

「短期間の複数清算会員破綻下における CCP の破綻処理」について

金融庁総務企画局市場課 御中

ISDA Japan CCP DMP ワーキンググループ

平成 24 年 2 月 16 日

平成 23 年 11 月 7 日、ISDA 日本の OTC デリバティブ規制ワーキンググループ及びクレジット CCP ワーキンググループの主要メンバーである日系・外資系金融機関計 25 社¹を中心に ISDA Japan CCP DMP ワーキンググループ (以下、「WG」という。) が結成され、これまで掲題につき議論を続けて参りました。この度、WGの全メンバー²の意見集約がなされましたので、以下の通り最終報告申し上げます。

WG と致しましては、日本証券クリアリング機構 (以下、「JSCC」という。) の CDS 及び金利スワップの中央清算業務における、清算参加者、損失補償及び参加者破綻の処理にかかる制度が、下記の WG 提案に沿った形で設計あるいは改善されるべく、鋭意 JSCC との協議を継続していく所存です。貴庁におかれましては、本年 11 月までに予定されております清算集中義務の円滑な施行を担保する観点から、是非とも下記 WG 提案につきご理解を賜りますようお願い申し上げます。

また、最終案に向けて国際規制当局間でご協議中の CPSS-IOSCO「Principles for financial market infrastructures」(以下、「FMI 原則」という。) の諸原則にかかる議論、及び、金融商品取引清算機関等 (以下、「CCP」という。) に対する免許審査及び監督指針等におきまして、今回の WG 提案をご考慮頂きますよう重ねてお願い申し上げます。

要旨

- 1. 債務の上限設定** – 深刻な金融危機下で市場がストレスの状況にある一定の期間、当該期間中に複数の会員が破綻した場合においても、非破綻会員の負う債務に上限を設定すべきである。
- 2. 秩序のとれた清算会員の退会及びポジションの清算** – 他の清算会員の破綻に伴う損失補填を避けるべく、清算会員が競って退会をしようとして、退会の条件であるポジションの清算³が一挙に実施されるような状況を避けるべきである。参加者破綻時の処理及び清算会員の退会ルールは、非破綻会員が他の清算会員の破綻に伴う損失補填に関する債務を負担するか否かとポジション清算を前提とする退会要件の充足を整理した形で設計されるべきである。

¹ なお、現在、LCH SwapClear においても下記と同様の議論が現在進行中であり、その議論の結果を、適宜本邦における制度の議論へ反映する予定。

² WG のメンバー・リストは末尾を参照

³ 期限前解約や他の清算会員へのポジション移管により、引受け債務残高がゼロとなっている状況をいう。

3. **CCPの清算業務の継続性を確保する事前ルール** – CCPの損失補填用資金が枯渇した場合に備えて、清算業務の継続性を確保するべく、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジション一括清算の代替案として、当該ポジションの他のCCPへの移転、及び、CCPによる資本再調達計画、等を事前ルールとして策定すべきである。

背景

JSCCのCDS清算業務は昨年7月に開始されたものの、その後、新たに入会した金融機関がなく、清算会員は当初の参加メンバー5社(日系4社・外資系1社)のみという状況が続いている。特に、外資系金融機関においては、JSCCのCDS清算業務における清算参加者(特に、清算会員の退会規則)、損失補償及び参加者破綻の処理(特に、清算基金の再拠出関連)にかかる規則に関して、清算会員としてのリスク管理及びCCPの安定性の双方の観点から、海外本店における社内審査基準を満たさないとの理由で、参加への承認が得られないケースが多い。

また、本年の11月までの業務開始を目指しているJSCCの金利スワップ清算業務についても、CDS清算業務と同様の清算参加者、損失補償及び参加者破綻の処理にかかる制度が前提なのであれば⁴、上記と同様の理由により、WGの外資系金融機関がすべて参加することが難しい見込みである。

WGとしては、本年11月までに予定されている清算集中義務の施行を前に、より多くの金融機関がJSCCによるCDS及び金利スワップの清算に参加できるような環境を整えることは極めて重要であると考え、下記の具体的な案を取り纏めた。

なお、海外においても、上記と同様の問題意識から、昨年9月、シンガポール証券取引所(SGX)が市中協議書「Enhanced Default Management Framework for SGX-DC」を公表⁵し、パブリックコメントを募集した。

具体的な提案

1. **破綻社数に関わらない債務の上限** – 非破綻会員による清算基金の供出義務は、一定の上限期間の間は、当該期間内に発生した会員の破綻社数に関わらず、最初の破綻時に拠出していた清算基金(Funded Obligation)と同額一回限りの清算基金の追加預託(Unfunded Obligation)の合計額を上限とする。
2. **30営業日更新ペースの上限期間** – 上記1の一定の「上限期間」は30営業日とし、次の会員の破綻に伴い、その時点からさらに30営業日、当該期間中に新たに破綻が発生する度に順次30営業日間更新するものとする。(以下、「上限期間」という。)
3. **上限期間中の当初証拠金の追加預託義務** – 最初の会員の破綻以降、CCPは非破綻会員の清算基金所要額を日次で算出し、破綻時の清算基金所要額比10%超の増加となった会員に対しては、その増加超過額分を当初証拠金として追加預託することを義務づける。なお、非破綻会員は、上限期間の終了とともに、当該義務を負わないこととする。上限期間終了後、当該追加預託した当初証拠金は会員に返還され、その時点の清算基金所要額に基づく清算基金

⁴ JSCCのOTCワーキンググループにおいて現在協議中である。

⁵ 平成23年10月3日がパブリックコメント締切期限であった。

の拠出を義務付ける。

4. **ポジション清算の完了による退会要件の充足 (vs. CCP による退会の承認)** – 会員破綻が発生していない状況(すなわち、上限期間の外)では、会員による事前の退会通知後、当該会員のポジション清算が完了した時点又は退会通知から 30 営業日が経過した時点のいずれか遅い時点で(承認手続き等の CCP による特段の行為を要することなく)、退会が成立するものとする。一方、会員破綻が発生した状況(すなわち、上限期間中)では、当該会員のポジション清算が完了した時点で、退会通知から 30 営業日が経過しておらずとも(承認手続き等の CCP による特段の行為を要することなく)、退会要件を満たしたこととし、上限期間の終了とともに直ちに退会が成立するものとする。

いずれの場合においても、CCP による退会の「承認」制度は、会員の退会の有効性にかかる不確実性を排除する観点から、これを廃止する。なお、ポジション清算の完了が CCP によって確認されなかった場合、退会要件を充足しないことから、退会は無効であったことになり、当該会員は、デフォルト・オークションへの参加を含めた会員として求められるすべての義務に服さなければならない。また、非破綻会員の清算基金が破綻会員の損失補償に費消された時点で、それ以降に申請される会員の入会(新規・再入会を問わず)については、CCP の委員会(JSCC の場合、IRS 運営委員会・CDS リスク委員会)において、入会条件の見直し(例:資格要件の見直しや、追加の出資を条件とする、etc.)を検討する。

5. **30 営業日の退会の事前通知義務** – 上記 4 の通り、上限期間の外において、会員がポジション清算の完了により退会しようとする場合は、最低 30 営業日の事前通知を義務づける。一方、上限期間中に、ポジション清算の完了により退会しようとする場合は、30 営業日の事前通知ルールは適用されない。
6. **退会要件充足後の清算基金拠出義務の継続** – 上限期間中に退会要件を満たした会員も、当該上限期間中は引き続き、最初の破綻時に拠出していた清算基金(Funded Obligation)と同額一回限りの清算基金の追加預託(Unfunded Obligation)の合計額を上限として、清算基金の拠出義務を負う。なお、上限期間が終了した時点で退会が成立し、当該義務を負わない。
7. **ポジション清算完了までのデフォルト・オークション参加義務** – 退会しようとしている会員(退会通知をした会員)であっても、ポジションの清算が完了し退会要件を満たすまでは、その間に発生した会員の破綻に伴い実施されるデフォルト・オークションへの参加義務を負う。なお、ポジションの清算が完了し退会要件を満たした場合、当該会員については、清算基金の優先費消を条件として、上限期間中のそれ以降に発生した会員の破綻に伴い開催されるオークションへの参加義務を免除されることを選択できる。
8. **退会要件を満たした会員によるデフォルト・オークション参加の許容** – 上限期間中にポジション清算が完了し、退会要件を満たした会員について、清算基金の優先費消を条件としてデフォルト・オークションへの参加義務の免除を選択したとしても、当該上限期間中それ以降に発生した会員の破綻に伴い実施されるデフォルト・オークションへの参加については希望すれば許容される。なお、当該オークションにおける落札に伴い新たにポジションを保有し、かつ、当該ポジションを上限期間中に清算できない場合、上限期間終了時点において退会要件を満たしていないことから、当該会員の退会は成立せず、当該会員は、当該上限期間終了時点において CCP の会員として求められる清算基金拠出義務を負うこととなる。
9. **他の CCP へのポジション移転及び資本再調達にかかる事前ルール** – CCP は、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジション一括清算の代替案として、当該ポジションの他の CCP

