

## 第14話 清算機関の話（1）

株式会社日本証券クリアリング機構  
リスク管理部長 樋出 幹雄

日本証券クリアリング機構は、日本取引所グループの大阪取引所で取引されている日経225やTOPIXなどを対象にした先物やオプションの決済や、担保、そしてリスクの管理を行っている会社（清算機関といいます。）です。

※ 日本証券クリアリング機構は、大阪取引所で取引される先物・オプションの他、東京証券取引所や地方取引所、PTSで売買された株式などの現物取引、銀行等の金融機関同士の標準化された店頭デリバティブ取引や国債の取引も取り扱っています。

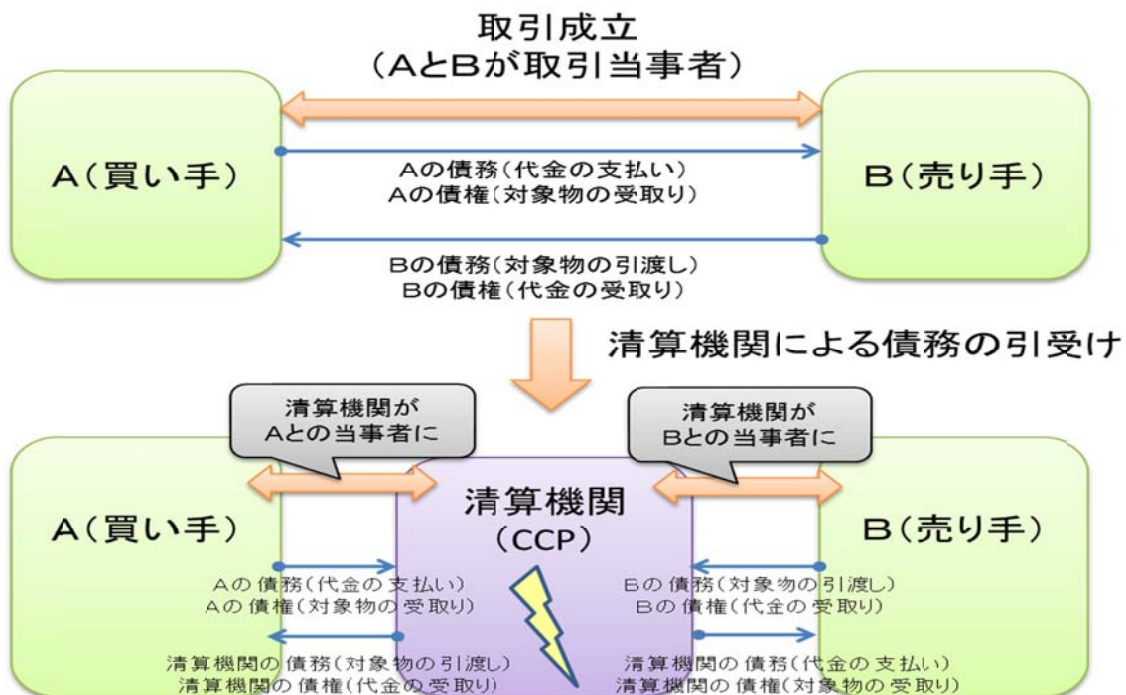
前回のコラムでは、投資家の皆さんが先物やオプションを取引する際に預託が求められる「証拠金」についてお話をしました。取引が行われた際に支払うべきお金を支払わない場合に備えて一定額を担保として預けていただくことで、市場に参加する関係者が安心して取引できる、というのが証拠金の意義ですが、それ以外にも、投資家の皆さんが安心して取引できるための仕組みがしっかりと整備されており、その要となるのが清算機関です。

今回より2回に亘って、清算機関の果たす役割や安全確保のための取組みについてご紹介いたします。今回のコラムでは、この清算機関が果たす役割などについて、ご説明したいと思います。

