

## 株式貸借取引のリスク削減に向けて

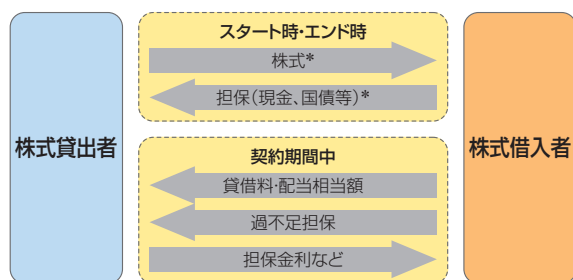
リーマン・ショックで顕在化した株式貸借取引の決済リスクを低減する方策が求められている。欧米では、株式貸借取引に係る業務をサポートするソリューションベンダーと清算機関が提携し、カウンターパーティ・リスクの低減や業務処理の効率化を実現しつつある。

### 金融危機による決済処理への影響

一般的に、証券取引所を通じた売買取引では、受渡決済においてDVP<sup>1)</sup>が実現されており、また清算機関が取引者の間に入って債権・債務を引き受ける仕組み（以下、CCP<sup>2)</sup>機能）となっていることが多い。そのため、万が一、取引相手が破綻しても決済不履行の影響を直接、蒙るリスクは小さい。

しかし、OTC取引<sup>3)</sup>においては、DVPが実現されておらず、かつ、清算機関が存在しないこともあるため、取引相手が破綻すると、受渡決済に支障をきたすなどのカウンターパーティ・リスクが高い。実際、本邦では、2008年9月のリーマン証券破綻時に、OTC取引である株式貸借取引の決済において、株式が引き渡されたが、見合いの資金（担保金など）を受け取れなくなる問題が発生した。また、株式貸借取引においては、スタート、エンド時の受渡しに伴う決済リスクだけでなく、契約期間中の取引相手の破綻リスクが存在する。契約期間中は、貸借料や担保金利、過不足担保などの決済リスクや、貸し出した証券がすぐに返却されないリスクに晒される（図表1）。

図表1 株式貸借取引処理の概要



\*：スタート時の受渡。エンド時は逆方向の受渡しを行う。  
（出所）野村総合研究所

### 株式貸借取引の清算機関に求められるもの

欧米主要国においては、株式貸借取引のスタート、エンド時における株式と担保（現金、担保証券など）の受渡しに伴う決済リスクを低減する手立てが講じられている。また、最近では、株式貸借取引に係るリスクを更に削減すべく、契約期間中の取引相手のカウンターパーティ・リスクの問題を解決しようとする動きが見られる。

2009年5月、証券貸借取引に関する業界団体であるISLA<sup>4)</sup>は、証券貸借取引におけるCCP機能の有効性に関する分析レポートを公表した<sup>5)</sup>。当レポートは、証券貸借取引において想定されるCCP機能やその効果、CCP機能を提供する清算機関が満たすべき要件を示しており、清算機関の立ち上げの検討をサポートするものとなっている。特に清算機関が満たすべき要件については、対象とすべき取引タイプや、ポスト・トレード処理、リスク・マネジメントに関し、合計26の要件が提示されており、今後の清算機関の設立・機能見直しにおけるガイドラインとなっていくものと思われる。

CCP機能は、取引参加者の与信額の軽減、資本賦課の低減などに寄与するため、プリンシパル取引<sup>6)</sup>を行っている証券会社などにとっては、メリットが大きいものとして見られている。また、バイサイド（年金基金や運用会社など）にとっても、取引相手の破綻に伴い、貸し出している株式を長期にわたり取り戻せなくなり、その間に当該株価が大幅に変動するなどのリスクがあるため、CCP機能の利用は意義があるだろう。しかし、これだけでは、バイサイドに対するCCP機能利用の動機づけとしては不足していると、ISLAは見ている。その

NOTE

- 1) Delivery versus Payment。証券の引渡しと代金の支払いを同時に条件づけて行うこと。DVPにより、相手方の倒産等により証券や代金を受け取れなくなるリスクを解消する。
- 2) Central Counterparty。
- 3) 店頭取引とも呼ばれ、取引所を介さず、当事者が直接取引を行うこと。
- 4) International Securities Lending Association。1989年設立の証券貸借取引の市場参加者から構成される業界団体。主に欧州市場を対象としている。
- 5) 当レポートに関し、2009年6月末まで、関係者にコメントを求めており、内容が見直される予定。
- 6) 証券会社が顧客の取引相手となり売買を成立させるもの。

ため、清算機関はバイサイドに対し、CCP機能以外の更なる機能を併せて提供することが必要であると指摘する。ISLAレポートでは、株式の貸し手であるバイサイドが、より多くの株式の借り手の取引注文にアクセスすることができる取引サポート機能の提供が有効であるとされている。

### 海外における株式貸借取引の清算機関

海外では、既存の大手清算機関とソリューションベンダーが提携することにより、CCP機能に取引サポート機能を組み合わせたサービスが実現されつつある（図表2）。

例えば、米国では、オプションの清算機関であるOCCがベンダーのQuadrisevと提携し、米国株貸借取引のCCPサービスを開始している。また、中堅カストディ銀行のAlaska USA TrustはLendEXと組み、株式貸借取引のCCPサービスを提供している。欧州では、LCH ClearnetおよびEuroCCPがSecFinexと提携し、それぞれ、欧州株、英国株の貸借取引のCCPサービス開始に向けた準備を進めている。また、米国でサービス展開しているQuadrisevは、ドイツの清算機関Eurex Clearingと共に、欧州市場にも参入しようと

しており、清算機関設立の動きが活発化している。

### 取引参加者の業務効率性向上に寄与するインフラ

このような海外の動きは、カウンターパーティ・リスクの低減を第一の目的としているが、他にも狙いがある。取引開始から取引終了までの契約期間の間に発生するオペレーションの効率化である。契約期間中に発生する業務には、貸借料や担保の値洗い計算など、取引相手との確認が必要な業務が多い。取引相手との確認が、EメールやFAXなどにより行われている場合は、業務負担も大きくなりがちである。上記、清算機関と提携するベンダーは、契約情報や残高情報を集中管理し、共通のシステム機能により業務処理をサポートすることで、契約期間中に発生する各種業務処理の負荷を軽減している。

現在、日本では、株式貸借取引の決済において、DVPは実現されておらず、清算機関も存在しない。また、海外と同様に、契約期間中の業務処理の非効率性も見受けられる。そのため、株式貸借取引に係るリスク低減を実現する上で、前述の欧米のベンダーと清算機関によるサービス・スキームは非常に示唆に富むものと言える。OTC取引の清算・決済機能の拡充に向け、既に金利スワップやCDS取引に係る清算機関の設立に向けた検討が進められており、OTC取引の1つである株式貸借取引についても、早々に検討が進められるべきであろう。

図表2 欧米における株式貸借取引の清算機関

清算機関	ソリューションベンダー	対象株式	開始予定
OCC	Quadrisev	米国株	稼働中
EurexClearing		欧州株	2010.初
LCH Clearnet	SecFinex	欧州株	n.a.
EuroCCP		英国株	2009.3Q
Alaska USA Trust Co.	LendEX	米国株	稼働中

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

### Writer's Profile



中垣内 正宏 Masahiro Nakagaito

金融 ITイノベーション研究部  
上級研究員  
専門は金融 IT調査  
m3-nakagaito@nri.co.jp