(例:LCH SwapClear, SGX-DC)への移転につき事前ルールを策定すべきである。また、CCPは金融危機の到来前に、CCPの損失補填用資金(例:JSCCのCDS清算の場合、現状40億円)が枯渇した場合の、CCPによる資本再調達計画を策定すべきである。

10. **CCPの業務継続にかかる法的に有効な枠組み** – CCPは、短期間における複数会員の破綻後も、清算業務が法的に有効な形で継続できるような枠組みを整備すべきである。具体的には、以下の点について法的な不透明性が残らないようにすべきである。1)破綻会員からのCCPによる債権回収、2)JSCCのように複数資産の清算業務を同一の法人傘下で実施している場合、他の資産(例:上場商品)の清算業務の状況に依存することのない店頭デリバティブの清算業務の継続、3)すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションの一括清算にかかる資産を一連の破綻後新たに発生する引受債務と分離する形でのCCPの再建(銀行の経営破綻後の再建スキームにおいてみられるような資産をBad BankとGood Bankとに隔離しての業務の継続に類似したもの)

別添 1 「JSCCのCDS清算におけるリスク・ウォーターフォール」

別添 2 「短期間の複数清算会員破綻下における清算基金及び委託証拠金の拠出義務」

別添 3 「清算会員の退会ルールと退会通知後に負う義務」

別添 4 「オークションの方式」

別添 5 「DMP義務関係整理表」

別添 6 「オークションの『極端に悪いプライス』の定義と清算基金等の優先費消の考え方」

事由

1. **破綻社数に関わらない債務の上限** – 非破綻会員による清算基金の供出義務は、一定の上限期間の間は、当該期間内に発生した会員の破綻社数に関わらず、最初の破綻時に拠出していた清算基金 (Funded Obligation) と同額一回限りの清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) の合計額を上限とする。

JSCC の CDS 清算におけるリスク・ウォーターフォールは、非破綻清算会員の債務が無限に拡大することのないような構造となっており、WG としてこれを問題とするものではない。(別添 1「JSCC の CDS 清算におけるリスク・ウォーターフォール」参照)

ただし、深刻な金融危機時、短期間に複数の清算会員が連鎖的にデフォルトしていくような局面を想定した場合、破綻会員のポジションから生じる損失を補償した結果、拠出済みの清算基金が枯渇する度に、非破綻清算会員は追加の清算基金の拠出を求められるような制度となっている。

現行の JSCC の CDS 清算における損失補填ルールにおいて、短期間に複数の清算会員が次々に破綻するような深刻な金融危機が発生した場合、非破綻会員がいかにして上限のない債務を負うことになるか、別添 2「短期間の複数清算会員破綻下における清算基金及び委託証拠金の拠出義務」の 1 頁「JSCC の CDS 清算(現行制度)」の例に沿って、以下説明する。

Day D に最初の会員が破綻する。損失額が想定以上に大きかったため、非破綻会員が拠出していた清算基金 (Funded Obligation) を全額費消してしまった。したがって、それを補完するため破綻会員は同額一回限り⁶の清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) を実施した。

その後、週次のサイクルで清算基金の所要額が計算され、清算基金 (Funded Obligation) の残高はゼロとなっているため、非破綻会員はその所要額分の全額を新たに再拠出した。

ところが、D+25 に次の会員の破綻が発生した。損失額はまた想定以上に大きかったため、再拠出した清算基金 (Funded Obligation) の全額を損失補填のため費消してしまった。

清算基金の所要額が再び計算され、清算基金 (Funded Obligation) の残高は再びゼロとなっているため、非破綻会員はその所要額分の全額をさらに再拠出した。

この例でわかる通り、現行の JSCC の CDS 清算における損失補填ルールの場合、短期間に複数の清算会員が次々に破綻するような深刻な金融危機が発生した場合、相次ぐ破綻に伴う損失補填により非破綻会員の清算基金 (Funded Obligation) が枯渇する度に、清算基金を上限なく再拠出することが要求される。

清算会員の立場からすると、このような仕組みのもとでは、連鎖的なデフォルトとともに債務額が無限に拡大する可能性があることから、リスク管理上の最大エクスポージャーの算出が困難となる。この結果、金融機関として必要な資本を引き当てる、及び、規制資本上の要件を満たす上で大きな問題となる。また、破綻会員がその他の主要な非破綻会員と世界各国の主要な CCP でともに会員となっているような状況下では、各 CCP において債務に上限がない場合、さらに問題は深刻なものとなる。(各金融機関のリスク管理上の問題)

⁶非破綻会員が最初の破綻時に拠出していた清算基金 (Funded Obligation) が枯渇した時点で、その清算基金と同額の追加預託 (Unfunded Obligation) を、最初の会員破綻日から起算して 30 日間は、1 回に限定して求められる。したがって、清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) 分については、最初の会員破綻日から起算して 30 日間について、債務の上限が設定されている。

また、CCP の立場としても、上記の損失補填ルールは財務的な安定性の確保に資するように一見思われるものの、債務の上限がないゆえに、金融危機が表面化した時点で、清算会員が次々に先を争うように退会申請をし、また、これ以上の債務負担を回避するために、ポジションを一挙に清算し退会承認を早期に得られるよう行動する事態が考えられる。こうした債務に上限がないことを前提に、早期退会によって債務額を抑制できるような制度設計自体が、システムック・リスクの拡大をさらに増長させてしまう結果となりかねない。(一斉退会・ポジション清算による CCP の安定性の問題)

さらに、貴庁をはじめとする国際規制当局の観点からは、深刻な金融危機の状況では、規制対象の各金融機関の想定最大エクスポージャー額を日次で正確に把握することが監督及びモニタリング上重要となる。例えば、日本の金融機関 A 行の金融グループが、世界の各国で短期間の複数デフォルト状況における債務に上限を設けない複数の CCP の清算会員になっており、その各 CCP で他の会員の破綻が一斉に発生した場合、A 行グループがそれらの複数の CCP に対して負っている全体の想定最大エクスポージャー額を規制当局が把握することは不可能となる。(規制当局による監督・モニタリング上の問題)

以上を踏まえて、WG としては、一定の「上限期間」を設定し、その間に発生した会員の破綻社数に関わらず、最初の破綻時に拠出していた清算基金 (Funded Obligation) と同額一回限りの清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) の合計額を債務の上限とする、ことを提案する。

別添 2「短期間の複数清算会員破綻下における清算基金及び委託証拠金の拠出義務」の 2 頁「ISDA Japan ワーキンググループ案」の例にある通り、1 頁「JSCC の CDS 清算 (現行制度)」の例と同様に、清算会員が短期間に 2 社続けて破綻したシナリオを想定している。非破綻会員の債務は、最初の破綻時に拠出していた清算基金 (Funded Obligation) と同額一回限りの清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) の合計額に限定され、清算基金 (Funded Obligation) が枯渇する度に再拠出を求められることはない。

なお、WG の議論においては、「清算基金の拠出に上限を付したとしても、CCP の財源が不足して、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションを一括清算する事態が生じる可能性が高くなるだけであり、その場合、最終的な損失は非破綻会員がどうせ負担することになるのだから、債務の上限という点ではメリットはないのではないか」との意見も出された。これに対しては、以下の理由で、「清算基金の拠出に上限を付すことは重要である」との結論に至った。

1) 連鎖破綻のリスク(プロシクリカリティ)

深刻な金融危機下の市場がストレス状態に陥っている状態で、短期間のうちに複数の CCP から清算基金の再拠出を何度も要求された場合、市場からの短期資金調達が困難となっている非破綻会員が、当該再拠出に応じることができず連鎖的にデフォルトしてしまうリスクがある⁷。すなわち、システムック・リスクを逆に増大させてしまう恐れ(プロシクリカリティ)がある。一方、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションの一括清算は、ある程度の日数をかけて秩序だった形で実施されることとなるため、短期的な資金調達の困難性から生じる連鎖破綻の問題は、相対的に少ないものと考えられる。

