

破綻処理と店頭デリバティブ

～一括清算をめぐる～

伊豆 久

はじめに

二〇一三年に改正された預金保険法が、今年三月より施行されている。同改正の主な内容は「金融機関等の資産及び負債の秩序ある処理」の導入で、具体的には、金融システムの著しい混乱が懸念される時には、従来の預金金融機関に加えて、証券会社や保険会社などにも公的資金の注入を可能とするというものである（第一二六条の二）。

同時に、デリバティブ取引等の一括清算を停止する権限が、内閣総理大臣に付与された（第一三七条の三）。これは、リーマンブラザーズ倒産時に店頭デリバティブの決済をめぐる混乱が生じたことから、その再発を防止するためである。

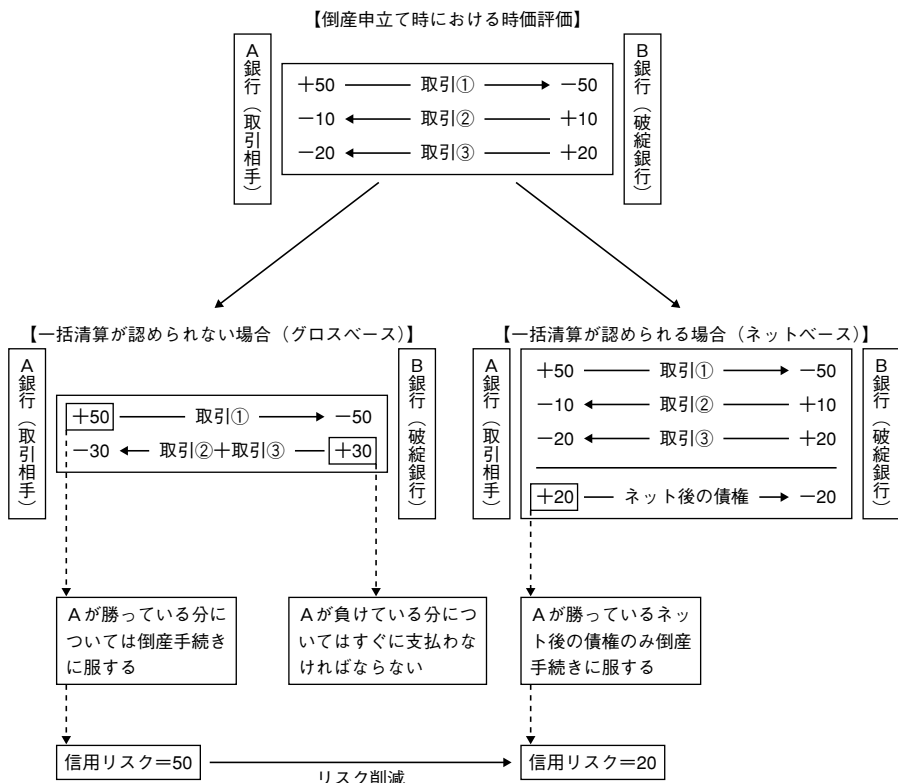
小稿では後者に焦点をあて、一括清算とは何か、一括清算の扱いをめぐる法制度はどのように変化してきたか、概観することとする。

1 一括清算とは何か

A銀行とB銀行が金利スワップ取引を行っている場合を考えよう。通常、スワップ等のデリバティブ取引では、市場動向の変化に応じて、同じ取引相手との間でも多数の取引が繰り返して行われる。今、残存する取引の時価評価、いわゆる「勝ち・負け（含み益・含み損）」が図表1のような状況にあり、そこでB銀行が破綻したと仮定する。

通常の倒産手続きによると（図表1左、一括清算が認められない場合）、A銀行は、「負け」分を支払わないといけない反面、「勝ち」分はA銀行の倒産手続きにしたがった配当分しか受け取ることができない。つまり、A銀行の「勝ち」分の五〇が、B銀

図表1 一括清算の概要（イメージ）



（出所）山名（1998）資料2。

行の信用リスク（カウンターパーティリスク）にさらされていたのである。

しかし、もしA銀行とB銀行の多数のデリバティブ取引の全体を、一つのマスターアグリーメント（基本契約書）にもとづく一つの契約と認識し、個々の取引の「勝ち負け」を相殺することができれば、双方のカウンターパーティリスクを小さくすることができる。図表1右の場合、相殺後のA銀行の「勝ち」分は二〇に縮小され、その分、信用リスクが削減されることになる。

