

# 店頭デリバティブ市場改革の10年と 新たなエコシステム

## 改革の実効性が試されたコロナ禍で十分な成果

10年前の2011年7月、日本証券クリアリング機構（JSCC）がクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の清算業務を開始した。以来、09年9月のG20ピッツバーグ・サミットにて国際的に合意された店頭デリバティブ市場改革が、わが国でも具体的な取り組みとして始まった。ピッツバーグおよび11年11月のG20カンヌ・サミットで合意された規制の導入は、22年9月のIM規制フェーズ6の導入で一通り完了となる。また、これらの規制導入は、わが国の店頭デリバティブ市場における新たなエコシステムをかたちづくってきた。本稿では、この10年間の市場改革を振り返り、規制導入とともに構築されたエコシステムとその今後について考えてみたい。なお、本稿の見解・意見は筆者個人のものであり、筆者の所属する組織の見解を示すものではない。



オストラ・ジャパン  
代表 西村 健

### ピッツバーグ合意と 清算集中義務

2008年9月、米国の住宅バブル崩壊の影響を受けて米大手証券リーマン・ブラザーズが破綻し、これをきっかけに世界各国は深刻な金融危機と景気後退に直面した。各国政府は大胆

な金融緩和と財政出動を打ち、かろうじて1929年の世界大恐慌のような事態を回避した。これが世界金融危機である。

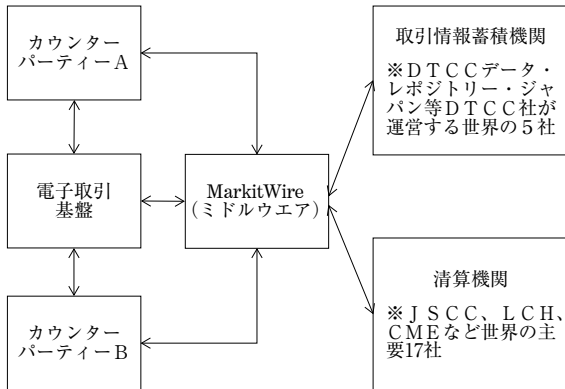
この危機を教訓とし、09年のG20ピッツバーグ・サミットにおいては、店頭デリバティブ市場改革の一環として、清算集中義務、電盤規制、取引報告義務

の導入が合意された。さらに11年のG20カンヌ・サミットで証拠金規制の導入についても合意がなされ、その後、G20各国はこれら規制の導入を進めることとなった。このうち清算集中義務は、システムリスクを惹起する主因とされたカウンターパーティーリスクの問題を根本

的に解決することを意図したものであり、ピッツバーグ合意の中心的な施策といえる。日本においては10年5月に金融商品取引法が改正され、その後の関連府令により一定の条件を満たすCDSとLIBORを参照する円金利スワップが清算集中義務の対象となった。12年

# 店頭デリバティブ市場改革の10年とこれから

〔図表1〕 マーケットワイヤーの関係図



〔出所〕 筆者作成 (図表2も同じ)

## エコシステムの要となる 清算機関

この規制導入とともに店頭デ

11月の施行に合わせ、JSCCは11年7月にCDSの清算業務を、12年10月には金利スワップ取引の清算業務をそれぞれ開始した。なお、LIBOR公表停止に伴い、21年12月6日からLIBORを参照する円金利スワップ取引は、清算集中義務の対象から外れている。

リバティブ市場のエコシステムで重要な役割を果たすこととなったのは、言うまでもなく清算機関であるJSCCやクリアリング・ブローカー各社である。海外ではすでにこれらの機関は存在していたが、日本においては清算集中義務の導入が店頭デリバティブ取引の清算業務開始の契機となった。

一方、世界各国の主要清算機関は、コンファメーション・プラットフォーム「MarketWire (マーケットワイヤー)」を清算申し込みのミドルウェアとして採用した。現在、マーケットワイヤーは世界の清算機関17社と接続、3000社以上の金融機関が利用するインフラとなり、システムリスクを低減する重要なプロセスの一端を担っている。わが国においてはJSCCと接続し、約100社の本邦金融機関が利用している(図表1)。

また、今では清算機

関の標準機能となっている一括コンプレッションは、「PrimeClear (プライリデュース)」がそのパイオニアだ。一括コンプレッションとは、複数のカウンターパーティー間で、ポートフォリオの時価を変えることなく、またリスク量の変化を一定のレンジに抑えて、数千件、数万件という取引を一度に解約するサービスであり、金融機関にとって業務効率化などのメリットがある。清算機関にとっても証拠金計算等のシステムコスト増大の抑制、デフォルトマネジメントの煩雑さを軽減するなどのメリットがあり、米国では商品取引法上のデリバティブ清算機関の登録要件の一つとなっている。トライリデュースは、20年には想定元本ベースで250兆ドルの店頭デリバティブを解約しており、今般のLIBOR公表停止への対応に当たってもその寄与するところは大きい。

