

金融安定理事会（FSB）によるレポ取引等の

ヘアカットに関する規制の枠組み

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 金融安定理事会（FSB）は2014年10月、非集中清算の証券ファイナンス取引（レポ、セキュリティ・レンディングを含む）に適用されるヘアカット規制の枠組みに関する報告書を公表した。2013年8月にFSBが公表したレポ、セキュリティ・レンディングに関する政策フレームワークに係る最終報告書の提案に対するパブリック・コメントを踏まえて、ヘアカット規制の枠組みの最終化を図るものである。
2. ヘアカット規制の枠組みは、定性基準と最低ヘアカットの2つの基準で構成されている。定性基準は、証券ファイナンスを提供する市場参加者の受入担保に対するヘアカットの算定方法に関する規制基準である。一方、最低ヘアカットは、集中清算されない証券ファイナンス取引のうちソブリン債以外の担保を利用したノンバンク向けのファイナンスに適用するものであり、バーゼルⅢが適用される銀行、証券会社にファイナンスを提供する取引については規制の対象外となる。
3. ヘアカット規制の適用については、各国当局は2017年末までに定性基準の規制化を図ることが求められており、その具体的な規制のあり方は各国に委ねられている。一方、最低ヘアカットについては、まずはバーゼル委員会が最低ヘアカットをバーゼルⅢに反映させることになるが、その後、各国当局は2017年末までに、エンティティ・ベース規制、プロダクト・ベース規制、ハイブリッド・アプローチのいずれかの方法で規制化することが求められている。
4. 最低ヘアカットにおいてはソブリン債が適用除外となる一方、定性基準ではソブリン債は適用除外となっていない。非集中清算の国債レポへの対応は各国の裁量に委ねられているように思われる。また、最低ヘアカット規制について、日本でどのような規制となるのかは現段階では分からない。一方、適用アプローチの選択は各国に委ねられていることから、各法域間で異なる規制の仕組みとなる可能性があることには留意が必要である。

I. FSB の報告書の公表

金融安定理事会（FSB）のイニシアティブの下、金融危機を受けて検討されてきたシャドーバンキング監督規制の強化の一環として、FSB は 2014 年 10 月 14 日に「シャドーバンキングの監視と規制の強化：非集中清算の証券ファイナンス取引に関するヘアカット規制の枠組み」と題する報告書（以下、「報告書」）を公表し、集中清算されないレポ、セキュリティ・レンディングを含む証券ファイナンス取引に対するヘアカット規制の枠組みを提示した¹。報告書は、同年 11 月 15、16 日に開催されたブリスベン・サミットに向けて取りまとめられたものである。

FSB はシャドーバンキング監督規制の強化に関して、①銀行とシャドーバンキング・エンティティとの関係、②MMF、③MMF 以外のシャドーバンキング・エンティティ、④証券化、⑤レポ、セキュリティ・レンディングという 5 つの分野を対象に規制化の検討を行い、2013 年 9 月に開かれたサンクトペテルブルク・サミットまでにそれらのほとんどを最終化させている。

5 つの分野のうちレポ、セキュリティ・レンディングに関しては、FSB に設置された検討部会（WS5）が 2013 年 8 月にレポ、セキュリティ・レンディングのシャドーバンキング・リスクに対処するための政策フレームワークを定めた最終報告書（以下、「レポ等に関する最終報告書」）を公表しており、レポ、セキュリティ・レンディングの規制基準のあり方について 11 の提言を行っている²（図表 1）。それらの提言は、データの収集や集計、ファンド・マネージャーから投資家へのレポート、現金担保再投資（cash collateral reinvestment）に対する規制、担保の再利用（re-use）やリハイポセケーション（re-hypothecation）に対する規制、担保の評価や管理（マージンを含む）に関する基準を含んでおり、レポやセキュリティ・レンディングに関する新たな規制の範囲は多岐にわたっている。

一方、2013 年 8 月のレポ等に関する最終報告書は、非集中清算の証券ファイナンス取引に適用されるヘアカット規制に関しては結論を出しておらず、ヘアカット規制のあり方について新たな提案を行っていた。FSB がブリスベン・サミットを前に公表した報告書は、レポ等に関する最終報告書で示されたヘアカット規制の提案に対するパブリック・コメントを踏まえながら、非集中清算の証券ファイナンス取引に適用されるヘアカット規制の枠組みとして、「定性基準（qualitative standard）」と「最低ヘアカット（numerical haircut floor）」の最終化を図るものである。

以下では、FSB の報告書が明らかにした非集中清算の証券ファイナンス取引を対象とするヘアカット規制の枠組みについて、その概略を整理することとする。

¹ FSB, “Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Regulatory Framework for Haircuts on Non-centrally Cleared Securities Financing Transactions,” 14 October 2014.

