

「金融・資本市場に係る制度整備ペーパー」の清算集中義務に関する要望

金融庁総務企画局市場課 御中

ISDA Japan Regulatory Committee
OTC デリバティブ規制に関するワーキンググループ
平成 23 年 11 月 14 日

年末にかけて貴庁により公表される予定とお伺いしております「金融・資本市場に係る制度整備ペーパー」の清算集中義務に関して、以下の通りご要望申し上げます¹。

清算集中義務の対象取引（平成 24 年 11 月時点）

1. 「金利スワップ取引のプレーン・バニラ型」として以下を対象とする。

金利を交換するものであって、想定元本が一定且つ定期的に金利を交換する（元本の交換は伴わない）もののうち、以下の全ての要件を満たすもの

(a) 想定元本及び交換する金利が円建てであるもの

(b) 交換する金利が以下のいずれかに該当するもの

イ 固定金利と変動金利を交換するもの

ロ 異なる変動金利を交換するもの

(c) 変動金利の対象指標を以下とするもの

イ BBA Yen Libor

¹ 尚、本要望書では、清算集中義務の対象取引及び対象者についての要望をまとめていますが、当ワーキンググループから既に本年 9 月に提出している「店頭デリバティブ清算集中義務の適用範囲にかかる要望書」では、本要望書では言及していない論点（「取引主体の国内外の判断基準」、「取引主体が国内外に跨る場合の考え方」等）について考え方を示しており、これと併せてご検討頂くようお願いいたします。

なお、Tiborを指標とするものについては、平成24年11月時点での義務の対象外とする。ただし、将来的には、金融商品取引清算機関等において適切なリスク管理態勢(Libor-Tibor ベーシス・ポジション額のモニタリング、ポジション上限額の設定、追加の証拠金賦課)等を整備した時点で、義務の対象とすべく検討することとする。

(d) 金融商品取引清算機関(当該金融商品取引清算機関が連携金融商品債務引受業務を行う場合には、連携清算機関等を含む。)又は外国金融商品取引清算機関が清算対象とするもの

なお、コンパウンディング・スワップ、ゼロ・クーポン・スワップ、スポット/フォワード・スタートのスワップは上記(d)の要件を満たす限りにおいて対象とする一方、FRA及びOISについては対象外とする。

(理由)

基本的な考え方として、来年11月時点での清算集中義務の対象取引については、下記判断基準に照らして優先すべき取引種類に限定すべきであると考え。清算集中によるシステミック・リスク防止の観点、及び各市場参加者にとってのエコノミクス観点からは、なるべく広い範囲の取引を清算集中義務の対象とすべきとの考え方も一方にあるが、下記要件を満たさない取引を拙速に清算集中義務対象とすることは、却って清算会員破綻時の処理の不透明性を増し、その結果清算機関の信用力・安定性を害する恐れがある。よって、来年11月時点の清算集中義務対象は上記取引に限定することとし、その後その他の取引については、必要に応じて下記要件の観点からの措置を講じた上で順次対象範囲を拡大していくことが望ましいと考える。

清算集中義務の対象となる取引の優先順位は、以下の判断基準によるものとする。

- 1) 通常時の取引価格の透明性が十分に確保されていること (Price Discovery)
- 2) 金融危機時においても市場での取引流動性が十分に確保されること (Market Liquidity)
- 3) 取引の照合・決済・契約書・時価評価モデル等の標準化がなされていること (Standardization)
- 4) 決済の安定性の確保の観点から、清算集中する費用対効果があること (Cost Effectiveness)

したがって、FRA や OIS のような満期まで期間が短い取引については、特に、上記4)の観点から清算集中義務の対象とする時期を後回しとするのが適切と考える。また、スワップションや通貨スワップ等については、上記1)・2)の観点から問題があることに加え、上記3)のうち時価評価モデルについて業界で統一見解を得るのが困難な状況にあり、LCH SwapClear 等の海外 CCP においても清算集中の対象となっていないことから、これらの商品についても平成 24 年 11 月時点の義務化は時期尚早と考える。

