

## 中央清算機関の破綻処理制度の構築に向けて

利害関係が錯綜するなか、国際的な議論が徐々に進捗

金融庁 総合政策局 国際室 国際証券市場決済調整官 望月 一成  
課長補佐 大井 秀敏  
岡野 亮祐

新型コロナウイルス感染症拡大において世界が経験したショックと、それに関連した流動性ストレスの広がりやダイナミクスは前例がない。これを契機に、中央清算機関(CCP)への取引集中により生じ得る潜在的なシステムリスクにも関心が高まっている。本稿では、金融システムの重要な部分を構成するCCPの破綻処理に関連したこれまでの議論と今後の展望について概説する。

### コロナ禍で高まるCCPのシステム的な重要性

コロナ禍において世界が経験した経済ショックと、それに関連した流動性ストレスの広がりやダイナミクスは、前例のないものであった。金融安定理事会(FSB)は2020年11月に公表した報告書の中で、20年3月の市場の混乱を「このショックは、リスクの根本的な再評価と安全資産への需要の高まりを引き起こした。(略)中央清算機関は市場の乱高下にもかかわらず頑健性を維持したが、一部ではマージンコール(筆者注、追加証拠金の要請)が予想以上に大きくなった場合があったと考えられる」と総括している。

中央清算機関(CCP)については、これまで金融危機後の金融規制改革の一つとして店頭デリバティブ規制の文脈で改革が進められてきた。店頭デリバティブ改革の目的はシステムリスクの低減、透明性の向上、市場の乱用の防止である。なかでも清算集中義務はシステムリスクの低減を主眼として導入され、それとともに清算を行うCCPのリスク管理の強化、いわゆる強靱性(Resilience)、再建(Recovery)、破綻処理(Resolution)の議論が、FSBや、国際決済銀行(BIS)の決済・市場インフラ委員会(CPMI)と証券監督者国際機構(IOSCO)の共同作業グループである「CPMI-IOSCO」において行われてきた。

特に、CCPの破綻処理についてはFSBを中心に作業が進められてきたが、市場関係者や学会からは、CCPの破綻処理に関する議論を早急に進めるべきだという意見や、コロナ禍およびその後の世界を見据えた国債の円滑消化の観点からCCPの

利用を促進すべきだとの意見も見られる。<sup>1</sup>

CCPのシステミックな重要性が認識されるなか、21年のFSBの作業計画では、同年末までにCCPの破綻処理財源に関するさらなるガイダンスの必要性を検討する予定である。足元の国際的な作業としては、CCPの証拠金のプロシクリカリティーにも注目が集まっている。

### CCP破綻処理のそれぞれの国際基準

CCPは、単一ないし複数の金融市場で取引される店頭デリバティブ契約などの取引当事者の間に入り、すべての売り手に対する買い手となるとともに、すべての買い手に対する売り手となることにより、未決済契約の履行を確保する機能を持つ。

20年3月に発生した市場の混乱は、前述の店頭デリバティブ改革で導入された清算集中義務が、グローバルな金融の安定性にもたらす便益を示した。他方、清算集中義務の進展は、CCPのシステミックな重要性を高めることにもなった。金融システム全体の安全性や健全性におけるCCPの重要性に鑑み、CCPがシステミックリスクの源泉にならないようにするとともに、納税者へ損失負担を求めることなく処理できるよう、当局や市場関係者によって必要な対応を取ることが期待されている。

CCPの破綻処理とは、CCP自身による再建が困難な場合に破綻処理当局を中心に手続きが進められるものであり、原則的に破綻処理は再建の延長線上にある。再建中のCCPの破綻処理への移行に関してはCCPの清算参加者等にも大きな影響を与えるため、その手続き等についてはこれまで、CPMI-IOSCOと連携しつつ、FSBを中心に国際的にさまざまな議論や検討が行われてきた。

以下、これまで策定されたCCPを含む金融機関の破綻処理に関する各国際基準の概要を説明する。

#### ■金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性(KA=FSB Key Attributes、11年)

金融機関全体を対象とした破綻処理の枠組みの主要特性を示したもの。破綻処理当局の有すべき権限、危機管理グループ(CMG)の設置、破綻処理可能性の評価、再建・破綻処理計画の策定、「清算手続きを適用した場合より債権者が不利にならない」原則の尊重(NCWOLセーフガード=清算価値保障原則)などを定めている。

#### ■KAのFMIに対する適用に関する付属文書(FMIアネックス、14年)

セクター別ガイダンスとして、CCPを含む金融市場インフラ(FMI)を対象とした破綻処理の枠組みを示したもの。実効的なFMIの破綻処理制度は、金融システムの安定を追求し、納税者を損失リスクにさらすことなくFMIの破綻処理によってその重要な機能の継続を可能とすべきだとされており、KAに規定されている破綻処理制度全般

