

中央清算市場における 証拠金の透明性向上のために 何が必要か

中央清算市場における当初証拠金の透明性向上をめぐる規制について、重要な担い手である清算機関の対応は活発とは言えない状況にある。市場にとって有益な対策を実現するためには、規制の適用フェーズにおける実効性の確保が求められる。

証拠金の透明性をめぐる 関心の高まり

2025年1月、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）、BIS決済・市場インフラ委員会（CPMI）及び証券監督者国際機構（IOSCO）から構成される国際会議体により、「中央清算市場における当初証拠金の透明性及び反応性」報告書が公表された。報告書は、証拠金制度にかかわる政策検討分野について公表された一連の報告書のうち、中央清算市場における当初証拠金の透明性を対象とする報告書の最終版として位置づけられる。

議論の契機となったのは、2020年3月に発生したコロナ・ショックによる極度の流動性ストレスのもとで、中央清算機関（CCP）により課される証拠金の急増がみられたことである。同年3月半ばにはS&P 500が単日で12%下落し、VIX指数が83という1990年以降の最高値を記録するような市場の混乱の中で、市場参加者が流動性資産の確保に奔走する「キャッシュへの駆け込み」

（dash for cash）という事態の深刻化を市場は経験した。本報告書によれば、同年2月末から3月半ばにかけて、CCPの徴求する当初証拠金は総額で約3,000億米ドル増加した。市場参加者は不測の証拠金急増をカバーするために必要な担保を市場から追加的に確保することが求められた。一般的に、このような状況下では、流動性資産の調達圧力がさらに上昇し、市場全体の健全性が損なわれる¹⁾。この問題を抑制する手段として、証拠金の変動に対する予測可能性の確保に資する情報の開示を促進することが、規制主体の関心事となったという経緯がある。

冒頭の会議体はCCPおよび市場参加者を主な対象とする市中協議を経て、次のようなCCPに対する要請を

最終報告書に提示している²⁾。①証拠金試算ツールの提供、②証拠金モデルおよび市場反応性の開示、③モデル証拠金の裁量による無効化に関する情報開示 - いずれも、前述の予測可能性を確保するうえで、有益な情報の提供を促す内容である。

低調な国際規制対応の状況

こうした規制主体の動きに対し、証拠金制度の主要な担い手であるCCP側の反応は限定的である。最終報告書の公表からおよそ1年以上が経過したが、提言に呼応して透明性向上のための具体的な対応をすでに開始、あるいは実施に向けたマイルストーン等を示した主要CCPの事例は少ない。市中協議において、市場参加者側は試算ツールの提供等の施策に対して強い支持を表明している。これは、当初証拠金に対する予測可能性の確保という提言の趣旨が、実務的なニーズに合致することを示している。にもかかわらず、EUのように各法域におけるルール化の検討が途上にあることを考慮したとしても³⁾、CCP側の対応が低調なのはなぜなのだろうか。

ひとつは、CCP側が情報開示は十分に行われており、追加的な施策の効用は小さいと考えていることが挙げられる⁴⁾。加えて、透明性向上の施策はCCPとしての競争力強化につながらず、単なる規制対応以上の意義を見出すことが難しい点も軽視できない⁵⁾。