Tibor スワップの取扱については、当該取引は邦銀の AML 運営におけるポートフォリオ・ヘッジの観点から重要な取引であり、本邦市場におけるシステム的・リスク防止の観点から当該取引を清算集中の対象にする意義は認められる一方、少なくとも来年 11 月時点で清算集中義務の対象とするのは時期尚早と判断する。これは、本邦の金融危機の状況下では、Libor-Tibor ベーシスのスプレッドが急激に拡大、及び、当該取引の市場流動性が大きく低下、することが想定され、1)Wrong Way Risk の管理の観点から清算機関における適切なリスク管理態勢(Libor-Tibor ベーシス・ポジション額のモニタリング、ポジション上限額の設定、追加の証拠金賦課)の整備が求められるものの、これには相当の時間を要するものと考えられること、2)市場流動性が枯渇する状況で、そもそもデフォルト・オークションの適切な運営が可能なのか十分に検討する必要があること、の理由による。ただし、上述の通りTiborベースの取引は本邦市場における清算集中の対象として重要な取引であることから、速やかに上記の課題を克服し、清算集中が行える環境整備に努めるべきと考える。清算集中義務については、そうした環境整備等と平仄を合わせて考えるべきである。

上記の(d)の条件は、金融商品取引清算機関(当該金融商品取引清算機関が連携金融商品債務引受業務を行う場合には、連携清算機関等を含む。)又は外国金融商品取引清算機関(以下、「CCP」という。)において取扱いのない取引が義務の対象とされることのないよう担保するものである。ただし、将来的に外国金融商品取引清算機関を含む複数の CCP により清算業務が実施されるような状況となった場合、一部の CCP で取扱いがあるものの、本邦市場における決済リスクの縮減の観点から清算集中を行うメリットが少ない取引までもが義務の対象となってしまうよう、CCP による取扱い取引の中から、規制当局が決済の安定性の確保の基準で義務の対象取引を個別に告示指定する等の仕組みをとって頂きたい。

尚、上記取引の範囲については、議論中の TIBOR スワップ取引を除き、基本的に日本証券クリアリング機構(以下、「JSCC」という。)による来年 11 月金利スワップ清算業務開始時点での対象取引(案)と整合性のとれたものとなっている。

2. CDS 取引として以下を対象とする。

CDS の指標取引 iTraxx Japan のうち、以下の全ての要件を満たすもの

(a) 平成 24 年 11 月の清算集中義務の施行時点におけるカレント(直近のシリーズ)から2つ前のもの(カレントマイナス 2)及びそれ以降の新規シリーズ

なお、平成 24 年 11 月以降にカレントものとして新規に清算集中され、その後、清算集中取引としてオフ・ザ・ラン化した既存取引についても、引き続き清算集中義務の対象とする。ただし、CCP による適切なリスク管理態勢(例:ポジション額のモニタリング、ポジション上限額の設定、追加的な証拠金賦課)を前提とする。

(b) 金融商品取引清算機関(当該金融商品取引清算機関が連携金融商品債務引受業務を行う場合には、連携清算機関等を含む。)又は外国金融商品取引清算機関が清算対象とするもの

(理由)

iTraxx Japanの市場においては、現状、カレント(直近のシリーズ)から2つ前のもの(カレントマイナス 2)までは取引流動性があるものの、それ以前のシリーズについてはオフ・ザ・ランとなり、急激に取引流動性が低下する²。また、1)現状、カレントマイナス 2 以前でポジションを閉じるための取引は稀にあるが、新規トレードが出てくることはないこと、2)カレントから遠ざかるにつれ、売買双方向の価格を提示する業者がなくなるため、新たにポジションを取るの難しいこと、3)CDSは 5 年満期を標準として取引しているので、デュレーションが短くなるにつれ、プライシングが難しくなること、等の理由から、今後カレントマイナス 2 及びそれ以前のシリーズの新規取引が増えることは考えにくく、カレントマイナス 2 以前のシリーズを清算集中の対象とする必要はないと思われる。

² The Warehouse Trust Company LLC が運営・管理する Trade Information Warehouse (TIW) のヒストリカルデータによれば、カレント及びカレントマイナス 2 までの取引が全体の 99%以上を占めている。

これらの点を踏まえ、平成 24 年 11 月時点のカレントマイナス 2(シリーズ 16) 及びそれ以降の新規シリーズを清算集中義務の対象とすべきと考える³。

平成 24 年 11 月以降にカレントものとして新規に清算集中され、その後、清算集中取引としてオフ・ザ・ラン化した既存取引については、取引流動性の観点から清算参加者による市場価格の CCP への提出に困難が予想され、清算価格の算出上及びデフォルト・オークションの適切な運営上の問題が指摘されている。一方で、オフ・ザ・ラン化した取引を清算集中義務の対象外とすることで、いったん清算集中した取引をオフ・ザ・ラン化した時点で再び清算取引から相対取引に戻すような市場行動も懸念される。

