

B I S 支払・決済システム委・ユーロ委による 「O T C デリバティブ取引の決済および カウンターパーティのリスク管理」報告書の 公表について

1998年9月17日

(掲載に当たって)

G10諸国の中央銀行で構成するB I S (国際決済銀行) 支払・決済システム委員会およびユーロカレンシー・スタンディング委員会は、9月17日、『O T C デリバティブ取引の決済およびカウンターパーティのリスク管理』と題する報告書を公表した。

近年、B I S の各委員会は、デリバティブ取引の急速な拡大が金融市場に及ぼす影響について多くの検討成果を発表してきた。本報告書は、これらの報告書では採り上げられなかった、O T C デリバティブ市場の参加者が実際にどのような形でカウンターパーティ・リスク (取引相手にかかるリスク) を管理しているかという点について、包括的な調査および分析を行ったものである。

本報告書は、O T C デリバティブ取引に関連するリスクを整理するとともに、O T C デリバティブ取引の決済やリスク管理における実務慣行を説明した上で、より詳細な検討が必要となる論点を提示している。これら論点の分析に基づいて、デリバティブ取引の当事者や監督当局、中央銀行に対し、カウンターパーティ・リスクおよび金融システムに対するリスクを削減する観点から改善に向けた提言を示している。

以下は、同報告書の冒頭に示された要旨と提言部分の仮訳である。なお、報告書の原文はB I S ホームページ (<http://www.bis.org>) より入手可能である。

I. 要 旨

1. 背景と目的

近年、G10諸国の中央銀行の各委員会は、OTCデリバティブ取引の急速な拡大が銀行およびその他のデリバティブ取引の相手方や金融システム全体が抱えるリスクにどのような影響を及ぼすかという観点から、多くの報告書を公表している。しかし、こうした報告書のうち、市場参加者がカウンターパーティ・リスク（取引相手にかかるリスク）を管理する上で実際に利用している実務慣行や取引プロセスについて、包括的な調査や分析を行ったものは存在しない。こうした間隙を埋めるため、BIS支払・決済システム委員会（CPSS）およびユーロカレンシー・スタンディング委員会（ユーロ委）は、共同でスタディ・グループを組成した。

このスタディ・グループには2つの目的が与えられた。第1の目的は、OTCデリバティブ取引におけるドキュメンテーション（契約内容の文書化）、取引プロセスおよび決済ならびに同取引に関連したカウンターパーティ・リスク管理等の点について銀行の方針や実務慣行を明確かつ包括的な形で理解するために、OTCデリバティブ・ディーラーを対象とした調査を実施することであった。第2の目的は、カウンターパーティ・リスクを著しく増幅させたり、金融システム全体をリスクに晒しかねないような実務慣行上の問題があればそれを特定するとともに、新たなサービスの導入を含む実務慣行の変化がどのような形でこうしたリスクの削減に資するかを考察することであった。

当報告書は、このスタディ・グループの作業の結論を報告するものである。当報告書では、まず、OTCデリバティブ取引に関連するリス

クを整理するとともに、これらの取引を行うディーラーがどのようにして取引を決済し、そのリスクを管理しているかについて多くのディーラーに共通して用いられている実務上の慣行を説明する。その上で、（1）取引のドキュメンテーションやコンファーマーション（取引の内容の確認）における遅延、（2）急速に拡大しつつある担保付取引、および（3）クリアリング・ハウスの利用可能性、といった事象がリスクに及ぼす影響について一歩踏み込んだ分析結果を報告する。この分析に基づいて、スタディ・グループは、デリバティブ取引の当事者の行動のみならず、監督当局や中央銀行に対し、カウンターパーティ・リスクおよび金融システムに対するリスクを削減するための改善に向けた提言を策定した。

2. リスク管理等に関する方針と取引のプロセスの現状

（1）要約

当スタディ・グループは、それぞれのG10諸国から少なくとも2先を含むOTCデリバティブ市場における主要なディーラー30先との面談を実施した。面談は、事前に共通の質問事項を配付し、それに基づいて実施された。

