

平成 25 年 1 月 11 日

金融安定理事会「証券貸借・レポ取引のシャドバンキングリスクに対処するための政策提言」に係る市中協議文書に対する全銀協コメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、金融安定理事会（FSB）から 2012 年 11 月 18 日に公表された市中協議文書「証券貸借・レポ取引のシャドバンキングリスクに対処するための政策提言」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。

本件が検討されるに当たり、我々は以下のコメントが FSB におけるルールの最終化に向けてのさらなる作業の助けとなることを期待する。

#### <総論>（Q1～5）

我々は、本件に係る中間報告書に対して提出したコメント（2012 年 5 月 25 日付）で述べたとおり、金融危機を踏まえ、一部の低流動性資産を対象とした証券貸借・レポ取引や、当局の監督を受けないヘッジファンド等による高レバレッジ取引につながる取引に対して、レバレッジとプロシクリカリティ・リスクの抑制を目的とした規制を導入すること、そのために市場の透明性のさらなる向上を図ることの必要性を認識している。

一方で、市中協議文書においても部分的には認識されているものの、以下のとおり、いくつかの重要な論点が十分に考慮されたうえで、より深度ある検討がなされるべきと考えている。

まず言及しておきたいのは、主たる証券貸借・レポ取引の形態は各国において異なり、そのことに起因して、抑制・モニタリングすべきリスクの所在が各国によって大きく異なるという事実である。例えば、わが国においては、レポ取引の担保債券の 99.7%は国債（含む物価連動国債・変動利付国債）<sup>1</sup>という実態にあることを踏まえると、低流動性資産を対象とした取引と同じカテゴリーでレバレッジ・プロシクリカリティ・リスクを抑制する規制を適用する必要性は極めて乏しいと考えている。

---

<sup>1</sup> 2010 年 12 月に日本銀行公表の「わが国短期金融市場の動向と課題」の（4）「レポ取引におけるリスク管理の強化」における「レポ取引の担保債券別残高」を参照。

また、わが国においては、証券貸借・レポ取引の約定については、概ね、株式会社証券保管振替機構の決済照合システム（Pre-Settlement Matching System）を利用し、約定データ管理が行われており、既に一定レベルの取引データが一元的に管理できる態勢にある。加えて、国債レポ取引の相当程度は株式会社日本国債清算機関において清算が行われ、また近い将来、参加行の拡大が計画されており、システミック・リスクのさらなる削減効果が期待されている。また、株式貸借取引についても、証券保管振替機構の DVP 決済の制度整備も予定されており、他国に比して先進的な取組みが進められていると考えている。したがって、このような既存のインフラ・フレームワークを十分尊重することが極めて重要と考えている。

以上の論点に加え、国債担保のレポ取引は主要国においては中央銀行の資金調整ツールとして、短期金融市場の中核を担っていることも踏まえると、我々は、各国の金融市場の実態や市場慣行（取引形態、担保となる証券の種類、清算集中への取組み、市場参加者や市場における位置付け等）を十分に考慮のうえ、本来のシャドーバンキング規制の目的の範囲を超えて、報告規制や最低ヘアカットの適用等について過剰な規制が及ぶことのないような配慮が必要と考えている。そのような配慮に欠ける結果となった場合には、証券貸借・レポ市場に留まらず、現物国債市場への悪影響（流通・発行市場の両方）や各国における国債の安定消化の阻害要因となると考えている。

もう 1 つ重要な論点としては、既に着手または検討されている他の金融規制の内容との整合性である。例えば、健全性規制の対象となっている主体（銀行等）に関しては、バーゼルⅢの枠組み（レバレッジ比率規制、流動性規制、自己資本比率規制）の中で、既にレバレッジとプロシクリシティ・リスクを抑制する政策ツールが導入されている。このような状況を踏まえ、各金融規制間の整合性を十分に確保するとともに、特定の取引主体に重複的な規制をかけることのないようにすべきである。したがって我々は、本件規制の対象範囲については、取引主体に着目し、バーゼルⅢの規制の枠組の対象外の取引主体に限定すべきであり、例えば健全性規制の対象となっている主体については対象外とし、二重規制をかけるべきではないと考えている。