² FSB, “Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos,” 29 August 2013.

図表1 レポ、セキュリティ・レンディングに関する11の提言

提言1	当局は、大規模な国際的金融機関の間のセキュリティ・レンディング、レポのエクスポージャーに関するより詳細なデータを直ちに収集すること。当該取組みは、本文書において示唆される改善点を考慮して、可能な限りFSBのデータ・ギャップ・イニシアティブを含む既存の国際的イニシアティブに展開すること
提言2	取引レベル(フロー)のデータおよびレポ市場の残高(ポジション/ストックのデータ)の定期的なスナップショットを収集すること。残高の定期的なスナップショットはセキュリティ・レンディング市場に関しても収集する一方、取引レベルのデータ収集の実用性および有用性についてはさらなる作業を行うこと。当該データは頻繁かつ高度の詳細さをもって収集し、清算代理人、証券預託機関(CSD)、中央清算機関(CCP)に属する既存のデータ収集インフラに拡張する機会を与えること。各国・地域の当局は、市場ストラクチャーに応じて、適切な場合には既存のデータ収集プロセスや市場インフラを踏まえて、最適な方法でデータ収集を行うことを決定すること。取引情報蓄積機関(TR)は、包括的なレポ、セキュリティ・レンディングの市場データを効果的に収集できる可能性がある。規制報告も実行可能な代替的なアプローチである
提言3	月次ベースのレポおよびセキュリティ・レンディングに関するすべての国・地域のデータは、証券担保ファイナンス市場のグローバルな傾向(例えば、市場規模、担保の構成、ヘアカット、テナー)を提供するFSBが集計すること。FSBは、各国・地域の当局によるデータ収集の一貫性を確保し、グローバル・レベルのダブル・カウントを避けるためグローバル・レベルでデータを収集・集計するための基準とプロセスを設定すること
提言4	開示改善タスクフォース(EDTF)は、上記項目を考慮しながら金融機関のセキュリティ・レンディング、レポ、より幅広い担保管理業務のための開示の改善を図る作業を行うこと
提言5	当局は、FSBの提案に照らしてファンド・マネージャーによる最終投資家に対する報告規制をレビューし、対処が必要なギャップの有無を調べる
提言6	セキュリティ・レンディングを行っているノンバンク・エンティティ(セキュリティ・レンダー、エージェントを含む)の規制当局は、現金担保再投資から生じる流動性リスクを制限するため、現金担保再投資の最低基準に合った規制の枠組みを自国の法域で導入すること
提言7	顧客資産のリハイポセーションを管理するための規制を下記の原則に対応するものとする ① 金融仲介業者は、資産のリハイポセーションに関して顧客に十分な情報を提供し、顧客が金融仲介業者の破綻時のエクスポージャーを理解できるようにする ② 顧客のロング・ポジションをファイナンスし、ショート・ポジションをカバーする目的で顧客資産がリハイポセーションされる法域においては、金融仲介業者の自己勘定業務のファイナンスのためにリハイポセーションを行ってはならない ③ 適切な流動性リスク規制の下に置かれたエンティティのみ顧客資産のリハイポセーションが許容される
提言8	顧客資産保護に係る適切な専門家グループは、リハイポセーションの法的、オペレーション上、経済的な側面からのシステミック・リスクに関するインプリケーションを考慮し、リハイポセーションに関する顧客資産ルールの調和の可能性を検証すること
提言9	当局は、すべてのセキュリティ・レンディング、レポの市場参加者のための担保のバリュエーションおよび管理に関する規制上の最低基準を導入すること
提言10	当局は、システミック・リスク緩和の観点から、CCPが存在しない場合においてインターディーラー・レポ市場にCCPを導入する提案のコスト・ベネフィットを評価すること。CCPがある場合には、当局は参加者を拡大すること、特にレポ市場の重要なファンディング提供者に拡大することのプロ・コンを検討すること
提言11	倒産法上の法的な扱いおよびレポ・レゾリューション当局の設置は、理論的オプションとしては可能だが、現時点では導入に深刻な困難があるためさらなる作業を優先すべきではない

(出所) レポ等に関する最終報告書より野村資本市場研究所作成

II. ヘアカット規制の背景と枠組み

レポやセキュリティ・レンディングを含む証券ファイナンス取引では、担保となる資産の価格変動リスクなどを考慮して、担保資産の価値に対して一定の割引率、すなわちヘアカットが適用されることがある。東京市場のレポの99%以上は国債を担保としており、国債レポでは市場参加者の95%はヘアカットを実施していない³。国債レポでヘアカットが

