

平成 26 年 6 月 26 日

欧州監督当局による市中協議文書「Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

## 1. 前文

- ① 全国銀行協会として、欧州銀行監督機構（EBA）、欧州証券市場監督局（ESMA）および欧州保険・年金監督当局（EIOPA）が本年 4 月 14 日に公表した「Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP」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 また、当初証拠金（IM）モデル、ヘアカットの掛け目等、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 2013 年 9 月 2 日に公表した中央清算されないデリバティブ取引にかかる証拠金規制に関する最終報告書（以下、「BCBS/IOSCO の最終報告書」、「最終報告書」という）において不明確であった点につき、多くの箇所が本コンサルテーション・ペーパー（以下、「CP」という）では明確化、具体化されている。まずもって、本件関連当局の方々が、明確化、具体化のイニシアチブを取られた努力に対して敬意を表したい。
- ③ 本 CP に対しては欧州を中心とする多くの金融機関から意見が寄せられることと思われるが、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の立場、意見を特に踏まえてコメントすることとした。については、今後、我々のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

## 2. 総括

- ① 本規制案は、本邦やアジアの金融機関が欧州の金融機関もしくは事業法人との間で行うクロスボーダーの取引にも適用されるものであるとともに、他当局の規制案作りの指針にもなるものである。このため、本 CP は欧州の金融機関の意見のみならず、アジアや南米等、他地域から出て来る意見も十分反映していただきたい。例えば、欧州域内であれば、問題なく T+1 で担保の決済が実施できると思われるが、シドニーーロンドン間等、時差が大きい場合は T+1 での決済は極めて困難である。また、CSA 契約の発祥地である欧米と比して、他の地域での CSA 契約の利用はかなり遅れているのが実態であり、こういった事情には十分な配慮を賜りたい。
- ② 本 CP の要求水準を期日まで満たすことは極めて困難と思われ、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。証拠金規制は、G20 の国際合意にもとづいた規制であり、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の規制とすべきである。

- ③ 例えば、日次でのオペレーションが必須とされる等、BCBS/IOSCO の最終報告書と対比してさらに要件が厳しくなっている部分が散見される。必要性が高い場合は、最終報告書と対比して厳格化することもやむを得ないが、現実的に 2015 年 12 月までに BCBS/IOSCO の最終報告書の要件を満たすこと自体、ハードルが極めて高い状況を踏まえると、最終報告書と対比して要件を強化する場合には、特に慎重な対応をお願いしたい。またクロスボーダー取引への影響が大きいことに鑑み、他国の規制水準を尊重した代替的コンプライアンスの認可など柔軟な対応を行うことをお願いしたい。

### 3. 規制対象主体

- ① 事業法人への適用について（SINFE の定義）

冒頭取引量が 80 億ユーロとあるが、SINFE の定義を NFC+かつ 80 億ユーロ以上とする意向かと思われるが、まずもってこの点を確認させていただきたい。

- ② P7 第 3 パラグラフを見ると、EMIR から明示的に除外された場合、もしくは 80 億ユーロを下回る場合を除き、全ての第三国の取引先から担保徴求義務があるように読める。また、第三国の Entity が非金融機関の場合は閾値を下回っていても証拠金の受領が必要とされている。しかし、以下を鑑み、事業法人への適用に際しては、1)資金流動性リスクの管理能力の高いファイナンス会社等に限定、2)十分な移行期間の確保、3)段階的な適用、4)閾値の引上げ、5)地域特性、CSA 契約の普及率、相手先の信用力、代替手段の有無等を踏まえて個別行で判断する余地を確保する、6)代替的コンプライアンスが認められた国に設立された非金融機関との取引の場合には、閾値を考慮するようにする、といったより柔軟な対応を検討していただきたい。また、80 億ユーロの閾値が何時の時点で適用される閾値なのか不明である。

- ✓ CSA 契約は、日本を含むアジアや南米といった国・地域においては普及率が低く、特に事業法人とはほとんど締結されていないのが実情である。
- ✓ また、欧州においては、CSA 契約の普及率が比較的高いものの、相応の地域差がある。
- ✓ 例えば日本においては、CSA 契約はほとんど利用されていない一方、取引相手の信用力を鑑み、必要な場合には対象をデリバティブ取引に限定しない包括的な保証を受け入れる市場慣行がある。
- ✓ 一旦 CSA 契約を締結すれば、カレント・エクスポージャー（CE）の拡大に応じて担保を提供する義務が発生し、義務が履行できなければデフォルトとな