※ 先物やオプションの簡単な仕組みをご理解いただいている前提でお話しします。また、説明を簡単にするため、税金や手数料等の諸経費を考慮していません。同じ理由で、取引・決済の実際の仕組みについても、単純化しています。

### 1. 清算機関の基本的な機能

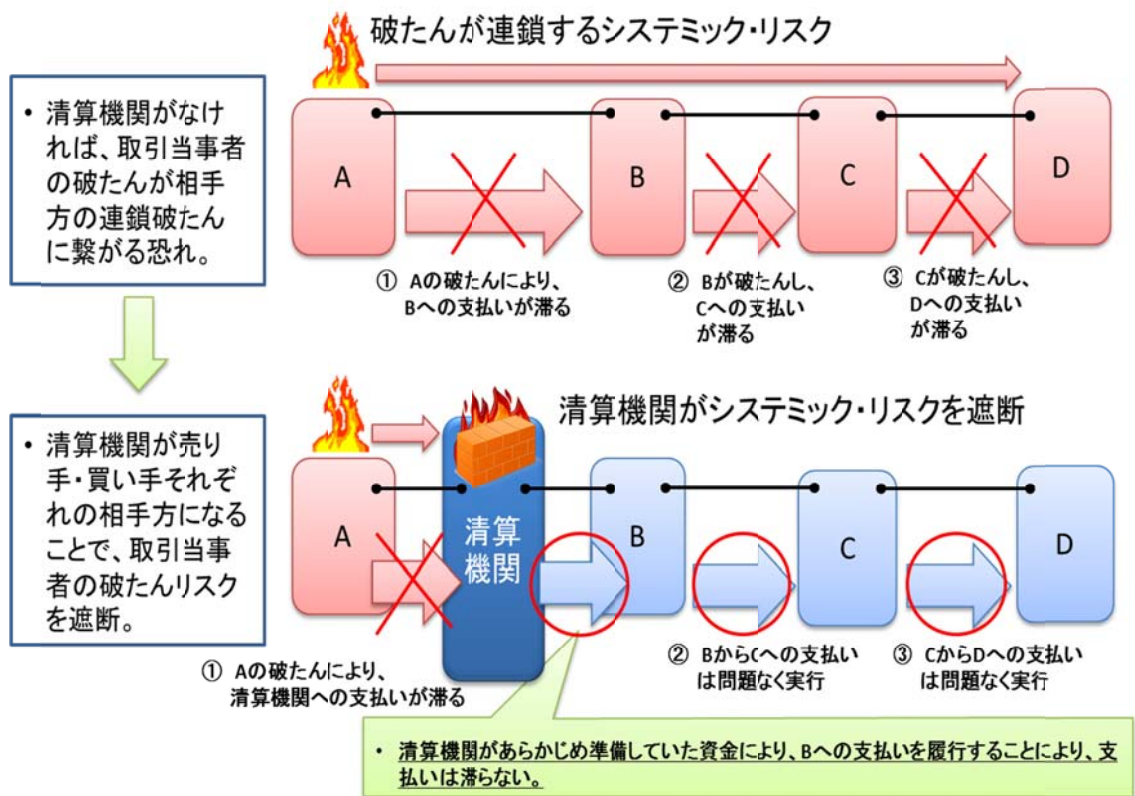
金融取引にも色々な種類がございますが、こういった取引を行っても、何かを売れば、その対象を渡してお金を受け取り、何かを買えば、お金を払って、その対象を受け取るということになります。これを、取引の債権・債務といいます。清算機関は、取引によって発生した債務を売り方と買い方の双方から引き受けるとともに、それに対応する債権を取得することにより、売り方と買い方の「間に入って」、債権・債務の当事者となります。清算機関は、取引当事者の間に入り、すべての取引当事者の相手方となりますので、時として「中央清算機関」、英語では、「セントラル・カウンターパーティ」、頭文字をとって、「CCP」と呼ばれます。