<sup>1</sup> The Systemic Risk Council: REIGNITING REFORMS TO ENSURE A RESILIENT AND STABLE FINANCIAL SYSTEM: A SECOND PHASE? (October 2020), Darrell Duffie: Still the World's Safe Haven? (June 2020)

に共通する考え方をFMIの枠組みに適用するかたちとなっている。

FMIアネックスは「FMIの破綻処理」および「FMI参加者の破綻処理」という二つのパートから構成されている。「FMIの破綻処理」のパートでは、FMIの破綻処理当局の備えるべき権限、破綻処理手続き開始後のクロスボーダーでの当局協力の取り決めと備えるべき機能、定期的な破綻処理可能性の評価、NCWOLセーフガードなどについて規定されている。「FMI参加者の破綻処理」のパートでは、FMI参加者の破綻時に当該参加者の円滑な破綻処理を確保するためにFMIが備えるべきルールおよび手続き、当該破綻参加者の有する契約に関するFMIの早期解約権の一時停止の在り方などについて規定されている。

さらに、一つを超える法域において、システム上重要なFMIについては、母国の破綻処理当局にCMGの設立を求めている。KAとの関係については、FMIアネックスの記載内容を踏まえてKAを解釈するという位置付けになっている。

#### ■清算機関の破綻処理および破綻処理計画に係るガイダンス(17年)

KAおよびFMIアネックスの補足を目的として、各国当局によるCCPの破綻処理計画の策定をサポートするとともに、計画実施の国際的な整合性の確保を図るために作成されたものである。破綻処理当局が有すべき権限として、①CCP破綻時における破綻処理当局による一時的な運営、②CCP参加者の破綻の際にCCPを matched book (CCPの帳簿における売り方・買い方ポジションの均衡)へ回復させるツールの実施、③CCPの重要な機能の承継会社等への移管——などが挙げられている。

また、CMG設置が必要なCCP(すなわち、一つを超える法域でシステム的に重要なCCP)を特定するための検討項目を含むCMG設置のための手順を定めている。破綻処理における株主への損失分担については、破綻処理手続きにおける残存資本の減資のタイミングの明確化・透明化、NCWOLセーフガードに関しても、その適用の前提となる破産法令上の清算の対象となった場合の仮定の明確化・透明化に言及している。

#### ■CCPの破綻処理財源および株式の取り扱いに関するガイダンス(20年)

破綻処理当局およびCMGによるCCPの破綻処理財源の十分性評価を支援し、破綻処理時におけるCCPの株式の取り扱いに対するアプローチについて指針を提供するものである。

CCPの破綻処理財源やツールの十分性の評価については、破綻処理法制およびCCPの規則・取り決めに基づくCCPの破綻処理開始時における財務資源やツールの合理的利用可能性を定期的に評価すべきだとしている。その評価は5段階プロセスであり、①想定し得るCCPの破綻シナリオの特定、②利用可能な財源・ツールの定性・定量評価、③想定し得る破綻処理コストの分析、④利用可能な財源・ツールと破綻処理コストとの比較、⑤④において特定された差分を埋めるための追加的手段の検討——という手順で構成されている。

