

平成 26 年 12 月 2 日

米商品先物取引委員会による証拠金規制案に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

1. 前文

- ① 米商品先物取引委員会（CFTC）が本年10月3日に公表した「Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants」（以下「規制案」という）に対してコメントする機会を与えられたことに感謝の意を表したい。
- ② 本規制案の本邦金融機関に対する一義的な影響は、本邦の金融機関がcovered swap entityと取引するケースにおいて生じるものと認識している。一方、証拠金規制の詳細は昨年9月にバーゼル銀行監督委員会（BCBS）および証券監督者国際機構（IOSCO）が公表した「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」に関する最終報告書（以下「BCBS/IOSCO最終報告書」という。）にもとづき、各国当局が制定することとなっているが、世界最大のデリバティブ市場である米国市場を監督するCFTCが作成した規制案は、グローバルベースでの模範、指針となる重要な規制案と考えている。
- ③ 我々は日本に限らず、アジア地域や、担保契約（CSA 契約）の普及率が低い地域での立場、意見を特に踏まえてコメントするが、今後、我々のコメントが十分に斟酌され、グローバルベースで最も合理的、公平（fair）かつ国際規制の普及に資する規制となることを期待する。

2. 総括

- ① ルールの乱立により生じる問題、懸念事項
非米国の金融機関という観点から見て、本規制案において懸念している点は、米国金融機関が条件面で有利と思われる箇所が散見されることである。例えば、変動証拠金（VM）適格担保が USD 建てもしくは決済通貨建ての現金に限定されている。あるいは USD 現金のみ+8%のヘアカットが適用されないように解釈される。まずもって、当該部分が本解釈どおりであるか、異なる場合は、どのように解釈すべきかご教示いただきたい。以下は、この解釈が間違っていない前提で記載するが、このままでは他国も追随して同様の対応を実施し、独自ルールが乱立してしまうことが懸念される。さらに、当初証拠金（IM）の閾値（最終年度）が BCBS/IOSCO 最終報告書と異なる、あるいは関連会社（affiliate）の定義が一般的に使用されている（50%超という）定義と異なるといった点があるが、このままでは、クロスボーダーで多数の金融機関と取引している場合は、取引相手国ごとに異なる対応を余儀なくされることが懸念される。この場合、対応のハードルがさらに上がってしまうだけでなく、国際合意の枠組みが事実上機能不全となる。あるいは、他国が追随しなかった

場合、市場において米系金融機関との取引を回避する動きが発生することも懸念される。この点については、合理的かつ公平な国際規制が円滑に導入できるよう、米国にイニシアティブを取っていただきたいと考えている。

② T+1 決済は対応不可～特にクロスボーダーの場合

アジア、極東に位置する金融機関という観点から見て、特に懸念している点は、IM および VM の決済タイミングを取引成約日もしくは当該日+1 営業日を求めているように解釈できることである。プレリコンサイル等 IM の計算に必要な事務手続きに鑑みれば、米国内のオンショア同士でも対応困難と思われるが、さらにシドニー・ニューヨーク等のように両当事者の時差が大きいケースでは、時差が大きいアジアの金融機関にとっては著しく不利であり、現実的に対応不可能である。本規制が米国内のみならず、アジア等とのクロスボーダーでも実務上対応できるものとなっていることが不可欠であることを踏まえていただきたい。

③ 規制の水準

(ある程度の適正化がなされるものと仮定しても)本規制案におけるタイミング面で要求されている水準、期限を満たすことは極めて困難と思われる、このままだと規制を遵守できない地域・金融機関が多く発生してしまうと思われる。このため、規制を遵守した地域・金融機関と遵守しない地域・金融機関の間で競争上の優劣が顕在化することと思われる。またそもそも本件はG20の国際合意にもとづいた対応であり、一部の地域・金融機関しか対応できないのであれば、国際合意として実施する意味が薄れてしまう。証拠金規制は、G20の国際合意にもとづいた規制であり、より多くの金融機関が対応できるよう、オペレーション、システム、ドキュメンテーション態勢等が不十分な国・地域の金融機関でも、相応の努力をすれば達成できる水準、内容の規制とすべきである。

④ ルール一本化の必要性について

本規制案がリリースされたことにより、米国健全性当局 (FED、FCA、FDIC、FHFA、OCC) の規制案と合わせ、欧・日・米の主要な当局の案が出揃ったことになるが、各々の差分が大きい実態に鑑み、現実的かつ実効性のある域外適用のあり方を模索することが極めて重要になってきたと思われる。基本的には、本店所在地国のルールを満たせば規制を充足したものとしていただくのが良いと考える。しかしながら、域外適用の方法をいかに精緻に産出しても、クロスボーダーで取引する金融機関は、取引相手の国の数に相当する数のスタンダードに対応して管理せざるを得ず、事実上機能不全となる(さらに言うと、域外適用のルールも国毎に異なれば、なおさら困難)。このため、究極的には、問題の本質的な解決のためには、ルール自体の一本化を推進することが唯一の対応と考える。また、一本化するための当局間の調整については、相対、もしくは複数当局間で実施するのではなく、一度、BCBS/IOSCOの場に戻して協議していただくのが、結果的には最も効率的かつ迅速な対応と思われる。なお、一本化がなされなかった場合、各国規制が確定後、当局間で同等性評価がなされると思われるが、実態的に同等性評価が終了するまでは、ドキュメンテーショ

ン等、具体的な対応準備を進め難いため、対応が間に合わず取引ができなくなる取引先が多発することが懸念される。このため、一本化がなされない場合は、速やかに同等性評価が完了することが不可欠と考える。

⑤ 規制導入時期

規制導入時期に関しては、現段階で規制が確定していないこと、官民で詳細を詰めなければならない点が多いこと、導入準備に大きな体力、リソースが必要なことを踏まえ、さらには具体的な対応は同等性評価が終了して始めて開始できることを踏まえ、VMに関しては、規制が確定し、同等性評価が完了してから少なくとも2年以上の移行期間、IMに関してはさらにプラスアルファの移行期間を確保することが不可欠と思われる。また、プロトコルを作成すれば短期間で対応可能という意見、アイデアもあるが、プロトコルが使用可能なのは、契約条件を画一化できる場合に限定され、カットオフタイムや決済期間を個別に決定する場合(特に日・米間等のクロスボーダーにおいて)は対応不可。例えば本邦金融機関ではほぼ100%、雛形を修正して使用しており、プロトコルが使用可となるケースはほとんどないと思われる。導入時期の設定に際しては、この点にも留意していただきたい。また、IM計算からlegacy tradeを除外する場合には、別個のISDAマスター契約を締結することになる。しかし、あるカウンターパーティと新たに別個のISDAマスター契約を締結することとなると、後述の5. ③ iii)でのネットイング効果の減少に加え、実務上、締結交渉に長時間を要するISDAマスター契約を、新たに短期間で多数交渉締結する事態を強いられることとなる。したがって、複数のISDAマスター契約締結を強いる現行の規制案を再考いただくとともに、再考いただけない場合には、規制実施時期までに相応の時間を設定していただくようお願いしたい。

