

ISDA® Credit Support Annexes 概説書

ISDA®

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, INC.

「ISDA® Credit Support Annexes 概説書」

2009年5月 第一刷 発行

International Swaps and Derivatives Association, Inc.

Copyright © 2009 by International Swaps and Derivatives Association, Inc.

ISDA® Credit Support Annexes 概説書

ISDA®

INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION, INC.

序文

ISDA クレジット・サポート・アネックス（「CSA」）が普及し始めたのは 1990 年代中盤で、欧米の金融機関を中心としたものでしたが、現在においては OTC デリバティブ取引から発生する信用リスク削減ツールとして幅広く活用されており、デリバティブ取引を円滑に取引するための非常に重要な役割を担っています。

しかしながら、現状、CSA に関して日本語で書かれた解説書はほとんどなく、2001 年に Japan コラテラル・コミッティーが作成した「コラテラルハンドブック」と、2005 年に ISDA が作成し、Japan コラテラル・コミッティーが和訳および日本のデリバティブ市場慣行に合わせて加筆・修正した「2005 年版コラテラルガイドライン（日本版）」が存在するのみですが、前者は作成から既に 8 年以上経過しており、最近の情勢が十分に反映されているとは言えず、後者は汎用的な解説書というより中上級者向けの指針書に近く、必ずしも実務家向けではありませんでした。

こういった状況下で、メンバーを対象にアンケート調査を実施したところ、多くの方々から、「初心者、あるいはフロント担当者やリスク管理担当者、ドキュメンテーション担当者にも理解しやすい、より実用的な解説書があれば助かる」「税務、信用リスク管理等、CSA に関する事項を包括的にカバーした解説書を作成してほしい」といった要望を頂きました。このため、Japan コラテラル・コミッティーでは、有志を募り、コラテラルハンドブックをベースに新たに本概説書を作成することにいたしました。

本概説書作成に際しては、特に以下の点に留意しています。

- ◆ CSA を導入・推進する意義、与信管理、バーゼル II（新 BIS 規制）上の効果について詳細に解説。
- ◆ 図解を増強し、CSA の仕組みを平易に解説。
- ◆ 主要な項目や契約条項に関しては、具体的な記入例を記載して解説。
- ◆ ドキュメンテーション実務において判断に迷いやすい点や良くある修正事例を解説。
- ◆ オペレーションの流れを図解で解説。
- ◆ 2008 年版日本法 CSA と 1995 年版日本法 CSA との相違点を解説。

従って、初めて CSA に接するの方々にも、より分かりやすくなるとともに、より実用的な概説書になっております。

また、本概説書作成中にリーマン・ブラザーズのデフォルトが発生し、CSA が真価を發揮したということを踏まえ、デフォルト発生時に実際に CSA がどのように活用されるのか、といった点についても追記し、さらに実用的な概説書となるよう留意しました。本概説書により、CSA への理解が広がり活用が進むことで、東京市場においてデリバティブ取引が健全かつ安定的に拡大する一助となれば幸いです。

最後に、本概説書作成にあたり、リンクレーターズ法律事務所の和仁亮裕先生、下記に記載の執筆者の方々、校正等に御協力頂いた中央三井信託銀行の黒坂明香様、住友信託銀行の作道俊夫様には、多大なるご尽力をいただきましたことを心から感謝申し上げます。

ISDA Japan コラテラル・コミッティー

三菱東京 UFJ 銀行

上 島 克 浩

コラテラル・コミッティーメンバー有志（敬称略）

大和証券 SMBC	森 正孝
野村証券	臼井 博昭
BNP パリバ証券	宮本 容子、米里 美紀
みずほコーポレート銀行	斉藤 博之
三菱東京 UFJ 銀行	大橋 真一郎
メリルリンチ日本証券	清家 孝志、水早 抄子
りそな銀行	山梨 深雪

ISDA Japan ドキュメンテーション・コミッティー

ロイヤルバンク・オブ・スコットランド plc. 田中 輝夫（「4. 法務」担当）

○本概説書ご利用にあたっての注意事項

本書の作成にあたっては、リンクレーターズ法律事務所の和仁亮裕先生をはじめとする専門家のご意見も適宜頂いておりますが、個別の担保契約については関係する国の専門家への相談の必要がある場合も少なからずあります。

本書は、執筆者の所属する金融機関の意見を反映するものではなく、また本書に沿った条件や内容で担保契約が締結できることを保証するものではありません。

個々の契約条件の設定方法は、市場環境の動向や変化に依存しますので、時間の経過と共に、本書の見解や説明が必ずしも市場慣行と整合的ではなくなっていく可能性があります。

本書に記載した各種記入例は、あくまでご参考として掲載したもので、必ずしも東京市場のスタンダードな条件を示しているわけではありません。

ISDA では、本書に依存して行った行為につき一切責任は負いかねます。

○本概説書における記述の前提

便宜上、本概説書における記述は、特に記載がない限り、以下の設定を前提としています。

- ◆ CMU (Collateral Management Unit: コラテラル事務管理担当部署)、担保差出人、受取人：すべて東京
- ◆ デリバティブ取引に関する基本契約書：1992 ISDA Master Agreement または ISDA 2002 Master Agreement（以下、「ISDA マスター契約」）
- ◆ CSA：日本法準拠の CSA（以下、「日本法 CSA」）

目次

1. 信用リスク削減ツールとしての CSA について	1
1-1. CSA を導入・推進する意義および与信管理上の効果	1
1-2. バーゼル II（新 BIS 規制）上の効果	2
1-3. マスター契約と CSA の関係	3
2. CSA のフレームワークおよびドキュメンテーション	5
2-1. CSA のフレームワーク	5
2-1-1. Exposure（エクスポージャー）	5
2-1-2. Credit Support Amount（必要担保額）	6
2-1-3. Independent Amount（独立担保額）	7
2-1-4. Threshold（信用極度額）	8
2-1-5. Minimum Transfer Amount（最低引渡担保額）	10
2-1-6. Rounding（端数処理）	12
2-1-7. Posted Credit Support（保有担保）	12
2-1-8. Delivery Amount（差入担保額）	13
2-1-9. Return Amount（返還担保額）	14
2-1-10. Eligible Collateral（適格担保物）	15
2-1-11. Valuation Percentage（担保掛目）	15
2-2. その他のドキュメンテーション条項	17
2-2-1. Security Interest for “Obligations”（被担保債務に関する担保権）	17
2-2-2. Specified Condition（特定の信用不安事由）	18
3. オペレーション	21
3-1. 契約上のオペレーション条項	21
3-1-1. Valuation and Timing（評価および評価時期）	21
3-1-2. Substitution（担保差し替え）と Rehypothecation（転担保）	23
3-1-3. Dispute Resolution（紛争の解決）	26
3-1-4. Distributions and Interest Amount（配当物および利息金額）	32
3-1-5. Other Eligible Support and Posted Other Support	34
3-1-6. Demands and Notices（請求および通知）	34
3-1-7. Address for Transfers（引渡のための住所）	34
3-1-8. Exposure（エクスポージャー）	34
3-2. 担保取引の実務	35
3-2-1. 担保交渉の流れ	35

3-2-2. 具体的手順	36
3-3. CSA オペレーション上の留意事項	42
3-4. リコンサイルの重要性の高まりと課題	45
4. 法務	48
4-1. 日本法 Credit Support Annex の改定	48
4-2. Credit Support Document の選択基準	57
4-2-1. 担保物と保有形態.....	58
4-2-2. ネットティング法	58
4-2-3. 倒産法	59
4-2-4. 担保実務.....	59
4-2-5. その他	60
4-3. ISDA 標準契約を用いた担保取引の法律問題	60
4-3-1. 背景.....	60
4-3-2. 法律構成の選択	61
4-3-2-1. 1994 Credit Support Annex (NY Law)	61
4-3-2-2. 1995 Credit Support Annex (English Law)	72
4-3-2-3. 日本法 CSA	75
4-4. 近時の法制面での動向.....	78
4-4-1. 口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約...	78
4-4-2. 間接保有証券に関する実質法調整のための条約.....	79
5. その他.....	80
5-1. 現金担保に係る税務・租税条約.....	80
5-1-1. 現金担保利息の課税	80
5-1-2. 租税条約.....	80
5-2. デフォルト発生時の対応について	83

1. 信用リスク削減ツールとしての CSA について

1-1. CSA を導入・推進する意義および与信管理上の効果

最近の 10 年間で、OTC デリバティブ市場は急成長を遂げました。ISDA マーケットサーベイによれば、金利スワップ・通貨スワップ・金利オプションの想定元本総額は 1998 年 12 月末には 50 兆ドル程度でしたが、2008 年 12 月末には 400 兆ドル超と報告されています。その急成長を可能にしたのが CSA であったといっても、決して過言ではありません。CSA とは“ISDA Credit Support Annex”の略で、現在、市場で一般的に普及している ISDA 制定の担保契約様式です。市場参加者（ディーラー、投資家等）は、取引相手に対して、相手の信用力に応じたクレジットラインを設定し、信用リスクを管理していますが、CSA による有担保化により、クレジットラインの額を増やさずに、取引機会や取引ボリュームを拡大することが可能となったのです。

ヘッジファンド等の参入による市場参加者の多様化がここ数年の傾向ですが、CSA 導入による与信相当額の削減により、無格付（あるいは低格付の）企業も市場に参加することが可能となります。また、CSA は主要な市場参加者同士にとっても、お互いの信用リスクを削減しつつ取引を継続するための必要不可欠な手段となっています。2007 年後半以降、サブプライムローン問題を契機に信用不安が高まり、リーマン・ブラザーズが 2008 年 9 月に破綻しました。リーマン・ブラザーズは OTC デリバティブ市場のメジャープレーヤーであり膨大な数の取引をしていたものと思われませんが、今のところリーマン・ブラザーズの破綻に伴う損害による OTC デリバティブ市場参加者の破綻等は報告されておらず、CSA によるリスク管理が奏功したと考えられます。世界的な景気悪化に伴い信用リスク管理の重要度が増す中で、信用リスク削減ツールとしての CSA の役割はより一層大きなものとなっています。

市場性取引における信用リスクの本質は時価評価額の変化にあります。取引相手の信用リスクの管理方法には統一された手法はありませんが、カレント・エクスポージャー方式と呼ばれる、カレント・エクスポージャー（現時点で債務不履行となったと仮定した場合の損失相当額）とポテンシャル・エクスポージャー（取引の残存期間中に生じうるカレント・エクスポージャーの増加見込額）の合計額を計測し、信用リスクの管理対象とする対応が多く見られます。主要な市場参加者同士の CSA では、前者、すなわち時価評価額を基にして担保所要金額の算定が行われるのが一般的です。CSA の導入は、OTC デリバティブ取引（以下、「デリバティブ取引」または「取引」）のエクスポージャーと逆方向のエクスポージャーを担保授受によって発生させ、当該取引先に対するエクスポージャーの合計をゼロに近づけることにより信用リスクを削減する手段とすることができます。

また後述の通り、バーゼル II（新 BIS 規制）上のリスクアセット計量においても、有担保化によるリスクアセットの控除が認められており、CSA はバーゼル II 上の資本コスト削減のための重要な手段でもあります。CSA は、もはや多くの銀行・金融機関にとって、無格付の（あるいは低格付の）取引相手との取引を可能とする信用補完のための手段というだけでなく、市場性取引を円滑かつ継続的に行うための不可欠な手段として広く普及しています。

しかし、CSA 導入によるデリバティブ取引の有担保化には多くのメリットがある反面、事務負担やコスト、諸リスクを伴うものである点には注意が必要です。担保管理を適切に行うためには、システム手当や事務管理体制の構築が必要となりますし、担保授受に係る一連の処

理には、オペレーショナルリスク、担保の流動性リスク、決済リスク等が存在します。また、CSA は担保契約ですから、意図した効果を得るためには、その法的有効性や法的強制力、特に、相手方破綻の場合に迅速かつ確実に担保を実行できるのかといった点を、関連する法域について確認する必要があります。取引相手や担保資産が海外に所在する場合も多いため、確認には困難が伴うこともありますし、将来の法律完成の可能性といった法務リスクにも留意が必要でしょう。

CSA は、あくまでも信用リスクを削減するための手段に過ぎず、取引相手が倒産するリスク自体を削減するものではありません。また、上述のリスクが適切に管理されていないと、担保物で与信相当額の全額をカバーしたとしても、必ずしも意図した保全効果を得られないことにも注意が必要です。しかしながら、こういった付随するリスクを認識する必要がある一方で、CSA は信用リスクを管理する有効なツールとして確立されており、CSA 締結が取引を行う上での前提となる場合も増えております。市場関係者は CSA に関する理解を深めるとともに、社内全体で必要な業務体制を整備していく必要があります。

1-2. バーゼル II（新 BIS 規制）上の効果

グローバルにビジネスを展開する金融機関にとって、リスクアセットをコントロールして適切な水準に抑え、自己資本比率を健全な水準に保ち、自らの経営の健全性を維持することは重要な経営課題の一つです。バーゼル II の導入により信用リスクアセットの計算方法の修正が行われましたが、CSA による担保授受は引き続きリスクアセット削減の有効なツールとして認められています。

ここではバーゼル II 上の効果について、カレント・エクスポージャー方式を採用した場合を例として説明します。この場合、CSA を締結していなければ、デリバティブ取引の与信相当額は再構築コストとグロスのアドオン（取引の区分、残存期間に応じて決められた一定の掛け目を想定元本に乗じて得た額）を合計することにより計算されます（平成十八年金融庁告示第十九号第 79 条の 2 第 2 項及び第 3 項）。CSA により適格金融資産担保を受領する場合は、以下の算式の通り、最大で再構築コスト相当額全額を与信相当額から控除することが認められています（上記告示第 113 条第 1 項、金融庁の公表している「バーゼル II に関する Q&A」第 113 条—Q1）。

担保受入の場合 $E^* = \max\{RC - C(1 - Hc - Hfx), 0\} + \text{アドオン}$

担保差入の場合 $E^* = \max\{RC - C(1 + Hc + Hfx), 0\} + \text{アドオン}$

E^* ：信用リスク削減手法適用後エクスポージャー額

RC ：再構築コスト

C ：担保金額（受入の場合に正の値、差入の場合に負の値とする）

Hc ：適格金融資産担保に適用するボラティリティ調整率

Hfx ：エクスポージャーと適格金融資産担保の通貨が異なる場合に適用するボラティリティ調整率

なお、法的に有効な相対ネットティング契約が存在する場合、アドオン部分は次の算式で求めることができます（ネットのアドオン。前記告示第 79 条の 2 第 3 項第 2 号）。

$$\text{ネットのアドオン} = 0.4 \times \text{グロスのアドオン} + (\text{ネット再構築コスト} / \text{グロス再構築コスト}) \times \text{グロスのアドオン}$$

再構築コストの金額は市場動向に連動して変化するため、主体的にコントロールすることが困難であり、リスクアセット計画の大きなブレ要因となりうるものですが、CSA 導入によって担保金額と再構築コストのネットィングを可能とすることで、リスクアセットの削減に加えそのコントロールがしやすくなります。

1-3. マスター契約と CSA の関係

ISDA マスター契約と CSA の関係は以下の通りです。

(1) 役割分担と機能面でのリンケージ

ISDA マスター契約はデリバティブ取引の基本契約書であり、取引の前提となる表明・保証、債務履行方法、デフォルト・不可抗力等の事由や、その発生時の期限前解約・清算の方法等を規定していますが、信用リスク管理の観点から最も重要なことは、一括清算ネットィング（close-out netting）が機能するという点にあります。すなわち、取引相手の破綻時において、ISDA マスター契約の下で行われた未決済の取引に伴う債権・債務は相殺され、一本の債権・債務に置き換わり、当該債権額について清算を行うことになるため、信用リスクの削減に非常に有効です。他方、CSA は ISDA マスター契約の一部または別個に付随する担保契約書として、平時は ISDA マスター契約の契約当事者の信用補完を行い、取引相手の破綻時には ISDA マスター契約に基づく一括清算後の清算金と担保物の価値とを相殺または一括清算して、相手方の破綻による損害を軽減します。従って、ISDA マスター契約を補完し、信用リスクをより強固に保全する措置といえます。

具体的には、下図のような関係となります。

□ 担保受入側から見た場合

ISDA マスター	
カレント・エクスポージャー	
明細 1	+5
明細 2	-2
明細 3	+3
明細 4	-6
明細 5	+7
グロスベース与信	+15
CSA	
ネット後与信	+7
担保受取	-6
担保勘案後与信	+1

□ 担保差入側から見た場合

ISDA マスター	
カレント・エクスポージャー	
明細 1	-5
明細 2	+2
明細 3	-3
明細 4	+6
明細 5	-7
グロスベース与信	+8
CSA	
ネット後与信	-7
担保受取	+6
担保勘案後与信	-1

上記のように、ISDA マスター契約に基づく取引が 5 件存在し、その与信リスク削減のために CSA を締結していたとします。各取引でプラス・マイナス様々なエクスポージャーが発生し

ていますが、これらのエクスポージャーをネットして管理できるように、取引相手の破綻時の一括清算を可能にするのが ISDA マスター契約の役割です（上図の「ISDA マスター」という二重線で囲んだ部分）。しかし、一括清算したとしても、その後にかかなりの大きさの正のエクスポージャーが残ってしまい（上図のケースでは左側の担保受入側当事者に7のエクスポージャーが残っています。）、取引相手の破綻時には当該分の損失を被る恐れがあります。この部分のリスクを削減するのが CSA の役割です。デリバティブ取引の時価が常に変動していることなどから、相手方に対するエクスポージャーを常に CSA で全てカバーできるわけではありませんが、CSA がない場合と比較して、リスクを非常に小さなレベルに抑えることが可能になります。

- ◆ これまでの説明で、ISDA マスター契約や CSA でカバーされる取引として、デリバティブ取引のみに言及しておりますが、契約によって、外国為替系の取引(直物為替・先物為替・通貨オプション等)も対象とする場合があります。以下も同様。

(2) 両契約書の構造上でのリンケージ

CSA には、その準拠法や法律構成によって、ニューヨーク州法 CSA、日本法 CSA、英国法 CSA 等の様式があります。その様式によって、ISDA マスター契約との関係も微妙に相違します。

ニューヨーク州法 CSA および日本法 CSA は Credit Support Document（信用保証書類）として位置付けられ ISDA マスター契約の Schedule Part 4 に記載されることが想定されていますが、英国法 CSA は、CSA（に基づく担保取引）を ISDA マスター契約に基づく 1 個の取引（Transaction）とするため、信用保証書類としての Schedule Part 4 への記載は必須とはされていません。従って、担保の実行は、ニューヨーク州法 CSA および日本法 CSA では ISDA マスター契約の清算金から担保物相当額を差し引く形で行われますが、英国法 CSA では ISDA マスター契約に基づくデリバティブ取引と担保物相当額を一括清算する形で行われます。

(3) 担保物の授受の不履行と期限の利益喪失事由（Event of Default）とのリンケージ

ニューヨーク州法 CSA および日本法 CSA の場合は、当該 CSA が信用保証書類として ISDA マスター契約の Schedule Part 4(f) に記載されるため、CSA に基づく担保物の授受の不履行が発生した場合は、ISDA マスター契約の Section 5(a)(iii)(1) 所定の信用保証にかかる債務不履行（Credit Support Default）に該当します。他方、英国法 CSA の場合は、CSA（に基づく担保取引）を ISDA マスター契約に基づく 1 個の取引とするため、ISDA マスター契約の Section 5(a)(i) 所定の支払または引渡の不履行（Failure to Pay or Deliver）に該当します。但し、いずれの場合も一定の猶予期間（grace period）内に不履行が解消すれば、当該事由への該当は免れます。

(4) その他のリンケージ

その他にも、ISDA マスター契約の Section 3 の表明（Representations）および Section 4 の約束（Agreements）との関連でも、それらの規定の適用対象に信用保証書類が含まれており、主にニューヨーク州法 CSA および日本法 CSA の場合には、その適用を受けます。

2. CSA のフレームワークおよびドキュメンテーション

ここでは、CSA における主要な条項と、その他ドキュメンテーション上留意すべきいくつかの条項について説明します。

2-1. CSA のフレームワーク

ここでは、CSA の骨格となる主要な条項について説明いたします。

2-1-1. Exposure (エクスポージャー)

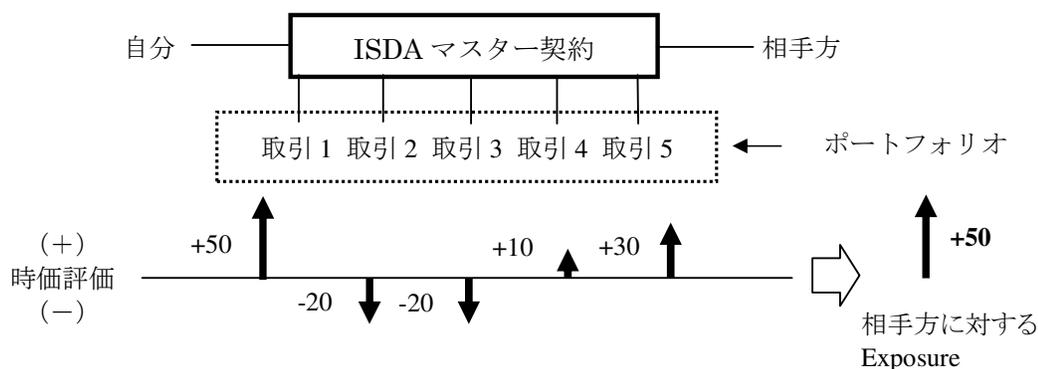
(1) Exposure とは

① 定義・概念

Exposure とは ISDA マスター契約の下で行われた個々のデリバティブ取引における時価評価額 (Mark-to-Market : mid market price で計算された未実現損益) の合計額のことをいいます。この際、各種通貨は、一定の基準通貨に換算されて計算されます。

なお、基準通貨は、英国法 CSA では Base Currency として規定されますが (標準規定では米ドル)、日本法 CSA やニューヨーク州法 CSA では Base Currency の項目はなく、それぞれ、基準通貨は日本円、米ドルが前提となっています。(以下、「基準通貨」)

② 図解



(2) コメント・考え方

- ① 相手方に対して正 (プラス) の Exposure をもつ側、すなわち担保を請求する側から見れば、この Exposure の分だけその評価時点で相手方に対し信用リスクを持つこととなります。
- ② 相手方に対して負 (マイナス) の Exposure をもつ側、すなわち、担保を請求される側から見れば、相手方に対して信用リスクは持たないこととなります。

2-1-2. Credit Support Amount (必要担保額)

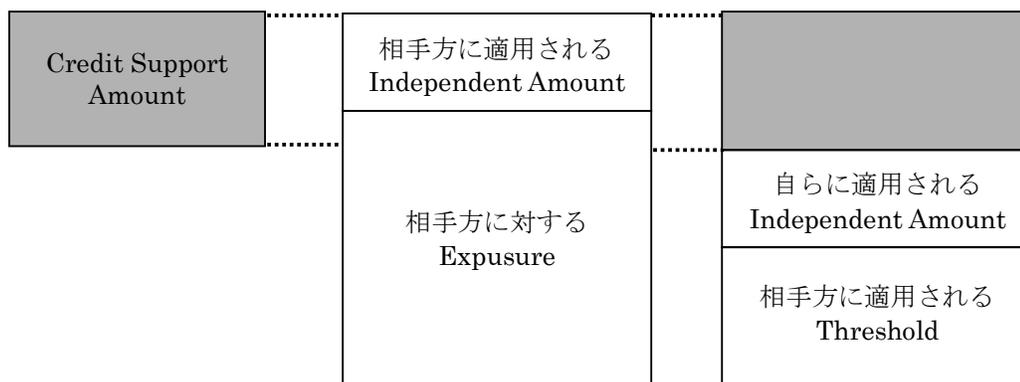
(1) Credit Support Amount とは

① 定義・概念

Credit Support Amount とは、一方当事者にとって、CSA に基づき担保として差入れられるべき金額を意味します。

$$\begin{aligned} \text{Credit Support Amount} &= \text{相手方に対する Exposure} \\ &+ \text{相手方に適用される Independent Amount} \\ &- \text{自らに適用される Independent Amount} \\ &- \text{相手方に適用される Threshold} \end{aligned}$$

② 図解



尚、Independent Amount が双方ともゼロの場合は、以下のように、より簡単に理解できます。



(2) 本文該当箇所 (日本法 CSA Paragraph 3. Credit Support Obligations)

“*Credit Support Amount*” means, unless otherwise specified in Paragraph 13, for any Valuation Date (i) the Obligor's Exposure for that Valuation Date plus (ii) the aggregate of all Independent Amounts applicable to the Obligor, if any, minus (iii) all Independent Amounts applicable to the Obligee, if any, minus (iv) the Obligor's Threshold.

(3) コメント・考え方

- ① 上記(2)の定義規定中に用いられている“Obligee”と“Obligor”の語は、いずれか一方の当事者を固定的に指すわけではなく、また CSA の様式によって相当する用語・定義が異なりますが、簡単に整理すると概ね以下の通りになります。

日本法 CSA	英国法 CSA	ニューヨーク州法 CSA	
Obligee	Transferee	Secured Party	担保請求者、担保受取人、担保権者
Obligor	Transferor	Pledgor	担保を請求される者、担保差出人、担保権設定者

- ② “Credit Support Amount”の定義は本文規定事項であるため、一般的には、この定義をそのまま使用するケースが多いようですが、個別に本定義を修正して使用しているケース（例えば数式を変更するケース）も見受けられます。

2-1-3. Independent Amount（独立担保額）

(1) Independent Amount とは

- ① 定義・概念

Independent Amount とは Credit Support Amount 算定上のファクターの一つであり、エクスポージャーとは別建てで設定される担保金額のことを言います。一般的には、各評価日の間の期間や担保受渡等に要する期間等におけるエクスポージャーおよび担保価値の変動リスクをカバーする目的で設定されることが多いようです。

- ② 図解 2-1-2. (1) ②ご参照

(2) 記入例

“**Independent Amount**” means, with respect to a party, at any time the amount determined on the basis of the lower of the Long Term Debt Ratings set forth in the following table, provided, however, that (i) if either S&P or Moody's ceases to maintain the Long Term Debt Ratings for such party or (ii) an Event of Default has occurred and is continuing with respect to such party, such party's Independent Amount shall be USD XX,000,000.:

Long Term Debt Rating (S&P)	Long Term Debt Rating (Moody's)	Independent Amount
BBB- or above	Baa3 or above	0
BB+ or below	Ba1 or below	USD XX,000,000.

(3) コメント・考え方

- ① Independent Amount の設定内容・方法等についてはマーケットスタンダードがあるわけではなく、各社の与信方針や考え方により設定方法が異なるようです。
- ② 上記(2)に記載した記入例では、格付が投資適格 (BBB-/Baa3 以上) であれば設定せず、投資不適格 (BB+/Ba1 以下) となった当事者にのみ適用される (つまり担保を積まなければならない) こととなります。比較的多く見受けられる例ですが、他に、取引量に応じて定める (例えば、想定元本の X%) としているケースや、どちらか一方の当事者のみ設定するといったケース、CSA 上では具体的に規定せず、個別のデリバティブ取引の都度 (当該デリバティブ取引に係る個別の契約書 (Confirmation 「以下、コンファメーション」) 上で) 定めるとしているケースなどもあるようです。また、デリバティブ取引や取引条件のカテゴリーに応じて、比較的ボラティリティが高いカテゴリーの取引 (特定のコモディティ・デリバティブ取引、クレジットデリバティブ取引、エクイティデリバティブ取引、取引期間が長い取引等) については大きな額を設定し、ボラティリティの比較的低いカテゴリーの取引については、小さな額を設定するといった考え方もあるようです。
- ③ Independent Amount という語感から、Independent Amount の設定のみによって常に一方当事者にのみ片務的な担保差入義務が生じるかのような印象を持たれることがあるかもしれませんが、それはかならずしも正確ではありません。上記 2-1-2. (2) における Credit Support Amount の定義上、この定義を修正していない限り、一方当事者について Independent Amount が設定されている場合であっても、Exposure、他方当事者の Independent Amount、Threshold 等、Credit Support Amount を構成する他のファクターの水準や内容によっては、他方当事者または双方当事者に担保差入義務が発生することもあり得ます。
- ④ 上記のように Independent Amount に対する考え方や設定方法はかなり多岐にわたっており、市場参加者毎に、当事者間で想定される取引の内容や、取引量、相手先との関係その他の与信方針・取引方針等を総合的に勘案して判断されているようです。

2-1-4. Threshold (信用極度額)

(1) Threshold とは

① 定義・概念

Threshold とは、相手先から担保の供与・提供がなくても許容できる信用リスク相当額、つまり無担保で取引できる金額を指します。

② 図解 2-1-2. (1) ②ご参照

(2) 記入例

- 例 1. “**Threshold**” means, with respect to Party A and Party B, the amounts determined on the basis of the lower of the Long Term Debt Ratings set forth in the following table, provided,

however, that if (i) a party does not have such ratings of either S&P or Moody's, or (ii) an Event of Default has occurred and is continuing with respect to such party, such party's Threshold shall be USD 0(zero):

“*Minimum Transfer Amount*” means, with respect to Party A and Party B, the amounts determined on the basis of the lower of the Long Term Debt Ratings set forth in the following table, provided, however, that if (i) a party does not have such ratings of either S&P or Moody's, or (ii) an Event of Default has occurred and is continuing with respect to such party, the Minimum Transfer Amount with respect to such party shall be USD 0 (zero):

Long Term Debt Rating (S&P / Moody's)	Threshold	Minimum Transfer Amount
AAA/Aaa		
AA+/Aa1 to AA/Aa2		
AA-/Aa3		
A+/A1 to A-/A3		
BBB+/Baa1		
BBB/Baa2		
BBB-/Baa3		
BB+/Ba1 or below		

As used herein:

“Long Term Debt Rating” means, with respect to Party A and Party B, the rating assigned by either S&P or Moody's to the long term, unsecured and unsubordinated indebtedness of such party.

