

店頭デリバティブ規制の全貌

「非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制」の概要と今後の見通し

国際合意に基づき、内閣府令と監督指針の組合せで
証拠金授受の体制整備を促す

金融
監督
局

石川
知弘

塚本
晃洋

(1) 対象取引

システム・リスクの抑制、清算集中促進の観点から、非清算店頭デリバティブ取引について証拠金の授受を行うべきことが国際的に合意されたことを受け、金融厅は今年7月に証拠金規制を導入する内閣府令改正案および監督指針改正案を公表した。変動証拠金については、内閣府令で15年12月以降、清算集中義務の対象となる金融機関に対して授受を義務付けるとともに、それ以外の金融機関に対しても監督指針で体制整備を促す一段構えの内容としている。当初証拠金について、BCBS／IOSCOの報告書に沿って段階的に適用対象を拡大することとしている。

規制策定の経緯

意された。これをふまえ、B C
B S (バーゼル銀行監督委員
会) および I O S C O (証券監

WGMR報告書においては、15年12月から証拠金規制を開始することとされており、わが国

2011年9月のG20カンヌ・サミットにおいて、「システム・リスクの抑制」および「監督者国際機構」は「非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制に関する共同ワーキング・

「店頭デリバティブ取引の清算集中の促進」の観点から、中央清算されない店頭デリバティブ取引についてマージン（証拠金）の授受を行うべきことが合意された。

WGMR報告書の概要

R報告書の概要は以下のとおり。

融機関についても証拠金規制の対象としているが、具体的な定義は各国において判断することとされた。

(3) 証拠金の授受

対象主体同士の対象取引について、変動証拠金および当初証拠金が授受されることを求めている。なお、「変動証拠金」とは市場の動き等により変動するポジション（勝ち／負け）に応じて支払いが行われるもので、将デフォルトした場合に備え、将来の時点で発生しうる最大エクスボージャーの推計値を取引開始時等に相互に授受するものである。

変動証拠金の授受により取引

相手に対する日々のエクスボージャーが削減され、また当初証拠金の授受により取引相手が破綻した場合にも損失を被ることなく取引を終了することが期待される。このような観点から、変動証拠金は高い頻度（例・日々）で授受することを求めてい る。一方、当初証拠金についてはすべての対象主体に義務付けられており、一定の閾値（ゲ

ループベースで80億円）を超える主体のみとされた。

(4) 適格担保

証拠金規制に基づき授受される担保は、市場がストレス環境下にあつてもスムーズに現金化できることが重要である。このため、適格担保は流動性の高い資産に限定されている。具体的には、現金のほか信用力の高い国債や社債、主要な株式指標に含まれる株式等とされている。

(5) 初証拠金の算出方法

当初証拠金の計算はWGMR報告書に添付されている標準表か、または監督当局により承認されたモデルを用いなければならぬとされている。

(6) 分別管理

当初証拠金は、預託をした主体が債務不履行になつた場合に、受領した主体が即時に利用できること、また、受領した主体が破綻した際に、預託をした主体が十分に保護されるようなかつて管理されなければならないとされている。

(7) 再担保・再利用について

受領した当初証拠金については、きわめて限定的だが再担保

等を許容する（変動証拠金については特段の制限はない）。

(8) クロスボーダー取引

各国の規制を整合的な内容とすること、また同一の取引に複数の規制が適用されないよう、それぞれの当局が調整することとされている。

(9) 段階的適用について

当初証拠金に係る規制は段階的に適用することとされ、15年12月1日から3兆円を超える主

体に適用される。その後、毎年閾値を段階的に下げ、19年12月

1日からは80億円を超える主体が対象となる。一方、変動証拠金に係る規制については15年12月1日からすべての対象主体に適用される。この結果、グローバルにデリバティブ業務を行つ

ているような大手の金融機関は、15年12月までに変動証拠金および当初証拠金について対応が求められるが、より規模の小さな金融機関は当初証拠金については一定の準備期間が認められる。

導入に向けた対応

WGMR報告書に基づいて各国が証拠金規制導入に向け検討を進めているところだが、施行にあたつては以下の点を考慮することとが重要と考えられる。

- ・各国で協調のとれたかたちで規制が導入されること
- ・規制の対象となる金融機関において契約の締結や改訂、システム対応などの準備が整うこと

金融庁は証拠金規制を、内閣府令と監督指針の組合せで導入することとし、本年7月3日にそれぞれの案を公表した（注2）。

具体的には、金融商品取引業等に関する内閣府令を改正し、金融商品取引業者等に対しても、一定の非清算店頭デリバティブ取引について、証拠金の預託を受けるなどの所定の措置を講じていないと認められる状況を禁止することとした。また、同府令案において規制対象者とならない金融機関等についても、変動証拠金の受領を可能とする体制整備を監督上の着眼点とした監