この面談を通じ、取引のプロセスやカウンターパーティ・リスク管理にかかる実務慣行が、全体的にみるとG10諸国においておおむね共通していることが明らかとなった。たとえば、ドキュメンテーションについては、標準的な契約書やコンファーマーションの雛形（とくに国際スワップ・デリバティブズ協会<ISDA>によって作成されたものおよびいくつかの各国独自のマスター契約）が利用されている。取引データの把握からコンファーマーションおよび決済

に至る一連の取引プロセスの処理は自動化される傾向にあるが、より複雑な仕組み取引（structured transactions）の場合には、依然として手作業を伴うのが通例である。カウンターパーティに対する信用リスクを削減する手段としては、ネットティングが利用されているほか、担保契約の活用も徐々にではあるが増加しつつある。最後に、OTCデリバティブ取引の大部分は取引当事者間で相対で決済されている。G10諸国の中では、唯一スウェーデンにおいてOTCデリバティブ取引の大半がクリアリング・ハウスで決済されているほか、ロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）が大手市場参加者を対象に1999年からクリアリングを開始する計画にある。

（2）マスター契約

すべてのG10諸国において、デリバティブ取引のディーラーは、他のディーラーやエンド・ユーザーとの間でマスター契約を締結してOTCデリバティブ取引の条件を定めている。ディーラーは、特定のカウンターパーティとの間で実行されるすべての取引を単一のマスター契約の下で実行することを望んでいる。また、一括清算ネットティング（後に詳述）を可能な限り広い範囲の債務に適用することにより、カウンターパーティに対する信用リスク・エクスポージャーの最小化を図ろうとしている。なお、ISDAが作成したマスター契約が最も広く利用されているが、各国独自のマスター契約も利用されている。

多くのディーラーは、カウンターパーティと取引を実行する前にマスター契約を締結することが望ましいと考えているものの、マスター契約の締結交渉が長引くことも少なくない。そう

したことから、調査したディーラーすべてにおいて、あるカウンターパーティとすでに取引を実行しているにもかかわらずマスター契約の締結が終わっていないという、バックログが存在することが判明した。大半のディーラーにおいては、バックログはカウンターパーティの5%から20%程度となっているが、30%といった水準にまで達している先も少数ながらみられた。

マスター契約が未締結であることの問題点として、ほとんどのディーラーは、カウンターパーティがデフォルトした場合に当該先との取引にかかる一括清算ネットティングが行えなくなり、信用リスクが増幅されかねないことを挙げている。こうしたことから、ディーラーは、一括清算ネットティング条項を含むマスター契約の主要な部分をコンファーマーションの中で参照したり、別途添付したりする（「詳細な形式による（ロング・フォーム）コンファーマーション」と呼ばれる）ことによって対応している。大半のディーラーは、未締結のマスター契約のバックログ発生状況をモニターしたり、そうしたバックログを解消する上で段階的な対応を行うなどの手続きを用意している。

（3）コンファーマーション

ほとんどすべてのOTCデリバティブ取引は電話で実行される。取引が実行されると、カウンターパーティとの間で取引のコンファーマーション、決済といったプロセスを辿る。コンファーマーションを作成する主な目的は、取引当事者間で取引の経済的な条件が合意されていることを確認することである。ディーラー間での取引の場合、双方がコンファーマーションを作成するのが通例であるが、エンド・ユーザーとの取引ではディーラーが用意したコンファーマ

メーションをエンド・ユーザーが点検した上で返送するのが一般的である。取引実行後、1日から5日の間にファクシミリやテレックスによってコンファーマーションを送付するディーラーが一般的である。SWIFTは主にFRAや外為オプション取引のコンファーマーションにおいて利用されている。

すべてのディーラーは完了していないコンファーマーション——すなわちカウンターパーティから返送されてこないコンファーマーションやカウンターパーティからコンファーマーションが返送されてきたものの発出したディーラー自身のコンファーマーションと一致しないもの——を抱えている。カウンターパーティの中には、とりわけエンド・ユーザー（必ずしもそれ限定される訳ではない）など、なかなかコンファーマーションを返送しない先も存在すると報告されている。また、コンファーマーションの内容が一致しないことも頻繁にみられる。調査対象先の多くは、受取ったコンファーマーションの5%から10%相当について不一致があると報告したが、中には30%や場合によっては50%といった高水準の不一致を報告している先もみられる。この結果、最も活発に取引を行っているディーラーは、何百もの完了していないコンファーマーションのバックログを抱えており、そのうち90日以上滞留しているものは、全体から見れば一部ではあるが無視できない割合である、と報告している。