“S&P” means Standard & Poor's (a division of The McGraw-Hill Companies, Inc.) or its successor.

“Moody's” means Moody's Investors Service Inc. or its successor.

例 2. “*Threshold*” means, with respect to Party A and Party B, USD 0(zero):”

(3) コメント・考え方

- ① 固定金額で規定することもあります。一般的には、外部格付機関（S&P、Moody's等）に付与された格付に連動して **Threshold** を増減させる方式を採用するケースが多いようです。この場合、格付が高いほど大きく、格付が低いほど小さくなるように設定するのが通例です。これは格付が高い（つまり信用力が高い）取引先に関しては、無担保で取引できる金額が大きめに許容できるが、格付が低い、つまり信用力の低い先に関しては、無担保で取引する金額を抑え保全強化を図りたい、といった考え方に基づくものです。
- ② 近年は、(i) バーゼル II で CSA 締結による **Exposure** 削減効果をリスクアセット算定に反映させることが整理されてきたこと、(ii) 市場性取引における信用リスク管理の強化への動き（特にサブプライム問題顕現化以降）などを背景に、**Threshold** の金額を従来より小さく設定したり、格付と関係なく常時ゼロと設定するなどの傾向が強まりつつあるようです。

- ③ 一方で Threshold 設定に際しては、与信管理の観点だけでなく、オペレーション上の負荷を考慮することも不可欠です。Threshold の金額を大きく設定すれば、担保の移動が発生しにくくなり、オペレーション上の負荷が軽くなる可能性が高い一方で、Threshold の金額を小さく設定すると、わずかな Exposure が発生しても、担保の移動が発生する確率が高まるため、オペレーション上の負荷が重くなる可能性が高くなります。Threshold 設定に際しては、与信管理の観点だけでなく、バックオフィス等も含めた事務のキャパシティ面でも問題ないかといった点も十分考慮したうえで設定する必要があります。

この関係を整理すると以下ようになります。

Threshold	保全効果／リスク アセット削減効果	担保移動頻度	オペレーション負荷
大	小	少ない	軽くなる可能性が高い
小あるいはゼロ	大	多い	重くなる可能性が高い

- ④ 使用する格付は、一般的に S&P と Moody's の 2 つを使用するケースが多く、両方とも格付を取得している場合は、両者の格付のうち低い方を適用することとするのが一般的です。

2-1-5. Minimum Transfer Amount（最低引渡担保額）

(1) Minimum Transfer Amount とは

① 定義・概念

Minimum Transfer Amount とは、担保移動を発生させる最低限度の金額をいいます。

後述 2-1-8 の計算の結果定まった Delivery Amount（差入担保額）、または 2-1-9 に後述する Return Amount（返還担保額）が Minimum Transfer Amount 以上であれば、当該 Delivery Amount・Return Amount の全額について担保受渡が発生しますが、当該 Delivery Amount・Return Amount が Minimum Transfer Amount 未満であれば、担保受渡は発生しません。

担保差入の際は担保を差入れる側の当事者（Obligor）に適用される Minimum Transfer Amount が、担保返戻の場合は担保を返戻する側の当事者（Obligee）の Minimum Transfer Amount が、それぞれ適用されます。

② 図解 2-1-8.ご参照

(2) 記入例

2-1-4. Threshold の例 1 ご参照

(3) コメント・考え方

- ① Minimum Transfer Amount は、事務負担軽減等の観点から設けられたもので、Delivery Amount や Return Amount が本条項にてあらかじめ定める Minimum Transfer Amount の金額以下であれば、担保受渡を行わないこととするものです。例えば、Delivery Amount や Return Amount がごくわずか（例えば 10 ドル）の場合にでも担保受渡を実施することとなると、与信保全強化により得られるメリットよりも、担保受渡に伴い発生する事務コスト等のデメリットの方が大きく、合理的ではないという考え方が背景となっています。
- ② Minimum Transfer Amount は、固定値で設定することもあれば、Threshold と同様に格付に連動して増減させる方式を採るケースもあります。固定値で設定する場合、インターバンクにおいては、例えば 0.1 百万米ドルや 1.0 百万米ドルなどと設定する例が見られます。
- ③ Minimum Transfer Amount が大きいと事務負担は軽減されますが、実態的には Threshold を設定することとあまり変わらなくなってしまう、与信保全効果を弱めることになりかねません。Threshold の金額が無担保での取引を許容しうる金額と誤解される向きもあるようですが、正確には、Threshold と Minimum Transfer Amount の合計金額が、無担保での取引を許容しうる最大金額ということになり、この点について認識しておくべきでしょう。
- ④ Threshold をゼロとするケースでは、事務負担面への配慮から、Minimum Transfer Amount を比較的大きな金額に設定するケースもあるようです。Minimum Transfer Amount の設定に際して、与信管理の観点と事務負担の観点の双方が考慮されるという点は、Threshold の設定の場合について述べたことと同様です。

この関係を整理すると以下のようになります。

Minimum Transfer Amount	事務負担	保全効果／リスクアセット削減効果	担保移動頻度
大	軽い	小	少ない
小あるいはゼロ	重い	大	多い

(4) 具体例

相手方に対する Exposure (X 月 X 日付)	+USD 4,300,000.00
相手方に適用される Independent Amount	+USD 1,000,000.00
自らに適用される Independent Amount	0.00
相手方の Threshold	-USD 5,000,000.00
Credit Support Amount	= + USD 300,000.00

後述の 2-1-7. で記載する Posted Credit Support がゼロの場合、

Minimum Transfer Amount が USD 500,000.00 の場合は、USD 300,000.00 < USD 500,000.00 のため、担保の受渡は行われません。

Minimum Transfer Amount が USD 100,000.00 の場合は、USD 300,000.00 > USD 100,000.00 のため、相手方に対するマージンコール（担保請求）が発生し、(USD 300,000.00 と USD 100,000.00 の差額の USD 200,000.00 ではなく) USD 300,000.00 の担保が受渡されることとなります。

2-1-6. Rounding（端数処理）

(1) Rounding とは

① 定義・概念

Rounding とは、担保の受渡に係る端数処理の単位を設定するものです。Delivery Amount、Return Amount について、Delivery Amount は切り上げて Return Amount は切り捨てとするか、Delivery Amount、Return Amount とも切り上げ、切り捨て、四捨五入するかのいずれかを選択します。

(2) 記入例

Rounding. The Delivery Amount and the Return Amount will be rounded up and down respectively to the nearest integral multiple of USD 100,000.

(3) コメント・考え方

- ① Delivery Amount や Return Amount を決定する際には、実務上の利便性の観点から、端数を処理することが一般的です。但し、Posted Collateral をすべて返却するような場合（Exposure がゼロになった時など）には Rounding 処理は行われません。
- ② 設定単位としては、担保の種類にもよりますが、例えば担保が米ドル（現金）の場合には、一般的な例として USD10,000 や USD 100,000.00 などが挙げられます。また、Delivery Amount は切り上げ、Return Amount は切り捨てと設定するケースが多いようです。

2-1-7. Posted Credit Support（保有担保）

(1) Posted Credit Support とは

① 定義・概念

CSA に基づいて行われる担保取引は継続的に繰り返されますが、Posted Credit Support とは前回までのマージンコールにおいてすでに受入済の担保全てのことをいいます。但し、担保は時価そのものではなく、2-1-11.記載の Valuation Percentage を掛けて評価します。

Credit Support Amount から Posted Credit Support を差し引き、その数字が Minimum Transfer Amount を超える場合は、Rounding 処理を施した上で、マージンコールが発生することとなります。

(2) 本文該当箇所（日本法 Paragraph 12. Definitions）

"Posted Credit Support" means Posted Collateral and Posted Other Support..

(3) コメント・考え方

- ① Posted Credit Support とは既に受入済の担保全て（合意済で受渡が完了していない担保も含む）のことを指しますが、Posted Credit Support とは細分化すると、上記(2)の通り、Posted Collateral（それぞれ契約書で定める Posted Lending Collateral と Posted Pledging Collateral の合計）と、その他の受入済の担保である Posted Other Support の合計のことを指します。しかし、Posted Other Support が発生するケースはほとんどほとんどないため、多くのケースでは以下の関係が成り立ちます。

Posted Credit Support
= Posted Collateral
= Posted Lending Collateral + Posted Pledging Collateral

担保が日本国債である場合には、これを評価する市場価格として日本証券業協会が公表している売買参考統計値等を使用するケースも見受けられるようです。
債券の担保は、市場価格で評価し、経過利息を考慮した時価を使って値洗いするのが一般的なようです。

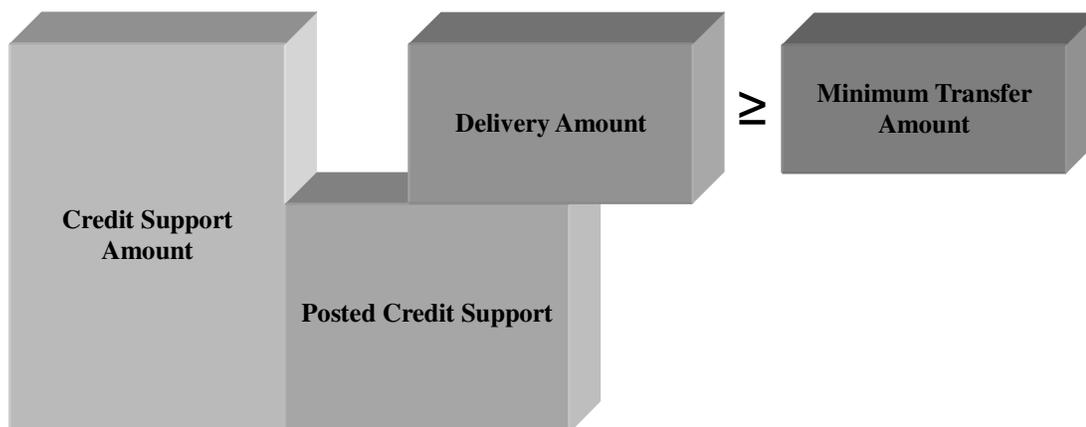
2-1-8. Delivery Amount（差入担保額）

(1) Delivery Amount とは

- ① 定義・概念

$Delivery\ Amount = Credit\ Support\ Amount - Posted\ Credit\ Support$ となります。
この数字が正（プラス）の場合、相手方に Delivery Amount 相当の担保が差入れてもらえます。つまり、相手方から受入れておくべき担保金額（Credit Support Amount）と既に受入れた担保金額（Posted Credit Support）を比較し、相手方から受入れておくべき担保金額 > 既に受入れた担保金額であれば、その差額(=Delivery Amount)相当以上の担保を追加で受入れ、 $Credit\ Support\ Amount = Posted\ Credit\ Support$ となるようにします。但し、 $Delivery\ Amount < Minimum\ Transfer\ Amount$ の場合は、担保移動は発生しません。

② 図解



(2) 本文該当箇所（日本法 Paragraph 3. Credit Support Obligations）

(a) **Delivery Amount.** Subject to Paragraphs 4 and 5, upon a demand made by the Obligee on or promptly following a Valuation Date, if the Delivery Amount for that Valuation Date equals or exceeds the Obligor's Minimum Transfer Amount, then the Obligor will Transfer to the Obligee Eligible Credit Support having a Value as of the date of Transfer at least equal to the applicable Delivery Amount (rounded pursuant to Paragraph 13). Unless otherwise specified in Paragraph 13, the "Delivery Amount" applicable to the Obligor for any Valuation Date will equal the amount by which:

(i) the Credit Support Amount

exceeds

(ii) the Value as of that Valuation Date of all Posted Credit Support held by the Obligee.

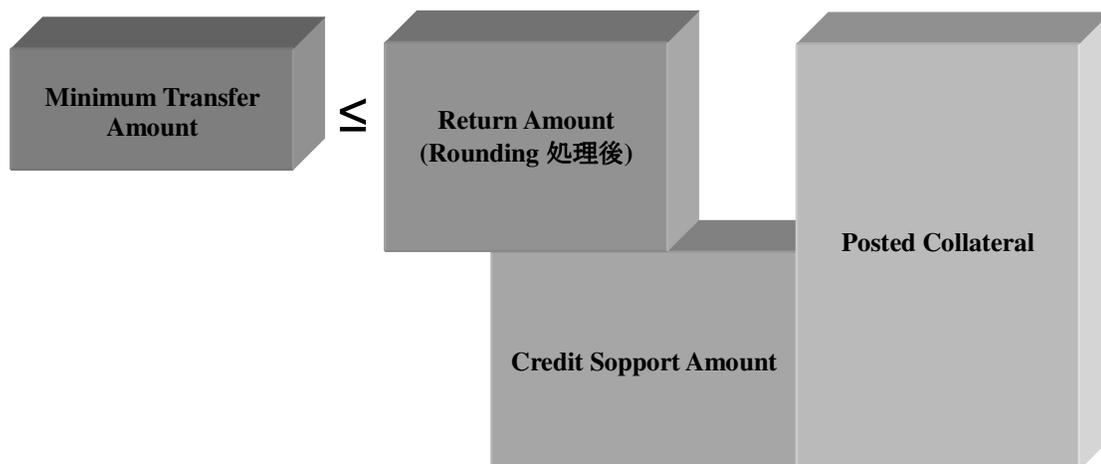
2-1-9. Return Amount（返還担保額）

(1) Return Amount とは

① 定義・概念

Return Amount = Posted Credit Support - Credit Support Amount となります。
この数字が正（プラス）の場合、相手方に Return Amount 相当の担保を返却してもらえます。つまり、既に提供した担保金額（Posted Credit Support）と相手方に提供すべき担保金額（Credit Support Amount）と比較し、既に提供した担保金額 > 相手方に提供すべき担保金額であれば、その差額（=Return Amount）相当までの担保を返還してもらい、Credit Support Amount = Posted Credit Support となるようにします。但し、Delivery Amount < Minimum Transfer Amount の場合は、担保移動は発生しません。

② 図解



2-1-10. Eligible Collateral (適格担保物)

(1) Eligible Collateral とは

① 定義・概念

CSA に基づいて拠出可能な担保の種類のことです。

(2) 記入例

Eligible Collateral. The following items will qualify as "Eligible Collateral" for the party specified:

(3) コメント・考え方

取引相手先に対する信用リスクを補完する為に使用される担保は、何でもよいという訳にはいきません。CSA 上で両当事者が合意した、担保として差入・受入可能な担保を *Eligible Collateral* として指定します。東京市場では、円キャッシュ・ドルキャッシュ、日本国債・米国債が一般的に使用されていますが、一方で、グローバルには、米国債や米ドルといった米国物担保が、市場流動性の厚さ、信用力の観点から、インターバンクにおける担保物としては最もポピュラーであり、かつ、受入の希望が多い担保物とされています。

2-1-11. Valuation Percentage (担保掛目)

(1) Valuation Percentage とは

① 定義・概念

Valuation Percentage とは、担保価値を算定するため、担保に乗じる掛目のことです。

(2) 記入例

(ii) **Eligible Collateral.** The following items will qualify as "Eligible Collateral" for the party specified:

(A) Lending Collateral

	Party A	PartyB	Valuation Percentage
(1) negotiable debt obligations issued by the Japanese Government ("JGBs") having an outstanding maturity of not more than one year which shall be on the BOJ book entry system ("Furiketsusai")	[X]	[X]	[98] %
(2) negotiable debt obligations issued by the Japanese Government ("JGBs") having an outstanding maturity more than one year but not more than five years which shall be on the BOJ book entry system ("Furiketsusai")	[X]	[X]	[97] %
(3) negotiable debt obligations issued by the Japanese Government ("JGBs") having an outstanding maturity of more than five years which shall be on the BOJ book entry system ("Furiketsusai")	[X]	[X]	[95] %
(4) cash in Eligible Currency	[X]	[X]	[100] %
(5) any other assets if both parties agree in writing	[X]	[X]	[to be agreed] %

(B)	Pledging Collateral	Party A	PartyB	Valuation Percentage
(1)	JGBs	[]	[]	[]%
(2)	Cash Deposit	[]	[]	[]%
(3)	Other	[]	[]	[]%

(3) コメント・考え方

- ① JGB, US Treasury 等の有価証券を担保とする場合、市場価格に一定の掛目（通常 100%未満）を乗じて担保評価額とするのが一般的です。
- ② 評価する際の掛目、つまりその比率は、有価証券の場合、発行体の信用力、また債券の場合、その満期日までの残存期間によっても異なります。担保の信用力、流動性、価格変動性と関連があり、一般的に担保の信用力と流動性が低く、また価格変動性が高いと、担保の掛目も低くなります。担保評価額を実際のマーケット価格よりも低く評価することによって、マージンコールから担保の決済完了までの期間や、実際に Event of Default が発生した際に、担保を市場で売却処分するまでの期間の担保の価格変動リスクや流動性リスク等に備えるものです。
- ③ 最近では、現金担保であっても、自らが決算に使用する通貨と異なる、あるいは、為替変動の影響を考慮するといった理由により、100%未満の掛目を設定する場合もあるようです。

2-2. その他のドキュメンテーション条項

ここでは、2-1.で解説した条項以外の主な条項について簡単に説明いたします。

2-2-1. Security Interest for “Obligations”（被担保債務に関する担保権）

(1) “Obligations”とは

① 定義・概念

ニューヨーク州法 CSA 及び日本法 CSA においては、“Obligations”とは CSA に基づき授受する資産により保全されるべき債務（以下、「被担保債務」）の範囲を画する概念であり、Paragraph 12 において「一方の当事者に関して、ISDA マスター契約に基づく当該当事者の現在及び将来の全ての債務、並びに Paragraph 13 において当該当事者について指

定されるその他の債務」と定義されています。このうち、「Paragraph 13 において当該当事者について指定されるその他の債務」について、ISDA フォーム上は Paragraph 13(a) において指定することが予定されています。

ISDA マスター契約に基づくコンファメーションとして構成されている 英国法 CSA においては、このような概念は存在しません。

(2) 記入例 (Paragraph 11 (英国法 CSA) / Paragraph 13 (日本法 CSA))

Security Interest for “Obligations”. The term “Obligations” as used in this Annex includes the following additional obligations:

With respect to Party A:	Not applicable
With respect to Party B:	Not applicable

(3) コメント・考え方

- ① ニューヨーク州法 CSA 及び日本法 CSA において被担保債務として ISDA マスター契約に基づく債務以外の債務を追加する場合には、Paragraph 13(a) において当該債務の内容を規定し、追加しない場合には“Not applicable”等と記載します。実務上は被担保債務を追加する例はほとんど見られず、本項目自体が省略される場合もあるようです。
- ② 英国法 CSA については、前述の通り Obligations の概念自体が存在しないため、Paragraph 11 の ISDA フォームにおいても記載欄自体が存在しません。但し、ドキュメンテーションの便宜上、英国法 CSA においても被担保債務を定義するために“Obligations”の概念を創設する規定を置く例がまま見られます。主として日本法を設立準拠法とする法人が日本国内に所在する資産を Eligible Credit Support として利用する目的で英国法 CSA に日本法関連の諸規定を追加する場合等ですが、こうした例では定義規定の内容によりニューヨーク州法 CSA 及び日本法 CSA における Obligations の本来の意義とはやや異なる場合がある点に注意が必要です。こうした場合には、Paragraph 11(a)を差し替えるのではなく、Paragraph 11(h) Other Provisions. において定義規定を置いて対応することもあるようです。

2-2-2. Specified Condition (特定の信用不安事由)

(1) Specified Condition とは

① 定義・概念

日本法 CSA および ニューヨーク州法 CSA においては、各当事者の CSA 上のいくつかの権利義務について、例えば ISDA マスター契約上の Event of Default の発生及び継続又はその結果として生じた Early Termination Date の存在（又はそのいずれもが存在しないこと）等の一定の前提条件を付しています（Paragraph 4(a)、Paragraph 6(c)（日本法 CSA

においては Paragraph 6(d)、Paragraph 8(a)及び Paragraph 8(b)をご参照下さい。)”Specified Condition”は、これらの条件中に特定の Termination Event によるものを追加するための概念として規定されています。

日本法 CSA では、Paragraph 12 において、Specified Condition を「一方の当事者に関して、Paragraph 13 において当該当事者について指定された事由」と規定しています。ニューヨーク州法 CSA では Specified Condition の定義規定は特段置かれておらず、Paragraph 13 において指定されるのみとなっています。

英国法 CSA においては、このような概念は存在しません。

(2) Paragraph 13 記入例

Conditions Precedent and Obligees’ Rights and Remedies. The following Termination Event(s) in respect of which all outstanding Transactions are Affected Transactions under the Agreement will be a “Specified Condition” for the party specified (that party being the Affected Party if the Termination Event occurs with respect to that party):

	Party A	Party B
Illegality	[X]	[X]
Tax Event	[]	[]
Tax Event Upon Merger	[]	[]
Credit Event Upon Merger	[X]	[X]
Additional Termination Event(s):		
.....	[]	[]
.....	[]	[]

(3) コメント・考え方

- ① ニューヨーク州法 CSA 及び日本法 CSA においては、Paragraph 13(d)において Specified Condition を指定することが予定されています。ISDA フォーム上は上記(2)のように Termination Event を列挙しており、その中から各当事者について Specified Condition として指定する事由を選択する形式が取られています。Additional Termination Event を Specified Condition として指定する場合、ISDA マスター契約の Schedule において定めた Additional Termination Event の全部又は一部を選択して指定することになります。
- ② いかなる事由を Specified Condition として指定するかについては、各当事者の与信方針その他のポリシーによります。ニューヨーク州法 CSA 及び日本法 CSA においては、前述の通り、Specified Condition は当事者の特定の権利義務（特に担保資産の処分等により救済を受ける権利等）の条件となっています。他方、ISDA マスター契約においては、各 Termination Event の性質に応じその発生時の処理について各々異なる規定を置いています。従って、全ての Termination Event について一律に Specified Condition として指定することが必ずしも適切でない場合もあり得ますので、個別の状況に応じた十分な検討が必要と思われます。

- ③ ISDA マスター契約に基づくコンファメーションとして構成されている英国法 CSA においては、各当事者の権利義務に関する ISDA マスター契約上の条件がそのまま適用されることが想定されており、CSA 上の権利義務に特有の条件としての Specified Condition の概念は存在せず、Paragraph 11 の ISDA フォームにおける記載欄も存在しません。なお、英国法 CSA においては、Paragraph 6 の文言上、Credit Support Balance の Value 相当額が Unpaid Amount とみなされる（すなわち、事実上担保による回収が行われることとなる）のは、Event of Default の結果として Early Termination Date が指定され又は発生したとみなされる場合に限定されていますので、前述のニューヨーク州法 CSA 又は日本法 CSA において Specified Condition が指定されている場合との対比で、注意が必要です。

3. オペレーション

本項では、CSA のオペレーション、担保授受の実務、問題点、今後の課題について説明を行います。

3-1. 契約上のオペレーション条項

ここでは、CSA に規定されているオペレーションに関する条項について説明を行います。

3-1-1. Valuation and Timing (評価および評価時期)

ここでは、担保交渉のスケジュールなどに関連する条項について説明します。

(1) Valuation Agent (計算代理人)

Valuation Agent とは、Credit Support Amount の計算等、CSA 上のいくつかの役割を担う者のことで、通常、担保を請求(担保差入請求・担保返還請求)する側と規定されます。但し、Exposure の計算能力を有しないなどの理由により、一方のみを Valuation Agent とすることもあります。日本語では計算代理人と訳されますが、第三者を Valuation Agent とすることは稀です。

(2) Valuation Date (評価算出日)

① Valuation Date とは

Valuation Date とは、Valuation Agent が Exposure 算出や担保移動額の計算を実施する日で、本項で評価サイクル(日次・週次など)が規定され、毎営業日、毎週月曜日、毎月 15 日などと記載されます。

② アドホックコール

評価サイクルを日次としない場合には、定例的な評価サイクル(週次など)に加え、一方の当事者の判断でいつでも臨時に担保請求ができるよう、アドホックコール(Ad hoc Call)について規定するのが通例です。この規定により、定例の評価基準日以外の日に相場が動くなどして Exposure が増加(=信用リスクが増大)した場合に、随時で担保を請求する権利を確保できることとなり、より機動的、弾力的な与信保全行動を取ることが可能となります。また同規定は、その内容と適正な運用を前提に、バーゼル II において幾つかのメリットが与えられる点でも重要です(※)。しかしながら、システムの制約や臨時に発生する事務負担に対応できない場合などもあり、必ずしも規定されるものではありません。

※バーゼルⅡにおけるアドホックコールによるメリットの一例

「ボラティリティ調整率（ヘアカット）の低下効果」

契約上、アドホックコール規定が付されている場合、すなわち、随時の担保請求が可能な場合、かつ日次で時価評価が行われ、当該評価に基づいて適切に信用リスクが管理される体制となっている場合には、担保の最低保有期間に基づくボラティリティ調整率を適用できます。つまり、一定の要件をクリアすれば、担保時価に乗じるボラティリティ調整率を低く設定することが可能となり、再構築コストから減じる担保評価額が大きくなることによって、信用リスク額を圧縮できるメリットが生じることとなります。（「バーゼルⅡに関する Q&A」第 113 条-Q2（金融庁）参照）

(3) Valuation Time（評価基準日）

Valuation Time とは、Exposure や Posted Collateral（保有担保）の値洗い、担保移動額（Delivery Amount、Return Amount）の計算の基準日です。Valuation Date の前営業日、Valuation Date の 2 営業日前などと規定され、この日までに約定した取引が Exposure 計算の対象となります。なお、信用リスク管理の観点では、一般に最新の評価を使って担保を要求するのが合理的であり、双方において自社のシステム環境や体制が許す限り、“Valuation Time は Valuation Date の前営業日”とするのが望ましいといえます。

(4) Notification Time（通知時限）

Notification Time とは、契約相手方への各種連絡の通知時限です。Valuation Agent の担保請求通知、アドホックコールにかかる Valuation Date 指定通知などに関して規定し、東京 14 時、担保請求受領者の現地時間 13 時などのように、適用時間帯と時刻が指定されます。この時限を過ぎた通知は翌営業日になされたものとみなされ、CSA の規定上は担保受渡期限が 1 Local Business Day（営業日）遅れることとなることから、通知時限を意識した業務運営が必要です。

(5) Transfer Timing（担保受渡時期）

① Transfer Timing とは

Transfer Timing とは、担保請求通知を受領してから何営業日後（以内）に担保の受渡を実行するかというタイミングのことです。実務上の最短日数は、CMU から決済事務担当部署に担保受渡指図を何営業日前までに出さなければならないかで逆算されます。日本法 CSA においては標準規定として“請求日から 3 営業日以内”（※）とされていることもあり、第 3 営業日後に受渡を実施しているケースが多いようですが、契約当事者間で個別に日数を定めるケースもよくあるようです。

※日本法 CSA の標準規定が“請求日から 3 営業日以内”としているのは、日本国債の売買市場の決済が取引日の 3 営業日後となっている慣行を考慮したものです。但し、通常、“○営業日後”ではなく“○営業日以内（not later than～）”と規定することが多く、また現金の場合は“第 2 営業日以内”、日本国債の場合は“第 3 営業日以内”というように、市場慣行や事務の実情に合わせて、担保物の種類別に規定することもあります。ちなみに、

