

平成 27 年 10 月 30 日

シンガポール金融管理局市中協議文書「**Policy Consultation on Margin Requirements for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives**」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

## 1. 前文

- (1) 先ずもって、市場参加者が懸念を示している点につき様々な配慮がなされていること、さらに、ほぼ全ての主要論点につき市場参加者の意見を募ったうえで反映されようとしていることに関して、深謝いたしたい。
- (2) シンガポールの金融機関とは、多くの本邦金融機関がクロスボーダーで取引しており、本規制の影響を受けるため、地場金融機関のみならず、米、欧、日等の他地域の金融機関の意見も十分反映させていただけるとありがたい。
- (3) 本規制はクロスボーダー取引も対象としており各国規制との整合性が必要であるが、既に規制案を出している米・欧・日当局間に不整合点が複数存在している中、当初証拠金（IM）の phase-in に加え、決済時限 T+2、IM の再担保可（1 度のみ）等、各国規制を横並びに見た場合、良し悪しの判断は別として新たな点が出てきている状況にある。現状、規制未導入国の金融機関との取引に対しても規制遵守を求める潮流にあり、例えば、シンガポール規制のみに対し遵守義務のある金融機関は、米・欧・日の金融機関との取引に対する規制遵守内容と、その他地域の金融機関との取引に対する規制遵守内容が相応に異なることになり、態勢構築や実務運営等において困難な状況が想定される。今後、他の G20 諸国からも規制案が出てくると思われ、一金融機関が遵守すべき規制が、ダブルスタンダード、トリプルスタンダードにならないよう、各国規制内容のハーモナイゼーションに尽力いただきたい。
- (4) 本コメントを読む際には、本年 7 月 10 日付で当協会が欧州当局宛て提出したコメント（Comments on Second Consultation Paper: *Draft Regulatory Technical Standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012 issued by the European Supervisory Authorities*）<sup>1</sup>も併せて参照願いたい。欧州当局の市中協議文書については、米、欧、日等の主要当局間における調整内容が反映されたものと認識しており、その市中協議文書に対するコメントは当協会における最近の考え方として、十分な理解を賜りたい。

---

<sup>1</sup> <http://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/opinion/opinion270740.pdf>

## 2. 質問事項への回答

(以下(1)から(18)までは、CPにて提示されている質問事項に対する回答)

(1) 規制対象範囲から除外すべきプロダクツと理由を伺いたい。

為替取引に関し、(欧州規制案では規制対象としているが、)本邦規制案や米国規制案と同様に対象外とし、別途、FX ガイダンス (BCBS Supervisory Guidance for Managing Risks Associated with the Settlement of FX Transactions, February 2013: <https://www.bis.org/publ/bcbs241.pdf>) に則った推進を励行するとしていただいた点に関しては、国際的な整合性確保の観点からも現実的かつ妥当な対応であり、深謝いたしたい。

(2) 新たに規制対象範囲に含めるべきエンティティと理由を伺いたい。

特になし。

(3) 規制対象外とする閾値 (Threshold) をどのように設定すべきか。

清算集中されないデリバティブ取引に適用される Threshold は、清算集中義務に適用される Threshold の規制対象と平仄を確保するのが妥当と思われる。この際、対象先に関しては、公信性が確保された状況で、取引相手方が閲覧できるよう、当局が Web 上で公開することとしてほしい。

(4) シンガポール所在の投資ファンドを対象とすべきか。

適用される Threshold 如何ではあるが、以下の点に鑑み、少なくとも規制導入当初は個々のファンドは、義務化の対象とすべきではない。

- ① 投資ファンドは業として取引を実施しておらず、ほとんどがヘッジ目的で限定的に取引を実施している。
- ② ファンドにもよるが、ファンド資産から、担保資産を拋出することが許容されないケースもある。
- ③ 個別明細単位で無数のファンドを組成するケースが多く、それらの粒粒のファンド全てに CSA を導入すれば、要規制対応件数が急激に増加することから、実務上対応が困難である。ファンド比、リスクが大きく、導入の必要性が高い銀行への導入が優先できるようにすべきである。

(5) 証拠金に係る義務内容、特に、今次市中協議文書で提案されている選択制度 ((i) 受領および拋出の両方を義務とする、もしくは(ii)受領のみを義務とする) についてコメントを求める。

米・欧・日のような他の主要法域でも証拠金規制を導入すべく準備が進んでいることを勘案し、クロスボーダーでの証拠金授受に実効性を持たせるためには、(ii)受領のみを義務とすることが適切と考える。担保の法的有効性等の差異を含む法域間のコンフリクト解消を行ったうえで、(i)受領および拋出の両方を義務付けることは理想であるが、それよりも、まずは義務内容を受領のみに限定することは時限性に力点を置いた対応として尊重すべきである。特に、以下の Pros & Cons 分析における(c)を重視した立場である。誤解を招かないように申しあげるが、(ii)受領のみの義務化だけでも WGMR (Working Group on Margin Requirements) レベルで複数国に拡大した後、将来的に(i)受領および拋出の両方の義務化を期待するという考えである。

