

## デリバティブ清算機関（CCP）の再建・破綻処理に関する議論

吉川 浩史

### ■ 要 約 ■

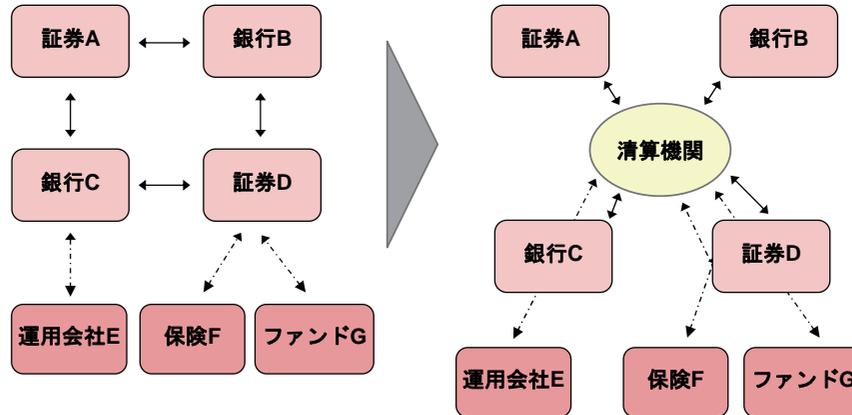
1. 2008年のリーマンショック後、各種の金融規制改革が進み、その影響で店頭デリバティブ市場では清算機関（CCP）の利用が増加している。CCPを介した取引の拡大により、市場の透明性は高まったが、同時に CCP へのカウンターパーティ・リスクの集中が進んでいる。
2. バーゼル銀行監督委員会や証券監督者国際機構といった国際機関は、CCPに集中するリスクが金融システムに重大な影響を与えうるとして、2017年7月にCCPの強靭性、及び再建・破綻処理に関するガイダンスを公表した。
3. ガイダンスでは、CCPで多額の損失が発生するリスクに対し、CCPの損失処理時に使用できる自己資本等の金融リソースの確保・維持といった平時の対応が明確にされ、また危機時のCCPの損失処理において清算参加者への追加拠出の要請や再資本化（増資）といった選択肢も示された。
4. ガイダンスにより CCPの再建・破綻処理に関する枠組みが示されたが、再建の過程で清算参加者に大きな負担が生じうる点や、破綻処理において損失を負担する株主・債権者が CCPの場合は取引所や大手金融機関になっている点など、追加の議論・検証が必要と思われる部分も残されている。
5. 米国・欧州においては、当局が国際的な取り組みと並行して各法域における再建・破綻処理制度の整備を進めている。またデリバティブ市場の業界団体からの提言も行われており、これらの動向から引き続き目が離せない。

### I CCPの金融システムにおける重要性と規制改革

2008年のリーマンショックとその後の世界的な金融危機は、世界経済と金融市場の活動に大きな打撃を与えた。危機後、G20サミット及び国際機関（バーゼル委員会等）により、危機の再発防止と万一再発した際に各国政府が公的資金を用いずに対応する仕組みの確立を目的に、グローバルに各種の金融規制が策定・適用されつつある。

中でも大きな規制改革が進む店頭（OTC）デリバティブ市場では、清算機関（CCP: Central Counterparty）での集中決済（清算）義務と証拠金規制が導入され、標準的なデリバティブ取引を中心に、相対取引（バイラテラル取引）から CCPを介した取引へと市場

図表 1 規制改革による店頭デリバティブ市場の構造変化



(出所) 野村資本市場研究所

構造の変化が生じている<sup>1</sup> (図表 1)。CCP 清算の増加により、OTC デリバティブ市場では透明性の向上が進んでいるが、同時に CCP に取引参加者のカウンターパーティ・リスクが集中するため、CCP における金融システムを不安定化させるリスクへの対応が重要となっている。

