

# 店頭デリバティブ規制を巡る 地域金融機関の動向

## クライアント・クリアリングの 本格化も規制の導入待ちか

QUICK  
戦略事業開発部長

谷 保明



アメリカでは2010年施行のドッド・フランク法によって、OTCデリバティブに関する一連の規制が完成しつつある。日本でも、12年11月に大手ディーラーを対象とした中央清算、13年4月に情報蓄積機関であるDTCCへの取引報告が義務化された。クライアント・クリアリングの開始は14年2月に予定され、マージン規制は15年12月から段階的に、電子取引基盤も15年9月には強制適用になるといのが大方の予想である。本稿では、マージン規制、クライアント・クリアリング、電子取引基盤に関する地域金融機関の準備状況と課題について、昨年12月に行われた10行からのヒアリング、またリスク管理システム・ベンダー、コンサルティング・ファーム等の市場関係者からの間接的なヒアリングに基づいて考察する(注1)。

### マージン規制

#### —当初証拠金は手つかず

担保管理については、相対でのCSA (Credit Support Annex) をすでに締結している地域金融機関が多いため(ただし、中堅ところでもCSA契約のない金融機関もある)、まずはCSAの現状についてみてみ

る。CSAは、OTCデリバティブのエクスポージャーを保全するための、当事者相互による担保差入れに関する契約である。金利スワップを取引する地域金融機関においては、頻繁に取引を行うディーラー等数社とはおむねCSAを締結しているようである。それらの多くが、担保評価の受渡しは週次または2

週間に1度行われるという建付けになっている。

現状、日本におけるOTCデ

リバティブに関する担保の差入れは、種々の理由から法的には消費貸借として行われている。

このため、取引相手がデフォルトした場合、担保の余剰分について取戻権を行使できないという問題がある。実際、東京都民

銀行がリーマン・ブラザーズ証券に差し入れていた担保の余剰分の返還を争った裁判では、原告の東京都民銀行の訴えは1審却下、2審棄却となっている(注2)。したがって、差入れ担保が余剰になる状態を極力避けることが必要となってくる。

この問題に対して、地域金融機関の多くは、たとえ見直しが原則2週間に1度となっても、必要に応じてマージン・コールをかけられる決まりになっていることから、特段問題はないうという認識であった。ただし、いつでも必要なときに余剰分についてコールできるといっても、その必要なきがシステムティックに規定されなければならず、結局は日次の値洗が必要となるため、実質的には運用上問題ありと認識している地域金融機関もあった。

また、計算だけではなく、マージン・コールの運用についても同様である。現状は多くの地域金融機関が手作業・メールでやりとりしているが、取引量によってはシステム化の必要も出てくる。これについては、IS

## 店頭デリバティブ規制への対応

DAのマージン・コールのプロトコルにのっとった運用をシステム化するサービスを提供している会社も存在するため、費用対効果で問題がなければ、同サービスの採用も今後検討されることになると思われる。

所要担保額の計算については、多くの地域金融機関が既存の市場系管理システムでの計算、またはエクセルでの計算でカバーしている。ただし、これはあくまでも変動証拠金については、当初証拠金については多くの地域金融機関が手つかず、または準備段階となっている。これは当初証拠金の計算方法が若干複雑であることもあるが、差入れ義務がどの金融機関に課せられるのかが不明確であることが最大の要因と思われる。

多くの地域金融機関が、担保管理について、担保の銘柄選定、値洗い、受渡しという一連の事務について、将来的に負担が大きくなることと、それに伴うオペレーションリスクについて懸念しているが、一方でシステム投資に見合うものであるかについての見定めには、いままじし時

間を必要としている。また、担保付ソフトウェアのデイスカウントレートとして、現在OISカーブの使用がデファクトとなってきたているが、こちらについても準備が遅れているようだ。

地域金融機関のなかには、カウンタパーティーがメガバンク等であれば、担保の値洗いについては、当該メガバンク等を計算代理人のようにみなして、計算を依存するという意見もあった。また、多くの地域金融機関が、カウンタパーティーが清算機関であれば計算チェックは原則するつもりはないと考えている。

### クライアレント・クリアリング — 準備状況にばらつき

本年2月に開始するクライアレント・クリアリングに関しては、地域金融機関によって準備状況にかなりばらつきがあるようだ。すでに準備できているところから、MarketWireへの登録準備中、クライアレント・クリアリングを検討中、または、たんに情報収集中というところまである。準備状況と金融機関の

規模との相関はないようだ。

地域金融機関がクリアリングに参加するには、清算機関である日本証券クリアリング機構(JSCC)の金利スワップ清算資格を取得して直接参加することは考えにくいので、実質的には清算取次のスキームであるクライアレント・クリアリングを採用するか、信託スキームを採用するかの二者択一である。

