

CCP再建の原則

初めに

近年デリバティブ業界は、大半の店頭デリバティブ取引の中央清算機関（CCP）への移行を義務付ける規制の施行において、大きく前進した。実際、金利デリバティブ取引残高の3分の2以上が清算集中されているものと推測される。その結果、より大規模となったCCPは、金融市場インフラの重要な構成要素となり、グローバルな店頭デリバティブの取引フローやリスクの大部分が集中する主要なハブ機能を果たすようになった。このため、CCPが実質的破綻状態（PONV）¹に陥るリスクを軽減し、かつ、PONVに陥った場合においても、公的資金を用いずに講じる手段を検討する必要性が高まっている。

この目的を達成する最善の方法については、これまで各方面から数多くの意見が表明されている。ISDAは、ISDA会員である幅広い市場参加者の見解を踏まえて、今回、評価を行った。評価の対象となった問題については、今後、さらなる議論・修正を要するものの、大別すると、以下の2つの基本テーマに分類される。

- CCPの損失吸収財源の妥当性及び構造
- 損失が損失吸収財源を超える恐れがある場合のCCPの再建・破綻処理にかかる枠組みを、明確な定義、及び、透明性、を確保する形で策定した危機管理計画

本レポートでは、上記の問題を検討した上で、共通の原則の概要を示し、主な論点を指摘したい。

¹ PONV（point of non-viability）とは、デフォルト管理プロセス（Default Management Process）が失敗し、ポジションを中立化して再建を試みるのが有効ではなくなった状態を意味する。

主要原則

1. **透明性あるリスク管理の指針、慣行、手法:** CCPが損失吸収財源の規模を計測する際に用いるリスク管理の慣行、指針、手法（当初証拠金（IM）、清算基金（DF）への拠出金、CCP自身の拠出金（SITG :skin in the game）を含む）は、市場参加者に対して透明なものでなければならない。
2. **義務化、標準化され、かつ、透明性のあるストレステスト:** CCPのリスク管理の手法と枠組みは、市場参加者がその妥当性を確認できるよう、規制当局主導で、標準化され、かつ、透明性のあるストレステストの基準を用いて、定期的にテスト及び評価されなければならない。
3. **大規模なCCP自身の拠出金（SITG）:** 損失吸収財源に対するCCP自身の拠出金は、厳格なリスク管理のインセンティブとなり、CCPを運営するインセンティブを清算会員（CM）と整合的にするものであり、全額拠出され、重要、かつ、相当なものでなければならない。
4. **明確に規定されたCCPの再建計画:** 経営難に陥ったCCPの業務継続に努め、存続性を回復する方が、CCPを清算し全契約を解消するより影響、費用が小さく、好ましい選択肢である。この目的のために、透明性ある形で明確にCCPの再建メカニズムを規定し、デフォルト管理プロセス（DMP）が有効な限り追求しなければならない。CCPの規定に基づきCMからの追加資金拠出が必要になる場合、その金額は限定的であり、上限が課され、完全に透明でなければならない²。CMに対する損失負担に関しては、ルールに基づくもので明確な合意が存在するべきであり、あらゆる属性の清算参加者にとって経済的に対応可能な場合に限り要求されなければならない。
5. **清算サービスの終了すなわち破綻処理:** DMPが有効であり清算サービスが存続可能な限り、CCPを再建する選択肢を追求しなければならない。DMPが失敗した場合や、再建しポジションを中立化する試みが無効である場合、実現不可能である場合、金融システムに不安を生じさせる場合は、CCPは清算サービスの終了を検討するシナリオに直面する。この時点では、破綻処理を担当する規制当局が最も有効な手段を検討する可能性が高い。

CCPの損失吸収財源の妥当性

現在、多くの店頭デリバティブ取引が主要なCCPによって清算されていることから、CCPは、1又は複数のCMの破綻に伴う損失をカバーするために十分な損失吸収財源を備えることが不可欠である。規制当局は、この点を踏まえて、CCPの損失吸収財源の妥当性及び構造に焦点を当てた数多くの規制を導入した。その多くは、BIS支払・決済システム委員会（CPSS）と証券監