英国法 CSA やニューヨーク州法 CSA の標準規定では、“請求日の翌営業日までに”とされています。

② 留意点

担保受入による与信リスクの削減は、実際の受渡が完了してから効果が生じるため、担保受領側にとって担保の受渡は早期に行われることが望ましいといえます。受渡日までの期間が長いと、その間、相手方が破綻した場合のリスクが増大しますし、相場変動リスクにも晒されることとなるからです。しかしながら一方で、請求～受渡日の期間短縮には、決済事務担当部署（担保物によっては海外に所在する場合があります）との連絡・連携の迅速化が求められるなど、事務負担を増大させる側面があります（自社 CMU と相手方 CMU の所在地に時差がある場合には特に留意が必要です）。従って、CSA で Transfer Timing をどう規定するかは、取引相手に対する信用許容度のほか、自社の事務体制やシステム事情などオペレーション面も踏まえた総合的な判断の下に決定する必要があります。

(6) Local Business Day（現地営業日）

① Local Business Day とは

通常、Valuation Date、Valuation Time、Notification Time、Transfer Timing などにおいてどの都市の営業日を考慮するかを Local Business Day に規定します。一般に、双方の本店所在地、CMU の所在地、Exposure 評価の対象取引の拠点所在地（特に、システムが設置されている拠点の休日に評価計数の取得が不可能となるような場合）、担保物の決済に関連する都市、ニューヨークなどを必要に応じて指定することが多いようです。

② 留意点

むやみに多くの都市を指定することは、評価頻度の低下を招き、また担保受渡時期の後ずれにつながるため、与信リスク管理の有効性が損なわれる原因となりかねません。従って、ここに規定する都市は必要最小限に留めるべきでしょう。また、Valuation Time、Transfer Timing など一律に適用するのではなく、項目別や担保種類別に規定することも可能です。

3-1-2. Substitution（担保差し替え）と Rehypothecation（転担保）

(1) Substitution（担保差し替え）

① Substitution とは

担保差出人が現在差し入れている担保物の一部または全額を回収し、他の担保物に差し替え・交換することで、担保の有効活用やコスト抑制、クーポン（利付債の利子）や配

当金授受の回避（※）などのために行われます。担保受取人の同意（consent）が必要かどうかは契約に規定しますが、本邦では同意を要すると規定する例が多いようです。たとえ同意を不要とした場合においても、実務では前もって相手方の了解を得る慣行が定着しています。

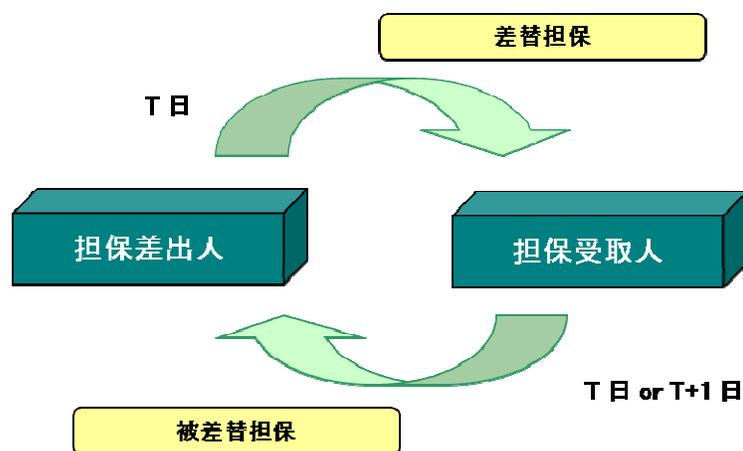
② 担保差し替えの流れ

担保差し替えは、担保差出人が担保受取人に対して通知を行うことで開始されます。この際、代替として差入れる担保の明細（以下、差替担保）と回収する担保の明細（以下、被差替担保）が伝えられます。差替担保の評価額は、被差替担保と等価か同等以上であることが必要です。担保受取人は評価額を算定し、申し出の受入可否を判断します。

担保受渡のタイミングは、差替担保の差入については、通常の担保移動と同様に通知日から第3営業日、被差替担保の返還については、差替担保受領日の当日中もしくは翌営業日というのが一般的です。

※ 担保差し替えを単独で行うこともありますが、オペレーション頻度を抑制するため、担保請求のタイミングで同時に差し替えを実施する（担保移動合意金額＝差替担保－被差替担保の関係が成立するよう差替担保の金額を決めるようなやり方）こともしばしば見られる慣行です。

【図】 担保差し替え



③ 留意点

(i) 国債（利付債）は通常、年2回クーポンが支払われます。クーポンは担保受取人に対して現金（利払口同士の口座間振替）で支払われますが、支払われたクーポンは担保差出人側に払い戻すのが慣行となっています。払い戻さないで、国債と現金を担保として受入れている状態となり、担保評価や管理が煩雑になるからです。実務では、この払い戻し事務を回避するため、利払期到来の前に、利払期が異なる銘柄に差し替えることが多いようです。なお、日本国債で振替決済制度を利用する場合、利払日前3営業日は利払口振替期間にあたり担保移動ができなくなりますので、事

前に受渡を完了させておくことが必要です。

- (ii) 担保を差入れる行為は与信行為に該当する点に留意が必要です。担保差し替えの場合、担保差出人から見ると、差替担保を差入れてから被差替担保を回収するまでの間、二重に担保を差入れている状態となりますので、与信リスク管理の観点から極力速やかに被差替担保を回収すべきだと言えます（できれば同日中）。このため、日本法 CSA の標準規定では、被差替担保の返還は、差替担保受領日から 3 営業日以内（ニューヨーク州法 CSA、英国法 CSA では翌営業日以内）と規定されていますが、“翌営業日までに”と規定を変更することが多いようです。しかし一方で、担保受取人から見た場合、差替担保の受領を確認してから被差替担保の返還手続きに移る必要上、担保返還の期間短縮化は事務負担増大の要因となりますので、担保受渡のタイミングはオペレーション面も考慮して規定すべきです。

(2) Rehypothecation（転担保）

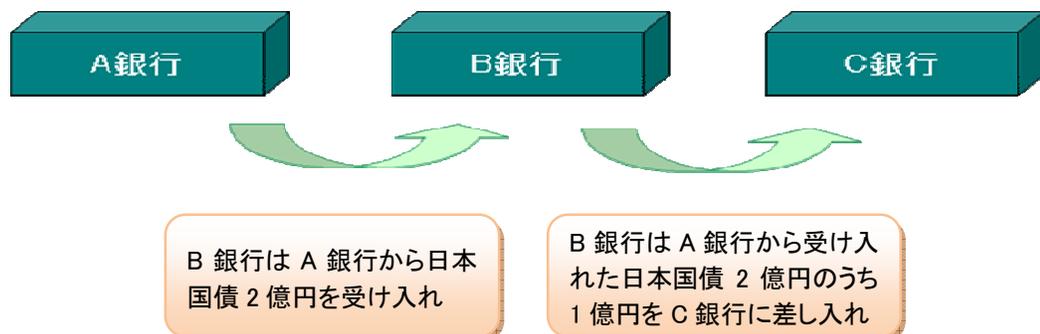
① Rehypothecation とは

Rehypothecation とは、受取人が受入れた担保（有価証券）を他の取引相手に対して担保として差入れることで、担保差し替えと同様、担保の有効活用やコスト低減・抑制の目的で行われます。ニューヨーク州 CSA、英国法 CSA（Title Transfer のみ）、日本法 CSA（消費貸借のみ）のいずれの CSA 標準規定でも認められていますが、その法的有効性や規制等は法域によって異なる可能性があります。

② 留意点

アドホックコール規定が付されている場合や担保差し替えの受渡期間が短い場合などにおいては、担保差出人からの返還請求に対応する必要があることも考慮して残高を管理する必要があります。

【図】 転担保の例



3-1-3. Dispute Resolution (紛争の解決)

(1) Dispute とは

Dispute とは、一方当事者が下記に合意できない場合、異議申し立てをすることです。

(i) Valuation Agent が算出した Delivery Amount / Return Amount

(ii) Eligible Collateral や受渡担保の評価額

日本語では通常、「紛争」と訳され、やや仰々しい語感がありますが、Dispute の発生は決して珍しいことではありません。特に (i) は、Exposure や担保評価額計算における評価レートや評価モデルの差異の関係で、両当事者の計算が完全に一致することはまずあり得ませんので、請求者側の計算による担保請求金額 (A) と、被請求者側の計算による担保差入／返還可能金額 (B) は、ほぼ常に $A \neq B$ となります。従って、Dispute ($(A) > (B)$ のケース) は、かなり高い確率で日常的に発生する事態であり、後述の折半や Undisputed Amount の受渡といった、あらかじめ規定・慣行化した手順に沿って粛々と処理されるのが一般的です。

但し、Exposure の元となるポートフォリオ (CSA 対象となる個別取引の総体) が大きく欠落していたり、システムのデータ取り込みエラー、評価レートのシステム入力相違などが原因で、Exposure が明らかに異常値となっている場合などには、その都度解決方法を検討することとなります。

また、(ii) は、担保移動合意日～担保受渡日までの間の相場変動などにより、担保受渡当日における担保価値が目減りし、合意していた価額 (基準通貨ベース) を充足しなくなり、担保受取人が不足分について担保を追加要求するケースです。しかし、このようなケースで Dispute を起こすことは稀で、最新の評価計数 (Exposure、担保評価額) に基づいてアドホックコールを発動するというような対応を行うのが一般的です。

なお、Dispute 発生時、解決方法に関する裁量が CMU 自身に委ねられているケースもありますが、与信リスク管理部署に権限が付与されていたり、当該部署への報告が必要となるケースも多いようです。

(2) Dispute の解決方法に関する CSA の標準規定

日本法 CSA では、Paragraph13 で Dispute の解決方法について、次のように規定 (原文直訳ではなく意訳) しています。

① Dispute が Delivery/Return Amount について起きた場合

- (i) 一方 (以下、異議当事者) が相手方の計算金額 (請求金額／担保引渡可能金額) に合意できない場合、担保請求日の翌営業日までに、相手方と Valuation Agent (Valuation Agent が第三者の場合) に Dispute の通知を行う。

(ii) 被請求者は、担保請求を受けた日の第3営業日までに、「争いのない金額」(Undisputed Amount) 部分の担保を引き渡す。

- ◆ 「争いのない金額」(Undisputed Amount) とは、両者の評価 (Exposure、Posted Collateral) が正常であることを前提とすると、小さい方の金額 (=被請求者側の計算に基づく、差入、もしくは返却可能な金額 (以下、「担保引渡可能金額」)) を意味します。なお、Exposure の乖離状況などによっては、被請求者側の担保引渡可能金額がゼロであったり、双方が担保請求者となることもあり得ますが、その場合は Undisputed Amount がゼロあるいは存在しないこととなりますので、担保移動は発生しません。
- ◆ Exposure 乖離原因の解明あるいは Dispute の完全解決まで担保受渡を保留すると、「争いのない金額」部分についても請求者側の与信リスクが継続することとなるため、「争いのない金額」部分については Dispute の解決状況に関わらず担保授受を実施するというのが、本規定の考え方です。
- ◆ 前述の通り、日本法 CSA の標準規定における Transfer Timing は、請求日から3営業日以内となっていますが、「争いのない金額」の Transfer Timing も、Dispute 発生の影響を受けず、当初請求日から3営業日以内であることに注意が必要です。なお、ニューヨーク州法 CSA、英国法 CSA の標準規定では、Transfer Timing は請求日の翌営業日までとなっており、「争いのない金額」の Transfer Timing もやはり当初請求日の翌営業日です。

(iii) 両当事者は、Resolution Time (解決時間。Paragraph 13 に規定) までに Dispute を解決できない場合には、Valuation Agent は、Recalculation Date (再算出日) 基準にて、以下の方法により Exposure と担保評価額を算出する。

- (a) 両当事者が争いのないものとして合意した取引の Exposure は、Recalculation Date (再算出日) 基準にて計算した結果を使用する。
- (b) Dispute を引き起こす原因となった取引の Exposure は、マーケットクォーテーション方式にて算出された結果を使用する。

[マーケットクォーテーション方式]

該当する市場において高い信用力を有する4社以上のディーラー (Reference Market-makers) に取引時価の算出 (クォーテーション) を依頼し、最高値、最低値を除いた算術平均値を時価とする方法。4件のクォーテーションが得られない場合であっても認められるが、1件も得られない場合は Valuation Agent の独自の計算方法で算出された時価を使用する。

- (c) 既存担保評価額に争いがある場合には、Paragraph 13 に規定されている手続きに沿って計算を行う。

(iv) Valuation Agent は、Resolution Time の翌日の Notification Time までに、再計算結果を各当事者 (Valuation Agent が第三者でない場合には相手方) に通知する。被請求者は、

規定の期日までに担保を引き渡す。

② Dispute が受渡担保物の評価額について起きた場合

- (i) 担保評価額に合意できない場合、担保受取人は担保受渡日の翌営業日までに、担保差出人と Valuation Agent (Valuation Agent が第三者の場合) に Dispute の通知を行う。
- (ii) 担保差出人は、当初担保受渡日の第 3 営業日までに「争いのない金額」(Undisputed Amount) の担保を引き渡す。
- (iii) 両当事者は、Resolution Time (解決時間。Paragraph13 に規定) までに Dispute を解決できない場合には、Valuation Agent は、Paragraph13 に規定する手続きに従って、担保受渡日における評価額の再計算を行う。
- (iv) Valuation Agent は、Resolution Time の翌日の Notification Time までに、再計算結果を各当事者 (Valuation Agent が第三者でない場合には相手方) に通知する。担保差出人は、規定の期日までに担保を引き渡す。

(3) Dispute 発生時における実際の解決慣行

ここでは、Delivery Amount/Return Amount について Dispute が発生した場合の解決方法を取り上げます。上述の通り、担保受渡日における担保価値の目減りに関して Dispute が発動されることは稀であり、説明は省略します。

Exposure 計算負荷が大きい場合、CSA 標準規定の解決方法であるマーケットクォーターション方式を適用して短期間のうちに解決を図ることは現実的ではありません。そうした場合には、下記の方法による Dispute の解決が慣行化しています (これらに限るものではありません)。

- ① 取引のリコサイル (個々の取引明細の突き合わせ) を行い、取引件数が一致していることや、MTM (Mark-to-Market。時価評価額) の乖離に違和感がないか (評価基準日のマーケットレンジを勘案) を確認・検証します。

自己のデータに、取引の過不足や MTM の異常が発見された場合、適正な MTM の再算定が可能かどうかを検討し、不可能な場合には、相手方が算出した MTM を使用するなどの方法で Exposure を補正します。相手方データに異常を発見した場合は、その事実を通知するとともに、自己のデータに異常があった場合の対応と同様の対応を依頼します。Dispute の原因調査の過程・結果を社内で記録しておき、次回に役立てることは業務の負担を減らす上でも大変有効です。

上記対応ができない場合、次回評価時まで原因の究明と解決を図ることについて合意 (要請) します。

- ② 双方のデータに異常がない場合には、以下のいずれかの対応を行います。

(ア) 双方の担保移動額計算の中間値を合意金額とする（折半）。

(イ) 争いのない金額（Undisputed Amount）を合意金額とする。

(ア) (イ) いずれを合意金額とするかは、CSA の規定によらず、ポートフォリオの規模や取引種類などにより、どの程度の差額が発生するかを推定して合意を形成し、実務運用上で慣行化することもあるようです。但し、(イ) の場合は、請求金額に対して担保受領金額が大幅に小さくなる可能性があり、与信リスク管理の観点からは好ましくないと言えます（例えば、請求金額 100 に対し、被請求者側の担保引渡可能金額が 1 の場合、担保は 1 しか受領できません）。その反面、被請求者の観点からは、計算根拠のない金額を支払うことで増加する与信リスクを負担せずに済みます（担保引渡可能金額が 1 にもかかわらず、請求金額が 101 の場合、余分に 50 支払う事態を回避できることとなります）。また(ア)の対応は、自社内権限部署の承認を必要としているケースもみられ、合意までの交渉プロセスに支障が出ることも考えられます。

(ア)、(イ) のどちらで対応すべきかは、これらの点や、相手方 CMU の所在地やコミュニケーションの取りやすさ（国内あるいは時差がわずかな香港、シンガポールなどに所在し、営業時間中に交渉・合意できかどうか）、MTM 算出に適用される評価レート（評価レートの差異による大幅な Exposure 乖離が発生しにくいかどうか）などを総合的に勘案した上で決めるべきでしょう。

(4) Non-Dispute Band

双方の担保移動額の差が一定金額以下の場合には折半を行い、その金額を超過している場合は争いのない金額を引き渡す規定を設ける場合もあります。CSA の公式な定義や概念ではありませんが、この折半適用の上限金額は一般に Non-Dispute Band と呼ばれています。

なお、折半適用上限金額は、ポートフォリオの規模や商品構成、信用リスクの許容度などを考慮して決めることが多いようです。

この方法は、“差異が小さい場合には、Exposure が適正に算出されていると考えられるため折半が妥当であるが、差異が大きい場合は、いずれかの Exposure が異常値となっている可能性があるため折半すべきでない” との考え方が背景にあります。しかし、ポートフォリオの規模や評価モデル、評価レートの違いによって双方の Exposure が大きく乖離することも稀ではなく、折半が不適用となるケースでは、担保受領金額が極端に小さくなるリスクがあることには十分な注意を払う必要があります。

(5) 折半による担保受渡金額計算の実例

折半による担保受渡金額の計算には幾つかの方法があります。どの方法によるかは、実務上で慣行化することが多いようです。ここでは、一般に広く採用されている方法を幾つか紹介します。

計算の方法は、下記の二種に大別されます。

〔ケース①〕 ラウンド前の Delivery Amount / Return Amount を基準にする場合

〔ケース②〕 ラウンド後の Delivery Amount / Return Amount を基準にする場合

(a) 双方の計算において、担保移動の方向が同じ場合の例

【表 A】

		請求者側計算	被請求者側計算	折半(ケース①)	折半(ケース②)	
Exposure	USD	36,324,987	32,989,574	34,657,281	/	
Threshold	USD	20,000,000	20,000,000	20,000,000		
Credit Support Amount	USD	16,324,987	12,989,574	14,657,281		
Posted Collateral	USD	8,265,568	8,279,345	8,272,457		
Delivery Amount(ラウンド前)	USD	8,059,419	4,710,229	6,384,824		
<i>Minimum Transfer Amount</i>		USD 1,000,000				
<i>Rounding</i>		USD 100,000				
Delivery Amount(ラウンド後)	USD	8,100,000	4,800,000	6,400,000		6,500,000

ケース①は、Exposure、Posted Collateral の中間値を基準に Delivery Amount を算出した後、ラウンド処理を行う方法です。

〔簡便法〕

ラウンド前の Delivery Amount の中間値を求めて、ラウンド処理を行います。

$$[(USD 8,059,419 + USD 4,710,229) \div 2 = USD 6,384,824 \Rightarrow USD 6,400,000]$$

※ 下記 B、C のような場合を除いて、簡便法のやり方を用いても問題はありません。なお、感覚的にわかりやすくするため、ケース①を「ラウンド前の Delivery Amount を折半する場合」と表現していますが、正確には、Exposure、Posted Collateral の中間値を双方が歩み寄った共通の Exposure、Posted Collateral と位置付けて計算する方法、との表現が適切です。

ケース②は、ラウンド後の Delivery Amount の中間値を計算する方法です。

$$[(USD 8,100,000 + USD 4,800,000) \div 2 = USD 6,450,000 \Rightarrow USD 6,500,000]$$

ケース①とケース②の計算では、上記の通り、ラウンド単位分だけ計算結果が異なる場合があります。留意が必要です。

(b) 一方当事者の Exposure が Threshold を下回っている場合の例

【表 B】

		請求者側計算	被請求者側計算	折半(ケース①)	折半(ケース②)	
Exposure	USD	47,235,625	35,437,342	41,336,484	/	
Threshold	USD	40,000,000	40,000,000	40,000,000		
Credit Support Amount	USD	7,235,625	0	1,336,484		
Posted Collateral	USD	0	0	0		
Delivery Amount(ラウンド前)	USD	7,235,625	0	1,336,484		
<i>Minimum Transfer Amount</i>		USD 1,000,000				
<i>Rounding</i>		USD 100,000				
Delivery Amount(ラウンド後)	USD	7,300,000	0	1,400,000		3,700,000

ケース①の方法では Delivery Amount は USD 1,400,000、ケース②の方法では USD 3,700,000 となり、大きな差異が生じます。このような場合、被請求者側の Exposure が Threshold を下回っている限り、その水準如何に依らず（例えば USD 39,999,999 であっても USD 1 であっても）Delivery Amount が USD 3,700,000 となる非合理的な状況を避けるため、ケース①の方法を採用する方が適切でしょう。

【表 C】

		請求者側計算	被請求者側計算	折半(ケース①)	折半(ケース②)	
Exposure	USD	47,235,625	28,917,326	38,076,476	/	
Threshold	USD	40,000,000	40,000,000	40,000,000		
Credit Support Amount	USD	7,235,625	0	0		
Posted Collateral	USD	0	0	0		
Delivery Amount(ラウンド前)	USD	7,235,625	0	0		
Minimum Transfer Amount		USD 1,000,000				
Rounding		USD 100,000				
Delivery Amount(ラウンド後)	USD	7,300,000	0	0		3,700,000

表 C は、表 B における被請求者側の Exposure を小さくした例です。Exposure の中間値 (USD 38,076,476) が Threshold (USD 40,000,000) を下回っており、ケース①の方法では担保移動なし、ケース②の方法では USD 3,700,000 となりますが、B のケースと同様、①の計算方法の方が適切と言えます。

なお、表 A においてケース①の簡便法を紹介しましたが、表 B、C に適用しますと、ラウンド前の Delivery Amount の中間値が USD 3,617,813 (= (USD 7,235,625 + USD 0) ÷ 2) となりますので、ラウンド後の Delivery Amount は USD 3,700,000 となり、上記の計算結果 (USD 0) と大きく乖離します。このように、簡便法には限界があることを十分に理解した上で適用する必要があります。

(c) 双方の計算において、担保移動の向きが異なるケース

【表 D】

		A銀行計算	B銀行計算	折半(ケース①)	折半(ケース②)	
Exposure	USD	18,573,678	12,687,286	15,630,482	/	
Threshold	USD	10,000,000	10,000,000	10,000,000		
Credit Support Amount	USD	8,573,678	2,687,286	5,630,482		
Posted Collateral	USD	4,351,574	4,498,453	4,425,014		
Delivery Amount(ラウンド前)	USD	4,222,104	(1,811,167)	1,205,469		
Minimum Transfer Amount		USD 1,000,000				
Rounding		USD 100,000				
Delivery Amount(ラウンド後)	USD	4,300,000	(1,800,000)	1,300,000		1,300,000

上表は、A 銀行が USD 4,300,000 を請求 (追加担保差入請求)、B 銀行が USD 1,800,000 を請求 (担保返還請求) している状態にあり、折半を適用した場合、A 銀行に USD 1,300,000 の担保受入の権利があるという事例です。

通常のケースでは折半を適用している場合でも、本例のように双方が担保請求の立場となっている場合には、担保移動なしとして決着させることもあるようです。

しかし、その場合、一方が著しく不利となる可能性があることや(例えば A 銀行が 100 の請求、B 銀行が 1 の請求の場合、担保移動をなしとすると、A 銀行は 100 の与信リスクを抱えたままとなる)、折半適用の連続性を考慮して (例えば上例で B 銀行のラウンド前の Delivery Amount が USD 1 の場合と USD -1 の場合で折半採否のスタンスが変わるのは不合理という考え方)、折半を適用することも多いようです。

以上、折半の代表的なパターンについて説明しましたが、その都度折半方法や方針を変更する

のではなく、お互いに取り決めた方法を継続的に適用していくことが、担保交渉プロセス安定化の観点からも有効であると考えられます。

3-1-4. Distributions and Interest Amount (配当物および利息金額)

(1) 現金担保に係る利息

現金担保には、利息を付すのが通例です。CSA 標準規定では、“利息支払者は、利息の受渡によって新たに Delivery Amount が発生したり、Delivery Amount が増加しない限りにおいて利息を支払う”との前提条件が規定されていますが、利息金額が担保金額に比して小さいこともあり、同規定の変更有無にかかわらず利息の受渡を行うことが多いようです。

※ 利息は担保差出人に帰属しており、理論的には既存担保評価額に算入して担保移動金額を計算すべきですが、利息金額を把握するには適用金利を常にシステム登録（利息計算や既存担保評価額への反映がシステムサポートされている場合）する必要が生じるなど事務量の増大を伴うことから、実務では担保評価額には含めないことも多いようです。その際、利息金額が少額であれば大きな問題ありませんが、担保金額が大きい場合や適用金利が高い場合には利息金額が相当に大きくなるため、与信リスクへの影響にも注意が必要です。

(2) 利息受払のタイミング

利息受払のタイミングは、CSA 標準規定に「月の最終営業日もしくは担保返還日（一部返還の場合も含む）」と規定されていますが、利息受払に伴う事務負荷の軽減や利息計算期間の簡明化などを考慮して、慣行として、

- (i) 1ヶ月分の利息を翌月初第2営業日や第3営業日に行うケース。
- (ii) Exposure が縮小し担保を全額返還する場合、担保返還と同時に（同時期に）行うケース

が多いようです。(ii) のみを適用する場合、長期間、利息の受払が実施されない可能性もあるため、(i) と (ii) の併用型としているケースも見受けられます。なお、(ii) の場合、適用金利の確認が翌営業日になること、利息金額の計算に時間を要することから、担保返還と同時に利息を受渡すことは不可能に近く、担保返還の2、3営業日後に受渡すことが多いようです。

(3) 適用金利

受入れた現金担保は、日々の資金繰りに組み込まれて、短期金融市場のオーバーナイト物で運用されていると考えるのが自然です。このため利息計算に適用される金利は、日本円の場合、代表的な無担保コールオーバーナイト加重平均金利（以下、「無担コールレート」）、米ドル現金の場合は、フェデラルファンドオーバーナイト金利（Federal Funds Effective Rate 以下、「FFレート」）が採用されているようです。

なお、日々の金利から一定のスプレッドを差し引いて計算を行う内容に契約が修正されているケースもあります。

(i) 日本円 ・・ 無担コールレート

毎営業日、午前 10 時頃、ロイター社テレレート TONAT ページに、前日営業日分の確報値が公表されます。日銀ホームページ (http://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_m.htm) にも公表されています (当該営業日の夕刻、速報値が発表されますが、確報値の公表は翌営業日ですので注意して下さい)。

(ii) 米ドル ・・ FF レート

ニューヨーク時間夕刻 (東京時間午前) に、ロイター社テレレート FEDFUNDSF ページに公表されます。米国連邦準備制度理事会のホームページにも掲載されます。

(<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/update/>)

- ◆ 基準金利から一定のスプレッドを差し引くこととしている場合や、金融情勢によって、上記により決定される適用金利がマイナス金利 (ネガティブ金利) となる場合があります。この場合には、理屈の上では利息が担保差出人から担保受取人に支払われることとなりますが、実務上は、「マイナス金利の場合は 0 %として計算する (ゼロフロアー)」あるいは「利息計算対象期間における利息のトータル金額がマイナスとなる場合はゼロとする (利息の受払は行わない)」といった規定を設けることが多いようです。

(4) 利息計算の実例

利息計算は、単利あるいは複利のいずれも採用可能ですが、計算が簡便な単利を選択して CSA に規定することが多いようです。

下記に 1 日当たりの利息の計算例を示します。

$$\text{JPY } 100,00,000.- \times 0.45\% \div 365 = \text{JPY } 1,232.-$$

$$\text{USD } 12,000,000.- \times 2.54\% \div 360 = \text{USD } 846.67$$

- ◆ 無担保コールレートを適用する場合、日数計算は 365 日ベースで、円未満は切り捨てです。英国法 CSA、ニューヨーク州法 CSA の標準規定では、変更を加えない限り 360 日ベースが適用されるものと解されますので、無担コールレートを適用する場合には、契約を 365 日ベースに修正する必要があります。
- ◆ FF レートを適用する場合、日数計算は 360 日ベースで、セント未満は四捨五入します。日本法 CSA の標準規定では、利息計算にかかる通貨別の規定はなく、一律 365 日ベースが適用されるものと解されていますので、FF レートを適用する場合には、契約を 360 日ベースに修正する必要があります。

3-1-5. Other Eligible Support and Posted Other Support

Eligible Collateral として定めた担保以外の担保を適格とする場合には、評価方法 (Value) や担保受渡方法 (Transfer) を規定します。

3-1-6. Demands and Notices (請求および通知)

双方の担保請求通知や担保受渡明細通知などの送付先を規定します。実際のオペレーションでは、担保請求通知や交渉などは電子メールで行われることが多くなっていますが、部署名、住所、電話番号、Fax 番号なども規定するのが一般的です。なお、電子メールを法的に有効な通知として取り扱うかなどについては判断が必要です。電子メールを有効な通知と判断している場合でも、電子メールの不通が生じた場合などの対応として、Fax などの代替手段を確保しておくことも重要です。

