

2013年3月18日 全15頁

# デリバティブ取引の証拠金規制案

【BCBS／IOSCO 第二次市中協議】為替フォワード・スワップは適用除外か

金融調査部 研究員  
鈴木利光

## [要約]

- 2013年2月15日、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）と証券監督者国際機構（IOSCO）は、「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」の第二次市中協議文書（CD）を公表している。
- CDは、2012年7月に公表された第一次市中協議文書に寄せられたコメントの慎重な検討及び定量的影響度調査（QIS）の結果を踏まえ、最終案に近い政策的枠組みを示したものである。CDへのコメント提出は2013年3月15日に締め切られている。
- 第一次市中協議文書は、G20の要請を踏まえ、システミック・リスクの低減及び中央清算の促進を目的として、中央清算されないデリバティブ取引について一定の証拠金（当初証拠金及び変動証拠金）の授受を求めることを提案したものである（この大枠は、CDにあっても変更されていない）。
- CDにおける第一次市中協議文書からの主な変更点としては、①現物決済を伴う為替フォワード・スワップを適用除外とすべきか否かを検討していること、②当初証拠金に5,000万ユーロを上回らない額の閾値（スレッシュホールド）が設定されること、③一定の要件を満たす限定的な場合に限って、当初証拠金として受領した担保資産の再担保を許容すべきか否かを検討していること、④当初証拠金に係る規制については、中央清算されないデリバティブ取引の想定元本の規模に応じて、2015年から2019年にかけて段階的に実施されること、⑤中央清算されないデリバティブ取引の想定元本残高（前年直近3ヶ月の月末平均）が80億ユーロ未満の取引主体については、証拠金規制は適用されないこと、の5点が挙げられるものと考えられる。
- これらは、いずれも第一次市中協議文書からの緩和と言えるものであり、市場参加者にとっては歓迎すべきものであろう。
- もっとも、これらのうち、①と③の結論については、最終報告の公表（公表予定時期は不明）を待たねばならず、より慎重な検討がなされることになろう。

## [目次]

■ 1. はじめに	2
■ 2. 証拠金規制に係る議論の背景	3
■ 3. 証拠金規制の目的 ～なぜ資本賦課に加えて証拠金まで？～	4
■ 4. 8つの重要な要素	5
■ 5. 主要な原則と規制案	6
■ 6. おわりに	15

## 1. はじめに

2013年2月15日、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）と証券監督者国際機構（IOSCO）は、「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」の第二次市中協議文書（以下、「CD」）を公表している<sup>1</sup>。

CDは、2012年7月に公表された第一次市中協議文書に寄せられたコメントの慎重な検討及び定量的影響度調査（QIS）の結果を踏まえ、最終案に近い政策的枠組みを示したものである。

BCBSとIOSCOは、特に次の4つの論点について、市中の反応を求めている（コメント提出は2013年3月15日に締め切られている）。

- 1) 当初証拠金規制の枠組みにおける現物決済を伴う為替フォワード・スワップの取扱い
- 2) 徴収した当初証拠金について限定的な再担保を行う場合の要件
- 3) 提案されている段階的適用の枠組み
- 4) 実施されたQISの妥当性

（出所）金融庁仮訳

本稿では、CDの概要を、その背景を踏まえて簡潔に説明する。

<sup>1</sup> BCBSウェブサイト参照 (<http://www.bis.org/press/p130215a.htm>)

## 2. 証拠金規制に係る議論の背景

G20 は、金融危機において店頭（OTC）デリバティブ取引がもたらしたシステミック・リスクにかんがみ、2009年に、OTCデリバティブ取引に伴うシステミック・リスクを低減するための改革プログラムを開始している。すなわち、G20のピッツバーグ・サミット（2009年9月）は、店頭（OTC）デリバティブ市場の改善に関して、次のようなコミットをしている<sup>2</sup>。

- 標準化されたすべての店頭デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引されるべき。
- 標準化されたすべての店頭デリバティブ取引は、中央清算機関（CCP）を通じて決済されるべき。
- 店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関（trade repositories）に報告されるべき。
- 中央清算機関を通じて決済されないデリバティブ契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべき。