オフ・ザ・ランとなった取引を期限前解約あるいは反対取引を実施し、オン・ザ・ランを新規に締結する、いわゆるロール取引は、一般的な市場慣行として行われており、オフ・ザ・ラン化した取引を清算集中義務の対象としても、オフ・ザ・ラン取引を回避したい清算会員はこのような形で対応できるものと考えられる。以上から、オフ・ザ・ラン化した取引を引き続き清算集中義務の対象とすることに賛同するものの、一部の清算会員がオフ・ザ・ラン取引のポジションを過大に膨らますことのないよう、CCP による適切なリスク管理態勢(例:ポジション額のモニタリング、ポジション上限額の設定、追加的な証拠金賦課)を前提条件としたい。

3. 以下の取引については清算集中義務の対象外とする。

- (a) 平成 24 年 11 月予定の清算集中義務施行前に執行されたすべての既存取引
- (b) 銀行における連結自己資本規制、金融商品取引業者の連結自己資本規制、保険会社の連結財務健全性基準規制の範囲にあるグループ内法人間の内部取引
- (c) 自己または相手方の双方あるいは一方が信託勘定である取引

³ ただし、シリーズ 15 及びそれ以前のシリーズについては、規制当局が各シリーズの市場流動性を年次でモニター、かつ、中央清算機関において十分に清算可能かどうかを確認したうえで、必要に応じて清算集中の対象に追加すべきか否か検討する必要がある。

(d) 金利や想定元本、期限がその他の要因により変更される特約がついている取引(例:MBS や CMBS のヘッジ取引、クレジットリンク債やクレジットリンクローン等の仕組み債や仕組みローン契約上の特約が付されている取引)

(理由)

既存取引を清算集中義務の対象外とする理由は、1)そもそも法改正の効力は原則、(過去の取引に)遡及的に適用されないとの理解、2)大量の件数の取引のバックローディングに伴う事務負担及びコストが膨大になると予想されること、3)CCP への清算集中を前提にせず価格決定・締結された取引を清算集中する際に生じる取引当事者間の差額調整に膨大な時間と相当の労力が予想されること、である。

清算集中義務の施行日後6ヶ月以内に満期日を迎える取引のみを対象外とする、あるいは、取引の清算集中に十分な猶予期間を設ける等の考え方もあるが、上記の理由を勘案し、法令上の義務とせず、各清算会員による自主的な清算集中努力に任せる形として頂きたい。規制資本上のメリット及び信用リスク削減等の清算集中への動機づけが規制の枠組みとして整備されていることから、このような業界の自主的な対応とすることで十分と考える。

内部取引を清算集中義務から除外して頂きたい理由は、1)システムック・リスクの削減の観点からは連結対象となる法人全体を単一金融グループとして管理することが重要と考えられ、同グループ外の取引相手先との取引を清算集中義務の対象とすることで十分。同グループ内の取引を清算集中してもいたずらに社会的なコストを増大させるだけであること、2)グループ内法人間の変動証拠金不払いが清算会員のデフォルトに直結し、他の清算会員を巻き込んだ破綻処理・損失補填プロセスが発動されるなど、グループ内の問題がグループ外に及ぶ偶発的なリスクがあること、3)店頭デリバティブのグローバル・ブッキングによる適切なリスク管理運営(例えば、取引の執行拠点にかかわらず、円金利や本邦銘柄の信用リスクは本邦にて一元的にリスク管理)には、その前提としてグループ内の法人間でのリスク・ポジションの移転取引が必要となる。当該取引が清算集中義務の対象となることで清算手数料等のコストが生じ、グローバル・ブッキング体制の維持が難しくなること、である。

なお、内部取引の連結基準については、財務会計上の連結という考え方もあるが、1)金融グループのシステムック・リスクの削減の観点から同じように導入されている自己資本比率規制に整合的、2)清

算集中の形によらず、本国の監督当局による監督・検査の枠組みで管理可能、の理由から、上記の通り、連結自己資本比率規制をベースとして頂きたい。

信託財産にて金利スワップ取引等を行う場合には、個々の信託財産毎に「責任財産の限定」「相殺禁止」の特約を付した上で ISDA 契約を締結しているため、信託銀行本体との債権債務関係とはならない。委託者は、投資信託、ファンドなど、クライアントのカテゴリーになるが、クライアント・クリアリングの導入予定のないフェーズ1では少なくとも除外すべきと考える。また、信託勘定特有の特約等が清算集中に適すものかどうかという論点を明確化する必要があるため、清算集中義務の対象とするか否かについては、慎重な検討が必要である。金利や想定元本、期限がその他の要因により変更される特約がついている店頭デリバティブ取引については、実態的には CCP での清算集中が不可能であることから、要望点 1(d)にて清算集中義務の対象とならないことが担保されるものと理解しているが、外形上は取引執行時にはプレーン・バニラ型の取引と取り扱われてしまう可能性があることから、明確化を期する観点から敢えて挙げさせて頂いた。