クライアレント・クリアリングは、清算取次を委託する金融機関とそれを受ける清算参加者(以下、クリアリング・ブローカー)とが清算受託契約を締結し、金融機関が当該クリアリング・ブローカーを通じて、いわば間接的に中央清算に参加する方法である。取次にはこのほか、MarketWireへの登録等が必要となる。クリアリング・ブローカーが清算機関と金融機関との間に介在するため、担保管理など通常の事務処理はクリアリング・ブローカーを通じて行うことになるが、実質的には中央清算機関との取引となるため、原則的にクリアリング・ブローカーのリスクをとることなく取引

を行うことができる。準備完了している地域金融機関にとつては、CSAの実務と基本的には変わらないため、クライアレント・クリアリングへの参加に特段の障害は認識していないようだ。

信託スキームとは信託銀行等に信託勘定を設定し、そこでスワップ取引を行うというものである。信託スキームの場合、委託した金融機関はクリアリング、報告、保存義務が免除される。担保管理も信託銀行に委託することになると思われる。このため、信託スキームは、取引にかかる金融機関の負担が、クライアレント・クリアリングに比べて圧倒的に軽い。問題はコストだけである。取引ボリュームの小さい金融機関にとつての受け皿的な意味合いもあり、ニーズは

大きいと思われるが、多くの地域金融機関はこのコストが非常に大きなものになると予想しており、簡単に信託スキームを選択するというにはならないだろう。

その他、現状JSCCが採用している照合プラットフォームはMarketWireのみとなっている

るため、一部地域金融機関から  
日本人による同サービスへの  
参入を望む声もあった。

## 電子取引基盤

### 規制の明確化を待つ

電子取引基盤については、な  
んらかのアクションをとってい  
る、あるいは具体的に検討して  
いるという地域金融機関は非常  
に少ないと思われる。少なくと  
も今回のヒアリング対象行では  
存在しなかったし、その他の情  
報ソースからもそういった声は  
聞こえてこなかった。具体的  
な規制案がまだ出ていないこと  
と、義務化が15年9月に開始する  
と予想されていることから、規  
制対応の優先順位は低いもの  
と思われる。

ただ、対象商品が金利スワ  
ップだけではなく、NDF等の為  
替デリバティブまでに広がる  
といわれるシングル・ディーラー  
・プラットフォームは、アメリ  
カ同様、認められなくなるこ  
とが予想されるため、それなり  
の準備が必要となってくるの  
と思われる。シングル・ディー  
ラー・プラットフォームとは、1

社のディーラーが自分の顧客の  
ために提供する取引システムで  
ある。一部地域金融機関から、  
シングル・ディーラー・プラ  
ットフォームをまとめたプラット  
フォーム・サービスにはニーズ  
があるのではないかという意見  
があった。今回のヒアリングと  
は別に行われた、メガバンクに  
対するヒアリングにおいても同  
様な意見があった。

電子取引基盤は、昨年10月に  
アメリカでSEF (Swap  
Execution Facility) としてスタ  
ートし、本年2月には義務化さ  
れる見通しである。スタートま  
でに紆余曲折あったが、市場は  
いったん落ち着いてきている。  
ただし、ボイス・ブローキング  
もSEF経由の取引として扱わ  
れることになっているなど、本  
来の規制の趣旨からは若干疑問  
となるような点もある。金融機  
関の多くが、今後日本での規制  
がどのようになるのか、まずは  
それをみようということだろう。

## 上場商品等への関心

### 店頭取引との差が縮小

諸般の規制によって、OTC

デリバティブ商品のハイ・フレ  
クシビリティは著しく損なわれ  
ることになる。一方で、金利ス  
ワップ先物などの上場商品のロ  
ー・フレクシビリティは比較劣  
位性が小さくなる。OTCデリ  
バティブ取引で従来は不要であ  
った担保のやりとりという面倒  
なフロアが要請されるという意  
味で、上場商品とOTC商品に  
差異がなくなる。また、証拠金  
の計算では相対取引におけるC  
SAで求められるバリエータツ  
トリスクの保有期間と比べて、  
取引所取引における保有期間は  
相当に短いことから、担保にか  
かるコストという点では上場商  
品のほうが有利になる。もちろ  
んクーポンやテナーが固定され  
ている等の使い勝手の悪さは依  
然存在するが、CMEのデリバ  
ラブル・スワップ・フューチャ  
ーなど取引所の工夫もみられ、  
従前ほどの差がなくなっている  
ことは確かであり、今後上場商  
品が見直される可能性は否定で  
きない。欧米では、クーポンを  
固定したOTC商品である