（出所）金融庁仮訳

この時点では、CCPを通じて決済されない（中央清算されない）デリバティブ契約のリスク捕捉手段としては、より高い所要自己資本賦課のみが検討対象となっていた。この検討は、バーゼルⅢにおける信用評価調整（CVA）の導入という形で結実している<sup>3</sup>。

しかし、G20カンヌ・サミット（2011年11月）は、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制（以下、単に「証拠金規制」）を改革プログラムに加えることに合意している。そこで、G20は、BCBSとIOSCOに対し、証拠金規制に係る国際的に整合的な基準を市中協議に付すことを要請している。

こうした動向を受けて、BCBSとIOSCOは、（2011年10月に証拠金規制に係るワーキング・グループを設置し、）2012年7月に第一次市中協議文書を公表している<sup>4</sup>。

BCBSとIOSCOは、第一次市中協議文書公表の時点では、2012年末までに最終報告を公表する予定としていた。しかし、前述（p.2）のとおり、第一次市中協議文書に寄せられたコメント及びQISの結果を慎重に検討した結果、最終案に近い政策的枠組みの提示という形で、再度市中協議に付すべく、CDを公表するに至っている。

<sup>2</sup> 外務省ウェブサイト参照（[http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909\\_seimei\\_ka.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909_seimei_ka.html)）

<sup>3</sup> CVAの概要については、以下の大和総研レポートを参照されたい。

◆ 「バーゼルⅢ告示④ リスク捕捉の強化」（金本悠希）[2012年5月24日]

（<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/12052401financial.html>）

<sup>4</sup> BCBSウェブサイト参照（<http://www.bis.org/press/p120706.htm>）

### 3. 証拠金規制の目的 ～なぜ資本賦課に加えて証拠金まで？～

証拠金規制には、主に次の2つの目的があるとされている。

#### ① システミック・リスクの低減

- デリバティブ取引の多くは（中央清算に適した）標準化がされていない（注1）
- そのような中央清算されないデリバティブ取引の想定元本は多額に上り（注2）、システミックな伝播（contagion）リスクあり
- 証拠金規制を導入することにより、取引相手の債務不履行による損失を相殺可能な担保資産を確保

#### ② 中央清算の促進

- 「より高い所要自己資本賦課」（G20 ピッツバーグ・サミット）と同一の目的

（注1）国際通貨基金（IMF）は、金利スワップの1/4、それ以外のOTCデリバティブ取引の2/3が、中央清算されないものと推測している（2010年4月）。

（注2）国際決済銀行（BIS）の調査（デリバティブ取引に関する定例市場報告）によると、2012年6月時点におけるOTCデリバティブ取引自体の残高は、想定元本で639兆ドルに上るといふ。

それでは、なぜ、G20は、中央清算されないOTCデリバティブ契約のリスク捕捉手段として、「より高い所要自己資本賦課」に加えて、証拠金規制を検討することとしたのだろうか。この理由は、資本賦課と証拠金との間にある2つの大きな相違点に着目することで浮かび上がってくる。

1つ目は、損失負担の主体である。資本賦課はサバイバー・ペイ（survivor-pay）である。すなわち、取引相手による債務不履行による損失は、その「被害者」である surviving-party の資本を用いて補填する。これに対し、証拠金はデフォルター・ペイ（defaulter-pay）である。すなわち、取引相手の債務不履行による損失は、当該取引相手が拠出した担保である証拠金を用いて吸収し、surviving-party を保護する。

2つ目は、その柔軟性（フレキシビリティ）である。資本はその主体のすべての活動に対して一括で管理されているため、ストレス時にはより枯渇しやすく、変化するリスク・エクスポージャーに対して直ちに調整を行うことが困難である。これに対し、証拠金は、各ポートフォリオのリスク変動に応じて調整を行うことが可能である。

このように、証拠金規制は、資本賦課と相互補完的な関係にあるといえる。簡潔に言えば、G20は、中央清算の促進には、資本賦課だけでは不十分であり、これと相互補完的な関係にある証拠金規制が不可欠であると考えたということになる。

