用強制およびその弊害の懸念が払拭されないのではないかと思われる。

表5 制度要綱案によるCE発生時の認定から決定までのプロセス概要（下線はISDAまたはDCの関連）

内容	備考
CE の認定	
<p>(1) JSCC は、原則として <u>DC における CE 認定に基づき CE の認定を行う</u> (CE を認定した場合に、JSCC はその事実と手続きについて清算参加者に通知する)。</p>	<p><u>JSCC が DC にオブザーバーとして参加する方向で ISDA と調整する。</u></p>
<p>(2) JSCC は、<u>DC が判断を行わなかった場合に備え</u>、JSCC 内部に、広範な清算参加者が参加する形での決定委員会を設置する。</p>	<p>決定委員会の設置については、CPSS-IOSCO 勧告の見直しの内容を踏まえつつ、<u>ISDA 等関係者ととも</u>に検討を行う。</p>
<p>(3) バンクラプシー、支払不履行 バンクラプシー又は支払不履行と認定された参照組織を対象とする CDS 取引については、一律に CE 決済を行う。</p>	<p><u>認定は DC の判断 (ない場合は、JSCC)。</u></p>
<p>(4) リストラクチャリング リストラクチャリングと認定された参照組織を対象とする CDS 取引については、CE 決済を希望する清算参加者は、JSCC の定める期間内に JSCC に対して CE 通知を行い、JSCC を通じて、原取引の相手方も含めて CE 決済を行う。</p>	<p><u>同上</u></p>
CE の決済の方法	
<p>(1) 原則として、<u>DC の決定に基づき開催されるオークションによる価格を最終決済の価格として利用し</u>、現金決済を行う。</p>	<p>ISDA のオークション価格の利用は、<u>ISDA の合意が前提</u>。JSCC が債務引受けを行った取引であっても、清算参加者が <u>ISDA におけるオークションへ参加することは妨げない</u>。</p>
<p>(2) CE 決済は、DC の定めるオークション決済条件により定められた日に行う (上記オークションが不成立となった場合又は DC がオークションを開催しない旨決定をした場合には、JSCC の定めるところにより現物決済を行う)。</p>	

V DCの構成・運営と日本における事例

1 DCの構成と運営

前述のとおり、JSCCの制度要綱案によれば、日本企業であっても、そのクレジット・イベントの認定は、ISDAのDCの枠組みをベースに処理することとなっている。そこで、DCの構成と運営（クレジット・イベントの手続き、クレジット・イベントの定義）についてその概要を確認する。⁽³³⁾

(1) DCの構成

DCは、5つの地域別（中南米を含む北米、中東を含む欧州、日本、オーストラリア・ニュージーランド、日本を除くアジア）に設置され、各地域のDCは、DCの運営者（セクレタリー）を務めるISDAと、ディーラーとノン・ディーラー（資産運用会社やファンド等のディーラー以外の取引主体全般）から構成される。ディーラーとノン・ディーラーは、国際ディーラーと地域ディーラーから成り、またそれぞれ投票権の保有者と非保有者に分かれ、表6のとおり、それぞれの社数が決まっている。なお、ISDAに投票権はない。

表6 各地域のDC構成

DC セクレタリー（DCの運営者）		ISDA
投票権非保有		
投票権保有	ディーラー	国際ディーラー（Global Dealer）8社 地域ディーラー（Regional Dealer）2社
	ノン・ディーラー（Consultative Non Dealer）	5社
投票権非保有	ディーラー	国際ディーラー（Global Dealer）1社 地域ディーラー（Regional Dealer）12社
	ノン・ディーラー（Consultative Non Dealer）	1社

(2) DC 構成員の選任方法

DC 構成員の選任に際しては、原則として取引量・運用資産規模が考慮されることとなっている。ディーラーの選任方法は、参加の意思表示をしたディーラーを、毎年3月30日に、DTCC（The Depository Trust & Cle-

(34)
aring Corporation) のデータベースに記録される直近1年間の取引量により選出する。国際ディーラーは全地域の取引量において、地域ディーラーは当該地域の取引量において、重複がないように決定する。ノン・ディーラーの選任方法は、参加の意思表示をしたノン・ディーラーから、運用資産規模やCDSの取引実績等の要件を満たした当事者で構成されるノン・ディーラー委員会 (Non-dealer Committee Member) のなかから交替で選出する。投票権保有ノン・ディーラーは、公募ファンド運用会社 (registered investment company manager) と私募ファンド運用会社 (private investment company manager、いわゆるヘッジファンド) から、少なくとも1社ずつを選出する。なお、構成員は、複数回の入札への不参加、複数回のDCの欠席、諸費用支払いの滞納といった事由によって資格を喪失し、新たな構成員と入れ替えられることがある。

(3) DCの判断による設置体

DCは、審議の際、①法的な材料を提供する法務サブコミッティ (Legal Sub-Committee)、②専門的アドバイスを求める外部有識者パネル (External Review Panel) を設置することがある。事案が生じる都度、事前に地域毎に作成された有識者メンバーリスト (External Review Panel List) の中から、DCの投票権保有構成員が選任する。有識者メンバーリストは、ISDAの会員によって推薦され、DCの投票権保有構成員によって承認された当事者から構成される。過去事例を参照するに、外部の法律事務所の法律専門家が選任されるケースが多いとされている。