⁷ 特に、クライアント・クリアリングが開始されている段階では、清算会員の自己ポジションに加えて顧客ポジション分も含めた全体のポジション額をもとに計算された清算基金所要額に基づいて、CCP からの再拠出要求が行われるため、当該清算会員にとって、より問題は深刻となる。(クライアントは清算基金の負担はしないため)

2) CCPによる清算基金の再拠出

「最終的な損失は非破綻会員がどうせ負担することになる」という前提を置いた議論は、そもそもバランスが取れていないものとする。清算会員の破綻により CCP の財源が不足する状態に陥った原因は、CCP のリスク管理態勢(証拠金・清算基金モデル、ポジション枠設定・運営)が不十分であったわけである。それにもかかわらず、CCP が一切の清算基金の再拠出義務を負わない一方で、清算会員だけが清算基金を再拠出し続ける義務を負う、という制度設計自体が問題であるとする。

現行の JSCC の CDS 清算業務においては、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションの一括清算に至る前に、CCP 及び非破綻会員による協議制度が設けられている。この事前協議において、その時点の状況に応じて、CCP による資本再注入、あるいは、清算基金の再拠出というオプションは当然に検討されるべき、とする。

3) CCP 及び非破綻会員による資本再注入へのインセンティブ

清算基金の拠出に上限を付すことで、たしかに、CCP の財源が不足して、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションを一括清算する事態が生じる可能性が高くなるものと思われる。しかしながら、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションの一括清算の実施は、CCP 及び非破綻会員の双方にとって大きな事務負担及びコストを伴うことから、極力避けたいワースト・ケースである。非破綻会員の債務の上限を設けることで、CCP はより責任をもって、会員の破綻前から計画的な資本増強及び資本再調達を実施するインセンティブを持つ。一方、特に取引量の多い一部非破綻会員においても、CCP への資本再注入により一括清算をなんとか回避しようとするインセンティブが生じる。上記の一括清算に至る前の CCP 及び非破綻会員による協議において、具体的な資本再注入案を検討することとなる。

4) Basel III のリスク資本

昨年 3 月、CPSS-IOSCO より公表された「FMI 原則」の市中協議案に対する ISDA 及び PRC (Payments Risk Committee⁸) 等の主要業界団体による意見書に記載されている通り、世界の主要金融機関は、「非破綻会員の負う債務に上限を設定すべき」旨を要求してきた。この点は、依然として国際規制当局間で協議中であると理解しているが、仮にこれが受け入れられた場合、債務に上限を付していない CCP は Qualified CCP (QCCP) として承認されず、当該 CCP の清算会員はより高いリスク・ウェイトによる規制資本賦課を要求されてしまう。

また、仮に上記の点が受け入れられなかった場合においても、昨年 11 月にバーゼル委員会により市中協議に付されている「Consultative Document Capitalisation of bank exposures to central counterparties」にて提案されている Default fund exposure の算出において、短期間の複数会員破綻に伴う清算基金 (Funded Obligation) の再拠出義務をどのように評価するか、という論点が生じてくる。

5) 規制当局による承認

例えば、米系金融機関が、清算会員の債務に上限が付されていない海外の CCP に参加するにあたっては、Dodd-Frank 法において CDS が Futures Commission Merchant (FCM) activity と位置づけられたことから、PART 211 INTERNATIONAL BANKING OPERATIONS (REGULATION K), Code of Federal Regulations (以下「Reg. K」という) §211.10 (c) により、「銀行グループの子会社が海外の取引所及び清算取引所に会員として参加する行為」について米国連邦準備銀行の個別承認が求められ、債務額に「上限が設定さ

⁸ PRC は、米国 NY 連銀の主催する米国で営業する主要行の経営幹部によって構成される業界団体。参加メンバーは、GS, BOA, BONY-Mellon, BOTM-UFJ, Citi, DB, HSBC, JPM, MS, State Street, UBS, Wells Fargo。

れていないこと」及び債務のリスク管理上の「計量・制御の不可能性」が問題になるものと考えられる。ただし、清算会員となる法人が Reg. K の適用対象とならない場合は、もちろん、この限りではない。

さらに、WG の議論においては、設定する債務の上限を、1) 最初の破綻時に拠出していた清算基金 (Funded Obligation) と同額一回限りの清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) の合計額とするか、あるいは、2) 上記 1) に加えて、期間に応じてさらに 1~2 回程度の清算基金 (Funded Obligation) の再拠出義務を非破綻会員が負うべきか、についても検討が加えられた。

FMI 原則の市中協議案にもある通り、清算基金の所要額算出モデルは通常、清算会員の破綻に伴う損失額上位 2 社の損失を少なくともカバーするよう設計することが求められており⁹、このような観点からは、上記 1) においては、清算基金 (Funded Obligation) と同額一回限りの清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) の合計額が上限であることから、非破綻会員が合計損失額上位 4 社までの損失を負担することを義務づけられており、CCP の安定性確保のため十分かつ適切であると言える。

上記 2) は、非破綻会員に合計損失額上位 6~8 社までを負担することを義務づけることを意味する。店頭デリバティブの CCP の会員数が 15~20 社程度であることを勘案すると、ほぼ半分の会員が破綻している状態である。いわゆる G-SIFI に分類されるグローバルな金融機関がほぼ壊滅状態になっている状況下で、さらに何とか生存している他の金融機関にその損失負担を負わせることを意味しており、さらなる連鎖破綻を誘発するリスクを高め、結果として CCP の安定性やシステミック・リスクの制御に資するとは考えられない。

むしろ、後述する通り、CCP として、このような壊滅的な危機に至る前の段階において、資本の再調達等の CCP の清算業務を継続させるための事前ルールを策定しておくことで、このような事態に対応することが極めて重要である、と考える。

2. 30 営業日更新ベースの上限期間 – 上記 1 の一定の「上限期間」は 30 営業日とし、次の会員の破綻に伴い、その時点からさらに 30 営業日、当該期間中に新たに破綻が発生する度に順次 30 営業日間更新するものとする。(以下、「上限期間」という。)

別添 2 の 2 頁「ISDA Japan ワーキンググループ案」の例にある通り、まず、最初の会員の破綻日より起算して当初の上限期間 (= 30 営業日) が設定される。このケースの場合、25 営業日に次の会員の破綻が発生したため、その日から起算してさらに向こう 30 営業日が新たな上限期間となる。この結果、当初の会員破綻日から計 55 営業日間が上限期間となる。

このように上限期間を 30 営業日更新ベースとする理由は、リーマン危機のような過去の深刻な金融危機の状況を勘案した場合、最初の会員破綻後少なくとも 30 営業日程度は、当該破綻によって作り出された市場のストレス下で次の会員が破綻するリスクが高いと考えられ、その後実際にその破綻が生じた場合は、同様にその後連鎖的に他の会員が破綻するリスクが高いことから、これら一連の期間を、市場のストレス状態が続く一つの「金融危機期間」として捉えることが望ましいと思われるからである。

⁹ JSCC の CDS 及び金利スワップの清算においても、損失額上位 2 社をカバーできるよう清算基金の所要額算出モデルが設計されている。

3. **上限期間中の当初証拠金の追加預託義務** – 最初の会員の破綻以降、CCP は非破綻会員の清算基金所要額を日次で算出し、破綻時の清算基金所要額比 10%超の増加となった会員に対しては、その増加超過額分を当初証拠金として追加預託することを義務づける。なお、非破綻会員は、上限期間の終了とともに、当該義務を負わないこととする。上限期間終了後、当該追加預託した当初証拠金は会員に返還され、その時点の清算基金所要額に基づく清算基金の拠出を義務付ける。

別添 2 の 2 頁「ISDA Japan ワーキンググループ案」の例においては、延長後の上限期間である Day D+55 までの間、非破綻会員が、例えば、デフォルト・オークションで落札したポジションを追加する、あるいは、新規に清算集中取引を実施する、等を通じて、ポジションを増加させた結果、清算基金所要額が破綻時の清算基金所要額比 10%超の増加となった場合、その増加分を清算基金としてではなく、当初証拠金の形で当該会員に追加預託を求める。なお、その後の増加額は、破綻時の清算基金所要額に、上限期間中に当該当初証拠金の形で追加預託した額を積算したものを基準として計算する。