## 4. 8つの重要な要素

CDが示す主要な原則と規制案をサマライズすると、次の8つの重要な要素が抽出される。

1. 中央清算機関によって清算されないすべてのデリバティブ取引について、証拠金に係る適切な実務対応が取られるべきである。
2. 中央清算されないデリバティブ取引を行うすべての金融機関とシステム上重要な非金融機関（以下「対象主体」）は、当該デリバティブ取引に係るカウンターパーティ・リスクに応じて適切な当初証拠金及び変動証拠金を授受しなければならない。
3. 取引相手から証拠金を徴収する際に、基準として活用されるべき当初証拠金及び変動証拠金の計算方法は、①規制が適用される主体間で整合的であるべきであり、中央清算されないデリバティブ取引のポートフォリオに関する（当初証拠金については）ポテンシャル・フューチャー・エクスポージャー及び（変動証拠金については）カレント・エクスポージャーを反映すべきである、②すべてのカウンターパーティ・リスクに係るエクスポージャーが高水準の信頼区分で十分にカバーされるべきである。
4. 取引相手が債務不履行となった場合に、中央清算されないデリバティブ取引に係る損失から規制案が適用される証拠金の徴収主体を十分に保護できるだけの対価が得られるよう、当初証拠金及び変動証拠金として徴収した資産が合理的な期間内に流動化可能なものであることを確保するため、それらの担保資産は、高い流動性を持ち、金融ストレス時において適切なヘアカットを考慮した後も価値が維持されるものでなければならない。
5. 当初証拠金は、お互いに徴収する金額を相殺することなく（すなわちグロス・ベースで）取引関係者が相互に授受を行い、次のことが確保される方法で保持されるべきである。  
①取引相手の債務不履行時に、証拠金の徴収主体が徴収した証拠金を即時に利用できること、②証拠金の徴収主体が破産した際に、適用される法の下で最大限可能な範囲で、当該証拠金の拠出主体が十分に保護されるような債務整理契約に、徴収された証拠金が服すること。
6. 同一グループ内の企業間取引は、各法域の法律及び規制の枠組みと整合的な方法で、適切な証拠金規制に従うべきである。
7. 規制の枠組みは、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制が法域を跨いで十分整合的かつ重複のないものとなるよう協調しなければならない。
8. 新しい枠組みに伴う移行コストが適切に管理されるよう、証拠金規制は、適切な期間に亘って段階的に実施されるべきである。証拠金規制が導入され機能した後、規制当局は、当該基準の全般的な有効性を評価し、法域や関係する規制改革を跨いだ調和を確保するため、当該規制に係る基準の協調評価を実施すべきである。

（出所）金融庁仮訳

各要素の詳細については、本稿 5. 「主要な原則と規制案」を参照されたい。

## 5. 主要な原則と規制案

### (1) 適用範囲 ～対象となる取引～

前述 (p. 5) のとおり、CD は、証拠金規制の対象となる取引について、次のように考えている。

1. 中央清算機関によって清算されないすべてのデリバティブ取引について、証拠金に係る適切な実務対応が取られるべきである。

(出所) 金融庁仮訳

もともと、BCBS と IOSCO は、現物決済を伴う為替フォワード・スワップについては、そのユニークな性質や特殊な市場慣行から、証拠金規制の適用を免除すべきか否かを引き続き検討しており、その是非に関するコメントを求めている（コメント提出は 2013 年 3 月 15 日に締め切られている）。

### (2) 適用範囲 ～対象となる主体～

前述 (p. 5) のとおり、CD は、証拠金規制の対象となる主体について、次のように考えている。

2. 中央清算されないデリバティブ取引を行うすべての金融機関とシステム上重要な非金融機関（以下「対象主体」）は、当該デリバティブ取引に係るカウンターパーティ・リスクに応じて適切な当初証拠金及び変動証拠金を授受しなければならない。

(出所) 金融庁仮訳

このように、対象主体は、金融機関とシステム上重要な非金融機関である<sup>5</sup>。政府・中銀、多国間開発銀行 (MDB)、BIS、及びシステム上重要でない非金融機関は、対象主体に含まれない。