3-1-7. Address for Transfers (引渡のための住所)

適格担保の決済方法 (口座情報など) を規定します。決済口座は SSI (Standard Settlement Instructions) と呼ばれます。CSA 担保取引以外の取引と共通の SSI を用いることもありますが、CSA 担保決済用の SSI を設定している場合もあります。SSI は、取引先とのリレーションを考慮した政策的判断や利便性などにより変更されることも多いため、本欄には“to be advised”のように規定し、CSA とは切り離して管理することも多いようです。

3-1-8. Exposure (エクスポージャー)

(1) Exposure とは

Exposure とは、CSA の対象取引の MTM (Mark-to-Market) (※) の総和で、相手方に対する信用リスク額です。個別取引の MTM のプラスとマイナスはネットアウトされて Exposure が算出されます。プラスの場合はカウンターパーティに対して信用を供与している状態 (与信)、マイナスの場合はカウンターパーティから信用を受用している状態 (受信) ということになります。

※ MTM は、時価評価額、値洗い、再構築コスト、PV (Present Value) などと呼ばれることもあります。

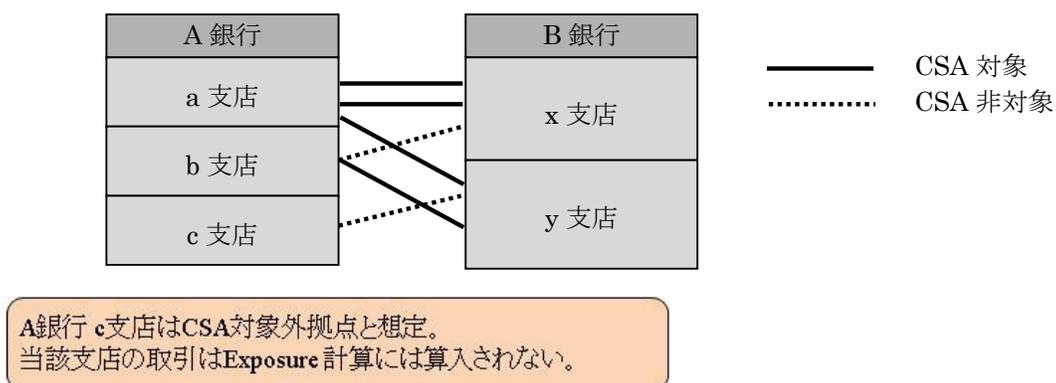
MTM 計算は、複雑な計算を要する場合も多く、恣意性を排除した公正さが要求されるため、

専用システムで自動計算されるのが一般的です。なお、評価モデルや評価レート（為替相場、金利など）の違いから、同一取引であっても、各社、MTM が異なるのが一般的です。

(2) 評価対象取引・拠点

Exposure 計算の対象となる取引は CSA で指定された拠点・取引種類（CSA 対象取引）のみであり、全取引の時価を Exposure に算入できるとは限りません。CSA 対象の取引種類・拠点は、ISDA マスター契約の内容と合わせるのが基本ですが、債権と担保との相殺についての法的有効性が認められない国や地域の拠点は CSA 対象から選択的に除外する場合があります。CSA に対象拠点・取引種類について規定しない場合には、ISDA マスター契約のマルチブランチ条項に記載された拠点・取引全てが対象となるもの解されます。但し、個別の取引コンファメーションで、ISDA マスター契約や CSA の対象外としている場合もあるため留意が必要です。

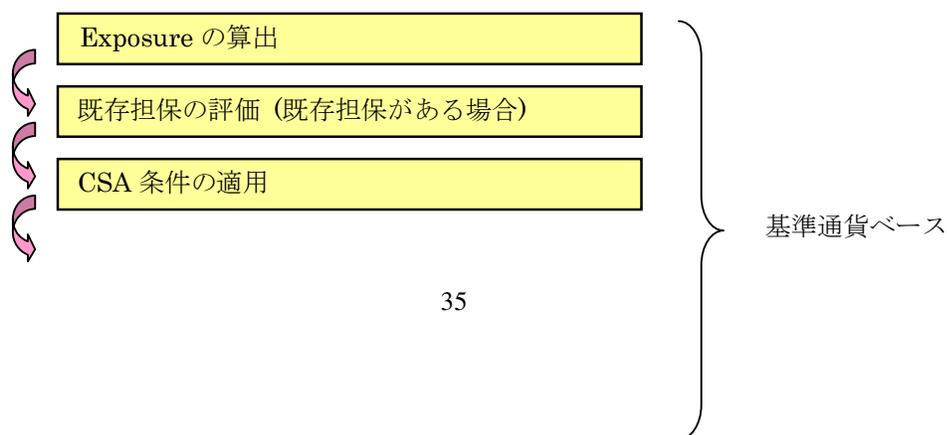
【図】 Exposure 計算における CSA 対象拠点の考え方

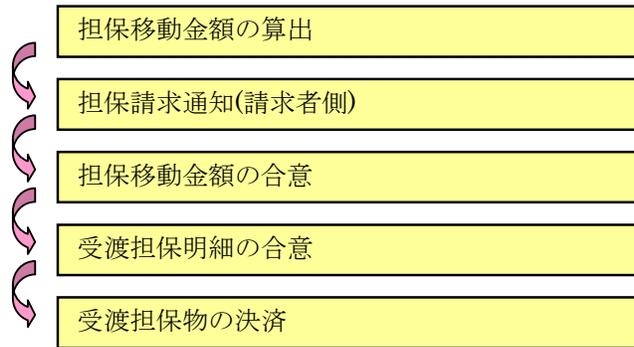


3-2. 担保取引の実務

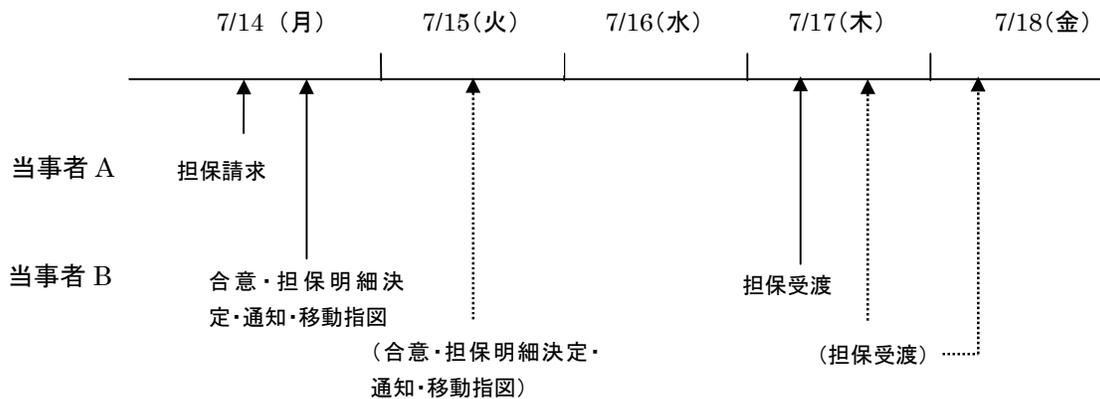
3-2-1. 担保交渉の流れ

担保請求～決済までのフローは、以下の流れで行うのが一般的です（適格担保の種類・各社の事情により前後させる場合もあります）。





[担保交渉のフロー例]



*括弧書きは、Notification Time を過ぎて担保請求が行われた場合

3-2-2. 具体的手順

(1) 担保請求の実施

各 Valuation Date について、Valuation Agent（担保請求者が Valuation Agent の場合）は Fax または e-mail 等合意された手段にて相手方に担保請求通知を行います。Notification Time 以降の担保請求は、翌営業日付での請求と見なされるため、担保受渡日は翌営業日を基準に決められます。なお、担保差入請求はマージンコール (Margin Call)、担保返還請求はリターンコール (Return Call) と呼ばれます。

[担保請求通知の内容]

担保請求通知には、通常、以下の内容が記載されます。Excel や Word、PDF ファイルの形式で発行される場合や、電子メール文中に直接記述されるケース、Fax で送付されるケースなど様々です。

Margin Call Notice		(in USD)
Exposure		XX,XXX,XXX.XX
Independent Amount		X,XXX,XXX.XX
Threshold		X,XXX,XXX.XX
Credit Support Amount		<u>XX,XXX,XXX.XX</u>
Value of Collateral held by us (after Haircut)		X,XXX,XXX.XX
Value of Pending Collateral (after Haircut)		XX,XXX.XX
Total Value of Collateral (after Haircut)		<u>X,XXX,XXX.XX</u>
Delivery Amount (before rounding)		<u>XX,XXX,XXX.XX</u>
Minimum Transfer Amount	1,000,000	
Rounding Unit	100,000	
Delivery Amount required (after rounding)		<u>XX,XXX,XXX.XX</u>

(2) 担保請求の合意可否判断

被請求者は、自己の計算との比較を行い、請求金額に合意可能かどうかを判断します。この時、Exposure、既存担保評価額（受渡完了済分、並びに受渡が完了していない先日付での担保受渡分）について「おおよそ一致」(※) していることや、契約上定められた Independent Amount、Threshold が正しく認識されていることを確認します。

※「おおよそ一致」: Exposure 算出に使用する評価モデル・評価レートが異なるため、双方で担保移動計算金額が異なることが一般的です。こうした事情を考慮して、「おおよそ一致」基準を設定することが多いようです。

請求金額に合意可能な場合、Valuation Agent にその旨を連絡します。

担保請求金額に合意できない場合は、3-1-3. Dispute Resolution（紛争の解決）や双方で取り決めた方法・慣行に従い解決を図ります。

(3) リコンサイル

請求金額の相違は、担保評価額に起因する場合がありますが、主たる要因は Exposure の乖離によるものです。Exposure 乖離の原因は、①入力ミス、②システムエラー、③評価モデルの違い、④為替評価レート・金利評価レートの違い、がその主なものですが、これらを検知する手段として、リコンサイルと呼ばれる取引明細 1 件毎の照合を行う慣行が存在します。

① リコンサイルにおける留意点

リコンサイルは、両者の間でポートフォリオの個別明細データが Excel や PDF の電子データ形式で交換されて行われます。このデータには取引を識別・特定する上で必要な最低限の情報（取引 REF、約定日、満期日、通貨、想定元本、MTM 等）が含まれている必要があります。

リコンサイルで、(ア) 取引件数の一致、(イ) MTM 乖離の妥当性が検証されますが、②の点に留意が必要です。なお、リコンサイルで異常が発見された場合の担保移動合意の仕方については、3-1-3. Dispute Resolution（紛争の解決）をご参照下さい。

② リコンサイルのポイント

(i) 取引件数の一致

取引約定の時間帯によっては記帳が数日程度遅れることもあり、必ずしも件数が一致しないことがあります（東京のトレーダーが夜間に欧州の銀行と取引をするようなケース）。また、ストラクチャー物など複雑な取引は、1つの取引が必ずしも1明細で記帳されるとは限らず、システムによっては複数明細に分割して記帳され、1対NやN対Mの関係となる場合もあるので注意が必要です。

取引の不一致が発見された場合には、当該取引が含まれている当事者側から他方当事者に当該取引のコンファメーションや取引の事実を確認できるエビデンスを提供する形で調査が開始されます。

(ii) MTM 乖離の妥当性

評価モデルや評価に適用するレート（為替レート、金利など）の違いによって双方のMTM値に差異があるのが通常で、特に評価モデルについては社外秘扱いになっているケースが多く、一般に開示されるものではありません。評価適用レートについても、“ニューヨーク市場の終値レベル”というような表現に留めることが多いようです。なお、取引拠点や取引種類・商品によって評価適用レートが異なることも多く、MTM値から逆算して推定される評価レートが当該評価基準日のマーケットレンジに照らして、大きな違和感がない限り問題なしとして判断されることが多いようです。

- ◆ 実際には、評価レートのうち、金利よりも為替レートの差が Exposure 大幅乖離の要因となっているケースが多く、Exposure 乖離の妥当性の検証は主に為替レートについて実施されることが多いようです。例えば、対象取引から為替レートの影響を大きく受ける通貨スワップ取引のみを抽出し、各々の為替レートの差で時価の乖離が説明しうるかどうかを確認します。
- ◆ リコンサイルにより、誤ったデータでの担保移動額の合意を回避することができるほか、その過程で取引の記帳漏れや記帳相違（カウンターパーティ・ブッキング拠点・商品など）、システムエラー、評価モデルの不具合が発見されるケースも少なくなく、自社の与信リスク管理の精度向上にも寄与するものであると言えます。担保移動が発生しない場合や請求金額に全額合意できる場合でも、お互いデータを取り交わして定期的にリコンサイルを実施し、問題の早期発見や相互連携に努めることが望ましく、Dispute の頻度を減らしたり、Dispute が重大な事態に至る前に解決する手立てとなることが期待できます。このリコンサイルの慣習は、極めて重要なプロセスとして、ISDA からも励行が勧告されています。
- ◆ 必ずしも被請求者側がリコンサイルすべき立場であるわけではありません。請求者側が担保所要額を満額受領できないケースや被請求者の計算値が妥当でないと考えられ

る場合において、請求者側がリコンサイルを実施することもあります。

(4) 受渡担保明細の決定・通知

① 担保差入/受入の場合

基準通貨ベースでの合意金額が決定したら、被請求者は合意金額分の差入担保を選定し、明細を電子メールや Fax で担保請求者に連絡します。

② 担保返還/回収の場合

基準通貨ベースでの合意金額が決定したら、担保返還請求者は、合意金額分の回収担保を選定し、明細を電子メールや Fax で担保受取人に連絡します。

- 海外で担保を管理している場合（米国債をニューヨーク支店で管理している場合など）は、受渡担保明細の決定が翌日となることもあります。
- 担保明細として、通貨、ISIN コード/回号/Cusip（日本国債や米国債の場合）、金額、受渡日、決済口座が通知されます。決済口座は、変更がない場合には省略されることもあります。

(5) 受渡担保物の金額決定時における留意点

基準通貨ベースの担保移動金額が合意された後、実際に受渡を行う担保物について、移動金額から逆算する要領で所要金額が決定されることとなりますが、その際、基準通貨そのものを現金担保として差し入れる/返還する場合を除き、換算に使う為替レートや債券価格はいずれの当事者のレート、価格を使うかということが問題となってきます。また担保物が債券の場合には、現金と異なり、債券によって最小券面単位が決まっているため、当該券面単位の倍数である必要があり、切り上げ、切り捨てのいずれの計算を行うかということが問題になります。これらについては、CSA で明文化していることは少なく、実務上で慣行化していることが多いようです。

① 為替レート、債券価格はいずれの当事者のレートを適用するか

下記(a)、(b)いずれのケースもよく見受けられます。

(a) 勝ち Exposure を有する側のレート、債券価格を適用する場合

Exposure が勝っている側は債権が保全されるべき“強い”立場にあるという考え方に基づき、常に当該当事者の為替レート、債券価格を適用するケースです。これにより、Exposure が勝っている側の観点からは、他方当事者の為替レート、債券価格を用いることにより、Credit Support Amount に比して担保が不足する（担保差入請求の場合）、或いは、Credit Support Amount に比して担保返還額が過大になる（担保返還請求の場合）という事態が回避されることとなります。

(b) 担保請求者側のレート、債券価格を適用する場合

担保差入請求、担保返還請求の別に依らず、常に請求者側の為替レート、債券価格を適用するケースです。担保差入請求の場合は①と同様の計算となりますが、担保返還請求の場合には異なってくるようになります。この方法は、担保請求者側が担保請求を行う際、同時に担保明細も記載して請求を行うことが可能となり（但し、現金担保や担保返還請求の場合）、担保交渉を円滑に進めることができるという事務面のメリットがあります。但し、担保返還の場合には、勝ち Exposure を有する側（＝被請求者）にとって、自身の計算による返還可能金額よりも返還金額が過大となるリスクがあるため、注意が必要です。

② 債券の場合、額面金額を最小券面単位の倍数とするためにどのような計算を行うか

① (a)と同様の考え方にに基づき、勝ち Exposure を有する側に有利になるよう、切り上げ、切り捨て計算が行われることが多いようです。すなわち、担保差入請求の場合（担保の移動方向：負け Exposure を有する側 ⇒ 勝ち Exposure を有する側）は切り上げ、担保返還請求の場合（担保の移動方向：勝ち Exposure を有する側 ⇒ 負け Exposure を有する側）は切り捨てとなります。

【実例】

以下に、担保金額決定の例を示します。

〔想定〕 基準通貨ベースでの合意金額：USD 30,000,000.-

為替レート：USD/JPY 105.00、

日本国債価格：100.24 (Dirty Price※)、担保掛目：0.98

米国債価格：99.25 (Dirty Price)、担保掛目：0.98

〔ケース①〕 担保物が米ドル現金の場合

USD 30,000,000.-

〔ケース②〕 担保物が日本円現金の場合

USD 30,000,000.- × 105.00 = JPY 3,150,000,000.-

〔ケース③〕 担保物が米国債(最小券面単位：1万ドル)の場合

USD 30,000,000.- / 99.25/100 / 0.98 = USD 30,843,571.-

〔担保差入請求の場合〕 ⇒ USD 30,850,000.-

〔担保返還請求の場合〕 ⇒ USD 30,840,000.-

〔ケース④〕 担保物が日本国債(最小券面単位：5万円)の場合

USD 30,000,000.- / 100.24/100 × 105.00 / 0.98 = JPY 3,206,589,898.-

〔担保差入請求の場合〕 ⇒ JPY 3,206,600,000.-

〔担保返還請求の場合〕 ⇒ JPY 3,206,550,000.-

※ Dirty Price とは、経過利子を加味した債券価格、すなわち経過利子分を織り込んだ

価格です(債券の担保評価においては、経過利子も考慮するのが通例です)。通常、マーケットは Clean Price (経過利子を考慮しない価格) で呈示されておりますが、下記数式により、Dirty Price を求めることができます。クーポン利率が高い場合や前回利払日からの経過日数が大きい場合は、Dirty Price と Clean Price に大きな開きが生じることがありますので注意が必要です。

$$\text{Dirty Price} = \text{Clean Price} + \text{クーポン利率} \times \text{経過日数} / 365$$

(6) 担保の移動・支払にかかる指図

受渡担保物の明細が決定・合意されると、決済事務担当部署(※)に対し、担保移動(差入・受入・返却・回収)の指示を出したり、支払/受取伝票を回付し、記帳の依頼を行います。決済事務担当部署は、担保受渡日に、担保の差入・受入・返却・回収を実行します。

※ CMU と決済事務担当部署は、不正防止のための内部牽制機能を働かせるため、別組織となっていることが多いようです。

なお、現金の場合には、資金繰り担当部署(資金の調達・運用など日々の残高管理を行う部署)に受渡明細の連絡が必要であったり(一定金額以上の場合に報告要としているケースもあります)、外貨建ての場合はさらに、外貨為替ディーリング関連部に当貨調達・運用のためのポジション報告が必要であることもあります。

決済事務担当部署は、一般的に、以下のような事務を行います。

〔円現金〕

自行が相手の円口座を保有している場合は(相手が海外金融機関の場合、「外国他店預り」と呼ばれます)、当該口座を入出金することにより決済を行います。口座保有がない場合は、外為円決済システムや日銀当座預金間の振替で決済することが多いようです。

〔米ドル現金〕

自行のニューヨーク支店に電子メールや Fax で支払指図を行ったり、自行が米ドル口座(「外国他店預け」といいます)を有する米国金融機関に対し、SWIFT(金融機関のため国際間決済システム・ネットワーク)で支払指図を行ったりします。

〔日本国債〕

通常、国債振替決済制度を使って受渡を行います。

なお外国法人が日本国債を取り扱う場合、日本の金融機関とカストディ契約(証券の決済、保管、利金の受領等を委託)を結んでカストディアンに指定していることもあり、受渡実行に際しては、当該カストディアンとの明細照合が必要となることもあります。

〔米国債〕

本邦金融機関の場合、通常、米国系金融機関をカストディアンに指定し(その他国の金融機関がグローバルカストディアンとなっていることもあります)、当該カストディアンに対して SWIFT 等で受渡の実行指図を行うことが多いようです。

米国債・日本国債のような債券の場合、その受渡成立のためには、通常、引渡側と受取側双方の指示が決済機関（国債振替決済制度、クリアリングハウスなど）において照合されること（合致していること）が要件となっており、現金の場合とは異なり、受取側の受取指示の発行が必要となる点に注意が必要です。

社内事務体制は法人によって様々であり、本書では具体的な説明は省略しますが、いずれにせよ、担保請求の後、移動・支払指図を出すまでは、様々なプロセスを踏み、時には「時間との戦い」となりますので、作業をスムーズに行えるよう社内規定や連絡体制の整備が必要です。また、担保受渡の不成立（フェイルと呼ばれています）が発生した場合の対応方法や関連部署との協議・連携体制の構築も重要です。

3-3. CSA オペレーション上の留意事項

ここでは、CSA にかかるオペレーションを行う上での留意事項について説明します。

(1) CSA 内容の把握

事務執行には、CSA 内容の正確な把握が必要です。しかし、大量かつ個別性の強い契約の全てを把握するのは難しいことですので、契約内容のデータベース化やオペレーションのシステム化は欠かせません。

CSA 内容のうち、担保請求金額に影響する以下の項目については、特に留意して管理する必要があります。

① エクスポーチャー（Exposure）

エクスポージャーは、担保請求金額の根拠となる取引時価評価額の合計です。計算対象外の取引がある場合にも注意が必要です。例えば、以下の取引は計算対象外です。

ISDA マスター契約に準拠しない取引（マルチブランチとして指定されていない支店との取引も含む）

CSA において、エクスポージャー算出対象として含めないことを予め規定している取引（システム等の事情により適時適正な MTM 把握が困難な取引、FX Spot 取引など担保受渡日より前に期日を迎える取引など）

② 信用極度額（Threshold）

Threshold は、信用極度額あるいは無担保許容極度額と呼ばれています。双方の Threshold をゼロと規定するケース、格付機関から付与された信用格付に基づくマトリックスで Threshold 金額を規定するケース、または固定額で規定するケース、が主流です。このうち、外部格付機関の信用格付に基づいて決定される Threshold 金額を規定する場合、格付動向を定期的にモニターする必要があります。格付に変化があった場合、担保請求金額の計算に反映できなければ、信用格付に基づくマトリックスに設定した Threshold 金額以

上の信用リスクを供与することになりますので、注意が必要です。

また、格付機関の格付がない場合、格付とは別の尺度で **Threshold** 金額を規定する場合があります。そうした場合、規定した尺度の把握漏れがないよう、モニタリング体制を構築しておく必要があります。

自己資本比率（中間期・期末決算発表時に把握）によって規定する場合
ヘッジファンドとの契約において、当該ファンドの資産規模（**Net Asset Value**）により規定する場合（例：毎月末時点の報告を義務付ける）
信用格付ではなく、財務格付によって規定する場合（適宜モニター要）

③ 最低受渡額（Minimum Transfer Amount）

固定金額を規定する場合がありますが、外部格付機関が付与する信用格付に応じて規定する場合もあり、注意が必要です

④ 独立担保額（Independent Amount）

一律ゼロとして規定するケースもありますが、個別取引毎に規定するケース、トリガー条項（信用格付の低下がトリガーとなり独立担保額が発生）を規定するケースなどがあります。トリガー条項による場合、格付変更に伴い担保請求額が変動する場合があります、注意が必要です。なお、独立担保額は、取引が無くなった時点で返還請求に基いて返還することも多いようです。

⑤ 担保資産評価に適用する掛け目（Valuation Percentage）

担保種類別の掛け目（**Valuation Percentage** または **Haircut**）も、担保請求金額に影響する規定です。担保資産の種別毎に規定される場合が多く、事務担当者が全ての規定を把握することは大変難しく、先述のデータベース、システムによるサポートが必須となっています。

⑥ CSA の形態（片務契約か双務契約か）

Exposure の算出方法には、勝ちと負けの取引 **MTM** を全てネットして計算する双務契約（**Two Way**）の方法と、担保受取人（**Secured Party**）の **Exposure**（取引 **MTM** ネット合計値）が負けを示している場合はゼロとみなして計算する片務契約（**One Way**）の方法があります。

(2) 担保物の受渡に関する留意事項

① 未決済取引（フェイル）の把握

担保の受渡状況を確認（リコンサイル）し、受渡されなかった場合（フェイル）には、フェイル期間中の担保不足による予定外の信用リスク発生に対して、速やかに対応する

必要があります。受渡予定額と実際の決済額に相違がある取引（リコンサイル不突合）についても同様です。外貨建担保の受渡を行う場合、現地時間での決済確認が困難な金融機関も多いことから、翌営業日にどれだけ速やかにフェイルの把握ができるかは、信用リスク管理上大きな意味を持っています。

② 決済関連部署との連携

CSA 管理部署は、フェイルや事務に要する時間を正確に把握する必要から、適格担保として指定されている資産の決済事務担当部署と緊密に連携する必要があります。

(3) その他の留意事項

① オペレーション担当部署による、CSA 内容の事前把握

事務担当部署は、契約による事務が不可能あるいは継続困難となることを回避するため、事務に関連する規定について締結前に詳細に把握し、必要に応じて要望を盛り込む必要があります。

② クレジット担当部署との連携

市況の変動による Exposure 急拡大、CSA 相手方の信用リスクの急激な悪化時など、信用リスク管理の観点から迅速な対応が必要となるかもしれません。定例の担保請求金額算定の他、臨時（アドホック）の担保金額算定の可能性も考慮して、クレジット関連部署と緊密に連携し緊急時の対応などについても検討しておく必要があります。また、Dispute（紛争）の解決にあたり、クレジット担当部署との連携は重要な位置を占めることとなります。日常業務の中における不測の自体に対応するにもクレジット担当部署から承認を得るなど、CMU はクレジット担当部署と深く係わりを持ち、強い連携を築く事が大切です。

③ フロント、ミドル、バックの各部署との連携

Dispute の際の紛争解決にあたり、フロント・ミドル・バックオフィスとの連携は欠かすことの出来ないポイントです。Dispute でのブレイクで相手先に送るためにコンファメーションを取り寄せたり、コンファメーション通りに取引がブックイングされているのか等の確認にはバックオフィスと連絡を取らなくてはなりません。また、一つ一つの取引レベルでエクスポージャーを見ていく際、評価モデルにかかわる相手先との差を検証出来るのはミドルオフィスです。どのトレーダーがどのブックを担当しているのか、そのミドルオフィスは誰か、相手先の担当セールスは誰か、速やかに紛争解決するにあたりフロント・ミドルオフィスのカバレッジを把握しているのが理想です。またフロントオフィスが、Dispute 解決のプロセスに参加する事が特別な事ではなく、自身・自社の利益を守る上でも大切なプロセスの一つであるという認識を持つことも重要です。

3-4. リコンサイルの重要性の高まりと課題

Portfolio Reconciliation（以下、リコンサイル）は Dispute を解決する手段として用いられていますが、業界で統一された基準や、明確なモデルなどは存在しませんでした。しかしながら各社が独自の基準でリコンサイルを行う方法では効率性や効果に限界があるのも事実です。そのような状況を反映し、ISDA Collateral Committee 内の Collateral Framework Group（以下、CFG）では、リコンサイルをオペレーショナルリスクおよびクレジットリスクを軽減する重要な手段として位置づけ、2008年8月「ISDA Portfolio Reconciliation in Practice」を発表しました。同文書では今後のリコンサイルのあるべき姿を「Strategic Reconciliation Model（戦略的 reconciliation モデル）」として提唱しています。以下に同モデルの概略と同文書内で挙げられている今後の課題についてご紹介します。

(1) Reconciliation プロセス

「Strategic Reconciliation Model（戦略的 Reconciliation モデル）」のフローは以下の通りです。

① 新規取引先とのリコンサイル 方法の確認

データ交換の頻度だけでなく、交換するデータの内容、マッピング、フォーマットについてもあらかじめ当事者間で合意することによって、自動マッチング率を高め、Reconciliation プロセスの効率化につなげます。尚、外部のリコンサイルサービス機関を利用する場合は両当事者と外部サービス機関の三者間での合意が必要となります。

② データの交換

Dispute の有無にかかわらず、上記①で合意された頻度で定期的にデータを交換します。リコンサイルサービス機関を利用する場合、サービス機関からデータ交換の時期が知られるので、その指示に従って、データをアップロードします。