取引のコンファーマーションが完了していないことによってリーガル・リスク（取引の法的有効性が危うくなることによる）や、マーケット・リスクと信用リスク（取引の記録や経営情報システムにおいて誤ったデータが訂正されずに処理されることによる）が高まってしまうこ

とをほとんどのディーラーは理解している。ただし、トレーダーの電話での会話が常に録音されそのテープが保管されている（通常6か月間）ことを背景に、口頭による契約が法的に有効なものであることを指摘するディーラーも多かった。コンファーマーションにおける不一致の大多数は、マーケットリスク、信用リスクを測定する上で鍵となるような重要な経済的条件に関するものというよりは、むしろ、具体的な支払期日を決定するための取引慣行といった、さほど重要ではない要件に係わるものであることが報告されている。

（4）決済

OTCデリバティブ取引では、満期までの期間中定期的に、または満期日に（期中と満期日の両方の場合も）支払が発生する。マスター契約には同一期日における同一通貨による支払債務のネッティングを可能にする規定が置かれているものの、現状をみると、電算システムが統合されていない等システム面での制約によりディーラーがネットの決済額を計算し、これに基づいて事務を処理することが困難なため、ペイメント・ネッティングは限定的にしか行われていない。ただし、大半の先ではOTCデリバティブ取引に起因する決済額は全体の決済額からみればわずかでしかない。

（5）一括清算ネッティング

おそらくOTCデリバティブ・ディーラーが直面している最大のリスクはカウンターパーティに対する信用リスクであろう。このリスクを削減する手段として一括清算ネッティングはきわめて有用である。マスター契約は、ある取引当事者がデフォルトした場合、デフォルトし

ていないカウンターパーティに対し、デフォルト先と行ったあらゆる取引の清算手続きをすぐさま行い、取引を市場価値によりネット・アウトすることにより単一の債権または債務に置き換えることを認めている。ディーラーは、ほとんどのG10諸国で一括清算ネットティングの法的有効性が確保されていると確信しているが、疑義のある国が存在すると指摘する先もあった。法的に有効な一括清算ネットティングにより、カウンターパーティに対する信用リスクが20～60%削減されることが報告されている。

(6) 担保

最近、いくつかのディーラーは、カウンターパーティに対する信用リスクを削減するために担保付取引の活用を急速に拡大させてきている。最も先進的な担保化プログラムを有するディーラーは、カウンターパーティ総数の10～30%に達する先との間で担保付取引を行っている。しかし、大半のディーラーにおいては担保の活用はあまり活発ではない。もっとも、調査対象先のほとんどすべてのディーラーは、近い将来担保付取引が急拡大していくことを予想している。

I S D A マスター契約に付属するクレジット・フォーム（クレジット・サポート・アネックス＜C S A＞）は担保付取引のドキュメンテーションの標準型となりつつある。C S A は取引当事者間での交渉により決められる別表（スケジュール）部分を含んでおり、別表部分にはカウンターパーティの信用極度額（threshold）——すなわち、取引相手方が受け入れる無担保の信用リスク・エクスポージャー額——も含まれている。一般に、信用極度額はカウンターパーティの格付を反映し、格付が高いほど信用極度額も大きくなるといった具合に決められる傾向

がある。カウンターパーティの間では差し入れる担保資産の種類について合意に達しておく必要がある。ほとんどの先では、G 7 諸国またはO E C D 諸国政府が発行した証券や現金を適格担保として認めている。また、わずかながら社債や株式を適格担保とする先も存在する。

