

中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制

<要旨> (仮訳)

要旨

この最終報告書（以下、「本文書」という。）は、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）と証券監督者国際機構（IOSCO）により合意された、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低基準を定める、最終的な政策枠組みを示すものである¹。この最終的な枠組みは、BIS 支払・決済システム委員会（CPSS）や BIS グローバル金融システム委員会（CGFS）との協議、及びこれら委員会の積極的な参加を通じて策定されたものである。

背景

2007 年に始まった経済・金融危機は、銀行やその他の市場参加者の金融・経済ショックへの耐性が極めて脆弱であることを明らかにした。特に店頭デリバティブ取引に関し今次金融危機によって明らかとなったことは、これらの取引を通じた不透明かつ過度なリスクテイクを制限し、そのシステムミック・リスクを低減するために、店頭デリバティブ市場の透明性向上や、店頭デリバティブ取引やその参加者に対する規制強化が必要になるということである。

そこで G20 は、2009 年に、店頭デリバティブ取引に伴うシステムミック・リスクを低減するための改革プログラムを開始した。2009 年に当初合意された通り、G20 の改革プログラムは、以下の 4 つの要素から構成されている。

- ・ 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。

¹ 中央清算されないデリバティブ取引とは、中央清算機関を通じて清算されないデリバティブ取引を指す。

- ・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²。

2011年に、G20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を改革プログラムに加えることに合意し、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向けて策定することを要請した³。このため、BCBSとIOSCOは、CPSSやCGFSと協議の上、2011年10月に証拠金規制に関する共同ワーキング・グループを立ち上げ、2012年半ばまでに、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提案を市中協議に向けて策定することとした。

2012年7月、最初の提案が市中協議文書として公表され、当該提案に対するコメントは、2012年9月28日まで受け付けられた。加えて、この7月提案について、証拠金規制の義務化に伴う流動性その他の定量的な影響を評価するために定量的影響度調査（QIS）が実施された。

2013年2月、BCBSとIOSCOは、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うえで、最終案に近い政策的枠組みを示した第二次市中協議文書を公表した。第二次市中協議文書では、最終案に近い証拠金規制の枠組みのうち、特定の論点に関する4つの質問についてコメントを求めた。

最終案に近い証拠金規制の枠組みに関して非常に多くのコメントが寄せられた。これらのコメントは、当該提案を改訂し、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関する最終的な国際的枠組みを提示する際に考慮された。

本文書は、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関する最終的な枠組みの主要な目的、要素、原則を示している。

² G20 ピッツバーグ・サミット宣言、2009年9月、
(www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html)

³ G20 カンヌ・サミット最終宣言、2011年11月、
(www.g20civil.com/documents/Cannes_Declaration_4_November_2011.pdf)

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目的

中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制には、主に以下の2つの効用がある。

- ・ システミック・リスクの低減： 標準化されたデリバティブ取引のみが中央清算に適している。デリバティブ取引の多くは標準化されておらず、中央清算できない²。これら中央清算されないデリバティブ取引の規模は想定元本でみて数百兆ドルに及び³、今次危機で顕在化したものと同様の、システミックな伝播・波及リスクを有している。中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制により、デリバティブ取引の相手方が債務不履行となった際の損失を相殺可能な担保資産を確保し、こうした伝播や波及の効果を低減することが期待される。また、証拠金規制には、より広くマクロ・プルーデンス面でも効用があり、不安定化をもたらし得るプロシクリカルな変動に対する金融システムの脆弱性を低減するとともに、金融システム内の無担保エクスポージャーの積み上がりを抑制できる。
- ・ 中央清算の促進： 多くの法域において、今後、ほとんどの標準化されたデリバティブ取引は中央清算が義務付けられることになる。しかしながら、証拠金を CCP に差し入れる必要が生ずることなどから、清算にはコストがかかる。中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制は、そのようなデリバティブ取引に伴う高いリスクを反映することによって中央清算を促進し、G20 の 2009 年当初の改革プログラムをより効果的なものにする。これは、システミック・リスクの低減にも寄与し得る。