そうした中、国際的な取り組みとしては、2012年4月に国際決済銀行 (BIS) の支払・決済システム委員会 (CPSS、現 CPMI) と証券監督者国際機構 (IOSCO) から共同で「金融市場インフラのための原則」 (Principles for Financial Market Infrastructures、以下、FMI 原則とする) が公表され<sup>2</sup>、資金・証券決済システムと CCP に対する国際基準となった。また、銀行に対する規制監督と同様に、CCP についてもストレス環境下の経営状態の悪化に備え、損失発生時の再建・破綻処理の仕組み等が必要と考えられたことから、より具体的な規制改革の議論が BIS や IOSCO 等で行われた。2016年8月には FMI 原則を具体化する追加ガイダンスという位置づけで CCP の強靱性と再建に関する意見募集が行われ、CCP に焦点を当てた規制枠組みの構築が進んだ。

2017年7月5日には、金融業界の意見を踏まえた上で、バーゼル銀行監督委員会 (BCBS)、BIS の決済・市場インフラ委員会 (CPMI)、IOSCO、金融安定理事会 (FSB) から、CCP の強靱性、再建、破綻処理に関する3本のガイダンス (II~IV章で紹介)、及び相互依存性、規制の適用に関する2本の分析レポートが公表され<sup>3</sup>、CCP の再建・破綻処理に関する包括的な枠組みと今後の方向性が示された。本稿では、3本のガイダンスについて、ポイントと今後議論されると思われる論点を簡潔にまとめている。なお、並行して米国や EU の当局からもそれぞれ、CCP の再建・破綻処理に関する指針案等が公表され、今後の OTC デリバティブ取引のコストに影響を与えうるものとして注目を集めている。

<sup>1</sup> OTC デリバティブ市場の規制改革の背景・概要、及び CCP を介した取引 (CCP 清算) の意義・概要について、詳しくは吉川浩史、岡田功太「金融規制改革により重要性が増すデリバティブ清算機関 (CCP) - システムック・リスクの集中とストレステストの導入 -」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号を参照。

<sup>2</sup> 日本銀行・金融庁から仮訳が公表されている (<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20120416-1/07-2.pdf>)。なお、同時に公表された付属文書案は 2012年12月に最終化された ([https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2012/rel121218a.htm/](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/rel121218a.htm/))。

<sup>3</sup> BIS プレスリリース (2017年7月5日) 参照 (<http://www.bis.org/press/p170705.htm>)。

## II CCPの強靱性に関するガイダンス

### 1. CCPの強靱性の意義と背景

金融システムの安定化の観点から、CCPには金融市場の混乱等によってCCP自身の経営や財務の状態が悪化した状況でも、清算サービスの継続が期待されている。CCPの存続が危ぶまれる状況では再建・破綻処理計画に基づく対応がなされるが、その前段階あるいは前提として、CCPの現状（自己資本・流動性の水準、ガバナンス体制等）の把握、潜在的なリスク及びリスク耐性に関する評価（ストレステスト）、さらにストレス耐性の向上を目的とするガバナンスの強化が重要であるため、その部分に焦点を当てたガイダンスが「CCPの強靱性：FMI原則に関する追加ガイダンス」として公表された<sup>4</sup>。

本ガイダンスでは、CCPの強靱性（resilience）の確保を図る際に考慮すべきポイントを5つ挙げている。CCPの再建・破綻処理の前提となることから、本ガイダンスの対応期限は2017年末と相対的に早い時期に設定されている。

### 2. ガイダンスのポイント

本ガイダンスでは、CCPのガバナンス強化が重視され、FMI原則を明確化した内容となっている。具体的には、CCPの取締役会（Board）が最終的に責任を負う事項（ultimate responsibility）として、リスク管理枠組みの構築・導入とその評価が挙げられ、社内の取り組みに対する適切なモニタリングと評価が求められている。リスク管理枠組みには、金融リソースを確保して維持するため、ストレステスト枠組みと証拠金システムの設計、備えるべき金融リソースの基準（criteria）の設定、定期的なレビュー、情報開示等を盛り込むことが求められる。

ストレステストは、CCPのリスク管理枠組みの基礎に位置付けられ、信用リスク及び流動性リスクの要因の特定とモデル化、リスク・シナリオの設定の盛り込み、CCPのエクスポージャーや金融リソースへの影響を検証できることが要件とされている。詳細かつ技術的な側面については、CPMI / IOSCOから2017年6月に、「CCPに対する当局のストレステストに関する枠組み」が市中協議案として公表された<sup>5</sup>。