このように、ある金融機関が破綻した場合に、取引相手ごとにデリバティブ等の「勝ち負け」をすべて相殺し、一つの「勝ち負け」（一つの債権債務）にすることを一括清算という。

したがってそれは、他の一般債権者に対してデリバティブ等の債権者を優遇することにほかならないが、デリバティブ等の取引参加者にとっては、カウンターパーティリスクが小さくなり一定の自己資本に対してより多くの取引（リスクテーク）が可能となることを意味する。

一括清算は、各業界団体の基本契約書（マスターアグリーメント）によって規定されている。店頭デリバティブ取引については、ISDA（旧名International Swap Dealers Association 一九九三年よりInternational Swaps and Derivatives Association）の一九八七年版のマスターアグリーメント（Interest Rate and Currency Exchange Agreement）において初めて導入された。さらに、一九九二年版では、現物決済を伴うオプション取引などについても一括清算条項が導入されている。⁽¹⁾店頭デリバティブの他に、外国為替取引についてはIFEMA（International Foreign Exchange Master Agreement）が、レポについては米国ではSIFMA（Securities Industry and Financial markets Association）のマスターアグリーメントが、日本では証券業協会の基本契約書が、一括清算条項を設けている。

2 一括清算の法的扱い⁽²⁾

一九九四年には、B I S (バーゼル銀行監督委員会) が、自己資本比率規制において、一括清算条項によるリスク削減効果を認めることを表明する。図表1の例でいうと、A銀行の債権のうち、B銀行の信用リスクにさらされているのは五〇ではなく二〇であることが認められたのである。一括清算はデリバティブ取引におけるグロ―バル・スタンダードとなったと言えよう。

しかしながら、当時の日本においては、一括清算は業界団体の自主ルールにすぎず、それが法的に有効かどうか明らかではなかった。店頭取引に関しては一括清算を認める法律も判例も存在しなかったのである。そこでI S D A日本支部の依頼にもとづき、既存の民法等の法律の条文からの演繹によって一括清算条項の有効性を主張する意見書が作成された⁽⁴⁾。それで法律上の問題はクリアされたとの意見が多数となったが、外国の銀行や格付け機関の中にはリーガルリスクが完全には払拭されていないとする向きもあった⁽⁵⁾。具体的には、図表1で言えば、A銀行の立場にある外銀は、日本の銀行とのデリバティブ取引において、二〇ではなく五〇のリスクがあることらえ、そのためにすぐにその与信枠の限度に達する、といった現象が起きたのである。

さらに、一九九七年には山一証券、北海道拓殖銀行が破綻し、ジャパン・プレミアムの拡大が大きな問題となった。そこで、一九九八年、金融システム改革法によって有価証券店頭デリバティブ(証券法)、金融等デリバティブ(銀行法)が全面解禁されるにあわせて、一括清算法(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。一二月一日施行)が制定されるに至ったのである⁽⁶⁾。

一括清算法では、マスターアグリーメントの一括清算の効力を認めることが明記された。その一方で、その対象は、少なくとも一方の取引相手が金融機関等である取引で、かつ、特定金融取引として認められたスワップ、

債券オプション、債券貸借等、政省令で列挙されたものに限定された⁽⁷⁾。したがって、取引に日本の金融機関を含まない、例えば商社と外銀のスワップなどは対象外となるなどの課題が残っていた。

そこで、破産法が全面改正される際に（二〇〇五年一月一日施行）、旧第六一条の「取引所ノ相場アル商品ノ売買」は「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」（新第五八条）とされるなど、取引者を金融機関等に限定しないで店頭デリバティブを広く含む内容に改正され、また、それが会社更生法にも準用されることとなった⁽⁸⁾。したがって、国内の銀行を少なくとも一方の取引とする場合には一括清算法と新破産法のいずれかによって、また、銀行を含まない取引については後者のみによって、という形ではあるが、これによって、日本においても一括清算は、法的問題を二応クリアしたのである⁽⁹⁾。