ってしまう。金融機関と異なり事業法人は概して資金流動性リスクの管理能力は低く、担保提供余力や資金調達力が低いため、拙速に CSA 契約の締結を強制すれば、結果的に事業法人の資金繰りを悪化させてしまう可能性がある。

✓ 欧州域外設立の非金融機関にとっては、EU entities と取引すると、過度な負担を求められることとなり、欧州金融機関等との取引を極力回避する動きが出てくるのが想定される。

③ 上記②の要請にご対応いただけるか否かにかかわらず、規制対象者となる非金融機関の定義が、各国の規制で統一性が確保されない場合、規制対象者の判別基準を各国の規制毎に管理する必要が発生するため、管理負担とコストが発生する。各国の規制案が現時点で出ていない状況下、費用の定量的な計測はできないが、健全なリスク管理と国際基準に沿った提案は維持すべく、各国の規制の定義、特に非金融機関に対する定義について、統一性を確保されるようにしていただきたい。

④ また、規制対象の判定については、今後各国で判定基準が提示されていくと見込まれる。その際には、上述のとおり、統一性の確保が肝要と考えるが、なお、判定基準の数値基準、またテクニカルな点（グループ範囲）において差異が生じることが予想され、特に規制導入期にあたっては、規制対象主体に該当するかをめぐり混乱も予想される。

については、すでに開始済みの取引情報報告のデータ等を使用し、規制当局が定期的に規制対象主体を判定のうえ、当局の Web 等に公表する、もしくは、事前登録制とし Web 等に公表する等の手立てを検討いただきたい。

#### 4. T+1、Daily オペレーション

① 変動証拠金 (VM) の T+1 決済、日次オペレーション義務化について (Chapter1, Article 1 VM )

BCBS/IOSCO の最終報告書においては、決済期間については言及がなく、オペレーション頻度に関しては、日次を義務化していなかったため、いずれの点においても最終報告書と対比して厳格化されており、特にクロスボーダーにおける実務においては影響が大きい。例えば、欧州域内であれば、短期間での決済が比較的容易と思われるが、シドニーーロンドン間等、時差が大きい場合は T+1 での決済は極めて困難である。また、欧州から時差のある拠点、例えばアジア領域にある拠点のみで本社ベースの担保管理業務を行っている金融機関の場合、翌日に担保授受するには、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ることから、資金決済指図の時限等に関して、対応可能なプロセスを構築することは実務的なハードルが高いと想定される。その結果、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、例えば、日本国債 (JGB) の決済期間は 2012 年 4 月に T+3 から T+2 に短縮されている

が、T+1での決済は困難な状況にある。一方、オペレーション頻度に関しては、特にオペレーション体力の少ない地域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、事務負荷は急激に拡大する。決済リスクおよび信用リスク管理上、T+1決済や日次オペレーションは望ましいが、現状を鑑みれば、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、特に時差のあるカウンターパーティとの取引の担保授受のタイミングにかかる要件については、例えば、決済期間に関しては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、ある程度柔軟性を確保することをお願いしたい。

② IMのT+1決済義務化について（Chapter1, Article 1 EIM.3）

IMに関してはプレリコンサイルの実施が必要となるため、VM以上にT+1での決済は困難である。別紙のダイアグラムは、日本国債（JGB）を使用した場合のケースであるが、時差の大きいクロスボーダーで実施した場合、T+4必要となるのが実情であることに留意いただきたい。また、IMはVMでCEがカバーできないケースに備えて、超過的、予備的に徴収する担保の位置づけであり、VMと比べて変動幅も小さくなることも想定されることから、VMよりも条件が緩やかであっても許容しうらと思われる。上記を踏まえ、ルール化に際しては、実務慣行を十分に勘案していただきたい。