なお、既に米国やEU当局では先行してCCPのストレステストについて検討・導入が行われており、米国では2016年11月に、EUにおいては同年4月にCCPに対する第1回目のストレステストの結果が公表された<sup>6</sup>。

<sup>4</sup> 2016年8月にCCPの強靱性と再建に関するガイダンスが市中協議案として公表され、2017年7月に強靱性の部分が独立して最終化された（<http://www.bis.org/cpmi/publ/d163.htm>）。

<sup>5</sup> BISプレスリリース（2017年6月28日）を参照（<http://www.bis.org/press/p170628.htm>）。

<sup>6</sup> 前掲脚注1の論文参照。

### III CCPの再建に関する枠組み

FMI原則では、金融システム上重要な金融市場インフラ（FMI）に対し、その存続が危ぶまれる状況に陥った場合でも重要なサービス（critical services）を維持するため、包括的かつ実効性のある再建計画を備えることが求められている。CCPに対しても大手銀行と同様に、強靱性を確保した上でなお金融リソース（自己資本等）の規模を超える損失（uncovered loss）が発生する事態を想定し、その際に中央銀行や公的資金（public funds）の支援を必要とせず、清算サービスを維持しつつ、損失処理と金融リソースの回復を可能とする枠組みが検討されてきた。

CPMI / IOSCOからは、2014年10月にFMIの再建計画に関するガイダンスが公表され、2016年8月に実施された市中協議の結果を反映して2017年7月に改訂版のガイダンスとして「金融市場インフラの再建」が公表された<sup>7</sup>。ただし、本ガイダンスは追加的な規制等を導入するものではなく、FMI原則及び各国当局の策定する枠組みにおいて、重要となる点や留意点を指摘するものとなっている。

#### 1. 再建計画に求められる内容

本ガイダンスでは、FMIが再建計画に盛り込むべき内容として、重要なサービスの範囲、ストレス・シナリオ、再建計画実行のトリガー、リカバリー・ツールが挙げられている。

重要なサービスは、CCPでは清算業務が該当する。一般に、当該FMIのサービスを利用する取引参加者及び他のFMIにとっての重要性や、市場の機能の円滑化（取引の活発化への貢献等）、特に金融の安定性の維持という観点から、当該FMIがステークホルダーと協議し、関連当局と連携して決定されることになっている。

ストレス・シナリオに関しては、FMIに対して重要なサービスの継続的な提供を阻害する各種リスク要因を考慮し、金融システム全体に影響が及ぶようなシナリオを検討することが求められている。CCPでは、具体的に、①清算参加者のデフォルトに起因する信用リスクの顕在化による損失や流動性不足、②CCPの受領した現金担保等の運用やカストディ等に管理を委ねていた金融資産を回収できなくなることによる損失、③他のFMIで生じた問題が波及した損失、が想定されている。

再建計画実行のトリガーの設定については、再建計画の一部または全体を実行するタイミングに遅れが生じないように、同計画の実行に必要な時間的猶予が残されている段階で発動できるように事前に定量的または定性的な基準を設定することが求められている。

リカバリー・ツールは5つの特性を備えることが望ましいとされている（図表2）。リカバリー・ツールの適用により、主に①CCPの清算参加者等に対する債務を削減する、または②CCPに清算参加者等から追加的な拠出を得ることが期待される。

<sup>7</sup> 前掲脚注3参照。

図表 2 リカバリー・ツールに求められる特性

特性	意義
包括性	あらゆるシナリオにおいて、重要なサービスを継続させる
実効性	ツールの信頼性、適時性、強力な法的根拠を確保する
透明性、測定可能性、管理可能性	（損失吸収が求められる）清算参加者にとって透明性が高く、潜在的な損失額が推計できる
適切なインセンティブ	清算参加者を含む関係者（ステークホルダー）に再建に関与する適切なインセンティブを付与する
ネガティブ・インパクトの最小化	金融システム等に与える影響を最小化する

（出所）CPMI / IOSCO 「金融市場インフラの再建」より野村資本市場研究所作成

## 2. 具体的なリカバリー・ツールの例

主なリカバリー・ツールは図表 3 の通りであるが、さらに本ガイダンスにおいては再建過程の目的を 5 つのカテゴリーに分類し、各カテゴリーに適すると考えられる複数のツールの組み合わせも例示されている（図表 4）。各 CCP がビジネス環境等を考慮して各ツールの採用、使用する順番等を判断し、再建計画を作成することが求められている<sup>8</sup>。法域により、法律や規則上、一部のツールで機能が制限されたり、使用が認められないケースも生じうる。