(4) DCによるクレジット・イベントの決定手続き

DCによるクレジット・イベントの決定手続きは、まず、DCの開催の決定から始まる。具体的には、ある事案、例えば参照組織 (主体) にクレジット・イベントが発生しているか否かについて、DCに審議を希望する市場参加者 (質問者) が、当該事案に関連する詳細な公開情報を付し、DCの招集をDCセクレタリーにリクエストする。投票権を保有する1 DC 構成員の承認により、開催が決定される。

次に、DCにおけるクレジット・イベントの決定を、投票権のある構成員の投票によって行う。クレジット・イベントや承継事由の発生・承継者の認定などは、投票権のあるDC構成員の8割以上の賛成（Supermajority）で、公開情報の適格性や入札決済実施の判断などは、過半数の賛成（Majority）で議決される。Supermajorityで賛成の議決が得られない場合は、外部有識者パネルに判断が委ねられる。

情報の公開については、質問者がDCセクレタリーにDCの開催をリクエストしてから、最終的な結論に到達するまでのプロセスが、逐一ISDAのホームページ上に公表されることとなっており、透明性の確保を図ることとされている。

（5）クレジット・イベントの定義

JSCCの制度要綱案によれば、清算対象取引は、①取引がISDAの定める基本契約書に準拠している ②クレジット・イベント（CE）が3CEであることを要件としている。前述のとおり、クレジット・イベントについては、ISDAの枠組みをベースにした処理を行うこととしているから、日本企業が参照組織（主体）であっても、CDS取引におけるクレジット・イベントの認定については、ISDAの定義するクレジット・イベントが適用されることとなる。ISDAのクレジット・イベントの定義は⁽³⁵⁾6つあり、この中から選択して適用する。先進国の民間法人に適用されるのは、現在のところ、バンクラプシー、支払不履行、リストラクチャリングの3つであり、制度要綱案も、この3つのクレジット・イベント（3CE）を、清算対象取引の要件としたものである。

但し、例えばバンクラプシーは、ISDAの邦訳によれば、「破産」となっているが、ISDAの用語定義によれば、日本の破産法に限らず、他の法的倒産手続きも含まれているとされている。すなわち、破綻後、企業は、清算手続きに入ることもあれば、会社更生法と民事再生法により経営再建を目指すこともあるが、どれもISDAの破産の定義に含まれることとなっている。また、債務超過の承認や、包括譲渡や任意整理、債務免除等、

法的手続きではない事象も含まれている。⁽³⁶⁾

2 アイフルの事業再生 ADR 事例

(1) アイフルのクレジット・イベント認定の長期化

これ迄、CDS のクレジット・イベント認定事例の中で、DC の判定に懸念・憂慮のあったケースが存在するが、⁽³⁷⁾ その中でも、特に CDS 取引関係者のみならず、事業再生関係者からも、問題の解決が図られるべきであるとして意識された事例として、2009年9～12月に発生したアイフルの事業再生 ADR がある。

2009年9月、アイフルが事業再生 ADR 手続きを申請した際、長期間にわたり、DC のクレジット・イベントの認定がペンディングされ、業界内において懸念の声が上がっていた。⁽³⁸⁾ 主な経緯は、表7のとおりである。長期化の原因については、DC 側の ADR 手続きへの理解不足や、DC の定めるクレジット・イベントの認定において求められる「債務支払いができないことを認める書面」の取り扱いを巡っての混乱が推測される。また、「質問者からの照会」への対応において、DC 構成員であるか否かによって、DC の対応に差異があったのではないかとの見方もある。⁽³⁹⁾

表7 アイフルのクレジット・イベント認定に至る経緯

2009.09.18	アイフルが事業再生 ADR 手続きを申請。事業再生実務家協会が仮受理。
2009.09.24	事業再生 ADR 手続き受理。S&P、格付を選択的債務不履行に引き下げ。
2009.10.初旬	あおぞら銀行（アイフルに多額の融資あり）が、ISDA に対し、「倒産」事由への抵触と、「債務条件の変更」事由の是非につき照会
2009.10.05～07	あおぞら銀行の照会に対し、ISDA は、「倒産」には「十分な公開情報がない」として棄却し、「債務条件の変更」については審査を拒否。その後も、照会が6件あったが、明確な回答せず。「債務不履行を証明する公開情報がないことを理由に判定を見送った」とされている。
2009.10.15	匿名の企業からの照会を ISDA が受理。
2009.10.16	前日に受理した書類（9月24日～30日の借入金の元本返済予定額の

金融機関別一覧表) に対し、アイフルが「機密文書である」旨の苦情を訴え、ISDA は一覧表を HP から削除。

2009.10.19 10.15の照会に対し、「アイフルに支払い不履行があったとする公開の証拠がない」として審査を拒否。その後、関係者間で、「ISDA の議論が長期化し、決着に時間がかかり過ぎている」として懸念の声があがる。

2009.12.24 アイフルの事業再生 ADR の成立(申請から成立までの間、アイフルの事業再生 ADR に大きな変更はない)。UBS (DC の構成員) からの照会に対し、12月30日付けで、DC が全会一致で「リストラクチャリング」を認定。