清算機関自身が、取引から生じる債権・債務の当事者となることで、主に3つの効果が期待できます。以下では、その3つの効果について順次見ていきます。

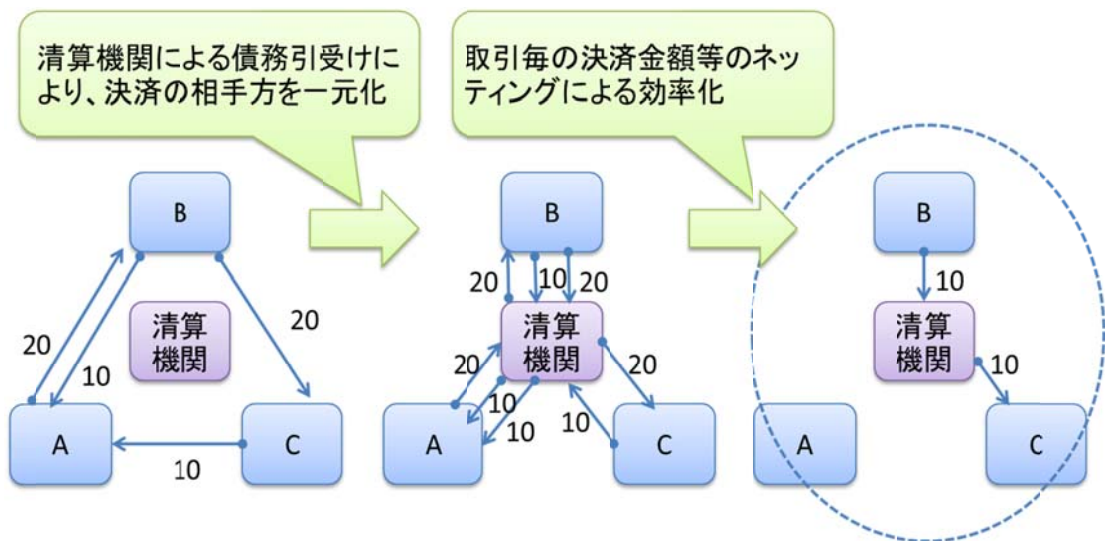
### (1) システミック・リスクの遮断

例えば、投資家の皆さんも先物やオプションの取引について証券会社に注文を出されると思いますが、これらの注文は証券会社が取引所の直接の参加者になって、その証券会社を利用して投資家の全ての取引の決済をまとめて行っています。しかし、その証券会社が倒産したケースのように、自社の支払いができない状況に陥った場合、受け取る側の証券会社にお金が行きわたらず、その受け取る側の証券会社を利用していた投資家にもお金が行きわたらないといったことが起き得ます。こうした連鎖的な影響のことをシステミック・リスクと呼んでいます。清算機関が取引当事者の相手方になり替わることで、そのリスクを遮断することができます。仮に片方の相手がお金を支払わなかった場合でも、清算機関が立て替えて、受け取る側にはいつもどおり支払うことで、影響なく、市場での取引の継続が可能になります。こうした仕組みを通じて、取引所の参加者である証券会社、ひいては投資家の皆さんは、実際の取引の相手方の信用リスク（突然倒産してお金を支払わないといったことが起きるのではないか）を意識することなく、取引することが可能となるのです。



(2) ネットティングによる資金効率の向上と決済事務の効率化

次に2つめの効果ですが、清算機関がすべての取引の相手方となりますので、取引毎の資金の受取りと支払いをすべてネットティング、相殺することが可能になります。全ての投資家が発注した取引を個々に決済しては、相当な金額と事務量になりますが、清算機関が、ネットティング事務を行うことにより、取引所に参加する証券会社が実際に日々授受する金額を削減し、事務手続きもまとめて一回にすることが可能になります。

