

レポ取引等に対する最低ヘアカット規制の枠組み

—規制の導入に向けた新たな進展—

小立 敬

■ 要 約 ■

1. バーゼル委員会は2015年11月、集中清算機関（CCP）において集中清算されないレポ等の証券金融取引（SFT）を対象に、銀行がノンバンクにファイナンスを提供する取引のうち最低ヘアカットを下回るヘアカットが適用されるものについて、より高い資本賦課を課すことを提案する市中協議文書を公表した。
2. これは、2014年11月に金融安定理事会（FSB）が公表した非集中清算SFTの最低ヘアカット規制に関する報告書の中で提示した方針に従って、バーゼル委員会が具体的な措置を提案するものであり、銀行対ノンバンク取引について、国債以外の証券を担保とする非集中清算SFTであってヘアカットが最低ヘアカットを下回る場合には、自己資本比率の計測上、担保の効果は認められず、無担保のローンとして扱うことが求められる。
3. また、FSBは2015年11月にノンバンクがノンバンクにファイナンスを提供するSFTを対象にした最低ヘアカット規制の枠組みの最終化を含め、非集中清算SFTを対象とする最低ヘアカット規制の枠組みを固める最終文書を公表している。ノンバンク対ノンバンク取引に適用される最低ヘアカット規制の枠組みは、各国のSFTの取引規模に応じてその規制のあり方が異なることとなる。
4. 日本のレポ市場では国債を担保とする取引が中心であるため、ほとんどのレポは規制の適用を受けることはないが、一般債等を担保とする一部のレポについては最低ヘアカット規制が適用される可能性がある。日本を含めて各国は、2018年末までに非集中清算SFTについて銀行対ノンバンク取引、ノンバンク対ノンバンク取引の最低ヘアカット規制の枠組みを導入しなければならない。日本において規制の枠組みがどのように整備されていくのかが次の注目点である。

I. バーゼル委員会の市中協議文書、FSB の最終文書の背景

バーゼル銀行監督委員会（BCBS）は 2015 年 11 月 5 日、「非集中清算の証券金融取引の最低ヘアカット規制」と題した市中協議文書を公表した¹。これは、銀行がノンバンク²（non-bank）に対してファイナンスを提供する証券金融取引（SFT）のうち集中清算機関（CCP）で集中清算されない取引を対象として、最低ヘアカット（haircut floor）を下回るヘアカットが適用された場合において自己資本比率の計測上、より高い資本賦課を求めることを提案するものである。2014 年 10 月に金融安定理事会（FSB）が公表した「シャドールバンキングの監視と規制の強化：非集中清算の証券金融取引のヘアカット規制の枠組み」（以下、「2014 年報告書」）の中でバーゼル委員会に規制の具体化が委ねられていたものである³。

また、FSB は 2015 年 11 月 12 日、「シャドールバンキングから強靱な市場型金融への転換：非集中清算の証券金融取引に関するヘアカット規制の枠組み」と題する最終文書を公表している⁴。FSB は、2014 年報告書においてノンバンクがノンバンクにファイナンスを提供する非集中清算 SFT を対象にした最低ヘアカット規制の枠組みを提案しており、最終文書はノンバンク間の最低ヘアカット規制の枠組みの最終化を含め、2014 年報告書の改訂を図るものである。

レポ、セキュリティ・レンディングといった SFT では、担保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。一方、最低ヘアカットとは、市場参加者が自らの分析に基づいて適切な水準のヘアカットを SFT に適用することを促すインセンティブを与える一方で、バックストップとして過度のレバレッジの抑制を図るために、新たに規制として導入されるものである。

金融危機後に G20 のコミットメントの下、FSB のイニシアティブによって進められてきたシャドールバンキングに対する監視・規制強化の一環として、レポ、セキュリティ・レンディングの規制強化の検討が行われてきた。その検討の成果として、FSB は 2013 年 8 月、レポ、セキュリティ・レンディングのシャドールバンキング・リスクに対処するための政策フレームワークに関する報告書を公表している⁵。報告書では、レポ、セキュリティ・レンディングの規制のあり方に関して、データ収集・集計、ファンド・マネージャーから投資家へのレポーティング、現金担保再投資（cash collateral reinvestment）に関する規制、担保

¹ BCBS, “Haircut floors for non-centrally cleared securities financing transactions,” Consultative document, 5 November 2015 (<http://www.bis.org/bcbs/publ/d340.pdf>).