3. 規制範囲

① 義務対象者

- i) 本規制案では、義務対象者は covered swap entity とされている。一方で、financial end user は規制上の直接の義務は発生しないものの、covered swap entity と取引する場合、VM (必要に応じて IM) の授受の必要性が発生する(本規制案上では” financial entity” を” financial end user” と同じ意味で用いていると理解している。以下コメントではすべて financial end user で統一して記述する)。financial end user には、securities investment fund や securitization vehicle のように、必ずしも VM や IM を授受することを前提とせずにデリバティブ取引を行っている entity も含まれている (SUPPLEMENTARY INFORMATION: II. C.2.a)。
- ii) securities investment fund や securitization vehicle はビジネス上必要最低限のデリバティブを行う entity に過ぎず、その特性上、必ずしも VM を授受するための資金流動性を有していない。それらの entity に対しても VM の授受を間接的に強要することは、そのビジネスモデルを持続不可能とする虞もあるため、慎重な対応をお願いしたい。また、これらの entity はその性質から、必ずしも多くのデリバテ

イブ取引を行っているとは限らない。よって、規制上の取り扱いとしては、non-financial entity と同様の取り扱いとしていただきたい。

- iii) VM 授受の直接的・間接的に対象となる entity が各国規制で統一されていない。無用な混乱を避けるためにも、各国当局間で、対象 entity の基準については、可能な限り統一いただきたい。上記 securities investment fund や securitization vehicle などに加えて、SPC/SPV などの取り扱いについても整合的なものとしていただきたい。
- iv) 上記のように、本規制案では” financial entity” を” financial end user” と同じ意味で用いていると理解している。万が一、” financial entity” を別途定義していれば、米国健全性当局 (FED、FCA、FDIC、FHFA、OCC) の規制案と整合性が取れなくなり、無用な混乱を招くため整合的なものとしていただきたい。
- v) 米国健全性当局 (FED、FCA、FDIC、FHFA、OCC) の規制案と本規制案では“financial end user” の定義が異なる。具体的には米国健全性当局 (FED、FCA、FDIC、FHFA、OCC) の規制案では” a company that has elected to be regulated as a business development company pursuant to section 54(a) of the Investment Company (15 U.S.C. 80a-53(a))” が” financial end user” に含まれているが(57390 2nd Column; 1st Paragraph)、本規制案では含まれていない(§ 23.151)。両規制案においては、整合性の取れる定義および内容になる様調整いただきたい。

② IM の段階適用

- i) 本規制案でも、BCBS/IOSCO 最終報告書、欧州規制案、ならびに日本規制案と同様に、IM 段階適用の措置が取られているが、段階適用の最終局面における閾値 (つまり 2019 年 12 月 1 日以降の義務適用基準となる閾値) が他規制案と平仄が取れていない。具体的には、他規制での最終局面の閾値は 80 億ユーロ相当が設定されているが、本規制案では、covered swap entity 間の取引ではゼロ (§ 23.159、SUPPLEMENTARY INFORMATION: II. J)、covered swap entity と financial end user では実質 30 億米ドルとなる (§ 23.151、§ 23.152)。
- ii) 本規制案は、BCBS/IOSCO 最終報告書、欧州規制案、ならびに日本規制案等と整合性の取れないルールとなり、市場参加者に不要な混乱を招くおそれがある。“Material Swaps Exposure”と呼ばれる 30 億米ドルの閾値に関しては、熟慮されて設定されたと推察されるが (SUPPLEMENTARY INFORMATION: II. C.2.e)、米国内のみならず、米国外の entity にも影響が及ぶ規制であるため、国際的に整合性の取れる規制とし、不要な混乱を避ける内容としていただきたい。また、取引量が閾値の差分の間に該当する金融機関としては、取引条件が同一であった場合、必然的に米系金融機関との取引を回避する、つまり、規制アービトラージが発生してしまうのが明らかであり、この観点からも米国のみ独自の閾値を設定する是非を慎重に検討していただきたい。また、閾値を超えたか否かを判定するための残高基準が、BCBS/IOSCO 最終報告書、欧州規制案、ならびに日本規制案では 3 ヶ月 (6 月、7 月、8 月) の月末残高の平均値を使用するのに対し、本規

制案は、同時期の営業日残高の平均値となっている。これらをグループベースで集計し、集計後もエビデンスとしてデータを保有し続けることは負担である。データの本質はどちらも変わらないと思われるため、無用な作業負荷の軽減、および国際ルールの整合性の確保の観点から、月末残高を使用するよう再考していただきたい。

4. 担保事務

① 義務内容（§ 23.152、§ 23.153）

本規制案では、VMやIMの受領義務だけでなく、提供義務についても規定している。CFTCが、金融システムにおける潜在的に不安定なエクスポージャーの積み上がりを未然に防ぐためには、対象 Swap Entity (covered swap entity) が他の金融機関に対して証拠金を提供することを重要としている点については理解しうる (55907; 2nd Column; 2nd Paragraph)。しかしながら、ディスピュート処理に係る明確なルールがない中、カウンターパーティとどの程度の交渉を行う必要があるのかについて判断が個社毎にずれるため、受領義務に追加して、さらに提供義務も課されれば、市場参加者の間での実務上の負担、あるいは混乱がさらに高まることが容易に予想される。一方、BCBS/IOSCO 最終報告書、欧州規制案、ならびに日本規制案においては、提供義務まで示されていないことも鑑み、米国規制だけ不整合な制度とすることは回避していただきたい。

② T+1 決済、Daily オペレーション（§ 23.152、§ 23.153）

本規制案では、日次以上での頻度 (each business day) で評価することを義務付けている。また、IMについては、新規取引を行った場合、ポートフォリオの組替が発生した場合、もしくは、内部モデルや標準掛目テーブルでの計算上数値が変動する場合に、受領・提供義務が発生する。その義務は、我々の解釈が間違っていなければ、取引成約日+1 営業日 (T+1) もしくは取引成約日当日 (T+0) での決済を意味すると理解できる (59907; D. 1)。さらに VM に関しても同様と理解できる。(もしくは、必ずしも決済期間を指定するものではなく、取引実施の翌日から計算対象とすることを意図したものなのか、ご教示いただきたい。ここでは前者と解釈して以下のコメントを作成。)