## 5. 担保集中規制

- ① 担保集中規制を導入することは、(i) 担保差入れの場合は担保種類の増加につながり、担保調達コストの増加が想定される。また、(ii) 担保受入れの場合は、同様の理由により、担保管理（評価）コストの増加を招くものとする。なお、(i) (ii) いずれの場合も担保管理オペレーションの負担増となる。このため、ストレス環境下の市場でも一定水準以上の高い流動性を有する証券については、集中規制から免除すべきである。高い流動性があれば、短期間で担保の処分が可能となるため、担保銘柄の集中による換価性についての負の影響は軽減できるものとする。
- ② 上述のように我々はストレス環境下の市場でも一定水準以上の高い流動性を有する証券については、集中規制から免除すべきであると考えているが、仮に、受入れ担保の分散化について、本CPで記載された詳細な要件が最終的に適用され、同一発行体からの債券担保については50%以下とされた場合、例えば本邦金融機関が欧州金融機関宛に担保を差し出す際、全てを日本国債（JGB）で拠出することができなくなる。ISDAの集計によれば、本邦の主たる市場参加者のほぼ100%が日本国債（JGB）を適格担保として差入担保あるいは受入担保として利用しており、その金額も額面ベースで現金担保とほぼ同額である。

本邦市場のように国債担保が主流と呼べる市場も未だ存在し、国債担保の利用が制限された場合、予期せぬシステミックリスクや流動性の枯渇が発生する可能性もあり慎重な導入を考慮いただきたい。また、BCBS/IOSCO の定量的影響度調査 (QIS) やその他各種推計により、全世界ベースで IM のために拠出しなければならない担保の総額は莫大な金額になると推計されている。そのような中で、国債のような流動性および換金性が高い資産が担保としての利用を制限される場合、現金を含むその他資産の流動性への影響も懸念され、慎重な導入を再考いただきたい。ストレス環境下の市場でも一定水準以上の高い流動性を有する証券であれば、同じ法域の政府または中央銀行が発行する証券を集中して担保とした方が、流動性の低い証券を分散して担保とするより、リスクが軽減されるものと考えられる。また、担保種類が少ない方が、担保管理、調達、評価の面で事務負担が軽減される。したがって、総合的に勘案して、同じ法域の政府または中央銀行が発行する証券を免除することに我々は賛成である。本規制については、流動性の高い (先進国の) 国債、例えば米国債や日本国債 (JGB) 等は制限の対象から除外していただく等、柔軟に対応いただきたい。

#### 6. 規制対象商品 ～ 現物決済を伴う為替フォワードおよび為替スワップ ～

現物決済を伴う為替フォワードおよび為替スワップに関しては、(i)バーゼル銀行監督委員会が、2013年2月15日に公表した「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」(以下、「BCBSによる外為決済に係る監督指針」という)にもとづいたガイダンス運用とされる、(ii)デリバティブ取引と同様2015年11月までのCSA契約締結の義務化対象とされる、の何れかが不明である。

BCBS/IOSCOによる最終報告書、およびBCBSによる外為決済に係る監督指針の両方を読み込むと、現物決済を伴う為替フォワードおよび為替スワップに係るVM義務化の開始時期までは規定されておらず、自主計画にもとづき推進し、当該推進状況を当局がモニタリングするものと解釈されている(=ガイダンス運用)。また、本CPにおいても、P58.パラグラフ20(C)によると、本規制案は、BCBSによる外為決済に係る監督指針と整合するのが望ましいとある。

一方、現物決済を伴う為替フォワードおよび為替スワップについては、IM義務化は実施しないが、VM義務化を実施する旨の記載もあり(P.7最後から2番目のパラグラフの最終センテンス、P.18前文の(4)、P.77パラグラフ143、P.78パラグラフ144)、さらに、P.46 Article 1FP – Final Provisionsのパラグラフ2に拠れば、上記VM義務化は2015年12月1日に適用される予定と解釈できる。我々としては、ガイダンス運用を意図したものと解釈しているが、仮に義務化対象だとすると、本RTSは、国際合意よりもさらに厳しい規制を実施することになる。

「項番2. 総括」における記述に沿って話を進めるが、現物決済を伴う為替フォワードおよび為替スワップまで含めて、2015年12月よりVM義務化をスタートすることは、ただでさえ高いハードルをさらに高く引き上げるため、現実的では

ない。また、そもそも現物決済を伴う為替フォワードおよび為替スワップ取引は、取引期間が、他のデリバティブ取引と比べて遥かに短く、発生するリスクが限定的であり、有担保化を義務化する必要性が低い。また、現物決済を伴う為替フォワードおよび為替スワップのみ取り扱う取引先は、他のデリバティブ取引を行う取引先と比べ、広く分散しており、システム開発やオペレーションの態勢が十分でない金融機関も多いことを鑑みれば、少なくとも現時点で、国際合意よりも厳しい規制を導入すべきではないと思われる。