カウンターパーティに対し担保の受渡を請求する頻度はディーラーによって様々である。大半のディーラーはエクスポージャーと担保価値を日々計測しており、C S A の下ではいつでも担保の受渡を請求することができることとなっている。しかし、実際のところ、多くの先では、担保によってカバーされていないエクスポージャーが著しく大きい場合を除き、週次ベースや月次ベースで担保の受渡を行っている。また、転担保（rehypothecation）——すなわち、カウンターパーティから受け入れた担保を、他のカウンターパーティからの担保差入請求に応えるため、またレポ市場において低コストで資金調達を行うために差し入れること——にカウンターパーティの承認が必要な場合、ディーラーはこうした承認を与えることが多い反面、エンド・ユーザーはあまり承認を与えない。もっとも、転担保を行うディーラーは米国を除くとほとんどない。これは転担保に供する担保資産を把握し管理するシステムをディーラーが未だ構築していないからである。

担保付取引によって信用リスクが削減される一方、リーガル・リスクやオペレーショナル・リスクは高まってしまう可能性があることをディーラーは認識している。ディーラー各社は、担保資産の所在地の法域およびカウンターパーティの所在地の法域における担保契約の法的有効性に関するリーガル・オピニオンを常に求めるようになっている。ディーラーは、担保資産

の所在地の法域における担保契約の法的有効性は問題ないと考えているが、多くの法域にまたがってカウンターパーティの破綻が生じた場合に担保契約が法的有効性を認められるかどうかについては不確実性が高いことを認めている。オペレーショナル・リスクについて、ディーラーは、CSAの実行には高水準の事務処理が要求されることを指摘している。もっとも、いくつかのディーラーは、担保の授受が確実に行われるような担保管理システムをすでに内部で構築している。また、セデル銀行やユーロクリアが提供している担保管理サービスを利用することによって、担保付取引にかかる事務処理の一部をアウトソーシングしている先もわずかながらみうけられる。

3. 主な論点と問題点の分析

ディーラーに対する面談の結果を当スタディ・グループで検討したところ、3つの論点を特定することができ、それらについてさらに踏み込んだ分析を行うこととなった。その論点とは、(1) マスター契約の締結や取引のコンファーマーションが遅延すること、(2) 担保の利用が急拡大していること、および、(3) OTCデリバティブのクリアリング・ハウスの利用が拡大した場合にカウンターパーティ・リスクやシステム・リスクにもたらされる影響である。

(1) ドキュメンテーションやコンファーマーションの遅延

一括清算ネットティングの法的有効性が確保されている法域では、マスター契約を利用することによってカウンターパーティに対する信用リスクを大幅に削減することができる。もっとも、マスター契約を締結する前でも取引を実行する

取引慣行があり、マスター契約を締結していないカウンターパーティがデフォルトした場合に当該カウンターパーティとの間に存在する取引を一括清算ネットティングすることができなくなる惧れがある。カウンターパーティがデフォルトした際、当該カウンターパーティとマスター契約が締結されていた場合に限り、カウンターパーティの破綻時に一括清算ネットティングを行うことを認めている法域もいくつか存在する。

前述したとおり、ほとんどの先では、マスター契約締結前に取引が実行される場合、マスター契約の基本的な部分を参照するとの文言をコンファーマーションの中に盛り込んだり、一括清算ネットティング条項をコンファーマーションに明示的に添付することによって、一括清算ネットティングのメリットを享受しようとしている。そのようなコンファーマーションを利用することによって所期の目的を達成できるかもしれないが、こうした手段に頼る前にディーラーは、コンファーマーションに付け加えられた文言が契約当事者間で法的に有効なものであるかどうかデュー・ディリジェンスによって確認する必要がある。いくつかのディーラーは必要な法的な分析を行っていると報告しているが、そのほかの先ではこの法的な問題についてあまりに楽観的であるように思われた。

当スタディ・グループは、少なくともいくつかの法域では、マスター契約が未締結であることによって、カウンターパーティに対する信用リスクが著しく高まる可能性があることに鑑み、未締結のマスター契約のバックログを減らしたり、それに付随するリスクを削減する上で効果的と考えられる方策を探った。ディーラーとの面談では、以下のような措置がかなり効果的であることが示された。すなわち、(1) マスター契

