

2013年9月26日 全15頁

# デリバティブ取引の証拠金規制

【BCBS／IOSCO 最終報告】外為フォワード・スワップは適用除外

金融調査部 研究員  
鈴木利光

## [要約]

- 2013年9月2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」の最終枠組みを公表している。
- 最終枠組みは、2012年7月及び2013年2月に公表された二つの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、政策的枠組みの最終案を示したものである。
- そして、最終枠組みは、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。
- 2013年2月に公表された第二次市中協議文書からの主な変更点としては、①現物決済型の外為フォワード・スワップを当初証拠金に係る規制の適用から除外すること、②通貨スワップの元本交換に付随する現物決済型の外為取引も同様に当初証拠金に係る規制の適用から除外すること、③対顧客ポジションのヘッジ目的である等の厳格な要件の下で、当初証拠金の「一度限り」の再担保が許容されること、の3点が挙げられている。
- これらは、いずれも第二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、これらの緩和をもってしても、最終枠組みが提案する証拠金規制（特に当初証拠金）が過去に例を見ない規制枠組みであることには変わりなく、対象主体となるOTCデリバティブの取引主体にとっては追加コストの発生が見込まれる。
- したがって、対象主体にとっては、最終枠組みの実施が開始されるまでにOTCデリバティブのポートフォリオの再編成（リストラクチャリング）を検討することが今後の課題となろう。

## [目次]

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

## 1. はじめに

2013年9月2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」の最終枠組み（以下、「最終枠組み」）を公表している<sup>1</sup>。

最終枠組みは、2012年7月及び2013年2月に公表された二つの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、政策的枠組みの最終案を示したものである。

本稿では、最終枠組みの概要を、その背景を踏まえて簡潔に説明する。

## 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ム・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ム・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、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>。

### 【G20ピッツバーグ・サミットにおけるコミットメント】

- 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

<sup>1</sup> BCBSウェブサイト参照 (<http://www.bis.org/press/p130902.htm>)

<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))

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た。

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た<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、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、2013 年 2 月に第二次市中協議文書を公表した<sup>5</sup>。

そして、BCBS と IOSCO は、これら二つの市中協議文書に寄せられたコメントの慎重な検討及び QIS の結果を踏まえ、ようやく最終枠組みを公表するに至っている。

### 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。

#### 【証拠金規制の目的】

- 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

<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>

<sup>5</sup> 第二次市中協議文書の概要については、以下の大和総研レポートを参照されたい。

◆ 「デリバティブ取引の証拠金規制案」（鈴木利光）[2013 年 3 月 18 日]  
[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20130318\\_006941.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/20130318_006941.html)

• 「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、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) の 1/3、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 12 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 633 兆ドルに上るといふ。

(出所) 最終枠組みより作成

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

最終枠組みが示す主要な原則と規制枠組みを要約すると、次の 8 つの重要な要素が抽出される。

##### 【8 つの重要な要素】

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、証拠金に関す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で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、次項で解説する。

## 5. 主要な原則と規制枠組み

### (1) 適用範囲 ～対象となる取引～

前述（p. 4）のとおり、最終枠組みは、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、証拠金に関す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

もつとも、BCBS と IOSCO は、現物決済型の外為フォワード・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、最終枠組みに基づく当初証拠金に係る規制の適用から除外することとしている。また、通貨スワップの元本交換に付随する現物決済型の外為取引も当初証拠金に係る規制の適用から除外することとしている<sup>6</sup>。

ただし、現物決済を伴う外為フォワード・スワップであっても、変動証拠金の授受については一般的な取引慣行と考えられている。そこで、BCBS と IOSCO は、現物決済を伴う外為フォワード・スワップであっても、変動証拠金の授受が求められることとしている。そして、現物決済を伴う外為フォワード・スワップに係る変動証拠金の授受に対しては、BCBS が 2013 年 2 月に公表した「外為取引の決済に関連するリスクを管理するための監督上の指針」<sup>7</sup>を踏まえた各国当局の規制が適用されることとしている。

