

金融危機の反省 — トライパーティ・レポのインフラ改革

米国では、トライパーティ・レポのインフラ改革のためのタスクフォースが2009年9月に設立され、同市場の業務インフラ改善と強化、関連するリスクの低減に向けた報告書と提言をまとめるための議論を進めている。

米国の金融市場に不可欠な トライパーティ・レポ

米国の証券会社にとり、レポ取引（有価証券貸借取引）は、短期資金の重要な調達手段である。レポ取引は、2007年末における証券会社の債務総額の38%を占め、08年3月のピーク時にはプライマリー・ディーラーによるレポの残高総額が4.5兆ドルに達した。このうち、トライパーティ・レポを介した取引は2.8兆ドルに上る¹⁾。

トライパーティ・レポとは、レポ取引のうち、証券の出し手（証券会社）と資金の出し手（投資家）の間に第三者（クリアリング・バンク²⁾）が入り、受渡処理や担保管理などのサービスを提供する取引形態を指す。このサービスにより、資金の出し手として、中小金融機関や事業会社、それにマネー・マーケット・ファンド(MMF)のレポ市場参加が促進された。担保としては当初、信用度の高い米国債や連邦機関債が中心であったが、クレジット市場のブーム期には、住宅ローン証券等をベースとした複雑な仕組債など、信用リスクの高い担保が受け入れられ

るようになった。これが大手証券会社の高レバレッジ（負債）経営を可能にした一因と言われている³⁾。

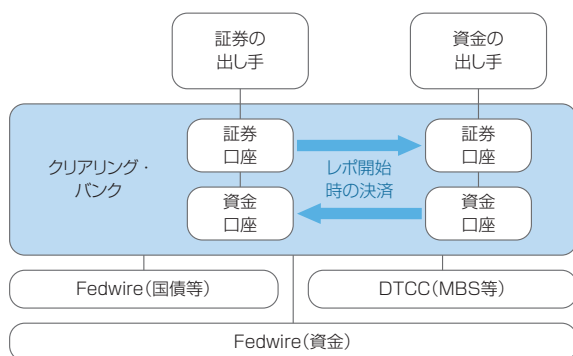
米国トライパーティ・レポ市場の問題

米国ではトライパーティ・レポによりレポ市場が大きく拡大したが、金融危機により、大きな問題を抱えていることが浮き彫りになった。トライパーティ・レポを実施する上で、資金の出し手だけでなく、クリアリング・バンクが日中に多額の与信を行っていたのである。

期間物のレポ取引では一般的に、証券会社が投資家から継続的に資金（与信）を得ると理解される。ところが、米国のトライパーティ・レポ市場では、すべての取引を翌日物とみなして、毎日、担保と資金のやりとりを行うという業務慣行がある⁴⁾。したがって期間物のレポ取引であっても、毎朝エンド取引（証券会社が資金を戻す）を、そして夕方にスタート取引（資金を受け取る）を行うことになる。このままでは証券会社は日中資金不足となるが、クリアリング・バンクが証券会社に与信（当座貸越）することで、レポ取引全体の処理を成立させている。

また、クリアリング・バンクは金融危機以前、日中与信の際の担保の掛け目を、レポ取引の掛け目よりも高いレートで設定していた。そのため証券会社は、より多くの流動性を金融取引の決済に活用することができたとされる。この慣行は担保が信用度の高い証券であれば問題なかったが、複雑な仕組債などが含まれ、時価が金融危機で大幅に下落する（あるいは不明となる）事態で問題となった。当局から日中与信のリスク管理強化を求められたクリアリング・バンクは、信用リスクの高い担保についてあまりにも高かった掛け目の是正に踏み切