Market Agreed Coupon Swap  
(MACスワップ)も注目され

ているようで、流動性に問題が  
なければ取扱いを検討したいと  
いう地域金融機関もある。今後  
の動向には注意が必要だろう。

## 規制以外の問題

### 国債とLIBOR

現在、金融機関の最大の関心  
事の一つに国債(JGB)のリス  
クがある。日銀の試算では、  
JGBの価格が1%下落すると  
金融機関全体で7・9兆円の損  
失が発生し、そのうち3・2兆  
円が地方銀行の損失となる。し  
かしながら、現時点で積極的に  
JGBの保有残高を削減する方  
針を打ち出している地域金融機  
関はない。実際には内部でJG  
Bの売り時を見計らっているの  
かもしれないが、少なくとも現  
状ではJGBの代替となる投資  
先がないというのが多くの地域  
金融機関の認識である。ただ同  
時に、いったん売り時となった  
際には、他の金融機関も同時に  
売り出ることが予想されるた  
め、このままの状態を続けるの  
はリスクであるとの認識で一致  
している。

保有するJGBの有効活用に

## 店頭デリバティブ規制への対応

についても、関心の高さがうかがえた。現在レボ等で利用しているが、より積極的な利用方法を模索する動きもある。JGBを対象としたプライム・ブローカーレッジやトライパーティー・レボ等に興味をもつ地域金融機関もあった。

JGBの代替として外債・外貨建融資への興味についてもヒアリングしたが、将来的に増やしたいという意見が多かったものの、現状は流動性リスクの観点から「外貨預金の範囲で」というところが多く、また外貨預金が少ないという理由で外貨建融資は行っていないという地域金融機関もあった。外債についても、リスク管理の観点から積極的に購入しづらいとしている地域金融機関もあり、外債・外貨建融資のJGBの代替としての存在感はまだ小さそうだ。

もう一つの関心事としてLIBOR問題がある。周知のとおり、一連の不祥事の後、イギリス銀行協会(BBA)はLIBORの運営を米インターコンチネンタル取引所(ICE)傘下のICE Benchmark Administration Limited(以下、ICE BBA)に移管する予定である。日本においても、本年4月からは全銀協がLIBORの算出・公表のために、傘下に新組織を発足させる。金融機関はLIBOR取得についてICE BBAとの新規契約が必要となり、またリアルデータの利用については新たに利用料が発生することになる。LIBOR同様、LIBORについてもテナーの削減が決まっている。

LIBOR問題の本質の一つは、市場での取引レートではなく気配での報告が可能であるために、恣意性が排除できなかつたところにある。流動性の低い市場におけるベンチマークには、常に同様の問題があるといえるだろう。この点につき新たなスキームによる指標づくり、とくにビット・レートが反映される仕組みを望む地域金融機関もあった。

### OTCデリバティブ取引管理の優先順位

今回の調査で、多くの地域金融機関がトレーディング規制に関して

当初証拠金について検討中、クワイアント・クリアリングについては情報収集中と、具体的なアクションをとっていないことがわかった。これらの金融機関は共通して、関連する規制の制定を待たないことには動けないということだった。

今回は触れることができなかったが、担保管理については、将来的にはポートフォリオ照合、コンプレッションに関する規制も考えられ、それらも含めた担保管理となると、現状の管理体制ではカバーできなくなる可能性がある。また、為替デリバティブについては変動証拠金の算出が義務付けられることも想定される。IFRSが採用されればCVAに加えてDVA、場合によってはFVA等いわゆるxVAについての価格調整も必要になるかもしれない。今後、地域金融機関は、OTCデリバティブに関する管理体制づくりの優先順位を、より一層上げていくことが予想される。

また、規制以外では、JGBの保有リスクに対する関心が大きい。これは地域金融機関だけ

の問題ではなく、日本のほぼすべての金融機関がもつ懸念でもある。日銀が2%のインフレ目標の達成に対して、依然自信をみせている状況下、いつまでも放置はできない課題であることは確かなようである。

(注)1 このため、文中「多くの金融機関」という表現は、金融機関からのヒアリング結果に、市場関係者からのヒアリングに基づいた定性的な判断を加味したものである。

2 金融法務事情No.1976「店頭デリバティブ取引における「一括清算」と「担保」を巡る問題」(渡辺宏之著) 参照。

たに やすあき

安田生命保険(法人営業)、キヤンター・フィッツジェラルド(金利スワップ仲介)、中央監査法人Coopers & Lybrand(投資銀行監査)、インスティテュート証券会社(財務部次長)、ミューズ・ジックセキユリテイズ(取締役)等を経て現職。関西学院大学卒、一橋大学院国際企業戦略研究科修了。MBA、C.P.A.(U.S.)。