## (2) 適用範囲 ～対象となる主体～

前述 (p. 4) のとおり、最終枠組みは、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>8</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 (スレッショルド) 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ョルドが設定される (連結ベース)。仮にスレッショルドが 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。

<sup>6</sup> 変動証拠金に係る規制については、通貨スワップの全ての要素に適用される点に留意されたい。

<sup>7</sup> BCBS ウェブサイト参照 (<http://www.bis.org/press/p130215.htm>)

<sup>8</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。

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対象主体には、「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。これを下回る対象主体については、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. 4）のとおり、最終枠組みは、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>9</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。

最終枠組みによると、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、最終枠組みは、証拠金規制が骨抜きになることを防止

<sup>9</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。

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、保守的な代替手段の存在が不可欠である。そこで、BCBSとIOSCOは、最終枠組みにて、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）最終枠組みの 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。

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

(出所) 最終枠組みより作成

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、ある株式のヨーロピアン・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>10</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。

## (4) 証拠金適格のある担保資産

前述 (p. 5) のとおり、最終枠組みは、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。

<sup>10</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リング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. 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、最終枠組みは、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）。

【証拠金適格のある担保資産（例示）】

- 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）

(出所) 最終枠組みより作成

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）、代替手段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、最終枠組みは、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 (同一通貨)	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%
返済通貨が担保資産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) 最終枠組みの 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、最終枠組みは、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、最終枠組みは、原則として、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<sup>11</sup>。

もともと、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。

<sup>11</sup> 変動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) の再担保については制限なく許容される。

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としている。

【当初証拠金の再担保が許容されるための要件】

- ① (当該証拠金の拠出主体たる) 顧客の書面による同意が必要であること。加えて、顧客に、拠出した当初証拠金の分別管理を要求する権利が付与されていること。
- ② (再担保を行う) 当初証拠金の徴収主体が流動性リスクに関する規制に服すること。
- ③ 当初証拠金の徴収主体及び再担保先が、当該当初証拠金を顧客資産として取扱い、かつ分別管理すること。
- ④ 当初証拠金の徴収主体が、顧客資産のうち再担保の同意を得ているものとそうでないものを分別管理すること。
- ⑤ 再担保の目的が、当初証拠金の徴収主体のその対顧客ポジションのヘッジであること。
- ⑥ 当初証拠金の徴収主体が再担保先に対して当初証拠金の分別管理を要求すること。
- ⑦ 顧客に対し、当初証拠金の徴収主体又は再担保先 (あるいはその両方) が破産した場合における当初証拠金の損失のリスクへの保障が付与されていること。
- ⑧ 当初証拠金の徴収主体と再担保先との間で、(さらなる第三者への) 再々担保を禁止する契約が締結されていること。
- ⑨ 当初証拠金の徴収主体が再担保を実施した場合、その事実、及び再担保に供された当初証拠金の金額 (非現金の場合はその価値) を顧客に通知すること。
- ⑩ 当初証拠金の取扱いに係る最終枠組みの実施が、再担保先の属する法域で適用される破産法と抵触しないこと。
- ⑪ 顧客と再担保先が同一グループに属していないこと。
- ⑫ 当初証拠金の徴収主体と再担保先が、上記①から⑪の要件をすべて満たすことを証明するための適切な記録の作成を継続すること。

(出所) 最終枠組みより作成

BCBS と IOSCO は、当初証拠金の再担保が許容されるケースにあつては、当初証拠金の拠出主体たる「顧客」はバイサイドの金融機関や非金融機関に限られるとしており、いわゆるマーケットメーカーはこれに含まれないとしている。

また、BCBS と IOSCO は、当初証拠金の再担保がもたらしうるリスクのモニタリングを可能とすべく、再担保に供している当初証拠金のレベルとボリュームを規制当局に開示することを求めている。