これらの義務について言えば、BCBS/IOSCO 最終報告書では、決済期間については言及がなく、評価頻度に関しては日次を義務化していなかったため、いずれの点も最終報告書よりも厳格化されていると言える。

i) T+1 での担保受領・提供義務

現在、相対で行われている担保授受のプロセスにおいて、前営業日のニューヨーククローズ等の情報を加味して再評価し、翌日アジア営業時間 (実際には数時間後) にマージンコールのプロセスを行うのは困難な状況である。多くのグローバルで活躍している金融機関がアジア時間で業務を行う場合には、前々日のデータを使用しているケースが散見される。また、担保として高頻度で利用される国債

の標準決済サイクルからも、マージンコール通知日+1での担保受領・提供は困難と言わざるを得ない。現在、米国債の標準決済サイクルは約定日+1営業日だが、その他担保として供される多くの国債の決済は約定日+2営業日への移行過渡期（例えば、欧州においては今年第4四半期から約定日+2営業日決済へ移行。また、日本国債（JGB）の決済期間は2012年4月に約定日+3営業日から約定日+2営業日に短縮。約定日+1営業日での決済はまだ先と予想される。）という段階である。そのような状況で、決済サイクルを一律T+1にするのは対応困難な状況である。とりわけ、クロスボーダーにおける実務では、影響が大きい。例えば両当事者が米国内であれば、時差も少なく、確立された決済システムや制度があるため、短期間での決済が比較的容易と思われる。一方、シドニー-ニューヨーク間等、両当事者の時差が大きい場合は、担保所要額についての折衝に時間を要することや休日も異なり得ることから、決済にT+4程度を要している現状において、T+1決済に対応可能なプロセスを構築することは不可能である（詳細は別紙1ダイアグラムご参照）。米国内に新たに担保管理体制を構築し、米ドルで決済するといった手法も考えうるが、そういった追加コスト、リソースを投入できる金融機関は極めて限定的であり、かつ非マザーマーケットの担保通貨で担保拠出するハードルも高い。その結果、デリバティブ取引が同じ領域内のカウンターパーティとの取引に限定され、グローバルベースでのクロスボーダー取引が阻害されるおそれがあるものと思われる。さらに、IMの場合は、分別管理の方法として考えられる、グローバル・カストディや日本の信託銀行等への決済指示の時間（現在、JPY現金・JGB決済には2日間程度必要）も加味しなくてはならない。このため、決済期間を一律、×日以内といった指定をするのではなく、例えば、「市場慣行上のベストプラクティスで対応していれば許容される」等、オペレーションはクロスボーダーでも実施され、かつ、ロケーションや担保種別によっては最短で対応しうる期間が異なるという実態を踏まえ、実現可能性のあるルールメイクをお願いしたい。なお、BCBS/CPSS（支払・決済システム委員会）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」においては、CLSの利用を推奨しているが、これが義務化されると、決済期間が長期化することも念頭においていただく必要があると思われる。

ii) 評価頻度

評価頻度に関しては、特にオペレーション体力の少ない地方金融機関においては、未だ週次や月次といった頻度でオペレーションがなされているケースも多いのが実情であり、新たに大量のCSA契約の締結が義務付けられたうえで、同時に日次オペレーションが義務化されれば、事務負担は急激に拡大する。決済リスクおよび信用リスク管理上、日次オペレーションは望ましいが、現状に鑑みれば、最終報告書以上にオペレーションの条件を厳格化すべきではなく、仮に何らかの厳格化がなされる場合においても、移行期間を確保する等、ある程度柔軟性を確保するようお願いしたい。

③ 適格担保、ヘアカット (§ 23.156)

- i) 本規制案では、VMに係る適格担保は現金のみとされている。その現金については、(我々の解釈が正しければ) USD もしくは (取引の) 決済通貨に限定されているように解釈される。ここで問題になるのは、USD 以外の通貨で決済するスワップ (例、EUR 金利スワップ) において、当該通貨と異なる通貨の現金担保 (例、JPY 現金) を VM として使うことが認められないことである。金融機関における選択の自由度を奪うだけでなく、非米系金融機関にとっては、非母国通貨を調達して担保拋出せざるをえなくなるため、担保コスト増、外貨資金流動性リスクの悪化につながり、米系金融機関に比べ、競争条件が著しく不利となる。さらに、国債等の証券が VM に使えないことは、債券の売り圧力につながるとともに、資金流動性リスクを悪化させる等、問題になりうる。例えば、ISDA Japan が 2014 年に実施したサーベイによると、現金の受け入れ比率は 43.3% に留まっているのが実情である。また、ISDA がグローバルベースで実施しているサーベイにおいても同比率は 74.9% に留まっており、様々なリスク、副作用を惹起することが懸念される。この影響に関しては、本規制案 (59913; 3rd Column) において、Standard CSA や CCP におけるプラクティスを考慮し、かつ、ヘアカットをゼロにすべく、適格担保を現金のみとしている旨、説明がある。趣旨は理解できるが、我々が知りうる限り Standard CSA は数社がごく限定的に活用した実績があるのみで、普及の目処は立っておらず、G20 レベルの広い世界の中では、まだまだ CCP の普及は発展途上と言えるので、IM と同様の幅広い種類の適格担保を許容すべきと考える。
- ii) 本規制案では、担保通貨と (取引の) 決済通貨が異なる場合に適用される追加ヘアカット (8%) は IM に限定して取り扱うこととなっている。また、IM においても (VM と同様)、USD 現金のみ、常時、追加ヘアカット (8%) は不要とされている (59913; 2nd Column)。(なお、59931~59932 頁にまたがった表では USD 現金を特別扱いしておらず、いずれが CFTC の意図なのか確認したい。以下は 59913 頁の内容が CFTC の意図であるとの前提で記載。) USD 現金の取り扱いを優遇する考えと思われるが、BCBS/IOSCO 最終報告書、欧州規制案、ならびに日本規制案において自国通貨の取り扱いを優遇する考えは示されていない。本規制が完全に米国独自の規制で、米国内の取引のみ規制されるものであれば理解しうるが、国際合意にもとづく規制で、広くグローバル、クロスボーダーで適用される規制への対応としては、問題が多いと思われる。仮に同様の対応を欧州やアジア諸国が実施すれば、クロスボーダーで取引している場合は、取引相手国の国数の基準で管理、オペレーションしなければならなくなり、国際合意のルールとしては現実的に成立し得なくなることが懸念される。自国通貨の優遇的取り扱いの是非については、国際的な協議を実施したうえで慎重に判断していただきたい。
- iii) また、担保通貨と (取引の) 決済通貨が異なる場合に適用される追加ヘアカット