³ 日本銀行「わが国短期金融市場の動向—東京短期金融市場サーベイ(13/8月)の結果—」2013年12月、15頁を参照。

実施されるのは概ね海外との取引に限定されており、その場合のヘアカットの水準は 2% 以下である（図表 2）。一方、一般債を担保とするレポの場合は、相対的に高いヘアカットが適用されている。

図表 2 東京市場におけるレポのヘアカット水準（2013 年 8 月）

普通利付国債	0%～2.0%
国庫短期証券	0%～2.0%
物価連動国債	0%～1.5%
変動利付国債	0%～1.5%
一般債	3.0%～15.0%

（出所）日本銀行「わが国短期金融市場の動向—東京短期金融市場サーベイ（13/8 月）の結果—」

金融危機の際、米国のレポ市場が大きく混乱したことから、ヘアカットのプロシクリカリティ（pro-cyclicality）に焦点が当てられた。市場にショックが発生しヘアカットが大きく引き上げられると調達可能額が減少するため、ファイナンスをレポに依存する金融機関では流動性リスクが顕在化することになる。金融危機を受けて、銀行にはバーゼルⅢの枠組みの中で流動性規制が求められることから、FSB のヘアカット規制は規制の重複を避けるためにノンバンクの証券ファイナンスに焦点を当てている。FSB の報告書はヘアカット規制の導入の狙いとして、銀行システムの外で生じる過度のレバレッジの蓄積を抑制し、レバレッジがもつプロシクリカリティの削減を促すことを挙げている。

FSB が報告書で提示した非集中清算の証券ファイナンス取引に適用されるヘアカット規制の枠組みは、次の 2 つの相互補完的（complementary）な基準によって構成される。

- ❖ **定性基準**・・・証券ファイナンスを提供する市場参加者の受入担保に対するヘアカットの算定方法に係る規制基準（ポートフォリオ・ベースでマージンを算定する市場参加者に対する追加ガイダンスを含む）
- ❖ **最低ヘアカット**・・・非集中清算の証券ファイナンス取引のうち政府証券（ソブリン債）以外の担保を利用したノンバンクを対象とするファイナンスに適用。一方、集中清算取引、連結ベースで適切な資本・流動性規制の適用を受ける銀行およびブローカー・ディーラー（証券会社）にファイナンスを提供する取引は対象外

ヘアカット規制に関する定性基準は、非集中清算の証券を担保にファイナンスを提供する市場参加者を対象としているのに対して、最低ヘアカットに関しては非集中清算の証券ファイナンスの資金の出し手が保険会社や年金基金、ヘッジファンド、投資信託を含むノンバンクにファイナンスを提供する場合に限定されている。定性基準では担保資産がソブリン債であっても対象となり得るが、最低ヘアカットはソブリン債が担保の場合には明確に適用除外にしている。また、最低ヘアカットについては、バーゼルⅢの自己資本規制や流動性規制の適用を受ける銀行や証券会社がファイナンスを受ける場合にも適用されない。

なお、集中清算される証券ファイナンス取引に関しては、定性基準も最低ヘアカットも求められることはない。

ヘアカット規制の適用スケジュールについては、2017 年末までに各国当局は定性基準の規制化を図ることが求められており、その具体的な規制のあり方は各国当局に委ねられている。一方、最低ヘアカットについては、まずはバーゼル委員会が最低ヘアカットをバーゼルⅢの自己資本規制に反映させることになるが、その後、各国当局は 2017 年末までに、後述するエンティティ・ベース規制、プロダクト・ベース規制、ハイブリッド・アプローチのいずれかの方法に基づいて規制化することが求められる。

なお、2013 年の FSB のレポ等に関する最終報告書は、レポ、セキュリティ・レンディングについて 11 の提言を行っていたが、今般、FSB が公表した報告書は、非集中清算の証券ファイナンス取引のヘアカットに関して 5 つの提言を追加している（図表 3）。