## 取引報告義務と 取引情報蓄積機関

店頭デリバティブ取引の報告に係る規制も、G20ピッツバー

グ・サミットで合意されたものだ。わが国においては、清算集中義務と同様、10年5月の金融法改正にその内容が盛り込まれ、12年11月施行となった。なお、取引報告義務については、金融安定理事会(FSB)などの国際機関が各国の規制内容の調和について各種勧告を出しており、この勧告に沿った規制改正が各国で進められている。

この規制導入とともに、取引情報蓄積機関(トレッド・レポジトリー)が店頭デリバティブ市場のエコシステムに組み込まれた。日本では、13年4月にDTCCデータ・デポジトリー・ジャパン(DDRJ)が金商法上の取引情報蓄積機関として業務を開始した。DTCC社は世界に五つの取引情報蓄積機関を構え、主要国における取引報告義務への対応を行っている。

先に挙げたマーケットワイヤーは、取引のデータをDTCC社の運営する取引情報蓄積機関に自動的に報告する機能を提供している。欧米や香港、シンガポール、オーストラリア等の取引報告義務に対応しているほ

か、無料の機能ということもあり、海外では市場参加者の多くが利用している。同機能はわが国の規制にも対応しているが、金融庁への直接報告という選択肢があるため、海外ほどは利用されていないのが現状だ。ただし、20年6月の金商法改正により、取引情報蓄積機関への報告の一本化、金融庁への直接報告の廃止はすでに法制化された。この対応に当たっては、マーケットワイヤーのDDRJへの自動報告機能は一定の利用価値があろう。

## 電盤規制と証拠金規制、ポートフォリオ照合

電盤規制は、12年9月に金商法の改正により法制化され、15年9月に施行された。清算集中義務と取引報告義務はポストトレードのシステミックリスク低減、透明性のための規制だが、電盤規制は取引執行そのものの透明性と公平性を担保するための規制である。当初は、一定の条件を満たすLIBORを参照する円金利スワップが規制の対象となったが、清算集中義務と

同様、21年12月6日より規制の対象が一定の条件のTONAを参照するOIS取引に変更されている。

電盤規制の担い手となったのが電子取引基盤運営業者だ。わが国では21年9月30日現在で7社が金融庁に登録している。電子取引基盤での取引執行後、その取引データはリアルタイムでマーケットワイヤーに送信され、JSCCにて清算される仕組みとなっている。

さらに、G20カンヌ・サミットにおいて、非清算店頭デリバティブ取引に関し、カウンターパーティー間における証拠金の授受を義務付ける規制の導入が国際合意となり、わが国では内閣府令および監督指針の改正によって導入された。この証拠金規制は、16年9月から段階的に導入され、新型コロナウィルス感染拡大の影響などから一部実施期限の延期があったものの、21年9月にはフェーズ5の導入が完了しており、22年9月のフェーズ6を残すのみとなった。証拠金規制と関連が深い規制に、10年代前半に欧米で導入さ

れたポートフォリオ照合がある。これは、全カウンターパーティーと店頭デリバティブ取引の時価や担保価値を含む取引関連データについて、定期的に交換・照合し、その差異を特定・解消することを求めるもので、大手金融機関であれば日次での照合が求められている。この規制はわが国では導入されていないが、欧米ではカウンターパーティーの法域にかかわらず照合が求められるため、わが国の多くの金融機関が対応することとなった。なお、シンガポールや香港においては、ポートフォリオ照合に係る規制が近年導入されている。このポートフォリオ照合に対応するため、多くの金融機関に利用されているのが「triRe-solve（トライリゾルブ）」だ。取引ファイルなどを相対でやり取りする従来のモデルから中央集約型のモデルへの移行を実現し、大幅な業務簡素化とコスト削減を業界にもたらした。現在、世界の金融機関約2000社がトライリゾルブを利用しており、わが国においても約100社の金融機関が導入している。

トライリゾルブの扱う時価や担保価値などのデータは、証拠金規制と深く関係していることもあり、トライリゾルブとスムーズな連携が可能な証拠金規制対応ソリューション「triRe-solve Margin（トライリゾルブマージン）」は、多くの本邦金融機関が利用している。また、トライリゾルブは、各種リスク計算サービスを提供する「tri-Calculator（トライカルキュレイト）」とも連携し、時価や証拠金計算から、照合、担保管理までシームレスなサービスが提供されている（図表2）。