3 一括清算と金融危機

しかしその一方で、一括清算は、場合によっては、金融危機の引き金となる、あるいはそれを増幅する恐れがある。なぜなら、巨額のデリバティブ取引を行っている金融機関が破綻し一括清算が実施された場合、その相手方は、解消された取引を再構築する必要があるが、それが一斉になされると市場が混乱する可能性があるからである。

例えば、X銀行が変動金利を支払い固定金利を受け取る金利スワップをY銀行と契約する一方、それをヘッジするためにZ銀行と、逆のつまり変動金利を受け固定金利を支払うスワップ契約を結んでいたと仮定しよう。そこで突然Z銀行が破綻し、X銀行とのスワップが一括清算されたとする。すると、X銀行はY銀行とのスワップから発生する金利リスクをヘッジするため、変動金利を受け取るスワップを新たに別の金融機関と契約する必要

がある。通常であればそれに何の問題もないが、Z銀行が巨大銀行で、その取引が市場で大きなシェアを占めていたような場合、すなわちX銀行に相当する銀行が多数存在する場合、殺到する再構築のための取引を市場が吸収できない可能性がある。

さらに、X銀行が「勝ち」、Z銀行が「負け」のポジションとなっていた場合、X銀行にすればそれだけの債権が回収困難となったことになる。

こうした問題が懸念された例として、一九九八年の日本長期信用銀行の国有化措置があげられる。また、その一〇年後に起こったリーマンブラザーズの倒産は、店頭デリバティブの相対での決済に伴うリスクが顕在化したケースである。長銀のケースを見てみよう。

4 日本長期信用銀行の国有化と一括清算

長銀の国有化は、よく知られているように、九八年夏の国会において、与党自民党が、自らの提案したブリッジバンク案を断念し、野党提案の金融再生法案を丸呑みすることによって実現した⁽¹⁰⁾。そのような異例の展開となった背景として、通常あげられるのは以下の点である。

①自民党が七月の参議院選挙で敗退し、首相の交替もあって、野党との妥協を余儀なくされたこと、②九八年初めからの接待汚職疑惑等による大蔵省への

図表2 日本長期信用銀行をめぐる動き (1998年)

6月22日	金融監督庁(検査、監督を担当)設置
6月26日	長銀と住友信託、合併に向けた交渉開始を発表
7月2日	政府・与党 ブリッジバンク構想(金融再生トータルプラン第2次とりまとめ)発表
7月12日	参議院選挙で自民敗北、橋本首相退陣、小渕内閣成立へ
8月21日	長銀、公的資金(金融安定化法)申請方針を発表
9月3日	野党三党、金融再生法案等を国会提出
9月30日	金融再生法案等について与野党間で最終合意
10月12日	金融再生法案等成立(16日公布)
10月23日	金融再生法施行、長銀の特別公的管理(国有化)決定
12月13日	日債銀の特別公的管理(国有化)決定

批判の高まりに、六月の検査監督部門の金融監督庁への分離・移行もあいつて、金融行政の部分的な後退が生じたこと、③長銀と自民党・大蔵省の幹部は、長銀への（九八年三月に続く）公的資金への注入と住友信託との合併を模索するが野党の支持を得られなかったこと、④そうした中で与野党にまたがる「政策新人類」と呼ばれる国会議員による法案作成・協議が先行したこと、である。

しかし、長銀の破綻処理をめぐっては、もう一つ大きな懸念材料があった。それは、長銀の破綻処理が実施された場合、長銀のデリバティブ取引が一括清算され、国際的な金融危機を引き起こすのではないかと問題である。⁽¹¹⁾

破綻処理の方法として、ブリッジバンク案も国有化案も、公的な管理を行い（経営陣を入れ替え）、預金・金融債など債務は全額保護し、不良債権は整理回収銀行に売却し、健全な借り手には貸出を継続し、二〜三年程度の再建を経て民間の受皿に譲渡する、という点で共通である。違いは、ブリッジバンクによる処理の場合、経営陣の入れ替えが、株主は残したまま「金融整理管財人による管理」という行政措置によって行われ、ブリッジバンクに事業譲渡されるのに対して、国有化の場合、株主が強制的に国（預金保険機構）に入れ替わることで経営陣の交替が実現され、事業譲渡はなされず法人格そのものには変更がないという、形式的な点にすぎない。しかし、前者は明らかにISDAのマスターアグリーメントが定める一括清算のトリガー（デフォルト期限の利益喪失事由）にあたる。