また、NDF や通貨オプションについても、(i)内部管理上、為替商品として位置付けられていることが多く、かつ(ii)取引期間が比較的短期であることが多いため、為替フォワードや為替スワップと同様に、BCBS による外為決済に係る監督指針に則った対応とするのが合理的である。

## 7. 段階的適用、移行期間の必要性

円滑な規制導入を実現する為には、相応の準備期間が必要である。ISDA が米国当局に要請しているが、我々も同意見であり、欧州当局に以下を要請する。

- ✓ 国・地域の規制が正式に確定した時点から、最低2年間の準備期間を設定した後、VM義務化の効力を発生させるべき。
- ✓ IM義務化については、追加の準備期間を設定して欲しい。

## 8. IMモデル

### ① IMモデルのリスク捕捉水準 (Chapter 2)

Chapter 2 “Margin methods”全体として、規制資本計算内部モデルと同程度のリスク計測を指向しているが、証拠金計算モデルについては市場流動性確保のため、全ての市場参加者が利用可能でディスピュート時の要因分析が容易なものが必要。

### ② IMモデル承認手続き (Chapter2, box)

業界標準内部モデル (SIMM) の成立を前提として、モデル承認手続きの国際協調が課題として挙げられている。特に事前・事後の承認手続きを省略することも選択肢として検討される点は、規制開始までの準備期間が短いことを鑑みると業界・各国当局にとって望ましいと考えられる。

### ③ 規制要件未達時の対応 (Chapter2, Article1 MRM)

IMモデルが規制要件未達の場合には、標準掛目法による計測に切り替える旨の記載がある。しかし、掛目法への切替は証拠金額の急増に繋がるため、即座の対応が難しい。したがって、要件未達時は、資本上の規制と同様、バックテストの超過回数にもとづいた乗数による補正を認めていただきたい。

### ④ プロシクリカリティ (Chapter2, Article 3 MRM)

モデルパラメータ決定のためのデータは、評価基準日から3年以上遡った期間からサンプリングし、最低6ヶ月ごとにパラメータ調整を行うことが要求され

ている。最低 25%のストレステータを補完すべきという但し書きはあるものの、パラメータ調整を機械的に実施すると、プロシクリカリティを誘発し、金融危機時の資金流動性リスクを高めるおそれがある。パラメータ調整に当たっては、業界団体等が創設するモニタリンググループ等を活用したガバナンス・プロセスの関与が必要と考える。

⑤ 資産クラス分類 (Chapter2, Article 4 MRM)

BCBS/IOSCO の最終報告書ならびに本 CP で提示されている、取引種別ごとの資産クラス分類には、以下の問題がある。

- ✓ 転換社債（エクイティ・クレジット・金利リスクをもつ）等のハイブリッド商品（複数の資産クラスに属する原資産に依存する商品）の分類方法が不明確で、市場参加者間での詳細な分類方法に関する事前合意を要する。
- ✓ クレジット/エクイティ/コモディティ取引の金利・為替リスクをヘッジしている場合、証拠金計算上はヘッジ効果が勘案されず不適切なインセンティブが生じる。

さらに、本規制案で要求されている、感応度を用いた取引種別ごとの資産クラス分類は、市場状況や商品構造によって同一商品種別でも分類結果が一定でなくなる可能性があり、さらなる市場の混乱・取引流動性の低下を招く。したがって、取引種別ごとの資産クラス分類を行う場合であっても、分類結果が一定となるようなルールが必要であると考えられる。

⑥ 個別リスクの表現 (Chapter2, Article 5 MRM)

本 CP では、重要なエクイティ/コモディティリスクに対しては単独のリスクファクターを割り当てることを要求しているが、字義通り実施するとリスクファクター数が膨大になり、証拠金計算やリコンサイルの負荷が過大になる。ファクターモデルの枠組みで、より少ないファクター数で個別リスクを表現することが可能であることから、本規制案でモデル化の詳細に立ち入った指示は避けたい。

⑦ “Non-linear dependence”の勘案 (Chapter2, Article 5 MRM)

“Non-linear dependence”がガンマ等の高次感応度を指しているのか、分布のフットテイル性を指しているのかが不明である。前者であるとする、デルタ（1次感応度）以上に、ガンマ等は各社のプライシングモデル間の差異が大きく、ディスプレイト拡大要因となる。また、計算負荷も大きくなるため、資本計算内部モデルへの証拠金計算の組み込みまで見通すと、日々のマージン計測の運営に支障を来すおそれがある。