図表 3 証券ファイナンス取引のヘアカットに関する提言

提言 12	規制当局は、金融機関が個々の取引またはポートフォリオ・ベースで担保のマージンまたはヘアカットを算定するために利用する手法の定性基準を設定し、ガイダンスに則った基準を2017年末までにレビューすること。特に、規制当局はヘアカットのプロシクリカリティを最小化すること。バーゼル委員会等の基準設定者は、本提言に沿って担保のヘアカット算定のための既存の規制要件について2015年末までに見直すこと
提言 13	非集中清算の証券ファイナンス取引のうち銀行およびブローカー・ディーラーが政府証券以外の担保でノンバンクにファイナンスを与える取引（銀行・ノンバンク間取引）については、バーゼル委員会は2015年末までに、証券ファイナンス取引に関する資本規制上の扱いを見直し、バーゼルⅢにおいて最低ヘアカットの枠組みを導入すること
提言 14	バーゼル委員会がバーゼルⅢの枠組みに最低ヘアカットを導入した後、各国当局は2017年末までにその枠組みを導入すること。規制の適用は、バーゼルⅢの枠組みを通じて導入するか、または銀行・ノンバンク間取引において銀行に最低ヘアカットを上回るように取引を行うことを要求もしくは最低ヘアカットに則ってマージンを徴求することを要求することによって行われる。当該規制は、銀行およびブローカー・ディーラーのみに課せられるか（エンティティ・ベース規制）、あるいは市場規制に含まれる。市場規制がノンバンク・ノンバンク間取引についても対象とすることに関しては、別添4（annex 4）で市中協議を実施
提言 15	別添4の市中協議の結果を考慮しつつ、各国当局は2017年末までにノンバンク・ノンバンク間取引に適用可能な最低ヘアカットの枠組みを導入すること
提言 16	FSBは、関係する国際基準設定者と調和を図りつつ、最低ヘアカットの枠組みの適用に関するモニタリング、必要に応じて範囲やレベルを含む最低ヘアカットの枠組みの見直しを実施

（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 定性基準の枠組み

1. 取引ベースのヘアカット算定

定性基準に基づくヘアカットの算定は、取引ごとに行われ、ヘアカットは担保資産の市場リスクに基づいて算定される。取引終了（クローズ・アウト）までの保守的な流動性ホライズンの中で担保資産の潜在的な市場価格の下落をカバーするため、少なくとも 1 ストレス期間を含む長期時系列データに基づいて、高い信頼水準（at a high confidence level）の

下でヘアカットの水準を算定することが求められる⁴。ボラティリティが低く資産価格が上昇する市場環境の下で生じるヘアカットの低下を抑制することで、ボラティリティの高い市場で生じ得るヘアカットの上昇の影響を緩和し、ヘアカットのプロシクリカルな変動を抑えることがその狙いである。

ストレス期間など長期時系列のデータが利用できなかつたり、データに信頼が置けないような場合には、同種の資産のストレス状況やストレス時のデータで代用しなければならない。バーゼルⅢにおいて、レポ VaR モデルや自行推計を利用して推計する規制上のヘアカットを算定する際に認められる時系列データの要件よりも厳しいものとなっている。

また、ストレス環境の下では、担保資産のビッド・アスク・スプレッドが拡大し、市場流動性が低下することから、可能な場合には、時系列のビッド・アスク・スプレッドやプライシングの不確実性について検証を行うことを求めている。さらに、流動性ホライズンに関しては、保守的であること、ストレス時の市場環境の下で予想される流動性あるいは非流動性を考慮すること、そして取引ボリュームや市場の厚みといった担保の市場性に応じたものにする必要がある。

ヘアカットの算定には、担保の価格変動リスク（市場リスク）に加えて、以下の点についても考慮する必要がある。

- ❖ 大規模に集中したポジションの処分に係るリスク（liquidation risk）
- ❖ 担保価値とカウンターパーティのデフォルトの間の誤方向リスク⁵（wrong-way risk）
- ❖ 担保の特性（資産の種類、発行体の信用力、残存期間、価格のセンシティブティ、オプション性、ストラクチャーの複雑性、ストレス時に予想される流動性、担保評価およびマージンの頻度を含む）
- ❖ 担保特性に係る追加要素として、カウンターパーティの信用力、カウンターパーティに対する既存のエクスポージャー
- ❖ 担保に係る通貨とカウンターパーティ・エクスポージャーの間の通貨ミスマッチに関する為替リスク（例えば、クロスカレンシー・レポの場合）
- ❖ 担保証券とセキュリティ・レンディングで貸出した証券の間の相関関係（correlation）

2. ポートフォリオ・ベースのマージンの設定

市場参加者の中には、プライム・ブローカレッジにおけるマージン・レンディングのようにポートフォリオ・ベースでマージンを適用する者がいる。そのため、定性基準ではポートフォリオのマージンの算定に関する追加ガイダンスが定められている。追加ガイダンスは、マージンのプロシクリカル性を抑制することを求めており、特に、ポートフォリオに含まれる資産の価格が上昇するにつれて、あるいはポートフォリオの資産のボラティ

⁴ 流動性ホライズンとは、ストレス時に市場価格に大きな影響を与えることなく、金融商品を売却したり、関連するすべての重要なリスクをヘッジするために必要な期間として定義される。

⁵ 誤方向リスクとは一般に、カウンターパーティの倒産確率とエクスポージャーの時価の上昇が同時に生じるリスクを指す。

リティが減少するにつれて、マージンが自動的に小さくならないようにすることが必要である。また、様々なカウンターパーティやポートフォリオに係るマージンを設定する際には、市場参加者に以下を考慮することを求めている。