(8%)について、「決済通貨」がポートフォリオ毎の証拠金算出通貨を指すのか、ポートフォリオ中の各取引の決済通貨を指すのか不明であり、具体的にどのような場合かを明示いただきたい。例えば、USD/JPY の通貨スワップと JPY 現金担保の場合、担保通貨と決済通貨が異なる場合に該当するのか等について、明示的なルールを提示いただきたい。

④ **Minimum Transfer Amount** (§ 23.154 ほか)

本規制案では、Minimum Transfer Amount (MTA) : 最大 USD 650,000 については VM と IM を合算して適用する旨の記載が見られる (59904; 2nd Column; 4th Paragraph)。BCBS/IOSCO 最終報告書においては、MTA をどのように運用するかは明確に記載されていなかったものを明確化する意味があると思われる。しかしながら、VM は取引相手と直接授受するのに対し、IM はカストディ等を経由して受け払いし、かつ、担保管理の実務においては、別々のタイムフレームを用いて、かつ別々の部署・拠点にて、VM と IM を受渡しすることがあり得ることから、VM と IM の合算適用を義務付けることは現実的に困難であり、過度な負担を市場参加者に強いることとなる。例えば、ある営業日に、東京の担保管理部署で IM の管理を行う一方で、ニューヨークの担保管理部署で VM の管理を行う場合、各々の担保管理部署で個別に MTA を運用せざるを得ない。そういった管理体制を否定するような記載を削除し、個別運用を許容するようにしていただきたい。なお、日本の規制案では、個別適用を許容するように VM と IM 各々の規定に MTA が記載されているので、参考にしてほしい。

5. IM モデル

① 計算要件：資産クラス分類 (59909; E.2.c)

- i) 本規制案では、取引単位での資産クラス分類に課題があることを認め、代替案に関するコメントを募集している。具体的には、複数資産クラスの前資産に依存するデリバティブ取引 (ハイブリッド取引) の分類について、取引のリスク特性全体を最もよく表現する資産クラスに分類することを市場参加者に委ねている。また、分類が難しい場合は「分類不能」というカテゴリーに区分したうえで IM をグロス合算することを提案している。
- ii) しかしながら、ハイブリッド取引のリスク特性は市場環境によって変化するので、取引期間全体に渡って特定の資産クラスに分類することは適切ではない。また、資産クラス分類の違いに起因するディスピュートを回避するためには、多種多様な OTC デリバティブ取引全てについて分類方法を市場参加者全員で規制導入前に合意する必要があるが、限られた時間軸では困難である。さらに、分類が難しい場合に IM をグロス合算することは、ネットィング効果を勘案する内部モデル使用のインセンティブを大きく損なう。
- iii) 代替案として、2014 年 7 月 14 日付の ISDA/SIFMA (米国証券業金融市場協会)

から欧州監督機構（ESA）への意見書¹のとおり、感応度単位での資産クラス分類を提案する。この方法によれば、

- リスクファクター間のネッティング・相関効果を適切に勘案した IM 計算が可能となる
- 各線形リスクファクターと資産クラス分類の対応関係が自明となる
- 異なる資産クラスに属するリスクファクター間の相関について仮定を置かない計算が可能となる
- 感応度計算は、FRTB（Fundamental Review of Trading Book）で提案されている新たな標準的手法（いわゆる Sensitivity-Based Approach）の導入に伴い、全ての金融機関に求められるものであることから、システム対応等の二重投資を回避できる。また IM 計算において懸念される、内部モデル行と標準的手法行との証拠金要求額の大幅な乖離と、それに伴う市場の分断を回避することも可能となる。

というメリットがある。さらに、2014年8月17日付の ISDA から ESA への FX へアカットに関する補足提案²のとおり、IM 算出通貨（ポートフォリオに含まれる各取引の通貨とは異なる）と担保資産の通貨の差異に起因する追加へアカットの勘案も経済合理的に行うことができる。

② 計算要件：捕捉すべきリスク（59909; E.2.c, 59929; § 23.154(b)(3)）

- i) 本規制案では、取引評価に影響を与える主要なリスクを捕捉することを要件とし、具体的に、ベースリスク・ボラティリティ変動リスク・非線形リスクの勘案を求めている。
- ii) 本規制の対象となるのは、清算集中されないエキゾチック商品が主体である。エキゾチック商品の時価・感応度は各社プライシングモデルに大きく依存するため、デルタ（原資産変動に対する1次感応度）に加えベガ（ボラティリティ変動に対する1次感応度）までも含めて IM 計算すると市場参加者間の乖離が大きくなり、ディスプレイ解消が困難、ひいては取引流動性が低下することが懸念される。
- iii) また、非線形リスクの捕捉が要求されれば、将来時点の所要証拠金額の計算負荷が爆発的に増大するため、証拠金のファンディングコストを正しく価格に織り込むことが困難となる。結果としてプライシングが保守的になれば、デリバティブ市場の流動性が低下し、またストレス時にはより一層の流動性の低下をもたらす可能性がある。そうなればシステミックリスクの回避という規制目的の実現からかえって遠ざかることにもなりかねない。デルタの把握によりリスクの大部分が把握されることを考慮すれば、追加的に非線形リスクの把握を要求することのメリットと、市場の流動性に与える影響とを冷静に比較衡量することが必要である。
- iv) 本規制導入に当たっては、IM 計算システムの構築だけでなく、VM・IM 授受や

¹ <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=8589949919>

² See “ISDA letter to the ESAs on Proposed Margin Requirements: Analysis of Currency Mismatch Haircut” (August 17, 2014) from ISDA website. (<http://www2.isda.org/functional-areas/risk-management/>)

与信管理等に関わる業務プロセス全般に渡って課題が山積しており、限られた時間軸で規制遵守できる態勢を構築するためには、ディスピュート発生を可能な限り抑制する IM モデルを前提に各種業務プロセスの確立に取り組むべきである。したがって、少なくとも 2015 年 12 月の規制導入当初は上記リスクの勘案は義務付けないことを要望する。

③ 計算要件：ネットィングセット (59929; § 23.154(b)(2))