9. 適格担保、ヘアカット(標準、モデル)

① 誤方向リスクが生じる証券の担保としての適格性 (Chapter3, Article 6 LEC.1)

BCBS/IOSCO の最終報告書でも言及されていた誤方向リスク（エクスポージャ

一と取引相手のデフォルト確率が同時に上昇するリスク)を生じる証券については担保として適格ではない旨が記載してある。ただし、どのような証券担保が誤方向リスクを生じさせるか、明確な基準が記載されていない。例えば、本邦金融機関が差し出す日本国債 (JGB)、米国金融機関が差し出す UST が誤方向リスクを生じさせる証券とみなされてしまうかが不明である。仮に上記2種類が適格担保とみなされない場合、3.にも記載したとおり流動性に多大な影響を与える可能性があるため、基準の明確化を進める一方で、慎重な判断をお願いしたい。

② 内部モデル法による見積もりヘアカットの算出方法 (Annex III)

最終報告書には具体的な基準が一切明記されていなかったため具体化されたこと自体は意義があるものとする。しかし、日常のリスク管理プロセスへの組み込みは、現行プロセスとのパラレルランも含め、相当な負担が予想される。については、段階的な基準遵守を許容する等の柔軟な運用が可能になるか確認したい。また SIMM のような標準モデルが存在しないため、ヘアカットが原因でディスピュートが起こる可能性が存在する。したがって、市場急変時の要件を明確にする等、さらなる要件の明確化を進めていただきたい。

③ 標準法におけるヘアカットの決定方法

各社の内部格付けにもとづくヘアカットの決定は解決困難なディスピュートの発生を招くと考える。ディスピュートが起こらない枠組みづくりのため、各社が利用できる統一基準を明示いただきたい。また、担保通貨と (取引の) 決済通貨が異なる場合、標準方式ではヘアカットが8%追加されると記載されているが、「決済通貨」がポートフォリオごと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明示いただきたい。例えば、米ドル/円の通貨スワップと円現金担保の場合、担保通貨と決済通貨が異なると言えるのか等について、明示的なルールを作成いただきたい。

そもそも、決済通貨の異なる複数の取引を含むポートフォリオに対する IM 金額は、各取引の決済通貨と IM 算出通貨の差異に対応する為替リスクを勘案して計算されている。したがって、各取引の決済通貨と担保通貨の差異に着目して追加ヘアカットを付与することは為替リスクの二重計上となり、経済合理的でないと考えられる。また、ポートフォリオベースで計算した IM 金額を各取引に分配するためにはアドホックなロジックが必要になる。

## 10. グループ間取引

グループ会社間取引においてマージン規制が免除される要件については、BCBS/IOSCO の最終報告書では明確でなかったことから、本規制案にて具体化されたこと自体は評価に値する。ただし、免除を受ける際の審査プロセスが硬直的であると、承認される割合の低下に繋がり、申請者が二の足を踏むような状況が

懸念される。一定の基準を満たせば申請不要とする等、弾力的な運用を期待する。

## 11. クロスボーダー

BCBS/IOSCO による最終報告書に記載されているとおり、域外適用に際しては、「法域間の規制上の差異をなくす」または「同等と認められる規制間においては、いずれかの規制を遵守することにより両方の規制要件を満たすものとする」といった解決手法を採用していただきたい。同等性や代替的コンプライアンスの概念を重視して、運営においても有効活用していただきたい。

## 12. リスク管理手続き

強固な内部管理手続きの整備 (Chapter5, Article 1 IGT)

強固な内部管理手続きが求められているが、具体例がないため、どこまで精緻なものが求められているかが不明瞭である。ついては、具体的な基準を明示していただきたい。またマージン計算および担保評価については計算方法も契約書の中で開示するように求められていると見受けられるが、どのレベルまで開示する必要があるか確認したい。上記のように不明瞭な部分が多々ある中、限られた時間で契約書、オペレーション、内部管理プロセスの整備を行うことは負担が大きく、何らかの移行措置を設けていただきたい。

## 13. ネットینگや CSA の法的有効性の未確認地域、国の取り扱い

取引相手の本店所在地国においてネットینگや CSA 契約の法的有効性の未確認地域、国の場合は、BCBS による外為決済に係る監督指針\*と同様、担保徴収義務の対象外であることを明確化していただきたい。法的有効性が未確認な地域に本店が所在する相手方と CSA 契約を締結した場合、相手方のデフォルト発生時に担保とエクスポージャーが相殺できず、不測の損失が発生する可能性があるため、この場合に締結するか否かは、各社の判断に委ねるべきであり、締結を義務付けるべきではないと思われる。