証拠金規制の施行に向けた前提条件

督指針案をあわせて公表した。

【府令案の概要】

(1) 対象取引

金融商品取引法2条第22項に規定する店頭デリバティブ取引のうち、清算機関（金融庁長官が免許を与えた清算機関に限る）で清算されない取引を対象としている。

(2) 対象主体

別途公表している拡大後清算集中義務の対象者（16年12月1日以降に適用対象となる金融商品取引業者等を含む）と整合性をとった。これは、証拠金規制の目的の一つが「清算集中の促進」にあることから、清算集中義務の対象者と同一とすることが適切と考えたことによる。具体的には、変動証拠金については、過年度の各月末日における店頭デリバティブ取引による想定元本の合計額が3000億円以上である一定の金融商品取引業者、登録金融機関である銀行、保険会社、商工組合中央金庫、日本政策投資銀行、信用金庫連合会、農林中央金庫が府令案における対象主体

となる。

わが国の金融機関の店頭デリバティブ取引は相当程度がクロスボーダー取引であることをふ

まえ、取引相手が外国に所在する場合も想定している。府令案

は、国内の金融商品取引業者等

が証拠金を受領することを求

めていることに加え、日本の金

融商品取引業者等が外国の銀行

・証券会社等と非清算店頭デリバティブ取引を行った場合にも、

証拠金を受領すべきことを規定

している。具体的には、「外国

において店頭デリバティブ取引

を業として行っている者」（た

だし、店頭デリバティブ残高が

3000億円を超えると合理的

に判断される者に限る）との対

象取引についても、金融商品取引業者等は証拠金を受領しなければならない。

W G M R 報告書が「投資ファン

ド」についてはファンごとに

闊値を計算することを求めてい

ることもふまえた内容となつて

いる。

一方、当初証拠金については、

W G M R 報告書の内容に沿つて、

グループベースの店頭デリバ

ティブ取引残高に応じて段階的に適用対象となる。15年12月1日時点においては、非清算店頭デリバティブ取引に係る想定元本額の合計額（外為フォワード・スワップ取引、店頭商品デリバティブ取引も含む）が連結ベースで420兆円を超える場合、そのグループに属する金融商品取引業者等が、同様に想定元本額の合計額が420兆円を超えるグループに属する金融商品取引業者等と取引した場合に、当初証拠金の対象となる。その後、段階的に対象者を拡大し、19年12月1日以降においては、非清算店頭デリバティブ取引に係る想定元本額の合計額が連結ベースで1・1兆円を超えるグループに属する金融商品取引業者等も対象となる。

(3) 規制の内容

①毎日、非清算店頭デリバティブ取引の相手方ごとに、取引の時価から受領済の変動証拠金の時価を控除して算出した額の預託等を求め、遅滞なく、変動証拠金の預託等を受けること。

②非清算店頭デリバティブ取引を行つた際、当該取引の相手方について将来発生しうる費用または損失の合理的な見積額から受領済の当初証拠金の時価を控除して算出した額の預託等を求めて、遅滞なく、当初証拠金の預託等を受けること。

③変動証拠金および当初証拠金は、金融庁長官が定める資産をもつてあつてることができる（関連告示案において当該資産の内容およびヘアカット割合を規定している）。

④その他の規定

当初証拠金については、ネットティング・セットごとに、金融庁にあらかじめ届出を行つたモデル（あるいは想定元本に府令案に規定した割合を乗じた額）

に基づき計算することとしている。ここでいうネットティング・セットとは、一括清算法に規定する「基本契約」を想定している。市場の現行プラクティスをふまると、ISDAマスター契約・CSAを一つのネットティング・セットとして取り扱うことと想定している。

また、当初証拠金については「信託の設定その他の方法により管理すること」と規定している。これは、WGM R報告書が求める要件を満たすには、わが国においては信託を用いることが適当であるとの結論に至つたためである。ただし、クロスボーダー取引において必ずしも日本での信託を用いなければならぬとするのは適切ではないため、「その他の方法」として同様の効果が得られる仕組み（たとえば、カストディアンの利用等）も想定している。具体的な信託設定の内容や、資産によって異なる取扱いを認めるか等については、今後さらなる検討を進める。

府令案には主として、代替的コンプライアンスを想定した規定を設けている。具体的には、「外国の法令に準拠することその他これに類する事情により（中略）規定する措置を講じなても公益に反しまだは投資者の保護に支障を生ずるおそれがないと認められる場合であつて金融庁長官が指定する場合」、その場合の取引はわが国の証拠金規制の対象外となる。後述するが、重複して規制が適用されないよう、ヨーロッパやアメリカ（健全性当局やCFTC）の証拠金規制案でも同様の規定が設けられている。ただし、わが国も含めて、明示的に当局が認めた場合にのみこの規定が適用される点に留意が必要である。

