

「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」(第1回)議事要旨

【日 時】 平成 21 年 9 月 10 日 (木) 午後 1 時 ~ 2 時 10 分

【場 所】 (株)証券保管振替機構 会議室

【出席者】 吉田主査ほか各委員

- 【議 題】
1. ワーキング・グループの設置及び運営について
 2. 国債の決済期間短縮を巡る議論・取組みの経緯
 3. リーマン・ブラザーズ証券の破綻が国債市場・決済システムにもたらした教訓
 4. 国債の決済期間短縮に関する意義の整理
 5. その他

【議事概要】

1. ワーキング・グループの設置及び運営について

本ワーキングの設置の趣旨及び運営方法について、配付資料に基づき、事務局より、概要以下のとおり説明があった。

- ・ 去る 9 月 8 日に開催された「証券受渡・決済制度改革懇談会」及び「証券決済制度改革推進会議」の合同会議では、株券電子化後の証券決済システム改革の大きな課題として、国債の決済期間の短縮化が挙げられた。
- ・ 本合同会議では、2007 年 12 月に金融庁が公表した「金融・資本市場競争力強化プラン」や、2009 年 3 月に日本銀行(以下「日銀」という。)が公表した「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓」の中でも、「国債の決済サイクルの短縮化」が提言されていることなどを踏まえ、国債の決済期間の短縮化に関する検討を進めること及び具体的な課題の整理・検討を行う本ワーキング・グループ(以下「本WG」という。)の設置が了承された。
- ・ 本WGの検討スケジュールについては、原則として毎月開催することとし、検討期間は 2 年程度とする。また、来年 9 月を目途に中間取りまとめを行うこととする。
検討の進め方としては、まず、国債の決済期間の短縮化の意義の共有化を図り、その後、フロント部門とミドル・バック部門に別れて、フロント部門では、主にマーケットの課題や慣行の整備について、ミドル・バック部門では、決済・システム面の課題について検討し、それぞれの検討が進んだところで全体の取りまとめを行うこととしたい。

2. 国債の決済期間短縮を巡る議論・取組みの経緯

これまでの国債の決済期間短縮を巡る論点や取組みの経緯について、配付資料に基づき、主査より、概要以下のとおり説明があった。

- ・ 1990 年代の後半、国際的なクロスボーダー取引の拡大、年金資産の急増の背景を受けて、欧米では、決済リスクの削減や決済のプラットフォームのレベルアップという観点から、すべての有価証券を対象に決済期間を T + 1 にする議論が起こり、G S T P A (Global Straight Through Processing Association) という国際的な団体のイニシアティブの下に、各国で議論が進められていた。
- ・ 日本でも、金融審議会において、2000 年の 6 月に報告書「21 世紀に向けた証券決済システム改革について」が取りまとめられ、決済制度や法制の分立、株券や社債のペーパーレス化といった現行決済システムの問題点や D V P 決済の未実現の問題点が指摘され、証券決済シ

システム改革の目標として、すべての有価証券のDVP決済の実現及びT+1決済の実現が挙げられた。その具体的方策として、ペーパーレス化に向けた法制整備、決済期間のあり方の見直し、STP化(Straight Through Processing)の推進、一部未実現であったDVPの実現とクロスボーダー取引の円滑化等が論点として挙げられた。

- ・ 2001年9月に米国で発生したテロ事件の影響、また、世界的な市場環境の悪化等により、米国では、株式のT+1が先送りとなった。日本では、2002年に「証券決済制度改革の推進のためのWG」による報告書の中で、DVP決済の実現、STPの実現、国債等の決済期間の短縮化の実現と3つの具体的目標が取りまとめられた。
- ・ 2003年に国債、2006年1月に一般債の振替制度が実現し、さらに、今年の1月の株券の電子化に伴い有価証券の横断的な統一決済法制が実現したこと、また、昨年リーマン・ショックにより、再び決済期間の短縮化が、証券決済システム改革の課題として浮上した。
- ・ 現在、法制度面での取組みは実現しているが、清算インフラの整備(株日本国債清算機関(以下「JGBCC」という。))のCCP機能の更なる向上、個別市場参加者によるシステム対応の見直し、非居住者投資家との間でのSTP化推進等がシステム面での課題として残っている。
- ・ フォーマットやプロトコルについては、ISO15022を日本版にカスタマイズして導入することやISIN、BIC等の採用が進み、かなり国際標準に近づいている。
- ・ T+0、T+1のレボ市場の拡大に向けた市場慣行面の改善のため、2000年に「フェイルに関する覚書」等が策定されフェイル慣行が導入されたが、昨年のリーマン・ショックを踏まえたフェイル慣行の見直しについては、現在、日証協の「債券のフェイル慣行の見直しに関するWG」で検討中である。
- ・ 2002年「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の策定により、約定から決済の各作業に関するタイムスケジュールが明確化され、また、対日銀・国債事務の外部委託が可能とされ、取引実務の効率化も進められているが、照合スケジュールの新規策定等、より短い決済期間を念頭に置いたスケジュールの見直しの検討を行っていく必要がある。