² ノンバンクとして例えば、保険会社や年金基金、ヘッジファンド、投資信託が含まれる。一方、連結ベースで適切な自己資本・流動性規制の適用を受ける証券会社については対象外となる。

³ FSB, “Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking; Regulatory Framework for Haircuts on Non-centrally Cleared Securities Financing Transactions,” 14 October 2014. 小立敬「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」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号（ウェブサイト版）を参照。

⁴ FSB, “Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance; Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions,” 12 November 2015 (http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/SFT_haircuts_framework.pdf).

⁵ FSB, “Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking; Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos,” 29 August 2013.

の再利用 (re-use) やリハイポセケーション⁶ (re-hypothecation) に関する規制、担保の評価・管理 (マージンを含む) に関する基準を含め、全部で 11 の政策勧告が行われている⁷。

一方、レポ、セキュリティ・レンディングのヘアカット規制については、結論に至らなかったことからさらなる検討が行われた。その後、FSB によって 2014 年報告書が策定され、非集中清算 SFT のヘアカット規制の枠組みが最終化された。レポ、セキュリティ・レンディングのヘアカット規制として、①定性基準 (qualitative standard)、②最低ヘアカット (numerical haircut floor) の 2 つの規制基準が導入され、各国はこれらの基準を自らの法域で適用することが求められている。

- **定性基準**：SFT を提供するすべての市場参加者における受入担保のヘアカットの算定方法に関する規制基準
- **最低ヘアカット**：政府証券 (ソブリン債) 以外の担保を用いたノンバンクへのファイナンスを対象として最低ヘアカットの適用を要求。ただし、集中清算取引、連結ベースで適切な自己資本・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適用除外

2014 年報告書は、①銀行がノンバンクにファイナンスを提供する非集中清算 SFT (以下、「銀行対ノンバンク取引」) について、最低ヘアカットを下回るヘアカットが適用される取引を対象として、相応に高い資本賦課を求める措置の検討を 2015 年末までに行うことをバーゼル委員会に要請するとともに、②ノンバンクがノンバンクにファイナンスを提供する非集中清算 SFT (以下、「ノンバンク対ノンバンク取引」) を対象とする最低ヘアカット規制の枠組みを提案していた。バーゼル委員会から公表された市中協議文書は、2014 年報告書の相応に高い資本賦課の措置に関する検討の要請を受けて作成されたものである。一方、FSB が公表した最終文書は、2014 年報告書そのものを改訂し、銀行対ノンバンク取引に加えてノンバンク対ノンバンク取引を対象とする非集中清算 SFT のヘアカット規制の枠組みの最終化を図るものである。

II. 銀行対ノンバンク取引におけるより高い資本賦課の提案

1. 対象 SFT

バーゼル委員会の市中協議文書は、2014 年報告書で示された非集中清算 SFT の最低ヘアカット規制の枠組みを前提としている。市中協議文書が規制を適用する対象 SFT (in-scope SFT) は、2014 年報告書に基づいて以下の取引を定めている。

- 非集中清算取引 (non-centrally cleared)

⁶ リハイポセケーションとは一般に、プライム・ブローカレッジにおいて顧客から差入れられた担保を顧客の同意の下でプライム・ブローカーが自己のファンディングの担保として利用することを指す。