このような追加的な拠出を求める理由は、上限期間中の市場がストレスの状況下で、流動性の低下と大きな価格変動が予想される中、ポジションを大きく増加させる会員に対しては、CCP の安定性の観点から、十分に保守的な信用補完を実施する必要があると考えられるからである。

通常の当初証拠金に加えて、清算基金の所要額に基づいて追加預託を求める理由は、そもそも当初証拠金の所要額算出モデルは、市場が極度のストレスにある状況ではなく、通常の市場環境を前提としていることによる。一方で、清算基金の算出モデルは、金融危機時の市場のストレス状況を前提としていることから、清算基金の所要額をベースとした追加預託を当該会員から受けることで、CCP の安定性を十分に確保しようと意図している。

また、追加預託を清算基金としてではなく、当初証拠金として求める理由は、当該信用補完はあくまでポジションを大きく増加させた非破綻会員の破綻に対するものであって、それ以外の非破綻会員の破綻に対するものではないためである。他の非破綻会員の破綻から生じた損失の補填に充当される清算基金は、あくまでも最初の破綻時に拠出していた清算基金 (Funded Obligation) と同額一回限りの清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) の合計額に上限期間中限定されるべきと考える。さらに、追加預託を当初証拠金として実施することで、当該会員が破綻した場合は、リスク・ウォーターフォールにおける第一順位として損失補填に充当されることから、上限期間中のポジション増加に対する信用補完としてより適切であると考ええる。

なお、別添 2 の 2 頁の例では、Day D+56 に上限期間終了後、新たな清算基金の拠出がなされ、この拠出と引き換えに、上記の追加預託された当初証拠金は会員に返還されることとなる。

4. **ポジション清算の完了による退会要件の充足 (vs. CCP による退会の承認)** – 会員破綻が発生していない状況 (すなわち、上限期間の外) では、会員による事前の退会通知後、当該会員のポジション清算が完了した時点又は退会通知から 30 営業日が経過した時点のいずれか遅い時点で、退会通知から 30 営業日が経過しておらずとも (承認手続き等の CCP による特段の行為を要することなく)、退会が成立するものとする。一方、会員破綻が発生した状況 (すなわち、上限期間中) では、当該会員のポジション清算が完了した時点で (承認手続き等の CCP による特段の行為を要することなく)、退会の要件を満たしたこととし、上限期間の終了とともに直ちに退会が成立するものとする。

いずれの場合においても、CCPによる退会の「承認」制度は、会員の退会の有効性にかかる不確実性を排除する観点から、これを廃止する。なお、ポジション清算の完了が CCP によって確認されなかった場合、退会要件を充足しないことから、退会は無効であったことになり、当該会員は、デフォルト・オークションへの参加を含めた会員として求められるすべての義務に服さなければならない。また、非破綻会員の清算基金が破綻会員の損失補償に費消された時点で、それ以降に申請される会員の入会（新規・再入会を問わず）については、CCP の委員会（JSCC の場合、IRS 運営委員会・CDS リスク委員会）において、入会条件の見直し（例：資格要件の見直しや、追加の出資を条件とする、etc.）を検討する。

別添 3「清算会員の退会ルールと退会通知後に負う義務」の 1 頁「JSCC の CDS 清算（現行制度）」にある通り、JSCC の現行制度では、「JSCC は、退会の申請をした会員のポジション清算を確認後、すみやかに退会を承認する」としている。

このように、CCP に退会の承認権限を付与すると、例えば、金融危機の状況下で、清算会員の相次ぐ退会を恐れて、CCP が承認プロセスに時間を要していること等を事由として、承認の時期を遅らせてしまう、といった形での裁量性を残してしまう可能性がある。

また、CCP がポジションの清算をシステム上確認したことから、退会の承認を行ったものの、その後、システムのバグが原因で一部清算済み取引の取引残高が画面上反映されていなかったことを発見した場合、当該承認を取り消すということとはできない、という問題も生じ得る。

これらの退会の有効性にかかる不確実性を解消する観点から、別添 3 の 2 頁「ISDA Japan ワーキンググループ案」の通り、CCP による退会の承認制度を廃止し、会員のポジション清算の完了により退会要件が満たされる仕組みを提案する。

なお、会員のポジション清算の完了は CCP によって事後的に検証される。¹⁰ 検証の結果、事実としてポジション清算が確認できなかった場合、当該会員の退会要件は満たされていないものとして、デフォルト・オークションへの参加を含めた清算会員として負うべきすべての義務に継続的に服することとなる。

オークション参加回避を目的に安易な退会・再入会を繰り返すといった不合理な行動や、金融危機時の突然の退会により残存会員に大きな追加負担を強いるような結果になることも考えられることから、再入会時に一定のチェック機能を設けるかどうかについて WG で議論がなされた。

会員の再入会は、CCP の収益面への貢献だけでなく、損失補償財源の安定性回復の観点からも、むしろ歓迎すべきであること、また、行動の不合理性の判断は主観的にならざるを得ないこと、等から、CCP 規則を満たした上での¹¹退会・再入会という会員の行動に対してペナルティを課したり、参入障壁を設けるべきではない、との結論に至った。

一方で、破綻処理に伴う損失負担が非破綻会員の清算基金に及ぶ事態は、清算会員の資格要件を含む CCP のリスク管理全体に見直しが必要な状況と見込まれる。また、CCP の損失補償財源が大きく毀損してしまっており、既存清算会員を含めて何らかの追加的な補強策が必要となっている懸念がある。そこで、WG としては、「非破綻会員の清算基金が破綻会員の損失補償に費消された時点で、それ以降に申請される会員の入会（新規・再入会を問わず）については、CCP の委員

¹⁰ ポジションの清算は、期限前解約や他の清算会員への取引移管によって実施される。例えば、JSCC の金利スワップ清算の場合、毎朝午前 10:00 時点のイールド・カーブで日中証拠金所要額算出を行う予定。JSCC は、その前の時点でも適宜システム上の検証は可能ではあるが、遅くともこの時点で定期的にポジションの清算事実を検証できる。

¹¹ CCP の規則に違反している場合は、当然に CCP の措置評価委員会での審議の対象となる。

会(JSCCの場合、IRS 運営委員会・CDS リスク委員会)において、入会条件の見直し(例: 資格要件の見直しや、追加の出資を条件とする、etc.)を検討する」を提案する。なお、入会条件の見直しにあたっては、当該条件が事実上の参入障壁となったり、既存会員を優越的に取り扱う等の公正性上の問題が生じないよう十分に配慮すべきである。

5. 30 営業日の退会の事前通知義務 – 上記 4 の通り、上限期間の外において、会員がポジション清算の完了により退会しようとする場合は、最低 30 営業日の事前通知を義務づける。一方、上限期間中に、ポジション清算の完了により退会しようとする場合は、30 営業日の事前通知ルールは適用されない。

別添 3 の 2 頁上段の通り、上限期間の外において退会しようとする場合、退会通知後少なくとも 30 営業日が経過していない限り、たとえポジション清算が完了していても、退会要件を充足せず、退会が成立しない仕組みを提案する。

リーマン危機をはじめとする過去の金融危機の教訓は、実際に破綻する前の金融危機が表面化した時点で、市場参加者は敏感に反応し、取引関係の解消や担保の回収に一齐に動き、それがさらに破綻の時期を一層早めることになった、ということである。したがって、清算集中取引についても、最初の破綻に伴う上限期間の開始前において、こうした最低 30 営業日の事前通知義務を付すことで、破綻直前に他の清算会員が一齐にポジションを清算し、競うようにして退会するような事態を回避することを意図している。

一方で、別添 3 の 2 頁下段の通り、退会通知の時期によらず、上限期間内に退会しようとする場合、30 営業日の事前通知義務を要求することなく、ポジション清算の完了をもって退会要件を満たしたこととし、上限期間の終了とともに直ちに退会が成立するとすべきである。

会員が実際に破綻し、金融危機が現実のものとなった段階においては、下記 6「退会有効後の清算基金抛出義務の継続」及びポジション清算の完了による退会要件の充足を条件に、当該ポジション清算を完了した会員については、清算会員としてのオークションへの参加義務を清算基金の優先費消を条件として、免除されることを選択することが可能とすべきと考える。その理由としては、このような状況下で、ポジションの清算が完了した後も例外なくオークションへの参加を強要されたとした場合、デフォルト・オークションへの参加に伴い再びポジション残高が生じ、1)当初証拠金の追加預託のために、急遽、資金調達を求められること 2)当該ポジションの清算に時間がかかり、結局、次の上限期間において、再び清算基金(Funded Obligation)と同額一回限りの清算基金の追加預託(Unfunded Obligation)の合計額を上限とした債務を負うこと、などから、逆に当該会員が連鎖的な破綻に追い込まれるリスクを高めると考えるからである。