また、市場透明性の向上が重要であることについては賛成するものの、現在 FSB が検討している Data Gap にもとづく当局宛報告義務や Enhanced Disclosure Task Force 等、バーゼル第 3 の柱、財務会計上の要請にもとづく開示義務等と整合性をとりつつ、過剰な報告・開示を義務化しないよう十分な配慮をお願いしたい。加えて、新たな開示・報告事務を課す際には、システム開発等体制構築のため、十分な準備期間を確保すべきである。

## <各論>

### 【勧告 1】

総論において述べているように、わが国においては、証券貸借・レポ取引の約定については、証券保管振替機構において約定データ管理が行われている。国際的な金融機関からのデータの収集に当たっても、そのような既存のインフラの活用により、金融機関側で新たなデータ作成・構築を行う必要を生じさせない方法を検討すべきと考える。

### 【勧告 2 および勧告 3】

#### (Q6～8)

当局による情報収集の改善の必要性については理解しているが、我々は取引情報蓄積機関（TR）の活用は、最も有効な方法とは言えず、別の方法を訴求すべきと考えている。

TRについては、店頭デリバティブ取引の実情を踏まえると、各金融機関におけるシステム開発を含めた準備負荷は大きく、そのコストは1金融機関あたり数十万ドル規模と想定される。また、市中協議文書 Annex2 においては、TR に関する立上げ時のコストと変更負荷が言及されているが、それに加えて、市場参加者にとっては、TR の利用によるランニング・コストが発生することも認識すべきである。例えば、TR の利用に当たって、完全に無料としない限り、一定の手数料（例えば1取引あたり数ドル）が継続的に発生すると想定されるが、証券貸借・レポ取引について1金融機関あたり日次で数百件レベルの取引を行っている場合には、年間の利用コストは数万ドル規模の試算となる。低金利環境下における信用力の高い国債を担保とした取引については、取引そのものから享受可能な利益が限定的ななか、取引主体の規模によっては、かかるコスト負担は明確に取引のディスインセンティブとなる可能性がある。また、資金運用主体が資金調達主体に対して、当該コストを上乗せした取引金利を要求し、調達コストの上昇に繋がる可能性もある。

加えて、店頭デリバティブ取引の実例を踏まえると、TR の利用を義務付けられた場合、既存のフレームワークのない法域（わが国も含まれる）においては、結果として自国外のTR の利用を強いられる結果となり、異なる法制度・市場慣行の下でのドキュメンテーションの調整や情報管理上等のリーガル・リスクへの対応が発生する。またグローバルベースでのデータ集計・マッチングの負担が当局側にも発生することから、明らかに効率的ではない。

一方で、我々は当局・市場関係者双方にとって、TR 以外の方法による情報収集の改善を図ることが可能であり、少なくともわが国においては、TR 以外の方法がより効率的であると考えている。

総論において述べているように、わが国においては、証券貸借・レポ取引の約定につい

では、概ね、証券保管振替機構において約定データ管理が行われ、既に一定レベルの取引データが一元的に管理されていると認識しており、当局においても当該インフラの活用が選択肢として可能である。

その他の取引情報収集の方法としては、例えば、店頭デリバティブ取引の事例と同様に、清算機関（CCP）において決済を行っている取引については、担保債券に係る情報に関して一定程度カウンターパーティーごとの捕捉が可能と思われることから、清算機関から当局に情報を提供することが考えられる。さらに、各金融機関における現物証券の決済システムのデータを活用し、当該システムからアウトプットされるデータに一定の追加情報を付加したうえで、当局あて定期的に報告するという方法も考えられる。