- i) 本規制案では、規制適用開始日以前および以後に約定された取引（以下、legacy trade、new trade とする）が、同一の ISDA マスター契約でカバーされている場合、legacy trade も含めて IM 計算することを要求している。
- ii) legacy trade も含めて IM 計算すると、new trade のみを対象として計算する場合と比べ、IM 金額が過大になる可能性があり、規制を phase-in とすることで急激な流動性の涸渇や市場の混乱を回避しようとする BCBS/IOSCO 最終報告書の趣旨に反している。
- iii) 一方、legacy trade を IM 計算から除外しようとする、legacy trade、new trade を別個の ISDA マスター契約でカバーせざるを得ないが、この場合、デフォルト時の一括清算ネットィング効果が減少し金融システム全体としてのクレジットリスクが増加し、結果的に本規制導入の趣旨と反する事態になると考えられる。したがって、本要件は削除するよう要望する。削除が難しければ、legacy trade と new trade が同一の CSA 契約でカバーされている場合に限り、legacy trade も含めて IM 計算する、という要件に変更していただきたい（詳細は別紙 2 ご参照）。

④ 運用条件：モデル検証 (59909; E.2.c.d, 59929; § 23.154(b)(3),(4),(5))

- i) まずもって、本規制案では、IM モデルに対して資本計算モデルと同様の内部管理基準を要求している点に異議を唱える。
- ii) BCBS/IOSCO 最終報告書にも述べられているとおり、資本規制と証拠金規制はデリバティブ市場参加者のデフォルトから金融システムを守る両輪であり、survivor-pay と defaulter-pay のバランスは、個別金融機関のミクロのリスクと、デリバティブ市場の安定性・効率性の確保という両面から常に慎重に考慮されねばならない。
- iii) 資本計算モデルと異なり、IM モデルは取引相手と授受する金額を算出するため、
 - 数値の保守性（＝数値が大きいこと）をもってモデルの適切さを判断できない
 - 取引相手、ひいては市場全体の資金調達計画への影響を抑制するため、モデル調整等による不連続的な値の変化を避けるべき
 - 金融危機時のリスク削減手段であるノベーション等を可能ならしめるため、モデル検証基準・方法も含めて、市場参加者全員にとって整合的であるべきという要件・特徴がある。また、デフォルト時の損失吸収に関して、CCP 向け証拠金と異なり、本規制の IM には自己資本がバッファとして存在することにも留意が必要となる。

iv) したがって、資本計算モデルと異なり、IM モデルの運用は、各市場参加者と当該規制当局の 1 対 1 の関係ではなく、全市場参加者と各国規制当局という多対多の関係でなされる必要があることに留意し、それと整合的な規制要件としていただくよう要望する。資本計算モデルにより厳格な資本バッファが確保されているという前提の下では、IM モデルに関してはデリバティブ市場の安定性・透明性・効率性により軸足を置いたモデル・ガバナンスを構築すべきであり、両モデルに同程度の厳格なガバナンスを要求することは屋上屋を架すものである。

⑤ 運用条件：計算対象カウンターパーティ（59929; § 23.154(a)(6), 59931; § 23.155(a)(3)）

- i) 本規制案では、カウンターパーティが non-financial end user の場合でも、カウンターパーティが material swap exposure 以上の勝ちポジションを持っている場合には、日次での IM および VM 計算を義務付けている。
- ii) 本要件が必要な理由は「リスク管理目的」としか述べられておらず、計算負荷が増加することに対して説得力ある説明をしているとは言いがたい。まずは、リスク管理目的でエクスポージャーの大小を認識させ、大きな先に対しては CSA の締結を促すことに目的があるのかもしれないが、当該目的であれば、各社ベースでのリスク量をモニタリングすることで代替可能である。CSA のオペレーションを実施しない先に対して、あたかも CSA を締結している先と同様に VM および IM の算定を義務つけるのは、あまり意味がなく、事務負荷増に見合う合理性がないと言わざるを得ない。

⑥ 運用条件：VM 計算に関するコントロール・メカニズム（59931; § 23.155(b)）

- i) 本規制案では、カウンターパーティおよび当局がそれに従って VM 額を十分概算できる程度の VM 計算メソドロジー文書を作成・更新し、当局の要請があれば当該メソドロジーの規制要件充足状況や理論的根拠および実証的裏付け、あるいはデータソースの実証的評価を提出することが義務付けられている。
- ii) VM 計算の適正性を確保するために、メソドロジーに関する文書を作成・更新することは必要であるが、そのような文書は他の多くの関連文書を引用していたり、組織内で周知されている前提が省略される等、記述が簡略化されているケースもありうる。カウンターパーティおよび当局が独立に概算できるとの要件を、文字通り厳密に解釈した場合には規制に抵触するおそれがあるため、文書の整備状況としては組織内で定期的検証が行える程度で足りることを明確にさせていただきたい。特にカウンターパーティに対しては当該文書をそのまま開示することは想定していないため、その点も明確にさせていただきたい。

⑦ その他：標準掛目法（SUPPLEMENTARY INFORMATION: II. E.3.b）

- i) 本規制案では、標準掛目法適用時のネットィング効果勘案に関して、NGR（net-to-gross ratio）以外の手法を採用すべきかコメントを募集している。
- ii) カウンターパーティ信用リスク（CCR）エクスポージャー計測において、NGR を使用するカレントエクスポージャー方式（CEM）が撤廃され SA-CCR（CCR の計測に係る標準的手法）を導入することが決定済みであることから、本規制の

標準掛目法適用時も SA-CCR と同様のネットティング効果の勘案を行っていただくよう要望する。

⑧ その他：モデル申請手順の早期提示

- i) 2015 年 12 月から規制適用される金融機関に対し、IM モデル申請に必要なドキュメント・データ、およびその提出スケジュールを、早期に提示していただくよう要望する。

6. その他

- ① 一括清算や担保ネットティングの法的有効性未確認国の取引相手の扱いについて
規制案では、相手方が一括清算の法的有効性が確認されていない法域の取引相手方であった場合も、明示的には規制対象から除外していないように見える。しかし、そのような相手方と担保契約を結んで担保受入・差入をしていて、あとから一括清算や担保ネットティングの有効性が否定されれば金融機関が大きな損失を被る可能性がある。

例1. 一括清算の法的有効性が確認されていない法域の相手方と 2 件の取引を行っており、1 件は自社のエクスポージャーが+30、もう 1 件は自社のエクスポージャーが-40 だったとする。この場合、2 件の取引をネットすると自社から見たエクスポージャーは-10 となる。差し入れるべき VM の計算は有効な一括清算が法的に可能であるという前提で計算されるため（もしもこれと異なる前提に立つ場合、授受されるべき VM の額についての合意は（全取引のエクスポージャーが同一方向でない限り）不可能である）、この場合、自社は 10 の VM を差し入れることになる。しかし、現実には一括清算の法的有効性が確認されていない相手との取引なので、実態に即したリスク認識としては相手方に対するエクスポージャーは-10 ではなく、-40 をゼロとして計算した+30（=30+0）と見るべきである。即ち、ここで起きていることは、既に 30 の正のエクスポージャーを持っている相手に対して、担保契約を締結したために、さらに 10 のリスクを追加的に取っているということになる。なぜこういうことが起こるかと言えば、一括清算の有効性が確認できていない相手との取引にまで担保契約締結が強制されるからである。

