

## OTC デリバティブ市場改革に関する金融安定理事会の報告書

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. 金融安定理事会 (FSB) は、2010年10月25日、「OTC デリバティブ市場改革の実施」と題する報告書を公表した。当該報告書は、2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットにおいてG20首脳間で合意された店頭 (OTC) デリバティブ市場改革について具体的な方向性を示すものである。
2. ピッツバーグ・サミットでは、①遅くとも2012年末までに、標準化されたすべてのOTC デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所または電子取引プラットフォームを通じて取引され、中央清算機関 (CCP) を通じてクリアリングすべき、②OTC デリバティブ契約は取引情報蓄積機関 (TR) に報告すべき、③CCP を通じてクリアリングが行われないデリバティブ契約に対してはより高い資本規制を要求すべきという基本的な方針が提示されていた。
3. FSB の報告書は、①標準化 (standardization)、②クリアリング (central clearing)、③取引所および電子取引プラットフォームにおける取引、④TR への報告について改革の方向性を確認し、勧告を行うものである。
4. FSB の報告書のトーンは、全体としてOTC デリバティブ市場の実態を踏まえて、拙速なクリアリングの義務化や取引所、電子取引プラットフォームでの取引の強制を避け、市場参加者のコミットメントを得つつ、漸進的で現実的な改革を目指しているように見える。

### I. FSB による報告書の公表

金融安定理事会 (FSB) は、2010年10月25日、「OTC デリバティブ市場改革の実施」と題する報告書を公表した<sup>1</sup>。当該報告書は、2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットにおいてG20首脳間で合意された店頭 (OTC) デリバティブ市場改革について具体的な方向性を示すものである。ピッツバーグ・サミットでは、①遅くとも2012年末までに、標準化されたすべてのOTC デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所または電子取引プラットフォームを通じて取引され、中央清算機関 (Central Counterparty; CCP) を通じてクリ

<sup>1</sup> FSB, "Implementing OTC Derivatives Market Reforms," 25 October 2010.

アリングすべき、②OTC デリバティブ契約は取引情報蓄積機関 (Trade Repository; TR) に報告すべき、③CCP を通じてクリアリングが行われないデリバティブ契約に対してはより高い資本規制を要求すべきという基本的な方針が提示された。

先般、FSB が公表した報告書は、①標準化 (standardization)、②クリアリング (central clearing)、③取引所および電子取引プラットフォームにおける取引、④TR への報告に関して改革の方向性を確認し、勧告を行うものである。G20 のコミットメントは、標準化されたすべての OTC デリバティブ契約に対しては、CCP でのクリアリングと取引所または電子取引プラットフォームを通じた取引を求めているが、FSB の報告書のトーンは、全体として OTC デリバティブ市場の実態を踏まえて、拙速なクリアリングの義務化や取引所、電子取引プラットフォームでの取引の強制を避け、市場参加者のコミットメントを得つつ、漸進的で現実的な改革を目指しているように見える。以下では、FSB の報告書の概要を紹介する (全勧告は別表を参照)。

## II. デリバティブ契約の標準化

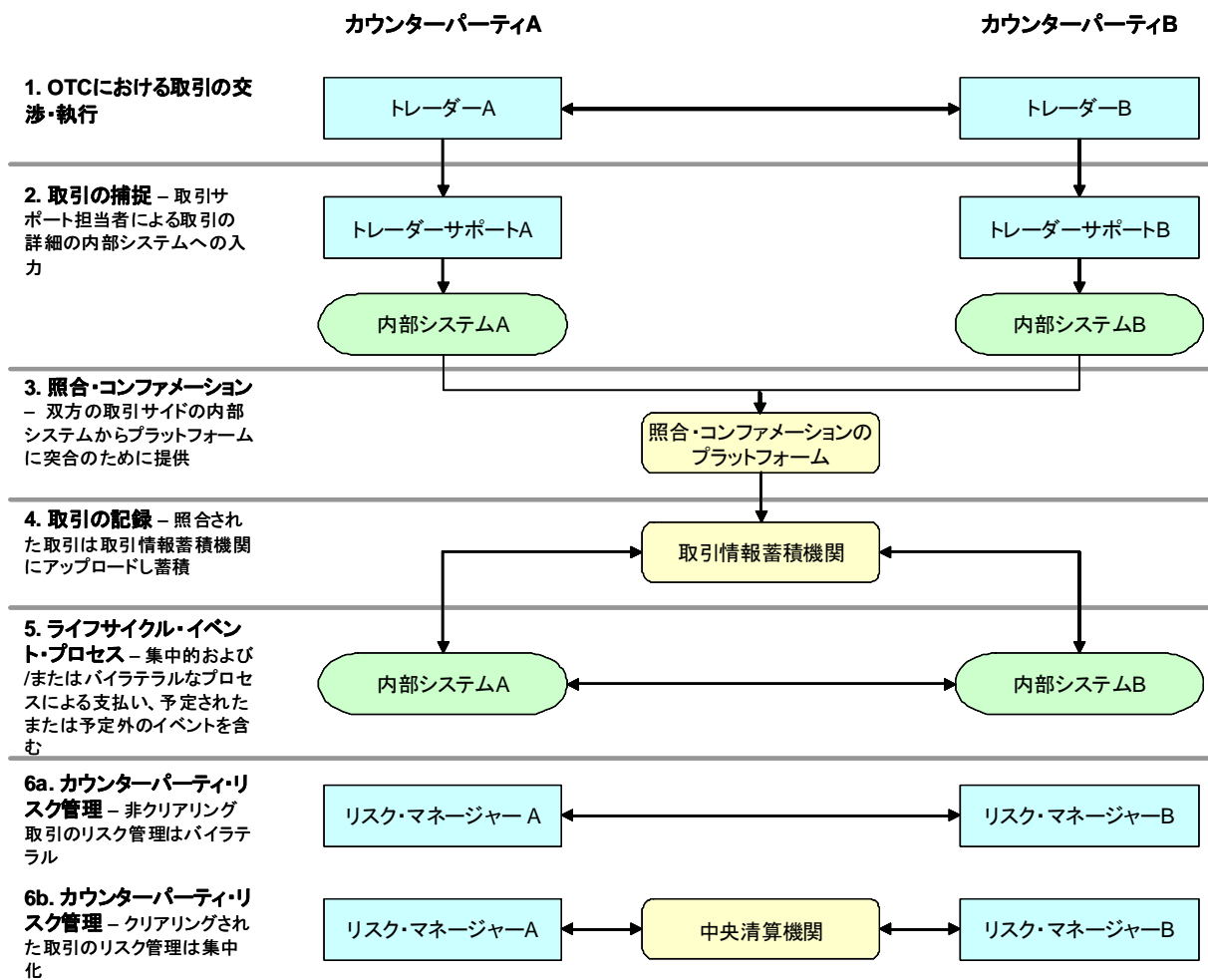
OTC デリバティブ市場の標準化拡大のメリットに関して報告書は、①取引プロセッシング (取引処理業務) の自動化の促進、②市場流動性をもたらす契約の代替性 (fungibility) の拡大、③バリュエーションとリスク管理の改善、④情報の信頼性の向上、⑤取引照合 (matching) における問題の軽減、⑥TR への報告の促進を挙げている。そして、十分な標準化とは、①クリアリング、②取引所または電子取引プラットフォームにおける取引が必要条件であるとしている。報告書は、標準化された契約とは標準的な契約条項をすべて備えたものと狭く解釈することもできるが、標準化の程度には「判断」の要素を含んでいるとする。すなわち、商品が十分に標準化され、クリアリングに適しており、取引所等での取引に適切かどうかを判断する場合、実務上は多くの要素をより包括的に検討しなければならないとの考えを示している。

### 1. 取引後プロセッシング

OTC デリバティブ取引では、取引執行後の取引後プロセッシング (事後処理業務) において多くのオペレーションが要求される。報告書は、取引後プロセッシングを効果的かつ自動的に機能させることは、クリアリングや TR への報告を実現可能にし、商品の標準化やクリアリングと取引所等での取引にとって必要な要素になるとしている。