上記を踏まえると、取引情報の収集に当たっては、既存のインフラや管理の枠組みを活用することがより効率的であり、具体的な方法については各国ごとに柔軟性をもたせることが重要であると考える。

また、わが国における市場の透明性向上に関する既存の取組みとしては、(i) 各市場参加者による当局あて定期的な報告（月次等）、(ii) 日本証券業協会によるレポ・レートの公表（日次に T+0～1 年まで 9 段階の期間ごと）、債券貸借取引残高等状況（月次に業態別の借入・貸付残高、現金担保取引・無担保取引別の取引残高等）、(iii) 日本銀行による定期的な短期金融市場サーベイ（年次で実施予定）を既に実施している。わが国においては、こうした枠組みを活用して、今後確定する勧告の目的に沿って拡充していくことにより、さらなる市場の透明性の向上を図っていくことが可能であり、また現実的であると考えている。

#### (Q6)

Box1 に記載されている取引情報の項目については、上記の観点を踏まえ、各国当局において必要な情報を選定すべきと考えているが、いくつかの項目について、実務上の観点から追加的なコメントを述べたい。

Box1 では「開示の強化のための情報項目案」として、取引レベルデータのうち「(最終的な)カウンターパーティー」、会社レベルデータのうち「カウンターパーティーの内訳および集中度」、およびそれに付随して担保資産クラス別掛け目などの情報項目が提示されている。しかしながら、カウンターパーティーの個別名を開示した場合、カウンターパーティー毎の条件の差異を明示することとなり、取引先の証券貸借・レポ取引へのディスインセンティブ、その結果として、取引の市場流動性や担保資産の市場価値の低下を招くおそれがある。したがって、会社レベルデータ・合算データを含めて、カウンターパーティーの個別名の開示を求めるべきではない。また、カウンターパーティーの種類毎（金融機関・非金融機関の別）等の一定の分類にまとめたデータであったとしても、カウンターパーティー種類毎の条件の差異が明らかになることで取引先のディスインセンティブを引き起こす懸念は拭えず、慎重な配慮が必要と思われる。さらに、現状、一部の情報については、

法域を跨いだ取引情報の提供に規制をかけている法域もあると思われることから、その観点での整理も必要である。

#### 【勧告 4】

##### (Q9)

市中協議文書において掲げられている、各社における「カウンターパーティーの集中」、「取引の満期」、「担保の構成」等の要素について、各国当局によるモニタリングの必要性は理解するものの、投資家に対しての開示項目としては、総論に記載のとおり、バーゼル第 3 の柱、財務会計上の要請にもとづく開示義務等と整合性をとることが必要である。なお、資金調達に関する詳細な情報を開示することは、ストレス時の資金取引におけるプロシクリカリティを意図せざるかたちで増幅させるおそれがあることを踏まえると、そのような情報については、公表の対象とはせず、規制当局への報告項目に限定すべきである。

なお、「カウンターパーティーの集中」に関する検討に当たっては、各国内の中核的な金融機関の数にも依存することにも留意が必要と思われる。

#### 【勧告 5】

##### (Q10)

投資家への報告の強化については、各国における当該報告を行う者に過度な負担がかかることのないよう、配慮することが必要である。

例えば、わが国の信託契約の下での国債のレポ取引、株式貸借取引等は、信託業法等の厳格な規制化のもとで受託者が資産の保全や元本の回収の確実性に留意した運用を行っている。また貸付先の選定を含めて契約にもとづいて投資家へのリスク説明を行い、投資家の理解を得たうえで取引を実施している。加えて、総論で述べているように、決済制度が整備されている実情を鑑みると、最終投資家への情報開示規制を各国に導入するに当たっては、各国において法制度の枠組みを遵守しており、かつ、各国当局において投資家への情報開示が既に十分になされていると判断される取引については、報告頻度の柔軟化や開示項目の削減を許容すべきと考える。