例2. 担保ネットティングの法的有効性が確認されていない法域の相手方と取引を行っており、自社のエクスポージャー合計が-30 で 30 の担保を拠出していたとする。この場合、担保ネットティングが有効であれば、相手方が破綻しても損害は 0 であるが、担保ネットティングの有効性が否定された場合は、-30 の債務の履行が求められる一方、拠出した 30 の担保は一般債権となり、返金されないため、30 の損害が発生してしまう。CSA を締結していなければ-30 の債務を履行するだけで、損害は発生しないため、CSA を締結したことにより損害が拡大してしまうことになる。

上記のような可能性、リスクを認識したうえで、担保契約を締結すべきか否かは各社のリスク判断に委ねるのが妥当であり、法的有効性未確認国に対しては、当局が一律に担保契約の締結、担保受入・差入を強制すべきものではない。さもなければ、そのような法域の相手方との取引を回避せざるを得ず、そのような法域のデリバティブ市場へのアクセスを閉ざすことにもなりかねない。

なお、そのような法域の相手方との間では本規制の適用を免除することにより、取引がそのような法域に流れてしまうことは望ましくなく、むしろ、そのような場合にも規制適用対象とすることにより、一括清算の有効性を確保するための制度整備を促していくべきであるとの考え方も有りうる。しかし、一括清算をできない相手と担保なしでの取引を行う場合、リスク管理上、エクスポージャーはグロスベースで管理されるうえ担保の効果を勘案できないため、一括清算可能な相手と担保付で同様の取引を行った場合に比べて大きなクレジットラインを消費したり、さらには、資本計算上より多くの資本賦課がなされることになり、過大な取引を行うことは事実上不可能である。マージン規制適用免除により規制が免除された国に取引が誘導される等という懸念は杞憂と思われる。当然ながら、一括清算可能な法域が拡大すること自体はデリバティブ市場参加者として大いに歓迎するが、マージン規制をそのような法域にまで及ぼすことで、その法域の者からデリバティブ市場へのアクセスを閉ざして市場リスク管理手段を奪ったり、あえてそのような法域の相手と取引をする者に担保差入による追加的（かつ、コントロール不可能）なリスクテイクを強いることは、システミックリスク低減というマージン規制の目的にむしろ反してしまうと思われる。一括清算や担保ネットティング可能な法域を増やすのであれば、金融安定理事会（FSB）等の場における Peer Review 等、目的との関係でより直接的かつ弊害の少ない手段があると思われる。マージン規制という間接的かつ弊害が生じる手段ではなく、他の適切な方法を真剣に検討すべきである。

よって、一括清算や担保ネットティングが有効でない国も規制対象とするのであれば、法的な有効性が担保されるまでの間の締結は各社のリスク判断に委ねるといった例外措置を設ける必要がある。なお、有効性が確保されるようになったとしても、マージン規制に対応するためには相応の準備期間が必要（そのような法域ではそもそも担保契約の普及度が非常に低いと思われることに留意する必要がある）であり、それを考慮した規制導入スケジュールとする必要がある。

② 一括清算の有効性の確認について（§ 23.151）

マスター契約における一括清算が可能といった要件等、いくつかの要件を満たしていることが要求されている。この中には、米国の破綻処理レジーム（もしくは外国の類似法令）により発動される Stay またはそのような法令にもとづく契約上の合意を除き、解約権は阻害されないことという要件も入っているが、（ISDA が代表して法律意見書を収集、公表している）一括清算のケースと異なり、現状、確立した確認手法はなく、そもそもどういったケースを想定しているのか不明である。将来的に確認手法が確定した場合はともかく、現時点における義務化は時期尚早と考える。

③ 域外適用について

<Substituted Compliance の要請者>

本規制案は foreign non-cleared (security-based) swap (=non-cleared (security-based) swap でいずれの当事者あるいはその信用保証提供者も米国法人、あるいはその支店、米国法人の直接・間接の支配を受ける者でないもの) には適用されない。一方、covered swap entity は一定の場合に Substituted Compliance が認められる余地がある。なお、covered swap entity はそのスワップ取引活動が外国の規制枠組を管理している当局に直接に監督されている場合しか Substituted Compliance の決定を要請できないとしているが、直接に監督されている場合に限定している理由が不明であり、限定する必要はないと考える。

<域外適用の及ぶ範囲>

本規制案では3つのクロスボーダールールが案として記載されている。いずれの案についても複雑であり、他国と協調したルールの一歩化以外解決策がないと思われる。ここでは“Prudential Regulator’s Approach”を具体例に出し、その複雑さとルール一本化の必要性を説明したい。

1. 米国外 SD (米国保証無) と米国外 financial end user が取引した場合、Prudential Regulators’ Approach では以下のように適用されると理解 (59917; 2.Prudential Regulators’ Approach)

		米国外 financial end user	
		NY 支店	NY 以外の本支店
米国外 SD (米国保証無)	NY 支店	米国規制、ただし Substituted Compliance が認められる可能性有	米国規制、ただし Substituted Compliance が認められる可能性有
	NY 以外の本支店	米国規制、ただし Substituted Compliance が認められる可能性有	米国規制対象外

一般的に、CSA の場合、一つの契約書で複数の本支店をマージン計算の対象としている。仮に Substituted Compliance が認められない場合、契約書が一つになっている影響で、米国外の規制対象外の取引 (例えば米国外の本店同士の取引) まで米国基準のマージン授受を行うことになりかねない。その場合、例えば本邦金融機関同士であっても VM 授受のために USD 現金を使うことを強制されることは、過度な域外適用と考えられる。マーケット混乱回避のためにも域外適用については BCBS/IOSCO 最終報告書の枠組を尊重し、原則的に本店所在国のルールに従えば、充足したものとして取り扱っていただきたい。

2. 米国外 SD (米国保証有) と米国外 financial end user が取引した場合、米国外 SD (米国保障有) は Substituted Compliance が認められず、米国規制に従うことと理解している。