- ❖ ポートフォリオの市場リスク（例えば、市場のインデックスが上昇または低下した場合に算定されるポートフォリオの価値の変化）
- ❖ 地域、セクター、個々の発行体によるポートフォリオの集中度
- ❖ ポートフォリオの非流動性（例えば、市場残高や平均取引量からみてポジションが集中していたり、大規模なポジションの場合にはポートフォリオの流動性が低下する可能性）
- ❖ 貸出している証券と担保のポートフォリオの資産の価格、スプレッドの非相関的な関係性から生じるリスク

マージンの設定に関しては、様々な時系列および仮想のストレス・シナリオに基づくストレス・テストを実施することになる。市場参加者は、対象ポートフォリオの特性を十分に考慮しながらストレス・シナリオを設定し、定期的なバックテストを実施することが求められる。一方、規制当局は、一般的な仮想ポートフォリオを用いて、市場参加者が利用しているマージンの設定の適切性の検証について検討することが求められている。

IV. 最低ヘアカットの枠組み

1. 適用範囲

最低ヘアカットの枠組みは、非集中清算の証券ファイナンス取引を対象として、政府証券（ソブリン債）以外の担保によって、保険会社や年金基金、ヘッジファンド、投資信託を含むノンバンクに対してファイナンスする場合に適用されるものである⁶。一方、連結ベースで適切な資本規制、流動性規制が課せられる銀行や証券会社については、最低ヘアカットと既存の規制との間で規制の重複が生じることから適用除外の扱いとなる。また、非集中清算の証券ファイナンス取引のうち中央銀行とのオペレーションで生じる取引も規制対象から外れている。

ソブリン債を担保とする取引が対象外となった理由としては、ソブリン債の信用リスクや流動性リスクが深刻なものであればその価格変動はプロシクリカルになる可能性はあるものの、一般にソブリン債の価格変動にはプロシクリカリティがないことが挙げられている。また、ソブリン債を担保にした実際の取引のヘアカットは 0%または低い水準で安定

⁶ 政府証券は、バーゼルⅢの標準的方式の下、ソブリンに対する権利として定義されている。具体的には、①中央政府（および中央銀行）、②ソブリンと認識される一定の非中央政府のパブリック・セクター法人、③リスクウエイト 0%を満たす国際開発銀行、④国際決済銀行（BIS）、⑤国際通貨基金（IMF）、⑥欧州中央銀行（ECB）、⑦欧州連合（EU）が含まれる。

的であり、最低ヘアカットを適用するとソブリン債の取引を大規模に制限することになることを懸念している。

最低ヘアカットを導入する狙いについて報告書は、銀行システム外の過度のレバレッジの蓄積を抑制し、レバレッジのプロシクリカリティの削減を促すことを挙げており、市場が落ち着いた環境の下ではバックストップの機能を果たすとする。FSB は、最低ヘアカットは市場のヘアカットを決定するものではなく、個々の市場参加者がすべてのリスク・ファクターを考慮に入れて適切な水準のヘアカットを自ら評価することを求めており、市場参加者に対しては、定量基準に従ったより緻密なリスク・ベースのヘアカットのテーブルを定めるとともに規制上の最低ヘアカットよりも高い水準に設定することを求めている。

2. 最低ヘアカットの水準

最低ヘアカットの水準は、2013 年から 2014 年にかけて 2 回行われた定量的影響度調査 (QIS) および対象資産の価格のボラティリティの時系列データ、既存の市場や中央銀行のヘアカットを考慮して決定されている⁷。FSB は、過去 5 年または 2008 年 6 月末以降の時系列データから保有期間 10 日、信頼区間 99%の期待損失に基づいてヘアカットを推計しており、社債は残存期間が 1 年超 5 年以下の場合で 2.2%、5 年超 10 年以下の場合で 4.5%、10 年超の場合で 5.9%、株式は主要なインデックスに含まれる株式で 13.8%、その他の株式で 17.5%という結果を明らかにしている。報告書が提示する最低ヘアカットの水準は図表 4 の通りであり、推計されたヘアカットの値よりも低く設定されている⁸。

図表 4 最低ヘアカットの水準

担保の残存期間	コーポレートその他の発行体	証券化商品
1年以下の債務証券、変動利付債 (FRN)	0.50%	1%
1年超5年以下の債務証券	1.50%	4%
5年超10年以下の債務証券	3%	6%
10年超の債務証券	4%	7%
主要インデックスに含まれる株式	6%	
その他資産	10%	

(出所) FSB 報告書

また、最低ヘアカットの枠組みは、取引レベルでヘアカットを利用する場合に加えて、ポートフォリオ・レベルでマージンを利用する場合にも適用される。ポートフォリオにマージンを適用する場合には、ポートフォリオの個々のポジションに適用する最低ヘアカッ