そして、（中央清算されないデリバティブ）取引の両当事者が対象主体である場合にのみ、証拠金規制が適用されることとしている。

対象主体は、当初証拠金と変動証拠金の授受が求められる。

変動証拠金には、「この金額までであれば授受を要しない」という意味での基準となる閾値（スレッシュホールド）は設定されず、その全額の授受が求められる。

これに対し、当初証拠金には、5,000 万ユーロを上回らない額のスレッシュホールドが設定される（連結ベース）。仮にスレッシュホールドが 5,000 万ユーロであるとして、ある特定の（中央清算さ

<sup>5</sup> 対象主体たる「金融機関」と「システム上重要な非金融機関」の厳密な定義については、各国当局の裁量に委ねられている。

れないデリバティブ)取引の当初証拠金の金額が1億5,000万ユーロであった場合、実際に徴収される当初証拠金の金額は1億ユーロ(1億5,000万-5,000万)で足りるということになる。スレッシュホールドは取引ごとに適用するのではなく、連結ベースで合算された当初証拠金の額に適用する。仮にある金融機関が同一の連結グループに属するA1、A2、A3と(中央清算されないデリバティブ)取引をし、それぞれの当初証拠金の額が1億ユーロであるとする。この場合、実際に徴収される当初証拠金の金額は2億5,000万ユーロ(1億+1億+1億-5,000万)であり、1億5,000万ユーロ(1億-5,000万+1億-5,000万+1億-5,000万)ではない。

さらに、後述(p.14)のとおり、証拠金規制のうち当初証拠金の授受は2015年から2019年にかけて段階的に実施されるが、最終的に、当初証拠金の授受が求められる取引には、「想定元本残高(グロス)80億ユーロ」という最低ラインが設けられている。これを下回る取引については、当初証拠金の授受は要求されないということになる。

### (3) 当初証拠金及び変動証拠金の計算方法

前述(p.5)のとおり、CDは、当初証拠金及び変動証拠金の計算方法について、次のように考えている。

3. 取引相手から証拠金を徴収する際に、基準として活用されるべき当初証拠金及び変動証拠金の計算方法は、①規制が適用される主体間で整合的であるべきであり、中央清算されないデリバティブ取引のポートフォリオに関する(当初証拠金については)ポテンシャル・フューチャー・エクスポージャー及び(変動証拠金については)カレント・エクスポージャーを反映すべきである、②すべてのカウンターパーティ・リスクに係るエクスポージャーが高水準の信頼区分で十分にカバーされるべきである。

(出所) 金融庁仮訳

#### ① 当初証拠金の計算方法

このように、当初証拠金については、中央清算されないデリバティブ取引のポートフォリオに関するポテンシャル・フューチャー・エクスポージャーを反映すべきこととされている<sup>6</sup>。ここでいうポテンシャル・フューチャー・エクスポージャーは、片側信頼区間99%を使用し、保有期間を10日以上とした場合のボラティリティを反映すべきこととされている(重大な金融ストレス期を含むヒストリカル・データを使用)。

当初証拠金は、内部モデル(“quantitative portfolio margin model”)又は標準的手法(“standardised margin schedule”)のいずれかによって算出することができる。

<sup>6</sup> 「ポテンシャル・フューチャー・エクスポージャーを技術的に定義すると、将来のある時点において発生する最大エクスポージャーの推計値であり、その推計には(当該時点のエクスポージャーの分布における)高い信頼水準が用いられる」(BIS/IOSCO「金融市場インフラのための原則」(2012年4月)(金融庁仮訳))。ポテンシャル・フューチャー・エクスポージャーには、契約の再評価の回数、原資産のボラティリティ、予想される契約失効までの期間を含む様々な変動要因がある。

CDによると、大多数の大規模で活動的なCCPにおける当初証拠金は、内部モデルによって算出されているという。しかし、CDは、証拠金規制が骨抜きになることを防止すべく、内部モデルの採用及び継続使用にあたっては、いくつかの要件を満たすことが不可欠であるとしている。