(2) アイフル事例以降の日本の対応

アイフルの事例により、CDS 市場関係者からは、債務者企業にかかる ADR 手続きと CDS 取引の関係に対する不透明感への憂慮が示され、もう一方では、ADR 関係者から、参加債権者が保有する CDS 取引の決済によって ADR 手続きの進行が困難になるのではないかという不安が表明された。このような事態を鑑み、2009年12月29日、ADR 関係者、学識経験者、金融機関・市場関係者による「事業再生 ADR における CDS に関する研究会」⁽⁴⁰⁾が発足されるに至った。同研究会では、「ADR と CDS の関係を整理し、ADR と CDS 市場とがそれぞれの役割を果たしつつ共存しうるものであることを明らかにするとともに、ADR 手続きが正確に認識される」⁽⁴¹⁾ことを目的としている。

その後、同研究会より、2010年4月23日に「事業再生 ADR における CDS に関する研究会」⁽⁴²⁾中間報告書が発表された。同報告書においては、研究会の議論において、①ADR の各手続き段階と CDS のクレジット・イベントとの関係や、ISDA は判断資料としてどのようなものが必要とされるのか ②クレジット・イベント発生の判断は、ADR 手続きにどのような影響を与えるのか ③同判断は、CDS 以外の取引にどのような波及効果を生じ、ADR にいかなる影響を与えるのか について、検討すべき課題として整理が行われたこと、また、課題①については、その議論の内容が公表されている。課題①の議論においては、各クレジット・イベントへの該当性については、複数の見解・問題が提起され、検討事項も示され

ており、収束にはまだ時間のかかる可能性が予見される。

また、そもそも事業再生 ADR は、2007年、事業再生の円滑化を目的として、当時の産業活力再生特別措置法の改正により新設された未だ新しい裁判外紛争解決手続きであり、2010年1月までに、この手続きを利用した上場会社は、日本アジア投資株式会社、株式会社コスモイニシア、アイフル株式会社、株式会社日本航空等の6社と、まだ事例数も少ない。運用開始から1年余り経過したところで、事業再生 ADR にも様々な問題点がクローズアップされるようになってきており、対象債権者を不満なく説得できるところまで整理がなされていないとの指摘もある⁽⁴³⁾。

このように、事業再生 ADR と CDS に関しては、お互いの調和が望まれるものの、どちらの側も情報・整理が十分ではなく、検討もこれからという段階にあるのが目下の状況のようである。それが故に、今後、DC のクレジット・イベント認定を巡っては、清算機関の DC へのオブザーバー参加のみにとどまらず、例えば、日本の倒産法制・事業再生手続関係者が、DC の法務サブコミッティや外部有識者パネルへ参画する等、日本の関係者による関与を検討する必要があると思われる。

- (1) IOSCO, Unregulated Financial Markets and Products, Final Report, September, 2009,29-34page。

同レポートでは、「カウンター・パーティー・リスク、透明性の欠如、オペレーショナル・リスクのこれら3つの問題が解決または軽減されている取引所取引では、今回の金融危機において、価格の下落があっても、大きな混乱もなく取引が継続された」ことを指摘している。日本においても同様に、「リーマン・ブラザーズ証券の破綻（2008年9月15日）後、証券取引・上場デリバティブ取引の決済が一時的に不履行または履行遅延を生じたが、清算機関や一部の市場参加者が、業務方法書や契約の定め等に基づいて同社に対するポジションを解消し、迅速な資金手当てをする等、我が国が整備してきた決済リスク削減策の機能の発揮により、9月末にはフェイル（未引渡し）が解消され、金融システムの安定性は損なわれなかった」との分析が報告されている。日本銀行決済機構局「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓—証券取引、上場デリバティブ取引の決済に

関して一」(2009年3月)

- (2) 寺田達史・高橋洋明・矢原雅文・河野高伸・太田昌男「逐条解説2010年金融商品取引法改正」(商事法務、2010年)19頁
- (3) 清算機関の数が少ない場合、競争原理の観点からは、独占や寡占による弊害の懸念がないとはいえない一方で、決済リスクの極小化や、市場および参加者のコスト・業務負担の観点からは、清算機関の乱立は好ましくない。弊害の回避には、監督規制や、清算機関自身のガバナンス強化等からのアプローチを検討すべきではないかと考える。
- (4) 寺田・高橋・矢原・河野・太田 前掲(注2)155頁。資本金の額については、平成22年10月に金融庁が公表した「平成22年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等の概要」(平成23年4月1日施行予定)では、国内清算機関の最低資本金を10億円としている。なお、2002年改正において資本規制が導入されなかった理由について、当時の法制担当者の解説によれば、「証券取引清算機関のリスク管理の在り方については、清算業務の対象とする有価証券の種類等や参加者の属性等のビジネスモデルにより種々のバリエーションがあることが想定されることから、一律の資本規制がなじまないと判断されたこと、清算参加者の債務の履行が確保され、他業が禁止されていれば、基本的に証券取引清算機関がリスクを負うものではないと考えられたから」とされている。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)69～70頁。つまり、2010年改正によって、店頭デリバティブ取引を取り扱う清算機関は、従来のリスクを負わないインフラから、リスクを負うシステム上重要なインフラに、その役割・機能を転換することとなり、その一端が資本規制の導入にあらわれているものと考えられる。
- (5) DVP (Delivery versus Payment) とは、モノとカネの引渡は同時に行い、どちらか一方の引渡が用意できない場合は、片方の引渡も行わないとする決済の方法である。元本リスクを削減するための最も有効な対策として用いられる。証券の引渡 (delivery) と資金 (payment) の支払いを同時に条件づけて行う (決済のタイムラグをゼロにする) ことにより、「相手からの受取が行われなければ、自分の支払いも実行されないようにする」仕組みをとる。これにより、「証券を引き渡したのに代金を受け取れない」とか、「代金を支払ったのに証券を受け取れない」といった事態を避けることができ、元本リスクを解消することができる。証券決済に関する国際的な勧告 (“Delivery versus Payment in Securities Settlement Systems,” BIS・CPSS, September, 1992) においては、「すべての証券取引の決済について DVP を採用すること」が求められている。中島真志・宿輪純一「証券決済