[Pros & Cons 分析]

(i)について：

(a)Pros	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止するという意味で、システムック・リスク削減という政策目的に資する。
(b)Cons	ディスペют処理に係る明確なルールが存在しない中、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、受領義務に加えて拋出義務も課されれば、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予想される。

(ii)について：

(c)Pros	時限性を考慮する一方で規制導入を円滑に行うためには、規制対象者ならびに市場参加者において、規制遵守上の混乱を極力回避することが可能である。
(d)Cons	シンガポール当局の監督下である金融機関だけが有利になることが懸念される。

(6) 各種 Threshold 設定のあり方についてコメントを求める。

IM や最低受渡金額 (Minimum Transfer Amount) に係る Threshold の設定方法については、BCBS/IOSCO 最終報告書に沿った内容であり、違和感はない。さらに Threshold 金額そのものについては、今次市中協議文書公表時の為替レートを使用して BCBS/IOSCO 最終報告書におけるユーロ建金額をシンガポールドルに換算したものであり、妥当な取扱いと言える。

ただし、Minimum Transfer Amount を S\$800,000 以下とする規定 (パラグラフ 4.9) については、(i)IM、VM それぞれに適用するのか、それとも(ii)IM と VM の合算で適用するのかが不明確である。欧州第 2 次市中協議文書と同様に(ii)のように

合算で適用することを明確化していただきたい。

(7) IM 計算方法および要件についてコメントを求める。

- ① 4つの資産クラスへの分類は、取引単位でなくリスク量単位で行うことを許容いただきたい。一般にデリバティブ取引は複数種類のリスクを内包し、取引条件・市場環境によって主要なリスクは変化するため、静的な分類則を定義することは困難である（業界共通ルールの定義は更に困難）。また、デリバティブのリスク管理実務として、複数種類の取引を跨いだヘッジを行っていることとの整合性を保つ意味でも、リスク量単位での分類が適切と考える。
- ② モデルパラメータの再キャリブレーション頻度が最低 6 ヶ月となっている点は、他法域の規制案と比較しても厳しい。欧州第2次市中協議文書に合わせて12 ヶ月ごとに緩和していただきたい。
- ③ ストレス・テストの実施は WGMR 文書でも要件とされていないため、除外していただきたい。
- ④ 法的有効性が未確認な国に存在する金融機関と担保授受する場合、相手方は常にグロスの IM を拠出することが求められるため、担保コストが膨らむのと同時に、追加的なエクスポージャーが発生し、かえってシステミック・リスクが増大する可能性が生じる。このため、相手方に本条件を応諾してもらうことは相当な困難が想定される。ネットィングの立法化措置等を促す観点で、法的有効性未確認国にこのような対応を求めることに一定の合理性はあると思われるが、結果的に未確認国所在の金融機関がデリバティブ取引を実施することが困難になる可能性がある。一定の猶予期間を設定し、その間に法的有効性未確認国に対し、立法化を促すといった対応が現実的である。
- ⑤ MAS のサイト <https://masnetvc.mas.gov.sg/FID.html> にて、Commercial Banks / Foreign Full Banks が列挙されており、邦銀3行（三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行）が含まれている。これらはパラグラフ 3.3 で定義される“MAS Covered Entity”に該当するが、特に本店所在国で使用が認められている場合は、パラグラフ 5.5 に規定する MAS 宛のモデル承認申請は不要であることを確認したい。
- ⑥ 他国規制案では、通貨スワップの元本部分については、IM 授受の義務対象外とされている。本規制でも、その点を明示していただきたい。

(8) VM 計算方法および要件についてコメントを求める。

法的有効性が未確認な国に所在する金融機関と担保授受する場合、相手方は常にグロスで VM を拠出することが求められるため、担保コストが膨らむのと同時に、追加的なエクスポージャーが生じてしまう可能性が高い。これは、リスク削減というそもそもの政策目的とも整合的でないと思われる。VM に関しても、上記(7)④と同様の対応（一定の猶予期間設定）をお願いしたい。

(9) 適格担保物の範囲、およびヘアカット率テーブルについてコメントを求める。

適格担保物の範囲については、概ね、BCBS/IOSCO 最終報告書に沿った内容になっている。債券については、外部格付 (Fitch Ratings、Moody's Investors Services、Standard and Poor's Ratings Services) が(i)AAA から AA-まで と (ii)A+から BBB-まで とで、異なるヘアカット率を適用している。(ii)の場合のヘアカット率を(i)の場合のヘアカット率よりも増加させることによって、保守的な取扱いとしているのは肯定できる。また、BB+から BB-までの国債や中央銀行債については、最大の 15%を適用して投機的資産の濫用に歯止めをかけているのも合理的と言える。