約の利用を求める方針の厳格な運用、(2) 未締結マスター契約のバックログ発生状況をチェックし定期的に上級経営陣に報告することによって、上記方針の例外的事象（審査部署の承認を必要とする）を緊密にモニターすること、(3) 信用リスクの大きさに応じてマスター契約の締結に優先順位を付けること、および、(4) バックログの解消を行う責任者を明確化するとともに、同責任者がその仕事に必要な経営資源を確保できるような制度を確立すること、である。最後に、ドキュメンテーションが完了していないことによって一括清算ネットティングを行えるかどうか疑義がある場合には、当該カウンターパーティとの間の信用リスク・エクスポージャーの計測は当該取引の残存期間を通じてグロス・ベースで行われる必要がある。

完了していないコンファーマーションに目を転じてみると、取引内容が確認されていないことにより当該取引自体やネットティングを行う権利の法的有効性に疑義が生じる可能性がある。いくつかの国では、詐欺防止法（statute of frauds）が定められており、契約が法的に有効であるためには、それが書面にて作成され署名されなければならない。そうした場合には、コンファーマーションが完了していない取引を一括清算ネットティングの計算に入れることに疑義が生じる。これは、ネットティングがマスター契約の法的有効性だけでなく、マスター契約によってカバーされている個々の取引の法的有効性によっても影響を受けるからである。口頭による契約の法的有効性が確保されている法域では、コンファーマーションが完了していなかったとしても取引の法的有効性が損なわれることはない。もっとも、こうした法域であっても、署名されたコンファーマーションはカウンターパー

ティとの紛争を回避する重要な証拠として機能している。また、取引のコンファーマーションが完了していないと、（可能性としては小さいものの）取引を記録する際に入力データのエラーが看過されてしまい、マーケット・リスクや信用リスクが増幅されることにもなりかねない。マーケット・リスクや信用リスクの定量的な測定手法は、その基準となる取引データが正確な場合にのみ有効なものとなるからである。

ディーラーが取引データの捕捉からコンファーマーションの作成を自動的に処理する内部管理システムを強化することによって、短期的には完了していないコンファーマーションに付随するリスクを削減することができよう。多くの場合、OTCデリバティブ取引に関するデータの入力やコンファーマーションの作成は手作業のままとなっている。しかし、取引プロセスの自動処理化によって正確なコンファーマーションの作成が可能となったとしても、カウンターパーティからの返送が遅れたり、カウンターパーティのコンファーマーションに誤りがあるために、取引のコンファーマーションが完了しないままになる可能性もある。そうした場合には、すでにみた未署名のマスター契約のバックログを減らすために有効な措置と同様の対応を採ることによって、完了していないコンファーマーションの残高を減らすことができよう。

しかし、いかに効果的な内部管理を行っていたとしても、コンファーマーションの標準化やコンファーマーションの自動マッチング・システムが利用可能になるまでの間は、いくつかの取引についてコンファーマーションが完了するまでに相当時間がかかる状態が続くことになろう。対応策として考えられるのは、SWIFTアコードのようなマッチング・サービスを利用

することであるが、これについても大きな限界があるとみるディーラーも存在する。いかなるサービスも、一定数以上のユーザー集団がいないと各ユーザーは参加コストに見合わない判断するであろう。また、S W I F Tの場合、カウンターパーティがすべてネットワークにアクセスできるわけではないし、新しいアコード・システムでもより複雑なO T Cデリバティブ取引を処理することはできない。こうした限界のため、面談した大半のディーラーではS W I F T以外に様々な代替手段を模索している。

(2) 担保付取引の急拡大

担保付取引が急速に拡大しているが、担保付取引はカウンターパーティに対する信用リスクを大幅に削減でき、それゆえO T Cデリバティブ市場の安定性を強化し得る。にもかかわらず、担保付取引の利用は信用リスクを完全に解消するものではなく、むしろ流動性リスク、リーガル・リスク、カストディ・リスク、オペレーショナル・リスクといった他のリスクを派生させる可能性もある。もしこれらのリスクが効果的に管理されないまま、ディーラーが担保契約によってクレジット・ラインや自己資本規制の制約を逃れて業容を拡大していった場合、カウンターパーティに対するリスクが増加してしまう可能性もある。