システムのすべて」（東洋経済新報社、2008年）47頁。

- (6) 麻生裕介「金融・資本市場における清算機関の意義と役割」NBL910号102～103頁。なお、2002年改正の法制担当者によれば、「証券取引に清算機関がなぜ必要となるかについては、①DVPの実現のための制度的枠組みの提供と、②決済における実質的なマルチラテラル・ネットティングの実現のための制度的枠組みの提供という二つの相互に密接に関連する側面から説明される」としている。高橋・長崎 前掲（注4）8頁。また、清算集中機関のマルチラテラル・ネットティングがリスク削減に資する論考として、神田秀樹「清算機関とネットティング」SFJ金融・資本市場研究第1号（創刊号）7～13頁。
- (7) 麻生・前掲（注6）103頁。
- (8) 日本企業のうち、CDS取引量の多い50社が破綻（クレジット・イベントの発生）した場合に、当該企業の社債等の保有者の危険に対する保険としての取引。寺田・高橋・矢原・河野・太田・前掲（注2）25頁。
- (9) 一定の期間、固定金利の支払いと、変動金利（6カ月 Libor（ロンドン市場における銀行間の短期資金調達時の金利指標を用いることが一般的））の支払いを交換する取引。寺田・高橋・矢原・河野・太田・前掲（注2）25頁。
- (10) ISDAは、1985年に設立された店頭デリバティブ市場参加者の業界団体であり、大手ディーラー、政府系機関、デリバティブのエンド・ユーザーなど820余りの会員から構成される。ISDAは、デリバティブ市場の発展のために、参加者と共同でインフラの整備、取引契約書の標準化、市場慣行の確立などに注力し、現在市場で取引される店頭デリバティブの大半が、ISDAの作成するマスター・アグリーメントに準拠している。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）71頁。
- (11) 寺田・高橋・矢原・河野・太田・前掲（注2）24頁。
- (12) 法律上は、金融商品取引業者・登録機関に対し、内閣府令で定める一定の取引に基づく自己および相手方の債務を、清算機関において清算させることを義務づけており、業者間の取引に限らず、取引当事者の一方が業者である場合も取引の対象となる。しかし、清算集中義務の対象については、「金融・資本市場の制度整備」において、「自らが破綻した際、そのポジションを他の金融機関に移転するコスト（再構築コスト）が甚大になるおそれがあるかどうか」「清算機関における経済合理性の観点」が示されているところ、カウンター・パーティー・リスクの顕在化に波及することを極力防止すると清算集中の趣旨を踏まえて、内閣府令により、取引規模の大きい金融機関同士の取引に限定することが想定されている。寺田・高橋・矢原・河野・太田・前掲（注2）25頁。

- (13) 支払・決済システム委員会（CPSS）は、中央銀行が支払・決済の仕組みやクロスボーダーまたは多通貨決済スキームの動向についてモニタリングおよび分析を行うためのフォーラム。CPSSの議長は、ニューヨーク連邦準備銀行総裁のウィリアムC. ダドリーが務め、CPSS事務局は、BIS内に設けられている。（2010年5月10日 CPSSとIOSCOのプレス・リリース「CPSSとIOSCOによる店頭デリバティブ市場における清算機関および取引情報機関のための政策ガイダンスの市中協議について」より）
- (14) IOSCOは、証券監督当局の政策フォーラムで、メンバーシップは、100を超える法域にまたがる世界の証券市場の95%超を監督する当局からなっている。（2010年2月2日 CPSSとIOSCOのプレス・リリース「CPSSとIOSCOによる資金決済システム、証券決済システム、清算機関に関する基準の見直しについて」より） 専門委員会は、IOSCOの理事会により設置された専門的なワーキング・グループで、世界の中でも規模が大きく、より先進的かつ国際的な市場を監督する18の当局で構成されている。国際的な証券・先物取引に関する主要な規制上の課題を検討し、そうした課題に対する実務的な対応を調整することを目的としている。同委員会の議長は、米国証券取引委員会委員のキャスリーン・ケイシー女史が務め、同委員会のメンバーは、オーストラリア、ブラジル、中国、フランス、ドイツ、香港、インド、イタリア、日本、メキシコ、オランダ、オンタリオ、ケベック、スペイン、スイス、英国および米国である。（前掲注13より）
- (15) 国際金融分野において、国際的な機関が関与し、作成したルールが、国内法化する理由・背景・側面等について、神田秀樹「国際金融分野におけるルール策定—バーゼルⅡを素材として」中山信弘・神田秀樹編『市場取引とソフトロー』(有斐閣、2009年) 7～14頁。
- (16) 今回の金融危機への対応として、「店頭デリバティブ取引の清算機関の利用がリスクを低減すること、清算機関のリスク管理が強固かつ包括的であることが重要であること、システミックな重要性も高まっていること、また、店頭デリバティブ商品の複雑なリスク特性から、取引所取引や現物商品よりも複雑な問題が生じ得ることといった課題については、2004年度の勧告において十分に検討されていなかったことから、2010年5月、「清算機関のための勧告」の統合的な解釈、理解および適用を促すため、改めて国際的なガイダンス『「清算機関のための勧告」を店頭デリバティブ清算機関に適用する際のガイダンス』を策定し、公表した。また、同時に、情報蓄積機関についても、「店頭デリバティブ市場における取引情報蓄積機関のための考慮事項」を提示した。
- (17) G7・G20が、世界的金融危機への対処として協働した規制・監督の全般