² JP モルガン、ブラックロック、PIMCO の各社は、実際に CCP にとって資金が必要となる局面においては、CM からの追加資金の拠出に CCP は依存することは不可能であり、事実上、プロシクリカル性を伴うため、システミックリスクを悪化させかねない、と主張している。また、JP モルガンが、追加拠出額を評価し要求する枠組み（Assessment）自体を撤廃すべき、と主張する一方、ブラックロックは、Assessment の枠組みにより算出される必要な追加資金額を、CM が事前に全額拠出するよう推奨している。

督者国際機構（IOSCO）が策定した「Principles for Financial Market Infrastructures（PFMI）³」に基づく。PFMIは、IOSCOとBIS決済・市場インフラ委員会（CPMI）によるレポート「Recovery of Financial Market Infrastructures⁴」によって補完される。

このほか、各国の規制当局はこれらの原則に関連する実施報告書を公表している。また、CCPは、CCPとCMが財務の健全性を保ち、1又は複数のCMが破綻した場合に用いられるプロセスであるDMPに参加するために必要な専門性を維持し、自らの債務を履行するために十分な財務能力と運営能力を確保するために、内部規定においてさまざまな指針を確立した。

これらの取り組みは重要ではあるが、CCPの損失吸収財源の妥当性と構造に関する疑問は解消されない。また、以下で述べるように、市場参加者は、CCPの指針、慣行、資本拠出に関する透明性と一貫性が向上することを強く望んでいる。

CCPの再建と破綻処理

透明性が完全に確保され、保守的に想定された数（通常2社）のCMが破綻するシナリオをベースにCCPの損失吸収財源が最適化されたとしても、将来の市場動向によってはストレステストが規定する金額を上回る損失が発生する可能性があることから、損失吸収財源が不足することも考えられる。このため、そのような可能性に対応する枠組みが必要になる。

規制当局は、CCPのシステミックな重要性を踏まえて、経営支援に際して公的資金の損失リスクを回避しつつ金融システムの安定性を確保して重要なCCP機能を存続させるために、CCP（及び金融市場インフラ（FMI）全般）の再建・破綻処理制度の確立を呼びかけた⁵。CPMI-IOSCOによる最近のレポートでは、再建の広範な枠組みの概要が示され、再建方法の選択肢が提示されている。

ISDAは、(a) CCPの損失吸収財源が全て費消された場合のシナリオ、(b) 損失負担の可能性やその方法を含めて、損失吸収財源を補完するための追加的措置が必要になる条件、(c) 清算サービスを継続するか（再建）、閉鎖するか（清算サービスの終了）、CCPを破綻処理するかを決める意思決定プロセス（決定権の所在を含む）、に関して一層の透明性を求めるCPMI-IOSCOの提言、を全面的に支持する。これらは、市場参加者による清算リスクの計測、管理を可能にするための極めて基本的なポイントである。

³ CPSS-IOSCO の 2012 年 4 月付レポート「Principles for Financial Market Infrastructures」
(<http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>) 及びこれに対する ISDA のコメント
(<http://www.bis.org/publ/cpss94/cacomments/isda.pdf>) を参照。

⁴ CPMI-IOSCO の 2014 年 10 月付レポート「Recovery of Financial Market Infrastructures」を参照
(<http://www.bis.org/cpmi/publ/d121.pdf>)。

⁵ 金融安定理事会（FSB）の 2013 年 8 月付レポート「Application of the Key Attributes of Effective Resolution Regimes to Non-Bank Financial Institutions」、及び CPSS-IOSCO の 2013 年 8 月付レポート「Recovery of Financial Market Infrastructures」を参照 (<http://www.bis.org/cpmi/publ/d109.pdf>)。

主要原則

1. 透明性あるリスク管理の指針、慣行、手法

CCPのリスク管理手法の透明性と一貫性、具体的には、IMとDFの拠出額の算出に用いるストレステストのシナリオは、CCPの損失吸収財源を評価するための重要な要素である。実際、CCPの財務の健全性及びその他のリスク(清算に関連しない業務における投資リスクや業務リスク等)に対するエクスポージャーについても、全ての側面において透明性が改善されるべきである。