しかし、(どの国のレベルであれ) マージン規制の枠組みが、うまく機能すれば、

当事者のいずれか一方がデフォルトしたとしても、当事者間の問題として処理され、他者への影響はないはずである。つまり米国親会社の保証がある場合でも、米国内への影響も極めて限定的と考えられる。よって、米国外 SD（米国保証有）と米国外 financial end user の取引についても、域外適用については BCBS/IOSCO 最終報告書の枠組を尊重し、原則的に、本店所在国のルールに従えば、充足したものとして取り扱っていただきたい。

3. しかしながら、そもそもの話として、域外適用の方法をいかに精緻に作成しても、クロスボーダーで取引する金融機関は、取引相手の国の数に相当する数のスタンダードに対応して管理せざるを得ず、事実上機能不全となる（さらに言うと、域外適用のルールも国毎に異なれば、なおさら困難）。このため、究極的には、問題の本質的な解決のためには、ルール自体の一本化がベストの対応と考える。また、一本化するための当局間の調整については、相対、もしくは複数当局間で実施するのではなく、一度、BCBS/IOSCO の場に戻して協議していただくのが、結果的には最も効率的かつ迅速な対応になるのではないかと思われる。

なお、一本化がなされなかった場合、各国規制が確定後、当局間で同等性評価がなされると思われるが、実態的に同等性評価が終了するまでは、ドキュメンテーション等、具体的な対応準備を進め難いため、対応が間に合わずに取引ができなくなる先が多発することが懸念される。このため、一本化がなされない場合は、速やかに同等性評価が完了することが不可欠である。

④ グループ間取引（59904; 2nd Column）

本規制案は、グループ間取引も義務化している（相手方が金融法人でない場合も含む）。システミックリスク削減の観点から、例外なく義務化すべきという方向性は理解している。しかしながら、i)一般的にグループ内取引は、グループ外取引と比べてリスクが極めて少ない。ii)現地当局の意向等を踏まえ、現法形態で出店しているものの、実質的には本支店と同様に中核銀行と一体管理されており、実態的に本支店取引と変わらないケースも多い。iii)義務化すれば、効率的なブックイングシステムの構築に支障となる恐れもある。iv)規制開始までの時間は非常に限られており、関連会社も含めた全ての対象先と CSA 契約を締結するのは現実的に困難、といった点に鑑みれば、グループ間取引を規制対象とする必要性は低く、少なくとも規制開始時点から義務化の対象とする必要はないと思われる。海外規制動向のフォローも含めて慎重な対応が必要である。

また、議決権の25%しか持っていないなくても affiliate となるが、以下の懸念が存在する。

i)支配力の弱いエンティティまで affiliate とされるおそれがあり、これは Initial Margin Threshold の分配等にあたって問題となる可能性がある。ii)クロスボーダーで多数の金融機関と取引している場合は、取引相手国ごとに異なる対応を余儀なくされることが懸念される。この場合、対応のハードルがさらに上がってしまうだけでなく、国際合意の枠組みが成り立たなくなるとと思われる。iii)50%超と異なり、25%超とする場合は、複数のグループに属するケースも出てくるため、閾値のグループ間での

調整が複雑かつ困難となる。

⑤ ドキュメンテーションの整備（§ 23.158）

covered swap entity は IM モデルのバリデーション等を含めて必要なドキュメンテーションを整備する必要がある。当該要件はモデル・ガバナンスの一環として必須ではあるものの、規制が適用となる全ての entity に対して同等の厳密さで、ドキュメンテーションの整備・維持を要求することは实际的ではなく、当該 entity のデリバティブ取引ポートフォリオの構成や規模に応じた考慮が求められる。特に ISDA 等の提案による何らかの標準モデルの適用が認められた場合には、ドキュメンテーションに関しても標準化・共通化が認められるべきである。

⑥ 非関連会社カストディ使用の義務化（§ 23.157）

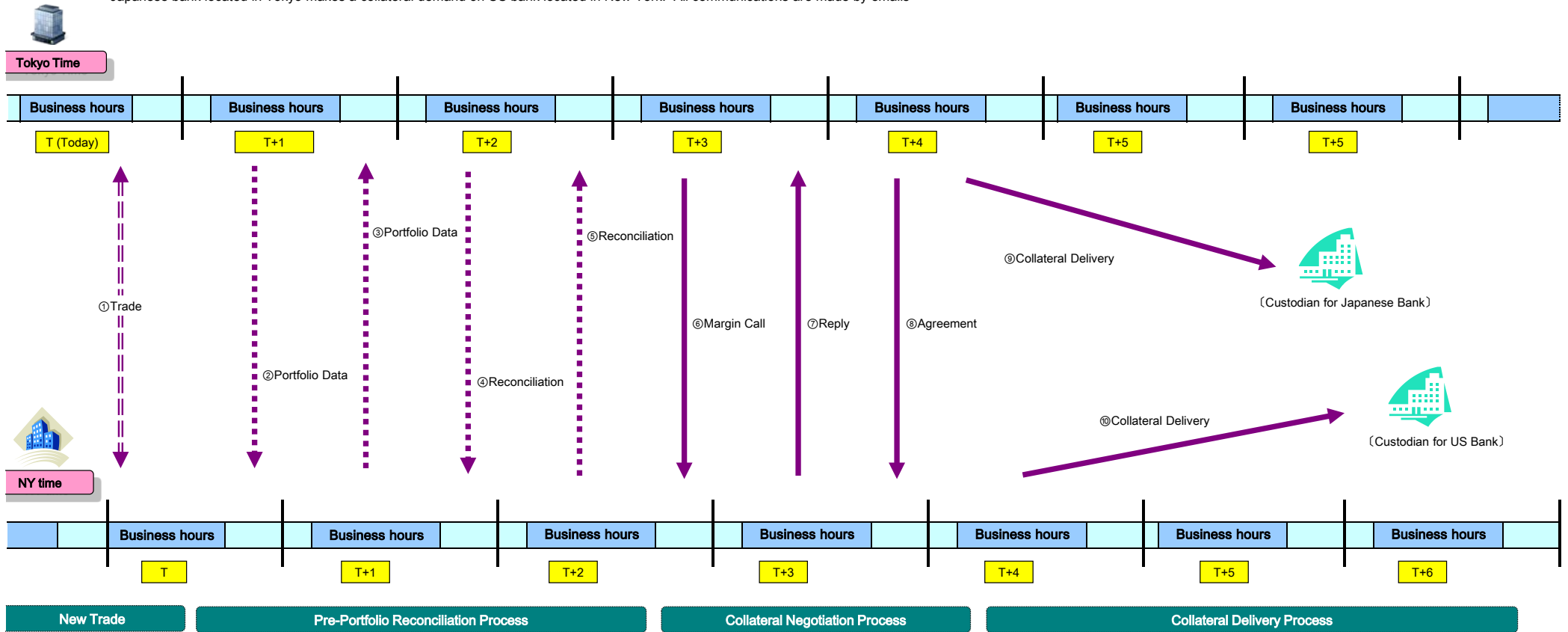
カストディアンを使用する場合は、関連会社でないカストディアンの使用が義務付けられている。しかしながら、i)カストディアンは倒産隔離を確保することが法令で義務付けられており、そもそも取引相手（デリバティブのカウンターパーティ）の信用力悪化が受託財産の信用力悪化に直接的につながるものではない。ii)概して、カストディアンは高格付けを保持しており、業務の性質上、安定的な信用力維持に努めている。iii)どのカストディアンを使用するかは、いずれかの当事者が一方的に決定できるものでなく、実態として双方協議のうえに決定されている。以上を踏まえると、関連会社の除外を義務化する必要性は乏しいと思われる。規制するのであれば、例えば、複数の選択肢の用意を義務化し、相手方が関連会社以外を選択する余地を確保する等の対応とするのが現実的と思われる。