OTC デリバティブ市場における取引後プロセッシング実務はマニュアルの要素が強く、特に CDS 市場では長期にわたってコンファメーション・ラグ (約定確認の遅延) が生じていたことから、監督当局は懸念を持っていた。CDS 市場では取引量の増大にともなってコンファメーション・バックログ (約定未確認取引) が積み上がり、オペレーショナル・リスク、カウンターパーティ・リスクの原因となっていた。そのため、2005 年以降、各国の市場規制当局で構成する OTC デリバティブ監督者グループ (ODSG) の協力の下、市場参

図表1 取引後プロセッシングのフローチャート



(出所) FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

加者は、取引後プロセッシングの改善に取り組んできた。もともと、OTC デリバティブ市場は均一ではなく、アセットクラスごとに自動化の進展は異なっている<sup>2</sup>。CDS プロセッシングの自動化は進展したが、その他のアセットクラスでは、当局と市場参加者がドキュメンテーションの標準化、電子的な取引照合を含む完全自動化のための要件設定の作業を引き続き進めているとしている。

報告書は、2005 年から OTC デリバティブの標準化の取り組みを進めているが、より大きな量の OTC デリバティブのクリアリングを可能にするためには、システムやプロセスの自動化とさらなる統合が必要であるとしている。完全な自動化とストレイト・スルー・プ

<sup>2</sup> 報告書は、主要ディーラー（G14ディーラー）から報告された取引の中で、バイラテラルで電子取引プラットフォームを通じて取引されたものの割合について、金利デリバティブが全体の78%、クレジット・デリバティブが98.8%、エクイティ・デリバティブが33.3%、コモディティ・デリバティブのうちエネルギー関連が79.1%、金属関連が64.2%、その他が37.1%、外国為替デリバティブのうちフォワードが75.6%、バニラ・オプションが46.5%、エキゾチック・オプションが8.9%としている。

ロセッシング（STP）は、クリアリングと TR への報告の実現を容易にする<sup>3</sup>。STP を実現するためには、取引の早期の段階での自動化が求められる。例えば、取引の交渉手段として電話による取引仲介（voice broking）では、電子的なコンファメーション（取引確認）のシステムの利用が STP 化の実現に欠かせない。いくつかの種類取引では、バイラテラルなマニュアルのプロセスが残っており、オペレーショナル・リスクを削減し、取引プロセスの段階を減らすには自動化が必要であるとしている<sup>4</sup>。

## 2. クリアリングおよび取引所等取引のための標準化

報告書は、OTC デリバティブ契約が標準化されクリアリングに適しているかどうかを判断する際に当局は、①商品の契約条項およびオペレーション・プロセスの標準化の程度、②当該商品の市場の厚みおよび流動性、③公正で信頼性があり一般に受け入れられている価格情報ソースを考慮すべきとする。その際、CCP が商品のリスクの性質を把握し、モデル化し、管理することが可能かどうかを当局は考慮すべきであると述べている。

### 1) 法的な標準化、オペレーションの標準化

OTC デリバティブの契約条項の標準化について報告書は、契約条項の完全な統一までは必要ないとの見方を示す。報告書は、法的な標準化、オペレーションの標準化を実施することによって、プロセッシングの自動化が図られ、市場参加者が容易に取引再構築できるような契約のストラクチャーとなることを指摘する。それにより、市場参加者は取引が容易になり、より大きな市場流動性が市場にもたらされることが期待される。

法的な標準化とは、マスター・ネットリング契約等を含む市場参加者に共通の法的なドキュメンテーション、定義、コンファメーションの利用を意味する。ISDA のマスター契約書のような標準化されたドキュメンテーションや定義、コンファメーションは、①カウンターパーティ間の取引関係を表す枠組みを提供し、②標準フォーマットにより経済的な取引条件を定める手段を提供し、③参加者間の法的関係や与信関係を規定し、クローズアウト時の商品をまたがったネットリングを可能にするとしている。

一方、オペレーションの標準化は、一般に合意されているタイムテーブルの中で、共通に管理される商品の取引プロセッシングやライフサイクル・イベントによって測られるとする。ライフサイクル・イベントとは、取引の捕捉（capture）、コンファメーション、決済、クローズアウト、ターミネーション（解約）などである。報告書はこうした OTC デリバティブ取引におけるライフサイクル・イベントを共通に取り扱うことが、OTC デリバティブ

<sup>3</sup> STP とは、取引の発注・約定から照合、クリアリング、決済までの一連のプロセスを標準化されたメッセージ・フォーマット等によりシステム間を自動的に連動させることによって、人手を介すことなく電子的な情報の流れとしてシームレスに処理すること。

<sup>4</sup> 報告書は、完全な自動化と STP 化に加えて、さらなる商品の標準化、ドキュメンテーションの標準化、マニュアル・プロセスの自動化、ビジネス慣行の変更がなければ、クリアリングと TR への報告は十分に達成できないとの見方を示している。

市場がクリアリングに適しているかどうかの指標になるとして、取引慣行の標準化もクリアリングおよび取引所等での取引を促す要素であることを述べている<sup>5</sup>。

そして、報告書は、支払日や満期、様々なイベントに基づく支払いのトリガーやオプションの契約といった契約条項に関するフレキシビリティは、クリアリングおよび取引所等の取引に適した商品であってもある程度は維持されるとする。商品の契約条項のメニューには一般的な合意が求められるとしており、定義に関して一般的な承諾があり修正可能と認められたパラメータの範囲内であれば、契約条項のある程度のカスタマイズは可能であるとの見方を示している。実際、大半のクレジット・デリバティブ商品、ほとんどすべての金利デリバティブ商品、多くの OTC エクイティ・デリバティブ商品については、契約上、オペレーションの標準化が図られているとして、G14 デイラー（主要ディーラー）に認められている<sup>6</sup>。

## 2) OTC デリバティブ商品の市場流動性

当局は商品が標準化されクリアリングに適しているかどうかを判断する際に、清算参加者がデフォルトした場合の CCP のポジション管理能力を考慮すべきとする。参加者のデフォルトによって CCP のブックはバランスしなくなるため、CCP はクローズアウト、清算 (liquidating)、ポジションのヘッジによって市場を通じて、またはオークション、デフォルト・ポジションの配分といった清算参加者とのデフォルト管理の仕組みを通じて、リバランスを図る能力が求められる。後者の場合は市場の流動性に依存することになるため、OTC デリバティブ商品がクリアリングに適しているかを判断する際には、市場流動性が重要な要素になることを指摘している<sup>7</sup>。そして、流動性を評価する場合は、OTC デリバティブ市場の流動性が時間を通じて安定的に推移し、清算参加者のデフォルト後でも十分な流動性があることを考慮すべきであるとしている。また、市場にごく少数の主要参加者しかいない場合には、市場で商品のポジションをヘッジすることが難しくなる。つまり、清算参加者のデフォルト後の流動性を考慮する際には、多様でバランスのとれたアクティブな参加者が取引を行っていることが重要だと述べている。

また、OTC デリバティブ商品が標準化されクリアリングに適しているかを判断する際には、市場で適切な価格情報が入手可能かどうかを考慮すべきとしている。ポジションの値

<sup>5</sup> CDS 市場では業界としてクリアリングを推進する方向で動いており、金融情報サービス会社 Markit が参照する原資産、参照企業には RED コードという識別コードが付与される。

<sup>6</sup> G14 デイラーは、バンク・オブ・アメリカ、バークレイズ、BNP パリバ、シティグループ、クレディ・スイス、ドイツ銀行、ゴールドマン・サックス、HSBC、JP モルガン・チェース、モルガン・スタンレー、RBS、ソシエテ・ジェネラル、UBS、ウェルズ・ファーゴである。

<sup>7</sup> なお、報告書はストレス時に流動性が失われる商品をクリアリングの対象から合理的に除外できなかったとしても問題はないとする。そのような状況では CCP のデフォルト管理の仕組みが機能することがその理由である。清算参加者はデフォルトした参加者のポートフォリオのオークションへの入札参加を事前承諾しており、オークションが成立しなかった場合にはデフォルト・ポジションの配分が行われる。また、高度に標準化された契約であっても十分な流動性のない商品を取引所で取引する事例は数多くあり、取引所等での取引が成功するのに要する流動性は、取引プラットフォームの性格にも依存していることを指摘している。