6. 退会要件充足後の清算基金抛出義務の継続 – 上限期間中に退会要件を満たした会員も、当該上限期間中は引き続き、最初の破綻時に抛出していた清算基金(Funded Obligation)と同額一回限りの清算基金の追加預託(Unfunded Obligation)の合計額を上限として、清算基金の抛出義務を負う。なお、上限期間が終了した時点で退会が成立し、当該義務を負わない。

別添 3 の 1 頁下段の通り、JSCC の CDS 清算業務における現行ルールでは、退会の承認に伴い清算基金再抛出の義務は免除されることとなる。退会の承認の前提がポジション清算であることから、「ポジションを一日でも早く清算し退会の承認を得て、次の会員のデフォルトに伴い CCP から

要請されるかもしれない清算基金の再拋出義務を免れよう」という行動原理が非破綻清算会員に働く。

このような制度設計は、深刻な金融危機下で、非破綻会員が競って CCP から退会をしようと一斉にポジションを清算する結果となり、市場のストレス状況を高め、危機を悪化させる状況につながりかねない、と考える。

そこで、別添 3 の 2 頁下段の通り、上限期間中においては、会員の退会要件を満たした後であっても、引き続き清算基金 (Funded Obligation) と同額一回限りの清算基金の追加預託 (Unfunded Obligation) の合計額を上限とする債務を負う制度へと変更することを提案する。

こうすることで、退会要件を満たした時期によらず、上限期間に入れば、その期間内のどの時点においてポジションを清算し退会要件を満たしたとしても、会員の負うべき債務の観点からは違いがなくなり、上記のような非破綻会員が競って CCP から退会をしようと一斉にポジションを清算する事態を回避できるものと考ええる。

7. ポジション清算完了までのデフォルト・オークション参加義務 – 退会しようとしている会員 (退会通知をした会員) であっても、ポジションの清算が完了し退会要件を満たすまでは、その間に発生した会員の破綻に伴い実施されるデフォルト・オークションへの参加義務を負う。なお、ポジションの清算が完了し退会要件を満たした時点で、当該会員については、清算基金の優先費消を条件として、上限期間中のそれ以降に発生した会員の破綻に伴い開催されるオークションへの参加義務を免除されることを選択できる。

別添 3 の 1 頁下段の通り、JSCC の CDS 清算業務における現行ルールでは、退会申請後、かつ、退会の CCP による承認前、に会員の破綻が生じ、デフォルト・オークションが開催される場合においては、当該オークションへの参加を義務づけている。また、退会の承認後に発生した会員の破綻については、オークション参加義務を負わないとしている。

別添 3 の 2 頁下段の通り、上記と基本的に考え方は同じで、退会の CCP による承認ではなく、ポジション清算の完了をもつての退会要件を満たしたのが破綻の前か後かで、オークションへの参加義務の有無を区別することを提案する。

退会要件の充足後も上限期間は引き続きデフォルト・オークションへの参加を義務づけるという考え方もあるが、退会しようとポジションを一度清算した会員が、オークション落札で再びポジションを保有する結果となり、再びそのポジションを清算し退会しようとしているうちに次の破綻が生じ、さらにオークションに参加する、等の事態が考えられる。

特に、WG の今回の提案においては、上限期間中の新たな破綻毎に 30 営業日更新される上限期間を提案しているため、このような制度設計にしまうと、実質的に会員の退会の道を閉ざしてしまうばかりか、無用の債務を当該会員に負わせ続けることで連鎖的な破綻リスクを高めることになることから、ポジション清算の完了による退会要件の充足後に発生した会員の破綻に伴い開催されるデフォルト・オークションへの参加は義務であるものの、当該上限期間中の清算基金の優先的な費消を条件として、当該義務を免除されることが選択できるような制度とすべきと考ええる。

別添 4「オークションの方式」の通り、店頭デリバティブ取引にかかるデフォルト・オークションの方式としては、標準化の進んでいない商品 (例: 金利スワップ取引) の場合には「Standard Auction」

を¹²、標準化された商品(例:CDS)の場合には「Modified Dutch Auction」を用いることが一般的である。

Standard Auction 方式でデフォルト・オークションを実施した場合、落札者は破綻者ポートフォリオを1社にて全額引き受ける必要がある。ポジションを清算し退会を有効にしていた非破綻会員に、このような大量の取引と大きなポジションを新たに保有することを強要するのは、問題であると考えられる。

一方で、Modified Dutch Auction 方式で実施した場合、破綻者ポートフォリオの一定割合分を落札することが可能であり、ポジションを清算した非破綻会員がオークションに参加したとしても新たに保有することとなる取引とポジションを当該非破綻会員が許容できると考える範囲にとどめることが可能とも思われる。ただし、Modified Dutch Auction 方式でデフォルト・オークションを実施する場合であっても、上記と同様の理由により、ポジションを清算し退会要件を満たした非破綻会員にオークションへの参加を強要することは、やはり適切ではないと考える。

8. 退会要件を満たした会員によるデフォルト・オークション参加の許容 – 上限期間中にポジション清算が完了し、退会要件を満たした会員について、清算基金の優先費消を条件としてデフォルト・オークションへの参加義務の免除を選択したとしても、当該上限期間中それ以降に発生した会員の破綻に伴い実施されるデフォルト・オークションへの参加については希望すれば許容される。なお、当該オークションにおける落札に伴い新たにポジションを保有し、かつ、当該ポジションを上限期間中に清算できない場合、上限期間終了時点において退会要件を満たしていないことから、当該会員の退会は成立せず、当該会員は、当該上限期間終了時点においてCCPの会員として求められる清算基金拠出義務を負うこととなる。

ただし、上記7の退会の効力発生後のデフォルト・オークションへの参加義務については、参加義務を免除するとしても、深刻な金融危機下のCCPの安定性を勘案すると、当該オークションの成立を期するために、極力オークション参加者の数を維持しておきたい、という側面もある。したがって、WGとしては、上限期間中にポジション清算により退会要件を満たし、清算基金の優先費消を条件としてデフォルト・オークションへの参加義務の免除を選択した会員であっても、当該上限期間中に開催されるオークションについては、参加を認める制度を提案する。

なお、上限期間中に、退会通知をした上で、ポジション清算を完了して退会要件を満たし会員について、上述のように、オークションへの参加を義務付けたうえで一定の負担を条件にオークションへの不参加を選択することを可能とする制度とした場合は、当該会員が、その後に発生した会員の破綻に伴い実施されるオークションに(当該ペナルティの負担を免れるため)参加するものの、落札しないように「極端に悪いプライス」を提示するのではないかと、との懸念もある。

WGとしては、このような懸念に対応すべく、ポジション清算を完了して退会要件を満たした会員に限定することなく、オークションに参加したすべての会員を対象として、オークション実施後すみやかに、CCPが、別添6の「オークションの『極端に悪いプライス』の定義と清算基金等の優先費消の考え方」に基づいて「極端に悪いプライス」の判定を行う仕組みを提案する。

¹² 金利スワップ取引の場合でも、破綻者のポートフォリオの構成次第では、Modified Dutch Auction 方式によるデフォルト・オークションも可能である。なお、Modified Dutch Auction 方式の方が一般的にオークションの成立可能性が高いと言われている。

『極端に悪いプライス』と認定された場合、ペナルティとして、「当該オークション及びその後上限期間中に実施されるすべてのオークション後に行われる非破綻会員の清算基金による損失補償において、優先費消のステータスとなる」を課すものとする。

また、これとは別に、より高い価格での入札の成立を確保するため、オークション毎に落札者に対する清算基金の劣後費消のインセンティブ制度を導入する。なお、優先費消のステータスにある会員がオークションで落札した場合は、当該上限期間中の以降の優先費消のステータスは取り消しとなり、代わりに当該オークションにおける劣後費消のインセンティブも取り消される。

上記の提案 1~7 については、破綻発生時の会員のステータスを、□退会申請をしていない清算会員、□退会を通知した会員(退会の要件を満たしていない会員)、□退会の要件を満たした会員(退会申請し、ポジションの清算を完了させた会員)、□退会した会員(退会の要件を満たし、かつ、上限期間の終了をもって))に 4 分類し、それぞれについてどのような義務に服するのかを一覧できるように別添 5「DMP 義務関係整理表」にまとめたので、ご参照されたい。