③ Reconciliation report の抽出

社内システムまたはリコンサイルサービス機関が上記①で合意されたマッピングをもとに自動マッチングし、その結果をレポートにします。

④ 結果分析

③のレポート内容をチェックするとともに、ブレイクについては社内関連部署に問い合わせ原因を探ります。

⑤ ブレイクの解決

④の結果を踏まえ、相手当事者とブレイクの解決を図ります。

尚、リコンサイルの頻度については、取引先をいくつかのグループに分類し、グループ

毎に頻度を決めるのが合理的でしょう。

具体的には、業種（金融機関、ヘッジファンド、事業法人、グループ会社）によって分類し、次にポートフォリオサイズ、クレジットリスク、取引の頻度を加味して決定します。

金融機関、ヘッジファンドについては将来的には毎日行うことが望ましいでしょうが、portfolio のサイズが大きいため、週に 1 回のリコンサイルからはじめるのが適当と思われます。CFG の調査によると、リコンサイルの頻度が高ければアンマッチ取引が減る傾向にあります。

上記フローを実行するための要件として以下の点が今後の課題として挙げられます。

(2) 人材

まず、ポートフォリオのリコンサイル専任チームを社内に持つことが理想的です。自動マッチングシステムの導入をすれば、少人数でも大量のポートフォリオを処理することは可能です。また、リコンサイルおよびリコンサイルチームが果たす役割について、関連部署が幅広く理解し、協力体制をとることも必要です。海外では、日常業務の負荷を軽減し且つ迅速に解決にもっていく為、第三者機関を利用するところも多くあります。自社内に専任チームを持つコストを軽減出来ます。

(3) 能動的 (Proactive) かつ定期的なリコンサイルの実施

問題が起きてからリコンサイルを行うという従来の「受身」の姿勢から、問題が生じる前に、定期的にリコンサイルを実施する「能動的」な姿勢が重要です。

(4) 業界としての責務

リコンサイルによって全ての取引をマッチさせ、ブレイク (※) を解決するためには、相手当事者の全面的な協力が必要条件となります。すなわち、リコンサイルの進め方、期限、連絡方法、ブレイクの解決方法などについて、互いに合意しておく必要があります。しかしながら、CFG による調査では、Reconciliation team に人材を十分に配置していない当事者も見受けられました。相手当事者の責任を持った対応がなければリコンサイルの進展は困難でしょう。例えば、ブレイクとなっている取引を発見しても相手当事者がその解決に応じなければ、次回のリコンサイルでも同じ取引がブレイクを引き起こす可能性が高くかつ毎回同じブレイクが要因となる Dispute の解決のために、人材と労力を費やすこととなります。また、前述しました通り、自社内での関係各部署との連携も大変重要です。会社全体としてどのように Dispute を解決していくのか、方針を明らかにし、それぞれの部署が自身の役割を把握し、迅速な解決に対応できるよう事前に確認しておくことが真の信用リスク軽減につながります。

※ ここで述べられている「マッチ」と「ブレイク」の定義を明確に認識しておくことが重要です。すなわち「マッチ」とは双方に存在する 2 つないしそれ以上の取引を結びつけることを意味しており、「ブレイク」とは、取引自体が「マッチ」はしたが、内容に差異があるケース、または取引自体が「マッチ」しないことを指しております。

また、紛争解決における海外の動向を見極め、東京マーケット全体としてどのように対応していくべきなのか、その中で各社がどのように対応すべきか、そのような視点を持つことも大切だと思います。Dispute においてはそのプロセスの複雑さから、如何に業務の軽減を図るかに重点が置かれ、CSA 本来の信用リスク軽減の目的が薄れる傾向にあります。

(5) データの標準化

トレードデータについては、現在各社が独自に記載内容や形式を決めており、標準的な規格が存在しません。このことが原因となってマニュアル作業によるトレードマッチングに多くの時間が費やされています。また、システムマッチングがブレイクと判断したトレードの9割はデータ不足や表示形式の違いによるものだったという調査結果があります。これら9割のトレードはマニュアル作業によってマッチ取引を探すことになり、リコンサイルサービス機関などを利用して、効率的に作業を進める上で解決すべき重要な課題です。

(6) 技術

最後に、最新技術を最大限活用していくことが、より高度なリコンサイルの実施には不可欠です。社内システムにしろ、社外システムにしろリコンサイルを自動化することによりマニュアル作業に必要であった人員を軽減することができます。また自動マッチング率を高めることにより、ブレイクの原因究明により多くの時間を割くことができます。

4. 法務

4-1. 日本法 Credit Support Annex の改定

現行の日本法 Credit Support Annex（“日本法 CSA”）は、1995 年当時、その前年のニューヨーク州法ベースの Credit Support Annex（“ニューヨーク州法 CSA”）が発行され、イングランド英国法ベースの Credit Support Annex（“英国法 CSA”）と Credit Support Deed（“Deed”）が準備されていたことを受けて、主として、日本国債並びに日本にある預金口座及びそこに寄託された現金（預金を含みます。）を担保に供することを念頭に作成されたものです。日本の金融機関に対する見方が厳しかった時期でもあり、国外の相手方にとって受入れ易いようにするために、なるべく、ニューヨーク州法 CSA の条項をそのまま用いるようにし、日本法上の効力を確保するための変更を加えました。

(1) 日本法 CSA の背景

今次改定の趣旨を理解するために、簡単に日本法 CSA を作成した当時の検討事項を紹介しておくことも有用かと思えます¹。当時は、国債に関する法律に基づき登録された国債（「登録債」）²と国債振替決済制度によって譲渡等がなされる国債（「振替債」）を担保提供することを中心に検討されました。

① 質権構成

ニューヨーク州法 CSA が、ニューヨーク州の統一商法典に定める担保権をベース（当時、現金は、統一商法典の範囲外）に作成されていたことから、まずは、質権設定を検討し、問題となりうる点を検討しました。

(i) 担保物の譲渡等の処分

受入れた担保物をレポ市場で運用したり、譲渡構成で転担保に供したりすることを念頭に作成されたニューヨーク州法 CSA は、担保権者が、売却、譲渡することまで認めています。ニューヨーク州法上は、担保権消滅を定めたものはありませんが、日本法の質権者が質物を売却・譲渡といった担保権とは相容れない処分を行った場合、質権の消滅を請求されうることとなります³。また、当時は、登録債が振替国債と大差ない残高がありましたが、登録債の質権の場合は、共同申請主義であるため、質権設定者の協力がない限り、クリーンなかたちで譲渡することができないという問題もありました。

(ii) 転質

1 詳しくは、坂本 哲也「デリバティブ取引の有担保化における法的問題」金融研究 14 巻 2 号 135 頁以下、道垣内弘人他「座談会：デリバティブ取引の有担保化に関する考察」金融法務事情 1426 号 20 頁以下参照。

2 国債ニ関スル法律 2 条 2 項、3 条。

3 民法 350 条、298 条 3 項。

担保物の再利用のみを考えるなら、転質が考えられます。根質権であっても、責任転質⁴の場合、質権設定者が負う被担保債務と転質権設定者が負う被担保債務とがともに無関係に変動・消滅する性格上、難しいことや最初の質権が消滅すると転質権も消滅するといった問題があると考えられました。承諾（根）転質⁵なら、こうした問題はないでしょうが、質権設定者は、見ず知らずの転質権者に転質権を実行されたり、転質権者が倒産した場合、転質権設定者が弁済しても、質物をタイムリーに取り戻せるか判らない等のリスクを取ることになります。多くの場合、転々と転質権を設定されてしまうでしょうから、更に複雑になります。また、登録債の場合、付記登録がシステムでサポートされているのが転質までという制約も考慮されました。

(iii) 質権の実行

破産手続においては、別除権⁶として破産手続によらずに実行できるのが原則ですが、更生手続の場合、更生計画によって弁済を受けなくてはならない⁷ことが、一番質権等の担保権構成を採ることの障害と感じられました（そもそも更生手続の開始決定により、質権の実行は中止されます）⁸。当時考えられていたのは、主としてインターバンク市場での取引なので、商行為から生じた債権を担保する質権⁹として許容される流質契約をして、Automatic Early Termination（“AET”）により一括清算後の債権の弁済として更生法手続開始の申立て直前に所有権が移るという構成も考えられましたが、そういった技巧を弄しても保全処分¹⁰を回避できないのではないか、登録債については、共同申請に協力が得られない場合、差押をして転付命令を得て、移転登録の嘱託を申立てる¹¹等しなくてはならず、時間がかかりすぎるとの懸念がありました。

② 譲渡担保構成

登録債、振替債ともに担保権者に所有権を移す譲渡担保も検討しました。

(i) 担保物の譲渡等の処分

登録債における共同申請に伴う困難はないこと以外は、質権と同様の問題が指摘されました。振替債は、動産と捉えられていた¹²ため、譲渡担保権者が譲渡した場合の譲受人が

4 民法 348 条。

5 民法 350 条、298 条 2 項参照。

6 破産法 65 条。

7 会社更生法 47 条 1 項。

8 会社更生法 50 条 1 項。

9 商法 515 条、民法 349 条。

10 会社更生法 28 条。

11 民事執行法 159 条、164 条。

12 法律上、振替債というものがあつたわけではなく、受寄機関たる日本銀行の名義で一括登録した国債と位置づけられていました。受寄機関に無記名国債証券が混蔵寄託されていると観念されてきました。国債証券の券面という動産の引渡（民法 178 条）を日本銀行に対して占有移転の指図（民法 184 条）をすることによって譲渡・質入を行い、権利帰属の推定（民法 188 条）、即時取得（民法 192 条）等により法的安定性を導き出していたと理解されています。

即時取得¹³の要件を満たせば、有効に権利を取得できるであろうとの議論がありました。登録債についても、譲受人が譲渡担保であることにつき善意であれば、民法 94 条 2 項の類推適用がありうるとの議論がありました。

(ii) 担保権の実行

これについても質権同様の問題があると考えました。所有権が移転していてもその実質が担保設定である非典型担保も更生担保権として処遇され、中止命令、保全命令の対象となり得るからです。

(iii) 取戻権

旧破産法 88 条及び旧会社更生法 63 条は、(判例・通説は、被担保債務を弁済した場合には取り戻しうるとしていましたが)所有権の移転が担保目的だったという主張をして取戻権を行使することは許されないと規定していました。

(iv) 有価証券取引税

当時は、有価証券の有償の譲渡に有価証券取引税が課されていました。対価を伴わない担保のための所有権の移転は、質権設定と同様に非課税とされていましたが、外観上、明確に有償譲渡と区別できないと課税される可能性は否定できないとの懸念がありました。

③ 消費貸借構成

担保物の提供を受けた者が、種類、品質及び数量の同じものを契約の条件に従って返還するという約束の下で完全な所有権を取得できる消費貸借は、上記の問題の多くを解決できるのではないかと検討が進められました。

(i) 権利の実行

倒産手続外での権利行使が広く認められる相殺¹⁴を利用することに異論はありませんでした。相殺禁止についても、AET によって一括清算をし、その残額債権との相殺をするのであれば、倒産開始後の債権取得、危機時期における債権取得による相殺¹⁵という問題は生じにくいと考えられました¹⁶。検討されたのは、相殺適状の要件である自動債権と受

13 民法 192 条。

14 改正前破産法 98 条、改正前会社更生法 162 条（但し、自動債権の弁済期が債権届出期間満了時までには到来していることが必要）。

15 改正前破産法 104 条 3 号、4 号、改正前会社更生法 163 条 3 号、4 号参照。

16 倒産手続開始の申立てにより当然に行われる自動的一括清算の有効性は、当時から、新堂幸司教授の見解等で有効と考えられており（新堂幸司・佐藤正謙「金融取引最先端」137-203 頁等参照）、担保の返還債務の期限の利益喪失とそれによる一括清算後の被担保債権との相殺の効力は、期限の利益喪失特約及びそれによる相殺を有効とする最高裁判決（最大判昭 45.6.24 民集 24 卷 6 号 587 頁）の射程内であると考えられることを前提に議論しました。

働債権の同種性¹⁷でした。金銭債権である一括清算後の残額債権と国債の返還請求権とを直接相殺するわけにはいきません。当時、ドラフティングが進んでいた英国法 CSA のように国債の時価価値分を期限が到来した未払い金銭債務と看做して相殺することも検討しましたが、倒産を契機に相殺をせんがために債権の性質を変換してしまうのは法定担保物権制度の趣旨を潜脱するものとして学説の批判が多かろうとの懸念がありました。仮差押や差押を受けた後に取得した債権による相殺禁止¹⁸に関しては、既存の取引を一括清算することでひとつの残額債権に置き換わることが、支払の差し止め後に新たに債権を取得していることにはならないだろうと考えられましたので、問題は感じませんでした。しかし、いかにして国債の返還請求権の差押債権者にも対抗できる相殺¹⁹にするかも検討のポイントでした。そこで考えられたのが、金銭以外の消費貸借の場合、返還債務を金銭で弁済することも選択できる債務²⁰とすることでした（選択的債務構成）。倒産手続開始の申立て（標準契約書の文言上は、その直前）の時点、差押・仮差押があった時点で一括清算が行われ、担保の返還債務の期限が到来することを約定することに加え、そのような場合には、自動的に返還債務について金銭債務としての履行を選択したものと看做す旨明記しました。当事者が危機時期に入る前に行う契約上の合意であるため、これによって、保全処分を回避し、相殺適状に至らしめることができると考えました。（仮）差押との関係でも、金銭を債務の履行として給付するという選択には遡及効がある²¹ため、国債の返還請求権を差押の対象債権とした差押は、空振りに終わるといえそうだとということになりました。担保物ではなく、当該返還請求権を譲渡・質入した場合も同様としました。

(2) その後の法令制定・改正

日本法 CSA 作成後、担保契約に関係がありうる法令の制定や改正がありました。必ずしも、文言上の手当てが必要なものばかりではありませんし、必要な修正文言は、ISDA から随時提示してきましたので、既存の締結済日本法 CSA を差し替えるような必要はありませんが、整理してみたいと思います。

① 一括清算法

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（「一括清算法」）で、一定の範囲のデリバティブ取引、レポ取引、外国為替取引等（「特定金融取引」と定義されています。）を継続的に行うために締結された基本契約書で破産手続、更生手続、再生手続（平成 11 年に追加）の開始の申立てがあった場合に一括清算する合意があるものについては、当該倒産手続における破産財団等に属する財産又は破産債権等は、基本契約書に基づく一括清算後の一の債権とするものとされました。日本法 CSA に基づく実務慣行を追認したものとされています。特定金融取引の定義には、上記各取引を担保する目的で行われる金銭又は有価証券の貸借又は寄託が含まれ、日本法 CSA の消費貸借構成の有効性が法令上確保されました。この法律の適用条件に、少なくとも一方が日

17 民法 505 条。

18 民法 511 条。

19 民法 510 条参照。

20 民法 406 条以下参照。

21 民法 411 条。

本で免許・登録等を受けている「金融機関等」²²とし、日本の居住者である倒産の生じた相手方当事者に AET（「当事者の双方の意思にかかわらず」一括清算が生じることと理解されています）が適用されていることが合意されていることがあります。

② 社債等振替法

平成 14 年の「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」により、[ペーパーレスの国債を振替の対象とする「社債等の振替に関する法律」が平成 15 年から施行されました。これにより、日本銀行が運営していた国債振替決済制度（旧振決制度）は廃止されました。旧振決制度のような代理占有を用いることのない新しい振替決済制度の口座管理機関²³に開設した質権者や消費貸借を受入れる当事者の口座に増額記帳される場合は、日本法 CSA、ニューヨーク州法 CSA や Deed 上、担保物を代理人として保有(“hold”)すると定義される”Custodian”を通じて保有しているとは、いえないと考えられるように思われます。

③ 民法

平成 15 年の改正で、権利質について、それまで「債権の証書があるとき」は、証書の交付が対抗要件とされていたものを譲渡に証書を要する債権に限って対抗要件としました²⁴。ドキュメンテーションに直接の影響はないかと思われませんが、実務上「証書が存在するるとき」に該当するか否かは必ずしも明確ではないので、有用な改正だったと思われれます。

④ 破産法等

平成 16 年に成立した新破産法、それに伴い改正された会社更生法、民事再生法には、旧破産法 61 条を発展させて、一定の取引について一括清算そのものへの言及はないにせよ、「間接的に」その有効性を支持する²⁵条文が加えられました²⁶。担保契約がどこまでカバーされるのかは不明ですが、当該担保契約が「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、基本契約の一部をなしており、実行方法がその解除に伴う債権・債務を差引計算するものであれば、含まれると解することも可能と思われれます。譲渡担保権設定者による取戻権を否定していた旧破産法 88 条及び旧会社更生法 63 条は、

22 一括清算法 2 条 2 項 3 号、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令 1 条参照。

23 「他の者のために、・・・社債等の振替を行うための口座」の開設を行った者又は振替機関を言います。社債等の振替に関する法律（2009 年 1 月 5 日以降の法令名は「社債、株式等の振替に関する法律」）2 条 4 項、44 条。

24 民法 363 条。

25 竹下他「大コンメンタール破産法」250 頁。

26 破産法 58 条。民事再生法 51 条、会社更生法 63 条で準用。個別具体的に、どの範囲のデリバティブ取引が「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」かについて明示したものはありませんが、デリバティブ取引における一括清算ネットリング条項の有効性を念頭においた規定であることは、立法担当者も明言しています。小川・沖野ほか「概説 新破産法」22 頁。また、本規定を設けて、一般にデリバティブ取引に関する一括清算条項の効力を認めるべき理由として、伊藤 真「破産法」（第 4 版補訂版）279-280 頁参照。松下淳一教授が設例として通貨スワップを用いて説明されている（竹下他「大コンメンタール破産法」250 頁）ことを考えると、「市場の相場ある商品」を狭義に捉える必要はないと考えてよいように思われます。

削除されました。

⑤ 国際私法

平成 18 年に成立した法の適用に関する通則法は、それまでの法例と異なる規定があります。そのうち、担保契約に最も関係があるものは、債権の譲渡の債務者その他の第三者に対する効力に適用される法律を定めた 23 条かと思われます。法例が譲渡される債権の債務者の住所地法としていた²⁷のに対し、譲渡される債権について適用される法と規定されました。債権質の準拠法に関する判例²⁸・通説と平仄が取られたこととなりますが、債権質の第三債務者及び第三者に対する効力についての規定は設けられませんでした。

⑥ 金融商品取引法

証券取引法が改正・改称され、金融商品取引法になり、一定のデリバティブ取引も（従前の有価証券店頭デリバティブ取引に加えて）同法の対象になりました。同法で定義する「店頭デリバティブ取引」²⁹又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行うには、（一定の除外要件に該当しない限り）金融庁への登録が必要になります³⁰。この「店頭デリバティブ取引」に関して、金銭や有価証券の預託を受けることも「有価証券等管理業務」³¹として同法の規制に服します。質権設定等所有権を移転しない担保権設定のみである場合は、「有価証券等管理業務」には該当しないと理解されていますが、日本法 CSA の消費貸借・寄託構成の担保取引が、該当するかどうかについては争いがあり得ます。有価証券の「預託」³²の中に消費貸借行為自体が含まれるかを見解の相違があるからです。しかしながら、金融庁は、外国為替取引業者の顧客財産保護に大きな問題があったために顧客財産保護を強化するという当該規定の趣旨及び法形式の違いのみによる潜脱回避という理由から、日本法 CSA の消費貸借・寄託構成の担保取引も規制の対象になり得るという立場をとっています。もっとも、非有価証券関連店頭デリバティブ取引であって「デリバティブ取引に関する専門的知識及び経験を有すると認められる者」³³及び資本金の額が 10 億円以上の株式会社を相手とする場合には、そもそも金融商品取引業に該当せず³⁴、従って、当該取引に関する日本法 CSA に基づく有価証券の消費貸借・寄託は「有価証券等管理業務」には含まれません³⁵。有価証券関連店頭デリバティブ取引や非有価証券関連店頭デリバティブ取引であって相手方の資本金の額が 10 億円に満たない場合など、日本法 CSA に基づく取引を行うことが「有価証券等管理業務」に該当し、これらに関する契

27 法例 12 条。「債務者に対する効力」とのみ規定していましたが、第三者も含まれると解されていたので、これについては変更ありません。

28 最判昭 53.4.2 民集 32 卷 3 号 616 頁。

29 金融商品取引法（「金商法」）2 条 22 項。

30 金商法 29 条、33 条の 2。

31 金商法 28 条 5 項、2 条 8 項 16 号。

32 金商法第 2 条第 8 項第 16 号。

33 第一種金融商品取引業者又は登録金融機関、これら以外の適格機関投資家のほか、外国の法令上適格機関投資家に相当する者、外国の株式会社と同種の法人で資本金の額が 10 億円相当以上のものを含みます。

34 金商法第 2 条第 8 項柱書。

35 同様に、コモディティ・デリバティブなど、金融商品取引業に該当する「店頭デリバティブ取引」以外のデリバティブ取引のみに関する日本法 CSA に基づく取引も有価証券等管理業に該当しないと考えられます。

約を一定の要件を満たす「特定投資家」と呼ばれる顧客以外と締結しようとする該当する場合は、締結前及び締結後遅滞なく所定の事項を記載した書面を交付しなくてはならなくなりました³⁶。登録をした金融商品取引業者等は、原則、預託を受けた金銭や有価証券を区分管理しなくてはなりません、有価証券関連デリバティブに該当しない店頭デリバティブ取引（店頭金融先物取引を除きます。）に関して、担保に供された金銭又は契約により金融商品取引業者等が消費できる有価証券には、区分管理の規定は適用されません³⁷。但し、店頭金融先物取引に該当するものは区分管理の規定の適用が除外されるので、差金決済のある外国為替取引や通貨オプションを含むマスター契約を担保する日本法 CSA の場合、この義務が課せられてしまいます³⁸。また、金融商品取引業者等は、顧客から預託を受けた有価証券を担保に供する場合または貸し付ける場合には、当該顧客から「その都度」書面による同意を得なければならないとされています³⁹。これについては顧客の属性による除外の規定は見当たりません。

一括清算の対象範囲である「特定金融取引」も同法の「店頭デリバティブ取引」の定義を引用しています⁴⁰が、現状、ISDA マスター契約のもとで取引されている OTC デリバティブの一括清算及び担保の実行の有効性は、当該定義に該当しない種類の取引が含まれていても、ほとんど影響がないものと思われています。

(3) 新しい日本法 ISDA 担保契約

上記の法令等の改正・変更について、日本法 CSA 上必要な文言上の手当てをするための参考文例は、ISDA の日本法顧問である Linklaters 法律事務所のアドバイスをもとに作成されてメンバーには公開されてきました。変更を要する箇所も増えてきたこと等から、メンバーの要望で新しい担保契約を作成しました。用途に応じて 2 種類作成しましたので、以下、それぞれ、主要なポイントを説明致します。

① 2 種類の雛形

今回は、2 種類の雛形を作成しました。担保管理・運用の実務サイドの要請で日本法 CSA からの変更をミニマムに留めた改定版（“2008CSA”）と英国法 CSA の補完文書（“Supplement”）⁴¹として作成したものです。質権設定は、全体のスキーム上の要請等の事情がない限り、使われませんが、消費貸借に適さない担保物のことも考えて、2008CSA には残しました。Supplement は、英国法 CSA に関して ISDA のメンバーに配布されている日本法に関する法律意見書で推奨されている文言を英国法 CSA に反映させるための

36 金商法 37 条の 3、37 条の 4。金融商品取引業等に関する内閣府令（「業府令」）79 条、82 条、93 条、99 条、100—102 条参照。

37 現状、有価証券関連デリバティブ取引に該当する店頭デリバティブ取引に関して、顧客の計算において金融商品取引業者等が占有する有価証券や金融証券取引業者等が顧客から預託を受けた有価証券については、分別管理義務を課す原則から除外されていますが、今後、店頭デリバティブ取引であっても、一定の取引については分別管理義務が課せられる改正が行われる可能性が高いようです。

38 業府令 143 条 3 項、144 条 3 項参照。

39 金商法 43 条の 4、1 項、業府令 146 条 1 項。

40 金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律施行規則 1 条 1 号参照。

41 本書印刷時点では、まだ正式に刊行されてはおりませんが、内容については、ファイナライズされています。

雛形を示したものです。英国法 CSA や Supplement は、マスター契約書の一部という構成を採りますので、準拠法を指定する条項はありません。ISDA マスター契約書上の選択に従います。ISDA マスター契約書にしても英国法 CSA にしても、契約に関する準拠法をイングランド英国法以外の法律にしたとしても、日本法上は十分有効に使えます⁴²ので、ISDA マスター契約書の準拠法を日本法にすることで、(英国法 CSA とともに) Supplement も日本法を準拠法とすることになります。また、Supplement の文言は、そのままイングランド英国法のマスター契約書の Schedule の付属文書(英国法 CSA)の補完文書(Supplement)としても十分に使えるようにしてあります。逆に 2008CSA は日本法準拠の形で準備されています。

② 2008CSA の主な変更箇所

(i) 「担保権」

法律構成を考えるうえで、重視したのは、日本の倒産手続において、迅速に文言どおりに担保を実行(担保権者が倒産した場合も含めて)できるかです。特別法(規定)と一般法(規定)の優劣関係から、倒産手続下での効力に関する安心感では、一括清算法、破産法 58 条(民事再生法 51 条、会社更生法 63 条で準用する場合も含む)、選択債務特約付消費貸借の順番になるかと思われます。質権等の法定担保権の実行は、権利行使に一定の制約が課されることがありえます。日本法 CSA では、表紙と Paragraph 2. に“Security Interest”という言葉が使われており、日本法のわからないユーザーの中には消費貸借も法定担保権なのではないかとの誤解がありましたので、これらを削除し、「担保取引」という用語に変えています。2008CSA は、諸事情により、質権設定を用いることにも対応しています。担保権である質権を設定する合意をする場合のために、質権者の権利として流質の合意を明記しました(但し、この流質の合意が個人に対しては原則として有効でないことは民法 349 条に定める通りです。なお商法 515 条参照。)

(ii) 担保の実行(Paragraph 8.)