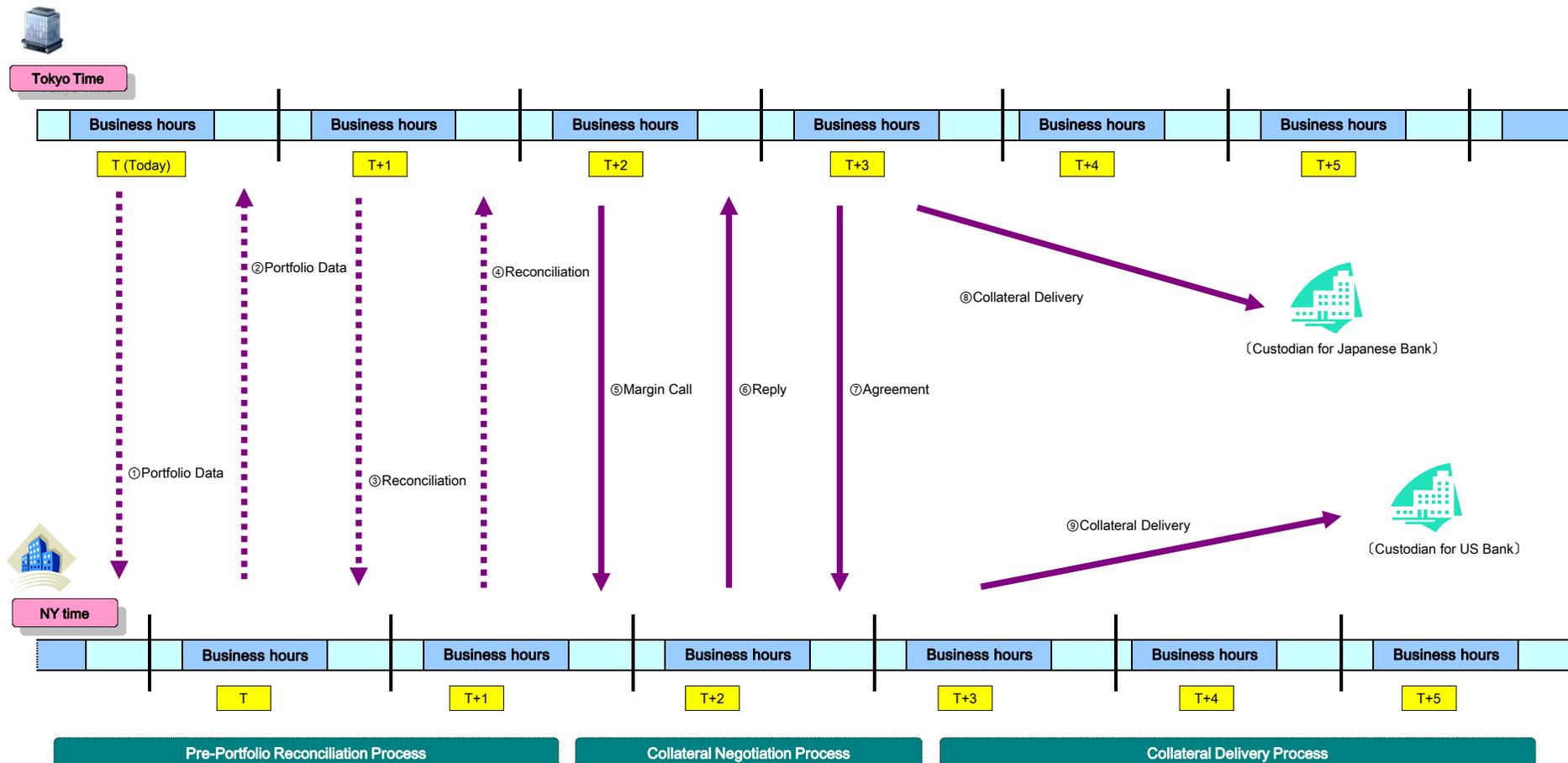
\*P15 の Guideline 3: Replacement cost risk の Key considerations 2. にネットینگが法的に有効な場合に関して、有担化の推進を求める記載あり。

以 上

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

## [Case Study]

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 of the margin call being issued.
- The above case is the best case where no dispute occurs. 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.