当時は金利低下局面にあり、長銀の金利スワップのポジションは「勝ち」の状態にあつた。⁽¹²⁾したがって、長銀が破綻しても、相手方は、わざわざ損を確定させるべく一括清算の権利を行使しないのではないか、したがって一括清算を恐れる必要はない、あるいは、外銀が「勝ち」のポジションにあつたとしてもそれについては担保を

徴求しているはず、等の強気の見方もあった。

しかし他方で、もし一括清算されれば、①一日の取引量が一兆円に満たない日本の金利スワップ市場で、長銀の想定元本約四〇兆円分を再構築する取引が実施されることになり、市場が大混乱に陥る、②為替スワップについては、長銀が「負け」、外銀が「勝ち」の状態にあり、長銀がデフォルトすれば外銀の損失は数千億円にのぼり、ジャパン・プレミアムが急騰する、③そもそも長銀のスワップ取引は一万件以上あるが、その短期間での解約はバックオフィスの処理能力を超える、などの懸念材料が指摘された。⁽¹⁴⁾

こうした方が一の事態を避けるために、最初に検討されたのは、長銀への公的資金の再注入であった。しかしそれが頓挫すると、⁽¹⁵⁾残された方法は国有化しかなかった。ただし、国有化が本当に一括清算事由とならないか明らかではなかったため、当時、日銀、大蔵省、全銀協は、各国中央銀行、ISDA等に担当者を派遣して説明を尽くしたとされる。そして一〇月二日によくISDAから「当該方針を歓迎し、日銀・日本政府と協力していく」旨のコメントを得ることに成功したのであった。⁽¹⁶⁾

国有化を定めた金融再生法は二〇〇一年三月までの時限立法であったが、国有化措置そのものは、ペイオフ解禁後の恒久措置を定めた二〇〇〇年の預金保険法改正において、金融危機対応措置の第三号措置（特別危機管理銀行）として存続することになる（実施例は、二〇〇三年の足利銀行のみ）。ここでは、破綻処理というよりも金融機能の維持（借り手企業の保護）が重視されることになるが、（大手銀行の場合は）一括清算の回避も当然に意識されていたものと思われる。⁽¹⁷⁾

5 一括清算の一時的停止

そして二〇〇八年九月にリーマン・ショックが起こる。⁽¹⁸⁾

その大混乱が再び起こらないよう採用されたのが、一括清算そのものを短期日、停止するという方策であった。

金融監督の国際的調整を検討する機関としてG20の下に設置されたFSB（金融安定理事会 Financial Stability Board）が、二〇一〇年一〇月に、金融機関の破綻処理の国際的な協調を目指す勧告として「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」を発表する。そしてその第四条第三項⁽¹⁹⁾において、行政当局はISDAのマスターアグリーメント等が定める一括清算を、それが破綻処理の開始がトリガーとなる場合には、一時的に停止する権限をもつべきだとしたのである。

これは、二〇一〇年七月に成立した米国のドッド・フランク法の規定を踏襲したものである。米国の通常の倒産手続きでは、デリバティブ等の適格金融契約は、オートマティック・ステイ（日本の保全処分に近いが、倒産手続きの申請のみで発動）⁽²⁰⁾の例外、すなわち一括清算を認められている。それを、ドッド・フランク法では、非預金金融機関についても、⁽²⁰⁾デリバティブ等の契約をブリッジ金融機関等の受皿に移転するまで（具体的には預金保険公社が管財人に指名された日の翌営業日の午後五時まで）、一括清算を禁止したのである。つまり通常の倒産手続きの例外としての一括清算に、さらに例外（その一時的停止）を設けたわけである。

こうした動きを受け、日本でも、本稿冒頭に述べたように、今回の預金保険法改正において、金融危機対応措置（対象は預金金融機関）と秩序ある処理（対象は非預金金融機関を含む）の際に、内閣総理大臣が、デリバティブ等の一括清算⁽²¹⁾を停止できることとなった（第一三七条の三）。ただし、その期間は、「主要な特性」では、二

営業日までとするなど厳しく限定されるべきとしており、また、米国では上述のように翌営業日までであるが、日本では「必要な期間として内閣総理大臣が定めた期間」と柔軟に設計されている。