⁷ 政策勧告に関しては、前掲注 3 を参照。

- ノンバンクに対する担保付現金貸出（cash-lent-for-collateral）および担保付担保貸出（collateral-lent-for-collateral）
- ただし、以下の SFT は適用除外
 - ① 政府証券を担保とする取引
 - ② 中央銀行との間で取引される SFT
 - ③ 資金の貸出しよりも証券を借入れることを主な動機とする SFT
 - ④ 担保がリハイポセクションできない場合の担保付現金貸出

バーゼル委員会は、より高い資本賦課の措置を検討する際、バーゼル規制の枠組みの下ではヘアカットについて様々な方法がある中で、実務的な課題に対処しつつ議論を行ってきたとする。具体的には、①SFT のエクスポージャーの計測方法には複数の手法があるため異なる手法の間で一貫性を保つこと⁸、②銀行が最低ヘアカットを利用するようなインセンティブ付けを図ること、③個別取引だけでなくポートフォリオ・レベルでも規制を適用することといった点が規制の設計において意図されている。

また、ポートフォリオまたはネットティング・セット⁹のレベルでヘアカット規制の枠組みを適用する場合、規制上のアービトラージの機会が生じるおそれがある。つまり、最低ヘアカット規制によってより高い資本賦課が適用される取引と経済的に同じ価値をもつネット・ポジションを構築すれば、より高い資本賦課を意図的に回避することができる。市中協議文書はアービトラージの機会として次のことを踏まえながら、より高い資本賦課を求める規制の枠組みを検討している。

- 同一証券を使った SFT のロング、ショートの間・ネット・ポジションで考える場合、個別取引のレベルでは適用されないが、より高い資本賦課が求められるネットティング契約の対象となる同じ証券を複数の個別取引として相殺を図ること
- 適用対象外の証券を用いた担保のアップグレード・ネットティング・セットのレベルで生じるアービトラージとして、最低ヘアカット規制が適用されないかより低い最低ヘアカットが適用される担保証券へのアップグレード¹⁰

2. 最低ヘアカット

バーゼル委員会が市中協議文書の中で提案する最低ヘアカット（haircut floor）は、FSB の 2014 年報告書が示す最低ヘアカットと同じものである（図表 1）。なお、2014 年報告書の最低ヘアカットは、定量的影響度調査（QIS）、対象資産の価格ボラティリティに関する

⁸ 現行では、例えば、包括的手法、VaR モデル手法、内部モデル手法（IMM）が認められている。

⁹ ネットティング・セットとは、単一のカウンターパーティ当たりで法的に有効なネットティングを実施した後の取引の集合体を指す。

¹⁰ 例えば、ノンバンクが社債を担保にソブリン債を借入れ、次にソブリン債を担保に現金を借入れる。これらの取引は個々のレベルでは最低ヘアカットは適用されないが、ネット・ベースで社債を担保にして現金を借入れる場合には、より高い資本賦課が適用されるとの説明が行われている。

市場データ、さらに金融市場や中央銀行の取引で用いられたヘアカットを考慮して決定されている¹¹。

図表 1 最低ヘアカットのテーブル

担保の残存期間	ヘアカット	
	社債その他の発行体	証券化商品
1年以下の債務証券、変動利付債(FRN)	0.5%	1%
1年超5年以下の債務証券	1.5%	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%
主要インデックスの株式	6%	
その他の対象資産	10%	

(出所) パーゼル委員会市中協議文書

3. より高い資本賦課の適用

自己資本比率の計測におけるより高い資本賦課は、取引レベルで、ネットィング・セットに含まれるか否かにかかわらず、対象 SFT にのみ適用される。個別の SFT または SFT のネットィング・セットに対してより高い資本賦課を求めるかどうかは、担保のヘアカットと最低ヘアカットの水準を比較して担保のヘアカットが最低ヘアカットを下回る場合に実施される。