またCCPの株式の取り扱いについては、破綻処理における償却等のメカニズムやその実施上の検討事項について定めている。

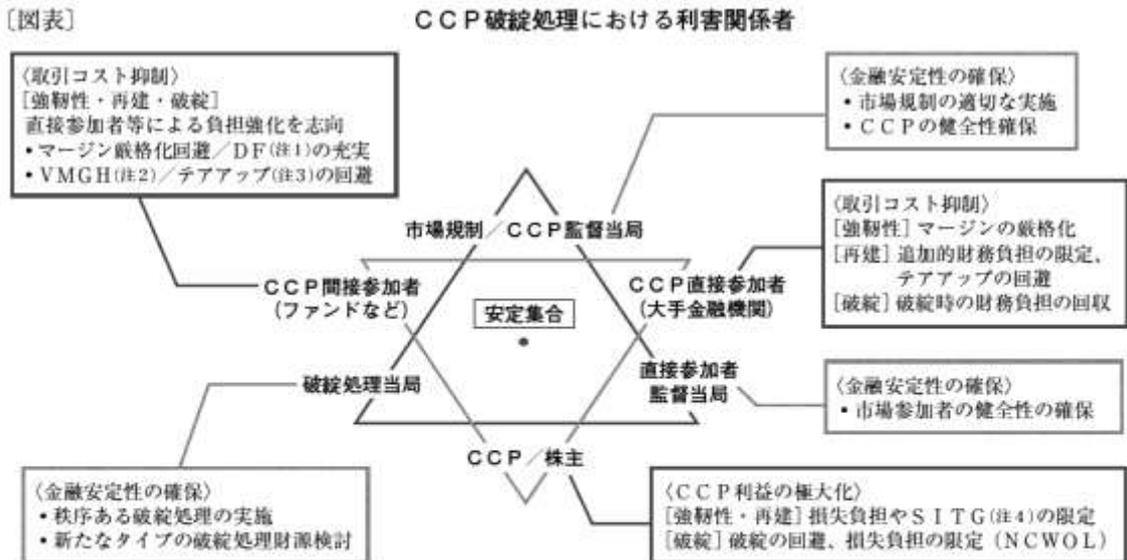
**残された課題**

FSBが20年11月に公表した「2020年破綻処理改革の実施に関する報告書」では、新型コロナウイルス感染症のパンデミックから得られた教訓について論じつつ、CCPに関するものを含む破綻処理可能性についての継続中の取り組みの重要性を強調しており、FSBは他の基準設定主体と連携しつつ、CCPの破綻処理に必要な事前拠出型財務資源の検討を行うこととされている。

この論点を議論するに当たっては二つのトレードオフ、すなわち、「利害関係者間のトレードオフ」「CCPの再建と破綻処理の間のトレードオフ」について理解する必要がある。

**■利害関係者間のトレードオフ**

CCPを巡る利害関係者は、①CCPおよびその株主、②CCPの直接参加者、③一般市場参加者（CCPの間接参加者）、④破綻処理当局、⑤市場規制／（CCP）監督当局、⑥清算参加者監督当局（銀行監督当局等）——の六つに大別される（図表）。



(注) 1. DF：(Default Fund)。清算参加者の破綻時に発生する損失をカバーする目的で清算参加者からCCPに事前拠出される財務資源。  
 2. VMGH：(Variation Margin Gains Haircutting)。CCPによる変動証拠金配分のヘアカットで各参加者に損失負担させる仕組み。  
 3. テアアップ：契約の強制解除 (tear-up)。損失拡大回避とmatched book (CCPの帳簿における売り方・買い方ポジションの均衡)の回復を目的とする契約の一部または全部の解除。  
 4. SITG：スキンインザゲーム (skin-in-the-game)。CCPのリスク管理等への信頼促進のために、参加者破綻等に備えてCCP自身が事前拠出する財務資源。

(出所) 金融庁

この6分類の構成や特徴については各国の制度や市場構造によって異なる。例え

ば①については、国有企業なのか、相互会社・直接参加者のみが株主なのか、第三者が株主なのか(取引所などのグループ保有を含む)によって利害関係も異なってくる。②については大手の金融機関、また③についてはファンド等の市場参加者などが考えられる。当局であれば金融安定性の確保という行政目的を、株主・市場参加者であれば利益最大化(損失限定)を達成するために自己の行動の最適化を図ろうとする。

#### ■CCPの再建と破綻処理の間のトレードオフ

CPMI-IOSCOが策定した「金融市場インフラのための原則」および再建に関するガイダンスでは、包括性のある再建計画および関連ツールの保持を求めている。これは、危機時においてCCPが再建計画に基づいて再建ツールを実施し、金融の安定性を損なう場合には破綻処理当局が介入することを排除しないものの、CCPは平時から包括的な再建計画を備えることにより重要なサービスの継続的提供を可能とするような態勢を整えることを目的としている。

CCPから見れば、破綻処理を前提とする制度を組み込むことにより再建手続きが機能しなくなる恐れ、すなわち、再建手続き上の負担が破綻処理のそれより大きいことが見込まれる利害関係者が、再建計画の実施に非協力的になる恐れがあるため、それを回避したいと考える。

他方、清算参加者から見れば、包括的な再建計画の下では個社の負担に関する予見可能性を損ない得る点を懸念し、破綻処理を前提とした再建計画上の最大負担額の明確化を求めている。

\* \* \*

これまでの国際的な議論を俯瞰すると、CCPに対して銀行と同様に破綻処理財源の検討を進める必要があるとする考え方と、CCPは銀行とは違う生き物であり、エコシステム全体の中で強靱性・再建・破綻処理を捉える必要があるとする考え方が混在している。

これまで述べたとおり、関係者間で利害関係が錯綜するなか、事前拠出型破綻処理用財源の必要性のさらなる検討が今後進められる。金融庁としては、関係者間のトレードオフを踏まえつつ、危機時に有効に機能する再建・破綻処理計画の策定に資するよう、今後も国際的な議論に参画したい。

(本文中、意見にわたる部分については筆者らの個人的見解である)