## (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、最終枠組みは、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、法域によって著しく異なるというのが実態である。

そこで、最終枠組みは、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、最終枠組みは、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であ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

こうした考え方にに基づき、最終枠組みは、証拠金規制の対象となる取引が二つの法域に跨る場合（規制を二重に受ける場合）、母国の規制当局とホスト国の規制当局に対し、次の二つのうちいずれかの方法により規制の重複適用（クロスボーダー・イシュー）を避けるよう努めることを要求している。

### 【クロスボーダー・イシューの解決策】

- ① 可能な限り二つの規制枠組みの間の差異を解消するか、又は
- ② 二つの規制枠組みの間に同等性があるものと認められる限りにおいていずれか一方の規制枠組みのみを適用する

(出所) 最終枠組みより作成

②の方法によった場合、対象主体の母国当局は、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、当該対象主体がホスト国の規制枠組みに服することを承認することができるということになる。

なお、支店（ブランチ）は本社（ヘッドクォーター）の一部とみなされるが、本社たる対象主体と同一の規制枠組み（母国当局の規制枠組み）又はホスト国のそのいずれかに服することとされている。

## （8）証拠金規制の実施

前述（p.5）のとおり、最終枠組みは、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、最終枠組みは、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12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	実施が求められる対象主体	
2015年12月1日～	想定元本残高の総計 （3ヶ月（開始年の6・7・8月）の月末平均） （注）	3兆ユーロ超
2016年12月1日～		2.25兆ユーロ超
2017年12月1日～		1.5兆ユーロ超
2018年12月1日～		7,500億ユーロ超
2019年12月1日～		80億ユーロ以上

（注）連結ベース

（出所）最終枠組み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（3ヶ月（開始年の6・7・8月）の月末平均）が80億ユーロ未満の対象主体については、当初証拠金に係る規制は適用されないということになる。

## 6. おわりに

以上が最終枠組みの概要である。

2013年2月公表の第二次市中協議文書からの主な変更点としては、次の3点が挙げられている。

### 【第二次市中協議文書からの主な変更点】

- この枠組みは現物決済型の外為フォワード及びスワップを当初証拠金規制の適用から除外としている。これらのデリバティブに対する変動証拠金は、バーゼル委の「外為取引の決済に関するリスクを管理するための監督上の指針」を考慮したうえで定められた基準に従って授受されるべきである。
- この枠組みは、通貨スワップの元本交換に付随する現物決済型の外為取引も当初証拠金規制の適用から除外とする。ただし、この枠組みに記述されている変動証拠金規制は通貨スワップの全ての要素に適用される。
- 多くの厳格な要件の下で、当初証拠金の「一度限り」の再担保化が許容される。この取扱いは、本規制の流動性への影響の緩和に資するだろう。

(出所) 金融庁仮訳

これらは、いずれも第二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、これらの緩和をもってしても、最終枠組みが提案する証拠金規制（特に当初証拠金）が過去に例を見ない規制枠組みであることには変わりなく、対象主体となる OTC デリバティブの取引主体にとっては追加コストの発生が見込まれる<sup>12</sup>。

したがって、対象主体にとっては、最終枠組みの実施が開始されるまでに OTC デリバティブのポートフォリオの再編成（リストラクチャリング）を検討することが今後の課題となるだろう。

なお、BCBS と IOSCO は、2014 年に、最終枠組みの提案を評価するためのモニタリング・グループを設置することとしている。

以上

<sup>12</sup> 国際決済銀行 (BIS) の OTC デリバティブ規制改革に係るマクロ経済影響評価グループ (MAGD: Macroeconomic Assessment Group on Derivatives) による報告 (2013 年 8 月 26 日公表) 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。

◆ 「BIS の店頭デリバティブ規制改革の影響評価」 (菅谷幸一) [2013 年 9 月 12 日]  
([http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130912\\_007687.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130912_007687.html))