洗い (mark to market) や変動マージンの支払いを行う参加者には、価格情報は不可欠である。また、潜在的な将来の価格変動をモデル化し、イニシャル・マージン (取引開始時に差し入れる証拠金) や保証基金 (デフォルト・ファンド) を設定するために、CCP には価格情報が必要である<sup>8</sup>。価格情報は流動性のある市場で得られる。取引所等の場合は指値注文板 (limit order book) から価格情報が入手できる。一方、OTC デリバティブ市場は呼び値主導 (quote-driven) の市場であるため、主要なディーラーを含む市場参加者から呼び値を集計し、コンセンサスの得られた価格を算定する第三者的なサービスが必要となる。

一方、市場価格が存在しない場合は、価格データはプライシング・モデル等から算定される。価格情報がなく価格がモデルに依存している場合はリスク管理上の問題が生じるため、クリアリングに適した標準化が十分とはならない可能性を報告書は指摘する。その場合には、ボラティリティの高い市場となり、ジャンプ・トゥ・デフォルト (jump-to-default) という内在するオプション性、不連続なプロセスによる固有 (idiosyncratic) の商品性を有することとなる。報告書は、モデルに基づく価格に依拠した新しい商品については、クリアリングに適切な標準化が十分に図られない可能性があることを指摘している。

### 3. ビスポーク型の OTC デリバティブ

OTC デリバティブ商品の法的な標準化やオペレーションの標準化は、デリバティブ商品の経済的な機能を規定し、それに制約を課すことになる。報告書は、特定のリスク・ヘッジのためには、標準化された商品ではなく、カスタムメイドのビスポーク型商品 (bespoke product) が選ばれるであろうとみており、OTC デリバティブ市場の一定割合については、標準化が図られないビスポーク型商品が引き続き残存するとの見方を示している。

ビスポーク型商品は多くの場合、標準化商品のうち、①原資産、②行使価格、③支払い、④キャップおよびフロアー、⑤満期日に関して変更が加えられ、より複雑にカスタマイズされた商品も存在する。ビスポーク型商品に対する市場参加者のニーズは多様で、保険会社や銀行、ヘッジファンド、機関投資家だけでなく事業会社もエンドユーザーとなる。ビスポーク型商品を利用する目的として、①標準化商品と比べた場合のより正確なヘッジの実現、②ヘッジ会計における厳格な条件への適合、③投資戦略の調整への対応を挙げている。特定のユーザー・ニーズに正確にカスタマイズされた OTC デリバティブ商品は、標準化商品よりも低いヘッジコストを実現させるかもしれない。また、国際会計基準審議会 (IASB) や米国財務会計基準審議会 (FASB) が定めるヘッジ会計を利用する場合には正確なヘッジが条件付けられることから、ビスポーク型商品が利用される可能性がある。さらに、市場参加者がポジションのリスク・エクスポージャーをとりに行くために、より効率的な手段としてビスポーク型商品への投資を選択する可能性が指摘されている。

その上で報告書は、強制的なクリアリング義務とクリアリングに伴う関連コストによっ

<sup>8</sup> 保証基金とは、CCP が参加者のデフォルトにより生じた損失が、デフォルト当事者が差し入れている担保等では補填ができない場合に使用されるファンドのこと。

て市場参加者がビスポーク型商品を利用するインセンティブが増し、規制の抜け穴を探すようにビスポーク型商品が使われる可能性を指摘している。もっとも、クリアリングにはイニシャル・マージン等の直接コストが発生する一方で、ビスポーク型商品の場合は、標準化商品に比べると幅広いビッド・オファーのスプレッドといった間接的なコストが生じることを指摘している。また、ビスポーク型商品を利用することでより多くの収益を得られる可能性がある一方で、強制的なクリアリング義務が適用されるにつれて標準化商品の選択の幅が広がり、市場参加者のビスポーク型商品に対するニーズが減少する可能性も指摘している。こうしたことから、報告書は、ビスポーク型商品がクリアリングおよび取引所等での取引を回避するために利用される商品かどうかを当局がモニタリングし、そのような実態をみつけた場合には適切な措置をとるよう勧告している。

### Ⅲ. クリアリング、CCP

ピッツバーグ・サミットでは、少なくとも 2012 年末までにすべての標準化されたデリバティブは CCP を介してクリアリングを行うこと、非クリアリング契約にはより高い資本賦課を課すことが合意されている。FSB の報告書は、強制的なクリアリングの義務付けと、システムック・リスクを反映したクリアリング対象外のデリバティブ契約に対する資本賦課によって、①標準化に対する業界のコミットメントの確保とクリアリングの拡大を含む、クリアリングの利用に向けたより大きなインセンティブ付けを図り、②非クリアリング商品に対するバイラテラルのカウンターパーティ・リスク管理に係る要件を整備すべきであるとしている。こうしたアプローチについて報告書は、クリアリングによってリスクが削減された OTC デリバティブの割合を大きく引き上げていくための包括的なパッケージと位置づけている。

#### 1. クリアリングの進展

報告書はクリアリングの進展は課題であるとする。クリアリングのための市場インフラとして CCP が設立されるようになってきた一方で、すべての標準化された OTC デリバティブ商品をクリアリングするというコミットメントを達成するには多くの作業が残っているとされている。そして、当局がクリアリングの目標を設定するためのさらなる分析、質の高いデータを提供する基盤の開発の必要性を述べる。

クリアリングの進展は、OTC デリバティブ商品のクリアリングを行う CCP の設立にみられる。主として金利スワップや CDS、コモディティ関連スワップについては、いくつかの CCP がすでにクリアリング業務を開始している（図表 2）。そして、CCP においてクリアリングされる標準化されたデリバティブの程度を測ることが課題となっていると指摘する。報告書はその程度を測る指標の例として、デリバティブ取引全体の想定元本に対してクリアリングされた取引の割合（推計値）を挙げている（図表 3）。しかし、この指標は、①クリアリングされた取引の量を過小評価していること、②取引全体の想定元本には非デ

図表 2 デリバティブに関する中央清算機関

	中央清算機関	清算対象のOTCデリバティブ商品
金利	CME Clearing	金利スワップ、TRA（金利先渡契約）
	International Derivatives Clearing Group	金利スワップ
	LCH. Clearent Ltd Swap Clear	ブレインバニラの金利スワップ、OIS
クレジット	CME Clearing	北米のCDSインデックス
	Eurex	欧州のCDSインデックス、それに含まれるいくつかの個別銘柄
	ICE Clear Europe	欧州のCDSインデックス、それに含まれる個別銘柄（現在サブセットのみ）
	ICE Trust US	北米のCDSインデックス、それに含まれる個別銘柄（現在サブセットのみ）
	LCH. Clearent SA	欧州のCDSインデックス、それに含まれる個別銘柄（予定）
エクイティ	Eurex	OTCの交渉ベースのエクイティ・デリバティブ
	LCH. Clearent Ltd	
コモディティ	CME's ClearPort	OTCの農産物、エネルギー、金属
	LCH. Clearent Ltd	OTCの鉄鉱石スワップ、肥料スワップ、農産物、運輸先物
	ICE Clear Europe	OTCのエネルギー、排出権
	SGX AsiaClear	エネルギー、鉄鉱石、運輸先物
外国為替	—	—

（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

図表 3 主要 OTC デリバティブ商品に関する CCP 経由の割合（推計値）

	想定元本	うちCCP利用	CCP利用の割合
金利デリバティブ	356.8	108.4	31%
金利スワップ	231.6	108.0	47%
ベースス・スワップ	12.5	0.4	3%
CDS	25.0	3.3	13%
マルチネーム	10.4	2.3	22%
シングルネーム	14.7	1.1	8%
エクイティ	6.6	0	0%
コモディティ	2.9	—	20~30%
外国為替	49.2	0	0%