市中協議文書は、担保のヘアカットと最低ヘアカットの水準を比較するために、最初に以下の定義づけを行っている。

- H は、取引または取引のグループに対する担保のヘアカットであり、SFT において実際に取引されたヘアカットまたは一定の基準（後述）の下で計算されるヘアカットを表す
- f は、取引または取引のグループに対する最低ヘアカットであり、最低ヘアカットに関するテーブル（図表 1）における最低ヘアカットまたは一定の基準（後述）の下で計算される最低ヘアカットを表す
- M は、担保付現金貸出取引における現金貸出の名目元本を表す
- C は、担保付現金貸出取引、担保付担保貸出取引で受入れた担保の現在価値を表す

その上で、すべての SFT または SFT のネットィング・セットにおいて、 H が f を下回る ($H < f$) 場合、すなわち担保のヘアカットが最低ヘアカットの水準を下回る場合に、銀行の自己資本比率の計測において当該 SFT を無担保ローン (unsecured loan) として取扱うことが求められる。すなわち、SFT エクスポージャーの担保による信用リスク削減手法 (credit risk mitigation; CRM) が認められないということであり、その分だけ銀行の所要資本が増えることになる。

¹¹ FSB は、過去 5 年（または 2008 年 6 月以降）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いる。推計の結果、社債の場合で残存期間 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% という数値が得られている。また、株式については、主要なインデックスに含まれる株式の場合は 13.8%、その他の株式で 17.5% という結果を得た。最低ヘアカットは推計されたヘアカットよりも概ね低く設定されている。

4. ヘアカット、最低ヘアカットの計測

市中協議文書は、より高い資本賦課の要否を判断するために用いられる H と f に関して、個別の SFT からポートフォリオ・レベルでのマージン(ヘアカット)を適用する SFT まで、取引の実態に応じて複数の計算方法を用意している。

1) 個別 SFT の場合 (ネットィング・セットに含まれないもの)

(i) 個別の担保付現金貸出

担保付現金貸出の個別取引の場合、 f は担保の種類に基づいて最低ヘアカットのテーブル(図表 1) の水準を適用する一方、 H は以下の計算式の下で計算する。

$$H = \frac{C}{M} - 1$$

例えば、SFT の現金貸出が 100 である一方、担保が残存期間 12 年の社債 101 の場合、 H は 1% (= (101/100) - 1) と計算され、 f は最低ヘアカットのテーブルから 4% という水準が得られる。この場合はヘアカットが最低ヘアカットを下回る ($H < f$) ことから、当該 SFT は自己資本比率の計測上、100 の無担保ローンとして扱われる。

(ii) 個別の担保付担保貸出

個別の担保付担保貸出において貸出す担保が A であって受入れる担保が B である場合、当該取引の実効最低ヘアカット f は、最低ヘアカットのテーブルを参照して得られる担保 A の最低ヘアカット f_A と担保 B の最低ヘアカット f_B を用いて、以下の計算式に基づいて計算される。

$$f = \left[\left(\frac{1}{1+f_A} \right) / \left(\frac{1}{1+f_B} \right) \right] - 1 = \frac{1+f_B}{1+f_A} - 1$$

一方、当該 SFT の実効ヘアカット H は、担保 A の現在価値 C_A と担保 B の現在価値 C_B から、以下の式に基づいて計算される。

$$H = \frac{C_B}{C_A} - 1$$

例えば、104 の株式を担保として残存期間 10 年の社債 102 を貸出す SFT の場合、実効ヘアカット H は 1.96% (= (104/102) - 1) と計算され、実効最低ヘアカット f は最低ヘアカットのテーブルを基に 2.91% (= (1.06/1.03) - 1) と計算される。ヘアカットが最低ヘアカットを下回る ($H < f$) ことから、自己資本比率の計測上、当該 SFT は 102 の無担保ローンとして取り扱われる。

