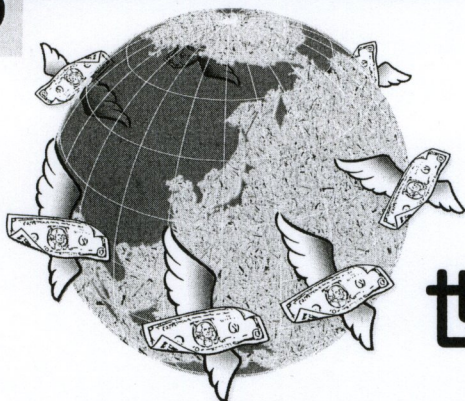




リーマン・ショックの 危機を鎮静化 世界を救ったCCP!?

麗澤大学 教授 中島 真志

2008年9月に発生した「リーマン・ショック」では、リーマン・ブラザーズという各国市場における大手プレーヤーが突然デフォルトに陥ったことから、世界の市場は大混乱に陥った。金融市場では、金融機関相互間の信頼関係が崩壊して危機的な状況が発生し、各国の中央銀行は「非伝統的金融政策」と呼ばれる様々な手段を動員して、市場の安定化に努めることとなった。

こうした状況の中で、唯一、危機時に果たした機能が認められて、評価を高めたのが「清算機関」(CCP)である。今回は、このあたりの事情について解説してみたい。



グッドニュースとバッドニュース

08年9月15日にリーマン・ショックが発生したとき、筆者は、たまたまオーストリアのウィーンにいた。SWIFT(金融の国際的なネットワーク)が主催する「Sibos」(サイボス)という国際会議に出席するためであった。その日、テレビのニュースでは、朝からリーマン・ブラザーズが破たんしたこと、同時にメリルリンチがバンク・オブ・アメリカに買収されたことを繰り返し告げていた。何が起きたのかは完全には分からなかったが、アナウンサーがいつにもなく興奮気味の口調でまくしたてていることから、とにかく何か大変なことが起きている

ということだけは分かった。

Sibosは、全世界から金融機関やITベンダーなど約8,000人もの決済関係者が集まる金融界の一大イベントであるが、会場に着くと、そこは一種異様な雰囲気包まれていた。

人々は、何が起きているのか、自分たちにどういう影響が及ぶのかと、興奮気味に情報交換に追われていた。体育館のようなメッセ(見本市)の会場が、人々の熱気と何か「ワーン」という響きに包まれていたことは鮮明に覚えている。その中には、当然のことながら、リーマン・ブラザーズやメリルリンチなどの当事者もいて、なすすべもなく何か途方に暮れたような表情を浮かべていたのが印象に残っている。

Sibosでは、毎年いくつかのセッションが組まれており、それぞれの業界を代表するような人が壇上で、最近の注目テーマについてパネル・ディスカッションを行う。ところが、この時ばかりは、自社の非常事態ということで、何人ものパネリストがセッションをすっぽかして帰ってしまった。慌てたのは主催者側である。急遽そのテーマで話せる人を探し出して何とかパネルを組み立てなければいけない。大慌てで代役探しに追われたようだ。誰でもよいという訳でもなく、それなりの知識と経験、そして英語力が必要である。

何を間違えたのか、筆者にまで代役の依頼



が来たが、丁重にお断りした。日本語でもさほど話せないようなテーマについて、急に英語で話せる訳がない。それでも、何とか代わりのパネリストを探し出して、すべてのセッションを行うことができたようである。

そうした騒ぎが一段落したあとで、SWIFTの関係者と話していたら、こんな話をしていた。「今回の出来事に関しては、グッドニュースとバッドニュースがあった」というのである。バッドニュースの方は、「会議の初日にリーマン・ショックが起きて、パネリストが何人も帰ってしまったこと」ということで、これはよく分かる。一方のグッドニュースの方は、「我々は、パネリストに適任者 (right person) を選んでいたことが分かった」というのである。つまり、リーマン・ショックが起きてすぐに帰国せざるを得なかった人というのは、その会社で意思決定を担うべき重要人物であり、我々はそういうVIP (要人) をちゃんと選んでいたのだというのである。やや負け惜しみのように聞こえないでもないが、緊迫した雰囲気の中で、数少ない笑えるエピソードであった。



再評価された清算機関の役割

さて、リーマン・ショックをきっかけに、金融市場ではお互いの信用度について一挙に疑心暗鬼が広がり、資金市場では誰も資金を出さなくなり、「流動性がほぼ枯渇する」といった状態にまで陥ってしまった。流動性の危機が発生したのである。こうした金融危機の経験の中で、逆に評価を高めた機関があ