（注） 単位は兆ドル

（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

ディーラー間の取引が含まれないことなどの問題がある<sup>9</sup>。すなわち、OTC デリバティブ市場の全体的な状況を把握し、クリアリングの目標を定める際の障害として、利用可能で比較可能なクリアリングに関するデータが入手し難いという問題がある。報告書は、利用可能なデータには制約があること、いずれの商品が標準化可能であり、CCP がそのリスクを管理できるかを決定するには、市場環境、商品のリスクと流動性の性質に関する見識が求められる。そのため、標準化とクリアリングの拡大が可能な分野を当局が判断するには、市場参加者の協力が欠かせないとして、市場参加者のコミットメントを求めている。

<sup>9</sup> ①については、CDS の取引ではディーラーと CCP の間の取引がネットィングされるため、より小さな取引量として算定されている可能性がある。また、②に関しては、金利スワップおよび CDS の全体の想定元本残高は、主にディーラー間の取引であり、カウンターパーティの片方のみがディーラーの場合には必ずしも取引が報告されていないという問題がある。



## 2. 強制的なクリアリング義務に関する規制の適用

十分に標準化されたすべてのデリバティブは原則としてクリアリングが求められ、クリアリング対象外の OTC デリバティブ商品については、そのシステミック・リスクを反映して追加的な資本賦課が課せられる。したがって、資本規制が要求される市場参加者にはシステミック・リスクに係る負担が求められることになることから、標準化・クリアリングされたデリバティブを使うインセンティブをもたらす。しかしながら、クリアリングにシフトさせる資本規制のインセンティブには限界があり、資本規制によってすべての標準化された OTC デリバティブをクリアリングにシフトすることは現実的ではない。そこで報告書は、すべての標準化されたデリバティブがクリアリングされることが確保されて初めて、当局が強制的なクリアリング義務を適用するとの考えを示している。

### 1) 強制的な清算業務が課される商品の決定

当局はどの商品が強制的なクリアリング義務の適用対象となるかを定めなければならない。一方、商品が標準化されクリアリングに適していると判断されたにも拘わらず、いずれの CCP も当該商品をクリアリング対象としない場合には、当局はその理由の調査が求められる。特に、法定的リスクによって CCP が消極的になっているのか、利益相反が CCP のガバナンスに生じているのかについて当局は検証を行うことになる。調査の結果、正当な理由が十分でない場合には、①適時に、もっとも慎重な方法で CCP にイノベーションを促すようなインセンティブを与えること、②取引の制限や禁止を検討することを含め、当局は CCP にクリアリングを促す措置をとるべきとする。一方、市場参加者はクリアリングが要求されないように商品の契約条項を設計することができるため、報告書は当局に対して潜在的な規制アービトラージを生じ得るかたちで強制的なクリアリング義務を課すべきではないとし、当局に規制アービトラージの動きを監視するよう求めている。

### 2) 適用除外の検討

報告書は、標準化された OTC デリバティブ契約は原則として CCP を通じたクリアリングが求められるが、当局が強制的なクリアリングの適用除外を検討する際には保守的な基準が求められるとともに、システミック・リスクをもたらすような適用除外を認めてはならないと述べている。すべての金融機関に強制的なクリアリング義務を求めれば、より規模の小さな金融法人にデリバティブのオペレーションをアウトソーシングすることを防ぎ、潜在的な規制アービトラージを減らすことができる。その一方で、非システム上重要な金融機関にクリアリングの義務を課すことは、後述の CCP へのアクセスの問題との関係で、課題となっていることを指摘する。

すべての非金融法人に強制的なクリアリング義務を課すことについては、報告書は必ずしもシステミック・リスクの削減にはならないとして慎重姿勢を示している。非金融法人は主として商業活動から生じるリスクをヘッジするために OTC デリバティブを利用する。

そのような OTC デリバティブの利用では、資産とヘッジの価値が逆相関しているため、当該企業が破綻しても金融システムに重大な損失をもたらす可能性は低いという認識を示す。非金融法人のエンドユーザーによる市場参加の程度は重大ではなく、常に取引に参加しているわけでもないことから、その相互関連性とデフォルトに伴う外部性は限定されるとの見方である<sup>10</sup>。

さらに、各法域が強制的なクリアリング義務の適用除外を設けた場合には、規制アービトラージを防ぐために、国際的な調和が不可欠の要素となる点を指摘する。

### 3. 重要な市場インフラとしての CCP

報告書は、OTC デリバティブのクリアリングを提供する CCP は、重要な市場インフラであり、その機能は金融の安定にとって不可欠なものであると評価する。より多くのデリバティブ契約のクリアリングが行われると、CCP の健全性確保がより重要な課題になる。また、CCP の設計に際しては、①CCP への非差別的なアクセスの確保の必要性、②CCP の意思決定を統制するインセンティブ構造の評価の必要性という 2 つの側面が、強制的なクリアリング義務を課すに当たって重要だと述べている。

#### 1) CCP のリスク管理と規制上の監視

CCP は、清算参加者からのリスクを包括的に管理し、効果的にリスクを特定・監視・管理するための健全なリスク管理の枠組みを有し、参加者が CCP にもたらすリスクを管理・抑制する適切なインセンティブを与えなければならないとする<sup>11</sup>。また、ストレス時を含む CCP の流動性ソースに対するアクセスの重要性を指摘する。そして、中央銀行からその流動性が供与されるかどうかは重要な論点であると指摘するものの、報告書の検討の対象外としてそれ以上の議論を加えていない。CCP の流動性のリソースとストラクチャーについては、支払・決済システム委員会 (CPSS) と証券監督者国際機構 (IOSCO) による市場インフラ全般に関する検討作業において議論されるとしている<sup>12</sup>。

複数の CCP が競争を行う、あるいは CCP が複数の法域でオペレーションを行う場合、CCP の監視基準の調和が図られることは、規制アービトラージを防止し、低いマージンを設定することなどによって CCP が取引を呼び込むことを避けるために重要となる。規制当局は最低限、CPSS および IOSCO と共同で策定する基準を適用し、CCP が強固で一貫した

<sup>10</sup> 当局が非金融法人を強制的なクリアリング義務の対象とする場合には、そうした措置がシステムミック・リスクをもたらさないこと、市場にとっての CCP によるクリアリングの便益を失わないようにしなければならないとしている。

<sup>11</sup> そのために CCP は、①取締役会、上級経営者による監視、②信用・流動性・オペレーションその他のリスクを削減・緩和するための方針・手続き、③清算参加者のデフォルトに対処するための方針・手続き、④リスクを特定・測定・監視・制限するための情報管理システムその他のツール、⑤リスク管理方針・手続きの適切性を監視・評価するための包括的な内部統制を有することが求められる。

<sup>12</sup> 2010年2月、CPSS と IOSCO は市場インフラ（資金決済システム、証券決済システム、清算機関等を含む）に係る既存の基準見直し作業の開始を公表している。2011年の早い時期に市中協議案を公表の予定。

方法によって基準に適ったまたは基準を上回る対応を行うよう働きかけなければならない。また、当局は CCP のクロスボーダーの活動に対する協力・協調の枠組みを構築する必要がある。これに関連して、デリバティブに関わる規制当局の集まりである OTC デリバティブズ・レギュレーターズ・フォーラム (ODRF) は 2009 年 10 月以来、OTC デリバティブに係る CCP と TR に関する協力、意見交換、情報交換のための手段を規制当局に対して提供している。

## 2) CCP へのアクセス

強制的なクリアリング義務に対応するには、市場参加者は直接参加者、または間接参加者 (client clearing) として CCP にアクセスし、クリアリングを行う必要がある。間接的なアクセスの場合は、CCP および直接参加者が顧客のポジションと資産の分別管理とそれらの移動可能性 (portability) を確保する措置を講じるようにしなければならないとする。報告書は、直接参加者の対象を拡大すれば、多様な参加者が新たに加わりリスクが生じるため、CCP への直接参加にはある程度の制限を設けざるを得ないとの考え方を示している。また、直接参加者が間接参加者にクリアリングを提供するか否かの決定は、営利目的上の検討、またそのリスクに関する検討に基づくものである。もっとも、市場参加者の CCP に対するアクセスを管理する現行の規則は多様であり、CCP がクリアリングを行う商品のリスク特性を部分的にしか反映していないとの見方を示している。