なお、本勧告については、リテール投資家等へのディスクロージャーを想定していると思われることから、情報を還元すべき対象として、金融機関または各国の法制度上のいわゆるプロ同士の取引は除外することが適切と考える。

## 【勧告 6】

### (Q11)

市中協議文書 11 ページ（パラグラフ 3.1.1）には、CCP を利用した取引についても、最低ヘアカットの適用を検討しているとも受け止められる記載がある。しかし、IOSCO/CPSS の金融市場インフラ原則の要件を満たした適格清算機関を利用して決済を行う証券貸借・レポ取引については、カウンターパーティー・リスクの削減や、市場価格変動への対処が清算機関を通じて実現され、システムック・リスクを減じることになると考えられる。このことから、各適格清算機関の定める基準を優先し、ヘアカットの最低水準の設定の対象外とすべきである。このような差異を設けることで、適格清算機関を利用するインセンティブを高めると考える。

## 【勧告 7】

### (Q12～17)

最低ヘアカットの設定に関しては、我々は一律的に適用することについては反対である。バーゼルⅢをはじめとして既に導入されている他の金融規制との重複を回避するとともに、各国の金融市場の差異を十分に考慮することが必要と考えている。特に我々は、健全性規制の対象となっている主体に最低ヘアカットを課すことと、ソブリン債に最低ヘアカットを課すことについて、重大な関心を抱いている。

なお、我々は最低ヘアカットの導入の意義を否定するつもりはないが、最低ヘアカットを導入したとしても、例えば、レポ取引の回数を増やすことによりレバレッジを大きく高めることが可能であり、過剰なレバレッジやプロシクリカリティの抑制効果が限定的となる可能性があることに言及しておきたい。

そのうえで、以下、市中協議文書で提案されている最低ヘアカットの導入の各論について、コメントを述べたい。

#### (1) 担保の種類について

我々は、低流動性資産（含む相対的な信用力の低いソブリン債）をベースとした証券貸借・レポ取引と、信用力の高いソブリン債等をベースとした取引を一律的に最低ヘアカットの対象として論じることに反対であり、少なくとも信用力の高いソブリン債については、最低ヘアカットの対象外とすべきであると考えている。

わが国におけるレポ取引（債券貸借取引の形態を含む）を例にとると、その市場規模は、ストックベースでは 70～80 兆円（約 1 兆ドル）、月次のフローベースの取引高は 300～600 兆円（約 4～8 兆ドル）に達しているが、総論で述べたとおり、授受される債券の大半は日

本国債であり、わが国の短期金融市場の中核として資金需給の調整機能を担っている。本件規制が導入される場合、レポ取引の執行コストの上昇や管理負荷などのデメリットからレポ取引市場が縮小することが予想され、短期金融市場の資金調達機能が損なわれるばかりでなく、日本国債の流通市場での流動性の低下や（本来の価格変動要因ではなく）規制要因による利回りの上昇に繋がることが懸念される。なお、仮に最低ヘアカットが一律的に導入された場合、市中協議文書の1年超～5年以下のソブリン掛け目（2%）を用いると、単純計算で数兆円（数百億ドル）の追加担保需要が発生することとなり、流動性への影響は大きい。このような影響は、わが国の中核的市場参加者として、容認し得るものではなく、最低ヘアカットの一律的な適用については同意できない。

加えて、バーゼルⅢの枠組での流動性カバレッジ比率（LCR）規制において、適格流動資産のうち一定の要件を充足するソブリン債等のレベル1資産については、その全額（100%）を分子に算入することが認められている。本市中協議文書においては、ソブリン債についてもデフォルトリスクを踏まえ最低ヘアカットを適用すべきとの意見も併記されているが、そのようなリスクが存在する法域のソブリン債の場合には、LCRに係る一定の要件（「市場がストレス状態にある場合でも市場から流動性を調達できる実績がある」等）を充足できない状態であると考えられる。逆にいえば、各国当局とその法域の金融機関が当該要件を充足していると判断しているソブリン債等については、少なくともその要件を満たす限りにおいて、最低ヘアカットを適用する合理的理由がない。このような事情を踏まえると、金融規制間の整合性の確保の観点から、本件証券貸借・レポ取引に係る規制においても、当該要件を充足しているソブリン債等については、最低ヘアカットの対象外とすべきである。また、我々は上記要件を満たす政府機関債・国際機関債についても、ソブリン債と同様の扱いとすることを明記すべきと考えている。