以 上

[IM operation] Why T+1 as transfer timing doesn't work for Asian banks ?

[Assumption]

Japanese bank located in Tokyo makes a collateral demand on US bank located in New York. All communications are made by emails



< Note >

Pre-Reconciliation

- This is a new process which is required to fix the portfolio subject to IM calculation between the parties. It will take at least two days if the parties exchange the trade data by email due to the time zone difference between Tokyo and New York.
- It is assumed that the portfolio as of T-1 will be used. There is a possibility, however, that some parties cannot gather the trade data on a group basis globally and finish the IM calculation on the day T. In that case, the portfolio as of T-2 is supposed to be used inevitably.

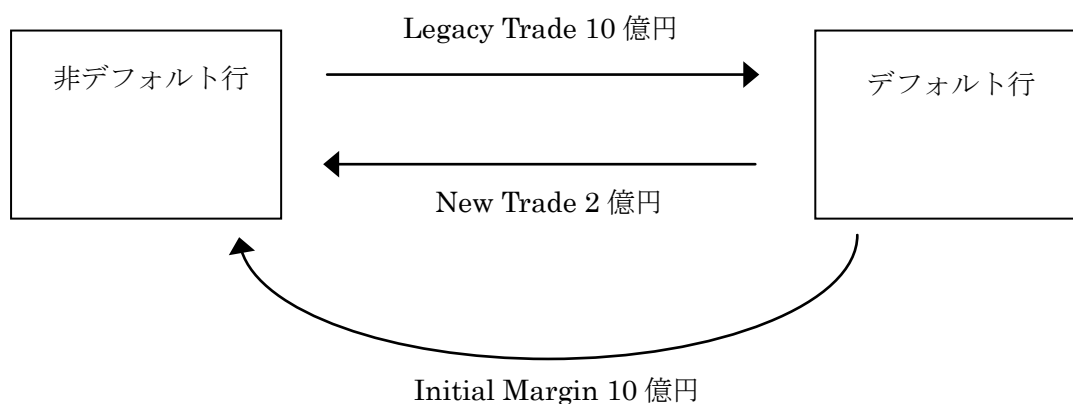
Collateral Negotiation

- This process is normally made via emails. Due to the time zone difference between Tokyo and New York, the collateral details to be delivered cannot be agreed during the business hours of the day on which the margin call is issued.
- The above case is the best case where no dispute occur. In case any dispute arises, it may possibly take more few days to agree on any collateral delivery until the dispute is solved.

Collateral Delivery

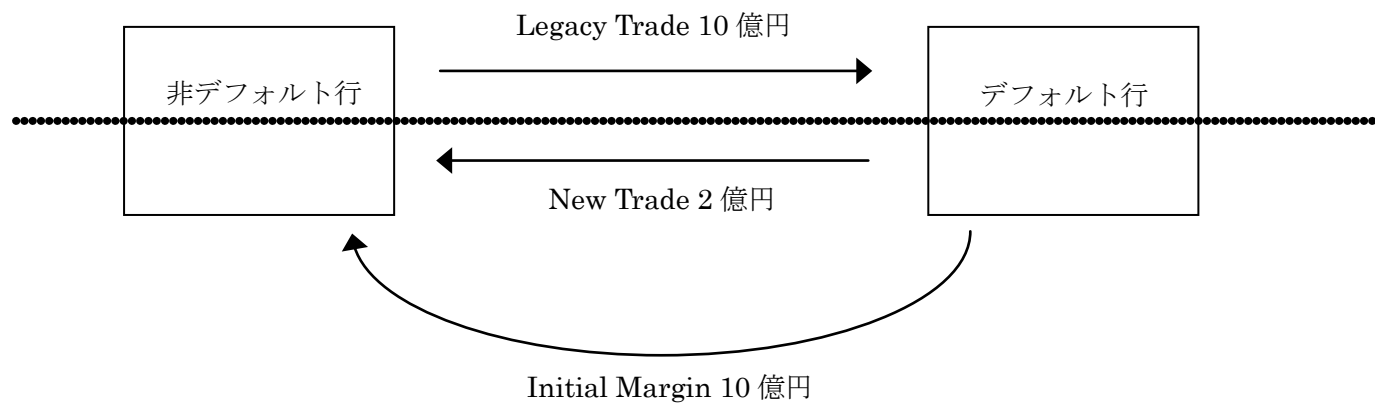
- Delivery timing may differ depending on the collateral type(Cash, Security, etc). In case of JGB, which is most likely to be mainly used for IM by Japanese banks, it will be delivered in two days after the agreement according to the market practice as illustrated above. As for other type of collaterals such as cash, it may be able to be delivered on the following day after the agreement.

A. デフォルト時債権債務関係（単一マスター契約）



Legacy Trade から生じる債権 10 億円と、New Trade から生じる債務 2 億円は一括清算され、非デフォルト行は 8 億円の債権を有するが、Initial Margin 10 億円から弁済を受けて残額 2 億円をデフォルト行に支払。（非デフォルト行の損失はゼロ）

B. デフォルト時債権債務関係（複数マスター契約）



Legacy Trade から生じる債権 10 億円と、New Trade から生じる債務 2 億円は一括清算されず、非デフォルト行は 10 億円の債権を有する一方、2 億円の債務を負担する。非デフォルト行は 2 億円の債務を弁済する一方、Initial Margin 10 億円を返還しなければならない。Legacy Trade から生じる債権 10 億円は破産債権として届出（配当ゼロであれば非デフォルト行の損失は 10 億円）