仮に証拠金規制が国際的に整合的でなければ、その実効性は損なわれ得る。証拠金規制の緩い法域への取引シフトにより、以下の2つの懸念が生じる。

- ・ 証拠金規制の実効性が損なわれる（規制の裁定）。
- ・ 証拠金規制の緩い法域で活動する金融機関が、競争上優位となる（不平等な競争

² IMF による「国際金融安定性報告書」（2010 年 4 月）の第 3 章では、金利スワップ取引の 4 分の 1、クレジット・デフォルト・スワップ取引の 3 分の 1、その他店頭デリバティブ取引の 3 分の 2 は、中央清算が可能なほど十分に標準化されたり、高い流動性を有したりしていないと推測している。

³ 最近行なわれた 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 月時点における店頭デリバティブ取引の残高は、想定元本でみて総額 639 兆米ドルに上る。

条件)。

証拠金と資本

資本と証拠金はともに重要かつ補完的なリスク低減機能を有するが、両者はいくつかの点で大きな違いがある。第一に、証拠金は、デフォルター・ペイ (defaulter-pay) である。取引の相手方が債務不履行となった際、証拠金は債務不履行者が提供した担保を使って損失を吸収し、債務不履行を受けた取引参加者 (surviving party) を保護する。一方、資本は金融システムに対する損失の吸収力を高めるが、サバイバー・ペイ (survivor-pay) であるため、損失補てんのために資本を使うことで、債務不履行を受けた取引参加者 (surviving party) 自身の金融資源を消費することになる。証拠金により依拠する方向に移行することは、市場参加者のインセンティブに有用な影響を与える。市場参加者は、デリバティブ契約を締結する際に担保を拠出する必要が生ずるため、証拠金により依存することは、市場参加者がリスクテイクのコストを内部化することを助長する。また、証拠金により依拠することは、証拠金を徴収していない市場参加者が資本を保全するために取引から撤退する必要に迫られるようなストレス時における市場の回復を促進する。

第二に、証拠金については、各ポートフォリオに対してそれぞれの潜在的な損失を吸収するための証拠金が設定されており、また、各ポートフォリオのリスク変動に応じて対応する証拠金の調整が行われるようになっており、より“的を絞った (targeted)”ダイナミックなものである。一方、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い。また、変化するリスク・エクスポージャーに対して直ちに資本の調整を行うことも難しい。各エクスポージャーに対する自己資本規制は、取引の相手方の債務不履行による損失をカバーするようなものではなく、むしろそうした債務不履行が生じた際の確率的に加重された損失をカバーするように設計されている。そのため、証拠金は、効果的に使用されれば、取引の相手方の信用リスクに対する高度なプロテクションを提供するものであると考えられる。効果的にリスク低減機能を果たすためには、証拠金は、①必要な時に使用でき、②金融ストレス時であっても予測可能な価格でかつ直ちに流動化できるものでなければならない。

証拠金規制が流動性に与える影響

証拠金規制の潜在的な効用については、こうした規制を満たすためにデリバティブ取引の相手方が高流動性・高品質の担保の提供を求めることから生じる流動性への影響（担保需要の全体的な高まりから生じる市場機能の潜在的な変化を含む）と比較衡量すべきである。金融機関は、現行の実務で求められる水準以上の証拠金を積むために、追加的な流動性を確保し、戦略的に利用する必要があるだろう。また、証拠金規制の流動性への影響は、そのみを単独で検討することはできない。むしろ、同時並行的に進んでいるその他の流動性への影響が大きいと考えられる規制に関する取組み——例えば、BCBSによる流動性カバレッジ比率（LCR）や安定調達比率（NSFR）、標準化されたデリバティブ取引の中央清算に係る国際的な義務付けなど——も念頭に置くことが重要である。

BCBSとIOSCOは、証拠金規制の影響を評価するために、QISを実施した。特に、QISでは、中央清算されないデリバティブ取引について必要となる証拠金の額や、規制を満たすうえで利用可能な担保の額を評価した。

このQISの結果並びに当初提案及び最終案に近い枠組みについて受付けたコメントは、本文書に記載されている証拠金の枠組みを構築するにあたり、慎重に考慮された。証拠金の枠組みを構築するにあたっては、当初証拠金規制による全般的な流動性への負荷及び当該当初証拠金規制を満たす適格担保の利用可能性を慎重に評価した。当初証拠金に係る許容された閾値の利用（Element 2で詳細に記載）、広範な担保に対する適格性（Element 4で詳細に記載）、厳格な条件のもとで当初証拠金担保の再担保を可能とすること（Element 5で記載）、及び規制の段階的实施をもたらすトリガー（Element 8で詳細に記載）は、証拠金規制に伴う流動性需要の問題に直接対処するための主要な原則として証拠金規制に係る枠組みに導入された。