なお、我々はソブリン債等に係る最低ヘアカットの適用について、一律的な扱いをすることに反対しているが、グローバルに一律的な取扱いを行わない結果、クロスボーダー取引についてコンフリクトが発生する懸念があることについては理解している。したがって、自国内における、信用力の高いソブリン債をバックにした同一通貨建ての取引（例えば、日本国債を担保とした円建て取引、米国債を担保とした米ドル建て取引）については、最低ヘアカットの対象外とするという扱いも、現実的な対応としては考え得ると思われる。この扱いは、標準的手法における0%のリスク・ウェイトの要件（特に、自国通貨建ての自国通貨で調達されたソブリン向けエクスポージャーには軽減的なリスク・ウェイトの適用が可能）とも整合的である。

## （2）取引の種類、およびカウンターパーティーの種類について

本市中協議文書においては、最低ヘアカットの導入目的として、過剰なレバレッジやプロシクリカリティの抑制が掲げられている。しかし、健全性規制の対象となる主体に関し

では、当該リスクの抑制についてより効果的と思われるバーゼルⅢにおけるレバレッジ比率規制や流動性規制、自己資本比率規制が課されている。したがって、健全性規制の対象となる主体に対して最低ヘアカット規制を導入することは、明らかに二重賦課を求めるものである。このため、少なくとも当該規制を充足している健全性規制の対象となる主体における取引については、最低ヘアカットの適用対象外とすべきである。規制の対象は、過剰なレバレッジの積み上げが可能な取引主体およびシクリカリティに対する耐性を有していない取引主体に絞って適用することを検討すべきである。

なお、我々は健全性規制の対象となる主体における証券貸借・レポ取引については、最低ヘアカットの適用の対象外とすることを求めているが、仮に何らかの規制を導入するのであれば、各種金融規制の整合性を確保する観点から、市中協議文書 17 ページに記載の方法のうち、健全性規制の対象となっている主体における資金調達取引は適用対象外とする (ii) のアプローチを支持する。

その他、最低掛け目に関するいくつかの論点について追加的なコメントを述べたい。

#### (Q14)

High Level、Back-stop level のいずれの方法においても、証券貸借・レポ取引において最低ヘアカット規制が導入される場合、ソブリン債を含めた信用力の高い資産に対する担保需要が高まる可能性がある。加えて、バーゼルⅢにおける LCR 規制、現在 BCBS/IOSCO において検討されている「清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」等の他の金融規制に関しても同様に担保需要を高める作用を有することが懸念される。このような規制強化が重なり合うことによって、金融危機時には、担保資産の流動性の急速な低下とボラティリティの上昇が起こる結果、かえってシステミック・リスクを増幅する可能性もあることから、各金融規制における定量的影響度調査 (QIS) に当たっては、そのような増幅効果についても十分に考慮すべきである。

High Level、Back-stop level のいずれの方法においても、10 営業日の保有期間を想定したデータを基礎としている。前述のとおり、我々は一定の要件を満たすソブリン債等は最低ヘアカットの対象外とすることを求めている。仮に対象となる場合でも、そのような要件を満たすソブリン債等について換金のために 10 営業日を要するとの想定は過度に保守的であることから、担保証券の市場流動性に応じた保有期間 (例えば 1 営業日等) を計算の基礎とすべきである。