9. 他の CCP へのポジション移転及び資本再調達にかかる事前ルール – CCP は、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジション一括清算の代替案として、当該ポジションの他の CCP (例: LCH SwapClear, SGX-DC) への移転につき事前ルールを策定すべきである。また、CCP は金融危機の到来前に、CCP の損失補填用資金(例: JSCC の CDS 清算の場合、現状 40 億円)が枯渇した場合の、CCP による資本再調達計画を策定すべきである。

特に、取引件数が大量になると予想される金利スワップ取引の清算集中の場合、別添 1「JSCC の CDS 清算におけるリスク・ウォーターフォール」の最終手段である「すべてのポジションを期限終了」、すなわち、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジション一括清算、は、現実的には大きな労力と長い時間を要する作業となり、円滑な破綻処理の観点から必ずしも望ましい制度ではない。

そこで、WG としては、制度としてはこれを維持しつつも、その代替案として、当該ポジション¹³の他の CCP (例: LCH SwapClear, SGX-DC) への移転につき事前ルールを策定することを JSCC に提案する。特に、我が国の金融危機下で清算会員の日系金融機関が連鎖的に破綻するような最悪の状況下では、海外の CCP の清算会員として円金利スワップや CDS の清算集中をすでに実施している外資系及び一部日系金融機関が破綻者のポジションを当該海外の CCP へ移転する¹⁴ことで、より円滑な破綻処理を進めることができる場合も考えられる。

また、現行の JSCC の CDS 清算においては、別紙 1 の「JSCC による拠出金(40 億円上限)」が枯渇した場合、CCP による再拠出は制度として担保されていない。そこで、短期間に複数会員の破綻が生じた場合、CCP の財政的な安定が大きく損なわれる事態が継続してしまう構造となっている。

WG としては、JSCC が、このような不測の事態への対応を念頭に平時より計画的に資本充実を図るとともに、金融危機の兆しが出た段階で、機動的に増資をして JSCC による再拠出を可能にする、等の資本再調達の計画を事前に策定しておくべき、と考える。

¹³ なお、破綻会員のポジションをそのまま他の CCP に移転することも考えられるが、その場合、当該 CCP の会員により再びオークションにかけるなどの案も考えられる。より具体的な仕組みについて、今後、主要 CCP 間で議論されることを強く期待する。

¹⁴ 特に、非破綻会員が海外の CCP において反対サイドのポジションを保有している場合は、ポジションの移転のインセンティブは大きいものと考えられる。また、同様のポジション移転の事前ルールを海外の主要 CCP と相互に定めることで、例えば、逆に、LCH SwapClear から JSCC へとポジションを移転することも可能となる。

10. **CCPの業務継続にかかる法的に有効な枠組み** – CCPは、短期間における複数会員の破綻後も、清算業務が法的に有効な形で継続できるような枠組みを整備すべきである。具体的には、以下の点について法的な不透明性が残らないようにすべきである。1)破綻会員からのCCPによる債権回収、2)JSCCのように複数資産の清算業務を同一の法人傘下で実施している場合、他の資産(例:上場商品)の清算業務の状況に依存することのない店頭デリバティブの清算業務の継続、3)すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションの一括清算にかかる資産を一連の破綻後新たに発生する引受債務と分離する形でのCCPの再建(銀行の経営破綻後の再建スキームにおいてみられるような資産をBad BankとGood Bankとに隔離しての業務の継続に類似したもの)

短期間に複数会員が破綻するような事態においても、JSCCの清算業務が安定的に継続することは、金融危機の沈静化の観点からも極めて重要である。したがって、業務を継続をする上で法的な不安定性が残らないよう、制度的に万全を期すべきと考える。

まず、JSCCによる破綻会員に対する債権回収にあたり、本邦の倒産法制に照らして法的な不安定性が残らないように担保しておく必要がある。破綻会員から債権回収が確実になされ、損失補填を様々な形で実施した非破綻会員へその回収分の一定割合が返還されることは、仮に非破綻会員と追加的な損失補填を協議する上でも重要な前提となるものと考ええる。

また、JSCCは、複数資産の清算業務を同一の法人傘下で実施していることから、例えば、店頭デリバティブの清算会員であり、かつ、上場商品の清算会員でもある会員が破綻した場合、上場商品破綻処理が完了していないとの理由で、店頭デリバティブの破綻処理が執行できない事態が生じないよう法的な透明性を確保すべきである。

さらに、すべての非破綻会員による保有ネット・ポジションの一括清算を実施するような状況に至った場合においては、銀行の経営破綻後の再建スキームにおいてみられるような資産をBad BankとGood Bankとに隔離しての業務の継続に類似した形で、例えば、自己信託の方法により、一括清算対象の資産をA勘定で、一連の破綻後新たに発生する引受債務をB勘定と分離する形で、CCPが結果として債務超過のため破綻することのないよう、CCPの再建スキームを事前に策定しておくべきと考える。

以上

ISDA Japan CCP DMP ワーキンググループ メンバー・リスト

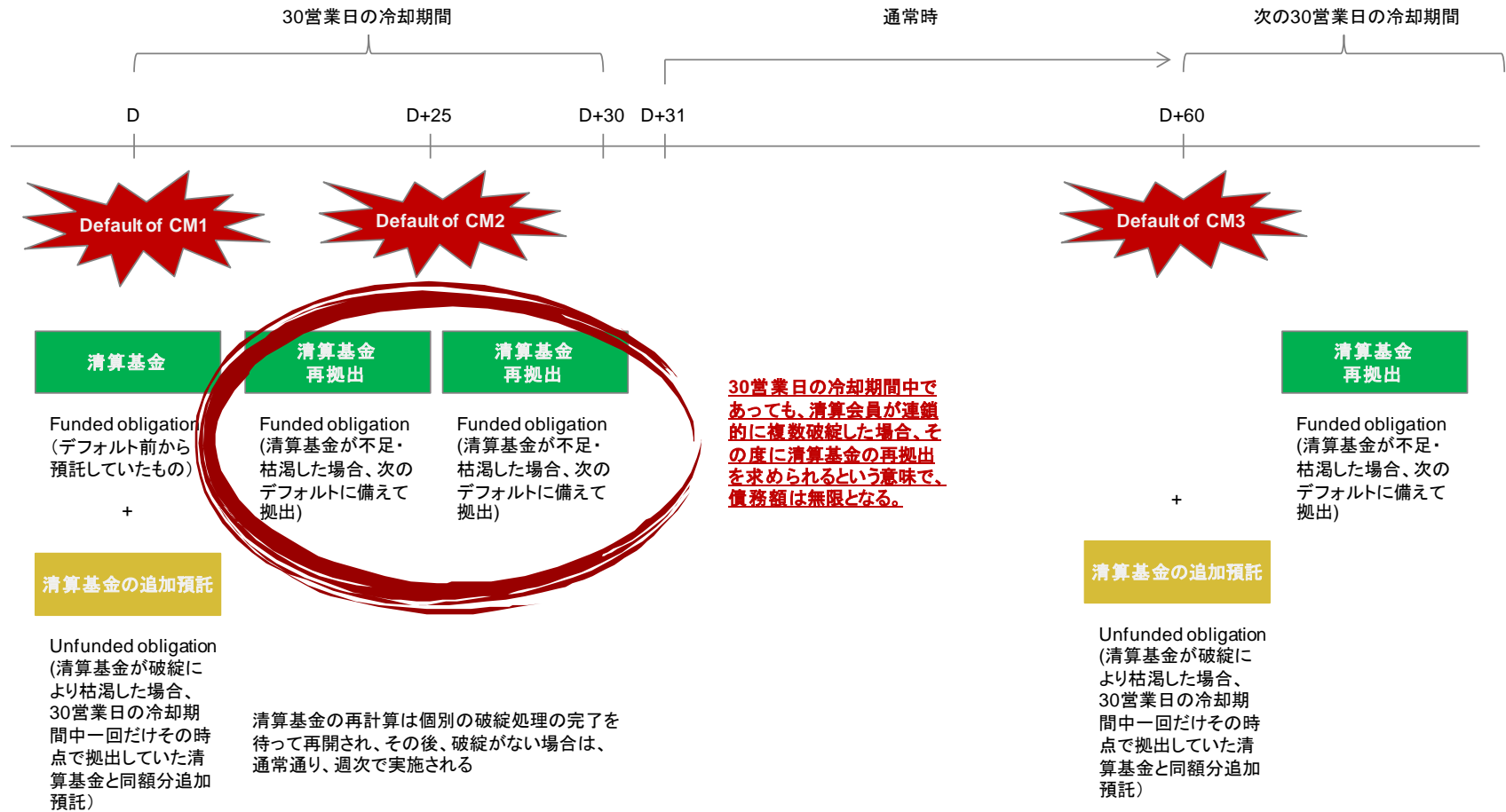
Aozora Bank
Bank of America Merrill Lynch
Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ
Barclays Capital
BNP Paribas
Citi
Credit Suisse
Deutsche Bank
Goldman Sachs
J.P.Morgan Chase
Mitsubishi UFJ Morgan Stanley
Mitsubishi UFJ Trust and Banking
Mizuho Bank
Mizuho Corporate Bank
Mizuho Securities
Morgan Stanley MUFJ
Nomura Securities
Resona Bank
Royal Bank of Scotland
Shinsei Bank
Sumitomo Mitsui Banking Corporation
Sumitomo Trust and Banking
UBS
Linklaters
Nishimura & Asahi