る。それが「清算機関」(CCP: セントラル・カウンターパーティー) である。

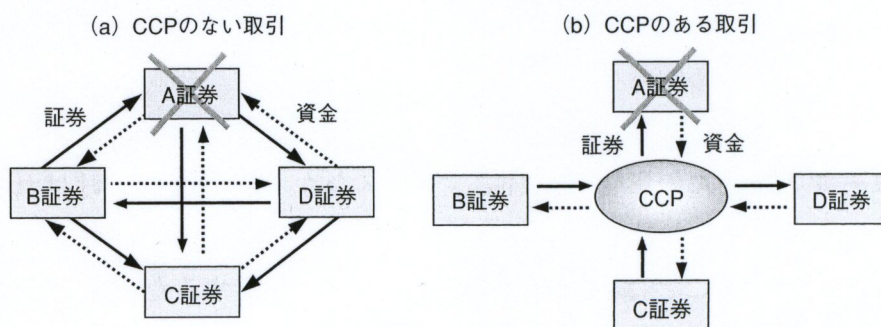
CCPは、証券等の売り手と買い手の間に入って、「売り手にとっては買い手、買い手にとっては売り手」となることにより、「決済の保証」を行い、決済リスクの削減を図る仕組みである(図表1)。CCPは、「A証券 $\longleftrightarrow$ B証券」という取引を「A証券 $\longleftrightarrow$ CCP $\longleftrightarrow$ B証券」という取引に置き換えるため、すべての取引について、決済の相手方はCCPということになる。

CCPのない世界であれば、A証券と取引を行っていた他の証券会社は、A証券の破たんにより、A証券から証券の引渡しや資金の支払いを受けられない状況となり、多額の損失を被ることになる。図表の中のA証券がリーマン・ブラザーズであると考えれば分かりやすい。(図表1の(a))。

一方、CCPがある取引であれば、もともとの取引相手であったA証券が破たんしたとしても、決済の相手方はCCPであるため、各証券会社はCCPから証券や資金を受け取ることができる(図表1の(b))。つまり、CCPを導入することにより、「カウンターパーティー・リスク」(取引相手の破たんリスク)を遮断できるのである。

もちろん、CCPは、手をこまねいてこうした

図表1 CCPによるカウンターパーティー・リスクの遮断



事態を迎える訳ではない。デフォルトに陥ったメンバーが発生した場合にも、他の市場参加者との決済を予定通りに履行できるようにするため、①メンバーから取引に応じた「証拠金」の差し入れを求める、②緊急時の支払いに備えた「流動性調達枠」を設定する——などのリスク管理策をとっている（筆者がBISでの在任中に、こうしたCCPのリスク管理に関する勧告作りに従事したことは、前回述べた通りである）。



リーマン・ショック時のCCPの役割

リーマン・ブラザーズでは、08年9月の破たん時に日米欧の主要市場で、証券やデリバティブなどの取引でかなりの規模のポジションを抱えており、これらの取引が経営破たんによってすべて決済不能に陥った。つまり、CCPがなければ、これらの取引の相手先となっていた金融機関では、決済不履行により巨額の資金や膨大な証券を受け取れないという事態に陥っていたはずである。しかし、主要市場にはCCPが整備されていたため、各CCPでは、証拠金や流動性調達枠などのリスク管理策を活用して、リーマンの取引相手となっていた先との間で大きな混乱なく決済を完了させることができた。これによって、各CCPは、リーマンの取引先に対してカウンターパーティー・リスクを遮断することに成功し、また破たんの影響が市場に広がることを防いだのである。

もし、各国の市場にCCPがなかったならば、リーマン破たんの影響はさらにシリアスなものとなり、市場の混乱は一段と由々しき事態になっていたことは確実である。こうした事態については、「考えたくもない」あるいは

「考えるだけでも恐ろしい」というのが実感である。



自信満々のCCP関係者

決済システムは、一つ間違えると、破たんの影響や流動性の問題を市場全体に広げるチャネルとして機能し、システムミックなリスクを発生させてしまう可能性がある。しかし今回については、各国でこれまで地道に市場インフラを整備してきた成果が表れ、決済プロセスの混乱は短期間のうちに収束し、決済面での危機を鎮静化させることに成功した。決済リスク削減のために、市場インフラの整備を主導してきた中央銀行や金融当局では、ほんと胸をなで下ろしたことと思う。