一括清算法の適用の主な要件は、(i) 少なくとも一方の当事者が、「金融機関等」であること；(ii) 対象となる取引が「特定金融取引」に該当すること；(iii) 「当事者の双方の意思にかかわらず」当事者間の特定金融取引が一つの債権又は債務になることです⁴³。一括清算法の「当事者の双方の意思にかかわらず」実行がなされると看做すという要件については、Paragraph 8(a)(iii)において、消費貸借で担保に供されたものを(金銭以外の場合は、金銭による弁済を選択して)相殺したものとみなすという規定で対応しています。当初、Paragraph 8(a)の権利行使全体について、「当事者の双方の意思にかかわらず」権利行使がなされたものと看做すとドラフトしていましたが、2008CSA は、一括清算法の対象でないケースにも対応すべく作成されていますので、質権者の権利行使について、「当事者の双方の意思にかかわらず」実行すると考えるのは無理があるため、Paragraph 8(a)(iii)に限定すべきとの御指摘を頂きました。破産法 58 条の主な要件は、(i) 対象取引が同条 1 項の取引であること；(ii) 基本契約において、同一の履行期の同種の取引の相場との差額をもって解除に伴う損害とし、それを「差引計算」する旨定めてい

42 法の適用に関する通則法 7 条。ISDA から配布される日本法の意見書にもその旨記載して頂いています。

43 一括清算法 2 条参照。

ることです。解除の時期については、破産手続開始時点と看做されます⁴⁴。ただ、ISDAのマスター契約書やCSAが、OTCデリバティブ市場の参加者が共通認識としてその締結を前提としている取引慣行を定めたものと認められる可能性は小さくないと思われます⁴⁵。一括清算法の存在もこのような共通認識の有力な根拠になるものと考えられます。その場合、同条4項の「市場における別段の定め」として扱われて、ISDAマスター契約書で合意した内容が（例えば、AETのように）市場で広く用いられる内容と乖離していなければ、解除の時期について、そうした合意が認められる可能性が高いと思われます。解除に伴う損害賠償の額の算定については、評価額算定の基準となる基準時や基準となる市場のロケーション等を含めて当事者が基本契約で合意した方法によります⁴⁶。日本法CSAは、権利行使をする当事者によって、別の規定を設けていましたが、担保を差入れている当事者が権利行使をすることもありうるので、権利の実行を行う当事者を“Exercising Party”と定義し、統合しました。質権設定者が権利行使をする側である場合は、質物の返還を受けるまでは、その価値に相当する金額につき、被担保債務の弁済を拒めると規定しました。一括清算法に基づく場合以外の権利行使について、適用のある法令で認められた権利を行使し、一つの残額債権・債務とするということを包括的に規定しました。対象取引が「特定金融取引」や58条1項に定める取引に該当しないケースであっても、適格性のある取引と担保取引とを一括清算（差引計算）し、その残額債権とそれらの法律の対象外である取引の解除後の債権債務との相殺をする場合や当事者の属性から一括清算法の対象ではない担保契約であって、消費貸借構成を採る場合なども、Paragraph 8(a)(iii)で対応できると思われま

(iii) Custodian

社債等の振替に関する法律の「振替機関等」は、日本法CSAの定義にあるCustodianとは異なりますので、脚注にそれを明記し、無用な交渉に時間を浪費することのないようにしました。

(iv) 2002年マスター契約書

法令の変更だけでなく、日本法CSA作成後、被担保債務であるマスター契約書も新しいものが公表されています。2002年マスター契約書と日本法CSAが作成された当時主流だった1992年ISDAマスター契約書との文言の調整（読み替え）も記載しています。

③ Supplement の概要

英国法CSAは、マスター契約書のScheduleの付属文書（Annex）と位置づけられ、その下で担保物の完全な所有権を譲渡します。この譲渡取引をマスター契約書上の取引（Transaction）と看做し、一括清算を行う早期終了日時点での担保物の価値の総額を未払金額（Unpaid Amount）と位置づけることにより、差引計算に組み込むという構成を採っています。これは、一括清算法上の「一括清算」や破産法58条5項が想定している差引計算と非常に似ており（既述のとおり、譲渡と構成することの法技術的問題から消費

44 破産法58条1項。

45 竹下他「大コンメンタール破産法」249頁参照。

46 破産法58条5項。

貸借構成が考え出され、その有効性を一定の条件の下で一括清算法という立法で担保したという面もあります)、日本に所在する担保物の譲渡を消費貸借と読み替えて用いることは、以前から ISDA の日本法顧問からも推奨され、ドキュメンテーションとして定着してきました。本 Supplement は、それらを雛形として提供し、瑣末なワーディングの交渉等によるバックログを少なくするために作成されました。最初のページの脚注にあるように、日本で主たる倒産手続が行われる当事者を相手方とし、それらの規定が想定している取引（に該当するであろうと見込まれる取引）をカバーするマスター契約書を日本にある担保物で担保する場合を念頭に置いています。2008CSA と異なり、一括清算法や破産法 58 条の対象となる対象取引と担保契約を念頭においていますので、一括清算法の条文上の要件により忠実な文言になっています。従って、その限りでは必要がない、選択債務特約付きの消費貸借という構成までは採用していませんし、AET を選択することを前提にしています。Supplement を用いる場合、担保取引は、マスター契約書上の取引 (Transaction) と看做され、マスター契約に基づく他のすべての取引と共に解除時点で算出した評価額 (担保物の価値は、Unpaid Amount として) をネットしてひとつの債権又は債務に置き換わる (又は、差引計算される) と規定しています。これは、一括清算法の規定により文言どおり合致しています。同法では、各デリバティブ取引 (金商法上の店頭デリバティブ取引や銀行法上の金融等デリバティブ取引) とその担保取引 (=消費貸借構成のもの) を特定金融取引と定義し、それらを継続して行うために締結した基本契約書に基づいて破産手続開始、更生手続開始又は再生手続開始の申立て時点で「当事者の双方意思にかかわらず」評価額を算出し、その純合計額を残額債権又は債務とする「一括清算」の有効性を保証しています。また、破産法 58 条 (民事再生法 51 条、会社更生法 63 条で準用する場合も含む) では、同条 1 項に該当するような取引を継続して行うために締結された基本契約がある場合、破産手続開始、更生手続開始又は再生手続開始時点で当該取引は解除されたものと看做され、基本契約に従って解除に伴う損害賠償の債権及び債務を差引計算する場合、その結果を損害賠償の額の算定として認めるといえるものです。一括清算法の対象ではない取引も同条の対象になりうるものが多いと思われれます。

4-2. Credit Support Document の選択基準

ISDA では、4 種類の標準担保契約書を用意しています。ニューヨーク州法準拠、イングランド英国法準拠、日本法準拠の 3 種類の Credit Support Annex (“CSA”)とイングランド英国法準拠の Credit Support Deed (“Deed”)です (これらの CSA と Deed をまとめて、以下、“CSD”といいます。)。今般、日本法関連の担保契約書が新しくなりましたが、ここでの議論に関しては従来のものと同様に考えて下さい。ドキュメンテーションを開始するにあたり、どのフォーム、法律構成を使用するかは重要な問題です。ここでは選択方法の一例を記してみることになります。

47。

47 ここに記載した考え方が、全てではありません。相手の形態、設立国等の特性からケース・バイ・ケース使用すべきフォーム、法律構成を決定すべきであることは当然ですので、疑問が生じた場合は法律専門家にご相談下さい。

4-2-1. 担保物と保有形態

担保物の選択は、実務上重要かと思われます。選択基準としては、有価証券の場合、(1)発行体の信用力が高いこと、(2)利子、配当に対する源泉徴収税、取引に対する税金等がないこと、(3)レポ市場等が発達しており流動性が高いこと、(4)担保の効力、対抗要件に関する法律が簡潔で事務負担が小さいこと、及び、再運用・転担保が安定的な法律構成のもとで行えること、(5)決済制度が発達しており、決済までの期間が短い(なるべく即時)こと、(6)自己資本規制上の取扱が有利なこと等が考えられます。現預金に関しては、当該通貨の国の外国為替規制のリスクが低いことや(関連するでしょうが)レートの変動性、相手方の倒産手続における債権届出通貨、被担保債務の通貨等が考慮されるものと思われます。担保物と保有形態が決まると、どのフォーム、法律構成が適するかはある程度絞れます。つまり、ニューヨークの外にある資産(資産の所在地の確定方法についても議論がありますが、ここでは、米国債は米国、日本国債は日本、クリアストリームに寄託してあるものはルクセンブルグ等直感的に考えておきます)を担保に取る場合、ニューヨーク州法の担保権を設定するCSA(“ニューヨーク州法CSA”)を使うのは不自然だからです。法律問題を扱った章で述べているように、金額等一定の基準を充たせば、ニューヨーク州法を準拠法とする合意は認められますが、「金額」の要件の充足について必ずしも明確でない部分もあります。この要件が充たされないと、契約がニューヨークと充分な関連性がなければ、準拠法指定は認められない可能性があります。いずれにせよ、担保権の性質や対抗要件がニューヨーク州法であることをベースに書かれたニューヨーク州法CSAを、ニューヨーク州にあるとは看做せない資産に対する担保設定に利用する積極的な理由はないように思われます。イングランド英国の担保権であるfixed chargeを設定する契約書であるDeedについても同様です。

イングランド英国法に基づく譲渡として構成する契約書(“英国法CSA”)と日本法の消費貸借と相殺を利用する契約書(“日本法CSA”)は、担保物がどこにどのようなかたちで保有されているように、使用できるはずですが(但し、対抗要件等の問題に関しては、当該CSDに基づく担保の一部または全部を構成する資産が所在する国が当事者の準拠法の選択を認めない可能性はあります)。

4-2-2. ネットィング法

相手方の設立(主たる倒産手続が開始される)国や資産所在国等関連する法域にネットィング(CSDのような担保契約についても含む)を保護する法律がある場合、その要件をチェックし、これに適合するようなCSDを選択することも重要です。例えば、日本の「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」(「一括清算法」)で明確に保護されている法律構成は、消費貸借(寄託)のみです。今次改定で作成した英国法CSAのSupplementはこれ英国法上の要件以外の一括清算法の要件も充足するように、条文の文言になるべく忠実に書かれています。日本法CSAは条文上必要とされる文言を字句どおりに採用してはありますが、Supplementと同様、一括清算法の要件を充足する旨のオピニオンがISDAの日本法カウンセルから提出されています。さらに被担保債務となる債権を確定するネットィングの対象となる取引の種類等にも注意を要します。

4-2-3. 倒産法

ネットィング法がない場合、あっても担保契約についてはカバーしていない場合は、担保物所在地の倒産法の下で迅速に担保権の実行が行える構成を検討します。特に、会社更生のような再建型の倒産手続では、担保権の実行に対して何らかの制約を課していることがよくあります。そのような場合、英国法 CSA が利用されることがよくあります。しかし英国法 CSA のような構成を採ることで、制約を回避できるかについては十分に調べる必要があります。倒産後の相殺に制限があったり、担保として差入れた債券の返還請求権を、倒産を契機に金銭債権に置き換えることの有効性に疑義があったりする国もあります。最悪の場合、譲渡担保と看做され、取戻権は否定され、実行も制限されるというような国もありえます。

担保物の所在地法で担保の実行までを迅速に行えることが確認できたとしても、債務者の設立国や本店所在国（総称して、「本国」といいます。）で主たる倒産手続があった場合、担保物の所在地の倒産法が外国法人や非居住者について本国で倒産手続（「主手続」）が開始された場合に、自国内の資産をどう扱うかも検討しておく必要があります。本国の管財人等が担保の実行を妨げようとした場合、国際礼譲を優先する法律、条約等で管財人の主張が認められてしまう余地がないかという問題です（日本では、外国倒産処理手続の承認援助に関する法律に注意する必要があります。）。多数の国にまたがって資産を保有する会社の倒産に対応した法律を別途制定しているケースも増えていますので、この検討も重要です。本国でネットィングや担保の有効性が認められることも重要です。担保物所在国が主たる倒産手続の影響を遮断して担保を実行させてくれれば、ほぼ目的は達成できるのですが、本国で（例えば、担保権実行の中止命令に違反したことに対する裁判所侮辱等の）不利益を被る可能性があるときは、慎重にならざるをえません。

以上、2、3で挙げた問題については、ISDA からお配りしている各国の法律意見書で方向感 は得られるものと思われます。不明確だったり解釈の余地があったりする場合や、ISDA がまだ法律意見書を取得していない国が絡む場合等は、重要性に応じて個別に意見を求める等適切な専門家 のアドバイスを得て下さい。

4-2-4. 担保実務

いずれの法律構成をとるにかかわらず、オペレーショナルな条項はほぼ共通になってきました。しかし、例えば自分と相手方の信用力等の差から、Threshold が小さい、再評価のサイクルが長いなどの理由で差入れている担保が超過状態になるリスクが高い場合、超過分がどう扱われるかは注意を要します。譲渡や消費貸借構成では、担保権者を取っている側に倒産手続が発生した場合、超過分が一般債権とされてしまう可能性があります。こうした要素も、どのCSDを用いるかを判断する重要な要素でしょう。

4-2-5. その他

担保提供がどのように経理上、自己資本規制上取り扱われるかも、件数・金額次第では重要になってきます。譲渡や消費貸借構成等は、扱いが国によって異なる場合もあるでしょう。担保物を自由に入れ替える権利の有無も担保を差し出した者の権利が引き続き及んでいるかを判断する有力な材料になり、経理処理、信用リスク額の判断に影響を及ぼす可能性があります。

これら諸要素を含めて総合的に判断して、相手に応じて最適な CSD を選択して下さい。

4-3. ISDA 標準契約を用いた担保取引の法律問題

前述のとおり、ISDA では、ニューヨーク州法の担保権、イングランド英国法の担保権及び譲渡、ならびに日本法の質権及び消費貸借と相殺の 5 つの法律構成について、標準文言を既に作成しています。ここ以下では、少なくとも一方が日本に拠点を有する当事者間ではほとんど使われない Deed と 2001 ISDA Margin Provisions については、あまり触れないことにします。

4-3-1. 背景

1998 年に成立した金融機関が行う特定金融取引の一括清算に関する法律（及びその施行令、施行規則と併せて、以下、「一括清算法」）により、消費貸借構成が解釈上有効であるのみならず、法令上に規定されたことで同法の条件を満たす場合は、有効性が更に確実なものとなり、一方当事者が日本の金融機関である場合の契約書には、消費貸借構成の採用が定着しました。日本国債や円建て現預金を授受する外資系の銀行・証券会社がほとんどになったこと、更に、一部金融機関を含む日本法人に、マスター契約の準拠法を日本法と指定することに拘泥する者が多く、かつ、ニューヨーク州法 CSA と英国法 CSA が、それぞれ表題のうえに括弧書きで「ニューヨーク/イングランド英国法準拠の ISDA 契約用」と記載していることから、これを日本法準拠のマスター契約を被担保債務とすることはできない⁴⁸と解釈してしまっている場合もあり、日本法 CSA の単独利用も進んできました。別途詳述するように、金融商品取引法が、2007 年に施行され、従来から証券取引法の対象だった有価証券関連デリバティブに加え、金利、通貨、クレジット、ウェザー等広い範囲の有価証券以外の商品や指標を原資産とする店頭デリバティブも規制対象になりました。外国の業者は、一定の要件を満たす場合を除いて、日本の顧客と同法に定義する「店頭デリバティブ取引」を行うためには、同法に基づいて登録を受けなくてはならなくなりました。従って、東京に既に当該登録を受けた支店を有する外国の業者は、同法の除外・免除規定が適用されない相手方とは、東京支店を通じてのみ取引することになり

48 UKCSA の脚注にもあるように、英国法準拠のマスター契約以外を排除しているわけではありません。UKCSA は、それ自体に準拠法条項があるわけではなく、マスター契約の一部であるという面を他の CSD より強調するため、マスター契約の準拠法と一致します。ニューヨーク州法の担保権についても、被担保債務の準拠法がニューヨーク州法でなくてはならないという一般原則はありません。

ました。このことも日本法 CSA の利用の増加に繋がるのではないかと考えられます。

日本法 CSA の作成以降、日本において、日本法 CSA の内容に関連するいくつかの法令の制定、改正がありました。一括清算法の施行、新破産法の施行（民事再生法及び会社更生法の改正）、日本国債の社債等の振替に関する法律に基づく決済への移行、法例の改正（法の適用に関する通則法）などです。ISDA 日本支部のドキュメンテーション・コミティやコラテラル・コミティに積極的に参加されてこられたメンバーの方々の尽力で、これらに対応するための文言上の手当ては、大筋でコンセンサスを得られている状況にあるといえると思われます。しかし、同じ趣旨の条項でも細かいワーディング（の趣味の問題）や当該法改正・変更について知らない海外のカウンターパーティや在日の外国人の担当者に多い一般的には聞いたことがあっても、具体的な契約書への影響という相手と交渉する際、ISDA 日本支部のコミュニティでは、ほぼ標準化されているといえども、依然として、ドキュメンテーションの交渉・締結が長引く例が多く、メンバーから日本法 CSA の改定の要望が出されていました。現在、日本法の質権と消費貸借のいずれにも使える Credit Support Annex が作成・公表され、一括清算法の要件その他最低限の変更を英国法 CSA に加えるための Japanese Supplement to 英国法 CSA のドラフトが作成され、公表の最終段階にあります（2009 年 5 月現在）。英国法 CSA だけにしたのは、英国法 CSA における譲渡も日本法 CSA における消費貸借も債権としての返還請求権を被担保債務とネット（または相殺）するという構成であり、また、2001 Margin Provisions でも、英国法 CSA の特約として日本法固有の条項を挿入するという構成が採用されていたこともあり、受け入れ易いこと等の事情があります。

4-3-2. 法律構成の選択

担保を提供したり受入れる際に、いかなる法律構成を採用するかは、非常に重要な問題です。相手先の設立地の法律、担保物の所在地等の関連する法律次第では、当事者が企図した迅速に担保物を処分し、デリバティブ取引から生じるエクスポージャー及び担保物の価値の変動にさらされる前に満足を得るという効果が十分に得られない場合や担保のスキームそのものが無効とされるリスクがあるからです。

4-3-2-1. 1994 Credit Support Annex (NY Law)

(1) ニューヨーク州法の担保権

ニューヨーク州法の下で担保の授受を行う場合、利用される担保物は米国債、エージェンシー債、現金が主流です。

① 米国債

(i) 適用される法律

財務省証券と言われる債券は、財務省の規則により 1986 年以降現物債ではなく、勘定上の記帳で権利を移転する book-entry 方式（ここでは、「登録債」と呼ぶことにします）で

のみ発行されています。また、米国内では、税務上も現物債の保有は実質的に制限されています。インターバンクの担保に用いるような米国債の多くは“Treasury/Reserve Automated Debt Entry System” (“TRADES”) というシステム上で保有されています。大多数の債券保有者は、債券の発行体の債券保有者名簿ではなく、“securities intermediary”⁴⁹ と呼ばれる口座 (“securities account”⁵⁰) を管理する金融機関を通じて保有する間接保有形態が主流です。口座管理機関である securities intermediary は、他の金融機関に口座を持っている重層構造の保有形態 (= securities intermediary が複数ある) 場合もあります。米国債の場合、財務省の財務代理人たる米国連銀に口座を有する Participant (これも他人のために債券を保有しているという意味では、securities intermediary) を通じて TRADES にある債券を保有します。債券を保有する人の債券に対する権利を “securities entitlement”⁵¹ といいます。これは、securities intermediary が保有するものに対する物権と securities intermediary に対する債権を併せた権利であるとされています⁵²。この securities entitlement を有する者 (securities intermediary の帳簿上記録された権利者) を “entitlement holder”⁵³ と呼んでいます。Entitlement holder は、securities intermediary の他の事業から生ずるリスクからは、法文上明確に遮断 (他の当該 securities intermediary の債権者は、帳簿上保有している securities entitlement に対して差し押さえ等ができない) されています⁵⁴。米国債を担保として差入れる当事者は、この securities entitlement を譲渡、質入れすることになります。

米国債に関する権利の移転は、財務省の TRADES に関する規則が定めています⁵⁵。その規則には、米国債に関する securities entitlement の取得、担保権の対抗要件具備、それによる優先弁済順位等の効果については、「securities intermediary の法域」の法律が適用されると規定されています⁵⁶。「securities intermediary の法域の法律」とは、securities intermediary と entitlement holder との間の契約の準拠法、それが明記されていない場合は、契約上 securities intermediary が securities account を開設することになる拠点の所在地の法律です⁵⁷。上記で決定された法域 (= 州) が統一商法典の第 8 編を採択している場合は、権利の取得、担保権の対抗要件具備及びその効果に関する準拠法になります⁵⁸。従って、実務上、ニューヨーク州の統一商法典 (“N.Y.U.C.C.”) が、適用されるケースが多くなります。但し、当事者間での担保権設定に関する準拠法については上記ではカバーされて

49 N.Y.U.C.C. § 8-102(a)(14).

50 N.Y.U.C.C. § 8-501(a).

51 N.Y.U.C.C. § 8-102(a)(17).

52 N.Y.U.C.C. § 8-104, cmt.2.CEDEL や EUROCLEAR にある債券に対する権利について、ルクセンブルグやベルギーの法律も混蔵寄託された債券のプールに対する物権であると観念しているようです。受託機関の倒産時には、占有者に対して債券を返還するよう請求できる権利も有するとされています。Bernasconi, *The Law Applicable to Dispositions of Securities Held Through Indirect Holding Systems*, at 22 (2000) .

53 N.Y.U.C.C. § 8-102(a)(7).

54 N.Y.U.C.C. § 8-503.

55 31 C.F.R. § 357.

56 31 C.F.R. § 357.11(a)(5). これらの用語は、TRADES の規則で定義されているが、概ね N.Y.U.C.C. と同義と考えて良い。

57 31 C.F.R. § 357.11(b). これらも指定されていない場合、当該口座の報告書に記載されている口座管理拠点、それらもなければ、securities intermediary の主たる拠点の所在地となります。

58 31 C.F.R. § 357.10(c).

いません。担保権を設定する合意の準拠法は、当事者の合意によるとの規定があり、そうした合意がない場合には、N.Y.U.C.C.が適用されます⁵⁹。こうした準拠法合意の有効性は、一定の要件が充足されれば、ニューヨーク州と関係のない合意でもニューヨーク州法を準拠法としうるという規定もあります⁶⁰。

(ii) 有効な担保権を取得する要件

ニューヨーク州法が適用されるとした場合、担保権設定の合意については、①価値（対価とほぼ同義語）が提供されていること、②債務者が担保物に対する権利を持っていること、③担保権者が占有等に基づき米国債のような *investment property* の担保を支配（control）している、または、担保権を設定する合意する書面で担保物を指定していることが要件です⁶¹。①は ISDA のマスター契約上の債務を担保するために締結した ISDA の担保契約の雛形に基づく担保提供の合意なら充足されるでしょう。②は、権利のないものは担保に出せないで自明です。但し第三者から調達できる場合は権利があることとなります。③の合意の要件は、CSA なら通常充足されると思われます。「支配」という要件は、通常のオペレーションである担保権者の口座に入れる、または、*securities intermediary* が担保権者の指図に従うとの合意をしているか、第三者が担保権者に代って支配していると認められれば充足されます⁶²。この「支配」があると認められれば、同時に対抗要件も具備されます⁶³。担保物の差し替えを行うことができることになっていても、この「支配」は継続していると看做されます⁶⁴。日本法の質権では、返還する質物の質権解除と交替に差入れられる物に新たな質権設定があると解釈されると思われるのが一般です。倒産法上の否認の対象時期等を考える場合、大きな差異です。

(iii) 担保権者の処分権

ニューヨーク州法準拠の担保契約の雛形で、日本法やイングランド英国法の担保権と対照的なのは、所謂責任転質、承諾転質⁶⁵に止まらず、担保物を売却、処分する権利が与えられていることです。日本やイングランド英国では、担保権者に売却する権限ではなく、質権の無効を主張されるリスクがありますが⁶⁶、ニューヨーク州法では、担保物を占有し

59 N.Y.U.C.C. § 1-105(1). 但し、ニューヨーク州と契約書との間に合理的な関係があることが必要です。N.Y.U.C.C. では、*securities entitlement* の取得、それに伴う *securities intermediary* 及び *entitlement holder* の権利義務、当該権利に対して競合する権利を主張する第三者に対して *securities intermediary* が負う義務の有無、*securities intermediary* または *entitlement holder* から *securities entitlement* もしくはそれに対する権利の取得をした者に対して競合する権利を主張することの可否については、当事者の合意ではなく、*securities intermediary* の法域の法律が適用されると規定しています。§ 1-105(2), 8-110.

60 Gen.Ob.L.(以下、“G.O.L.”) § 5-1401(1). 契約書が、合計で USD250,000 以上の取引をカバーすることが必要だが、常時その要件を充たしている必要があるのか、また想定元本で良いのか、所謂エクスポージャーかは不明です。

61 N.Y.U.C.C. § 9-203(b).

62 N.Y.U.C.C. § 9-106(a), 8-106(d).

63 N.Y.U.C.C. § 9-314(a). 担保権の登記による対抗要件具備の方法も定められています (N.Y.U.C.C. § 9-312(a)) が、「支配」を有する担保権者が優先されるので、最も安全だと思われます。N.Y.U.C.C. § 8-510(c), 9-328(a).

64 N.Y.U.C.C. § 8-106(f), cmt 7.

65 民法 348 条、350 条参照。N.Y.U.C.C. § 9-207(c)(3).

66 民法 298 条 3 項参照。

ている担保権者は、担保契約で債務者が同意していれば⁶⁷、売却・処分の権利を付与することが認められます。上記の「支配」は、占有ではなく、処分権限までは与えられていないとされても、損害賠償責任を生じさせるのみ⁶⁸で、担保権の消滅まで認めるものではありません。

② エージェンシー債

Federal National Mortgage Association (「ファニーメイ」)、Federal Home Loan Mortgage Corporation (「フレディーマック」)、Student Loan Marketing Association (「サリーメイ」)、Government National Mortgage Association (「ジニーメイ」)等の連邦政府のエージェンシーが発行する債券もこれらの発行体の経営危機が表面化するまでは担保に用いられていました。これらのうち、ジニーメイ債を除く債券は、米国債同様、連銀の Book-Entry System にのっており、TRADES 同様の規則を各エージェンシーが採用することにより、U.C.C.が適用されます。ジニーメイ債は、登録債ではなく、大券(“jumbo securities”)を発行するので、事情が若干異なります。あくまでもケース・バイ・ケースですが、実務上は個別に大券を契約で寄託するようで、その契約の準拠法、または、主に使われる受寄機関がニューヨーク州法人でニューヨークでオペレーションしていることから最終的には U.C.C.N.Y.U.C.C.の適用があるケースが多いように思われます。

③ 現預金

(i) 適用される法律

従来、預金口座に対する担保権には、米国債と異なり N.Y.U.C.C.の適用はなく、判例法で準拠法が決められていましたが、N.Y.U.C.C.でカバーされるようになりました。担保権の設定の合意については、当事者が合意した準拠法がその取引と法域との間に合理的な関連がある限り認められる⁶⁹ので、ニューヨーク州法準拠の担保契約書に基づくニューヨーク州にある預金口座に対する担保権設定であれば、ニューヨーク州法の選択は有効とされるでしょう。対抗要件については、預金契約で合意した準拠法、それが無い場合、口座を開設すると明記(顧客との契約で明記していない場合は、顧客へのステートメントに担当拠点と明記)した場所、それもない場合は、当該銀行の本店所在地の法律が準拠法とされます⁷⁰。

(ii) 有効な担保権を取得する要件

有効な担保権を取得する要件は、米国債と同じです⁷¹。但し、対抗要件は、支配が唯一の方法です⁷²。口座が担保権者たる銀行にある場合、口座のある銀行、債務者及び担保権者

67 N.Y.U.C.C. § 9-207(b)(4)(C).

68 N.Y.U.C.C. § 9-625(b)

69 N.Y.U.C.C. § 1-105(1).

70 N.Y.U.C.C. § 9-304.

71 N.Y.U.C.C. § 9-203(b).

72 N.Y.U.C.C. § 9-312(b)(1).また、支配をしている担保権者は、他の競合する者に優先します。N.Y.U.C.C. § 9-327(a)(d).

が、当該口座の資金処理について担保権者の指示に従うと合意している場合等は、債務者にも口座への入出金をさせる権限を留保させても支配は継続していると看做されます⁷³。

(2) 担保権の実行方法

① 米国債等

N.Y.U.C.C.に基づく担保権者は、デフォルトが発生した場合、公的または私的な手続により担保物を処分し、債権の回収に充当できます。いずれの場合も、その権利行使の方法、時間、場所、条件は商業的に合理性のあるもの（“commercially reasonable”）でなくてはなりません。この「合理性」の要件は、担保物を時価で売却したり、その種類の資産の市場として認知された市場で売却するような場合は、充足されるものと思われ⁷⁴。また、米国債等価値が急速に減ずるリスクがあったり、認知された市場で通常売買されているような担保物の場合には、担保物の処分の際に一般に要求される債務者、担保権設定者その他担保物に対して権利を有する他の者への通知は省略できます⁷⁵。担保権者は、担保物をそのまま保有し、債権に充当することもできますが、債務者がデフォルト後に債務への充当方法等の条件に同意していること、及び、担保権者が知っている担保物に対して権利を有する他の者への通知をし、異議がないことが条件となります⁷⁶。その他、担保権者はこれらの権利に加えて担保契約書に記載された権利を有するとされます⁷⁷。

② 現預金

現金についても、上記の債券を担保物とした場合と同様の権利があるとされていますが、契約上与えられた相殺権の行使、または、倒産（米国外の手続も含む）のような事由の場合、州法上認められた相殺権⁷⁸を行使するのが実務的でしょう。更に、N.Y.U.C.C.では、預金残高の債務への充当、第三債務者たる口座のある銀行に対する直接取立も認めています⁷⁹。実行にあたっては、米国債の担保実行と同様、商業的に合理的である等の条件が適用されます。

(3) 倒産法の影響

これまで述べてきた一般論に対しては、米国での各種倒産関連法の制限がある可能性があります。

73 N.Y.U.C.C. § 9-104. 日本で想定されているように担保権設定者名義の口座からの払い戻し請求権に対して権利質を設定するのではなく、担保権者の口座に入金し、そこからの返還請求権に担保権を設定するという構成だという理解です。

74 N.Y.U.C.C. § 9-610, 9-627(b). この商業的合理性等担保権設定者のいくつかの権利は、契約で放棄できないとされています。N.Y.U.C.C. § 9-602.

75 N.Y.U.C.C. § 9-611(d).

76 N.Y.U.C.C. § 9-620. ここでの担保権設定者の権利も放棄できないとされています。N.Y.U.C.C. § 9-602.

77 N.Y.U.C.C. § 9-601(a).

78 N.Y. DEBT. & CRED. § 151.

79 N.Y.U.C.C. § 9-607(a)(4),(5).

① 適用される法律

相手方が倒産したときに適用される法律を特定し、その法律、特に所謂倒産実体法が担保契約⁸⁰にいかなる影響があるかを知っておくことは、ドキュメンテーションの上でも非常に重要なことです。米国債やニューヨークの銀行の預金口座にある現金を担保にとる場合、たとえ相手方が日本の銀行のような米国外で設立された法人でも、担保を実行するときに、米国の倒産法の影響を受けることは考えておかねばなりません。

(i) United States Bankruptcy Code (“Code”)

米国連邦破産法と訳されるこの法律は、米国の法律に基づいて設立・組成された会社、パートナーシップ、ビジネス・トラストの倒産手続（清算型、再建型両方を含む）を規定する法律ですが、例外があり鉄道会社、銀行（外国の銀行も含む）、保険会社、さらに再建型手続（「チャプター11」と呼ばれる）については、ストックブローカー、コモディティ・ブローカーには適用がありません⁸¹。地方自治体の債務の整理手続もこの法律の第9章で扱われています。

(ii) Federal Deposit Insurance Act (“FDIA”)

連邦預金保険法と訳されるこの法律は、連邦法または州法に基づき設立された金融機関及び外国の銀行の米国支店で、連邦預金保険の適用を受ける預金を受入れるものの倒産手続を規定しています。一括清算や市場取引に関する担保契約については、この法律に改正を加えた Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989（「1989年金融機関再建改革執行法」、”FIRREA”）や Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991（「1991年連邦預金保険公社改善法」、”FDICIA”）が重要です。国法銀行（National Banking Association）の場合、通貨監督庁が、National Banking Actに基づき保全管財人、管財人を任命しますが、法律上、管財人に関しては当然に、保全管財人は実務上、連邦預金保険公社が任命され、同公社が任意にこれを受諾することが多いようです⁸²。

80 ここでは、実務上差入れる担保の時価の算定根拠になっている一括清算の効力は認められるという前提で議論します。米国で一括清算に関して適用される法律については、田中輝夫「外国為替取引マスター契約の制定」金融法務事情 1386号（「IFEMA 制定」）62頁及び注16参照。

81 11 U.S.C. § 109(b),(d). Securities Investor Protection Act of 1970 (“SIPA”)は、所謂 broker-dealer と呼ばれる証券会社が、顧客に対する債務を履行できない（または、その虞がある）とき、債務超過・支払不能のとき、管財人等が指名されたとき、顧客に対する債務履行のために遵守しなくてはならない財務上の規則をまもっていないときには、証券投資化保護公社(“SIPC”)は、保護命令をはっするよう裁判所に申請できます。15USC§78eee(a)(3).当該裁判所は、申請後、法的手続きや担保の実行等の行為を禁止する命令を出すことができます。15USC§78eee(b)(2)(B).デリバティブ取引の担保契約については、Code の定義を引用して、当該禁止命令にかかわらず、実行できるとされています。15USC§78eee(b)(2)(C)(i).但し、これは、現金担保についてで、有価証券を担保にした場合は、適用されません。15USC§78eee(b)(2)(C)(ii).