まず、内部モデル（自社開発のものか、第三者機関により提供されるものかを問わない）の採用にあたっては、対象主体は、監督当局の承認を得なければならないとしている。

そして、内部モデルの継続使用にあたっては、対象主体は、モデルの妥当性を検証するガバナンス・プロセスを社内で構築し、実行しなければならないとしている。

なお、内部モデルによって複数の資産クラスから成るデリバティブ・ポートフォリオの当初証拠金を算出する場合、資産クラスごとに当初証拠金を算出し、その合計としなければならないとしている。例えば、クレジットとコモディティから成るデリバティブ・ポートフォリオの当初証拠金は、クレジット・デリバティブの当初証拠金とコモディティ・デリバティブの当初証拠金の合計である（後述する標準的手法による場合も同様）。

一方、対象主体（とりわけ小規模な市場参加者）の中には、内部モデルの開発や継続使用が困難な者や、取引相手の内部モデルに依拠することを望まない者もあろう。加えて、対象主体の中には、当初証拠金の算出にあたっては、内部モデルの複雑性よりも、シンプルかつ透明性が高い点に重きを置く者もあろう。さらには、仮に取引当事者の双方が監督当局の承認を得た内部モデルを有していない場合には、保守的なオルタナティブの存在が不可欠である。そこで、BCBSとIOSCOは、CDにて、標準的手法を規定している。

標準的手法によった場合、当初証拠金は2つのステップを経て算出される。

1つ目のステップは、デリバティブ・ポートフォリオを構成する資産クラスごとに、グロスの想定元本（想定エクスポージャー）に一定の証拠金率（図表1参照）を乗じ、グロスの当初証拠金を算出することである。

**図表1 標準的手法：資産クラスごとの証拠金率（グロスの当初証拠金）**

資産クラス	証拠金率（× 想定エクスポージャー）
クレジット：デュレーション 0～2年	2%
クレジット：デュレーション 2～5年	5%
クレジット：デュレーション 5年超	10%
コモディティ	15%
株式	15%
為替	6%
金利：デュレーション 0～2年	1%
金利：デュレーション 2～5年	2%
金利：デュレーション 5年超	4%
その他	15%

（出所）CDのAppendix Aを参考に大和総研金融調査部制度調査課作成



2つ目のステップは、グロスの当初証拠金を、次の算式によって調整し、ネットの当初証拠金を算出することである。

$$\begin{aligned} \text{ネットの当初証拠金} &= \\ &0.4 \times \text{グロスの当初証拠金} + \\ &0.6 \times \text{ネット再構築コスト} / \text{グロス再構築コスト} \times \text{グロスの当初証拠金} \end{aligned}$$

対象主体は、内部モデルと標準的手法を、ポートフォリオごとに使い分けることができる（より頻繁に取引されているポートフォリオについては前者を、そうでない取引については後者を採用することは自然なことといえる）。しかし、当然のことながら、対象主体は、当初証拠金を低く抑える目的で、内部モデルと標準的手法を「チェリー・ピッキング」することは認められない。

なお、いずれの手法によった場合であっても、カウンターパーティ・リスクがゼロのデリバティブ取引については、当初証拠金の授受は要求されない。たとえば、ある株式のヨーロッパン・コール・オプション取引の当事者が、「オプションの買い手が望む場合、オプションの売り手は、満期日に、予め決められた価格で、一定数の株式を買い手に売らなければならない」という合意をし、オプションの買い手が契約開始時にその「予め決められた価格」の全額の支払いを行ったとしよう。この場合、オプションの売り手にはカウンターパーティ・リスクがない（ゼロである）。そのため、オプションの売り手は、オプションの買い手から当初証拠金を徴収する必要はなく、このオプションを当初証拠金の算出から除外することができる。もっとも、オプションの買い手には、（オプションの売り手が満期日において約束を果たせない可能性があることにかんがみ、）カウンターパーティ・リスクがある。そのため、オプションの買い手は、オプションの売り手から当初証拠金を徴収しなければならない。

## ② 変動証拠金の計算方法

そして、変動証拠金については、中央清算されないデリバティブ取引のポートフォリオに関するカレント・エクスポージャーを反映すべきこととされている<sup>7</sup>。