⁷ 報告書の別添 2 (annex 2) では 2 回目の QIS の結果が示されており、別添 3 (annex 3) では時系列データに基づくヘアカットの推計の方法と結果が簡潔に説明されている。

⁸ レポ等に関する最終報告書の提案と比べると、1 年以下の債務証券、変動利付債のカテゴリーを除いて概ね数%ずつ引き上げられている。また、債務証券の残存期間に関しては、2013 年のレポ等に関する最終報告書は「5 年超」であったが、今般の報告書では「5 年超 10 年以下」と「10 年超」に変更されている。

トの加重平均を算定することが求められ、マージンはそれを下回ってはならない。

なお、FSB は、将来的には各国当局が最低ヘアカットを現行水準から引き上げてマクロ・プルードンスのツールとして使うことも想定している。ただし、マクロ・プルードンスのツールとして最低ヘアカットを利用するには、最低ヘアカットをどのようにカウンターシクリカルに変更するかという点について熟考する必要があることも指摘している。

3. 現金担保のセキュリティ・レンディングの扱い

FSB は、最低ヘアカットは証券ファイナンス取引のみに適用するという方針を原則としている。したがって、特定の証券の貸借を行う現金担保セキュリティ・レンディング取引（cash-collateralised securities lending transaction）に関しては、最低ヘアカットを適用しない考えである。具体的には、現金担保セキュリティ・レンディング取引が以下の要件を満たす場合に適用対象外となる。

- ❖ 証券が長期に貸出されるものであり、証券の貸し手が現金担保を貸出期間と同じ期間かより短い期間で再投資または使用する場合で、それによって重大なマチュリティ・ミスマッチや流動性ミスマッチが生じない場合
- ❖ 証券が要求に応じて返還（コール）されるものまたは短期に貸出されるもので、流動性リスクがある場合であって、レポ等に関する最終報告書に規定するセキュリティ・レンダーの現金担保再投資に関する最低基準に則った規制等の下、セキュリティ・レンダーが現金担保を再投資のためのファンドまたは口座に再投資している場合⁹

2013年のレポ等に関する最終報告書は、現金担保再投資に関する規制として、ハイレベルのプリンシプルを定めるとともに、流動性リスク、信用リスクやその他のリスクの管理について具体的な基準を設けており、現金担保の償還に関するストレス・テストの実施を求め、セキュリティ・レンディングのエージェント・レンダーについて顧客へのディスクロージャーを規定している（図表5）。したがって、現金担保セキュリティ・レンディングのうちコール返還されるものや証券の貸出期間が短期のものについては、セキュリティ・レンダーが現金担保再投資に関する基準を遵守している場合に適用除外となる。

ただし、担保を特定したスペシャル・レポ（SC）の場合、担保がソブリン債以外の証券の場合は最低ヘアカットの対象になる。なぜなら、SCは特定証券を貸借するのに利用される一方で、資金の借り手は一般にファイナンス目的でキャッシュを利用しているからである。また、SCにヘアカットが適用される場合、現金担保セキュリティ・レンディングとは異なり、資金の借り手が負担することが一般的であり、その点で経済的には最低ヘアカットの適用対象となる証券の借入れと同様であることを指摘している¹⁰。

⁹ その場合、セキュリティ・レンダーが現金担保再投資の最低基準に適合しているというセキュリティ・レンダーによる表明（representation）に依拠することになる。

¹⁰ もっとも、株式レポの品借りの場合は通常、現物よりもキャッシュの金額が多くなり、スペシャル・レポにおいて資金の借り手が負担しない場合がある点に留意する必要がある。

図表 5 現金担保再投資に関する規制の枠組み

① ハイレベル・プリンシプル

原則1	現金担保再投資の戦略および投資ガイドラインの策定の際、セキュリティ・レンダー、エージェントは常に証券の借り手から現金担保の返還の要請がある可能性を考慮し、予見される現金担保の返還に合理的に適うために十分な流動性のある資産を保有しているか否かを考慮すること
原則2	セキュリティ・レンディングの現金担保再投資は、資本保全の目的をもって行うこと。特に、現金担保再投資のガイドラインは、現金担保を投資している資産の市場が非流動的になり、資産を処分すると損失が発生する場合に予想外の大規模な現金担保の返還に対応できるか否かを考慮すること
原則3	現金担保再投資は、セキュリティ・レンダーの投資方針と一致したものとすることで、金融機関のリスク・プロファイルに重大な追加的なリスクを付加させないこと。現金担保再投資ガイドラインの策定および承認の際には、セキュリティ・レンダーは金融機関全体に対する当該業務の規模を考慮すること
原則4	セキュリティ・レンディングの現金担保再投資のための投資ガイドラインは、エージェントによって正式に文書化され、実質所有者に伝えられること
原則5	セキュリティ・レンダーは、現金担保再投資を管理する投資ガイドラインを明示的に承認し、正式に文書化し、定期的にレビューを実施すること。ガイドラインはこれらの原則を遵守するものであること。エージェントはすべての顧客がそうしたガイドラインを策定するようにすること
原則6	現金担保の返還に応じるためにセキュリティ・レンダー、エージェントが保有する資産は、透明性の高いブラッキングを有する流動性の高いものとし、少なくとも日次ベースでバリュエーションが行われ、必要な場合には売却前のバリュエーションに近い価格で売却できること