82 12 U.S.C. § § 181, 191, 1821(c)(2)(A).

(iii) ニューヨーク州銀行法

ニューヨーク州で免許を得ている銀行が倒産した場合⁸³、ニューヨークの銀行監督局が銀行の営業・資産を取り上げ、管理権を取得することができます。銀行監督局は、裁量で連邦預金保険公社を保全管財人または管財人に任命でき、公社も受諾するかにつき裁量を持っています⁸⁴。また、連邦預金保険機構加入銀行については、連邦預金保険公社が一定の条件の下で、自らを保全管財人または管財人に任命することもできます⁸⁵。実際には、連邦預金保険加入銀行の場合には、連邦預金保険公社が任命されることが多く、その場合は、国法銀行と同様の手続で処理されます⁸⁶。従って、現実的には、この法律の下で手続が行われるのは、連邦預金保険の対象となる預金を受入れていない外国銀行のニューヨーク支店というケースが多いので、これに絞って検討します。

(iv) 保険会社

保険会社は、各州の保険法により免許を受けており、倒産も州毎に扱われますが、詳細の分かる文献がないため、ここでは割愛します。

② 担保契約の扱い

通常、倒産手続（特に、再建型）が開始した際には、債権者の個別の権利行使は何らかの制限を受けます。米国も債務者の保護が厚い倒産法体系だと言われています。しかし、プロ同士のデリバティブ取引のような市場業務において、これを貫くことは、かえってシステミック・リスクを増大させる結果になり公益に反するので、様々な特例が設けられています。米国での倒産法の保護を受けることのできる相手方と契約する場合には、これらの特例の恩恵を受けられるようドキュメンテーションに注意すべきでしょう。

(i) Code

原則として、同法の適用を申請した時点で、債権者は催促の電話一本かけられなくなります。従って、担保権者の個別の実行行為も許されないし、相殺も禁止されます⁸⁷。ISDAのマスター契約にみられるような倒産という事実のみをもって契約を解除するというような条項は効力を否定されます⁸⁸。契約を解除できずにいると、管財人が破産財団にとって有利な契約は履行し、不利なものは解除する所謂“cherry-picking”(選択的解除権)を行使されてしまいます⁸⁹。履行能力に不安があったり、担保物の実行や相殺を遅らされることで経済的に不利益を被る債権者は、十分な保護となる施策(“adequate protection”)を

83 倒産に至らなくても、日本の銀行法同様、健全な営業ができないと判断されるとき、資本が毀損されているとき、法令や命令に背くときも銀行の資産の占有を剥奪できる。NYBL § 606.

84 NYBL § 634, 12 U.S.C. § 1821(c)(3).

85 12 U.S.C. § 1821(c)(4)、(5).

86 12 U.S.C. § 1821(c)(9).

87 これを“automatic stay”(自動停止効)といいます。11 U.S.C. § 362(a).

88 11 U.S.C. § 365(e)(1).これを“anti ipso-facto”規定と呼んでいます。

89 11 U.S.C. § 365(a).

求めることができます⁹⁰。それが得られない場合、自動停止 (automatic stay) の解除を求めることができますが、関係者への通知、審理等に時間がかかるのが普通です⁹¹。この施策の適切さをめぐってもめることも多いようです。さらに、倒産申請の前 90 日以内になされた支払や移転 (親会社等「インサイダー」への支払・移転の場合は、1 年) は、否認されます⁹²。同様に申請 90 日前の期間内に行われた相殺は、金額の調整を受けることがあります⁹³。現在のデリバティブ取引の担保実務が毎日乃至毎週ポートフォリオを再評価して担保の授受を行っていることを考えると非常に不安定な状態に置かれることとなります (担保権者は、実質 90 日間の市場・価格変動リスクを常に負うこととなります)。

こうした問題を解決するために、デリバティブ取引に関する特例である「スワップ取引 (“swap agreement”）」に関する規定には、automatic stay、anti ipso-facto、否認権の対象外 (但し、申請の前 1 年以内になされた移転で実際に詐害意思をもってなされたものは否認の対象となります) とする条文が設けられました⁹⁴。スワップ取引の定義は、ほぼ全てのデリバティブ取引を含みます。仮に明確には規定されていないデリバティブ取引であっても、スワップ取引として列挙されている各種取引は例示であり、最後に「その他上記と類似の全ての取引」と定義されている⁹⁵ことから含まれると解釈することも可能な種類の取引も多いと思われます。スワップ取引の定義には、デリバティブ取引の個々の種類だけでなく、「これらの取引のマスター契約及びその付属書類 (“supplements”）」やこれらを担保・保証する契約書も含まれます。また、automatic stay にかかわらず、「現金、証券またはその他の債務者の資産でスワップ市場参加者がスワップ取引を保証、保全または決済するために保有もしくは差し出さなくてはならないもの」と相殺が可能であるということは、明記されています⁹⁶。

では、担保権者が倒産した場合はどうなるでしょう。通常の特例のない取引なら、債務は支払わされる一方で担保物については返還請求権という一般債権として扱われてしまいます。ニューヨーク州法をベースとしたデリバティブ取引の担保契約の雛形は担保権者に売却・使用・処分権を与えているので、まず、担保物は倒産した相手方の手元にはなく、債券を預けていた場合でも、それと同種同等のものが返ってくることは期待できず、損害賠償請求権に変わってしまい回収はおぼつきません。既述の特例で救われるかを考察してみると、上記 automatic stay からの免除を規定した条文や anti ipso-facto にかかわらず、スワップ取引の “termination values” や “payment amount” は相殺できるという条文で、担保と一括清算後の債務は相殺できます。かつては、地方自治体の債務整理の手続を定めた第 9 章におけるデリバティブ取引やレポ取引等の取扱が不明確でしたが、上に述べたスワップ取引やマスター契約の保護規定が当該手続にも適用されることが明記

90 11 U.S.C. § 361.

91 11 U.S.C. § 362(d).この審理を省略してもらうには、そうした手続を経ていると取り返しのつかない損害が生じることを証明しなくてはなりません。11 U.S.C. § 362(f).

92 11 U.S.C. § § 544, 547,548.

93 11 U.S.C. § 553(b).

94 11 U.S.C. § § 362(b)(17), 546(g), 548(c),548(d)(2),560. 破産裁判所は、別途裁量で回収行為等の禁止を命令できる (11 U.S.C. § 105(a)) が、これらの条文が、典型的に swap agreement 債権者の迅速な回収を確保していることから、非常に例外的な場合以外、swap agreement に影響がある形でこの停止命令が出されることはないと考えられている。

95 11 U.S.C. § 101(53B)(A)(ii).

96 11 U.S.C. § 362(b)(17).

されました⁹⁷。

(ii) FDIA

預金保険の対象となる預金を受入れる金融機関の倒産手続は、清算型の“receivership”とゴーイング・コンサーンとして金融機関を運営または健全な金融機関に譲渡し再建する“conservatorship”があります。多くの場合、連邦預金保険公社が、管財人 (“receiver”)、保全管財人 (“conservator”) に就任します。管財人及び保全管財人は、連邦破産法の管財人と似た権限を有しており、“cherry-picking”や、訴訟、裁判所による競売等の司法手続を一定期間停止させたり、差押等をできなくすることができます⁹⁸。また、管財人または保全管財人の任命のみをもって“qualified financial contract”を解除できるという条項は無効 (anti-*ipso facto* 規定) で、管財人任命の場合は、任命の翌営業日または他の金融機関へ当該契約を譲渡したとの通知を受領した後、保全管財人任命の場合は、それ以外の期限の利益喪失事由(例えば、支払債務不履行)が発生するまで解除はできません⁹⁹。FDIAは、連邦破産法同様、破綻した金融機関との“qualified financial contract”の相手方は、契約を終了させ、一括清算、相殺、(qualified financial contract を担保する) 担保契約上の権利行使ができるように規定しています¹⁰⁰。但し、管財人、保全管財人が健全な金融機関に qualified financial contract を一括譲渡する機会を与えるために一営業日待たなくてはならないという規定及び保全管財人任命に係る anti-*ipso facto* 規定は、適用されます¹⁰¹。そのかわり、この譲渡の際に cherry-picking が行われることのないように手当していますし、通常の“cherry-picking”もできなくされています¹⁰²。否認権の行使も qualified financial contract に関しては、現実に詐害意思があった場合以外は、できません¹⁰³。この qualified financial contract には、連邦破産法と同様の “swap agreement” (マスター契約とその付属契約は併せてひとつの “swap agreement” と看做される¹⁰⁴)、 “securities contract”、 “commodity contract”、 “forward contract”、 “repurchase agreement”が含まれています¹⁰⁵。これらの各種取引の定義は、連邦破産法とほぼ同じに改正されました。

もうひとつ考慮に入れなくてはならないのは、保全管財人、管財人たる連邦預金保険公社が取得する資産に対する権利を毀損するような契約は無効とする条文です。但し、当該契約が、①書面でなされ、②破綻金融機関の当該資産の取得と同時に作成され、③当該破綻金融機関の内部で正式に議決され、それが議事録に記載され、④作成されてから

97 11 U.S.C. § 901(a). オレンジ郡の破綻では、レポ取引の特例も適用が明言されていなかったため、レポ取引で債券を保有していた債権者がその債券を直ちに売却できるかを巡り紛争になったようです。

98 12 U.S.C. § 1821(d)(12),(13), (e).

99 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(E),(e)(10)(B).

100 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(A).

101 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(A),(e)(10)(B).

102 12 U.S.C. § 1821(e)(9), (e)(11). 全ての“qualified financial contracts”を解除するか、一切解除をしないかの選択肢しかありません。

103 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(C).

104 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(D)(vii).

105 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(D)(i). ここに述べた金融機関に関する“receivership”及び“conservatorship”における“qualified financial contracts”の取扱とほぼ同じ規定が、ファニーメイ、フレディマック、それらの関係会社、Federal Home Loan Bank に関する“receivership”及び“conservatorship”に関して設けられています。12USC§§4617(d)(8),(9),(10),(11)参照。

継続的に正式な記録に残っている場合は、無効とはされません¹⁰⁶。②の同時性の要件は、CSAのような担保提供スキームにおいては、適合することが難しいとの懸念がありましたが、“qualified financial contract”を担保するために締結された契約をこの要件に適合していないことのみをもって無効にすることはないことを確認する規定が設けられました¹⁰⁷。

この法律では、qualified financial contract を終了し清算する権利を与えていることに加えて、それに関連する担保契約上の「如何なる権利行使」、すなわち“termination values”、“payment amount”または“other transfer obligation”を相殺・ネット・アウトするいかなる権利の行使も妨げられないと規定しており¹⁰⁸、特にこの“other transfer obligation”はまさに担保契約を念頭にドラフトされたものであると草案に参加した法律家たちは言っています。但し、余剰担保を差入れている状態で“receivership”になった場合、一般債権については、預金者の債権を優先させる規定¹⁰⁹があるので注意が必要です。

(iii) ニューヨーク州銀行法

ニューヨーク州銀行法でも銀行監督局が破綻銀行の営業及び資産の占有を自らに移転した時点で、債権者の回収行為は禁止されます¹¹⁰。銀行監督局による資産の占有、債務超過、支払不能、清算を理由に契約を解除する条項は無効とされています¹¹¹。破綻銀行を管理する監督局は、選択的解除権も認められています¹¹²。ニューヨーク州法上も FDIA とほぼ同じ“qualified financial contract”から生じる“termination values”、“payment amount”または“other transfer obligation”を相殺・ネット・アウトする権利の行使は automatic stay に妨げられません¹¹³。同様に銀行監督局の選択的解除権も実質的に排除されています¹¹⁴。更に、同法には否認権の行使を認める規定はなく、一般の債権者の詐害行為取消権¹¹⁵に留意する必要がありますが、同法特有の懸念はありません。FDIA 同様、“other transfer obligation”が挿入されていることから担保の実行も妨げられないと解釈できますし、担保権者の権利については典型的に担保を実行し債権に充当できるとの規定もあります¹¹⁶。外国銀行のニューヨーク支店の銀行法上の倒産手続は、典型的な属地主義で、当該銀行が独立した法主体であったとしたら、その債務として認められるような債務のみ扱っています。従って、全世界の本支店を対象としたマスター契約に基づいて一括清算した結果、債権を届け出する場合も、全世界ベースでの一括清算後の債権とニューヨーク支店の取引のみを一括清算した債権とのうちいずれか小さい方しか無担保債権として届け出るこ

106 12 U.S.C. § 1823(e)(1).

107 12 U.S.C. § 1823(e)(2).

108 12 U.S.C. § 1821(e)(8)(A)&(E).

109 12 U.S.C. § 1821(d)(11).

110 NYBL § 619(d)(1).

111 NYBL § 618-a4.

112 NYBL § 618-a1.

113 NYBL § 619 1(d)(2)(i).この条文は、“automatic termination”も保護しており、NYBL § 618-a4 の *anti ipso-facto* 規定に「他に別段の規定がない限り」とあるので、*anti ipso-facto* 規定も排除されると考えられます。

114 NYBL § 618-a.2(e).

115 N.Y. DEBT. & CRED. § § 270-281 参照。

116 NYBL § 619 1(d)(2)(i),(vi).

とができません。ここから他国で回収した金額と担保から回収した金額を差し引きます¹¹⁷。ここで重要なのは、無担保債権の上限は上記のとおりですが、担保による回収の上限は全世界ベースでの一括清算後の債権であるということです¹¹⁸。破綻したのが、担保権者側の場合は、FDIA と同様、担保余剰になっていない場合は担保全体について、相殺ができるものと思われます。

(iv) FDICIA

FDICIA は、上記 FDIA と同じ第 12 編にありますが、上記の FDIA の各規定が連邦預金後者が管財人または保全管財人に任命されたときの手続内での実体的な権利義務関係を定めているのに対し、手続の種類に関係なく、銀行システム及び金融市場におけるシステムミック・リスクを軽減するために、相対及び決済機構のネットィング契約の有効性を保護する¹¹⁹ための規定という性格が強い規定です。一定の金融機関（預金保険の適用の有無に関係なく）州法及び国法銀行、外国銀行、証券会社、先物業者は、概ね含まれます¹²⁰間で締結された一括清算の有効性を「他の如何なる州法、連邦法の規定にかかわらず」¹²¹確保しています。「金融機関」には、「金融市場の契約当事者として、両サイド（例えば、売りと買いの両方）に参加している」と表明した者で、直近 15 ヶ月間に 1 日でも、自分の関係会社以外との金融市場関係の契約（“financial contract”=FDIA の“qualified financial contract”と同じ）の想定元本残高が、最低 USD10 億あったか、金融市場関係の契約の時価評価ベースのポジションの（「勝ち」、「負け」を考慮=ネットせずに計算した）総額が、最低 USD1 億あった者は、上記の金融機関に該当しなくても、この規定の適用においては、「金融機関」と扱われます¹²²。こうした趣旨の表明をマスター契約において行って欲しいとの要請を受けたことがあると思われますが、こういう背景によるものです。2005 年の改正までは、FDICIA は、担保取引については触れていませんでしたが、ネットィング契約を担保する契約の有効性も明記されました。また、アメリカ合衆国またはそのいずれかの州の法律を準拠法としていなければ、FDICIA にいう「ネットィング契約」に該当しないという FDIA の要件も削除されました。

③ 連邦破産法 15 章

連邦破産法は、外国の破産財団の代表者が連邦破産裁判所に米国外での倒産手続（「外国手続」）¹²³、当該外国手続における管財人等（「外国管財人」）¹²⁴の活動・権限の承認、当該外国の裁判所との間の相互協力などを定めています¹²⁵。既に述べたように、連邦破産

117 NYBL § 618-a.2(c).詳しくは、前掲注 24 IFEMA 制定 注 24 参照。

118 NYBL § 618-a.2(d).

119 12USC§4401.

120 12USC§4402(9).

121 12USC§4403(a).但し、既に述べた管財人や保全管財人が任命された場合の限定的な制約には服します。また、所謂「ウォークアウェイ条項」（リミテッド・ツー・ウェイ条項とも呼ばれます）が無効であることも同じです。

122 Netting Eligibility for Financial Institutions, Regulation EE, 12 C.F.R. §231.3.

2005 年改正までについての詳細は、拙稿上記「IFEMA 制定」を参照して下さい。

123 具体的には、“Foreign Proceedings”として 11USC§101(23)に定義されています。

124具体的には、“Foreign Representative”として 11USC§101(24)に定義されています。

125 11USC§§1501 *et. seq.*.この章は、改正前の連邦破産法 304 条を廃止し、規定されたものです。

法に基づく手続は銀行等には適用がありませんが、改正前連邦破産法においては、外国倒産手続の付随的な手続の適用までも排除するものかは不明でした¹²⁶。本章に基づく手続は、米国内に支店を有する外国銀行には適用がないことが明記されました¹²⁷。外国管財人による外国手続の承認の申請をすることにより、本章に基づく手続は、開始されます¹²⁸。それに応じて、裁判所は、債務者の資産への執行の禁止、処分の停止等を命ずることにより、協力することができます¹²⁹。承認をした場合、債務者やその資産に対する法的手続きの禁止や在米資産の処分権限を外国管財人に与える等の救済措置を行うことができます¹³⁰。一方、裁判所は、合衆国の公共政策に反することが明らかな場合、本章で認められた行為を差し控える権限も有しています¹³¹。これだけだと、帰趨が読めない手続ですが、デリバティブ取引に関して連邦破産法の清算や再建手続と同様、「スワップ取引」の一括清算や担保の実行の保護を盛り込む規定が盛り込まれています¹³²。

4-3-2-2. 1995 Credit Support Annex (English Law)

この CSA は、債務者（譲渡人=“Transferor”）が担保物（ここでも、原則、国債のような流動性の高い有価証券と現金についてのみ考えることにします）の所有権を完全に譲渡（“Transfer”）するという構成で、譲受人にデフォルトがあった場合、譲り受けた担保物の価値を一括清算の計算に含め、余剰分は同種同等同量のもので返還するという構成になっています。当事者が特に契約上制限しない限り、譲受人は譲り受けた担保物を第三者に譲渡、担保提供、売却等自由に行えます。

(1) 適用される法律

一定の条件の下で物（特に不動産のような登記・登録の必要な物以外の物）を差入れ、返還するという約定であるから、その約定の効力に関して適用される法律は、少なくとも合意管轄地であるイングランド英国の抵触法の原則では、当事者が合意した準拠法（この場合、イングランド英国法）となり¹³³、担保として譲渡される物によって効力についての適用法が変わるわけではありません。但し、所有権が有効に移転したこと、及びその対抗要件については、物の種類や所在地の法律に従うことになるでしょう¹³⁴。

126 BCCI 事件では、ルクセンブルグ、イギリス、ケイマンの暫定管財人等が在米資産につき、304 条に基づく手続を申し立てましたが、RICO 法(Racketeer Influenced and Corrupt Organization Act of 1970 の略で組織犯罪のビジネスへの浸透を防ぐ目的で作られた法律)に関する刑事手続との関連で司法取引が成立したため、取り下げられたことで司法判断は下されていませんでした。

127 11USC §§1501(c)(1), 109(b)(3)(B).

128 11USC §§1504, 1515.

129 11USC §§1519(a), 1521(a)(3),(4),(7).

130 11USC §1521(a).

131 11 U.S.C. § 1506.

132 11USC §§1519(f), 1521(f), 561(d).

133 Contracts (Applicable Law) Act 1990 により国内施行された EEC Convention on the Law Applicable to Contractual Obligations (「ローマ条約」) art 3 para 1.

134 2 DICEY & MORRIS, THE CONFLICT OF LAWS Ch. 24 (L. Collins 13th ed., 2000) .

このような法律構成を採用する英国法 CSA が主流になったのは、狭義の担保物権を設定する場合と異なり、イングランド英国以外に所在する資産も担保に取れるメリットがあるからです。また Deed に基づき英国イングランドに所在する資産または英国イングランドで登記された会社の資産に所謂 “fixed charge” を設定する場合は、英国イングランド会社法の煩雑な対抗要件具備手続が必要になる可能性があり、その場合、登記が必要な種類の “registrable charge” を設定行為から 21 日以内に会社登記簿に登記しない場合は、清算人、管財人に対抗できないというのが原則です¹³⁵。国債や現預金には、この要件は該当しないといわれていますが、預金口座に対する charge についての登記の要否については議論がある¹³⁶ため慎重にならざるをえませんでした。かつては、銀行は自行預金に対する担保権を有効に取得できないとの判例¹³⁷があったことも Deed の構成が避けられる一因でしたが、その問題はその後判例¹³⁸で解消しています。日本法同様、担保権者 (chargee) が担保物を売却等の処分をすることまでは認められていないこと、担保物の入替によって fixed charge が倒産時に優先順位が劣後する floating charge (これも登記の要件があり、既存の債務を担保するために設定された場合は、別の否認規定¹³⁹が適用されます。) と解釈される可能性があることから敬遠されていました。再建型の倒産手続である administration の開始申請が行われると担保権実行の手続は裁判所の許可 (及び条件付であれば、その条件の充足) がなければ禁止されるのが原則¹⁴⁰です。Deed に関する上記問題は、EU の 2002 年の金融担保契約に関する指令¹⁴¹ (以下、「担保指令」といいます。) を英国で施行するために定められた Financial Collateral Arrangements (No. 2) Regulations 2003¹⁴² (以下、「担保規則」といいます。) によって、2003 年 12 月 26 日以降締結された “financial collateral arrangement”¹⁴³ に基づく担保提供については、解消されたといえます¹⁴⁴。

(2) 実行方法

差入れられた物の金銭価値を他の期限が到来した未払いの金銭債権と同様に扱い、マスター契約の一括清算後の残額債権と相殺するという方式 (ISDA マスター契約を被担保債務とする場合には、担保物の金銭価値を期限が到来した未払金額と看做すことで、一括清算のプロセスの中で実行がなされる) を規定しています。関連する国のネットィング立法による保護を受けるための要件¹⁴⁵を満たすかどうか、また倒産後の相殺に対する厳しい制約がある国では、この Transfer 構成が役立つ可能性があるか検討する価値はあるでしょう。

135 Companies Act 1985, ss. 395-397. 英国の会社だけでなく、英国やウェールズに営業拠点を有する外国会社の英国またはウェールズに所在する資産に担保権を設定する場合にも適用があります。

136 7(2) HALISBURY'S LAWS OF ENGLAND para 1135 et. seq. (4th ed.) 参照。

137 Re Charge Card Services Ltd. (1986) 3 All E.R. 289.

138 Morris and others v. Agrichemicals Limited and others (1997) 4 All E.R. 568, *sub. nom.* Re Bank of Credit & Commerce International SA (No. 8)

139 Insolvency Act 1986, s. 245.

140 Insolvency Act 1986, s. 10.

141 Directive 2002/47/EC of the European Parliament and Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements.

142 SI 2003/3226.

143 現金、株式、債券等の有価証券を担保資産とする取決めで、譲渡であれ、担保権設定であれ、カバーされます。マスター契約等の基本約定の存在は、要件ではありません。担保規則 Regulation 3.

144 担保規則 Regulations 4(4), 8(1)(a), 8(3), 10(5), 16.