3. リーマン・ブラザーズ証券の破綻が国債市場・決済システムにもたらした教訓

配付資料「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓」の内容について、日銀から、概要以下のとおり説明があった。

- ・ 昨年9月15日深夜、金融庁から本邦法人である「リーマン・ブラザーズ証券」(以下「リーマン」という。)に対し業務の一部停止命令が出され、翌16日朝、リーマンは東京地裁に対して民事再生手続きの開始申立を行い、19日に手続き開始決定があった。
16日朝の申立時点、また、15日深夜の金融庁の業務停止命令の時点では、すべての決済を止める形での命令・保全処分が出されたわけではなく、等価交換性のある約定済みの取引を念頭にこれの履行継続を可能にする観点から、その例外規定が設けられていた。
- ・ この例外規定が設けられたにもかかわらず、リーマンは、9月16日付で、「(同社の)正確な財務状況が確認されるまで既往契約に基づく決済を停止する。」旨を発表したため、約定済みの国債取引が一切履行されない事態が発生した。
- ・ この結果、リーマンが国債取引について引き起こしたデフォルトの規模は、9月の予定分だけでも約7兆円規模に上り、それに伴い、当然、リーマンと決済を予定していた相手先では、ポジション再構築(リーマンから引渡しを受けられなかった国債の調達及びリーマンに引き渡す予定であった国債の売却処分)を余儀なくされた。

- ・ リーマンとの間で多額の決済ポジションを抱えていたJ G B C Cや一部の市場参加者の間では、こうした再構築負担が増大し、現行のT + 3の決済サイクルの下では、国債の引渡や換金処分が完了するまでには、かなり日数を費やした。
- ・ さらに、リーマンから引渡しを受けなかったものについては、即日に玉を調達することもできず、フェイルを余儀なくされた。リーマン・ショックのあった2008年9月において、累計で6兆円弱のフェイルが市場で発生した。
- ・ 日銀ネットにおける国債D V P決済の日中進捗では、通常であれば、11時から遅くても11時半ぐらいで90%になるが、リーマンの破綻後1週間程度は12時を超えるような日が頻発し、国債の決済集中日には14時近くまでかかっていた。
- ・ リスク管理面から言えば、リーマン破綻の経験を通じて、市場では、「破綻等のストレス時にモノ・金を予定通りに受け取れないリスク」(デフォルト・フェイルに伴う流動性リスク)が、概念上の存在に止まらない現実的なリスクとして、改めて強く認識された。これは、煩雑なフェイル処理に係る決済事務の混乱・日中決済進捗の遅れを招き、さらに市場でのフェイルの連鎖による資金繰り・玉繰りの管理が混乱し慎重化を招いた。一方、デフォルトやフェイルの発生から、直接、資金繰り・玉繰りを慎重化する動きも出て、資金・国債の放出の停止・絞込みという三つの現象に派生した。比較的短期間ではあったが、この現象が相互に作用する形となり、市場全体で深刻さの度合いを増していった。
- ・ こうした流動性リスクやこれに伴う取引決済の混乱を効果的に抑制・解消するには、まず未決済残高(デフォルトやフェイルに晒されるエクスポージャー)を縮減することが有効であり、加えて、ポジション再構築の迅速化を通じてフェイルを早く解消していくことが必要である。
- ・ これまでは、決済リスクといえば元本リスクが再構築コストのリスクに焦点が当てられていたが、今回のリーマンの経験により、流動性リスクも本当に起こることが明らかになった。流動性リスクは、未決済残高の縮減やポジション再構築、フェイル解消の迅速化を進めていかなければ対応が難しい。
- ・ 今回は、J G B C Cの履行保証機能が発揮された。未決済残高の縮減は、J G B C Cの債務引受残高をスリム化していくことにも繋がり、履行保証機能のより安定的な発揮に繋がると考えられる。