市場参加者及びISDA会員の間には、現在はこれらの点において透明性が不足しているという共通認識が幅広く存在する。ISDA及び業界関係者は、定量的・定性的な情報開示の改善を要求しており、今後も要求し続けるだろう⁶⁷。ISDAは、CCPに関連する市場参加者が適切にリスクを評価できるように、以下を含む適切で関連性の深い情報の開示をCCPが推進する動きを支持する。

- CCPによるIMの算出方法及び関連する担保徴求の慣行(マージン・コールの間隔、ストレスシナリオと各種前提条件等)
- CCPによるDFの拠出額の算出方法
- CMの集中やそれぞれに対するエクスポージャー、CCPが利用可能な損失吸収財源(IM、DF、SITGの水準等)の規模を始めとするCCPの主要なリスクの定量的な開示

2. 義務化、標準化され、かつ、透明性のあるストレステスト

異なるCCP間のリスク管理慣行の一貫性もテーマである⁸。CCPのリスク管理慣行にかかる初期の評価では、PFMIの適用状況が、国籍が異なるCCPの間だけでなく、同一国におけるCCPの間でも一貫していないことがわかった。清算サービスや商品の違いをそれぞれ考慮する意味はあるが、リスク管理慣行の一貫性が強まれば、市場参加者がCCPのリスクとリスク管理慣行を評価する上で大いに役立つだろう。

一例を挙げると、PFMIでは、「極端だが現実的な」シナリオに基づくストレステストが求められているが、とりわけストレステストの範囲に関しては、具体的な指針は定められていない。このため、CCPは独自の手法と慣行を策定する結果、テストの手順が大きく異なることになった(前述のように透明性も欠けている)。

⁶ ISDAの2012年12月付コメント

(<http://www2.isda.org/attachment/NDQ4Mg==/GFMA-ISDA%20Response%20to%20CPSS-IOSCO%20Assessment%20methodology%20and%20Disclosure%20framework%20for%20FMIs.pdf>) 及び2013年12月付コメント
(<http://www2.isda.org/attachment/NjE5NQ==/>

ISDA%20Response%20to%20CPSS114%20Quantitative%20Disclosures%20for%20CCPs%20(18Dec13)-.pdf)を参照。

⁷ ニューヨーク連銀の支払リスク委員会の2013年2月付レポート「Recommendations for Supporting Clearing Member Due Diligence of Central Counterparties」を参照 (http://www.newyorkfed.org/prc/files/report_130205.pdf)。当該ワーキング・グループには銀行とCCPの両方が参加している。

⁸ IMの要請に要請日の翌日に応じることに伴い生じる信用供与が、追加リスクを生み出すリスク管理慣行の一例である。

最近のレポート⁹では、ストレステスト手法の標準化が求められている。標準化されたストレステスト（アセットクラスごとに適切に規定）を義務付けることによって、市場参加者が**CCP**のリスク及びこれに対処するための損失吸収財源の充足性と妥当性を継続的に評価する際の、極めて有益なデータ及び基準が提供される可能性がある。

このように、**CCP**が損失吸収財源の規模を計測する際に用いるリスク管理の慣行、指針、手法（**IM**、**DF**への拠出金、**SITG**を含む）は、透明かつ一貫性があり、標準化されたストレステストの対象にするべきであると**ISDA**は強く主張する。

透明性は、損失吸収財源の妥当性を評価する前提条件である。一貫性を確保する1つの方法は、規制当局主導による透明かつ標準化された強制的なストレステストの枠組みを策定し、そのシナリオやテスト結果を**CM**に開示することである。このような情報が開示されれば、**CCP**の損失吸収財源の妥当性をめぐり現在非常に活発に行われている議論に大きく貢献するだろう。**ISDA**はこのような取組みを支持し、規制当局が市場参加者及び**CCP**とともにこのようなストレステストの枠組みを策定するよう提案する。

