

## システミック・リスク抑制に向けた最近の動向 ～ OTC デリバティブ取引に起因するリスクの低減～

ベア・スターンズ社の経営危機が表面化して以降、証券会社に関係するシステミック・リスク<sup>1</sup>が強く意識されるようになった。特にOTCデリバティブ取引では、大手ディーラーに、取引が集中する傾向にあり、例えばCDS市場では、全体の25%のエクスポージャーを占めるディーラーもあり、潜在するシステミック・リスクは非常に大きい。

このような中、2008年7月31日に、ISDA<sup>2</sup>を中心とするデリバティブ市場関係者は、ニューヨーク連銀に対し、OTCデリバティブ取引処理の改善に向けた今後の計画を記した書簡を送付した<sup>3</sup>。また、その翌週には、欧米大手金融機関の有識者を中心に組織された民間団体であるCRMPG<sup>4</sup>が、システミック・リスクの抑制に向けたベスト・プラクティスを公表している。このように、主要業界団体が、相次いでOTCデリバティブ取引に係るリスク低減に向けた取り組みを見せており、システミック・リスクの管理が、いかに喫緊の課題となっているのかが分かる。

### ISDA 等業界関係者により送付された書簡の内容

これまで、ISDAは主にオペレーショナル・リスクの低減に向け、OTCデリバティブ取引処理の改善を推進してきた。2003年以降、ISDAは1,2年程度のスパンの改善計画を策定し、目標を達成してきた。そのような中、2008年3月にベア・スターンズ社の経営危機が表面化し、同年6月、ニューヨーク連銀は、ISDAを中心とする業界関係者に対し、速やかにOTCデリバティブ取引処理のオペレーション・インフラを見直し、システミック・リスクを抑制する対策を打ち出すことを求めた。それに対する回答として、つづく7月にニューヨーク連銀に書簡が送付された。当書簡では、従来のオペレーション効率化の施策を継続しつつも、カウンターパーティ・リスクをよりドラスティックに低減させ、システミック・リスクを抑制する施策が中心となっている(下表参照)。

図表 ニューヨーク連銀に送付された書簡(2008.7)における主な改善計画

項目	内容
1. セントラル・カウンターパーティの設立	2008年末までに、セントラル・カウンターパーティを設立し、差入担保や紛争解決等の取り決めを設定した上で、その運用を開始する。まずは、米国CDSインデックス商品を対象とし、2009年以降、他の商品にも対応していく。
2. CDS取引契約の圧縮	既存のCDS取引契約に関し、重複契約の一本化や不要契約の見直し等により、管理対象となる契約数や残高の減少を図る。
3. オークションベースのCDS決済システムの導入	クレジット・イベント発生時のCDSの決済処理の透明性向上や効率化のために、引渡可能債務のオークションを組み込んだ新たな決済の仕組みをCDS取引の標準契約に取り込む。まずはクレジット・イベントのうち、北米、欧州の企業を対象に、「支払不履行」、「バンクランプシー(破産等)」について2008年末までに実施する。

<sup>1</sup> 金融システム上のひとつの部分的な損傷が、連鎖的に波及して、金融システム全体を混乱させたり麻痺させたりする危険。

<sup>2</sup> International Swaps and Derivatives Association, Inc.

<sup>3</sup> <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2008/an080731.html>

<sup>4</sup> Counterparty Risk Management Policy Group

4. 電子処理によるコンファメーション・マッチングの促進	コンファメーション処理の電子処理を更に推進。各種デリバティブ(クレジット、エクイティ、金利、コモディティ、為替)について、電子処理率の達成目標、実施期限を定める。 従来は、クレジット、エクイティ系商品のみであったが、2008年7月の改善計画で、金利、コモディティ系商品が新たに対象に追加された。
5. ノバージョンの電子処理促進	ノバージョン(第三者への契約譲渡)時には、ISDAの定めるノバージョンプロトコルに従い、電子処理プラットフォーム上で処理を行う。2008年12月末以降は、大手ディーラーは、電子プラットフォームを利用しないle-mailによるノバージョンの要請を受けないこととする。

これらの計画の中で、既に動きを見せているものがある。まず、1について、The Clearing Corp社(以下、CCorp)が、ディーラー間のCDS取引を対象に、セントラル・カウンターパーティとしてクリアリング業務を行うことが計画されている<sup>5</sup>。また、先物・オプション取引所のEurexの子会社であるEurex Clearingも、2009年前半より、同様にCDS<sup>6</sup>のクリアリングを手がけることを表明しているが、CCorpとの関係については明らかにされていない。

また、2に関して、クレジット・デリバティブ取引システムを提供するCreditex社と、マーケットデータ・プロバイダーのMarkit社が、ISDAの要請に応じ、年内に新サービスを開始する予定である。当サービスでは、シングルネームCDS<sup>7</sup>を対象に、リスク・プロファイルやキャッシュフローを変えることなく、複数の既存契約を集約し、契約数を大幅に減少させることが可能となっている。