清算集中義務の対象者

1. 平成 24 年 11 月施行時(第一フェーズ)の対象者を以下の通りとする。

金融商品取引業者等のうち、清算集中義務の対象となる取引(金利スワップ取引のプレーン・バニラ型、および、CDS の指標取引 iTraxx Japan のそれぞれについて資産クラス別に判定)にかかる下記(a)(b)両方の基準を満たす者

(a) 定性基準: 値づけ業務(売買の価格を顧客に提示)を他の金融商品取引業者等を顧客として本邦市場で実施している者

(b) 定量基準: 「取引相手先エクスポージャー額基準」自己資本比率規制のリスク資産(カレント+ポテンシャル・エクスポージャー)ベースの取引相手先エクスポージャーが一定額*を超過している

* 上記(b)の一定額は、本邦の市場環境及び国際的な基準の整合性を勘案し、貴庁が平成 24 年 11 月施行時点の基準額を決定、その後も年次に見直し

なお、上記(a)(b)の基準を満たすものの、CCP の求める清算参加者の財務基準を満たさない理由で清算集中ができない状況にある金融商品取引業者等については、当該期間、清算集中義務の対象外とする。

(理由)

まず、清算集中義務の対象者の判定にあたっては、当該義務の対象となる取引について資産クラス別に判定して頂きたい。例えば、清算集中の対象となるプレーン・バニラ型の取引規模は僅かだが、清算集中の対象となり得ない仕組み商品には相応の投資をしている場合も、当該プレーン・バニラ型商品について清算集中義務が生じてしまう、あるいは、CDS の iTraxx Japan の取引はほとんどないにもかかわらず、金利スワップ取引のプレーン・バニラ型の取引規模が大きい場合、CDS 取引の清算集中義務が生じてしまう、といった事態を回避すべきと考える。

次に、平成 24 年 11 月の時点ではクライアント・クリアリングの準備が CCP 及び清算会員双方において整っていないと予想されることから、バイ・サイドをはじめとする店頭デリバティブ取引のユーザー

である金融商品取引業者等をこの段階で清算集中義務の対象とするのは時期尚早と考え、上記(a)の定性基準を提案する。米国ドッド・フランク法ではSwap Dealer(SD)を定義⁴しており、本邦における上記の趣旨と類似したものと考える。金融商品取引法の改正により同様の定義をおこなうこともオプションの一つである。

一方定量基準については、平成 21 年 12 月 17 日付貴庁ペーパー「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子(案)」において、「清算集中の義務が課される対象業者は、自らが破綻した際、そのポジションを他の金融機関に移転するコスト(再構築コスト)が甚大になるおそれのある、取引規模の大きい金融商品取引業者等」とされていることから、破綻時の取引相手先エクスポージャー額を基本とすべきと考える。なお、このようなポジション額や取引相手先エクスポージャー額等を基準とする考え方は、米国規制当局による Major Swap Participants(MSP)判定基準及び欧州規制当局による非金融機関に対する清算集中義務の判定基準の考え方とも整合的である。(10 ページをご参考)

想定元本額や取引件数を判断基準とする考え方もあるが、店頭デリバティブ取引の場合、「自らが破綻した際、そのポジションを他の金融機関に移転するコスト(再構築コスト)」をそもそも正確に反映し得ない上、市場における規制の潜脱行為を誘引しかねないことから、適切ではないと考える。

具体的な定量基準としては、現行の自己資本比率規制の算出に使用しているリスク資産(カレント+ポテンシャル・エクスポージャー)ベースの取引相手先エクスポージャーを使用することを提案する。実務的なデータの収集が容易であることに加え、店頭デリバティブの特性上、ポテンシャル・エクスポージャー部分も含めて取引相手先への与信額が多い金融商品取引業者等は、市場環境の変動により当然に、取引相手先による与信額も大きくなるものと考えられるため、システミック・リスク上問題となりえる金融機関を抽出する基準として一定の合理性を持つ。なお、米国当局の規制案における Major Swap Participants(MSP)判定基準のテスト2:「Counterparty エクスポージャーを大量に保有していないか」にも整合的である。

なお、CCP の清算参加者制度において、財務基準として一定以上の信用格付けや自己資本額・自己資本規制比率が求められている。上記(a)(b)の定性・定量基準を満たすものの、この財務基準を満たさない金融商品取引業者等を清算集中義務の対象とすると、クライアント・クリアリングの提供が