【監督指針案の概要】

監督指針案は、WGM R報告書および府令案の内容をふまえ、各監督指針の対象金融機関すべてに、15年12月1日以降の取引について変動証拠金を授受するための体制整備を促している。これはWGM R報告書が「幅広い金融機関」を証拠金規制の対象とすることを求めていること

をふまえた対応で、金融庁では、六つの監督指針の改正案を公表している（注3）。

監督指針案は対象金融機関すべてに変動証拠金を授受するための体制整備を促している。具体的には、以下の二点を監督上の着眼点としている。一点目は「変動証拠金授受に係る適切な契約書の締結」で、例としてISDAマスター契約・CSAをあげている。二点目は「取引の規模・リスク特性を勘案した十分な頻度での定期的な変動証拠金の授受およびアドホックコールに対応した変動証拠金の授受」である。これは、日次の変動証拠金の授受をリスク管理のベストプラクティスとして位置付け、監督指針の対象であるすべての金融機関にリスク管理の高度化を促す内容となっている。

アメリカにおいては、Dodd-Frank Act (DFA)に基づき、健全性当局 (FRB、OCC、FDIC等)が銀行および銀行持株会社を対象とした証拠金規制案を公表し、CFTCがスワップディーラー (SD)を対象とした証拠金規制案を本年9月に公表している（注4）。SECも別途証拠金規制を公表すると思われるが、時期は不明である（注5）。

健全性当局およびCFTCの規制案は、DFAの規定によりSD等に対する規制となつてお

り、European Supervisory Authorities (ESA)が本年4月に証拠金規制案を公表している（市中協議はすでに終了）。

り、SD以外の金融機関には間接的に規制が適用される（このため、証拠金を受領することのみならず、提供することも義務となっている）。また、当初証拠金のモデルについても、一定のガイドラインを提供している。WGMR報告書との相違点は、当初証拠金の適用対象が30億ドル以上の金融機関とされている点である。なお、市中協議期間は規制案公表から60日間とされている。

今後の見通し

わが国における証拠金規制案についてパブリックコメントを行ったところであり、現在、最終化に向けて検討を進めている。ただし、クロスボーダー取引への適用などの論点は他国当局との調整が不可欠であり、さらには他の規制案の内容やコメントに対する対応も見極める必要があると考えている。また、当初証拠金モデルについては別途方を示すこととしている。国際的には、WGMR報告書

において、各国における規制導入の進捗把握や、他の規制との整合性を確保することなどを検討するためにモニタリング・グループを設置することが規定されている。現在三つのワーキング・グループに分かれて検討が進んでおり、金融庁も当グループのメンバーとして議論に参加している。BCBSおよびIOSCOは、モニタリング・グループの検討結果をふまえて、必要な対応を検討することになる。

証拠金規制は店頭デリバティブ改革プログラムの重要な柱の一つであり、グローバルに協調のとれたかたちで導入することが重要である。他方、金融機関においてはシステム上の対応や担保授受のオペレーションの高度化等、対応に相応の時間や費用を要することが想定される。各国の当局および金融機関がそれぞれに必要な検討および対応を進め、その結果、金融機関のリスク管理の高度化が進み、同時に国内外のデリバティブ市場が一層発展することを期待した

（本稿における意見は執筆者の個人的見解であり、必ずしも金融庁の公式的な見解を表わすものではない。）

（注）1 BCBSは13年2月に「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」（FX決済指針）を公表している。このFX決済指針で、

為替スワップ・フォワード取引について変動証拠金の授受が行われるよう各国当局が手当てを行なうことが提言されている。（変動証拠金の授受以外にも、CLS等の利用促進など外為決済リスクを低減するための提言が含まれている。WGMR報告書において為替スワップ・フォワード取引を適用対象外としたのはこのような経緯をふまえたもの。なお、このFX決済指針についても各国において取組みが進められることになる。）

2 「金融商品取引業等に関する内閣府令」等の一部改正する内閣府令（案）の公表および指針」等の一部改正（案）の公表について（14年7月3日）を参照のこと。

3 改正対象は「主要行等向けの総合的な監督指針」に加えて、「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」「系統金融機関向けの総合的な監督指針」「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」「保険会社向けの総合的な監督指針」「信託会社等に関する総合的な監督指針」。

4 CFTCの証拠金規制の対象は健全性当局の規制に服るなりSwap DealerおよびMajor Swap Participant。

5 SECの証拠金規制は健全性当局の規制に服らないSecurity Based Swap DealerおよびSecurity Based Major Swap Participantを対象とするものになると想定される。

いしかわ ともひろ

96年慶應義塾大学卒、メリルリンチ証券（当時）入社。メリルリンチ証券投資銀行部、レコフ、ドイル証券投資銀行部を経て13年9月から現職。

つかもと あきひろ
弁護士。08年TMI総合法律事務所入所、13年任期付公務員として金融厅入庁、現職。