(10) 為替ミスマッチ時に適用される 8%ヘアカットについてコメントを求める。

現金担保が用いられる場合にも、為替ミスマッチが発生していれば、一律 8%ヘアカットが適用されると規定することには反対の立場であり、8%ヘアカット適用基準の緩和を求める。現金担保の場合、債券や株式といった他の担保と比較してエクスポージャー削減効果が高いことは事実であり、政策的にも異なった取扱いを行うことは合理的と言える。

また、IM 計算の中に為替ミスマッチが要素として組み込まれているという点で、8%ヘアカットは不要という考え<sup>2</sup>もあるので、再考をお願いしたい。

他方で、Question 10 の中で示唆されているような流動性の高い通貨の現金に限定して 8%ヘアカットを免除することについて、昨近の市場ボラティリティを考えると、精緻でかつ完璧に近い選定基準の設定は現実的に困難である。

そこで、現金担保および現金以外担保の区別に関係ない取扱いを念頭に置いた代替案として、全銀協が欧州監督当局に対して 2015 年 7 月 10 日付けで発信した意見書 (「Second Consultation Paper : Draft Regulatory Technical Standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012」に対するコメント) に記載したものを提示したい。以下を参考にしていきたい。

---

<sup>2</sup> <http://www2.isda.org/functional-areas/wgmr-implementation/>

[August 17, 2014] ISDA letter to the ESAs on Proposed Margin Requirements: Analysis of Currency Mismatch Haircut

<8%追加ヘアカット適用基準の緩和>

- ・ 担保コスト増となる 8%ヘアカットを回避するには、transfer currency を VM の通貨に合わせることで、あるいは、termination currency を IM の通貨に合わせる必要がある。
- ・ しかしながら、前者はクロスボーダー取引においては双方の利害が真向から衝突するため、期日までの契約締結を困難にする。また、後者も、特にクロスボーダー取引時に無理やり単一通貨に設定すると、破産発生時の対応に混乱を来すことになる。
- ・ VM のみならず、IM もほとんどの金融機関に義務化される中、そもそも 8%追加ヘアカットを設定する必要性は乏しい。
- ・ VM におけるキャッシュ担保につきヘアカット不要としたこととの平仄を確保する必要がある。

以上の点に鑑み、以下の代替案を検討していただきたい。

termination currency および transfer currency に関し、同一域内の契約においては単一通貨の設定とするが、クロスボーダー契約においては複数通貨の設定（各当事者で異なる単一通貨の設定）を容認すること。

- (11) IM の分別管理（Safe-keeping）についてコメントを求める。

分別管理の必要性については、特段異論はない。パラグラフ 7.1 に記載してある義務についても、BCBS/IOSCO 最終報告書や他国規制案と同じ内容と見受けられる。ただ、IM の拋出を担保権設定の方法により行う場合、拋出者の破綻時に IM を債権回収に直ちに充てられるか否かについては、各国の法制上、困難な場合もありうることに留意が必要と思われる。ISDA が欧州当局宛てに提出したコメントレター<sup>3</sup>を参照願う。

- (12) パラグラフ 7.2(b)の“types of legally – enforceable safe keeping arrangement”に該当する具体例を募集する。

パラグラフ 7.2(b) に該当するような契約書は現状認識していないが、今後有効性が確立されたスキームや契約書が完成すれば、custody や trust を利用しないそれらについても利用を認めていただきたい。

- (13) “collateral arrangement”の有効性に関して、legal opinion のアップデートも踏まえた定期的な見直しについてコメントを求める。

<sup>3</sup> <http://www2.isda.org/functional-areas/wgmr-implementation/>

[July 10, 2015] ISDA letter to the ESAs on the Second Consultation Paper regarding draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP

先ずもって、定期的見直しについて社外の legal opinion 取得を一律に求めるのではなく、パラグラフ 7.1 の要件を満たしていることについて十分な法的根拠があることを求めるべきである。また、(社外の legal opinion を取得するかは別として) legal review に当たっては、各 entity が締結している全ての collateral arrangement について、各々 legal opinion を取得することはコストや労力を考えると現実的ではないので、業界団体等が行った review や取得したオピニオンに依拠することも認めるべきである。

例えば、以下のかたちであれば、無理なく定期的に有効性の検証ができると考える。

- ① ISDA が ISDA master agreement のネットィングの有効性の opinion を発表しているようなかたちで、業界団体が代表して代表的なスキーム・契約について定期的に legal opinion を取得し、市場参加者はそれを refer する。
- ② custody や trustee 等サービス提供者が legal opinion を取得し、市場参加者はそれを refer する。
- ③ 社内のしかるべき部署で、代表的なスキーム・契約について定期的に確認する。