2) ネットィング・セットに含まれる個別 SFT の場合

ネットィング・セットに含まれる個別の SFT の場合、規制アービトラージの可能性を排除しながら、より複雑な取引のグループから生じるネット・ポジションを考慮するため、

H および f の価値はネットティング・セットに含まれる他の取引に依存する。

具体的には、ネットティング・セットに含まれる個別取引でヘアカット（マージン）が計算される場合、ネットで受取ったすべての証券 S_j に係る仮定上のヘアカット $H_{j,k}$ は、以下の計算式に従って個々の証券または現金 S_k に対するものとして計測される。一方、対応する最低ヘアカット f_{S_j, S_k} については、証券の種類に応じて最低ヘアカットのテーブルを参照するか、証券のペアに応じて担保付担保貸出と同様に計算する。

$$H_{j,k} = \frac{\sum_{\{T(C_i)=S_j \text{ and } T(R(E_i))=S_k\}} C_i - \sum_{\{T(E_i)=S_k \text{ and } T(R(C_i))=S_j\}} E_i}{\sum_{\{T(E_i)=S_k \text{ and } T(R(C_i))=S_j\}} E_i}$$

ここで、 $T(\cdot)$ は、SFT の担保 (C_i) またはエクスポージャー (E_i) の証券 (S_i) を決定する関数であり、 $R(\cdot)$ は、エクスポージャーに対する担保または担保に対するエクスポージャーを決定する関数である。その上で、分子の最初の項 ($\sum_{\{T(C_i)=S_j \text{ and } T(R(E_i))=S_k\}} C_i$) は、取引の反対側が証券 S_k である場合の担保 S_j から受取るまたは貸出されたすべての証券に対する集計値であり、分子の次の項 ($\sum_{\{T(E_i)=S_k \text{ and } T(R(C_i))=S_j\}} E_i$) は、同じ取引の担保 C_i の 1 つに対して貸出された現金または証券 S_k に対する集計値である。これらの集計を行う場合、すべての取引はネットティング・セットの中で行われてなければならない。

個々の H_j は、テーブルの最低ヘアカットと比較するか、担保付担保貸出の場合に計測される実効ヘアカットと比較される。最低ヘアカットよりも仮定ヘアカットが下回る対象 SFT に限って、自己資本比率の計測において無担保ローンとしての取扱いとなる。

3) ポートフォリオ・レベルでヘアカットを適用するネットティング・セットの場合

銀行はポートフォリオ・ベースでヘアカット（マージン）を計算する場合がある。ポートフォリオ・レベルで行われるマージンの下に置かれるネットティング・セットに関しては、実効的なポートフォリオの最低ヘアカット $f_{Portfolio}$ は以下のように計算される。

$$f_{Portfolio} = \left[\left(\frac{\sum E_s}{\sum (E_s \times (1 + f_s))} \right) / \left(\frac{\sum C_s}{\sum (C_s \times (1 + f_s))} \right) \right] - 1$$

ここで、 E_s はネットで貸出している個々の証券 s （または現金 s ）のネット・ポジションで、 C_s はネットで借入れている個々の証券 s （または現金 s ）のネット・ポジションであり、ヘアカット f_s は最低ヘアカットのテーブルを参照する。ポートフォリオの最低ヘアカット $f_{Portfolio}$ は、以下の式で計算されるポートフォリオ内の個々の取引で加重平均したヘアカットと比較して、加重平均ヘアカットが最低ヘアカット $f_{Portfolio}$ を下回る場合には、当該 SFT は、自己資本比率の計測上、カウンターパーティに対する無担保ローンとして扱うことになる。

$$\frac{\sum C_s - \sum E_s}{\sum E_s}$$

Ⅲ. 最終化された非集中清算 SFT のヘアカット規制の枠組み

他方、FSB 最終文書は、ノンバンクがノンバンクにファイナンスを提供する取引への適用を含め、2014 年報告書を改訂し、非集中清算 SFT のヘアカット規制の枠組みを最終化するものである。2014 年報告書からの主な改正点は、①ノンバンク対ノンバンク取引にも銀行対ノンバンク取引と同様の規制の枠組みを適用すること、②各国におけるヘアカット規制の適用期限が 2017 年末から 2018 年末に 1 年後倒しされていることである。