3. 大規模な**CCP**自身の拠出金（**SITG**）

市場参加者の間では、**CCP**の**SITG**の規模が主要な議論のテーマとなっている。**SITG**には、損失を吸収する財源を補完する役割と、リスク管理及び破綻処理慣行を厳格化するインセンティブとしての役割がある。この2つの目的を求めた結果、規制当局及び**CCP**の間ではさまざまな異なる意見が聞かれるようになり、その結果、**CCP**のリスク管理慣行は大きく異なることになった。**SITG**の規模は**CM**による**DF**への拠出金と比べて妥当ではないという見方が、一部の市場参加者の懸念となっている。

SITGについての見解は大きく異なる。米商品先物取引委員会（**CFTC**）がこの問題について見解を表明していないのに対して、欧州銀行監督機構（**EBA**） / 欧州証券市場監督局（**ESMA**）は、**CCP**に欧州市場インフラ規制（**EMIR**）の所要自己資本に対する一定割合（**25%**）と同額を**DF**において**SITG**として維持するよう求めるなど、当局のスタンスには大きなばらつきがある。一方、シンガポールの通貨監督庁は、**CCP**に**DF**の**25%**と同額の**SITG**を維持するよう求めている。

また、**CCP**の**SITG**の適切な水準に関して、市場参加者の意見も異なる。**SITG**を**DF**の規模に連動する有意な金額（**DF**の一定割合（**5~12%**））にすべきという意見が多い一方、大規模な**CM**（最大の**CM**~3番目に大きい**CM**）による拠出金と同額にすべきという意見や、これら2つを組み合わせて決めるべきという意見が聞かれる。また、**SITG**は**CCP**の純資産対比で相応に大きな金額であるべきとし、**CCP**の年間利益の一定の倍数（例えば**3倍**）を提案する向きもある。

⁹ ブラックロックの2014年4月17日付レポート「Central Clearing Counterparties and Too Big to Fail」、JPモルガンの2014年9月付レポート「What is the Resolution Plan for CCPs?」、PIMCOの2014年10月付レポート「Setting Global Standards for Central Clearinghouses」を参照。

ISDAは、CCPのSITGが有意かつ大規模な金額であるべきという意見に賛同し、最適な金額とCCPの損失吸収財源の構造を決定するために、さらなる定量分析が必要と考える。

また、ISDAは、CCPの損失吸収財源におけるSITGの構造についても見解を強く主張する。ISDAは、CCPのSITGは、共有の破綻財源に優先するトランシェと劣後するトランシェから構成されるべきと考える。この方式により、CMの拠出金よりも先にCCP自身の拠出金が利用されるため、CCPがIM（劣後）とDF（優先）の基準を緩和しないインセンティブとなる。ISDAは、2つのトランシェの規模を適切に設定すれば、CCPがリスク管理を厳格化するインセンティブ、また、CMがSITGに過度に依存せず自ら慎重にリスクを管理するインセンティブになると考える。

前述のように、CCPのSITGの規模全般に関連して、2つのトランシェそれぞれの金額を決定するには、本レポートの範囲を超える定量分析が必要である。これについては、将来的に分析を実行し、規制当局、CCP、市場参加者が共同で見解を取りまとめることが必要である。

4. 明確に規定されたCCPの再建計画

ISDAはISDA会員¹⁰とともに、このテーマに積極的に取り組んできた。概していえば、ISDAは実効性のあるCCPの再建計画の策定を強く支持しており、これは規制の目的と整合的である。この背景には、CCPを再建、存続した方が閉鎖するよりも影響が小さくコストも安い可能性が高い、という考え方がある。

ISDAは、再建の枠組みを厳格なDMPを前提とする手順によって構成することを提案する。この枠組みは、適切な損失吸収財源に加えて、a)破綻したCMの店頭デリバティブ・ポートフォリオの入札、b)破綻していないCMに対する資金要請の制限¹¹、c)未払債務の比例配分による減額（PRO¹²）等の損失負担メカニズムの利用、から構成される。DMPの実効性が、再建方法の妥当性を評価する唯一の基準である。ISDAは、以下の条件が存在する限り、CCPの再建を試みるべきと考える。