- (14) 一回限り rehypos が許容されることについてコメントを求める。

re-hypo について柔軟な運営案を提示いただいたことについて深謝する。

一方で、Annex D の要件を満たすことはハードルが高く、実用的ではない(利用できる場面が非常に限定的である)ため、流動性の改善には寄与しない可能性が高い。流動性の改善に寄与するためには、re-hypo できる回数と同様に、Annex D を緩和するべきである。

non-cash IM だけでなく、cash IM についても欧州第 2 次市中協議文書等で議論されているように、各種議論がなされていることから、それらと平仄を取って cash IM に関する re-hypo, re-pledge, re-use 等の余地を残していただきたい。

- (15) 関係会社間取引における証拠金授受についてコメントを求める。

関係会社間取引は各社が望ましいマーケットリスク管理やブッキングストラクチャーを検討する中で必然的に生じるもの。関係会社間取引について MAS が柔軟にマージン規制からの免除を認めるのはその点を理解した適切な対応と考える。なお、脚注 22 については、デリバティブ取引当事者間で 50%超の支配関係があることを求めるのではなく、両当事者間に支配関係がなくても共通の親会社に 50%超支配されている場合はこの要件を満たしたとすべきである。



(16) 域外適用についてコメントを求める。

結果ベースで同等性を判断し、**line-by-line** の比較は行わないというアプローチ（パラグラフ 9.6）は適切である。ネットティングの有効性が確認されていない国の相手方との取引についてはそもそもマージン規制適用を免除すべきと考えるが、それが取りえないのであればパラグラフ 9.4 のように **exemption** の **threshold** を求めるというのは（**threshold** の水準が適切に定められる前提だが）検討に値すると考える。

(17) 代替的コンプライアンス（**deemed compliance**）についてコメントを求める。

パラグラフ 9.5 の **deemed compliance** の考え方は適切と考える。もっとも、シンガポール国内で設立された会社がシンガポール国内の相手と取引する場合にシンガポール国外のマージン規制の順守を求められるという可能性もあり（例えば米国親会社の保証を受けたシンガポール現地法人同士の取引）、この場合は本 **deemed compliance** の考え方でも複数の規制の適用という問題は解消しないため当局間での協議が必要となると思われるが、このような場合についてシンガポール当局が自国マージン規制の順守を求めることは正当なことと思われる。

(18) 段階導入（**phase-in schedule**）についてコメントを求める。

先ずもって、規制導入にあたって6ヶ月間の業務移行期間を設けていただいたことを評価したい。IM の **phase-in** については国際合意における段階導入案とは必ずしも整合的でないように思われるが、シンガポール当局が国内の事情に鑑みて市場への影響を軽減するために考慮、判断したものと考えている。ただ、シンガポール国外市場参加者は自らに課されるマージン規制に照らして相手との取引が規制対象になるかどうかを判断するため、**merchant bank** についても2016年9月1日からIMを求められる可能性があることについては留意が必要と思われる。

(19) その他： パラグラフ 4.4、4.5、4.6 について

A) 証拠金の決済期間についてコメントしたい。

VMについて、少なくとも日次で計算し、取引約定日（T）から2営業日以内に授受することを義務化している。一方、IMについては、十分な定期的頻度で計算し、再計算日から2営業日以内に授受することを義務化している。これに対しては、欧州第2次市中協議文書に対する全銀協コメントと同様に以下を提案する。



<実務上対応可能な決済期間の確保>

- ・ シドニーーロンドン間等、時差が大きい場合は、T+1 ないし T+2 での決済は物理的に不可能もしくは極めて困難である。
- ・ 一方、取引当事者が双方とも欧州域内にある場合は、比較的短期間で担保を決済できると思われるが、欧州の多くの地場金融機関においても、相応量のクロスボーダー取引を実施している。

以上の点を踏まえ、相対取引の組み合わせを考慮のうえ、以下のように物理的な最短期間を検討すべき。

- (i) 同一域内、もしくは予め定めた特定の範囲内の場合は、VM、IM ともに T+2 を上限。
- (ii) 上記以外の場合（一方が欧州域内、他方がアジア域内、等）は、T+3 を上限。
- (iii) 上限日数以内の場合は、MPOR（margin period of risk）の修正は不要。

B) 再計算日の定義について確認したい。

例えばシンガポールでグループベースの IM 計算を実施する際にニューヨークの業務終了分まで含めて計算する必要がある場合、シンガポールから見た場合にそのニューヨークの業務終了分まで含めた IM 計算をする際には、日付が変わっている。しかしながら、ここで言う再計算日は、実際にシンガポールで計算を実行する日ではなく、シンガポールから見た場合の前営業日付であるという理解でよいか。

以 上