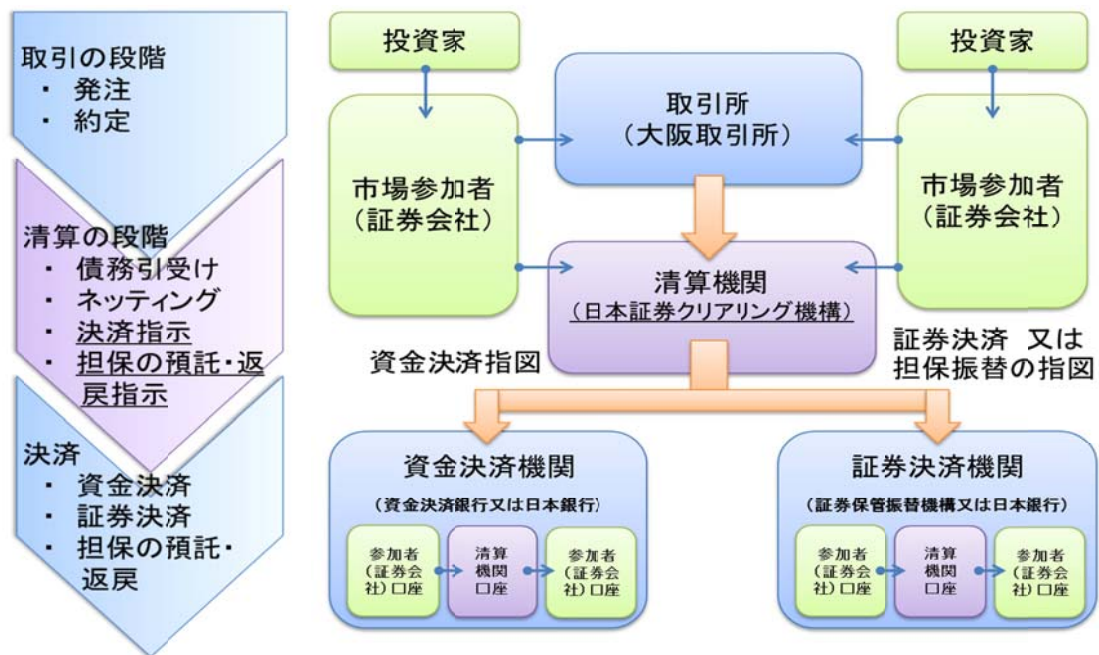


(3) 資金決済と担保管理の着実な実施による安全性の確保

最後に3つめの効果として、清算機関を利用した取引の資金決済や担保の保管は、清算機関が指定した資金決済銀行や保管機関を通じて責任をもって行われます。

こうした清算機関によるアレンジを通じて、その決済や担保の授受を着実かつ安全に行うことができます。

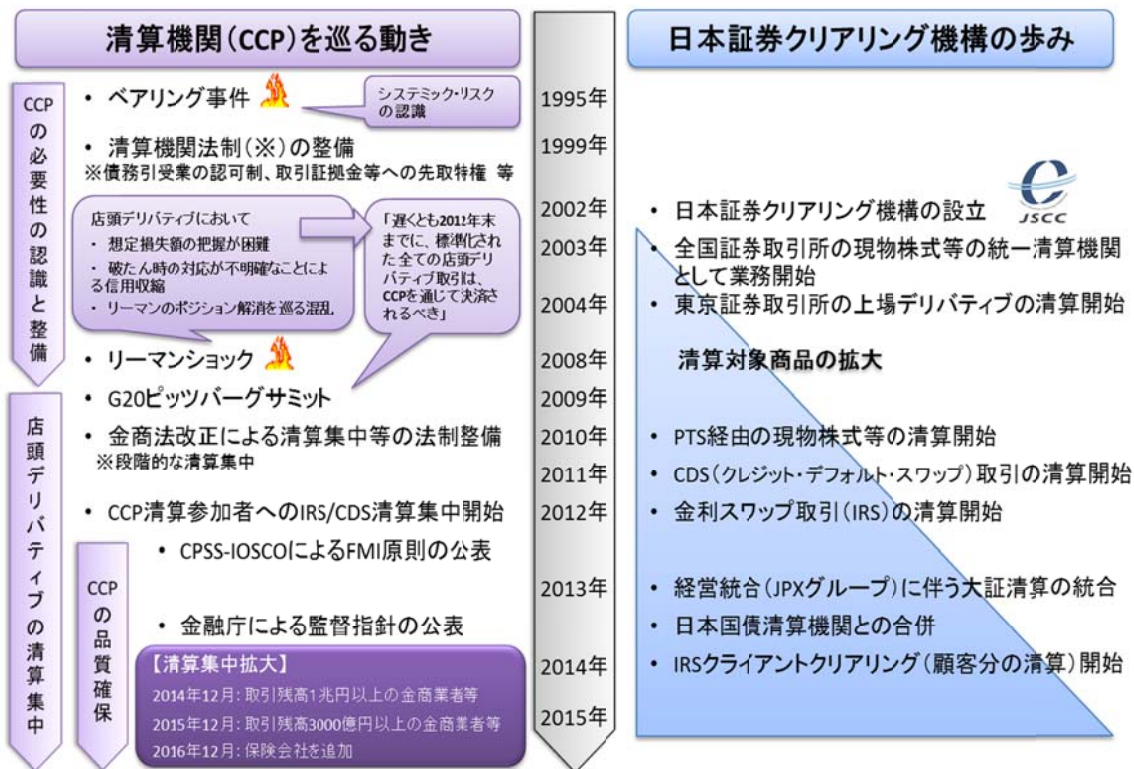
(取引所取引の例)



2. 清算機関が必要とされてきた理由や経緯 (いきさつ)

ここから少し話題を変えまして、なぜ、こういった清算機関が必要とされるようになってきたのか、それをわが国においてはどのように実現してきたのかの経緯についてご紹介します。





### (1) ベアリング事件

まずは、ご存知の方もいらっしゃるかも知れませんが、何と言っても最初の第一歩は、1995年のベアリング証券の破たんを経験したことにより、システミック・リスクが強く認識されたということかと思えます。

これは、英国王室御用達とも言われていた名門の証券会社であったベアリング証券のシンガポール在住のトレーダーであったニック・リーソンという人が、本国の本部の了解を得ずに日本株を対象とした先物を大量に買い建てていて、阪神大震災後の相場の急落により、多大な損失を被って、その支払いが行えず、ベアリング証券自身が破たんに至ったというものです。

当時の報道でも、公表されていた大阪証券取引所（現 大阪取引所）でのベアリング証券の日経 225 先物の大量の買建玉が話題になっていましたが、シンガポールの取引所と同じだけの売建玉を持っていて、相場が急落に対するリスクヘッジが行われているのではと推測されていました。

しかし、実際には、日本でもシンガポールでも、ともに買建玉で、日経平均株価の急落による損失が、本国が資金援助できる水準を超えて、支払不能となりました。

もちろん、これは、ベアリング証券自体のリスク管理に問題があったということですが、いずれにしても、これまで、市場に参加している金融機関が破たんして、支払いが滞るなどといったことは、理屈上はあったとしても、実際に起きるなどとは、誰も想像していなかったのだと思えます。

それが実際に起きて、最終的には、このケースは、オランダの ING という保険会社がベアリング証券を救済したことにより資金の焦げ付きが解消されたのですが、関係者は一様に肝を冷やして、こうした事態に備えて、しかるべく対応をしないといけないという認識が高まりました。

これにより、今の金融商品取引法にあたりますが、当時の証券取引法において、清算機関関係の法令が整備されました。取引の当事者となってリスクを遮断する清算機関の業務を、法律上、債務引受業と定義し、これを金融庁の認可制としました。