② 流動性リスク、信用リスク、その他リスクの管理

- － 現金担保を短期預金(質の高い金融機関)、流動性の高い短期資産(質の高い国債、短期国債)、短期の金融取引(質の高い資産を担保としたO/Nまたはオープンのリバース・レポ)に置く最低比率
- － 加重平均満期(WAM)または加重平均残存期間(WAL)の制限

③ 予見可能および予測不能な現金担保の償還に関するストレス・テストの実施

④ エージェント・レンダーによる顧客へのディスクロージャー

- － オーバーナイト(O/N)および一週間物の現金または現金同等資産の保有割合
- － 投資ポートフォリオのWAMおよびWAL
- － 個々の投資の満期までの最大残存期間
- － 非流動的証券の保有割合(およびその定義)
- － 有担保および無担保エクスポージャーの区分
- － リバース・レポで受取った担保のアロケーション
- － 投資ポートフォリオの平均利回り
- － 流動性ストレス・テストの結果

(出所) レポ等に関する最終報告書より野村資本市場研究所作成

4. コラテラル・アップグレードの扱い

コラテラル・アップグレード(collateral upgrade)とは、担保として信用力の低い証券から高い証券に交換する取引である。FSBは、コラテラル・アップグレード取引を最低ヘアカットの対象外にした場合、規制アービトラージの可能性を指定する。すなわち、最低ヘアカットのより低い証券に担保をスワップし、コラテラル・アップグレード取引とヘアカットの低い証券を担保にするレポを組み合わせることで、最低ヘアカットがより低いファイナンス目的のレポを組成できる。FSBは規制の潜脱を防ぐには、コラテラル・アップグレード取引に対しても最低ヘアカットを適用する必要があるとの考えを示している。

そこで、コラテラル・アップグレード取引に適用する最低ヘアカットの算定方法として、別々に実行された2つの取引に係るヘアカットの差を適用するという方法を示している。例えば、コラテラル・アップグレードを使って主要インデックスの株式を最低ヘアカットがそれよりも低い1年未満の社債に交換する場合には、前者の最低ヘアカット6%から後者の最低ヘアカット0.5%を控除した5.5%がコラテラル・アップグレード取引の最低ヘアカットとなる。

なお、セキュリティ・レンダーについては、現金担保セキュリティ・レンディングの適用除外と同様、証券を貸出す代わりに担保として受け入れた証券の再利用ができない、または再利用をしておらず今後も再利用をする予定がないことを表明している場合には、コラテラル・アップグレード取引、あるいは現金ではなく担保として他の証券を差し入れて証券を貸借する取引に対する最低ヘアカットの適用が免除される。

5. 規制適用のアプローチ

最低ヘアカットの適用に関してFSBは、以下のように、エンティティ・ベースの規制、プロダクト・ベースの規制、ハイブリッドの規制アプローチという規制適用アプローチを示している。

- ❖ エンティティ・ベース規制・・・証券ファイナンス取引を行うエンティティに焦点を当て最低ヘアカット規制を適用するアプローチ。証券ファイナンス取引を行う銀行その他のエンティティは、最低ヘアカットの遵守の要求、または遵守を図るための強力なインセンティブ付けが行われる。インセンティブの例として、バーゼルⅢ資本規制を改正し、規制に遵守していない取引に相当高い資本賦課を求める方法がある
- ❖ プロダクト・ベース規制（市場規制）・・・プロダクト・ベースの規制あるいは市場規制として、ソブリン債以外の担保を受け入れてノンバンクにファイナンスする行為に焦点を当て最低ヘアカット規制を適用するアプローチ。証券ファイナンスにおける資金の出し手には、最低ヘアカットを上回るように取引を行うことまたは最低ヘアカットに即した最低マージンを徴求することを要求
- ❖ ハイブリッド・アプローチ・・・エンティティ・ベースとプロダクト・ベースの組み合わせによって最低ヘアカット規制を適用するアプローチ。その例として、銀行・ノンバンク間（bank-to-non-bank）の取引には銀行に対して最低ヘアカットの遵守を図るよう規制上のインセンティブを適用する一方、ノンバンク・ノンバンク間（non-bank-to-non-bank）の取引には最低ヘアカットの遵守を図るようノンバンクの貸し手に規制を適用

