

金融システム研究フォーラム 概要

第 15 回 2009.10.23 (金)

今回の会合の話題はレンディングである。Barclays Global Investors (BGI)の福原正大・室井理沙両氏から"Overview of Securities Lending"と題する報告を受けて討議した。「新聞やTVでも見聞きしたことがないけど、レンディングって何・・・」と思った者が進行係(三輪)を含めて数名いたこともあり、話題があちこちに飛び、報告者を戸惑わせた。とはいえ、例によって活発な議論に終始し、「もう9時半ですから・・・」と強制着陸させざるを得なかった。素直な驚きに満ちた興味深い会合であった。

証券の貸出に際して求められる担保の比率が現金でも102%ないし105%である(たとえば30%ではない)ことに驚き、残高全体に占める現金担保の比率が非現金担保の比率を上回るという現実にも驚かされた。「それほど高率の現金担保を提供してなぜ証券を借りるのですか?」という質問への回答は、「その証券が必要なのです」となる。

globalization と securitization が最近10年程度の期間の金融・資本市場の急展開を語る際の定番のキーワードである。それらの「行き過ぎ」が「金融危機」に帰結したとする主張が多い。Security lending business もこの10年程度の期間に急拡大した(市場規模等の数字に関しては、報告用資料の冒頭を参照していただきたい)。しかし、securitization には関わりがない。「金融危機」の影響を受けたこともあり市場は縮小したが、さしたる混乱は起こらなかった。規模縮小の原因の1つは、各国市場で導入された short sale の規制あるいは禁止であった。

pension funds などの lender (beneficial owner と呼ばれる)と hedge funds などの borrower (ultimate borrower) および lender 側に立つ trust banks, global custodians と borrower 側に立つ prime broker, other security firms の2種類の intermediary の計4種類の参加者によって取引が行われる。取引所(exchange)ではなく、intermediaries の店頭で行われる OTC(over the counter)取引である。

近年の規模急拡大に象徴される如く、取引はきわめて効率的である。BGIは、近年の一連の金融機関の破綻に際しても、破綻直前に取引残高を急減させることに成功し(一例では、破綻直前の1週間で残高を1/10にした)、破綻後の処理でもトラブルは発生しなかった。取引所取引に比して「透明性」の点ではOTCが劣るとしても、より効率的な取引を可能にすると同時に、"counterparty risk"への対応もより安全・的確かつ効率的に実現できるかもしれないという点でも興味深い存在である。

証券借手の目的は多様であり、その1つが short sale である。「金融危機」が顕在化・激

化する過程で各種の short sale 規制が各国で導入され強化された。日本で厳しい規制が導入されることなく今日に至っていることが各国業界関係者の間で話題になり賞賛されたという。本フォーラム参加者もほとんど例外なくこの点に賛意を表した。同時に、日本で導入しなかった理由、導入しないですんだ理由は何かという点が話題になった。当然、正確な理由は知る由もない。関連して、証券を借りて売却する short sale ではなく、借りないで売る naked short sale の是非が話題になった。ここでは、naked short sale は別だとする意見が多いことに、驚かされた。

金融・資本市場に対する関心は、近年急拡大して「金融危機」との関連で混乱が著しい部分に集中しがちである。このような状況下で、急拡大したにもかかわらず大きな混乱とも無縁な lending market に関わる話題は、金融・資本市場への関心に冷静さを取り戻すうえでも貴重な機会であった。興味深く貴重な話題を提供していただいた BGI の福原さんと室井さんに深謝します。