変動証拠金の授受は、流動性危機やカウンターパーティ・リスクを緩和すべく、十分な頻度（たとえば日次）でなされなければならない。

<sup>7</sup> 「カレント・エクスポージャーを技術的に定義すると、相手方の債務不履行で失われる取引または取引ポートフォリオの市場価値（もしくは再構築コスト）となる。なお、市場価値が負の場合はゼロとなる。また、取引ポートフォリオの市場価値はネットिंगが有効な範囲内ではネットで算出される。」（BIS/IOSCO「金融市場インフラのための原則」（2012年4月）（金融庁仮訳））

#### (4) 証拠金適格のある担保資産

前述 (p.5) のとおり、CD は、証拠金適格のある担保資産について、次のように考えている。

4. 取引相手が債務不履行となった場合に、中央清算されないデリバティブ取引に係る損失から規制案が適用される証拠金の徴収主体を十分に保護できるだけの対価が得られるよう、当初証拠金及び変動証拠金として徴収した資産が合理的な期間内に流動化可能なものであることを確保するため、それらの担保資産は、高い流動性を持ち、金融ストレス時において適切なヘアカットを考慮した後でも価値が維持されるものでなければならない。

(出所) 金融庁仮訳

こうした考え方から、証拠金の価値と、取引相手の信用力又は（中央清算されないデリバティブ）取引の裏付資産との間に重大な相関関係があってはならないという結論が導き出される。そのため、CD は、取引相手又はその関連会社が発行した証券には、証拠金適格はないとしている。

証拠金適格のある担保資産のリストについては、各国当局の裁量に委ねられている。一般的な例としては、次のものが挙げられている（実際のリストはこれらに限定されるものではない）。

- 現金
- 高品質の国債・中銀債（“government and central bank securities”）
- 高品質の社債
- 高品質のカバード・ボンド
- 主要指数の構成銘柄である株式
- 金（ゴールド）

担保資産の証拠金適格を判断するにあたって、通貨は問われない。

適切なヘアカットを決定する方法としては、内部モデル（“quantitative model-based haircuts”）又は標準的手法（“schedule-based haircuts”）の双方が認められる。

当初証拠金のケースと同様（p.7、p.8 参照）、内部モデル（自社開発のものか、第三者機関により提供されるものかを問わない）の採用にあたっては、対象主体は、監督当局の承認を得なければならないとしている。また、内部モデルの継続使用にあたっては、対象主体は、モデルの妥当性を検証するガバナンス・プロセスを社内で構築し、実行しなければならないとしている。

そして、これまた当初証拠金のケースと同様（p.8 参照）、オルタナティブとして標準的手法を規定しておくことが不可欠である。そこで、CD は、前記の一般的な例として挙げられている

担保資産ごとに、標準的なヘアカット比率（図表 2）を提案している。

**図表 2 標準的手法：証拠金適格のある担保資産ごとの標準的なヘアカット比率**

資産クラス	ヘアカット比率（× 市場価格）
現金	0%
高品質の国債・中銀債（残存期間 1年未満）	0.5%
高品質の国債・中銀債（残存期間 1～5年）	2%
高品質の国債・中銀債（残存期間 5年超）	4%
高品質の社債・カバードボンド （残存期間 1年未満）	1%
高品質の社債・カバードボンド （残存期間 1年超5年未満）	4%
高品質の社債・カバードボンド （残存期間 5年超）	8%
主要指数の構成銘柄である株式	15%
金（ゴールド）	15%
返済通貨が資産クラスの通貨と異なる場合	+8%（上記それぞれの比率に対して）

（出所）CD の Appendix B を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

当然のことながら、対象主体は、ヘアカット比率を低く抑える目的で、内部モデルと標準的手法を「チェリー・ピッキング」することは認められない。そこで、対象主体は、資産クラスごとに同一の手法を採用しなければならない。