FSBは銀行・ノンバンク間取引については、バーゼルⅢの枠組みの下、2015年末までに証券ファイナンス取引に係る資本規制において最低ヘアカットを導入するようバーゼル委員会に提言している。報告書は、銀行には最低ヘアカットよりも高いヘアカットを設定す

るインセンティブ付けを図る観点から、バーゼル委員会は最低ヘアカットを下回るヘアカットに対して相応に高い資本賦課を求めべきであるとの考えを示している。

バーゼル委員会がバーゼルⅢ資本規制に最低ヘアカットを導入後、各国当局は銀行・ノンバンク間取引の最低ヘアカットの規制アプローチとして、①バーゼルⅢの枠組みの改正、または②(i)銀行に最低ヘアカットを上回るように取引を行うことを要求、もしくは(ii)最低ヘアカットに則った最低マージンの徴求を含む具体的な適用方法を選択しなければならない。すなわち、エンティティ・ベース規制か、プロダクト・ベース規制かあるいはハイブリッドのアプローチかの選択は各国当局に委ねられている。また、各国当局は証券会社を対象とする最低ヘアカットの適用に際して、資本規制か最低マージン規制かのいずれかを選択することが求められる。

他方、ノンバンク・ノンバンク間取引については、現在は取引量が少ないが、将来的に市場慣行が変わり取引が発展する可能性を踏まえて、シャドバンキングの活動を完全にカバーし、規制アービトラージのリスクを削減し、レベル・プレイング・フィールドを確保する観点から、ノンバンク・ノンバンク間取引にも最低ヘアカットを拡張する方針であり、報告書の別添4 (annex 4) でノンバンク・ノンバンク間取引の最低ヘアカットに関する提案を市中協議にかけている。提案は、銀行・ノンバンク間取引と同様、①エンティティ・ベースの規制、②プロダクト・ベースの規制、③ハイブリッドのアプローチという3つの規制アプローチを挙げている。2015年第2四半期までに作業を終える見通しである。

6. 規制適用後のモニタリング

最低ヘアカットは、各法域間で異なる規制アプローチに基づいて導入されることになるため、FSBは市場参加者が異なる法域で取引をブッキングすることによって最低ヘアカットを回避する可能性があることに懸念を示す。そのため、FSBは、規制適用の調和がグローバルに確保されているか定期的にモニタリングする必要があるとし、証券ファイナンス取引のトレンドとリスクを把握するためのモニタリングの枠組みを構築する考えを明らかにしている。モニタリング・プロセスの詳細に関しては2015年第2四半期までに固まる見通しである。

V. 今後の留意点

FSBが明らかにした証券ファイナンス取引に適用されるヘアカット規制の枠組みは、非集中清算取引を対象とするものである。したがって、東京市場では、日本国債清算機関(JGBCC)や日本証券クリアリング機構(JSCC)を経由するレポは、ヘアカット規制の枠組みの対象から外れることが想定される。その一方で、相対決済で行われているレポに関しては、非集中清算取引としてヘアカット規制の枠組みが適用されることになる。

証券ファイナンス取引において資金の出し手となる市場参加者は、定性基準に基づいて、証券の種類ごとに価格変動リスクやその他のリスク等を考慮してヘアカットを算定するこ

とが求められると同時に、証券ファイナンスを提供する先が保険会社や年金基金、ヘッジファンド、投資信託を含むノンバンクであって、担保資産がソブリン債以外の証券の場合には、最低ヘアカットを考慮することになる。カウンターパーティがノンバンクか否かで考慮すべき規制の要素が異なる仕組みである。

また、最低ヘアカットではソブリン債を適用除外とする一方、定性基準においてはソブリン債を適用除外としていない。そのため、非集中清算の国債レポの実取引においてヘアカットを適用すべきか否かは明確ではなく、また報告書の中で一般にソブリン債はプロシクリカリティを有していないとの認識が示されたことを踏まえると、非集中清算の国債レポへの対応は各国裁量に委ねられているように思われる。

一方、最低ヘアカットに関しては、まずはバーゼルⅢの資本規制の中に反映されることになるが、その後、各国当局は最低ヘアカットの適用に関して、①エンティティ・ベース規制とするか、②プロダクト・ベース規制とするか、③それらを組み合わせたハイブリッド・アプローチとするかを選択することになる。日本が規制適用アプローチについてどういった選択をし、どのような規制体系を構築するかは現段階では分からない。また、最低ヘアカットの適用アプローチの選択は各国に委ねられていることから、各法域間で異なる規制の仕組みとなる可能性があることには留意が必要である。