図表 3 再建計画のガイダンスで提示された主なリカバリー・ツール

リカバリー・ツール	概要
キャッシュ・コール	清算参加者に対する追加的な拠出義務（CCP による上限設定可） 各 CCP において清算参加者間の拠出額の配分を設計
変動証拠金（VM）ヘアカット	清算参加者の差入れた VM の削減（本ガイダンスでは、VM のうち時価評価益の部分の削減を例示）
当初証拠金（IM）の使用	清算参加者の差入れた IM の削減（※ただし、法律等でデフォルトした参加者の IM のみ使用できると規定されている法域が存在）
外部からの流動性確保	清算参加者やそれ以外の第三者との事前の契約に基づく、ローン、レポ取引、スワップ取引による流動性の獲得
再資本化	株式発行による追加的な資本調達
強制的な配分	デフォルトした清算参加者のポジション等について、オークション等の手段で資金化できない部分を、他の清算参加者に強制的に配分 各 CCP において清算参加者間の配分方法を設計
契約の強制解除（テアアップ）	損失拡大の回避と債権債務関係の再構築を目的とする契約解除 各 CCP において解除の対象となる契約の範囲を決定
保険契約・保障	CCP の親会社、清算参加者、第三者等との保険契約

（注） VM は Variation Margin、IM は Initial Margin の略。

（出所）CPMI / IOSCO 「金融市場インフラの再建」より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> 各 CCP において損失吸収時に使用する金融リソース等の優先順位（リスク・ウォーターフォール）を規定することとなっており、一般的な順序等について詳しくは前掲脚注 1 論文を参照。

図表4 リカバリー・ツールの組み合わせ（損失の発生要因別）

リカバリー・ツールの5カテゴリー	
①	参加者のデフォルトに起因し、カバーしていない損失の配分 ⇒キャッシュ・コール、VMヘアカット、IM使用 等
②	カバーしていない流動性不足への対応 ⇒外部からの流動性獲得（第三者からの獲得）
③	金融リソースの補充 ⇒キャッシュ・コール、再資本化
④	CCPの清算業務の再開（マッチト・ブックの再構築） ⇒契約の強制配分、テアアップ
⑤	参加者のデフォルトと関係のない要因で発生した損失の配分 ⇒再資本化、保険契約 等

（注） CCPのマッチト・ブック（matched book）とは、CCPの参加者間でポジションを相殺し、CCPが市場リスクを負っていない状態を表す。

（出所）CPMI/IOSCO「金融市場インフラの再建」より野村資本市場研究所作成

また、本ガイダンスでは、各 CCP には各リカバリー・ツールの効果と限界も認識することが求められている。例えば、外部からの流動性獲得や保険契約では契約相手の信用リスクも考慮する必要がある点、契約等の強制的な配分や解除（テアアップ）では清算参加者間の配分の設計方法によって当該 CCP での清算のインセンティブが減じる可能性がある点等が指摘されている。

さらに、当局者や清算参加者において、各 CCP で最適な再建計画を策定し発動した結果、清算参加者に損失が生じる可能性に注意が必要な点も指摘されている。例えば、ある清算参加者のデリバティブ契約で評価益が生じ、変動証拠金（VM：Variation Margin）を受領している状況で、他の清算参加者のデフォルト等によって CCP の再建計画が発動すると、当該清算参加者は VM を受領する権利を失う可能性がある。加えて、当該 CCP で清算した取引が、他の CCP で清算した取引や OTC の非清算取引のヘッジとなっていた場合、ヘッジ取引が効果を失い、当該清算参加者が損失を抱えることとなる。各 CCP の再建計画により、金融システム全体では最適でなくなる状況や意図せざる影響が生じる点については、当局等で今後議論が深まると思われる。