また海外では、預託する当初証拠金を最小化するポートフォリオ・リバランシング・サービス（triBalance等）の利用が始まっており、担保調達コスト削減、資本効率向上の一助となっている。この新サービスについても、わが国での今後の活用が期待されている。

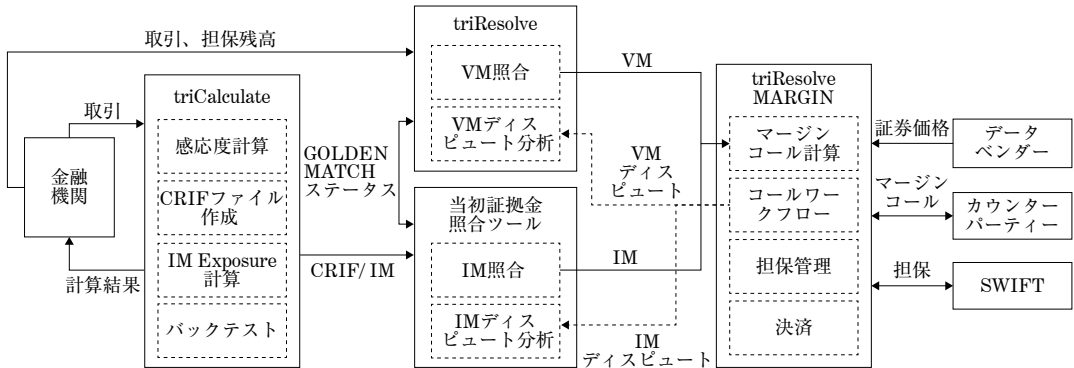
## コロナ禍で見えた市場改革の成果

今般のコロナ禍では、図らずも店頭デリバティブ市場改革の

# 店頭デリバティブ市場改革の10年とこれから

〔図表2〕

## シームレスな担保管理



実効性が試されることとなった。FSBは20年11月に公表した「店頭デリバティブ市場改革に関する報告書」において、市場改革の有効性はコロナ禍の中でも維持され、20年3月のボラティリティと取引量の急速な上昇の下においても、各法域の店頭デリバティブ市場、FMI、市場参加者に大きな混乱は見られなかったとしており、この10年の市場改革の成果は十分あったといえよう。

一方、コロナ禍は、金融危機時の外部委託先管理の重要性を浮き彫りにした。FSBなどの国際機関が市中協議文書や最終報告書を公表し、外部委託先管理の重要性について見解を示している。これらは、必ずしも店頭デリバティブ取引関連の外部委託先のみを指しているわけではないが、その重要性に鑑みれば、この10年間で形成された店頭デリバティブ市場のエコシステムは、その安定性やレジ

リエンシーを確固としたものとする必要があるのは明らかであろう。

### エコシステムの未来

店頭デリバティブ市場は、東西冷戦終結とほぼ時期を同じくして誕生し、その後のグローバル化と規制緩和の流れのなか、最初からグローバルな金融市場として発展した。この特徴を10年間の市場改革が国際的な調和を保つかたちで進められてきた背景といえる。

同様に、そのエコシステムも必然的にグローバルとなり、他のアセットクラスでは類を見ない効率的なシステムとなっている。エコシステムに組み込まれた業界標準のプラットフォームを使うことにより、取引情報蓄積機関のシステムアップグレードやSIMMのバージョンアップ等、インフラ全体の仕様変更への対応負荷を大きく軽減できる。これは、個別金融機関のみならず業界全体のメリットとなっているといえよう。

フサイクルの完全自動化を目指すISD ACDMなど、業界ではさまざまな取り組みがグローバルベースで進んでおり、今後も店頭デリバティブ市場のエコシステムは新しい技術とともにさらに進化していくであろう。当社オストラ(注)も、このグローバルかつ効率的なエコシステムの発展に今後も寄与していく所存である。

(注) 店頭市場の取引執行後サービス(ポストトレード・サービス)専門のサービス・プロバイダー。MarkitSrv、TriOptima、Traiana、Resetの統合により、21年9月設立。

にしむら けん  
88年東京大学理学部数学科卒、93年MITスローンスクール経営学修士課程修了。野村証券にてデリバティブ商品のストラクチャリング、トレーディング等に従事。その後、トライオプティマ、金融庁、IHSマークイット等を経て、21年9月のオストラ設立から現職。