OTC デリバティブの CCP は商品が複雑なため、一般に高いレベルの参加者基準が設けられている。その基準は清算参加者がデフォルト手続きや損失分担に対応できることを確保するために設けられており、それによりバイサイドや中小金融機関は直接参加者となることが難しくなっていると。報告書は、直接参加者の基準が客観的で不当に差別的であってはならないとする。バイサイドその他の市場参加者が直接参加者になれない場合、業界や規制当局は、主に間接参加を通じて OTC デリバティブのクリアリングへのアクセスを拡大するための作業を継続すべきであるとする。また、当局は、OTC デリバティブの CCP とディーラー、バイサイド、小規模の市場参加者との対話を続けるべきと述べている。

従来とは異なるより多様な清算参加者にクリアリングを提供する場合は、清算参加者の監視の違い、デフォルト手続きに参加する清算参加者の能力評価を含め、CCP に大きな課題が生じる。バイサイド等の市場参加者にとってはマージンの支払いは新たな要件となる。一方、直接参加者は一般的に小規模な市場参加者の間接参加の受け入れに消極的であるため、小規模ディーラーが間接参加できないおそれがある。そこで、報告書は間接参加が実現できるような環境を当局が確保すべきとしている。間接参加における顧客の保護の十分性を評価する際には、倒産法の下で CCP のオペレーションが顧客のポジションと資産の分別保管、移動可能性を確保するものであるかを当局は検討する必要があるとし、特に、クロスボーダーの文脈で顧客保護に制限を加える倒産法制の潜在的な利益相反に対処すべきとしている。

### 3) CCP のガバナンス

OTC デリバティブ市場のグローバルな性格を踏まえると、多様な関心と目的をもった異なる種類の直接参加者、間接参加者が存在することから、CCP はその参加者や直接・間接の相互依存関係を有する顧客、サービス提供者のような多様なステークホルダーの様々な利益を考慮するようなガバナンス調整を図ることが求められる。また、強制的なクリアリング義務を適用する場合には、CCP はリスクに関する検討が主たる意思決定の理由であって、自らの利益追求による過度なリスクテイクが理由であってはならないとする。規制当局は CCP を承認し、そのサービスを認可するプロセスにおいて適切なガバナンスが構築されるようにしなければならない。

### 4. 資本規制のインセンティブ

バーゼル III ではカウンターパーティ・リスク管理の強化が行われ、銀行等については OTC デリバティブのエクスポージャーに対して資本賦課が強化される。バーゼル III では CPSS-IOSCO 基準を満たす CCP を利用したエクスポージャーには、低い水準のリスクウェイトが適用 (2%) される一方、非クリアリング・デリバティブにはより高い資本賦課が課される。リスクベース資本は標準化とクリアリングのインセンティブを与える一方で、リスクベース資本のインセンティブは、イニシャル・マージンや保証基金の負担金といったクリアリングに伴うコストを下回るかもしれない。報告書は、自己資本規制のインセンティブだけでは、すべての標準化されたデリバティブがクリアリングされるという目標を達成することは難しいとみている。

また、自己資本のインセンティブは、銀行やプルーデンス規制下に置かれる金融機関に限定される。銀行その他の金融機関がマーケット・メーカーやカウンターパーティである限りは、自己資本のインセンティブがその他の市場参加者にも影響するものの、取引の双方が機関投資家や事業会社といった非規制法人である場合にはインセンティブは働かない。したがって、強制的なクリアリング義務やより強固なバイラテラルのカウンターパーティ・リスク管理実務を導入する義務といった手段が、OTC デリバティブの標準化およびクリアリングに向けて、非規制法人に適切なインセンティブを与えることを確保する必要がある。

### 5. クリアリングのためのその他のインセンティブ

強制的なクリアリング義務が適用されると、市場参加者はそれを避けるために非標準化商品を利用するインセンティブをもつことから、報告書はそれに対応するには、商品とオペレーションの標準化の拡大に向けた業界のコミットメントを確保することが必要であるとする。それに加えて報告書は、当局がクリアリング義務のインセンティブ付けを検討すべきとし、市場参加者がデリバティブと経済的に同等の非デリバティブ商品を組成し、強

制的なクリアリング義務を避けるために非標準化商品の利用の程度を監視すべきであるとしている。

当局は強制的なクリアリング義務が完全に適用されるまで、市場参加者がクリアリングされる OTC デリバティブの取引量拡大に対するコミットメントを確保し続けるべきであるとする。そして、市場参加者や CCP との関係においては、明確な目標をもった監督上の説得 (regulatory persuasion) や道徳的な説得 (moral suasion) が効率的、フレキシブルで有効であり、すでに OTC デリバティブ市場での多くのオペレーション上の改善をもたらしているとし、監督上の説得や道徳的な説得は必ずしも金融イノベーションを妨げたり、新たなビジネス障壁をつくるものではないとする。強制的なクリアリング義務が適用されるまでの間は、拘束力のない方法が市場参加者にモチベーションを与え、より長期的な目標を達成するためのロードマップを与えるものと述べている。

## 6. 非クリアリング・デリバティブのリスク管理

CCP を通じたクリアリングの主なメリットは、CCP によるマルチラテラルなネットティングとそれに伴うカウンターパーティ・リスクの削減であり、保証基金等を通じて損失分担が図られることも重要である。また、リスクは集中的に管理されるため、バイラテラル取引では積み上がる市場参加者の相互関連性は、CCP を通じて削減され管理される。しかし、クリアリング対象外のデリバティブ契約は、引き続きバイラテラルのカウンターパーティ・リスク管理が求められることから、強制的なクリアリング義務が適用されてもバイラテラルなリスク管理は必要である。OTC デリバティブのカウンターパーティ・リスク管理プロセスとしては、①取引関係構築前のデュー・デリジェンス、②リスク選好 (risk appetite) の決定・設定、③バイラテラル・ネットティング、担保、ポートフォリオのリコンサイルを含むリスク削減措置を挙げている。また、ポートフォリオの取引コンプレッションはオペレーショナル・リスクの削減に有効であると述べている。

OTC デリバティブ取引のクレジット・リスクに対する重要な手段として、法的強制力をもったバイラテラル・ネットティングがある。取引の両サイドが ISDA マスター契約書のようなマスター・ネットティング契約を利用することで可能になる。取引相手にデフォルトが生じた場合、個々の取引のエクスポージャーはネットティングされ担保と相殺された 1 つの債権債務に集約される。したがって、カウンターパーティのリスク選好に応じて決められた担保の数量・条件は極めて重要である。また、クローズアウト・ネットティング (一括清算) はリスク削減に資するため、多くの法域で法的強制力のあるネットティング契約を有する取引参加者に資本および会計上、有利になる取り扱いが設けられている。

また、担保は OTC デリバティブ市場のカウンターパーティ・リスクを削減する手段として最も広く利用されている。OTC デリバティブの担保の標準的なドキュメンテーションは、ISDA マスター契約書に付属する担保契約としてのクレジット・サポート・アネックス (CSA) である。CSA はイニシャル・マージンの額や無担保のレベルなどについて当事者

間の交渉によって調整が可能のため、実際には多様な契約が市場に存在する。もっとも、すべての取引参加者が担保を利用しているわけではなく、2009 年末時点で大手のデリバティブ・ディーラーが参加する取引のうち担保を利用した取引は 78%であった。さらに、市場参加者はバイラテラルな担保よりもより費用対効果が優れた手段を模索しており、取引価格に対するクレジット・チャージ (Credit Valuation Adjustment; CVA) の賦課、クレジット・デリバティブを利用したカウンターパーティ・エクスポージャーのヘッジ等があると述べている。

ポートフォリオとトレーディングのバリュエーションの相違、その結果として生じる遅延 (delay) の問題は、特にストレス時にはカウンターパーティどうしが担保を決定するための値洗いに合意できないため、潜在的に無担保のエクスポージャーが拡大する可能性をもたらす。こうした問題は、カウンターパーティどうしが頻繁かつ自動的なポートフォリオのリコンサイル・プロセスを採用することで削減できると述べている<sup>13</sup>。最近では、ディーラー間の頻繁かつ自動的なポートフォリオのリコンサイルの利用が増えてきている。報告書は、担保付取引のカウンターパーティ間のリコンサイルが増えれば、ポートフォリオ間の差異を解消する効果的な紛争手続きを有することになるとする。また、ISDA の紛争解決の手続き (Collateral Dispute Resolution Procedure) のような紛争処理のプロトコルを採用するよう市場関係者に促している。

