

システミック・リスク抑制に向けた処方箋

OTCデリバティブ取引の決済不能が原因となるシステミック・リスクを抑制するために、業界団体や有識者は様々な対応策を提示した。実現には、セルサイドだけでなく、バイサイドの参画が求められる。

最優先課題となった システミック・リスク抑制

大手証券会社の経営危機が相次いで表面化し、証券会社に関係するシステミック・リスク¹⁾が強く意識されるようになってきている。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おり、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、ISDA²⁾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（以下、ISDA書簡）を送付した³⁾。また、その翌週の8月6日には、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CRMPGⅢ⁴⁾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⁵⁾。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。本稿では、ISDA書簡とCRMPGⅢのレポートを概観し、今後の展望について触れたい。

ISDA書簡の内容

ISDA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・リスクをより大幅に低減させ、システミック・リスクを抑制する施策が中心に扱われている（下表）。

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。

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、サービスを開始している。当サービスでは、シングルネーム

図表 ISDA書簡の主な施策

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. 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。
4. ノベーション（第三者への契約譲渡）の電子処理促進	ノベーション（第三者への契約譲渡）時には、ISDAの定めるノベーシ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e-mailによるノベーションの要請を受けないこととなる。

（出所）野村総合研究所

NOTE

- 1) 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。
- 2) International Swaps and Derivatives Association, Inc.
- 3) <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2008/an080731.html>
- 4) Counterparty Risk Management Policy Group III.
- 5) "CONTAINING SYSTEMIC RISK: THE ROAD TO REFORM" (<http://www.crmppolicygroup.org/docs/CRMPG-III.pdf>)
- 6) CDSの参照組織が単一のもの。
- 7) 2008年8月に、米国のディーラー 14社は、当該機能を適用したところ、圧縮可能なCDS残高の56%を減少させることに成功している。
- 8) "ISDA Best Practice Guidance for Reconciliation of Collateralized Portfolios Between Derivative Market Professionals" (2008/7)

CDS⁶⁾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、契約数を大幅に削減することが可能となっている⁷⁾。

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⁸⁾。

CRMPG IIIによる提言

ISDA書簡は市場参加者による当局へのコミットメントが中心となっているのに対し、CRMPG IIIのレポートは、当局、金融機関への提言といった位置づけとなっている。そのため、会計制度や市場インフラ関連の話から、個社におけるリスク・マネジメントのあるべき姿といった話まで、非常に広範に亘るテーマについて触れられている。CRMPG III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施策を示すことを目的に、2008年4月に結成された組織である。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に、欧米金融機関のチーフ・リスク・オフィサー等有識者が参加しており、約4ヶ月間の議論の末、当レポートの公表に至った。

本レポートの提言内容は、主に4つのテーマに分かれる。テーマは、1)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、2)複雑な金融商品のリスク情報の開示、3)リスク・マネジメントおよびコーポレートガバナンスのあり方、4)OTCデリバティブ(特にCDS)市場の安定化に向けた施策、となっている。先のISDA書簡の施策も、当レポートにおいて、ほぼ包含されており、今後、業界が取り組むべき課題を網羅したものとなっている。

今後の展望

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、今後は、システミック・リスク抑制の目的のもと、カウンターパーティ・リスクの削減をより強く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において、バイサイドでは、無理にシステムを導入しなくても、セルサイドに比べ取引量が少ないため、手作業でなんとか対処できるものと見られていた。そのため、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、処理効率化への動きは鈍かった。

しかし、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、ワンタイムの手作業で切り抜けることは難しい。デリバティブの契約期間中は、継続的に、エクスポージャーや信用集中リスクのモニタリングを行い、担保の活用等により、カウンターパーティ・リスクを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る。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。

Writer's Profile



中垣内 正宏 Masahiro Nakagaito

金融 ITイノベーション研究部
上級研究員
専門は金融 IT 調査
focus@nri.co.jp