- a) DMPに実効性があり、CCPの清算サービスが存続可能と評価されていること¹³。
- b) 全ての想定される再建手順及び関連する意思決定プロセスが完全に透明であり、事前に明確に規定されていること（ルール・ベース）。
- c) 上記a)とb)の条件が満たされ、中立的な当局による監督が存在する場合に限って、損失負担及びその他の想定されるメカニズムが再建メカニズムとして検討されること。

¹⁰ ISDAのクリアリング・リスク・ワーキング・グループ。

¹¹ JPモルガンとブラックロックはCMが事後的に資金を拠出する方式を支持していない。

¹² PROは、以前に提案されたVMGH（変動証拠金のプラス分のヘアカット）を改良した次世代型の損失負担メカニズムである。詳細は、ISDAの2013年8月8日付レポート「CCP Allocation at the end of the Waterfall」を参照（http://www2.isda.org/attachment/NTc5Nw==/CCP_loss_allocation_waterfall_0807.pdf）。PROには、他の損失負担メカニズムと比べた場合にメリットとデメリットがあるが、ネットティングの効果が維持可能という利点がある。

¹³ ISDAは、他の既存の清算サービスに影響が及ぶ可能性を減らすため、CCPが、分離された清算サービス（責任財産限定型の清算サービス）を提供するよう提唱する。

- d) 損失負担メカニズムが稼働する場合、影響を受ける参加者は、**CCP**の破綻した**CM**の資産に対する請求権と将来の利益を比例配分で受けることによって補償を確保すること。
- e) **CCP**の内部規定に、（ポジションの部分的解消等）ポジションを再び中立化するためのその他のアプローチを加えることを検討すること¹⁴。

また、ISDA¹⁵は、**DF**の資金が事前に完全には積み立てられていない場合、**CM**に対する追加の資金要請は事前に規定され、限定的であり、定量化可能で、完全に透明であるべきと考える。エクスポージャーが未確定であれば、**CM**は自身のリスク・エクスポージャーを定量化できないため、清算業務はビジネスとして問題となる。

5. 清算サービスの終了すなわち破綻処理

可能性は極めて低いものの、**DMP**は失敗する可能性がある。その場合、損失吸収財源がどれだけ利用されたか（又は利用可能な残高がどれだけあるか）にかかわらず、清算サービスは存続可能とみなされない可能性が高い。**DMP**の失敗を示す典型的な状況は、**CCP**が入札前にリスクを削減するためのヘッジを実行できるような市場環境にはなく、入札が失敗（**CCP**のポジションを中立化できないこと）するような状況である。

最近のCPMI-IOSCOのレポートでは、**DMP**が失敗した場合に**CCP**のポジションを再び中立化するために、(a) 入札が実行できなかった契約（問題ある契約）の強制的な配分、及び(b) 契約の全部又は一部の自主的な終了、という2つの選択肢が提示されている。契約が強制的に配分された場合（ストレス時に希望に反して管理不能なポジションが加わる）、破綻していない**CM**は契約を終了するよりもさらに大きなリスクを抱える可能性があり、市場参加者は例外なくこれに強く反対している。一方、契約の終了に関しては、完全に解消した場合の潜在的影響の大きさを踏まえると、システミックリスク及び存続性の観点からは問題ある契約を部分的に解消した方が好ましいかもしれない¹⁶。現在、市場参加者は、**CCP**の内部規定にこの選択肢を追加することを活発に検討している。

DMPが失敗した場合や、再建しポジションの中立化する試みが無効である場合、非現実的である場合、金融システムに不安を生じさせる場合¹⁷、**CCP**は清算サービスの終了を検討するシナリオ（契約の完全な解消）に直面する。この時点では、破綻処理を担当する当局が最も有効な手段を検討する可能性が高い。

¹⁴ ポジションの部分的解消という選択肢は、ネットインの会計上の取扱いや自己資本の算定方法が不変であり、影響を受ける参加者に対する相応の補償が考慮されることを条件に、検討するべきである。

¹⁵ クリアリング・ハウスの2012年12月付レポート、「Central Counterparties: Recommendations to Promote Financial Stability and Resilience」を参照。

¹⁶ 脚注14参照。

¹⁷ FSBの2014年10月付レポート「Key Attributes for Effective Resolution Regimes for Financial Institutions」を参照（http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf）。