別添 1 「JSCC の CDS 清算におけるリスク・ウォーターフォール」

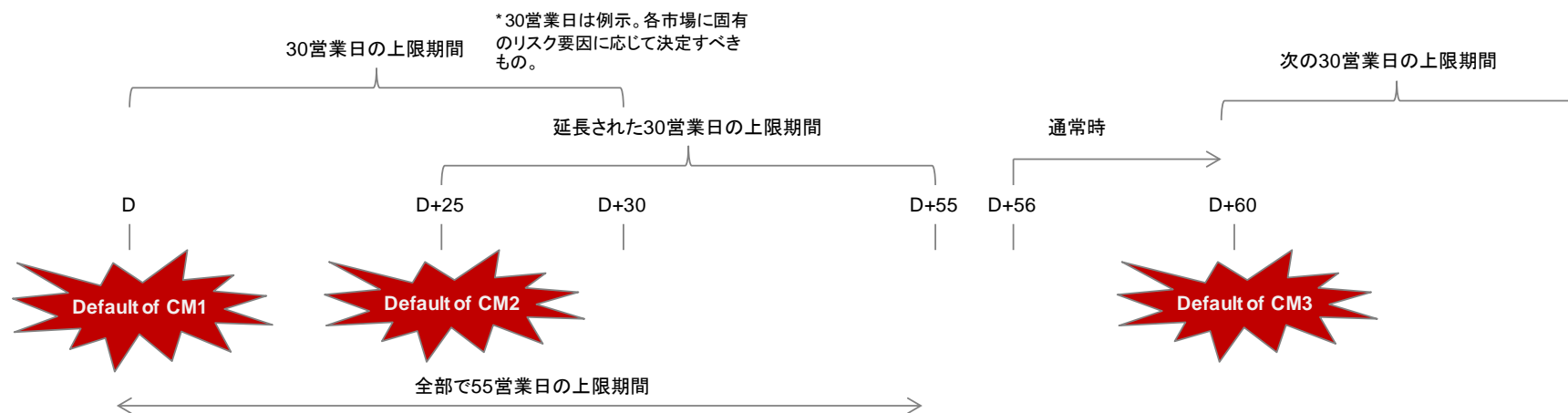


別添 2 「短期間の複数清算会員破綻下における清算基金及び委託証拠金の拠出義務」

JSCC の CDS 清算 (現行制度)



ISDA Japan ワーキンググループ案



清算基金

Funded obligation
(デフォルト前から
預託していたもの)

清算基金の追加預託

Unfunded obligation
(清算基金が破綻に
より枯渇した場合、
30営業日の上限期
間中一回だけその時
点で拠出していた清
算基金と同額分追加
預託)

55営業日の上限期間中の債務負担額は、この間何回連続的に会員の破綻が生じようと、清算基金+清算基金の追加預託(一回のみ同額)に限定される。

当初証拠金の追加預託

最初の破綻以降、この55営業日の上限期間中、清算基金所要額の計算は日次で実施される。ある清算会員の所要額が先日比大きく増加(例えば、前日比10%超)した場合、当該会員は同日中に増加分を当初証拠金の形で追加拠出する義務を負う。

清算基金

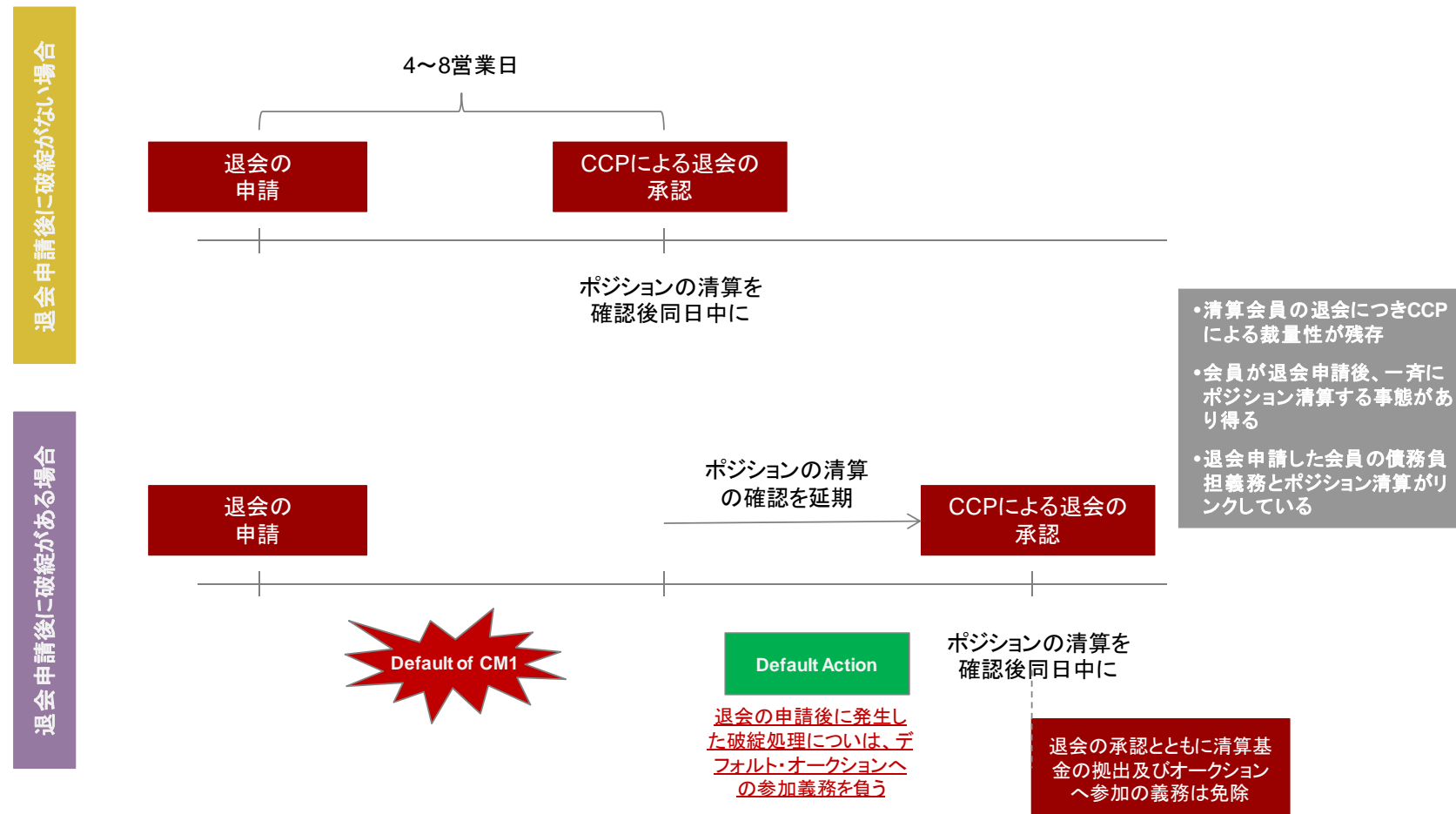
Funded obligation
(上限期間が終了した56
営業日目にその時点の
所要額に基き拠出の義
務を負う)

+

清算基金の追加預託

別添3 「清算会員の退会ルールと退会通知後に負う義務」

JSCC の CDS 清算 (現行制度)