1. ノンバンク対ノンバンク取引の最低ヘアカット規制

FSB 最終文書は、ノンバンク対ノンバンク取引についても最低ヘアカット規制を適用することを決定した。現状、ノンバンク対ノンバンク取引は多くの法域で取引規模は小さいが、市場慣行や取引の発展によって将来的に規模が拡大する可能性を考慮したものである。FSB としては、シャドバンキングの活動を完全にカバーし、規制上のアービトラージの可能性を制限し、レベル・プレイング・フィールドを確保するには、ノンバンク対ノンバンク取引にも最低ヘアカット規制の枠組みを適用することが重要との考えである。

ノンバンク対ノンバンク取引に関する最低ヘアカット規制の枠組みは、SFT を行うエンティティを規制するエンティティ・ベース規制、または SFT を行う行為を対象に規制するプロダクト・ベース規制（市場規制）の下、各国が自国に導入することが求められる。ただし、各国の間で取引の規模が異なるため、自国の取引規模に応じた規制の適用が求められる。

具体的には、各国は以下の判断基準に従って、自国における SFT の取引規模に応じて、ノンバンク対ノンバンク取引に関する最低ヘアカット規制を自国に適用することが求められる¹²。

- 最も大規模に SFT の活動が行われている法域（当該法域のすべてのエンティティによる SFT を通じた総借入額が 1.5 兆ユーロ超）の場合、2018 年末までに市場規制の下で最低ヘアカット規制を導入
- 大規模に SFT の活動が行われている法域（当該法域のすべてのエンティティによる SFT を通じた総借入額が 1.5 兆ユーロ以下 5,000 億ユーロ超）の場合、2018 年末までに市場規制またはエンティティ・ベース規制の下で最低ヘアカット規制を導入
- 大規模に SFT の活動が行われていない法域では、ノンバンク対ノンバンク取引の規模が当該法域において重要かどうかを当局が評価し、重要と判断される場合には 2018 年末までに市場規制またはエンティティ・ベース規制の下で最低ヘアカット規制を導入
- 大規模に SFT の活動が行われていない法域であってノンバンク対ノンバンク取引の規模が重要ではない場合、最低ヘアカット規制は銀行対ノンバンク取引のみに適用

¹² 大規模な SFT 活動の基準に関しては、SFT を通じて借入れを行っているすべてのエンティティにおける借入額が基準となっており、ノンバンク対ノンバンク取引に限られていない点に留意が必要。

2. 適用時期および提言の改訂

2014年報告書では、各国は最低ヘアカット規制の枠組みを2017年末までに自国に適用することになっていたが、FSBの最終文書はその適用時期を1年後倒ししており、その結果、各国は最低ヘアカット規制の枠組みを2018年末までに自国に適用しなければならない。

なお、2014年報告書では、SFTのヘアカット規制の枠組みに関していくつかの政策的な勧告が示されていた。最終文書では、ノンバンク対ノンバンク取引にも最低ヘアカット規制の枠組みが適用され、ヘアカット規制の適用時期が後倒しになっていることから、最低ヘアカット規制の枠組みに関する勧告についても図表2のとおり、修正されている。