145 一括清算法 2 条 6 項参照。

(3) 倒産法の影響

英国法 CSA のような構成を採る以上、英国外の資産も担保物とする可能性が広がるため、多数の国の倒産法が関係しえます。譲渡を行う契約の準拠法が英国イングランド法であっても、譲渡される資産が所在する（または、所在すると看做される）国や債務者の設立国の倒産法には服することが多いからです¹⁴⁶。イングランド英国の倒産法が適用される場面では、既述の狭義の担保権実行に対して制約があった当時から、担保的機能を担う譲渡及び返還請求権との相殺による回収行為は、「担保権の実行」とは区別されるため禁止されないと解釈されてきました。また、清算型手続である *winding-up* 及び再建型手続の管財人に相当する *administrator* が債権者に配当を行う提案の通知をした場合においては、債権届出は相殺後のネット金額で行うことが義務づけられています¹⁴⁷。

譲渡という法律構成を採ることにはリスクもあります。倒産法制によっては、（日本法でいう）譲渡担保と看做され、相殺もできず、財団からの取戻権も否定されてしまうリスクです¹⁴⁸。担保として譲渡した物の価値がエクスポージャーを上回っている場合は、譲受人が倒産した場合超過部分は一般債権となってしまうというリスクも存在します。

イングランド英国の倒産法が関係するケースは、概観すると、イングランド英国の *winding-up* は、イングランド英国で登記された会社、及び、イングランド英国と十分な関連を有し、イングランド英国で清算手続を行うことに利益がある者がいる場合は登記していない債務超過の会社等について開始できます¹⁴⁹。*Administration* は、原則、イングランド英国の会社のみが対象です。外国会社に関して、本国で倒産手続が開始されている場合については、清算型、再建型を問わず、裁判所の裁量により開始する海外手続の補助が原則です¹⁵⁰。銀行や証券会社に特別の手続があるわけではなく、同じ手続に服します。イングランド英国の倒産法は、在外資産

146 国際的に活動する金融機関の倒産のドイツ、スイスでの扱い一般については、森下哲朗「国際的銀行倒産に関する法的考察」 [3] 国際商事法務 Vol. 24, No. 2 136 頁以下 [6] Vol. 24, No.5 501 頁以下、[8] Vol.24, No. 8 830 頁以下、[9] Vol.24, No. 9 941 頁以下(1996)参照。

147 *Insolvency Rules 1986, Rules 2.85, 4.90*。更に、担保規則 *Regulation 12* では、担保提供者または担保権者に *winding-up, administration, voluntary arrangement* 等の手続があっても、（危機時期にあることを知って締結したものでない限り）“*close-out netting*”条項は、文言どおり効力を有すると規定しています。担保規則において“*close-out netting*”条項とは、“*financial collateral arrangement*”もしくはそれが一部をなす取決め又は法令の規定で、権利行使を可能にする事由が生じた場合、ネットティングまたは相殺その他を行うことにより(a)当初の債務の推定時価もしくは再構築コストを支払う債務となるもの、または、(b)当事者間の負っている債務のネット金額を支払うことになるものをいうとしていますので、譲渡構成で、担保物の時価を一括清算の計算に含める UK CSA も該当するといえる可能性があると思われます。

148 旧破産法 88 条、旧民事再生法 52 条 2 項、旧会社更生法 63 条参照。現行の破産法 62 条、民事再生法 52 条 2 項、会社更生法 64 条は、譲渡担保の取戻権を否定する文言を削除しています。

149 *Insolvency Act 1986 ss. 117(1), 221(1), (5), 225*。

150 *Insolvency Act 1986 s. 426* は、英連邦系、アイルランド共和国等国務大臣が指定したいくつかの国の裁判所からの依頼があった場合には、補助しなくてはならないように読める。*Council Regulation (EC) No. 1346/2000 of 29 May, 2000 on insolvency proceedings (“Insolvency Regulation”)*は、「主たる権益の中心」が英国にある場合は、*administration* も可能とするが、金融機関等には適用がない。

についても倒産手続を及ぼす完全な普及主義を採用していると考えられ¹⁵¹、これらの手続では、原則、イングランド英国法が適用されます¹⁵²。その場合、偏頗行為、無償もしくは低廉譲渡、または、故意の詐害行為につき否認される可能性は残ります¹⁵³。

英国法 CSA は、英国外の資産を担保に取ることも可能で、当該資産の所在地の倒産制度¹⁵⁴も関連しますが、省略します。

4-3-2-3. 日本法 CSA

日本法 CSA では、伝統的な質権を設定する方法と債券または現金を消費貸借（預金の場合は、消費寄託）し、債券の場合は、同種、同等、同量¹⁵⁵の債券を返すか、その時価相当の金銭を返すかの選択権（倒産を契機に相殺せんがために物の返還請求権を金銭債権に転換することには法定担保物権の制度の趣旨に反するという消極的な意見が多かったために考案された）を受け取った側が有する¹⁵⁶という方法のふたつの構成を併記しています。

(1) 適用される法律

英国法 CSA の譲渡同様、消費貸借の効力に関する準拠法は当事者の意思による¹⁵⁷ため、日本法 CSA が日本にある資産を念頭において書かれていても、必ずしも日本法を準拠法にしなくてはならないわけではありません。但し、民法上の選択債務構成を（特に選択の遡及効を例えば差押との優先関係で）重視する場合は、日本法以外の準拠法を規定する場合、当該法律の専門家に相談して下さい。消費貸借に基づき日本国債等の所有権が移転することを第三者に対抗するには、日本の法律、制度によらなくてはならない¹⁵⁸ことも英国法 CSA と同じです。質権については、日本国債については、実務上は、ほとんどが社債等の振替に関する法律（「社振法」）の規定に従って、譲渡・質入・信託が行われます¹⁵⁹。預金の払い戻し請求権に質権を設

151 DICEY & MORRIS, *op. cit.* para. 30-072. 貝瀬幸雄「国際倒産法序説」第3章（東京大学出版会、1989年）参照。

152 Re Bank of Credit & Commerce International SA (In Liquidation) (No. 9) (1996), *The Times*, 8 October, 1996. DICEY & MORRIS, *op. cit.* Rule 157(2) and para. 30-106. 上記 Insolvency Act 1986 s. 426(5)による再建型の手続においては、外国法を適用するよう求める外国裁判所の要請に応じて、外国法を適用することも可能とされています。

153 Insolvency Act 1986 ss 238, 239, 423. 偏頗行為や無償否認では、当該債権者を利する意図が必要で、通常債務超過または支払不能の時点で行われた取引でその時点から6ヶ月（関連者を相手方とする場合、及び、無償もしくは低廉取引の場合は2年）以内に倒産した場合が対象となります。現実的なリスクは、追加担保や担保の入替で保有する担保の価値が増加した場合が問題となるかと思われます。故意否認に時期の制限はありません。

154 ユーロクリアやクリアストリームといった有価証券決済機関にある口座を用いる場合のベルギーやルクセンブルグの倒産法など、さまざまな国の倒産法制が関係します。EU加盟国においては、担保指令により、少なくとも一方が中央銀行、公共団体、金融機関、決済機関である担保契約については、英国の担保規則同様の国内法が施行されていると思われます。ベルギーやルクセンブルグも国内法を施行していますが、内容の詳細は、調べていません。

155 民法587条

156 民法406条以下参照。

157 法の適用に関する通則法7条

158 法の適用に関する通則法10条

159 社振法98条以下参照。振替社債を担保に取る場合も同様です。同法73条以下。

定する場合は、質入される債権の準拋法に従う¹⁶⁰ので、民法の権利質¹⁶¹の規定に従うことになることが多いかと思われます。

(2) 実行方法

一括清算法の保護を受ける場合は、「当事者の双方の意思にかかわらず・・・(その他の取引の時価評価額と)担保の評価額を合算して得られる純合計額」が算出される¹⁶²ことにより、担保を実行したのと同じ効果が得られます。一括清算法によらない場合は、担保物の評価額相当の金銭債務を選択することにより、当初から金銭債務だった返還債務とデリバティブ取引をネットティングした残額債権とを相殺します。また、現在の実務慣行では、外国にある資産をニューヨーク州法 CSA または英国法 CSA に基づき担保提供し、日本法 CSA の消費貸借を規定する文言をニューヨーク州法 CSA または英国法 CSA に追加することで日本にある資産を担保提供する旨契約するケースがあります。質権の実行方法は、民法に定めるものの¹⁶³他、民事執行法¹⁶⁴によります。

(3) 倒産法の影響

日本法 CSA の消費貸借構成も Supplement も一括清算法で保護されていると言って良いと思われます (Supplement は、既述のようにその条文に沿うように規定しています)。一括清算法は、「破産手続開始の決定、再生手続開始の決定又は更生手続開始の決定がなされた」場合、マスター契約及び担保契約の規定通りに算定したひとつの債権か債務を有することになると規定しています¹⁶⁵。この規定は、破産法、民事再生法、会社更生法の全ての規定に優先して適用されるものなのでしょうか。最も重要な問題は、否認や相殺禁止に関する条文との優先関係です。これについては、マスター契約や担保契約の締結行為そのもの、及び個々の特定金融取引 (担保取引も含まれる) は、否認の対象となりうるという見解が強いようです¹⁶⁶。今後、担保取引において、エクスポージャーの評価替えの頻度が増加することを考えると、既述の米国の倒産法のように、否認の対象からも外されないと実効性が損なわれる可能性が残ってしまうので、早期の立法による対応が望まれます。相殺禁止との関係では、一括清算 (条文上は、担保取引の実行までを含んでいる) を相殺とは区別して考え、相殺禁止にはかからないとする見解が有力のようです¹⁶⁷。尚、一括清算法では、消費貸借 (寄託) 構成の担保取引は、他のデリバティブ取引の評価額と一緒にネット金額の計算に組み込まれ、一括清算後の残額債権・債務は、破産債権または破産財団に属する財産 (再生手続、更生手続も同様) となると規定されています。¹⁶⁸一括清算法上の「基本契約書」に該当しない形式¹⁶⁹で、消費貸借 (寄託) 構成で差入れられ

160 法の適用に関する通則法 23 条、最判昭 53.4.20 民集 32.3.616 参照。

161 民法 362-366 条

162 一括清算法 2 条 6 項

163 民法 366 条

164 民事執行法 193 条参照。

165 一括清算法 3 条

166 神田秀樹「一括清算法の成立」金融法務事情 1517 号 18 頁 (1998 年)、和仁亮裕、加藤和成「国際標準としての一括清算法—ネットティングの法的不安定さを除去する・・・クロスボーダーのインターバンク取引を主眼に」金融財政事情 1998 年 6 月 1 日号 34 頁 (1998 年) 参照。

167 *Id.*

168 一括清算法 3 条参照。

た担保を相殺や差引計算によって被担保債務とネットした場合については、明文の規定はありません。これについては、改正前の破産法等で、消費貸借（寄託）同様に担保物の所有権を移転する譲渡形式で担保を破産者に差入れていたとき、譲渡であることをもって取戻権を行使することはできないとしていた規定¹⁷⁰が平成 16 年の破産法改正時に削除されたことも参考になるかと思われます。質権等の担保権については、取戻権が認められています¹⁷¹。質権等は、破産手続や再生手続においては、別除権として、手続によらないで行使できます¹⁷²。しかし、更生手続においては、更生担保権とされ、更生計画に従ってしか弁済を受けられません¹⁷³。

2001 年、日本の倒産法制も属地主義を改め、「緩やかな普及主義」に転換しました¹⁷⁴。その一環として外国で主たる倒産手続が開始している場合の国内での承認援助手続を定める法律¹⁷⁵が施行されました。一括清算法では、カバーしていないこの法律による手続のネットティングや担保契約の効力に対する影響は考えておかねばなりません。この承認の申立の要件として、国際倒産管轄を有する外国で倒産手続が申し立てられていることがあります¹⁷⁶。従って、例外的に当事者がそれを知らないうちに日本で承認援助法の申立がなされた場合以外、標準的なマスター契約のもとでは一括清算と担保契約上の権利行使が既に行われていることとなります（少なくとも各取引は解除されているはずです）。例外的なケースの場合でも、倒産手続申立のような事由が発生した場合、自動的に一括清算、担保処分がなされる（と看做される）約定があれば、効果が期待できそうです。そうした約定がない場合であっても、承認決定によって手続開始国の効力をそのまま国内に認めるのではなく、手続開始国の効力とは切り離して国内法独自の観点から裁判所の裁量に基づき固有の援助・協力措置をとるとというのが、法律の目的であるとされる¹⁷⁷ことから、海外の債務者に有利な海外の倒産法の規定がそのまま認められるわけではないし、当該外国がネットティング／担保契約を保護する規定を有する場合、日本にある担保の処分だけが禁止されるとは思えません。そうした有利な材料がない場合でも、承認援助法が処分、弁済その他を禁止する包括的な権限を裁判所に与えている¹⁷⁸ものの、承認援助手続を進行させた場合に、国内倒産手続と比べて、日本国内の債権者が具体的な不利益を被るおそれがないことを条件としている¹⁷⁹ことから実際にネットティングや消費貸借（寄託）構成の担保契約が実効性を損なわれる可能性は高くはないといえそうです。一括清算法制定以前から、ネット

169 一括清算法にいう「基本契約書」に該当する場合とは、(1)当事者の少なくとも一方が、「金融機関等」であり、(2)複数の「特定金融取引」（消費貸借または寄託による「担保取引」を含む）をカバーするものであり、(3)AETを規定している場合です。一括清算法 2 条 5 項、6 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令、金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律施行規則 1 条参照。

170 旧破産法 88 条参照。

171 破産法 62 条、民事再生法 52 条、会社更生法 64 条

172 破産法 65 条、民事再生法 53 条

173 会社更生法 47 条 1 項

174 詳しくは、深山卓也、吉田徹、菅家忠行、武智克典「外国倒産処理手続の承認援助に関する法律及び民事再生法等の一部を改正する法律（国際倒産関係規定）の概要」国際商事法務 29 巻 1 号 1 頁以下（2001）、山本和彦「外国倒産処理手続の承認援助法について（1）」、山本克己「同（2）」ジュリスト 1194 号 56 頁以下（2001）参照。

175 外国倒産処理手続の承認援助に関する法律（平成 12 年法律 129 号）（「承認援助法」）

176 承認援助法 17 条 1 項。

177 承認援助法 1 条。山本 *op. cit.* 56 頁。

178 承認援助法 26 条。

179 承認援助法 57 条 1 項 3 号。

イングや消費貸借構成の担保は、解釈として有効であった¹⁸⁰ことも忘れてはなりません。

4-4. 近時の法制面での動向

4-4-1. 口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約

2002年にハーグ国際私法会議において採択された間接保有証券の準拠法に関する条約です。振替機関や口座管理機関を介して保有される証券¹⁸¹に関して、複数の法域が関連する譲渡、信託、担保差入等の処分や口座への増(減)額記帳が行われた場合の準拠法決定の規則を定めたものです。この条約で決定される準拠法の対象となる主な事項は：(1)増・減額記帳や権利が記帳されていることの第三者及び口座管理機関に対する効果；(2)他者の当該証券に対する権利の消滅や優先関係；(3)当該証券の処分の対抗要件などです¹⁸²。他方、当該証券の口座への記帳や処分により生じる純粋に契約上または対人的な権利や証券の発行体や登録機関の義務などは、この条約で定まる準拠法の適用対象に含まれません¹⁸³。また、証券口座で保管されている現金にも適用はありません¹⁸⁴。この条約によって適用される準拠法は、口座名義人と口座管理機関が、口座契約で明示的に合意した準拠法（または、当該口座契約で本条約の対象とされる事項について明示的に準拠法を指定した場合は、その法律）です。ただ、伝統的な「モノ」の所在地主義や物権も含む権利について当事者自治を認めすぎることへの抵抗感に配慮したのか、指定された準拠法の国に当該合意時点において、証券口座の記帳、入出金等の事務等なんらかの管理の実体があるか、口座番号等でその拠点で証券口座を行っていることが示せることを条件にしています¹⁸⁵。準拠法に関する合意がない場合、前記条件が充足される国の拠点を口座契約において取り扱い拠点と明示的に指定している場合は、当該拠点の所在地の法律、それでも決まらない場合は、口座管理機関の設立地等の法律が準拠法となります¹⁸⁶。口座管理機関が口座を維持している国の法律とするEU金融担保指令¹⁸⁷や登録簿、口座または中央預託機関が所在する国の法律とするEU決済ファイナリティ指令¹⁸⁸と微妙に異なることが、欧州で署名が遅れていることの（表面上は）一因とされています。現在、先進国では、アメリカとスイスが署名

180 新堂幸司「スワップ取引の法的検討(上),(下)」NBL523号64頁、524号12頁(1993)、同「金融派生商品取引の倒産法的検討(上)、(下)」NBL552号6頁、553号13頁(1994)参照。

181 口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約（「ハーグ条約」）にいう証券（“securities”）は、「株、債券、その他の金融商品または金融資産及びそれらに対する権利」と定義され、通常イメージする「有価証券」よりは、広い範囲のものを含みうるものと考えられます。ハーグ条約1条1項a)参照。

182 ハーグ条約2条1項参照。

183 ハーグ条約2条3項参照。

184 ハーグ条約1条1項a)参照。

185 ハーグ条約4条参照。但し、物理的な建物がある必要はありません。

186 ハーグ条約5条参照。

187 Article 9, paragraph 1, Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements.

188 英国では、The Financial Markets and Insolvency (Settlement Finality) Regulations 1999, regulation 23.

をしていますが、批准のためのプロセスが進んでいるという情報はありません。従って、同条約は、発効するに至っていません¹⁸⁹。日本では、法制審議会で、さまざまなケースを想定した議論を重ね、欧州連合とアメリカ双方が批准した場合には速やかに批准すべきとしながらも、欧州連合での検討状況等を見守る姿勢をとっています¹⁹⁰。

4-4-2. 間接保有証券に関する実質法調整のための条約

私法統一国際協会（UNIDROIT）が策定作業を進めているのが、この条約です。適用される法律が決まっても、今後さらに主流となっていくであろう間接保有形態での証券取引の安定性のために実質法を整備することを目的としている条約です。証券口座への貸借記によって証券の取得・処分が行われ、他の行為を要せずして、対抗要件も備わるとしています¹⁹¹。証券口座への貸記によって、証券に関する果実収受、処分等の権利を取得するとしています¹⁹²。担保設定の方法には、口座記帳する方法の他に、担保権設定者、口座管理機関、担保権者の間で口座管理機関が担保権者の指示に従う（又は、担保権者の同意がなければ、担保権設定者の指図に従わない）という契約の締結によることも可能としています¹⁹³。日本法における質権とは異なり口座そのものに対する担保権設定も可能としています¹⁹⁴。善意取得に似た保護も図られています¹⁹⁵。直接口座を開設している口座管理機関以外（例えば、その上位口座管理機関）への差押等の権利行使は禁じられています¹⁹⁶。まだ、草案の段階で、今後のことについて確実なことはいえませんが、UNIDROIT は、来年には纏め上げたい意向のようです。

189 ハーグ条約 19 条参照。

190 法制審の報告については、

http://www.moj.go.jp/SHINGI2/080213-0-02.pdf?bcsi_scan_95FA8EFAC8C07737=0&bcsi_scan_filename=080213-0-02.pdf

参照。審議会のメンバーである筆者の他には、ISDA の各コミッティーに参加されている大和証券 SMBC の森正孝さんもオブザーバーとして参加されていました。

191 Draft Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities (Feb. 2008) (「UNIDROIT 条約案」) 9 条参照。

192 UNIDROIT 条約案 7 条参照。

193 UNIDROIT 条約案 10 条参照。

194 UNIDROIT 条約案 10 条 3 項(a)。

195 UNIDROIT 条約案 14 条参照。但し、贈与の場合は、適用されません。

196 UNIDROIT 条約案 19 条参照。

5. その他

ここでは、租税条約と税務関係、デフォルト発生時の対応等について記載します。

5-1. 現金担保に係る税務・租税条約

ここでは現金担保利息に係る税務や租税条約の概要について説明します。なお詳細については税理士等、専門家にご確認下さい。

5-1-1. 現金担保利息の課税

CSA において日本円現金を適格担保として利用する多くのケースでは、消費貸借の形式で差入を行っているものと思われ、そこから生じる利息は貸付金の利子と考えられます。利子の受取者が外国法人で、支払者が日本において業務を行う法人である場合には、当該利子は外国法人にとっては国内源泉所得として扱われ(所得税法第 161 条第 6 号)源泉徴収の対象となります。実務的には、所得税法第 212 条第 1 項に基づき、支払を行う者(源泉徴収義務者)が支払を行う際に所得税額を源泉徴収する義務を負い、支払を受ける者は、利息金額から当該税額が控除された金額を受領することとなります。

徴収すべき所得税額は、利息金額の 20%で、支払を行う者が、その徴収日の属する月の翌日 10 日(休日の場合は翌営業日)までに、所轄税務署を通じて国庫に納付することとなります。

但し、外国法人(※)が受け取る利子に関する課税については、①源泉徴収免除証明書の交付を受け、それを利子支払者に提示することにより源泉税が免除される場合、及び、②当該外国法人の本国と日本の間で租税条約が締結されている場合に、租税条約に定めるところにより、源泉税が軽減あるいは免除される場合(所定の手続きが必要)があります。以下では、そのうち後者の租税条約による軽減、免除に関して説明します。

※ ここで述べる外国法人とは、本店所在国が海外である法人(非居住者)を指しています。従って、海外で設立された法人の本邦支店や営業所との取引であっても、外国法人との取引ということとなります。

5-1-2. 租税条約

(1) 租税条約とは

租税条約は、脱税の防止と二重課税の排除などを目的として主権国家の間で締結される国際条約で、正式には「所得に対する租税に関する二重課税の回避および脱税の防止のための日本国

政府と〇〇国との間の条約」などといい、現在、我が国は 50 数ヶ国と締結しています。

租税条約の定めるところにより、外国法人が支払を受ける国内源泉所得に対する課税が軽減又は免除される場合があります、外国法人から CSA 担保として受入れた円現金から生じる利息や、内国法人が CSA 担保として米国法人に差入れた米ドル現金から生じる利息への課税も軽減、免除される場合があります。

(2) 軽減税率・免税の適用のための手続き

ここでは、本邦の金融機関が、外国法人から円現金を受入れたケース、並びに、米国の金融機関に対して米ドル現金を差入れたケースについて説明を行います。その他のケースについては、社内の税務担当者や税理士等にご照会下さい。

① 本邦の金融機関が受入れた場合（円現金）

非居住者が、日本国内において、租税条約に基づく所得税の軽減又は免除の恩恵を受けるためには、国内源泉所得の支払を受ける者が、「租税条約に関する届出書」（特典条項の適用がある租税条約において免税の特例措置を受ける場合は「特典条項に関する付表」及びその添付書類を含む）を支払日の前日までに、その支払者を經由して支払者の納税地の所轄税務署長に提出する必要があります。

この届出書の提出がない場合には、国内法の規定による税率（20%）で源泉徴収を行うこととなりますので注意が必要です。

【表】租税条約を締結している主要国と金融機関が受け取る利息の免税適否

国名	限度税率	免税適用	国名	限度税率	免税適用
アメリカ合衆国	10%	あり	オランダ	10%	
英国	10%	あり	カナダ	10%	
フランス	10%	あり	シンガポール	10%	
オーストラリア	10%	あり	スイス	10%	
イタリア	10%		アイルランド	10%	

※限度税率：源泉地における課税税率の上限。

「租税条約に関する届出書」、「特典条項に関する付表」の書式は、国税庁のホームページに掲載されています。なお、「特典条項に関する付表」は 1 年もしくは 3 年毎に更新する必要があります。記入方法等の詳細は、各書式の説明書にてご確認ください。

- ◆ 特典条項の適用がある租税条約の規定に基づき所得税の軽減又は免除を受ける場合には、原則として特典条項条約届出書（租税条約に関する届出書に特典条項に関する付表を添付したもの。以下、「届出書」という。）に相手国の居住者証明書の添付が必要とされていますが、次のことを条件に、その添付を省略することができます（租税条約の実施に伴う所得税法、法人税法及び地方税法の特例等に関する法律の施行に関する省令第 9 条の 10）。

- (7) 届出書を提出しようとする者は、その提出の際、居住者証明書の原本を源泉徴収義務者に提示すること（この場合の居住者証明書とは、提示の日前1年以内に作成（発行）されたものに限られる）。
- (4) 届出書を提出しようとする者は、源泉徴収義務者から、「租税条約に関する届出書の記載内容につき居住者証明書の原本により確認をした旨」の記載を届出書に受けて、税務署長に提出すること。

（注）源泉徴収義務者は、提示を受けた居住者証明書の写しを作成し、これを国内にある事務所、事務所その他これに準ずるものの所在地において提示を受けた日から5年間保存する必要があります。

② 外国の金融機関へ差入れた場合(米ドル現金)

本邦居住者が米国源泉の利息を受け取る場合、“portfolio interest”に該当するといった事情等がなければ原則、米国において30%の税率で所得税が源泉徴収されることとなります。ただし、日米租税条約に基づき、所定の手続きを行うことにより、軽減税率／免税措置の適用を受けることができます(本邦居住者が金融機関等の場合には免税となります)。手続き方法については、通常、非居住者宣誓書として Tax Form W-8BEN (Certificate of Foreign Status of Beneficial Owner for United States Tax Withholding。有効期間3年)を米国人である支払人に対し提出することにより、源泉徴収について、税率が軽減・免除されると考えられますが、取引を始める前に税務の専門家等に確認することをお勧めします。なお、W-8BEN は、外国(法)人であることの宣誓書で、利息の支払人が保管し、米国内国歳入庁(IRS)への提出は不要とされています。

【参考】日米租税条約の該当箇所抜粋（第11条）

1. 一方の締約国内において生じ、他方の締約国の居住者に支払われる利子に対しては、当該他方の締約国において租税を課することができる。
2. 1 の利子に対しては、当該利子が生じた締約国においても、当該締約国の法令に従って租税を課することができる。その租税の額は、当該利子の受益者が他方の締約国の居住者である場合には、当該利子の額の10%を超えないものとする。
3. 2 の規定にかかわらず、一方の締約国内において生ずる利子であって、次のいずれかの場合に該当するものについては、他方の締約国においてのみ租税を課することができる。

(a)、(b) は省略

(c) 当該利子の受益者が、次のいずれかに該当する当該他方の締約国の居住者である場合

- (i) 銀行（投資銀行を含む）
- (ii) 保険会社
- (iii) 登録を受けた証券会社

(iv) (i)から(iii)までに掲げるもの以外の企業で、当該利子の支払が行われる課税年度の直前の3課税年度において、その負債の50%を超える部分が金融市場における債券の発行又は有利子預金から成り、かつ、その資産の50%を超える部分が当該居住者と第9条1(a)又は(b)にいう関係を有しない者に対する信用に係る債権から成るもの

(d)、(e)は省略

〔解説〕

本邦の銀行が米国籍の非居住者に円現金の利息を支払うケースを想定して説明します。

(ア) 各条文における「国」は、下記を示すものと解釈されます。

- | | |
|-------------------|----|
| 1. 「一方の締約国」: | 日本 |
| 「他方の締約国」: | 米国 |
| 2. 「当該利子が生じた締結国」: | 日本 |
| 「当該締約国」: | 日本 |
| 3. 「一方の締約国」: | 日本 |
| 「他方の締約国」: | 米国 |

(イ) 条文2によって、軽減税率10%が適用されることと解釈されます。

(ウ) 米国の銀行等に対する支払いである場合、条文3-(c)によって、源泉徴収は免除されると解釈されます。

5-2. デフォルト発生時の対応について

ここでは、デフォルト発生時の対応について説明いたします。

(1) 対応内容の概要

いずれかの当事者にデフォルトが発生した際には、ISDA マスター契約の Section 5 および 6 の規定に従い、Event of Default が確定し、その結果 Early Termination Date (期限前終了日) が確定しまたは指定されることとなります。Non-Defaulting Party は当該 ISDA 上の既存取引について当該期限前終了日もしくは期限前終了日以降合理的に実行可能な日のうち最も早い日を基準日として、(1992年版 ISDA の場合にはスケジュール Part 1(f)(i) Payments on Early Termination で選択された Market Quotation もしくは Loss のいずれかにより、2002年版 ISDA の場合には Close-out Amount により、) 支払金額を計算します。クレジットサポートアネックスとの関係においては、1-3(1)の参考図のように、事実上 ISDA マスター契約上のエクスポージャーの合計と担保の時価との差引計算が行われ、最終的な支払金額が算出されます。

- ① 本文該当箇所 (日本法 CSA およびニューヨーク州法 CSA)

Paragraph 8 (a) Obligees' (Secured Party's) Rights and Remedies:

“(iii) the right to Set-off any amounts payable by the Obligor (Pledgor) with respect to any Obligations against any Posted Collateral...”

(一括清算後の残額債権との相殺)

② 本文該当箇所 (英国法 CSA)

Paragraph 6 Default

“If an Early Termination Date is designated or deemed to occur as a result of an Event of Default in relation to party, an amount equal to the Value of the Credit Support balance, determined as though the Early Termination Date were a Valuation Date, will be deemed to be an Unpaid Amount due to the Transferor (which may or may not be the Defaulting Party) for purposes of Section 6(e)...”

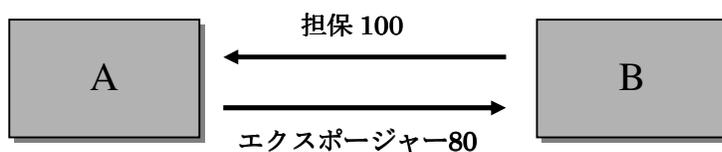
(Unpaid Amount として、一括清算のプロセスの中での計算)

(消費貸借構成、質権構成などの法律構成や、一括清算法が適用となる場合の取扱いなどにつきましては、後述【「日本法 Credit Support Annex の改定」】などをご参照下さい)

有価証券等の現金以外の担保についても、既存取引同様 Early Termination Date もしくは期限前終了日以降合理的に実行可能な日のうち最も早い日を基準日として、金銭として評価します (下記(2)②コメント参照)。実際の決済金額の算定は、各社の主にフロント部門におけるポリシーや手続・方法により、かつ合理的な形で、決定されることになります。

算定された支払金額は、ISDA マスター契約の Section 6(d) Calculations の規定に基づき、計算書と共に Defaulting Party に通知します。計算書には、終了した取引の決済金額、担保の評価額 (個々の担保毎の金額も記載)、差し引き後の支払 (受取) 金額などを含む合理的な範囲の詳細を記載することになります。

(例) A が破産し、B が担保提供者であった場合



終了された取引の決済代金 80 (←ここではデフォルト発生時のエクスポージャーと担保評価額 100 同額とします)
差引 20

(2) コメント・考え方

① 消費貸借構成における超過担保について

上記 (1) での例のように、超過担保が生じている状態での権利者（担保権者）の破産時に、CSA の消費貸借構成（または Transfer）においては、B が差入れた担保の所有権は差入時点で A に移転しているため、担保提供者にとって超過担保部分は担保権者の破産財団に対する破産債権にしかならず、この点を認識しておくことは重要です。

② 有価証券等の現金以外の担保の処分・計算について

通常有価証券等の現金以外の担保は、Early Termination Date もしくは期限前終了日以降合理的に実行可能な日のうち最も早い日を基準日として、時価で処分・計算されます。

（英国法 CSA では、与信管理上規定される Valuation Percentage (担保掛目)を加味した “Value of the Credit Support Balance” を担保の時価の計算対象としているため、Valuation Percentage (担保掛目) は「ISDA マスター契約 Section 6(e)の規定に従った計算の際には 100%とする」などの確認規定を入れる例もあります。）

国債など有価証券をマーケットで「時価」で処分という際には、実際に取引可能なレート（ビッドレート等）に基づいて行われますし、計算もこのような取引可能なレートによって行われるため、保有担保が流動性が低いもの場合には、実際の処分・計算の価格が、デフォルトが発生していない通常の状態での担保管理における評価額と乖離する可能性はあります。