すなわち、管財人の指名等の一括清算のトリガーとなる事由が発生しても、その効力を法律によって一時的に停止し、その間に取引をブリッジ金融機関等の受皿に事業譲渡するというものである。事業譲渡された後は一括清算事由は発生しないこととなり、取引は当初の契約通りに履行されていくことになるのである。⁽²³⁾

注

(1) ISDAマスターアグリーメント(二〇〇二年版)については植木(二〇〇八)参照。

(2) 一括清算法成立までの、日本における一括清算をめぐる議論については和仁(二〇〇二)、新堂他(一九九四)参照。

(3) 取引所取引については、旧破産法第六一条で、取引所規則に従って破産宣告時に解除されることが定められていた(ただし、同条は会社更生法には準用されていなかった。新破産法等については後述)。

(4) 意見書は、加筆の上、新堂幸司「スワップ取引における一括清算条項の有効性―一九八七年版ISDA基本契約について」、同「金融派生商品における一括清算条項の有効性―一九九二年版ISDA基本契約について」として新堂・佐藤(二〇〇六)に所収。

(5) 特に、金銭債務であり、民法の「相殺」や破産法等の「交互計算の処理」といった既存の概念を適用しやすい金利・通貨のスワップのみを対象とする一九八七年版マスターと異なり、一九九二年版マスターは現物決済を含むオプショなどを対象としていることから、旧破産法第六一条の取引所取引に関する一括清算の規定を援用するとしても、それにもとづく一括清算は、新たな立法がなければ完全に有効とはいえないとの指摘があった。

- (6) 一括清算法の内容については、神田（一九九八）、山名（一九九八）参照。
- (7) レボが一括清算の対象に指定されたのは二〇〇一年、店頭商品デリバティブは二〇一一年である。
- (8) 改正破産法における一括清算の扱いについては、法務省民事局参事官室（二〇〇二）三〇頁、一一八―一二三頁、桃尾（二〇〇七）、田中（二〇〇五）参照。
- (9) ただし、一括清算法ではデリバティブ取引等とその担保取引を一括清算の対象としているのに対して、新破産法第五八条では担保取引を対象に含んでいない。
- (10) 一九九八年の長銀問題の推移については西野（二〇〇一）参照。
- (11) 五味（二〇一二）は、「長銀の処理にあたって、国際金融を司る大蔵省が一番心配していたのは、東京発の世界金融危機が起きる懸念だった。当時、長銀は多額のデリバティブ（金融派生商品）取引をしており、破綻による取引解消でデリバティブの巻き戻しが起こると市場に大きな混乱が生じかねない。護送船団の発想で長銀を延命させるといふことではなく、より大きな混乱を回避するために適切な手法を考えられないかというのが大蔵省の真意だったと私は思っている」と述べている（三五頁）。
- (12) 長期信用銀行の主たる資金調達手段は固定金利の金融債の発行であったため、その金利リスクをヘッジすべく、金利スワップでは「固定金利受け・変動金利払い」のポジションを組むのが一般的であった。したがって、金利が低下している時には利払いコストが低下し、金利スワップだけを見ると利益が出ていると見られた。
- (13) 日本の銀行は、ドル調達のために円投型の通貨スワップ（直物で円売りドル買い、先物でドル売り円買い）を組むことが多い。したがって、円安ドル高が進行していた当時は、長銀はドルの調達コストが上昇し含み損、反対に外銀には含み益が出ていると考えられた。

