

**BIS 支払・決済システム委員会報告書「レポ取引の清算・決済に関する仕組みの強化
(原題: Strengthening repo clearing and settlement arrangements)」**

エグゼクティブ・サマリー (日本銀行仮訳)

今次金融危機において、いくつかの国において、レポ市場は、期待されていたよりも資金流動性の調達手段として信頼に欠けることが明らかとなった。金融安定理事会 (FSB) のワークストリーム (コアな金融インフラと市場の強化) の一環として、支払・決済システム委員会 (CPSS) は、市場インフラ (レポ取引の清算・決済または破綻した資金の取り手の担保処分に関するシステム、慣行、手続) がレポ市場の不安定性を増幅させた程度と、改善の余地の有無を調査するため、WG を設置した。

CPSS メンバー国のいくつかに関し、レポ取引の清算・決済の仕組み (特に金融危機時におけるそれらの仕組みが遭遇した経験) を包括的に調査したところ、WG は、レポ市場の頑健性に影響を与え得るレポ市場インフラに関係する7つの論点を特定した。具体的には、第1に、いくつかのレポ取引の決済の仕組みにおける巨額の日中流動性の供与に関連するリスク、第2に、いくつかのレポ・インフラの役割、責任、慣行、手続についての透明性の欠如、第3に、レポ取引におけるカウンターパーティ・リスクへの対応策に関する懸念、第4に、資金の借り手のデフォルト時における担保証券の処分能力の不十分性、第5に、レポ取引の清算・決済に関する仕組みの制約に起因する (高格付の) 担保の非効率な利用、第6に、一部のリスク管理手法におけるプロシクリカルな影響、第7に、レポ市場の不透明性、である。WG は、レポ取引の清算・決済インフラのレベルでの適切な措置は、これらの論点を解決するのに役立つ、したがって、レポ市場の頑健性の向上に資すると考えている。この7つの論点とあり得る解決方法を簡単にまとめると以下のとおりである。

第1に、レポ取引、特にターム物のレポ取引の決済の手続は、レポの決済インフラまたはレポ・インフラを支える決済銀行による、資金の借り手に対する巨額の日中信用の供与を生じさせ得る。これは、日中信用を供与する機関だけではなく、レポ取引の相手方にも脆弱性を惹起させ得る。例えば、資金の借り手は、日中信用を供与する機関のリスク管理に関する決定に依存することとなるし、資金の貸し手は、証券を担保とする代わりに決済機関の預金を保有することとなる場合には、大きなカウンターパーティ・リスクに直面することがある。したがって、このような場合には、レポ取引を決済するインフラは、自らの慣行、手続が、巨額の日中信用供与に関するリスクを効果的に削減できる仕組みとなっていることを確認するために、その慣行、手続をレビューしてもよい。

第2に、レポ取引の清算・決済インフラの役割、責任、慣行および手続が完全に透明で

ない場合には、市場参加者は、レポ取引を行うことに伴う信用リスクおよび流動性リスクについて誤った認識をもつかもしれない。それ以上に、市場のストレス時には、レポ・インフラの役割、責任、慣行および手続に関する不確実性から当該インフラの使用に懸念が生じ得る。したがって、このような場合には、レポ取引の清算・決済インフラは、自らの役割、責任、慣行および手続について、市場参加者の認識を向上させるとともに、曖昧な点を減らすよう努力することが望ましい。

第3に、レポ取引におけるカウンターパーティ・リスクへの対応策に関する懸念は、金融機関がレポ市場への参入に関し、とりわけ、担保価格の変動が激しく、カウンターパーティの信用リスクが注目されている場合には、突然の忌避を招き得る。適切なリスク管理体制に依存するものの、清算機関は、レポ市場において金融機関がカウンターパーティ・リスクを管理するのに重要な役割を果たす。したがって、レポ市場の関係者は、レポ市場における CCP の利用促進またはその導入の利点と限界を注意深く検討してもよい。加えて、他のレポ・インフラも、参加者のカウンターパーティ・リスクの管理をより効果的に行えるよう何らかの援助ができるか否か、その方法について検討することも可能だろう。

第4に、資金の借り手が破綻した際には、資金の貸し手は、レポ取引の担保証券を取得して、処分する権利があるし、そうできなければならない。資金の貸し手が担保証券の処分の準備が不十分である場合には、カウンターパーティ・リスクの懸念が注目されている局面で、市場から退出してしまう可能性がある。清算機関を利用している市場では、資金の出し手の破綻時には、清算機関が担保証券の処分に関する責任を果たすことになる。他の市場では、トライパーティ・レポのサービス提供者は、参加者の担保証券の処分への準備についてサポートできるか否かおよびその方法について検討することができる。ただし、市場参加者が適切に担保証券の処分の準備をしていたとしても、大手の市場参加者の破綻に伴い多額の担保証券の処分が、投売りの状況を生じさせ得ると心配する場合には、市場参加者はレポ市場から退出してしまうであろう。この報告書では、市場インフラが投売り状況の発生可能性を低減するいくつかの方法を示しているが、これは、本質的には、市場参加者の協調行動が求められる集合行為問題（collective action problem）であると理解されている。

第5に、レポ取引の清算・決済の仕組みにおける担保証券の効率的かつフレキシブルな利用への制約は、市場参加者の担保管理を難しくし得るほか平時におけるレポ市場の流動性の向上を邪魔し得るものであるし、同時に、ストレス時のレポ市場の頑健性に影響を与え得る。担保証券の効率的かつフレキシブルな利用は、担保証券の交換または再利用の機能によって達成され得る。また、分断されたインフラによって摩擦が生じている場合には、清算・決済インフラ間の効率的かつ安全なリンクを確立することによって、異なる市場または国の間での担保証券の移動を促進し得る。

第6に、レポ市場でのプロシクリカルな影響を与え得るリスク管理慣行は、ストレス時にレポ市場の頑健性を悪化させ得る。レポ市場インフラが自らの信用リスクおよび流動性リスクを管理する場合には、同インフラは、プロシクリカルな影響を低減させるリスク管理慣行(例えば、ストレス下の市場を想定して、マージン、ヘアカット、担保処分期間を算出するなど)の採用を検討し得る。これは、とりわけ、清算機関に該当する。ただし、信用リスクおよび流動性リスクを負う他のレポ・インフラにも該当する。

第7に、レポ市場における情報の非対称性と不透明性は、信用リスクおよび流動性リスクに注目が集まっている場合には、レポ市場の参加者の一部または完全撤退を生じさせ得る。レポ市場での透明性の確保のため、レポ・インフラは、市場参加者または当局からの、レポ市場に関する有用な統計情報の作成に関する合理的な要求について前向きに検討してもよいだろう。

レポ取引の清算・決済の仕組みは、国によりまたは市場によりかなり異なるものである。したがって、上記論点およびオプションの全てが各市場に同程度に関係するものではないということは強調しなければならない。また、WG は、各市場のステークホルダーが、レポ市場インフラをどのように強化することができるかについてレビューすることには価値があると考えている。その第一歩として、各国のレポ市場インフラの提供者は、市場参加者、監督当局および中央銀行とともに、各市場における上記論点の該当性に関し、共通の理解を構築するように努めるべきである。その共通理解に基づき、各レポ市場インフラは、各状況に応じて関係する論点を解決するのに、最も適した方法を検討することができる。

以 上