そして、市場参加者全体のエクスポージャーとリスクを保つ一方で、重複した不要な取引を圧縮するマルチラテラルなポートフォリオの取引コンプレッションを行うサービスがあることを挙げている。ディーラーはそれによってオペレーショナル・リスクを削減し、流動性と資本の制約を緩和することができる。OTC デリバティブのグロスの想定元本を減らすことで、ポートフォリオの取引コンプレッションは、デフォルトに伴う無秩序なクローズアウトを避ける有効な手立てを提供している点を評価している。

#### IV. 取引所および電子取引プラットフォーム

G20 首脳は、ピッツバーグ・サミットにおいてすべての標準化された OTC デリバティブ契約は、適切な場合には、取引所または電子取引プラットフォームで取引されるべきとの方針を示した。これについて報告書は、標準化されたデリバティブ取引が取引所や電子取引プラットフォームで取引されるのは、①そのような取引が実現可能なまでに市場が十分に発達した場合、②そのような取引が G20 首脳によって設定された目標を促し、そのような取引が標準化、クリアリング、TR への取引報告によって得られる便益を増やす場合であるとしており、報告書は市場の実態に配慮する姿勢を示している。

<sup>13</sup> ポートフォリオのリコンサイルとは、バリュエーション等について、カウンターパーティどうしのポートフォリオを突合し、誤差等の原因究明を行う手続きのことを指す。ポートフォリオのリコンサイルは様々な手法があり、組織内部で行う場合、外部のベンダーが提供する手段を利用する場合がある。

## 1. デリバティブ取引のためのプラットフォーム

デリバティブの取引執行は、マルチラテラルとバイラテラルの間に存在する多様なチャネルを通じて行われる。完全なマルチラテラルの取引では、多様な注文をどう対当させるかという規則が定められている。完全なマルチラテラルの取引は、典型的には規制下に置かれる登録取引所として位置づけられ、参加者に規制上の権限を行使できる。一方、個々の取引参加者の間で行われる完全なバイラテラルの取引では、何をどのように取引するかは当事者の合意によって決まる。マルチラテラルとバイラテラルの両極の間にそれらの仕組みを織り交ぜた様々な取引モデルが存在する。ある取引システムでは、マルチラテラルなシステムを有する一方で取引所が規定するような正式な取引規則は存在しない。また、単一のディーラーが提供するシステムにおいて多数の顧客の参加を認める一方、多様な参加者間の取引の対当や価格競争を提供しないため、取引所とは認められないものもある。取引所や電子取引プラットフォームは、様々な法域において異なる形で定義され規制されており、多様な市場参加者の取引ニーズに適うよう様々な形態の取引所、電子取引プラットフォームが存在する。報告書は、取引所や電子取引プラットフォームの定義や規制の違いは、規制アービトラージの可能性を生み出すことを指摘している。

## 2. 取引前・取引後の透明性

取引所や電子取引プラットフォームは、OTC 市場に比べより高度な透明性を提供する<sup>14</sup>。透明性には、取引完了後に取引の詳細を規制当局、公衆に向けて報告する取引後の透明性と、取引の呼び値や注文の提示に関する取引前の透明性がある。取引所は一般に市場参加者に対する取引前および取引後の透明性と、規制当局、場合によっては公衆に対する報告を確かなものとする法的な義務や仕組みをもっている。一方、OTC デリバティブ市場は第三者にとって取引前の透明性が限られており、取引後の透明性については、規制当局、公衆、そして市場参加者にも限定的である。報告書はその理由について、市場参加者による指摘として、①OTC 商品の標準化の欠如から商品性が異なるため適切に取引価格の比較ができないこと、②OTC デリバティブの価格にはカウンターパーティ・リスクが反映されており取引相手ごとに異なる価格となっていることを挙げている。

一方、取引前・取引後の透明性は市場の流動性を向上し、価格の質を改善することで市場参加者には利益がもたらされ、適切に設計された透明性の枠組みは、価格形成と幅広い市場の効率性という利益をもたらすことを指摘する。さらに取引所等における市場参加者間の取引の相互のやりとりは、バリエーションやリスク管理に利用可能な公正で信頼性がありかつ一般に受け入れられる価格を支えることとなる。その一方で、報告書は取引後の透明性が流動性を低下させる可能性にも触れている。取引所等のプラットフォームにお

<sup>14</sup> 取引所および電子取引プラットフォームの特性としては、①取引システムの運営を管理する無差別かつ透明性の高い規則、②効率的な注文執行のための客観的な基準、③適切な取引前・取引後の透明性、④公正かつ秩序だった市場、⑤差別のないアクセス、⑥登録、規制当局による監視・監督、⑦オペレーションの強靭性、⑧モニタリングが挙げられている。

ける取引の透明性、その結果としての流動性は、取引所等における取引の義務付け、またはそれを促す規制上の措置が適切かどうかを決定する際の判断要素であるとし、特に、取引所等での取引を強制した場合、市場参加者が市場流動性を供給しアクセスする能力を検証すべきとしている。こうした点について、報告書は IOSCO に検討を要請している。

### 3. 取引所等での取引を増やすための措置

報告書は、取引所等のプラットフォームでの取引を拡大するために、すでに取引所等で取引されている商品を対象にまずは取引所等での取引を義務付け、OTC デリバティブ市場から取引所や電子取引プラットフォームでの取引に市場参加者がシフトするにつれて対象範囲を広げるというアプローチを提示する。もっとも、報告書は、取引所等での取引は取引所や電子取引プラットフォームが特定の商品を受け入れた場合に行われ、それは市場のニーズに基づいていることを指摘する。市場参加者が OTC デリバティブ契約から取引所等のプラットフォームに移行するのを嫌がれば、取引所等での取引について当局が望む水準を達成することは難しくなるとの認識を示す。

他方、商品ごとまたは横断的に適用される共通の原則に基づいて、標準化された特定の OTC デリバティブに関して取引所等のプラットフォームでの取引を義務付けるというアプローチも挙げている。この場合、当局は特定の OTC デリバティブについて取引所等での取引が適切と判断するための要素を考慮して決定することとなる。このアプローチは、OTC デリバティブが取引所等での取引を義務付けられる前に、市場参加者が取引所等のプラットフォーム市場を作り出すインセンティブを利用するものである。

## V. 取引情報蓄積機関

ピッツバーグ・サミットでは、OTC デリバティブ契約は TR に報告されるべきとの方針が示された。報告書は、情報の収集・蓄積、情報の普及を一貫した方法で集中化することによって、TR は当局、市場参加者、公衆にとって OTC デリバティブ取引に関する信頼性の高いデータ・ソースとして重要な機能を果たすことができるとする。TR に蓄積された情報は、当局が金融システムの脆弱性に対処し、金融の安定を促進し、システムミック・リスクを削減する規制・監督上の政策立案を可能にし、OTC デリバティブ市場に対するグローバルな視野を当局に与えるとする。また、TR は当局だけでなく市場参加者や公衆のための情報ソースであり、さらにカウンターパーティによる取引報告や TR が提供するサービスにとって均質性が重要であることから、TR の利用は法的、オペレーション上の標準化を促すことも指摘している。当局は、①OTC デリバティブ取引の包括的なデータを収集・保持するために TR を設立し、②市場参加者にすべての OTC デリバティブ取引について、クリアリング取引も非クリアリング取引も正確に適時の方法により TR に報告を行うことを求めなければならないとしている。



図表 4 デリバティブに関する取引情報蓄積機関

	取引情報蓄積機関	場所／当局
金利	TriOptima	ストックホルム／スウェーデン金融当局
クレジット	Warehouse Trust	ニューヨーク／ニューヨーク連銀(ロンドン子会社はFSA)
エクイティ	DTCC/MarkitSERV ジョイント・ベンチャー	ロンドン／FSA