なお、OTCデリバティブの契約削減機能を有する他社のサービスとしてTriOptima社のtriReduceがある。多くの取引を行う中で、もはや不要となった金利スワップやCDS契約等が存在することにより、余計なオペレーションや担保が必要となっている場合がある。triReduceを使用することにより、(同様にtriReduceを利用する)取引相手との取引を相殺する機能である。相対で交渉し、個別に契約内容の見直しを行う労を考えると非常に有効なシステムと言える。triReduceは、2003年にリリースされたサービスで、120社以上のセルサイド、バイサイドに利用されている。

以上は、業界のシステムインフラの整備に関するものだが、個社におけるカウンターパーティ・リスク管理、担保管理の業務運用に関するベスト・プラクティスも示されている<sup>8</sup>。ポイントは、以下の4点にまとめられる。

1. 担保管理の改善に向け、大手ディーラーは週次でポートフォリオの残高照合を行うこと。
2. ポートフォリオの残高照合において、差異が生じた場合、タイムリーにその原因究明ができる態勢を構築すること(システムインフラの整備や人的リソースの配置等)。
3. 残高照合において重大な差異が生じた場合、トレーディングデスクに報告し、原因究明を行うプロセスを構築すること。また、社内で差異の原因を究明できない場合には、解決に向け、速やかに取引相手とのコミュニケーションを実施すること。
4. 取引相手と自社で認識するポートフォリオのエクスポージャーの一致率等の指標を定期的に収集し、社内との関係部署や取引相手、当局と共有すること。

<sup>5</sup> マンスリー・レポート 2008年6月号「OTCデリバティブ取引処理のSTP化の方向性」

<sup>6</sup> サービス開始当初は、クレジットインデックスであるiTraxx関連商品を取り扱う。

<sup>7</sup> CDSの参照組織が単一のもの。

<sup>8</sup> “ISDA Best Practice Guidance for Reconciliation of Collateralized Portfolios Between Derivative Market Professionals”(2008/7)

ここで、ポートフォリオの残高照合とは、取引内容の更新と時価評価結果の確認を行うことを指す。双方でポートフォリオのエクスポージャの認識に齟齬が無いかを確認することを求めているが、当然、細かいレベルでの数値の一致を求めている訳ではなく、事前に定めた許容範囲を超えたものだけを対象に、原因究明に動くこととなる。大手ディーラーにおいては、この業務運用を2008年12月末までに実現することとしている。

## CRMPG による提言

ISDA等業界関係者が改善計画を公表した翌週、CRMPG は、“Containing Systemic Risk: The Road to Reform”と題するレポートを公表した<sup>9</sup>。CRMPG は、混乱するクレジット市場におけるシステミック・リスク抑制に向けた処方を示すことを目的に、2008年4月に結成された。CRMPG は、欧米金融機関のチーフ・リスク・オフィサー等により構成された有識者グループで、ニューヨーク連銀前総裁であるジェラルド・コリガンを共同議長としている。

本レポートでの提言内容は、非常に広範に亘っており、簿外運用会社のオンバランス化といった会計制度に関するものや、リスク・マネジメント、リスク・モニタリングの態勢構築に関するもの、あるいは、ハイリスクで複雑な金融商品の取引にあたり留意すべき事項などについて触れられている。先のISDAの改善計画の内容も、当レポートでほぼ包含されている<sup>10</sup>。

## 今後の動向

オペレーショナル・リスクが比較的重視されていたこれまでの業界の取り組みが、より直接的にカウンターパーティ・リスクの削減を意識したものにシフトすることは、セルサイドだけでなく、バイサイドにも少なからず影響を及ぼすものと考えられる。

従来の取り組みの中心であるコンファメーション・マッチング処理のシステム化では、バイサイドにとっては、大手は別として、中小クラスにおいては、手作業でなんとか対処できるものであった。そのため、処理効率化のためのパッケージ製品の導入や、システムインフラへの接続は、余計なコストを増やすだけとの考えも多く、動きは鈍かった。

しかしながら、カウンターパーティ・リスク管理については、コンファメーション・マッチングのように、ワнтаイムの手作業で切り抜けることは難しい。契約期間中に継続的に、エクスポージャや信用集中リスクをモニタリングし、カウンターパーティ・リスクを適切にコントロールする必要があるからである。そのため、システムを活用した業務処理が不可欠となろう。セルサイド、ベンダー等のサポートのもとで、実効性のあるシステミック・リスク抑制の枠組みの実現に向けた、今後のバイサイドの参画が注目される。

本レポートは、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターからの委託に基づき、(株)野村総合研究所金融市場研究室が作成したものである。

<sup>9</sup> <http://www.crmpolicygroup.org/docs/CRMPG-III.pdf>

<sup>10</sup> ISDAの改善計画は、CRMPG レポートに比べ、より具体的な実施プランのレベルに落とし込まれているものが多い。