的な動きは、以下のとおり。

年・月	規制・監督の動き
2007年 10月	サブ・プライム問題の表面化から G7 財務相・中央銀行総裁会議で金融安定化フォーラム（FSF）発足
2008年 4月	金融危機の原因と対策に関する FSF 報告書発表。銀行の健全性規制強化、時価会計の検討、店頭デリバティブや証券化市場、格付けの改革など、その後の改革の主要な柱を提示。
2008年 11月	G20首脳による金融サミット第1回をワシントンで開催。金融安定化に向けた具体的な行動計画を発表。
2009年 4月	同サミット第2回をロンドンで開催。FSFを大幅に強化し、金融安定理事会（FSB）発足。同理事会が、国際会計基準審議会・証券監督者国際機構（IOSCO）・グローバル金融システム委員会・支払い決済システム委員会（CPSS）・バーゼル銀行監督委員会の総合調整を担うこととなる。
2009年 9月	同サミット第3回をピッツバーグで開催。金融規制改革のために、これまでのG20サミットで合意された内容が着実に実施されていることを評価。引き続きFSBに、進捗の監視と報告を要請。店頭デリバティブ市場の改善、国境を超えた破綻処理を含むシステム上重要な金融機関の問題への対処等、金融規制改革についても財務大臣・中銀総裁に対し取組の継続を指示。
2010年 6月	同サミット第4回をトロントで開催。欧州安定メカニズム等の実施、米国の金融改革法案を歓迎。過去のサミットでの金融規制改革のコミットメント達成にむけて協働することを確認。

- (18) ワシントン、ロンドン、ピッツバーグ・サミットにおけるG20合意・提言内容の概要については、外務省HP、金融審議会金融分科会基本問題懇談会（2009年10月1日開催）資料1「グローバル金融危機への国際的対応」（財務省国際局）、資料2「今後の金融危機を受けた国際的な議論の動向」（金融庁総務企画局総務課国際室）。G20提言実施の進捗状況については、「金融安定理事会によるG20への報告書の公表について」（平成21年11月12日金融庁公表）資料「G20提言実施の進捗状況」、淵田康之「グローバル金融新秩序 G20時代のルールを読み解く」（日本経済出版社、2009年）5～6、16～18頁。また、店頭デリバティブの規制をめぐる経緯については、淵田・321～324頁。
- (19) EUでは、2009年9月、欧州レベルのシステミック・リスクを監督する欧州システミック・リスク理事会（European Systemic Risk Board, ESRB）と個別金融機関の監督を欧州レベルで行う欧州金融監督者制度（European System of Financial Supervisors, ESFS）という2つの新たな監督機構の創設の構想が法案として公表された。その他にも、4月にヘッジファンド規

制案が公表され、7月に格付会社規制指令や証券化商品に関する資本要求指令が成立、店頭デリバティブ規制に関する政策文書も発表された。アメリカでは、包括的な金融改革法案の成立を目指し、2009年3月、財務省が、規制改革のフレームワークのアウトラインを発表。同年6月、これを踏まえて、オバマ政権が、大規模な金融制度改革を提案し、システム・リスクを把握するための金融サービス監督カウンシルの創設、システム上重要な金融機関に関する新たな規制・監督の枠組み、ヘッジファンドなどへの登録義務、証券化への規制、消費者金融保護庁の創設、金融持株会社などの破綻処理制度の構築などを提言した。淵田・前掲（注18）16～173頁。2010年夏現在、EUでは、100を超える法改正が予定されており、既に正式な提案が行われたものや、施行を待つ段階にあるものも多い。アメリカでは、2009年6～7月にかけて、米財務省は一連の法案を提出、2010年7月の金融規制改革法（ドット＝フランク法）の成立に至っている。