一般に担保契約は、法的に有効である限り、カウンターパーティのデフォルトによる潜在的な損失を削減する。カレント・エクスポージャー、すなわち現時点でデフォルトが発生した場合の損失、に対する影響は比較的明白であるが、潜在的な将来のエクスポージャー（ポテンシャル・フューチャー・エクスポージャー）に対す

る影響は相当複雑である。担保契約の構造上、信用リスク・エクスポージャーに対し担保価値が大幅に下落する可能性は非常に小さいものの、担保不足が生じる可能性は排除できない。これは、仮にディーラーが担保権を完全に行使できたとしても起こり得る。極端な場合、担保付取引がカウンターパーティのデフォルト時に損失を拡大させる可能性もある。担保契約を締結していない場合、あるカウンターパーティとの取引のポートフォリオの市場価値が負になると、そのカウンターパーティに対するカレント・エクスポージャーはゼロとなる。しかし、もし当該カウンターパーティに対して担保を差し入れていると、担保受入先のデフォルトによって担保が返戻されない場合には、損失に晒されることとなる。

担保付取引によってカウンターパーティは資金繰りの面で圧力に晒されることとなる。あるカウンターパーティとの取引の市場価値が下落した場合には、担保を受渡すよう通知が行われるが、こうした通知は日々行われる。ディーラーのO T Cデリバティブ取引は全体として損益が比較的釣り合っており、その取引のかなりの部分についてはカウンターパーティとの担保契約によってカバーされている。もし、ディーラーが転担保を可能とするようなシステムを有しているのであれば、あるカウンターパーティからの担保差入れ請求に対しては、かなりの場合、他のカウンターパーティから受け入れている担保を再利用することによって対応することができる。

担保付取引の主なリーガル・リスクは担保契約の法的有効性が否定されるリスクである。担保権者は、担保契約が法的に有効なものであることをデュー・デューリジェンスによって確認す

る必要がある。また、担保権者は、担保権について、その発生、第三者対抗要件の具備、弁済順位を規定する法を特定し、当該法の下で担保権の法的有効性を確保するために技術的な問題がないかどうかを検討する必要がある。最後に、担保権者は、担保差入先の破綻処理を規定する法を吟味しつつ、担保差入先の破綻時に担保権を実行できるかどうか検討する必要がある。こうした問題は関係する法域が単一であっても複雑なものとなり、一般化しているクロス・ボーダー取引の場合にはさらに複雑なものになる。

担保付取引を実務上行う場合には、複雑な情報処理システムの開発や様々な内部管理面での対応が必要となる。そのため、担保付取引ではオペレーショナル・リスクがきわめて重要である。システム面での不備や内部管理体制面での脆弱性によって、取引や担保の市場価値算定が不正確であったり担保契約の諸条件が不正確に記録されている場合には、受渡請求される担保が不足することもあり得よう。請求した担保が確実に受取られているかどうか、担保の保有状況について常時モニターする必要がある。一方、こうした難しい課題に対応するためにシステムや内部管理体制を構築・整備することは、取引当事者のリスク管理能力を飛躍的に高めることになる。取引を日々値洗いすることはマーケット・リスクと信用リスクの効果的な管理を促進する。おそらく、さらに重要なのは、ポートフォリオの市場価値を日々算出しカウンターパーティと突き合わせることによって、取引に対する内部的な評価に対し日々外部による検証を行うことになる点である。

担保契約は、カストディ・リスク、すなわちカウンターパーティから受入れた担保を保護預りしているカストディアン破綻や過失、詐欺

行為などにより損失を生じるリスクを増加させるかもしれない。担保を証券集中保管機構において自己勘定で保有することによりカストディ・リスクを削減しようという動きが複数のデリバティブ・ディーラーにおいて見受けられる。カストディ・リスクからの損失を回避するためには、担保権者の資産をカストディアンや他のディーラーが寄託した資産から分別管理する(segregation)手法が有効である。