また、清算機関の機能を実効あるものとするために、預託されている証拠金などの担保が、清算機関で発生した損失に充当できるといった法的裏付けの手当が行われました。

これにより、実際に金融機関の破たんが起きた際に、破たん先の担保が、民法で定められている一般の破産手続きで凍結される資産に巻き込まれることなく、清算機関で利用可能であることが、より確実なものとなったのです。

## (2) リーマン・ショック

次に、清算機関を取り巻く環境における大きな転機は、やはり 2008 年のいわゆるリーマン・ショック、当時、米国の世界有数の巨大証券会社であったリーマンブラザーズ証券の倒産です。

先ほどのベアリング事件と違って、途中でどこかに救済されることがありませんでしたので、当時の日本の清算機関においても、初めて、証券会社の破たん処理を最後まで経験するといった、大きな事件でありました。

当時、清算機関の機能を持っていた取引所での取引については、清算機関がリーマンブラザーズ証券の保有建玉や想定損失を瞬時に把握し、保有している残玉の解消や担保の損失への充当といったすべての処理を円滑に行うことができましたので、他の証券会社や投資家の皆さんに大きなご迷惑をおかけするといったことはありませんでした。

その一方で、当時は清算機関のサービスを利用していなかった店頭デリバティブ（金利スワップやクレジット・デフォルト・スワップといった金融機関同士の相対契約）の業界におきましては、深刻なトラブルとなり、リーマンブラザーズ証券と各社のデリバティブ契約の解消による混乱や、次は、いつ、どこが潰れるかわからないのに、怖くて安易に新たな取引はできないし、既に契約しているものも縮小しないと危ない、といった、信用収縮が生じることとなりました。

破たんしたリーマンブラザーズ証券が、世界的な金融機関でありましたので、その影響もグローバルなものとなり、ここで、清算機関の果たす役割の重要性が、国際的にも、更に強く認識されることになりました。

こうした事態を受けて、翌年 2009 年の世界各国のリーダーが集まった G20（先進国主要会議）ピッツバーグサミットでは、「遅くとも 2012 年の末までには、標準化された全ての店頭デリバティブ取引は清算機関を通じて決済されるべき」といった首脳声明が出される

こととなったのです。

### (3) 清算機関自身の安全性の強化

標準化された店頭デリバティブの清算集中によって、金融取引の安全性を高めることができますが、清算機関に全ての取引を集中させ、システムック・リスクを遮断するということは、逆に、集中させた先である清算機関自身が安全でなければ、市場全体に問題を生じさせるということになります。

こうした清算機関の品質確保への関心の高まりを受けて、2012年には国際的な金融規制当局と中央銀行の集まりである CPSS-IOSCO（現 CPMI-IOSCO : BIS 決済・市場インフラ委員会及び証券監督者国際機構）から、FMI 原則という、清算機関を含む金融市場インフラのための国際標準が公表されました。

この FMI 原則では、各国の金融市場インフラが、継続的に機能を提供できるだけの十分な安全性を確保するために、しっかりした法的裏付けの確保や、信用リスク管理や資金流動性リスク管理、事務ミスやシステム障害への対処や有事のバックアップ体制の整備を含めた包括的なリスク管理を行うことなど、様々な 24 の具体的な最低要件、ミニマム・スタンダードを設定しております。

清算機関を始めとする金融市場インフラは、この FMI 原則を遵守する必要があり、各国の金融規制当局が、その国の金融市場インフラが FMI 原則を遵守しているかを監督するといった枠組みも整備されております。

日本証券クリアリング機構も、FMI 原則を遵守するための各種のリスク管理を普段から行っており、日本の金融規制当局である金融庁に監督されているだけでなく、様々な外部先からの評価を受けながら、金融取引の清算の集中先であるのに十分な安全性を確保しています。

今回は、日本証券クリアリング機構における具体的な安全性確保のための取組み（リスク管理）について、ご紹介します。

(つづく)