- (20) CPSS と IOSCO 専門委員会が共同で設置した証券決済システムに関する作業部会により策定された報告書で、清算機関のリスク管理に関する包括的な基準を定めたもの。2004年3月に、同2委員会が、市中からのコメントを募るための原案を市中協議報告書として公表し、中央銀行、証券監督者ならびに清算機関の運営主体や参加者からのコメントを得て、同年11月に公表した。本報告書は15の勧告本文とこれらに付随する解説（鍵となる質問・鍵となる論点）からなり、清算機関が直面する主要なリスクをカバーする。
- (21) 2010年2月2日発表された CPSS と IOSCO のプレス・リリースによれば、両委員会は、資金決済システム、証券決済システム、清算機関等の金融市場インフラにかかる既存の3つの基準（①システム的な影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル（2001年）、②証券決済システムのための勧告（2001、2002年）、清算機関のための勧告（2004年））の包括的な見直し作業を開始。見直し作業は、CPSS と IOSCO 専門委員会メンバーの証券監督当局の代表者によって進められるが、国際通貨基金・世界銀行も参加し、金融安定理事会が取り組んでいる金融システムの相互連携から生じるリスクの削減に向けた作業の一環と位置付けられている。この見直しについて、両委員会は、作業の進捗に合わせて、適宜、他の関係当局と協調しつつ、市場参加者とも意見交換し、見直し後の基準案を2011年初に公表し、市中協議に付すことを目指している。
- (22) 除かれた4つの勧告のうち、「勧告10. 現物の受渡」以外は、いずれも店頭デリバティブ清算機関に該当がないからではなく、そのまま店頭デリバティブ清算機関に適用することで過不足がないため、特段の要点が示されていないものと考えられる。

- (23) プロトコルとは、当事者間が予め定めておく規約を指す用語であるが、デリバティブ取引契約のケースでは、ISDA が中心となって、市場参加者の手続きを取りまとめて行い、これを参加者が批准することで、参加者それぞれのデリバティブ取引の契約に効力が及ぶ手続きを指している。デリバティブ取引においては、締結された手続きを実施する雛型として勧告する主契約（マスター・アグリーメント）と取引確認書と呼ばれる個別契約（コンファメーション）を利用することが慣行となっている。このマスター・アグリーメントやコンファメーションが締結されたのち、契約条項の一部に修正を加える必要がある場合に、ISDA がプロトコルという修正内容を記したドキュメントを作成し、これを批准した当事者すべての取引に自動的に適用する。これにより、多数の市場参加者の契約書修正の手間を省くことが可能となり、プロトコル方式による修正と呼ばれている。このような ISDA が核となて行う他の手続きとして、CDS のポジションの解消のために権利義務関係を第三者へ譲渡する場合の実務手続きの明確化（ノベーション・プロトコル）などがある。また、日本の金融機関の再編時の事業承継（2002年4月の日本興業銀行・富士銀行・第一勧業銀行のみずほグループへの再編）において、新旧の参照組織について識別が困難となった局面では、ISDA の委員会が、参照すべき組織について議論し、合意内容（「日本興業銀行と富士銀行はみずほコーポレート銀行、第一勧業銀行はみずほ銀行に承継されたこと」とした）を反映した合意書を取引当事者が取り交わすことで契約手続きを実施するプロトコル方式が取られた。木野・糸田・前掲（注10）17、190、217頁。
- (24) オーバーサイト（oversight）とは、一般に「監視」、「監督」、「管理」と訳されることが多いが、決済システムに関しては、各国中央銀行や決済システム関係者の間では、「中央銀行が、各種民間決済システムに対してモニタリング、評価、改善に向けた働きかけを行う活動」をオーバーサイトと呼ぶことが定着している。「決済システムに対する『オーバーサイト』の基本方針」（日本銀行公表、2010年5月14日）2頁。したがって、この文脈においても同様と推測される。
- (25) JSCC は、2009年3月27日に「OTC デリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会」における最終報告書、東京金融取引所は、2009年4月15日に「OTC デリバティブ取引のクリアリング制度に係る検討会とりまとめ」により、店頭デリバティブの清算業務の制度案等の検討状況を公表した。
- (26) 清算機関制度が設けられた2002年改正当時の法制担当者の解説によれば、審査基準として定めている第156条の4第1項3号「その人的構成に照らし

て、有価証券債務引受業を適正かつ確実に遂行することができる知識及び経験を有し、かつ、十分な社会的信用を有すること」に関しては、以下の事項を確認することとされている。①有価証券債務引受業に関する十分な知識及び経験を有した役職員が十分確保され、それらの者が各部門に適正に配置され、各部門が組織として機能すること ②内部管理の責任者が適正に配置されている組織態勢、人員構成にあること ③証券市場を巡る環境変化等に対しても、有価証券債務引受業を適正かつ確実に運営するに足る業務方法書の改正等の対応能力を有すること ④システム対応等の機械的な処理に対する能力を有すること。高橋・長崎・前掲（注4）69頁。