バイラテラル・ネットティングの利用が拡大しているにも関わらず、最大手のディーラーである世界的に業務展開する金融機関にとってOTCデリバティブ取引から生じる信用リスク・エクスポージャーは無視できなくなっている。そのため、これらの金融機関のひとつが破綻することになれば、他のディーラーがOTCデリバティブ取引によって蒙る損害はシステムミック・リスクが伝播する経路となり得る。ディーラー相互のエクスポージャーに担保を付けることは、原理的には、そうした経路を通じてシステムミック・リスクが伝播される可能性を大幅に削減することになる。しかし、上述したとおり、担保の利用はリーガル・リスクや流動性リスク等その他のリスクを伴うものであり、ディーラーがこうしたリスクを効果的に管理しない場合には金融システムにとって脅威となり得るものである。リーガル・リスクとしては、カウンターパーティの支払不能時に担保契約の法的有効性がある法域もしくは関連する複数の法域で否認されるリスクが存在する。そのようなリスクが顕現化した場合には、広範囲にわたり損失が発生することになる。これは、多くの取引当事者が担保契約の法的有効性に依存しており、もし当該契約の法的有効性を疑っていれば避けたであろうエクスポージャーを抱えていることが

予想されるためである。流動性リスクに関しては、担保付取引の利用が拡大するにつれてディーラーが資金繰り面での圧力に対しより脆弱になることが予想される。すなわち、市場価格の大きな変化によって担保に対する需要が著しく増加しかねないからである。したがって、ディーラーにとって、担保に対する潜在的な需要を予測するためにストレス・テストを行い、予測した担保需要が確実に満たされるよう、効率的な転担保を図るなど、必要な対策を講じることがきわめて重要となる。もしディーラーがそうした作業を怠れば、市場が乱高下するような時期に資金繰り面の圧力を飛躍的に増大させることとなる。

(3) クリアリング

クリアリング・ハウスは、その参加先がクリアリングの対象とすることに合意したすべての取引について、自分自身をセントラル・カウンターパーティとして決済を行う。クリアリング・ハウスを創設することによってOTCデリバティブ取引に付随する様々な種類のカウンターパーティ・リスクを削減できる可能性がある。信用リスクに関しては、クリアリングによりマルチラテラル・ネットリングを行うことが可能となり、クリアリング対象取引について参加先の信用リスク・エクスポージャーを削減することができる。また、クリアリング・ハウスが通常採用している証拠金制度は、日次ベースのネット・エクスポージャーを削減または担保化していることになる。さらに、クリアリング・ハウスが効果的なリスク管理を行っている場合には、既存のカウンターパーティのすべてではないにしても、そのほとんどの先よりもクリアリング・ハウスの信用力は高くなろう。そ

の一方で、今のところOTCデリバティブ取引のクリアリングは比較的単純な取引に限定して行うよう計画されているため、マルチラテラル・ネットリングによるリスク削減効果は限られてしまうかもしれない。クリアリング対象外の取引は、もともとのカウンターパーティとの間のバイラテラル・ネットリング契約によってカバーされることになるが、この場合、その相対ネット・ベースのエクスポージャーがかえって増加する可能性もある。さらに、すでにOTCデリバティブの担保付取引を行っているディーラーは、クリアリングによって信用リスクがさらに削減される可能性はほとんどないと考えられるだろう。実際にディーラーは、信用リスクの削減等、自ら（そして、そのカウンターパーティ）にとって利益があると考えられる場合にのみ、クリアリング・ハウスに参加することになる。信用リスクの削減効果を減殺するような要因があることから、クリアリング・ハウスの参加者は限定的なものになるかもしれない。

クリアリング・ハウスは、ペイメント・ネットリングの範囲を拡大することによって流動性リスクを削減する可能性を有している。しかし、OTCデリバティブ取引関連の決済額は比較的小さいため、ペイメント・ネットリングの潜在的なメリットも小さい。リーガル・リスクもまたクリアリングによって削減されることになる。クリアリング・ハウスにおけるデフォルト時の手続は各国法において特別に定められていることが少なくなく、クリアリング対象外の取引にみられるようなドキュメンテーション締結の遅れが容認されるとも考えにくい。また、クリアリング・ハウスは、参加先に対し事務処理の面で高い要求水準を設定し、また、取引コンファーマーの自動処理化をさらに推し進