(出所) FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

### 1. 取引情報蓄積機関の設立

現在、クレジット・デリバティブ、金利デリバティブ、エクイティ・デリバティブについては TR が設立されている（図表 4）。クレジット・デリバティブについては、米国の証券振替機構である DTCC の関連会社として Warehouse Trust があり、金利デリバティブに関しては、ストックホルムを拠点とする TriOptima がある。そしてエクイティ・デリバティブについては、DTCC と英国の Markit のジョイント・ベンチャーとしてロンドンに設立された MarkitSERV がある。

### 2. 取引情報蓄積機関の監視、データへのアクセス

TR が保持するデータは市場参加者を含む多くの者に利用され、特に当局や CCP などの市場インフラが OTC デリバティブ市場におけるそれぞれの責務を果たすために必要になる。市場の信頼を損なわないためには、情報の正確性とデータ保護の強固さが不可欠である。OTC デリバティブ市場のグローバルな性格や TR のグローバルな展開を考えると、各国の規制、特に TR の規制や監督を行う関係当局には協力・協調が求められる。取引参加者や商品が複数の法域に関わっている OTC デリバティブ契約については、適切に TR に報告されなければならない。ODRF が CCP に加えて TR に関する協力、意見交換、情報交換のための手段を提供しており、いずれ各国当局間の協力協定が構築される方向であることが述べられている。

一方、自らの責務を果たすために OTC デリバティブ取引の情報を必要とする当局（中央銀行、プルーデンス監督当局、破綻処理当局、市場規制当局を含む）は、十分かつ適時の TR に対するアクセスを確保する必要がある。また、規制上の協力・協調によって TR に対してまたは TR から完全なデータが報告されることを促す必要がある。

### 3. データの範囲および質、信頼性

報告書は、TR のサービス導入状況は様々であることから、当局は OTC デリバティブのアセットクラスにおけるシステム上の重要性に従って、TR の設立と TR の完全な運営への移行について優先順位を付けるべきとする。そして、TR に報告ができないデリバティブ取引については、例外として、市場参加者から関係当局に報告が行われることを求める。

また、当局は TR の機能に関する最低基準とデータの収集に関する詳細事項を協力して定める必要があるとする。グローバルなデリバティブ市場においてグローバルなカバレッジを実現し、市場の包括的な視野を与えるために収集したデータを集計できなければならない。統一的なデータの基準と統一的なデータ交換の機能面での要件を確立することで、当局には OTC デリバティブ市場を評価・分析するための適時かつ一貫性のあるグローバルな視野が与えられると述べている。

さらに、規制や政策の立案を行う際にもデータが利用されることから、OTC デリバティブの取引記録の質と信頼性の高さはデータの必要条件となる。そのため、当局は最も信頼のおける実践的なデータを市場参加者が報告し、TR が収集・提供することを確保しなければならない。当局は、①システミック・リスクと金融の安定の評価、②市場のモニタリング、エンフォースメントの実施、③市場参加者の監督、④紛争の処理を含む責務を有することから、当局の利用する情報には幅と深さが求められる。関係当局は TR と協力し、当局のニーズを特定し当局の責任を執行するため、TR の機能とデータ要素の条件を策定しなければならない。

そして、TR はすべてのクリアリング、非クリアリングの取引に関するデータを収集し、そのデータベースを保持することが求められる。クリアリングの対象取引のうち期限前解約となった場合には、TR は当初の取引条件に関する情報を捕捉し、保持しなければならない。取引のライフサイクルにおいて重要な変更があった場合も同様である。また、TR はグロスおよびネットのカウンターパーティ・エクスポージャーを監視できるデータを収集しなければならない。可能ならば個々の契約の想定元本のみならず、時価ベースかつ担保控除前のエクスポージャーで、カウンターパーティが破綻した場合のネット・エクスポージャーの価値によって監視できることが求められる。これにより市場全体と同様、個々のリスク・カテゴリーのカウンターパーティの集中リスクを捕捉することが可能になる。

報告書は、クリアリングや取引報告に関する G20 のコミットメントの適用を評価するためには、当局は業界のパフォーマンスを評価できるようにならなければならないとする。TR はアセットクラスごとに標準化とクリアリングのレベルを分析することを可能にする十分なデータを集める必要がある。クリアリング取引、非クリアリング取引について市場参加者が TR にデータを提供する要件は、そうした評価を可能にするものでなければならない。当局がその責務を果たすためには、TR のデータの質と信頼性を管理する基準が必要である。また、TR に提供されたデータはグローバル・ベースで直ちに集計されなければならない。そのためには、報告フォーマットと集計のための仕組みの標準化に関する国際的な基準を設ける必要がある。

別表 OTC デリバティブ市場改革に関するFSB 勧告

項目	内容
A. 標準化の推進	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 当局は、市場参加者と協働し、OTC デリバティブ商品の契約条項の標準化を進めるべきである。契約条項の標準化を進める際の優先順位の設定に当たって、当局は、取引量やエクスポージャー等のような各要素の評価を含め、特定の種類のOTC デリバティブ商品のシステムとの関連性について考慮すべきである。</li> <li>2. 当局は、市場参加者と協働し、標準化された業務プロセスやSTPを使用するOTC デリバティブ市場の比率を高めるべきである。標準化、自動化されたプロセスの一層の利用は、標準化された商品の利用を促進するであろう。</li> <li>3. OTC デリバティブ監督者グループ（ODSG＝関連する市場当局もメンバーに含めるべく拡大）は、上記勧告1および2に掲げられた契約条項の一層の標準化と標準化された業務プロセスの一層の利用を実現するため、主要なOTC デリバティブ市場参加者からの野心的なコミットメントの確保を継続すべきである。これらのコミットメントは、一層の標準化を達成するため、そしてクリアリング義務が完全に実施されるまでの暫定的な手段として、クリアリングされる取引量を増加させるための厳しい適用の際の経過目標を伴うロードマップを、2011年3月31日までに公表することを含むべきである。ロードマップは、市場参加者を測定する基本的な評価基準と将来に向けた目標を掲げるべきである。</li> <li>4. 当局は、標準化された商品やプロセスの利用を促進すべく、インセンティブを構築し、適当な場合には、規制を導入すべきである。当局は、クリアリングおよび取引報告義務を避けるだけの目的で市場参加者が非標準化契約を取引している程度についてモニターするため、新たな市場活動を定期的に分析し、そのような行動に対処するための措置を講じるべきである。</li> </ol>
B. クリアリングへの移行	<ol style="list-style-type: none"> <li>5. 当局は、OTC デリバティブ商品が「標準化」され、従って、クリアリングに適しているかどうかを決定するに当たり、(i) 商品に係る契約条項や業務プロセスの標準化の程度、(ii) 当該商品の市場の深度や流動性、(iii) 公正、信頼可能で、一般に受け入れられた価格情報が入手可能か、について考慮すべきである。クリアリング義務を適用すべきかどうか決定する際、当局は、適切な専門性を持つ中央清算機関（CCP）による商品のリスク特性の計測や財務モデル化、管理が可能かどうかを考慮すべきである。</li> <li>6. 当局は、どの商品がクリアリング義務の対象となるべきかについて決定すべきであるが、特定のCCPが効果的にリスク管理できない商品のクリアリングを当該CCPに求めるべきではなく、また、G20の目的に整合的でない状況でクリアリングを義務付けるべきではない。OTC デリバティブ商品が標準化されておりクリアリングされるにふさわしいと当局が決定したが、当該商品をクリアリングしようとするCCPが存在しない場合、当局はその理由を調査すべきである。調査後に、クリアリングされないことに不十分な理由しかないとして当局が決定した場合には、当局はクリアリングを促進するための適切な措置を講じるべきである。そのような措置には、CCPによるイノベーションをタイムリーに、しかし慎重に奨励するインセンティブを与えることや、クリアリングに適しているがクリアリングされていないOTC デリバティブ商品の取引の制限・禁止措置を検討することが含まれ得る。</li> <li>7. 市場参加者がクリアリング義務を満たすことを可能とするため、CCPへの（直接、そして直接参加者との顧客取極めを通じた間接的な）アクセスは、不当に差別的でない客観的な基準に基づかなければならない。当局は、クリアリングへの間接的なアクセスのために安全で健全な環境を構築しなければならず、これを達成するために、CCPや市場参加者が業務を行うに当たっての法的枠組みや規則を変更するために必要な提案を行うべきである。当局はモニターのうえ、間接的なアクセスへの不当な障壁を発見した場合にはこれに対処すべきである。当局は、顧客のポジションと資産の分別保管および移管可能性を提供するために、CCPと直接</li> </ol>