- (27) 例えば、日本証券クリアリング機構は、2008年1月「リスク管理制度の総合的な見直しについて」を公表。
- (28) システミック・リスクを回避する観点から、清算機関の経営の健全性が確保される必要があるが、有価証券債務引受業については、損失がある場合に備え、156条の10により、清算参加者に損失の全部を負担させる措置が講じられている。従って、清算機関が有価証券債務引受業のみを行ってれば、経営破綻リスクは回避できるが、その他の業務が自由に行われることがあれば、それによる損失で経営に影響が及ぶため、兼業が規制されているもの。高橋・長崎・前掲（注4）75頁。
- (29) 本条は、清算機関が株式会社であることから、特定少数の大株主に経営が委ねられる可能性が生じ得るが、このような場合に清算機関が特定少数の大株主の意向を受けて、特定の者に対し不当な差別的な取扱を行うならば、清算機関制度の発展が望めないことから、特定少数の大株主以外の者に対する不当な差別取扱の禁止を含めて行為規制を課すことにより、有価証券債務引受業の公正な運営を期し、もって清算機関制度の利用を促すこととされたもの。また、本条文新設当時（平成14年6月施行）、株式保有制限が導入されなかったのは、株式保有制限のある金融商品取引所（金商法103条の2）に比べて、清算機関の行う業務は定型的なものに限られ、債務引受等のルールを定めるもののその裁量性は少ないと考えられ、一定の行為規制をもって直接に業務の公正遂行に対する信頼性を確保すれば足り、あえて株式保有制限を課すことまでは必要がないものと考えられたため。高橋・長崎・前掲（注4）83～84頁。今回の金商法の改正では、主要株主規制が導入されており、その理由としては、「一定の店頭デリバティブ取引等について清算機関の利用を義務づけることとするためには、その前提として、清算機関には危機の伝播を遮断する役割を担うシステム上重要なインフラとしての機能が不可欠である。このため、特定の大株主により清算機関の運営に不当な影響力が行使され、清算業務に係る清算参加者の範囲や取扱商品の幅等の事項が恣意的

に策定されることとなった場合には、市場のインフラとしての清算機関の役割を十分に果たすことが出来なくなるおそれがある」ことが挙げられている。寺田・高橋・矢原・河野・太田・前掲（注2）27～28頁。

- (30) 清算参加者の無限責任については、JSCCの業務方法書79条において、特別清算料（不履行清算参加者が清算約定を履行せずJSCCが受けた損失について、証拠金や清算基金によってもなお補填し得ない損失があり、その損失額がJSCCの剰余金相当額を超えた場合には、不履行清算参加者以外の清算参加者は、JSCCの定めるところにより、特別清算料を納入する）として規定している。JSCCのディスクロージャー資料等においては、「清算参加者の相互保証（連帯保証） loss share rule」として公表されている。
- (31) 法制担当者は、「CDSは、参照企業の破綻時に支払いが行われるが、当該参照企業が破綻（クレジット・イベント）に該当するかどうかは、市場全体で統一的に処理するため、市場慣行として、ISDAの決定委員会が破綻について認定を行っている。決定委員会は、各地域（日、米、欧、オセアニア）ごとに開催し、日本の委員会には日本の会員が参加する等、各国の破綻法制と整合的な判定を行うための相応の配慮を行っている。しかし、ISDAはあくまで任意団体であり、日本企業について、日本国の法制と整合的な解釈がなされる保証はない。そのため、改正法においては、ISDAによるCDSのクレジット・イベントの認定に係る実務慣行を尊重しつつも、清算要件が日本企業の破綻要件と密接に関連していることから、その手続きに適切に関与することなどを確保するため、日本企業を参照するCDSの指標取引について、国内清算機関の利用を義務づけることが想定されている。」と説明している。寺田・高橋・矢原・河野・太田・前掲（注2）26頁。決定委員会（DC）については、本稿において詳細後述する。
- (32) 2010年10月開催の金融法学会第27回大会における和仁亮裕弁護士の発表資料によれば、「米国等の諸外国の動向と同様、清算機関がISDAのDCオブザーバーとしてクレジットイベントの認定等の判断に関与するという方向で、日本の金融庁と諸外国関係当局およびISDAとの調整がまとまるであろうと予想されている」とのことであり、JSCCの制度要綱案の備考欄と同様の状況が報告されている。同資料では、このような方向性となっている事情につき、「仮に、日本において、国内清算機関の利用を義務付け、クレジットイベントの認定を清算機関が行うという他国と違う枠組みを法的に設けるとすれば、クレジットイベントの判断に政治的意図が介入するおそれがあること、そこでの判断が他国の市場取引または相対取引にどのように影響するか不明であること等から、世界の取引市場を混乱させ、日本のCDS市場における海外からの取引参加者を減少させて、日本市場の発展を阻害するおそ

れがある。かかる観点も踏まえて改めて検討されたためか」と説明されている。和仁亮裕「デリバティブ規制の見直し」金融法務事情1903号（2010年）59頁。しかし、他国と違う枠組みをとることの是非については、北米・イギリスと日本では事情が異なることについて、考慮すべき面があるのではないか。たとえば、DCがISDAの用語定義集の解釈を行うに際しては、最終的に外部有識者パネル（詳細後述）の判断に耐えられる必要があることから、北米の企業についてはニューヨーク州法が、それ以外の国の企業については英国法が用いられることになるとされている。木野・糸田・前掲（注10）159頁。すなわち、ISDAに判断を委ねた場合、実態として、北米・イギリスでは、そのまま自国の法律が適用されるが、北米・イギリス以外の国では、自国の法律ではなく英国法が適用される可能性があるという事情が存在し、また、北米・イギリスでは政治的意図の介入が存在しないといえるのか等についても、十分に検討すべきものではないかと思われる。