リーマン・ショックの数カ月後に欧米のCCP関係者に会う機会があったが、彼らは自分たちの仕組みで決済を円滑に完了させ、危機を乗り切ったことに自信を深めており、「Our successful experience」（われわれの成功体験によると）といったかなり強気の発言をしていた。そして「今回の経験からCCPのカバレッジをさらに広げていくことが必要だ」として、ビジネスの拡大に意欲を燃やしていた。この辺は「さすが」というべきなのか、あるいは「商魂たくましい」とみるべきなのか…。



CDS取引におけるCCPの利用義務付け

今回、CCPの不在により混乱が大きかったのが「クレジット・デフォルト・スワップ」（CDS）と呼ばれる取引であった。CDSは、企業の債務不履行（デフォルト）のリスクを回避するために開発されたデリバティブの一種である。CDSの「買い手」は、プロテクション（保

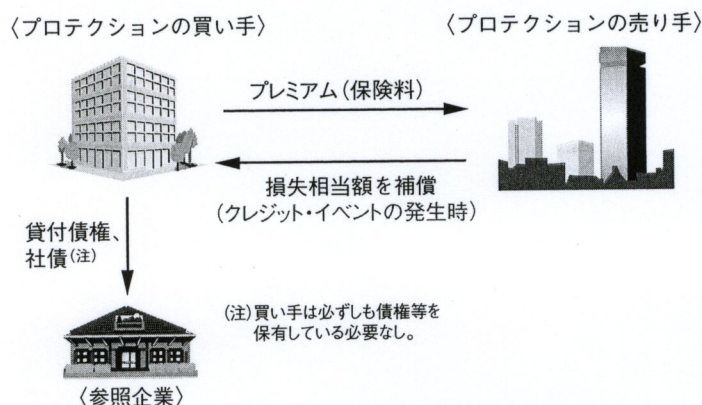


險)を買って、売り手にプレミアム(保険料)を支払う。一方、CDSの「売り手」は、CDSの対象となる「参照企業」がデフォルトに陥った場合には、買い手に対して損失額を補償するという仕組みである(図表2)。

参照企業に対する貸付債権や社債を持っている銀行等では、CDSを買うことにより、債権等を売却することなく、信用リスクのみを移転できるというメリットがある。一方、売り手にとっては、債務不履行などのクレジット・イベントが起きない限り、プレミアムがそのまま収入になるという「おいしい」取引である。

CDSについては、AIG(アメリカン・インターナショナル・グループ)が十分な引き当てをしないままに巨額の売り手となり、仮に米政府が同社を救済しなかった場合には、参照企業のデフォルトとともに、CDSの売り手までもがデフォルトする「ダブル・デフォルト」が発生しかねない状況であった。これは、例えて言えば、ある人が交通事故を起こしてしまい、保険金をもらおうと思って保険会社に請求したら、その保険会社が破たんしていて保険金がもらえないという事態に近い。「万が一のため」の保険が、いざという時にまったく役に立たないという最悪の事態となる。

図表2 クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の仕組み



中島 真志(なかじま まさし)

1958年生。

81年一橋大学卒業後、日本銀行入行。金融情報システムセンター(FISC)、BIS(国際決済銀行)への出向等を経て、2006年より現職。著書に、『SWIFTのすべて』『決済システムのすべて(共著)』(東洋経済新報社)などがある。



こうした状況に陥った教訓から、日米欧ではCDS取引のクリアリング(清算)に関し、CCPの利用を義務付ける方向で動いている。米国では、先日成立した「金融規制改革法案」に、CDS取引のCCPの利用義務付けが盛り込まれたし、欧州でも欧州委員会がその方向で動いている。また、わが国でも、5月に成立した「金融商品取引法の改正」にCDSに関する清算機関の利用義務付けが盛り込まれている。

CDSの清算機関(CCP)については、すでに米国では2社、欧州では3社が設立されて、稼働を始めている。わが国でも、JSCC(日本証券クリアリング機構)が、11年4月からCDSの清算業務を開始する予定である。

リーマン・ショックでの教訓によって始まったCDS取引でのCCPの義務付けであるが、状況は未だ流動的であり、今後しばらくは目が離せそうにない。一方、「T2S」(欧州における証券決済の集約化プロジェクト)や「SEPA」(単一ユーロ決済圏)、「ISO20022」(金融メッセージの国際標準化)など、決済関連のプロジェクトがいくつも動いており、これらについても引き続きフォローの必要がありそうだ。今後ともしばらくは「決済漬け」の日々が続くそうである。