図表2 最低ヘアカット規制の枠組みに関する勧告

提言12	規制当局は、金融機関が個別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に関する定性基準を設定し、設定するガイダンスに照らして当該基準を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手法におけるプロシクリシティを最小化するように努めること。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SFT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を用いてノンバンクにファイナンスを与える取引(銀行対ノンバンク取引)については、バーゼル委員会は2015年末までに、SFTの資本要件を見直し、バーゼル規制資本フレームワーク(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	バーゼル委員会が最低ヘアカットの枠組みをバーゼルⅢフレームワークに導入した後、当局は2018年末までに最低ヘアカットの枠組みを適用すること。当該適用は、バーゼルⅢフレームワークを通じて、または銀行対ノンバンク取引を行う銀行およびブローカー・ディーラーに最低ヘアカットを上回る取引を行うまたは最低ヘアカットと一貫性のある超過マージンを徴収するよう要求することを通じて行われる。当該要求は、銀行およびブローカー・ディーラーに単独で直接命じるか(エンティティ・ベース規制)、市場全体で適用する要件(市場規制)に規定するかである
提言15	当局は、自らの法域におけるSFT活動の規模とノンバンク対ノンバンク取引の重要性の評価に基づいて、2018年末までに最低ヘアカットの枠組みをノンバンク対ノンバンク取引に適用すること。大規模なSFT活動がある法域は、市場規制またはエンティティ・ベース規制のアプローチを使って、すべてのノンバンク対ノンバンク取引に最低ヘアカットを適用し、最大規模のSFT活動がある法域は市場規制を使って適用すること。その他の法域(大規模なSFT活動がない法域)では、自らの法域のノンバンク対ノンバンク取引の規模が重要であると判断される場合、当局は市場規制またはエンティティ・ベース規制を用いて規制の対象とすること。それ以外は、最低ヘアカットを銀行対ノンバンク取引に限定することである
提言16	ノンバンク対ノンバンク取引に最低ヘアカットの枠組みを導入する必要性および適用アプローチの最初の評価については、本文書の公表後1年以内実施すること。当局が、2018年末までに自らの法域で市場規制を通じて最低ヘアカットの枠組みを導入しない場合、枠組みの適用範囲の拡大の必要性を毎年評価し、評価から3年以内に必要な変更を適用すること
提言17	FSBは、関係する国際基準設定者と協調して、最低ヘアカットの枠組みの適用をモニタリングし、必要に応じて範囲および水準を含め当該枠組みのレビューを行うこと
提言18	FSBは、各国における最低ヘアカットの枠組みの適用、特にノンバンク対ノンバンク取引に適用するアプローチ、当該アプローチの妥当性をレビューするために、2017年にモニタリング・プロセスを設置する方針。最初のモニタリングは2018年に実施する予定

(注) 網掛けは、2014年報告書から修正された箇所を表す。

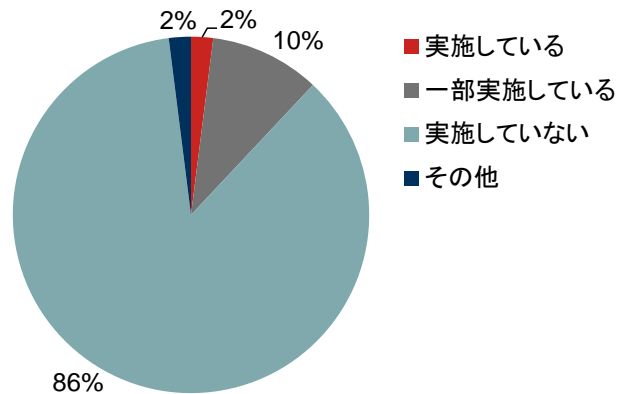
(出所) FSB最終文書より野村資本市場研究所作成

IV. 今後の留意点

バーゼル委員会から市中協議文書、FSB から FSB 最終文書が公表されたことによって、ようやくレポ、セキュリティ・レンディングのヘアカットに関する規制の全体的な枠組みが示されることとなった。銀行がノンバンクにファイナンスを提供する非集中清算 SFT のうち、最低ヘアカットを下回る取引については、銀行の自己資本比率の計測上、担保の効果が考慮されずに無担保ローンとして扱わなければならない。また、ノンバンクがノンバンクにファイナンスする非集中清算 SFT についても最低ヘアカットの規制の枠組みが適用されることになる。日本では SFT がどのような取引状況となっているのかについて最後に確認したい。