- (33) DCの概要については、ISDA ホームページ (<http://www.isda.org/>)、木野・糸田・前掲（注10）149～154頁。
- (34) 米国最大の証券保管振替機関で、傘下に、振替機関のDTC（株式）、清算機関のNSCC（株式）とFICC（国債）を有する。CDS取引についても、2006年頃から、DTCC子会社のDTCC Deriv/SERV社が提供するCDSの取引照合サービスが市場参加者に普及。2009年1月29日時点の取扱実績は、残高ベースでCDSの指数取引約10兆ドル、CDS個別銘柄約15兆ドルで、同社には市場取引の大半が記録されていると言われている。DTCCは、このデータベース（TIW：Trade Information Warehouse）から、市場全体や単一銘柄上位1,000社の元本残高などの詳細な情報を毎週公表している。なお、TIWは、規制当局がCDS取引をモニタリングする際に利用されており、今般の国際的な店頭デリバティブ取引に対する規制の一項目であるCDSの報告義務における取引情報蓄積機関先として検討されている。木野・糸田・前掲（注10）76、116頁。金融庁HP「第174回提出法案金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成22年3月9日第154回国会成立）」参考資料5頁。
- (35) 6つのクレジット・イベントとは、Bankruptcy（倒産）、Failure to Pay（支払不履行）、Obligation Default（オブリゲーション・デフォルト）、Obligation Acceleration（オブリゲーション・アクセレーション）、Repudiation/Moratorium（履行拒否/支払猶予）、Restructuring（リストラクチャリング）。このうち、現状、オブリゲーション・デフォルトの適用はなく、オブリゲーション・アクセレーション（期限の利益の喪失に相当）が、新興国において適用がある。
- (36) ISDAの用語定義集では、バンクランブシーを以下の8項目のいずれかに該

当する事象としており、その範疇はかなり広い。①合併などを除く解散（清算） ②債務超過（insolvency）、支払い不能、または法的手続きなどの中で一般的な債務支払いができないことを書面で認めた場合 ③債権者のために、包括譲渡や任意整理（composition）、債務免除を行った場合 ④倒産法または債権者に影響を及ぼす法律により申立てをした場合または解散や清算の申立てを受けた場合で、後者の場合は裁判所などによる倒産などの命令があるか、または申立てを受けてから30日以内に取消し、却下とならなかった場合 ⑤合併を除く解散、公的管理（official management）、清算の決議、⑥担保権者が財産の殆どを差し押さえて占有する場合、または差押えなどの法的手続きが行われた場合であって、前者の場合は担保権者が資産の占有を継続した場合、後者の場合はこの手続きが30日以下、差止などの処分にあわない場合 ⑧上記7項目に実質的に当てはまるような事象が起きた場合。なお、クレジット・イベントの範囲を安直に拡張しすぎないように、2003年に一部が改正され、②に定義されている「債務支払いができないことを認める書面」を、司法・行政上の手続き内で行われるものに限定している。木野・糸田・前掲（注10）155～157頁。

- (37) 過去、特に日本において判定が困難であった事例として、金融機関の破綻処理のケースがある。バブル崩壊後、日本の銀行の破綻が相次いだが、このときの銀行法に基づく銀行業務停止や銀行免許取り消しは、ISDAの定義集において該当する項目がない。現在では、銀行の破綻法制が整い、銀行金融整理管財人による特別公的管理が行われるイベントが、ISDAの定義するクレジット・イベントに相当するはずであるが、この特別公的管理は該当しないと考えられているようである。このような考え方の背景には、ISDAの定義集において、その破綻処理がいくつかのパターンに別れてしまったため、混乱があったものと推測される。
- (38) 経緯・詳細等につき、日経ビジネスオンライン「金融グローバリズムに“翻弄”されたアイフル処理」（2010年2月10日）、ブルームバーグ・ニュース「日本のCDS市場に信用崩壊の声、アイフルADR手続きで」（2009年11月12日）
- (39) 日経ビジネスオンライン・前掲（注38）。なお、2010年6月現在のISDAのボードメンバーは、議長がクレディ・スイス、副議長がドイツ銀行、財務長（Treasurer）がJPモルガン・チェース、書記長がモルガン・スタンレーのいずれも欧米金融機関。理事20名中、欧米以外の金融機関は、野村証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、ICBC（中国工商银行）の3社のみである。また、日本のDCの構成員は、議決権のある構成員15社中、日本の金融機関は三菱UFJモルガン・スタンレー証券のみで、これを除くと、残り

の14社は、全て欧米金融機関という構成になっている。

- (40) 座長は早稲田大学大学院法務研究科伊藤真客員教授、ADR関係者は事業再生実務家協会理事。経済産業省・金融庁および日本銀行がオブザーバーとして参加。
- (41) 伊藤真『『事業再生 ADR における CDS に関する研究会』中間報告書公表にあたって』金融法務事情1902号（2010年）75頁。
- (42) 伊藤・前掲注（41）76～79頁。
- (43) 設楽公晴・宍戸一樹・島田知子・上杉達也「事業再生 ADR と CDS—CDS の参照組織が事業再生 ADR を申立てたケースについて」JCA ジャーナル57巻1号（2010年）7～8頁。同論文は、事業再生 ADR の特徴と、その手続きと CDS との関係について、クレジットイベントの該当性を中心に、弁護士が、実際に手続きが進行するスケジュールを踏まえつつ考察を加えている。CDS 担当者の立場では、債権者会議において行う決議とクレジット・イベントの認定との間で利害が相反するケースがある等、解決が単純ではない問題提起も多く、事業再生 ADR と CDS の共存には、多くの課題があることが示唆されている。