## IV CCPの破綻処理に関する議論

CCP が存続困難な状況に陥った場合、既存の組織を維持して回復が可能な場合には再建計画を実行するが、破綻処理に関する権限を持つ当局の判断によって CCP の存続が不可能とされる場合には、清算等の重要なサービスを維持しつつ、組織としては、金融システムに重大な影響を与えないように秩序立った「破綻処理」を選択することになる。

また、再建の過程で清算参加者等に極めて大きな損失が生じて金融システムの安定性を動揺させる恐れがある場合も、当該 CCP は破綻処理権限を持つ当局の判断に従って破綻処理のプロセスに入る。破綻処理の開始後も当該 CCP の提供する清算等の重要なサービスは継続され、市場への影響が最小限に抑制される。

図表 5 CCPの破綻処理に関するガイダンスの主なポイント

主要項目	概要
破綻処理・破綻処理計画の目的	CCPの重要な機能の継続性の維持・回復 市場のコンフィデンスの維持、混乱の回避、アクセスの維持
破綻処理当局とその権限	破綻処理を担当する当局とその権限の範囲（対象 CCP の契約履行、運営、損失吸収のための減資等、承継会社への機能移管等）
破綻処理の開始（トリガー等）	CCP が再建不可能である、または再建の過程で予測が困難な多額の損失を発生させる可能性があると判断する等の条件
株主による損失吸収	当局による関連法制等の整備 当局によるエクイティでの損失吸収の措置
損失の限定	裁判所の下で清算した場合よりも株主・債権者等の損失吸収が大きくなることのないことの保証（No creditor worse off safeguard）
金融リソース	破綻処理において、当局の判断で公的資金を一時的に利用する場合、承継会社等から回収する権限の当局への付与
破綻処理計画	計画に盛り込む項目（破綻処理のトリガー、維持する重要なサービスの範囲、金融リソースの使用と回復に関する手続きや時間軸等）
レゾルバビリティの評価	CCP の監督当局との連携の下、各 CCP の破綻処理計画の定期的評価 同計画の改善点への対応の要請
危機管理グループの組成	複数の法域で金融システム上重要となっている CCP に対し、各国・地域の当局で連携するための危機管理グループ（CMG）の設置
クロスボーダーでの実効性	破綻処理の実行可能性（レゾルバビリティ）の評価（母国当局と CMG による課題の特定）

（出所）FSB「CCPの破綻処理と破綻処理計画に関するガイダンス」より野村資本市場研究所作成

2017年7月5日に公表された「CCPの破綻処理と破綻処理計画に関するガイダンス」は、銀行の破綻処理制度と類似する点もあるが、CCPのビジネスの特性に応じた内容となっている（図表5）。

本ガイダンスに関し、今後議論になりうる論点として2点指摘することができる。

第一に、破綻処理制度の下では CCP の策定した計画に沿うものの、秩序立った破綻処理に必要な一切の権限を当局が持つ仕組みとなっている。CCP の主導する再建や裁判所の下で進める倒産手続（liquidation）と大きく異なり、当局が大きな裁量の下で進める仕組みとなっているため、当局が CCP の破綻処理実施を判断する条件が重要となる。

第二に、銀行の破綻処理と同様に、無担保債務も損失吸収の範囲に含まれているが、金融システム上重要な CCP が大手銀行と大きく異なる点として、非上場であり、さらに株主・債権者が取引所グループや清算参加者を中心とする構成となっている点に注意が必要である。大手銀行の場合は、その破綻処理プロセスにおいて、株式やペイルイン債務として適格な債券を保有する外部投資家が損失を吸収する主体となり、公的資金を用いた救済という事態を避ける仕組みが構築された。しかし、LCH グループ・ホールディングス（LCH Group Holdings、以下 LCH）やユーレックス・クリアリング（Eurex Clearing、以下ユーレックス）といった大手 CCP は取引所グループに属しており、また、大手銀行を中心とする清算参加者が株主・債権者として資金を提供しているため、CCP のステーク

ホルダーによる損失吸収が金融システムの安定性の維持につながるか検証する必要があると言える。

CCP に関しては、十分な自己資本や証拠金によって信用リスク・流動性リスクへの対応を義務付けると同時に、危機時には中央銀行の提供する流動性ファシリティへのアクセスを認める制度とした方が、金融システムは安定するという考えもある。今後議論が深まるものと思われるが、現時点では FSB のガイダンスにおいて銀行と同様の損失吸収の仕組みが盛り込まれる方針となっている。