## （5）当初証拠金の取扱い

前述（p. 5）のとおり、CD は、当初証拠金の取扱いについて、次のように考えている。

5. 当初証拠金は、お互いに徴収する金額を相殺することなく（すなわちグロス・ベースで）取引関係者が相互に授受を行い、次のことが確保される方法で保持されるべきである。
- ①取引相手の債務不履行時に、証拠金の徴収主体が徴収した証拠金を即時に利用できること、②証拠金の徴収主体が破産した際に、適用される法の下で最大限可能な範囲で、当該証拠金の拠出主体が十分に保護されるような債務整理契約に、徴収された証拠金が服すること。

（出所）金融庁仮訳

こうした考え方にに基づき、CD は、当初証拠金として受領した担保資産（現金か非現金かを問わない）を再担保に供することを禁止することとしている。

もっとも、現在の市場慣行では、当初証拠金のグロス・ベースでの相互授受は一般的ではない。これに加えて当初証拠金として受領した担保資産の再担保まで禁ずることは、流動性需要や取引コストの大規模な増加をもたらすことが見込まれる。

そこで、BCBS と IOSCO は、次のような要件をすべて満たすという限定的な場合に限って、当初証拠金として受領した担保資産の再担保を許容することの是非に関するコメントを求めている（コメント提出は 2013 年 3 月 15 日に締め切られている）。

- (i) 目的が、自己勘定のポジションではなく、（当初証拠金の拠出主体たる）顧客のポジションのヘッジであること。
- (ii) 再担保先が再担保に供された当初証拠金を顧客資産として取扱うこと。
- (iii) 適用される破産法の下で、顧客に、再担保に供された当初証拠金に係る第一順位の債権者たる地位が付与されること。

## (6) 同一グループ内の企業間取引の取扱い

前述 (p. 5) のとおり、CD は、同一グループ内の企業間取引の取扱いについて、次のように考えている。

6. 同一グループ内の企業間取引は、各法域の法律及び規制の枠組みと整合的な方法で、適切な証拠金規制に従うべきである。

（出所）金融庁仮訳

同一グループ内の企業との間の（中央清算されないデリバティブ）取引に当初証拠金や変動証拠金の授受を求めるというのは、一般的な市場慣行ではない。そのため、こうした取引にまで一律に証拠金規制を課すことは、こうした取引を行う企業における流動性需要の増加をもたらすことになる。

また、こうした取引を取り巻く規制環境は、管轄によって著しく異なるというのが実態である。

そこで、CD は、同一グループ内の企業間取引に係る証拠金規制については、各国当局の裁量に委ねている。

## (7) クロスボーダー取引における規制枠組みの相互関係

前述 (p. 5) のとおり、CD は、クロスボーダー取引における規制枠組みの相互関係について、次のように考えている。

7. 規制の枠組みは、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制が法域を跨いで十分整合的かつ重複のないものとなるよう協調しなければならない。

（出所）金融庁仮訳

こうした考え方に基づき、CD は、ホスト国の規制枠組みと母国のそれとの間に同等性があるものと認められる限りにおいて、母国当局は対象主体がホスト国の規制枠組みに服することを承認しなければならないこととしている。

なお、支店（ブランチ）は本社（ヘッドクォーター）の一部とみなされ、本社たる対象主体と同一の規制枠組みに服することとされている。

CD は、規制枠組みの相互関係について、次のようなサンプルを提示している。

#### サンプル 1：米国の銀行とドイツの銀行との間の取引

米国の銀行は米国の規制枠組みに、ドイツの銀行はドイツの規制枠組みに服することが原則である。

もっとも、米国当局がドイツの規制枠組みに同等性を認めた場合、及び／又はドイツ当局が米国の規制枠組みに同等性を認めた場合には、米国の銀行及びドイツの銀行は、いずれか一つの規制枠組みのみに服することを選択することが認められる。