図表 トライパーティ・レポの事務処理



(出所) 野村総合研究所

NOTE

- 1) "Progress Report", December 22, 2009, Task Force on Tri-Party Repo Infrastructure, Payments Risk Committee.
- 2) 米国のトライパーティー・レポ市場のクリアリング・バンクとしては、米国債決済サービス大手のJP Morgan Chaseと、Bank of New York Mellonが代表的である。
- 3) 高レバレッジ経営の他の要因としては、証券会社に対する自己資本規制が商業銀行よりも緩い事などがあげられる。
- 4) 全ての取引を翌日物とみなす理由の一つとしては、米国ではトライパーティー・レポ取引のシステムが、期間中の担保差し替えに対応していないためという指摘がある。
- 5) Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report
- 6) Payments Risk Committee
- 7) 参加者としては大手金融機関や資産運用会社、証券業団体、運用業界団体、証券決済機関と幅広い立場の組織が名を連ねている。
- 8) "Tri-Party Repurchase Agreement (Repo) Infrastructure Reform Task Force Releases Statement", February 4, 2010, Payments Risk Committee.

り、これがリーマン・ブラザーズの流動性危機につながる要因の一つとなったのではないかと指摘されている⁵⁾。

タスク・フォースによる提言

上記の問題が顕在化した米国トライパーティー・レポ市場を改善・強化し、関連するリスクを低減するため、ニューヨーク連銀の後援を得た米国の民間団体「決済リスク委員会⁶⁾」は、2008年9月にトライパーティー・レポのインフラ改革のためのタスクフォース（以下「タスクフォース」）を設立した⁷⁾。タスクフォースは09年12月22日に検討内容を「進捗報告」として公表した。トライパーティー・レポ市場が再び、将来の市場混乱時にシステミックなクレジットおよび流動性リスクを拡大することがないように、以下の提言（案）を行っている。

①クリアリング・バンクの日中与信を抑制する。

レポ取引の約定直後に取引内容を3者で照合し、翌日物・期間物・オープン物の区分情報をクリアリング・バンクに伝達することにより、「期間中」のレポ契約を毎日のエンド取引対象から外す。また、日中に担保証券の差し替えを可能とする機能を導入するべきである。ただし、日中流動性や業務的、法的な実現性を慎重に確認する必要がある。

②担保に係るマージン料率管理を強化する

取引相手破綻時のリスクが担保証券のアセット・クラスごとに異なることを反映した担保掛け目を設定すべきである。また、価格変動率上昇や流動性低下、価格の透明性低下に対応できるだけのゆとりのある掛け目とすべきである。それにより最初に設定した掛け目を変更することなく長期間維持できるだろう（掛け目を変更する際

も、十分な事前通知期間を設けることが可能になる）。

③流動性管理を強化する

証券会社と投資家の双方が、今回の有担保ファイナンス取引における危機から得た教訓をもとに、流動性管理能力を強化すべきである。

④大手証券の破綻に備えた危機計画策を整備する

取引相手破綻に伴い、差し入れられた多額の担保が自社所有物件となる状況を想定して、当該担保の現金化を急ぐべきか、そうではなく、担保ポートフォリオをより柔軟（中期的）に管理できる状態かを判断する基準を予め決めるべきである。

⑤トライパーティー・レポ市場の透明性を高める

担保のバリュエーション（信用リスク評価）と価格の透明性を向上させることにより、将来、市場に再びストレスがかかる事態が生じた際にも、同じ担保に対して（複数の関係者が）大きく異なる公正価値を推定することのないようにすべきである。

タスクフォースによれば、上記の項目に加えて、担保として適格な証券の範囲の絞りこみを行うかどうか、といった課題が残されており、ワークショップで議論をまとめ、2010年6月末迄に最終報告書と提案を公表するとのことである⁸⁾。レポ取引の担保として、信用リスクの高い証券に制限を設けることになるのか、最終報告書の公表が待たれる。 (要約 片山 謙)

Writer's Profile



エリック・ファンドリッチ Eric Fandrich

ERMプロジェクト部
 上級コンサルタント
 専門は金融市場と金融機関のグローバル化研究
 focus@nri.co.jp