担保証券の市場価格変動により、一時的に最低掛目を下回る状況も想定されるが、その際には、画一的にマージンコールでの担保授受を義務付けるべきではない。例えば、一定の残存期間を有する取引のみ対象とすることや最低受渡し金額 (閾値) を設定するなど、実務上の負荷への配慮が必要と思われる。



最低ヘアカット水準について、金融機関の内部モデルにより算出値を上回る水準で最低水準が設定された場合には、各金融機関にとって、内部モデルの維持・改良のディスインセンティブとなる可能性があることに留意すべきである。

(Q16)

レポ取引については、貸借の対象となる債券の銘柄を特定しないで行う General Collateral(GC)取引と、貸借の対象となる債券の銘柄を特定して行う Special Collateral(SC)取引が存在するが、この区別は必ずしも明確ではなく、事後的に第三者がGC・SC取引の区別を判定することは困難であり、取引担当者が申告した取引種別がそのまま取引データとして記録されるのみと思われる。このような実態を踏まえ、GC・SC取引などの用語の定義や、事後的に第三者が判定する方法等が、最終報告書の作成に向けた議論において明確になることを期待する。

(Q18)

バーゼルⅢの枠組（信用リスク削減手法）の中では、レポ取引のエクスポージャーに係る資本賦課の計算に関しては、法的に有効な契約のもとで、取引合算ベースでのネットティングが認められていることを踏まえ、本規制の適用に関しても、個社における上記ネットティングの適用の状況と整合的なかたちで行うことが認められる必要がある。

【勧告 8】

(Q19)

勧告 8 において、健全性規制の対象となる主体である銀行について、現金担保の再投資の規制の対象外としている点は、各種金融規制との整合性を確保するものであり、支持する。

なお、我々は提案されている現金担保の再投資に関する最低基準の基本的な考え方についても反対するものではないが、「ストレステスト」、「情報開示」に関しては、各国固有の状況、特に現金担保の再投資が行われているマーケットを勘案したうえで、適用範囲が決定されるべきと考えている。特に、「ストレステスト」については、各金融機関の証券貸借・レポ取引に係るリスク・プロファイルにより、その内容・頻度の必要性が大きく変化することから、画一的な対応とならないような配慮が必要と思われる。

## 【勧告 9】

### (Q20)

「流動性リスクに係る適切な規制の対象であるエンティティについて、顧客資産の再担保を認めるべき」とする市中協議文書における記載については、各種金融規制との整合性を確保するものであり、支持する。

一方で、我々は、再担保に関する規制が導入された場合、資金調達機能を有するレポ市場において、相対的にハードルの高い、業態規模が大きくはない市場参加者の排除に繋がる可能性を懸念している。各国におけるソブリン債等の信用力差異により、その必要要件も大きく異なると考えられることから、画一的な対応とならないよう、検討すべきである。

なお、わが国の信託契約においては、分別管理義務にもとづき、信託財産で受領した担保の転質・他顧客への充当は行っていないことから、このような契約については再担保に関する規制の対象外であることを確認したい。

## 【勧告 11】

### (Q21)

担保評価および管理に関する最低規制要件については、勧告 6～8 における我々のコメントと同様に、低流動性資産（含む相対的な信用力の低いソブリン債）をベースとした証券貸借・レポ取引と、信用力の高いソブリン債をベースとした取引を一律的に論じるべきではない。少なくとも信用力の高いソブリン債をベースにした取引については本件の最低規制要件の対象外とすることを許容すべきと考える。

また、本市中協議文書においては、「市場で最大規模のカウンターパーティーが破綻した場合のコンティンジェンシープランを、市場がストレス下にある場合も含めて、整備しておくべきである」旨、提案されているが、「市場で最大規模のカウンターパーティー」の定義を明確にしていきたい。加えて、各金融機関の証券貸借・レポ取引に係るリスク・プロファイルにより、策定すべきコンティンジェンシープランの内容は異なると思われることから、画一的な対応とならないような配慮が必要と考える。

以 上