主要な原則と規制

パートBでより詳細に記述されている通り、本文書は、中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関するBCBSとIOSCOの最終的な政策を提示するものであり、8つの重要な要素を扱う主要な原則を示している。

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。

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。

モニタリング及び評価

証拠金規制の実際の影響は、中央清算されるデリバティブと中央清算されないデリバティブの比率や、時間の経過に伴う市場のボラティリティの変化を含む、様々な要素や不確実性に左右される。また、証拠金規制の枠組みを構成する多くの要素は、市場の構造や状況の変化に応じて、時間の経過に伴い、異なった影響を及ぼす可能性がある。

BCBS と IOSCO は、2014 年に証拠金に係るこれらの基準の評価を行うモニタリンググループを設置する。当該評価は、現時点から 2014 年の間に証拠金規制と並行して行われるトレーディング勘定及びカウンターパーティ信用リスクの資本賦課に関する標準的手法の見直し、レポ・証券貸借に係る潜在的な最低ヘアカット、LCR の実施、中央清算されるデリバティブ取引に係る資本規制といった、関連する規制改革と証拠金規制に係る基準との関係及び整合性に着目したものとなる。

モニタリンググループは、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制度整備に関する費用と便益、及び競争上の影響に関する更なる分析の実施に向けた取組みを検討する。モニタリンググループは、証拠金に係るメソドロジーや基準の総合的な有効性・適切性について検討を行い、当初証拠金の算出に関するモデルを用いたアプローチと標準表を用いたアプローチの調整の可能性を検証し、証拠金規制の潜在的な景気循環増幅効果の評価を行う。

モニタリンググループは、国際決済銀行（BIS）のデリバティブ取引に関するマクロ経済評価グループによって実施された店頭デリバティブ市場改革のマクロ経済に与える影響に係る分析、及び店頭デリバティブ評価チームによる中央清算機関の利用インセンティブに係る評価といった、実施されている様々な分析の結果を検討し、さらに、異なる業態の規制対象主体に証拠金規制が流動性に与える影響についてモニタリング及び評価を行う。適切な場合には、証拠金の枠組み、又はその特定の側面の影響を評価するために定量的な分析を行う。

モニタリンググループは、証拠金に関するモデルの検証・バックテストに関する更

なるガイダンスを作成することを検討する。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が当初証拠金規制に服さないことによるリスクを評価し、このような取扱いを見直すことが適切かどうか検討する。

モニタリンググループは、証拠金を含む一連の規制上のイニシアティブに跨るクロスボーダーでの調整に係る国際的な枠組みを構築する取組みの進展を検討する。これらの進展は、証拠金規制に関する異なる法域間での相互作用がこの枠組みの目的と平仄が取れていることを確保するよう見直される。

最後に、モニタリンググループは、Element 5で特定した限定的な再担保条件のもとでの再担保の許容を継続すべきか、中央清算されないデリバティブ取引のうち一部についてのみ再担保を許容すべきか、再担保は完全に禁止すべきか、又は当該条件を見直すべきかについて、BCBSとIOSCOに対する提言を策定するために、Element 5で特定した限定的な再担保条件のもとでのどの程度の再担保が行われるか、どこで及びどのようにして担保が保有されるのか、実施上の問題、並びに再担保の効用とリスクに関連するデータを収集する。

今後の追加データ及び更なる分析によって、証拠金規制が与えるインセンティブや影響がQISで示された結果から大きく乖離している、本文書の枠組みで示された目的と整合的でない、又は規制の費用と便益が効果的に均衡していない、ことが明らかになった場合には、証拠金規制の特定の要素について、再評価もしくは修正することが必要になる。モニタリンググループの分析結果に基づいて、BCBSとIOSCOは共同で、追加的な作業を行う必要があるか、また、証拠金規制の見直しが必要もしくは適切であるかについて決定する。このモニタリング・評価のプロセスは、モニタリンググループが作業を行っている間に、個々の規制当局が本文書と整合的な中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関する制度整備を進めることを妨げるものではない。

また、BCBSとIOSCOは、商品、法域及び市場参加者間でどのように規制が整合的に実施されるかをモニタリング・評価する作業も継続する。