- (14) 谷川（一九九八年九月七日）、前田（一九九八）、滝田（一九九八）参照。
- (15) 公的資金注入を法制化した金融安定化法そのものが、金融再生法（附則第四条）によって廃止される。しかし、自民党は巻き返して野党二党の支持を取り付けることに成功、金融健全化法（一〇月一六日成立、一三日施行）によって再び公的資金注入が可能となった。九九年三月の第二次資本注入は同法にもとづく。
- (16) 谷川（一九九八年一月九日）参照。
- (17) ただし、国有化によって一括清算条項の発動を必ず阻止できるかについては異論もある。和仁（二〇〇一）では、長銀の国有化は「形式的には九二年版マスターの定める一括清算開始事由に該当するため、多数の一括清算が連鎖的に発生しても不思議ではない状況」であったとされている。金融審議会「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方に関するワーキング・グループ」第五回議事録（和仁委員発言）も参照。
- (18) リーマンブラザーズの店頭デリバティブの決済についてはFleming and Sarkar (2014)、清算機関決済分についてはCCP12 (2009)参照。
- (19) 「もし期限の利益の喪失や早期解約が有効であるならば、破綻処理当局は、破綻処理の開始や破綻処理当局の権限行使のみを理由にそうした権利が生じる場合には、そうした権利を一時的に停止する権限を有さなければならない」(FSB (2011) 4.3)
- (20) 預金金融機関については連邦預金保険法で同様の規定を設けている。
- (21) 一括清算法では、一括清算を、倒産手続き開始の申立てを発動事由とする場合に限定しているが、改正預保法では、それ以外に、金融危機対応措置や秩序ある処理に関連する措置を発動事由とするものを含めて広く一括清算を定義し、それを停止できるとしている。梅村（二〇一四）参照。

(22) 梅村(二〇一三) 六六頁。

(23) 店頭デリバティブの決済をめぐることは、一括清算の一時的停止の他、標準化されたものについては、従来の相対での清算ではなく、清算機関での清算を義務付けるなどの制度改革が進められている。福本(二〇一四) 参照。

参考文献

- ・植木雅広『必携デリバティブ・ドキュメンテーション(基本契約書編)』近代セールズ社、二〇〇六年。
- ・梅村元史「金融機関の秩序ある処理の枠組み(預金保険法等の一部改正)」『金融法務事情』第一九七八号、二〇一三年九月二十五日。
- ・梅村元史「金融機関の秩序ある処理に関する預金保険法施行令等の改正」『金融財政事情』二〇一四年七月二十八日。
- ・神田秀樹「ネットインクの法的性質と倒産法をめぐる問題点」『金融法務事情』第一三八六号、一九九四年五月五日。
- ・神田秀樹「一括清算法の成立」『金融法務事情』第一五一七号、一九九八年六月十五日。
- ・五味廣文『金融動乱―金融庁長官の独白』日本経済新聞社、二〇一二年。
- ・新堂幸司他「座談会…金融派生商品におけるネットインク契約の法的有効性」『金融法務事情』第一三八六号、一九九四年五月五日。
- ・新堂幸司・佐藤正謙『金融取引最先端』商事法務研究会、二〇〇六年。
- ・滝田洋一「検証 連鎖破綻リスク(上)」『日本経済新聞』一九九八年八月二八日。
- ・田中輝夫「新破産法のデリバティブ取引への影響」『国際商事法務』第三三卷第四号、二〇〇五年。
- ・谷川治生「デリバティブ破綻の影響を探る」『金融財政事情』一九九八年九月七日。

- ・ 谷川治生「長銀が一〇月二三日に特別公的管理で一時期国有化」『金融財政事情』一九九八年十一月九日。
- ・ 西野智彦『検証 経済迷走―なぜ危機が続くのか』岩波書店、二〇〇一年。
- ・ 福本 葵「店頭デリバティブの清算機関・取引情報機関・電子取引基盤」『証券経済研究』第八五号、二〇一四年。
- ・ 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と解説』（別冊NBL、第七四号）、二〇〇二年一〇月。
- ・ 前田昌孝「大げさ」『派生商品連鎖説』『日経金融新聞』一九九八年八月二一日。
- ・ 桃尾重明「相殺禁止（Ⅱ）」園尾隆司他編『新・裁判実務大系第二八巻 破産法』青林書院、二〇〇七年。
- ・ 山名規雄「一括清算ネットイング法の概要」『金融法務事情』第一五二〇号、一九九八年。
- ・ 和仁亮裕「一括清算に関する覚書」青山善充他編『民事訴訟法理論の新たな構築（下巻）』有斐閣、二〇〇一年。
- ・ CCP12, "Central Counterparty Default Management and the Collapse of Lehman Brothers," April 2009.
- ・ Fleming, Michael and Asani Sarkar, "The Failure Resolution of Lehman Brothers," *Economic Policy Review* (Federal Reserve Bank of New York), vo. 20, no. 2, 2014.
- ・ FSB, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, October 2011.

(こぞ ひさし・客員研究員)