#### サンプル 2：米国の銀行のドイツ子会社とドイツの銀行との間の取引

これはクロスボーダー取引に該当しない。

そのため、双方ともに、ドイツの規制枠組みに服する。

#### サンプル 3：米国の銀行の英国子会社とスイスの銀行の英国子会社との間の取引

これはクロスボーダー取引に該当しない。

そのため、双方ともに、英国の規制枠組みに服する。

#### サンプル 4：スイスの銀行の英国子会社と米国の銀行との間の取引

スイスの銀行の英国子会社は英国の規制枠組みに、米国の銀行は米国の規制枠組みに服することが原則である。

もっとも、英国当局が米国の規制枠組みに同等性を認めた場合、及び／又は米国当局が英国の規制枠組みに同等性を認めた場合には、スイスの銀行の英国子会社及び米国の銀行は、いずれか一つの規制枠組みのみに服することを選択することが認められる。

#### サンプル 5：米国の銀行の A 国子会社とドイツの銀行との間の取引で、A 国の規制枠組みが（CD の提案する）証拠金規制を採用していないケース

米国の銀行の A 国子会社は米国の規制枠組みに、ドイツの銀行はドイツの規制枠組みに服する

ことが原則である。

もともと、米国当局がドイツの規制枠組みに同等性を認めた場合、及び／又はドイツ当局が米国の規制枠組みに同等性を認めた場合には、米国の銀行の A 国子会社及びドイツの銀行は、いずれか一つの規制枠組みのみに服することを選択することが認められる。

## (8) 証拠金規制の実施

前述 (p. 5) のとおり、CD は、証拠金規制の実施について、次のように考えている。

8. 新しい枠組みに伴う移行コストが適切に管理されるよう、証拠金規制は、適切な期間に亘って段階的に実施されるべきである。証拠金規制が導入され機能した後、規制当局は、当該基準の全般的な有効性を評価し、法域や関係する規制改革を跨いだ調和を確保するため、当該規制に係る基準の協調評価を実施すべきである。

(出所) 金融庁仮訳

こうした考え方にに基づき、CD は、証拠金規制の実施時期について、次のような提案をしている。

まず、変動証拠金に係る規制については、2015 年 1 月 1 日より実施される（同日以降の新たな取引のみを適用対象とする）。

そして、当初証拠金に係る規制については、中央清算されないデリバティブ取引の想定元本の規模に応じて、2015 年から 2019 年にかけて段階的に実施される（各年開始以降の新たな取引のみを適用対象とする）（図表 3）。

**図表 3 当初証拠金に係る規制の段階的实施**

実施時期 (注1)	実施が求められる対象主体	
2015年～	想定元本残高 (前年直近3ヶ月の月末平均) (注2)	3兆ユーロ超
2016年～		2.25兆ユーロ超
2017年～		1.5兆ユーロ超
2018年～		7,500億ユーロ超
2019年～		80億ユーロ以上

(注1) 日付は1月1日

(注2) 連結ベース

(出所) CD を参考に大和総研金融調査部制度調査課作成

図表 3 からわかるとおり、最終的には、中央清算されないデリバティブ取引の想定元本残高（前年直近 3 ヶ月の月末平均）が 80 億ユーロ未満の取引主体については、証拠金規制は適用されないということになる。

## 6. おわりに

以上が CD の概要である。

2012 年 7 月公表の第一次市中協議文書からの主な変更点としては、次の 5 点が挙げられるものと考えられる。

- ① 現物決済を伴う為替フォワード・スワップを適用除外とすべきか否かを検討していること。
- ② 当初証拠金に 5,000 万ユーロを上回らない額のスレッシュホールドが設定されること。
- ③ 一定の要件を満たす限定的な場合に限り、当初証拠金として受領した担保資産の再担保を許容すべきか否かを検討していること。
- ④ 当初証拠金に係る規制については、中央清算されないデリバティブ取引の想定元本の規模に応じて、2015 年から 2019 年にかけて段階的に実施されること。
- ⑤ 中央清算されないデリバティブ取引の想定元本残高（前年直近 3 ケ月の月末平均）が 80 億ユーロ未満の取引主体については、証拠金規制は適用されないこと。

これらは、いずれも第一次市中協議文書からの緩和と言えるものであり、市場参加者にとっては歓迎すべきものであろう。

もともと、これらのうち、①と③の結論については、最終報告の公表（公表予定時期は不明）を待たねばならず、より慎重な検討がなされることになろう。

以上