ISDA Japan ワーキンググループ案



別添 4 「オークションの方式」

Standard Auction – Traditional Model

Five Non-defaulting members bid on an Auction portfolio

Clearing Member 1: 100% at 47

Clearing Member 2: 100% at 48

Clearing Member 3: 100% at 46

Clearing Member 4: 100% at 45

Clearing Member 5: 100% at 43

If Minimum bid price = 45, the Auction succeeds at 48

Clearing Member 2: 100% at 48

Clearing Member 1: 100% at 47

Clearing Member 3: 100% at 46

Clearing Member 4: 100% at 45

Clearing Member 5: 100% at 43

Position transfer
to Clearing
Member 2 at 48

Modified Dutch Auction – JSCC CDS Clearing

Five Non-defaulting members bid on an Auction portfolio

Clearing Member 1: 20% at 49, 30% at 51

Clearing Member 2: 10% at 48, 10% at 50

Clearing Member 3: 10% at 44

Clearing Member 4: 30% at 46, 20% at 47

Clearing Member 5: 10% at 43, 20% at 45

100% of Auction portfolio filled out from the lowest price of 43 to the highest price of 48. The Auction succeeds at 48

Clearing Member 5: 10% at 43

Clearing Member 3: 10% at 44

Clearing Member 5: 20% at 45

Clearing Member 4: 30% at 46

Clearing Member 4: 20% at 47

Clearing Member 2: 10% at 48

Clearing Member 1: 20% at 49

Clearing Member 2: 10% at 50

Clearing member 1: 30% at 51

Position transfer to
Clearing Member 2,
3, 4, & 5 at 48

別添5 「DMP義務関係整理表」

		①	②	③	④	備考
対象となる破綻発生時のステータス	ISDAペーパーでの用語(又は議論中に表現される用語)	退会申請をしていない清算会員	退会を通知した会員(退会の要件を満たしていない会員)(退会申請したが、デクリアができていない会員)	退会の要件を満たした会員(退会申請し、デクリアを完了させた会員)注:デクリア完了が最初の会員破綻前の場合を含む	退会した会員(退会の要件を満たし、かつ、上限期間の終了をもって)	
	会員資格	清算会員	清算会員	清算会員	退会	
	退会申請	未済	済	済	済	
	ポジションのデクリア	未済	未済	済	済	
対象となる破綻に関わる義務	上限期間中の清算基金x2を上限とした損失補償	あり	あり	あり	なし	
	オークションへの参加	あり	あり	あり(ただし、清算基金優先費消を受け入れれば免除)	なし	③のステータスの会員にオークションに参加しないという逃げ道を作らないのは厳格すぎるので、当該上限期間中の清算基金の優先費消を受け入れれば免除とする。(③のステータスの会員は、一旦優先費消を受け入れた場合、当該上限期間中に渡り次回以降のオークションへの参加義務を免除される。ただし優先費消を受け入れた後であっても、希望すれば上限期間中はオークションに参加できる)
	上限期間中、清算基金x2をCCP費消後の清算基金の回復	なし	なし	なし	なし	ペーパーの提案1により、上限期間中の非破綻会員による債務の上限は、当初の清算基金x2。当該期間中の追加の清算基金や当初証拠金の拠出は認めない。(ただし、提案3の通り、上限期間中にポジションを大きく増加させている会員については例外)
	変動証拠金勝ち分による損失補償	あり	あり	あり(ただし、デクリアの完了が最初の破綻前であった場合、変動証拠金勝ち分はゼロ)	なし	退会の要件を満たした会員に対して義務を免除する仕組みにすると、この損失補償を回避するべく早急にデクリアする行動を誘発してしまう。
	損失補償にかかる協議への参加	あり	あり	なし	なし	協議は全会一致による決議のため、退会しようとしている会員を協議に入れると、提案された追加の損失補償スキームにすべて反対する等の弊害が考えられる。(尚当然ながら、協議で決議される損失補償スキームにおいて、③のステータスの会員を含め、自らの同意なしに何らかの追加的義務を負うことはない。また、議決権を有しない形であれば、③のステータスの会員を協議に入れることを拒むものではない)
	ポジションの一括清算	あり	あり	なし	なし	
オークションにおける『極端に悪いプライス』に対するペナルティ	あり	あり	あり	なし	<p>➢ 1円入札の問題は、程度の差こそあれ、①、②、③で共通の問題であるため、全員に対してペナルティを与える。オークション実施後すみやかに、CCPが、別紙の「オークションの『極端に悪いプライス』の定義と清算基金等の優先費消の考え方」に基づいて「極端に悪いプライス」の判定を行う。(『極端に悪いプライス』に該当するか否かは、破綻清算参加者のポートフォリオのPVと損失補償財源の金額で、裁量の余地なく客観的に決まることとなる。)</p> <p>➢ 『極端に悪いプライス』と認定された場合、ペナルティとして、「当該オークション及びその後上限期間中に実施されるすべてのオークション後に行われる非破綻会員の清算基金による損失補償において、優先費消のステータスとなる」を課す。</p> <p>➢ これとは別に、より高い価格での入札の成立を確保するため、オークション毎に落札者に対する清算基金の劣後費消(当該オークションに関わる損失負担においてのみ劣後費消とされ、当該上限期間を含む次回以降のオークションに関する損失負担においては劣後費消ステータスは適用されない)のインセンティブ制度を導入する。優先費消のステータスにある会員がオークションで落札した場合は、当該上限期間中の以降の優先費消のステータスは取り消しとなり、代わりに当該オークションにおける劣後費消のインセンティブも取り消される。</p>	
再入会時の取扱い	非破綻会員の清算基金が破綻会員の損失補償に費消された時点で、それ以降に申請される会員の入会(新規・再入会を問わず)については、IRS運営委員会・CDSリスク委員会において、入会基準の見直し(例:追加の出資を条件とする)を検討する。				入会基準の見直しにあたっては、当該基準が事実上の参入障壁となったり、既存会員を優越的に取り扱う等の公正性上の問題が生じないように十分に配慮する。	

別添6 オークションの『極端に悪いプライス』の定義と清算基金等の優先費消の考え方(案)

JSCCの損失補償財源



考え方

PV₁ = 破綻時の破綻清算会員のポートフォリオのPV、

FR_{k3} = 第1～第3順位の損失補償財源の総額、

FR_{k4} = 第1～第4順位の損失補償財源の総額、

としたとき、

- デフォルトオークションで、 $PV_1 - FR_{k3}$ を下回る価格で落札されることになれば(入札者全員が $PV_1 - FR_{k3}$ を下回る価格で札を入れれば)、第4順位の損失補償財源に手をつけることになる。
- そこで $PV_1 - FR_{k3}$ を下回る入札価格を札入れた生存清算会員の第三順位の清算基金を優先費消するとはどうか。(極端に悪いプライス1)
- 更に、(同様の考え方の下) $PV_1 - FR_{k4}$ を下回る入札価格を札入れた生存参加者の第三順位の清算基金に加え、第四順位の追加拠出額も優先費消するとはどうか。(極端に悪いプライス2)
- なお、 $PV_1 - FR_{k3}$ 、 $PV_1 - FR_{k4}$ をそれぞれ下回る価格に対する、第3順位(清算基金)、第4順位(追加拠出)の優先費消は各々当該順位での優先費消の位置づけであり、順位を超えての優先費消は無い。

第三順位(第四順位)の財源が全額費消される前提の価格の札入れは、実際に当該価格で落札された場合は、(たとえ優先劣後関係になっていても)全員の清算基金(追加拠出)が全額使用されることとなる。

つまり、自らの清算基金(追加拠出)も全額費消されることを前提とした価格提示である。

よって、そのような価格を提示した生存清算会員の清算基金(追加拠出)は他の生存清算会員の清算基金(追加拠出)よりも、優先費消されるべき、との考え方ができるのではないかな。

例

- PV₁=300億
- PV₂(入札時のヘッジ済みの破綻参加者ポートフォリオのPV) =270億
- FR_{k3}=1,170億
 - 破綻参加者の当初証拠金=50億
 - 破綻参加者の清算基金=30億
 - JSCCによる拠出金=50億円
 - 生存参加者の清算基金総額=1,040億
- FR_{k4}=2,210億
 - 生存参加者の追加拠出総額(清算基金と同額) =1,040億
- 極端に悪いプライス1: ▲870億を下回り、▲1,910億までの価格
- 極端に悪いプライス2: ▲1,910億を下回る価格