めることによって、オペレーショナル・リスクを削減することもできよう。

システミック・リスクの観点からみると、クリアリング・ハウスはリスクおよびリスク管理の責任を集中化する。問題は、クリアリング・ハウスが自ら晒されているリスクをいかに効果的に管理するかということになる。上場デリバティブ取引を扱っているG10各国の取引所では、リスク管理上の対応策をいくつか組み合わせつつ実施しており、一般に、非常に有効なものであることが知られている。こうした仕組みを、クリアリングの対象になると考えられる比較的単純なOTCデリバティブ取引に適用したとしても、同じように有効な成果が得られることになろう。確かに、そうした取引は、取引所で成立した価格で時価評価されるというよりはむしろモデルによって時価評価されることになろうが、クリアリング・ハウスは、取引所価格が存在しないような多くの取引についてすでに決済を行っており、これといった問題に直面していない。OTCデリバティブ取引は、多くの上場デリバティブ取引に比べポジションを一括清算するのに時間がかかることになると考えられるが、クリアリング・ハウスは証拠金を高めに設定したり準備金を厚めに確保することによって対応することができよう。

Ⅱ．改善のための提言

上述の各論点について、スタディ・グループは、市場参加者と各国当局がOTCデリバティブがカウンターパーティにもたらすリスクを削減し、また世界的な金融市場の安定性を強化するために採るべき行動を明らかにした。

取引のドキュメンテーションやコンファーマーシヨンの遅延について

- ・カウンターパーティは、未締結のマスター契約や完了していないコンファーマーシヨンのバックログを吟味し、それに伴うリスクを評価し、これを効果的に管理すべく適切な対応を採るべきである。
- ・カウンターパーティは、コンファーマーシヨンの電子的な交換や照合にかかる既存あるいは新規のシステムを利用することで、バックログやこれに関連したリスクを削減する余地がないか検討すべきである。
- ・監督当局は、監督対象先（特にデリバティブ・ディーラー）におけるバックログや関連リスクを吟味し、そのリスクを限定するために対象先が採っている方針と事務手続きの有効性を評価し、また実務上適切と思われるような改善を奨励すべきである。

担保付取引の拡大について

- ・カウンターパーティは、担保付取引の利用に伴うリーガル・リスク（国際私法上の問題を含む）、オペレーショナル・リスク、流動性リスクおよびカストディ・リスクを評価し、これらの効果的な管理を確実に進めるよう努めるべきである。
- ・監督当局は、信用リスクを削減する手段として担保付取引が利用される際の監督上のガイドラインを、オペレーショナル・リスクや法的なデュー・デリジェンスに関する事項も含めて充実させるよう考慮すべきである。
- ・カウンターパーティ、監督当局、および中央銀行は、各国政府が担保契約の法的有効性に関する不確実性を削減するために必要な行動を採るよう促すべきである。

クリアリング・ハウスの利用について

- ・カウンターパーティは、信用リスクとカウンターパーティ・リスクを削減するに当たり、OTCデリバティブをクリアリング・ハウスで決済することによって生じ得るメリットを検討してみるべきである。その際、クリアリング・ハウスのリスク管理手法の有効性と、クリアリング対象外の取引にかかる相対ベースの信用リスクに与える影響を考慮することも重要である。
- ・中央銀行と監督当局は、OTCデリバティブのクリアリング・ハウスを設立する上で不要

な法的あるいは規制上の障害が存在しないように配慮すべきである。また、両者は、クリアリング・ハウスが、参加者の破綻に伴う損失をカバーするための方策を含めて、効果的なリスク管理上のセーフ・ガードを設定・適用するようにしなければならない。こうした点からみて、スタディ・グループが念頭に置いているOTCデリバティブのクリアリング・ハウスは、既存のものであれ計画中的のものであれ、現在各国当局によって監督・監視されている取引所型デリバティブのクリアリング・ハウスである点に留意すべきである。