日本銀行が 2015 年 8 月に実施した東京短期金融市場のサーベイによると、国債レポの取引約定を行っている市場参加者を対象とする調査では、ヘアカットを実施していると回答した市場参加者はわずかな割合であって、一部ヘアカットを実施していると回答した市場参加者は 1 割に留まっており、ヘアカットを実施していないと答えた市場参加者がおよそ 9 割に及んでいる¹³ (図表 3)。また、同調査によると、GC 取引、SC 取引ともにレポの担保債券はほとんどが国債となっており、一般債の利用はわずかである¹⁴。これらの結果を考え合わせると、現在、日本のレポ市場ではヘアカットはほとんど行われていないと考えられる¹⁵。

図表 3 短期金融市場におけるヘアカット実施状況



(注) 国債レポ取引の約定を行っている市場参加者のみが回答。

(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 (15/8 月) の結果—」

¹³ ヘアカットの実施状況は、日本銀行金融市場局「わが国短期金融市場の動向—東京短期金融市場サーベイ (15/8 月) の結果—」2015 年 10 月、21 頁を参照。

¹⁴ レポ取引の担保債券別残高シェアは、前掲注 13 の 19 頁を参照。

¹⁵ 2013 年 8 月に実施された調査では、ヘアカットの水準は、普通利付国債で 0~2.0%、国庫短期証券で 0~2.0%、物価連動国債で 0~1.5%、変動利付国債で 0~1.5%、一般債で 3.0~15.0%とされている (日本銀行金融市場局「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)。

したがって、最低ヘアカットの規制の適用対象に国債を担保とするレポ取引は含まれないことから、現在の日本のレポ市場の状況を前提とすれば、ほとんどのレポ取引は最低ヘアカット規制の適用を受けないということになる。もっとも、一般債等を担保債券とすることで一部のレポの取引に限っては 2018 年から最低ヘアカット規制の枠組みが適用されることが想定される。

一方、日本で行われているセキュリティ・レンディングについては、日本証券業協会の株券等貸借取引状況（週末株券等貸借残高）をみると、足許では貸付残高で 9.9 兆円、借入残高で 9.8 兆円の取引がある¹⁶。しかしながら、当該統計からはこれらの取引のうち最低ヘアカット規制の枠組みが適用されるような取引がどの程度あるのかについては把握することができない。

いずれにしても、他の G20 各国と同様、日本についても 2018 年末までに非集中清算 SFT のうち銀行対ノンバンク取引、ノンバンク対ノンバンク取引に関して最低ヘアカット規制の枠組みを導入しなければならない（図表 4）。日本の規制の枠組みが、エンティティ・ベース規制、プロダクト・ベース規制（市場規制）、またはそれらのハイブリッド・アプローチの下でどのように整備されていくのかが次の注目点である¹⁷。

図表 4 今後のスケジュール

～2016年11月	ノンバンク間取引に対する最低ヘアカット規制の実施の必要性および実施アプローチを評価
2017年中	モニタリングプロセス設置
2018年	FSBにおけるモニタリング開始
2018年末	最低ヘアカット規制の実施期限

（出所）金融庁「レポ市場を巡る国際的な議論」より野村資本市場研究所作成

¹⁶ 日本証券業協会「株券等貸借取引状況表（平成 27 年 11 月 27 日報告分）」を参照。

¹⁷ レポの取引残高は、GC レポと SC レポを合わせた資金調達サイドは約 100 兆円を記録している。SFT を通じた総借入額は 1.5 兆ユーロ以下 5,000 億ユーロ超の範囲に収まるとすれば、日本はノンバンク対ノンバンク取引に関しては、大規模に SFT の活動が行われている法域として、市場規制またはエンティティ・ベース規制の下で最低ヘアカット規制が適用されることとなる。