⁴ (49) SWAP DEALER.—(A) IN GENERAL.—The term ‘swap dealer’ means any person who— (i) holds itself out as a dealer in swaps; (ii) makes a market in swaps; (iii) regularly enters into swaps with counterparties as an ordinary course of business for its own account; or (iv) engages in any activity causing the person to be commonly known in the trade as a dealer or market maker in swaps

準備されていない第一フェーズにおいては、当該業者等は清算集中義務の対象となる取引を継続することが法令上許容されなくなってしまう、市場及び顧客に対して大きな影響が生じるものとする。したがって、このような CCP の財務基準を満たさない期間においては清算集中義務を免除し、当該基準を満たしてから一定の合理的な期間内に清算集中義務が生じるような制度として頂きたい。

また、CCP の清算会員となってから信用状況が悪化し、清算資格の維持要件を満たさなくなり、結果として清算資格の取り消しを受けることも考えられる。この場合も、上記と同様に、清算会員資格の喪失期間中は清算集中義務の対象外として頂きたい。ただし、その後信用状況が回復し、清算会員資格を満たしてから一定の合理的な期間内で、清算集中義務が再び生じる制度とすべきである。

2. 平成 26 年以降(第二フェーズ)の対象者を以下の通りとする。

金融商品取引業者等のうち、清算集中義務の対象となる取引(金利スワップ取引のプレーン・バニラ型、および、CDS の指標取引 iTraxx Japan のそれぞれについて資産クラス別に判定)にかかる下記の基準を満たす者

定量基準:「取引相手先エクスポージャー額基準」自己資本比率規制のリスク資産(カレント+ポテンシャル・エクスポージャー)ベースの取引相手先エクスポージャーが一定額*を超過している

* 上記の一定額は、本邦の市場環境及び国際的な基準の整合性を勘案し、貴庁が第二フェーズの清算集中義務の施行時点の基準額を決定、その後も年次に見直し

ただし、金融商品取引清算機関(当該金融商品取引清算機関が連携金融商品債務引受業務を行う場合には、連携清算機関等を含む。)又は外国金融商品取引清算機関による有価証券等清算取次ぎ業務(クライアント・クリアリング)が幅広く実施可能な状況となっていることを前提とする。

(理由)

清算集中義務の第二フェーズは早くても平成 26 年以降との認識であるが、その頃までにクライアント・クリアリング業務が CCP・清算会員・顧客の 3 者すべての観点から実施可能な状態となっている

ことを前提に、第一フェーズにおける定性基準を削除し、定量基準でのみの対応とすることを提案する。

これによって、バイ・サイド顧客を含む店頭デリバティブのユーザーについても、「取引相手先エクスポージャー額基準」により取引規模が大きく破綻した際、そのポジションを他の金融機関に移転するコスト(再構築コスト)が甚大になるおそれのある金融商品取引業者等と判断されれば、清算集中義務の対象となる。

以上

(ご参考)

米国ドット・フランク法(CFTC・SEC ルール案)

MSP (Major Swap Participant)の登録義務にかかる判断基準(以下のうち、どれかに抵触)

テスト1:「投機的なポジションを大量に保有していないか」

- 担保で保全されていないネットの out-of-the-money ポジション額(日次 MTM の四半期間の平均)
- 資産クラス別(FX 及び金利 > \$3b、Credit, Commodities, Equities >\$1b)に計算
- ヘッジ目的のポジションを除く

テスト2:「Counterparty エクスポージャーを大量に保有していないか」

- 全ての資産クラス合計で、担保で保全されていないネットの out-of-the-money ポジション額が>\$5b
- もしくは
- 自己資本比率規制のリスク資産額ベース(カレント+ポテンシャル・エクスポージャー)で >\$8b

テスト3:「ポジションを大量に保有しつつ、レバレッジの高い経営をしていないか」

- 「テスト1」をヘッジの目的のポジションを含めて資産クラス別に計算し基準を超過
- かつ
- 総負債額:資本の比率が 8:1 もしくは 15:1 を超える

欧州 EMIR (European Parliament/European Council Text)

非金融機関の清算集中義務の適用場外基準 (案)

「ポジションを大量に保有していないか」

- 過去 50 日間(ローリング・ベース)の平均ポジション額(ヘッジ及び Treasury Activity 分を除く)が基準を過去 6 か月超過していないか [European Parliament]
- 過去 30 日間同じく資産クラスのポジション額基準を過去 3 か月超過していないか [European Council]