しかし、これらの理由よりも重要な制約は、最終報告書の示す規制の内容自体、あるいはその形成過程に内在すると考えられる。

例えば、CCPの規模、サービス提供の対象とするアセットクラスによっては、規制の内容が有効性を欠く

NOTE

- 1) いわゆるプロシクリカリティの問題。最終報告書は提言のなかで、証拠金モデルが備えるプロシクリカリティ抑制の仕組みを開示することをCCPに要請している。
- 2) CCPのみならず、清算参加者を主体とする透明性向上の要請も提言に含まれる。
- 3) 2025年6月には欧州証券市場監督局 (ESMA) が透明性向上の要件を詳細化するための市中協議文書を発出し、EUにおける規制の具体化に向けた活動を推進している。フレームワーク法である欧州市場インフラ規則 (EMIR) による授權を根拠としている。
- 4) 世界各国の主要 CCP が構成する団体である CCP Global の年次報告書 (2024年度) においても、すでに透明性の確保は非常に進んでいるとの見解が表明されている。他方で、CCP Global は ESMA の市中協議への回答として、最終報告書に示された提言の実装が複数の CCP により試みられているとしつつ、既存の開示情報が全般的に未活用の状態に留まる点に言及している。
- 5) 最終報告書が試算ツールの最低要件として推奨するストレスシナリオ適用時の試算機能の提供に要する開発・運用コストは決して低くない。にもかかわらず、シナリオの内容によっては試算結果が他 CCP のそれよりも保守的な傾向を示す可能性もあり、競争上ネガティブに作用することも CCP の立場から懸念されよう。
- 6) 前日と比較してモデル算出の所要額が急騰した場合などが想定される。裁量による無効化は、証拠金の市場反応性に対する理解を阻害する可能性がある。
- 7) 最終報告書と同時に公表された「市中協議に寄せられた意見及び政策提言の更新に関する概要」を参照。

ことが指摘されている。最終報告書は、モデルによって算出された証拠金を裁量により無効化するケース⁶⁾について、CCPによる情報開示を要請しているが、CME Clearing、Eurex Clearing、LCH、わが国におけるJSCCに代表される、幅広いアセットクラスを対象とするトップティアのCCPと、エネルギー関連商品のように価格変動のボラティリティが高い商品を専門領域とする中小規模のCCPとでは、裁量を適用する頻度や数量もおおのずと異なり、前者の場合、開示の意義は小さいと推測される。一律に規制を適用することの是非について検討する余地がある。

次に、市中協議という規制形成プロセスに起因する問題があると考えられる。各主体の意見を考慮する過程で、本来の規制趣旨が後退し、部分的に妥当性を失うケースがあると指摘されている。最終報告書は証拠金試算ツールの要件として、ストレスシナリオ適用時における試算機能の提供を求めている。ここで言う「シナリオ」は、「多様なヒストリカルおよび仮想的な市場の状況」を反映したものが当初想定されていた。その後、実装・運用コストの高水準化を憂慮するCCP側の反対意見を考慮した結果、「清算基金の算出など、他の目的でCCPが現に使用するシナリオ」を許容するものとされた⁷⁾。当初証拠金の試算において、制度的な位置づけが異なる清算基金向けのシナリオを用いることの正当性に疑問が残る。

さらに、市中協議による規制形成が最終化までに時間を要したことも無視できない。規制の契機となったコロナ・ショックから5年以上経ており、主要CCPの関心は、担保のデジタルアセット化に代表される先端的な領域に移行しつつある。こうした制約も、CCP側が直ち

に規制対応に乗り出せない要因のひとつとなっている。

望ましい規制適用のあり方

では、低調な規制対応を克服し、実効性を伴う透明性向上を実現するために、どのような対応が求められるだろうか。

制度の一次的な担い手であるCCP側が主導する試みは、勿論、期待される。しかし、規制対応が進まない要因は、前述のように専ら規制の内容、形成過程に存しており、阻害要因の解消は規制主体、特に各法域における規制当局によって図られるべきだろう。

EUにおける欧州証券市場監督局 (ESMA) の活動にみられるように、フレームワーク法に規定された義務付けの内容を詳細化するプロセスや、各国規制当局がCCP及び市場参加者との対話を通じて、最終報告書が示した提言の適用フェーズにおける公式、非公式の指針を形成することが今後の動きとして期待される。

その際、前述の「一律に規制を適用する」弊害を最小化するために、CCPの規模や事業特性に応じたきめ細かい運用が検討されることが望ましい。また、妥当性が疑問視される提言についても、当初証拠金に対する予測可能性の確保という規制趣旨に対する目的適合性の観点から、各国における適用の段階で修正が加えられるべきであると考えられる。

Writer's Profile



飯田 竜生 Tatsuo Iida

証券ホールセール事業部
エキスパートシステムコンサルタント
専門はデリバティブリスク管理ソリューションの企画・構築
focus@nri.co.jp