

## 清算集中されないデリバティブ取引<sup>1</sup>に係る証拠金規制〈要旨〉（仮訳）

### 要旨

本市中協議文書は、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）と証券監督者国際機構（IOSCO）の証拠金規制に関する共同ワーキング・グループ（WGMR）による、最初の政策提案である。この提案は、清算集中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ものであり、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示した。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、店頭デリバティブ取引やその参加者に関する透明性の向上や規制強化が必要だということである。

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 つの要素を包含している。

- ・ 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。
- ・ 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

---

<sup>1</sup> 清算集中されないデリバティブ取引とは、中央清算機関を通じて決済されないデリバティブ取引を指す。

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<sup>2</sup>。

2011年に、G20は、清算集中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<sup>3</sup>。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、清算集中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。

### 清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制の目的

清算集中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清算集中に適している。デリバティブ取引の多くは標準化されておらず、清算集中されないものである<sup>4</sup>。これら清算集中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<sup>5</sup>、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。清算集中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

---

<sup>2</sup> G20 ピッツバーグ・サミット宣言、2009年9月、  
([www.g20.org/images/stories/docs/eng/pittsburgh.pdf](http://www.g20.org/images/stories/docs/eng/pittsburgh.pdf))

<sup>3</sup> G20 カンヌ・サミット最終宣言、2011年11月、  
([www.g20.org/images/stories/docs/eng/cannes.pdf](http://www.g20.org/images/stories/docs/eng/cannes.pdf))

<sup>4</sup> 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が十分に標準化されない、又は十分に流動性が高くないことから、清算集中されないものと推測している。

<sup>5</sup> 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、2011年12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648兆米ドルに上る。

化をもたらす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。

- ・ **清算集中の促進：** 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清算集中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。清算集中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清算集中を促進し、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、システムック・リスクの軽減にも寄与し得る。

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（不平等な競争条件）。

## 証拠金と資本

資本と証拠金はともに重要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。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十分に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金融ストレス時にも予測可能な価格で直ちに流動化できるものでなければならない。

ただし、資本と証拠金の相互作用は複雑であり、その幅広い相互作用については更に慎重な検討を要する分野である。資本や証拠金の水準を決定する際には、①業態間での資本規制の違いや、②業態別の自己資本規制の下で、それぞれの主体に係る資本の計算に証拠金規制が与える影響、及び③現在、多くの資本規制の枠組みにみられる担保の非対称な取扱い（受取担保に対しては便益が与えられる一方、差出担保に付随するリスクに対しては費用が発生しない）といった要素を考慮する必要がある。

### 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清算集中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。

また、米国証券取引委員会から、提案されている証拠金規制は、ネット・キャピタル・ルールで規制されている証券会社に対して、ずっと大きな影響を与え得るとの指摘があった。こうしたルールの下では、証券会社はすべての劣後債務を上回る最低水準の“ネット・キャピタル（非常に流動性の高い資本）”を常に保持する必要がある。“ネット・キャピタル”の計算においては、証券会社は直ちに換金できない資産をすべて控除し、流動性資産の価値を適切なヘアカットを用いて調整しなければならない。そのため、“ネット・キャピタル”を算定する際には、証拠金として相手方に差し出

された資産は、担保を保有する先に対する無担保債権として扱われ、したがって、ネット・キャピタルの計算において全額控除される。

本市中協議文書のパート C で議論されている通り、BCBS と IOSCO は、定量的影響度調査（QIS）を実施し、提案された証拠金規制の影響を評価する予定である。特に、QIS では、清算集中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する。QIS は市中協議期間中に実施され、その結果は BCBS と IOSCO の共同最終提案に反映される。

### マクロ・プルーデンスの視点

BCBS と IOSCO は、各国の監督当局が清算集中されないデリバティブ取引の証拠金規制を通じ、上記 2 つの効用を実現することに加え、その他の望ましいマクロ・プルーデンス上の成果を得ることを望む場合があり得ることも認識している。そのような成果を詳細に定義し達成するためには、恐らく関係当局の更なる取組みが必要と考えられる。BCBS と IOSCO は、清算集中されないデリバティブ取引の証拠金規制に関する、その他の潜在的なマクロ・プルーデンス面での効用や、そうした観点から生じ得る国際的な協調の必要性について更なる検討を奨励する。

### 主要な原則と規制案

パート B でより詳細に記述されている通り、本市中協議文書は、清算集中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 の最初の政策提案を提示するものであり、7 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. 清算集中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規制案が適用される主体間で整合的であるべきであり、清算集中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、清算集中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. 清算集中されないデリバティブ取引から生じる関連企業に対するカレント・エクスポージャーの大きな積み上がりを防止するため、同一グループ内の企業間取引は適切な変動証拠金規制に従うべきである。
7. 規制の枠組みは、清算集中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。

### 証拠金規制の実施と時期

本市中協議文書は、清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制の枠組みを提示するものである。本市中協議文書は、これらの規制実施の具体的なプロセスを提案するものではない。重要なことは、本市中協議文書で議論された枠組みは最終案ではないということである。むしろ、BCBS と IOSCO は、コメントや QIS を通じて有益な情報が得られることを大いに期待する。最終案は、市中協議に対する回答及び QIS の結果を反映したものとなり、規制の実施方法と時期は、最終的に提案される証拠金規制の枠組みの内容によることとなろう。ただし、BCBS と IOSCO は、証拠金規制の順序、時期、実施の重要性を認識している。したがって、BCBS と IOSCO は、

証拠金規制の時期と実施に関し、以下の点についてコメントを募集する。

- ・ 清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制の適切な段階的導入期間（phase in period）はどの程度か？ 実施の時間軸は、他の関連する規制の取組み（清算集中義務など）から独立して設定することは可能か、あるいは、協調して設定すべきか？ もし協調することが望ましいとすれば、どのようにすべきか？

### 市中協議文書の構成

本市中協議文書のパート B は、清算集中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 の共同政策提案を示している。これらの政策提案は、①規制の具体的な要素を示す主要な原則（key principle）と、②それに付随して、主要な原則が実務上どのように実施され得るかを説明した規制案（proposed requirement）で構成されている。加えて、政策提案の各要素について、本市中協議文書は、主要な検討事項や考え得るアプローチを説明する背景的な議論を提供し、提案の内容を詳述するため必要に応じて追加的な注釈を付している。また、政策提案の各要素に関する議論において、具体的な質問事項を提示し、市中からのコメントを求めている。

本市中協議文書のパート C では、清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制が市場参加者の流動性資源や、より一般的に市場全体の流動性に及ぼし得る影響を議論している。

### 今後のステップ

BCBS と IOSCO は、本市中協議文書のすべての論点、特に質問事項について、2012年9月28日まで市中からのコメントを募集する。コメントは下記の方法で受け付ける。

#### BCBS へのコメント

- ・ 電子メール [baselcommittee@bis.org](mailto:baselcommittee@bis.org)
- ・ 郵送  
Basel Committee on Banking Supervision  
Bank for International Settlements  
Centralbahnplatz 2

CH-4002 Basel  
Switzerland

IOSCO へのコメント

- ・ 電子メール [wgmr@iosco.org](mailto:wgmr@iosco.org)
- ・ 郵送 International Organization of Securities Commissions  
C/ Oquendo 12  
28006 Madrid  
Spain

全てのコメントは、コメント提供者が明示的に非公開を望まない限り、国際決済銀行及び証券監督者国際機構のウェブサイトに掲載される予定である。パート C で後述する通り、本市中協議文書に書かれた提案に対し、詳細な QIS を行う予定である。