国際的に FSB 主導の下、CCP も「システム上重要な金融機関」として破綻処理制度の構築が図られているが、一方で上記のように CCP のビジネス・モデルや株主・債権者構成等の特異性を踏まえた議論の必要性も指摘できるため、引き続き金融システムの安定化という観点から検討が進められることとなろう。実際に、FSB は追加的なガイダンスの必要性について 2018 年末までに判断すると表明している。

## V 米国・EU 当局の動きと留意点

CCP の強靱性、再建・破綻処理に関する国際的な枠組みの構築が進む中、米国と EU においても当局が再建・破綻処理等の制度整備に取り組み始めている。米国、EU 当局から提案及び議論されている制度は基本的に FMI 原則に則しており、国際的な規制の協調も意識されているが、規制改革による市場構造の変化や政治情勢の観点から注意すべき点も存在する。

### 1. グローバルな動向と留意点

CCP の再建・破綻処理に関し、各国・地域に共通する留意点として、第一に複数の大手 CCP と大手の清算参加者が相互に影響を与えうる現状の潜在的なリスクの把握と対応が挙げられる。特に、大手金融機関は複数の CCP において大手の清算参加者となっているケースが多く、複数の大手 CCP において同時に清算参加者のデフォルトが生じうる状態が潜在的なリスクとして当局等から懸念されている。

そこで、BCBS / CPMI / FSB / IOSCO は再建・破綻処理等のガイダンス作成と並行して、CCP の相互依存性に関する調査 (Interdependencies study)<sup>9</sup>も実施し、15 ヶ国・地域の 26 に上る CCP の清算参加者、決済銀行、流動性供給者等との関係性が分析されている。今回は初の試みのため現状把握の形となっているが、今後は当局が定期的なデータ収集とそれに基づく評価を行う方針となっている。

第二に、清算参加者の減少という市場構造の変化を指摘できる。金融規制改革によって CCP 清算が普及しつつあるが、直接的に CCP に接続する清算参加者は大手銀行・証券会社を中心 (前掲図表 1) となっており、多くの機関投資家は清算参加者を經由して間接的

<sup>9</sup> BIS プレスリリース (2017 年 7 月 5 日) 参照 (<http://www.bis.org/cpmi/publ/d164.htm>)。

に CCP で取引の清算を行っている。しかし、バーゼルⅢをはじめとする各種の銀行規制により、グローバルに活動する大手銀行ではリスクを取る金融仲介を控える動きも見られ、年金基金や保険会社といった機関投資家による OTC デリバティブ取引の清算を仲介する銀行が減少するという影響が生じている<sup>10</sup>。CCP においては一部の清算参加者にエクスポージャーが偏るため、ストレス環境におかれた市場や各 CCP の再建・破綻処理計画にどのような影響をもたらすのか注意が必要であると言える。

第三に、大手 CCP が取引所グループ経営の下でグローバル展開し、CCP の寡占化も進みつつある点が注目されている。例えば、米国の先物取引所を源流とする CME グループは傘下にデリバティブ CCP の CME クリアリングを保有し、欧米先進国を中心に展開している。また、欧州ではロンドン証券取引所グループに属し、金利スワップの CCP として世界最大手の LCH や、ドイツ取引所グループに所属するユーレックスがアジアも含めてグローバルに展開している。そのため、再建・破綻処理の観点からは、各国・地域の規制の統一性が重要であり、また取引所グループとして運営されているという状況を踏まえた再建・破綻処理を策定する必要がある。

## 2. 米国当局の動き

米国において CCP の再建・破綻処理に関する最も大きな課題は、規制の策定が遅れている点である。枠組みとしては、ドッド＝フランク法<sup>11</sup>第 2 編の秩序立った清算の部分が該当するが、破綻処理当局やその権限といった基本的な項目も不明確な状況となっている。

また、規制当局の対応に目を向けると、そもそも米国のデリバティブ市場には米商品先物取引委員会（CFTC）と米証券取引委員会（SEC）の両当局の規制監督という特徴があり<sup>12</sup>、その仕組みの下で CFTC によるデリバティブ規制の策定が先行し、他方で SEC による規制策定が進んでいない。CFTC による CCP の再建・破綻処理に関する規則策定も、2016 年 7 月にガイダンスが提案され<sup>13</sup>、意見募集が行われたままとなっており、規則の最終化と適用には時間を要すると言える。