項目	内容
	<p>参加者が効果的な取極めを備えるよう求めるべきである。この際、当局は、破産法の影響や、クロスボーダーの文脈で生じ得る破産法制間の不一致に対処すべきである。</p> <p>8. 当局は、クリアリングの適用除外を適切に設定すべきであり、除外することによりシステミック・リスクを引き起こし得るような除外を認めるべきでない。当局はあらゆる適用除外の利用を積極的にモニターし、その適切性について定期的に検証すべきである。</p> <p>9. グローバルな規制上のレベル・プレイング・フィールドを確保し、金融システムの安全性を増進するため、OTC デリバティブの CCP は、CPSS および IOSCO が共同で策定中の国際基準を最低でも満たしている規制上の基準に基づき、強固で一貫性のある監督および監視に服すべきである。</p> <p>10. 当局は、より高い資本要件に関連してパーゼル委員会が提案している改革のように、クリアリングされない OTC デリバティブ商品のシステミック・リスクを含むリスクを適切に反映するプルーデンス要件を適用すべきである。同時に、当局は、OTC デリバティブ取引を行い資本規制に服する（証券会社や保険会社のような）他の金融機関に対しても類似の資本上のインセンティブを適用すべきである。当局は、資本規制に服さない（事業会社や投資家のような）市場参加者によるクリアリングを奨励するために資本上のインセンティブ以外の手段が必要かどうか検討すべきである。</p> <p>11. 非標準的なデリバティブを含む OTC デリバティブ市場の一定部分はクリアリングされないまま残るであろうという認識の下、当局は、クリアリングの対象とならない契約に伴うカウンターパーティ・クレジット・リスクやオペレーショナル・リスクを測定・モニターし、低減させるため、市場参加者が堅固で強靱な手続きを保持していることを確保しなければならない。当局は、担保化を含む強力なバイラテラルのリスク管理基準を設定・適用し、市場参加者が定められたベストプラクティスに照らして自己を評価するよう求めるべきである。この観点から、ODSG は取引コンプレッション、紛争処理、ポートフォリオ・リコンサイルの拡大へ向けて主要ディーラーからの野心的なコミットメントの確保を継続すべきである。当局は、追加的もしくは強化された手段が必要かどうか判断するため、積極的に市場のクリアリングされていない部分をモニターすべきである。</p> <p>12. IOSCO は、他の当局と適切に協働し、規制アービトラージの可能性を最小化するため、クリアリング義務の各商品・市場参加者への適用や適用除外について調整すべきである。</p>
C. 取引所または電子取引プラットフォームにおける取引の促進	<p>13. IOSCO は、他の適切な当局の参加を得て、(i) デリバティブ取引に利用され得る多様な取引所および電子取引プラットフォームの特性、(ii) 取引所または電子取引プラットフォームにおける取引を実用的なものとする市場の特性、(iii) 標準化の促進、クリアリングへの移行および取引情報蓄積機関 (TR) への報告による便益に追加される便益の特定を含め、取引所または電子取引プラットフォームにおける取引を増加させることの便益および費用、(iv) 取引所もしくは電子取引プラットフォームに取引を移行させるために望ましい規制上の取組み、について 2011 年 1 月 31 日までに分析すべきである。</p> <p>14. 当局は、標準化されていないまたはクリアリングされない取引で店頭で取引され続けるものを含め、全ての取引について、価格の公表や取引量の透明性を求めることの便益と費用を調査すべきである。</p>
D. 取引情報の報告	<p>15. 当局は、取引が最終的にクリアリングされるかどうかにかかわらず、全ての OTC デリバティブ取引の包括的データを集積、保持し、(公衆および当局へ) 報告すべく、TR が設立されることを確保すべきである。当局は、TR の当局、市場参加者および公衆に対する情報源としての必要不可欠な機能に鑑み、TR の規制に係る明確な枠組みを構築すべきである。TR は、CPSS および IOSCO が共同で策定中の</p>

項目	内容
	<p>国際基準を最低でも満たしている強固で一貫性のある監督、監視および規制上の基準に服すべきである。</p> <p>16. 市場参加者、中央銀行、プルーデンス監督当局および破綻処理当局は、各々がその規制上の責務を遂行するために要求する TR のデータに対し、効果的かつ実務的なアクセスを持たなければならない。正規の国際金融機関による TR の情報へのアクセスも、それらの機関の責務と統合的な場合には適切な方式により許可されるべきである。</p> <p>17. 関連するデータの規制上の報告について顧客から同意を得るための現行の努力に加え、当局は、必要な場合、TR がデータを集積・頒布するに当たっての法的障害に対処するための立法上の措置を提案すべきである。当局は、関連当局が各々の責務に関連するデータへ完全かつタイムリーにアクセスできるよう、適切な情報頒布と守秘の取極めが備わっていることを確保すべきである。</p> <p>18. 当局は、市場参加者が、クリアリングされている取引、されていない取引のいずれであれ、全ての OTC デリバティブ取引を正確かつタイムリーに TR に報告するよう求めるか、特定の取引を TR に報告できないような例外的な場合には、関係当局に報告するよう求めなければならない。取引がクリアリングされているもしくは期中解約されている場合には、TR への報告は、当初の契約条件に関する情報も捕捉・保管しなければならない。</p> <p>19. TR への取引報告に係る義務を定める法的責務を有する当局は、当局が各々の責務を遂行し、中でもクリアリングや取引所もしくは電子取引プラットフォームにおける取引に係る G20 のコミットの実施をモニターすることを可能にするため TR へ報告されるべきデータを特定するべく、FSB Data Gaps and Systemic Linkages Group が作成中の報告書における勧告を検討し、グローバル金融システム委員会 (CGFS)、国際決済銀行 (BIS)、ODSG および OTC デリバティブ・レギュレーターズ・フォーラム (ODRF) と協議すべきである。さらに、データはグローバル・ベースで容易に集計できる必要があるため、2011 年末までに CPSS および IOSCO は、他の当局および ODRF と協議の上、市場参加者による TR への報告および TR による公衆および当局への報告の両方について (i) 最低限必要なデータ報告要件および標準化フォーマット、(ii) グローバル・ベースでのデータ集計の方法および仕組み、を策定すべきである。</p>
E. OTC デリバティブ市場の改革における評価と協力	<p>20. ODSG は、他の基準設定主体、BIS、他の関連当局および市場参加者と協働し、本報告書の勧告、そしてより一般的には、クリアリング、取引所もしくは電子取引プラットフォームにおける取引、および TR への報告に係る G20 のコミットメントの達成状況を測定するため、適切な報告基準を策定すべきである。当該基準の策定および必要なデータの特定は、FSB が 2012 年末の期限時点で実施状況を評価できるようなスケジュールで行われなければならない。</p> <p>21. 当局は、各金融セクターにまたがる全ての関連する当局間で、OTC デリバティブ市場や市場参加者に係る協議・協力および情報交換を円滑化するため、二国間または多国間の枠組みを引き続き利用・促進し、必要な場合には構築すべきである。当局は、複数の国の取引当事者や商品に関連する OTC デリバティブ契約のクリアリング義務付けに関する適切な調整を行い、また、そうした契約が適切に TR へ報告されることを確保すべきである。さらに、ODRF は、CPSS および IOSCO と協働し、個別の TR やシステム上重要な OTC デリバティブの CCP に関する関連当局間での監督上の取極めおよび情報交換に係る効果的な協力・調整のための共通フレームワーク策定の促進を継続すべきである。</p>

(出所) FSB 報告書、金融庁仮訳より野村資本市場研究所作成