4 . 国債の決済期間短縮に関する意義の整理

国債の決済期間を短縮化することの意義・目的について、配付資料に基づき、主査より、概要以下のとおり説明があった。

- ・ 決済期間短縮化の意義として、次の3つの決済リスクの削減が挙げられる。
 - 決済期間の短縮に伴う未決済残高の縮減により、「モノ・カネを予定通り受け取れないリスク」(流動性リスク)と、これに晒されるエクスポージャーが削減でき、この結果、デフォルト及びデフォルトから連鎖して発生するフェイルの減少が見込まれる。
 - 決済期間の短縮により、デフォルトに伴うポジション再構築時において、再構築コスト・リスクが削減される。
 - J G B C Cによる履行保証機能のより一層の安定化が図られる。
- ・ 決済期間短縮化には、次の3つの効果が考えられる。
 - 決済期間短縮により相当規模のT + 0、T + 1のG C レポ取引を安定的に決済する仕組みが構築されるとともに、T + 0、T + 1のG C レポ取引に対応した資金繰りの管理体

制が整備されれば、資金繰りがブレやすくなる破綻や災害といった緊急時も含め、安全で迅速な資金調達手段が充実することが期待できる。また、資金運用のサイドから見ても、余資運用手段の多様化に繋がり、資金調達・運用機会の拡大が期待される。

決済期間短縮により相当規模のT + 1、T + 0のS Cレポ取引を安定的に決済する仕組みが構築されるとともに、T + 1、T + 0のS Cレポ取引に対応した玉繰りの管理体制も整備されれば、破綻等の緊急時も含め、機動的な玉調達によるフェイル解消対応が迅速に行えるため、市場流動性の維持・向上に資すると期待される。

決済期間の短縮を実現するための環境整備として、個々の市場参加者及び決済インフラを担う機関においてS T P化や事務フローの見直しを通じた取引実務の効率化が一層進むことが期待される。こうした取引・決済インフラの機能向上は、短期金融市場の安定性・効率性の向上に資すると期待される。

- ・ さらに、決済期間の短縮は、決済の安全性や市場の流動性・効率性の面で、市場間競争力が強化され、非居住者による国債取引（クロスボーダー取引）の活性化に繋がることが期待される。
- ・ 米英では既に国債のT + 1が実現しており、フランスでは一部の国債（短国）のT + 1が実現している。また、シンガポールでも既にT + 1決済が行われている。わが国の国債市場も、証券取引のグローバル化によって、国際的な市場間競争が強まっている現状に対応していく必要があり、これらの先進市場に伍していけるだけの安全性と効率性を備えていくことが求められることになる。

5 . その他

今後の本WGの検討項目等について、配付資料に基づき、主査より、概要以下のとおり説明があった。

- ・ まず、アウトライトT + 1（レポT + 0）の実現を目指す上で、検討項目・課題を特定して整理をしたい。決済期間の短縮化は、必ずしもT + 1だけではなく、T + 2という選択肢もあると考えられる。
- ・ 検討項目の例として考えられるものは、約定処理・照合の迅速化、ネッティング、決済指図作成の迅速化、決済事務のアウトソースによる効率化、非居住者取引決済に関するリードタイムの短縮等などの決済実務がある。また、資金繰り・玉繰りの管理で、決済期間をセグメント別に居住者と非居住者に分けて考えなければいけない。さらに、日中タイムスケジュールの確立や照合・ペアオフ・ネッティングに関する慣行の見直し、災害時等のオペレーションリスクへの対応、クリアリングバンクビジネスのあり方などの課題もある。以上の課題については社内で検討いただき、その内容を事務局宛に連絡して欲しい。
- ・ 次回は、10月15日（木）に開催する。

以 上