さらに、2017 年 1 月に成立したトランプ政権下では現行規制の見直しが行われており、米議会下院の与党（共和党）議員からは、ドッド＝フランク法で規定された当局による破綻処理の制度を廃止し、連邦破産法による対応にすべきとの意見もあり、それが盛り込まれた金融選択法案が下院を通過している。そうした規制改革の停滞・混乱も一部にみられる中、新たな規制の策定・導入が迅速に進む状況でないことにも留意する必要がある。

<sup>10</sup> 詳しくは、吉川浩史「金融規制の複合的な影響によるデリバティブ市場の構造変化」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号を参照。

<sup>11</sup> ドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）。

<sup>12</sup> CFTC と SEC の管轄するデリバティブ規制の範囲について、詳しくは、磯部昌吾「米国の OTC デリバティブ規制改革—改革の全体像と課題—」『野村資本市場クォーターリー』2012 年冬号を参照。

<sup>13</sup> CFTC に登録する CCP に対し、再建・段階的縮小計画を策定する際に踏まえるべき点を挙げている。

### 3. EU 当局の動き

EU では、2016 年 11 月に CCP の再建・破綻処理に関する規則案が公表されている。銀行の再建・破綻処理に関する規則（銀行再建・破綻処理指令、BRRD）と平仄を合わせつつ、CCP のビジネスの特性を反映した内容となっている<sup>14</sup>。内容面の特徴としては、CCP に与えられる裁量が大きく、CCP に対して清算参加者と契約上の合意という形式で各種の再建・破綻処理ツールを導入することが期待されている。市場参加者の評価として、厳密に枠組みを定めないことで各国・地域当局の状況に応じた柔軟な制度設計を認める一方、破綻処理のトリガー等が明確化されていないという指摘もあると報じられている。今後、欧州議会と欧州連合理事会での審議を経て導入されるプロセスとなっている。

留意点としては、英国による EU 離脱の影響が挙げられる。離脱後、英国の LCH が EU において第三国の CCP となることを受け、欧州委員会から 2017 年 6 月に第三国 CCP に対する規制監督の強化が提案されている。最も大きな懸念としては、第三国 CCP に対し、ユーロ建てデリバティブ取引の清算を EU 域内で行うように求める可能性がある点と言われており、EU 域内での拠点設立やオペレーションの変更等に伴って LCH クリアネットの事業コストが 770 億ドル増加するとの試算もある。それらは市場参加者に転嫁される可能性もあり、市場構造と取引コストの変化に注意が必要であることに加え、LCH の再建・破綻処理計画にも影響を及ぼしうると考えられる。

### 4. 今後の展望

CCP の再建・破綻処理に関する枠組みの策定・導入について、国際的な取り組みと米国・EU 当局の動きが並行して進んでおり、相互に制度の一貫性を維持するための協議や調整は行われるものの、米国や EU の地域性に依りて規制枠組みの詳細が異なることが予想される。こうした流れを受け、業界団体である国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）は 2017 年 9 月に CCP の再建・破綻処理に関する提言を公表し、CPMI / IOSCO / FSB 及び同計画を策定する CCP に対し、詳細を清算参加者等に対して明確にする透明性の確保や、VM ヘアカット及び当初証拠金（IM : Initial Margin）使用に対する制約といった市場参加者の権利の明確化と確保を要請している。

国際機関と各国・地域当局の動きと同時に、金融業界の声を反映して ISDA から提言も行われるなど、金融システムの安定化を目的とする CCP の再建・破綻処理をめぐる活発な議論と規則策定から引き続き目が離せない。

<sup>14</sup> 国際的な議論と大きく異なる内容となっており、破綻処理当局には、①破綻 CCP の事業売却、②破綻 CCP の重要な機能の特定とブリッジ CCP への移管（移管後の破綻 CCP は倒産処理で清算）、③破綻 CCP の関わる契約の解除、④損失配分（VM ヘアカット等）、⑤破綻 CCP の減資・債務の元本削減、が破綻処理ツールとして付与される。