

**社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会
における意見交換について**

2012年2月

社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会

I. はじめに

平成 22 年 6 月に「社債市場の活性化に関する懇談会」（座長：福井俊彦 前日本銀行総裁）（以下「懇談会」という。）が取りまとめ・公表した報告書「社債市場の活性化に向けて」において、我が国社債市場の活性化に向けた具体的な取組みの一つとして掲げられた「社債レポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充」の「今後の具体的な対応」に関する課題の洗い出し・検討を進めるため、本協会では、「社債の決済・清算システムの機能拡充及び社債レポ市場の整備に関する勉強会」（以下「勉強会」という。）を設置した。

勉強会においては、市場関係者に御協力いただき、平成 23 年 8 月から 24 年 2 月にかけて、これまでの懇談会及び懇談会の下に設置された「社債市場の活性化に関する懇談会ワーキング・グループ」における議論の確認、アンケートの実施及び海外事例（ユーロクリア、DTC）の確認及びそれらを踏まえた意見交換（計 5 回）を行ったところであるが、今般、当該意見交換等の内容について、懇談会に対し、以下のとおり御報告申し上げます。

なお、本勉強会は、市場関係者・有識者が自由に意見交換を行う場として設置されたものであり、以下の内容は、当該市場関係者の所属する企業・業界といった、特定の集合体の考え方等が反映されたものではない点、また、今後、求められるサービスの詳細や必要な機能等が明確化されることにより、以下に記載された課題以外の課題についても整理する必要がある点に御留意いただきたい旨申し添える。

【参考】報告書「社債市場の活性化に向けて」（抜粋）

II. 流通市場

2. 社債のレポ市場の整備及び決済・清算システムの機能拡充

社債の流通市場の活性化には、社債レポ市場の整備や決済・清算システムといったインフラの整備・拡充が必要であり、発行市場の拡大に寄与する。

（1）社債レポ市場の整備

- ① 社債レポ市場は、市場参加者の資金調達・運用手段やフェイルの回避手段としての機能が期待されるが、現在の発行規模では社債のレポ取引のニーズは大きくない。
- ② 今後社債の発行規模・社債レポ取引のニーズの拡大に対応ができるよう、欧米の社債レポ市場、レンディング機能を参考に、証券決済関連サービス機能の充実策について、必要な検討を進めておくべきである。

（2）決済・清算システムの機能拡充

- ① 清算機関は、決済リスクの軽減を図り、投資家・市場参加者の利便性を高め流動性を確保していくためには必要であるが、現状では、社債の発行規模が小さく売買が限定的で社債のネットィング効果が大きくないことから、社債には、国債のような清算機関が設置されていない。
- ② 今後社債の発行規模・清算機関設置のニーズの拡大に対応ができるよう、社債の清算機関の設置その他社債の決済・清算システムの機能拡充について、必要な検討を進めておくべきである。

II. 欧米における社債レポ市場等について

勉強会では、海外の状況に関する情報共有を図る観点から、ユーロクリア・バンク東京駐在員事務所の小須田 良 在日代表に御参加いただき、ユーロクリア・バンクが提供しているサービス内容について御説明いただいた。また、(株)証券保管振替機構（以下「ほふり」という。）より、米国の DTC が提供しているサービス内容について御説明いただいた。

以下、その概要を記載する。

1. 欧州における社債レポ市場について

(1) ユーロクリア・バンクについて

- ・ ユーロクリア・バンクは、ユーロクリア・グループ内の国際証券決済機構（ICSD：International Central Securities Depository）であり、欧州の主要国の国内決済機構もユーロクリアのグループ傘下に入っており、一体化して運営している。
- ・ 基本的に大手金融機関のみがユーロクリアの参加者となっている。口座を開設している金融機関は、世界全体で 1,300 社を超えており、このうち日本国内の銀行・証券は 60 社程度である。海外の現地法人や支店等を含めると、日系では 100 社を超える金融機関がユーロクリアに口座を持ち、決済を行っている。
- ・ ユーロクリア・バンクの顧客預託証券残高は約 10.5 兆ユーロ、取扱銘柄としては債券、株式、ファンド等、合わせて 67 万種類を超える銘柄の取扱いをしている。
- ・ トライパーティ・サービス等の、いわゆる担保管理の残高については、直近で 3,000 億ユーロを超える残高になっている。

(2) 証券貸借サービス

- ・ ユーロクリアでの証券貸借のプログラムは、決済インフラと連動しており、自動化されたサービスとなっている。基本的には、フェイルカバーを主な目的にしているので、証券の決済を行うに当たって証券残高が足りないといった場合に、自動的に証券の借入れをして決済するといった場合が考えられる。
- ・ 借り手でも貸し手でも、証券貸借を行いたい場合には、あらかじめ同プログラムに参加する必要がある。例えば借り手の場合には、決済がフェイルしそうな場合に自動的に借入れを行うといった内容で登録をしておけば、そういったケースが発生し、かつ、借入れ対象の証券の残高が貸出し可能残高にあれば、自動的に証券を借りて決済する。また、オポチュニティ、すなわち必要ときに必要なものを借りる形で参加することもできる。貸手に関しては、例えばニーズがあれば自動的に貸し出すという内容で登録をしていれば、借入れのニーズがあった場合には、自動的に貸し出すことになる。どちらの場合でもユーロクリア・バンクは、スクリーンとして入っているだけであり、ユーロクリアが直接貸出しや借入れを行っているわけではなく、あくまでも当事者同士での貸し借りという形になっているが、当事者同士は具

体的な借り手、貸し手が分からない形になっている。

- ・ 実際に借入れのニーズがあった場合には、対象証券を持っている貸し手に対して、自動的に比例配分で割当てを行う。例えば、ある特定の証券の借入れがあり、当該証券を持っている貸し手が10社あれば、その10社に対して、持ち分に応じて自動的に比例配分で割り当てることになる。一方借り手は、証券の借入れになるので、それに見合った担保を出す必要がある。そのため、あらかじめ与信枠を設定し、必要な担保を出した上で借り入れる形になる。仮に、借り手が借り入れた証券を返却できないような事態に陥れば、ユーロクリア・バンクが銀行として、貸し手に対して貸出証券の返却（証券の手当ができないときは貸出証券の市場価値相当額の現金の返還）を保証をする。貸し手としては、貸出先が分からずとも、最終的にはユーロクリア・バンクが保証してくれるので、安心して貸し出すことができる。
- ・ 証券貸借のプログラムは、決済システムに連動しているので、バッチ処理やリアルタイムで決済をする場合に、必要があれば自動的に借入れをし、必要がなくなれば自動的に返却する。そのため、あらかじめ登録さえしておけば、基本的にはそれ以上何も行う必要はないことになる。実際に借入れが発生した残高に対して、借り手は借入料を払うことになり、レンダーは貸出料を貸し出した分だけ受領することになる。

(3) トライパーティ担保管理について

- ・ トライパーティ・サービスは、いわゆる担保の出し手と受け手という当事者に加えて、決済機関であるユーロクリア・バンクが担保管理の代理人という第三者として登場し、その三者間で担保管理の契約を結ぶことにより、サービスが適用されるものである。
- ・ トライパーティの担保管理者であるユーロクリアは、あくまでも第三者であり、実際に、大本になっているリスク取引（レポ、証券貸借、ローン等）は、当事者同士での相対での契約という形になる。相対の契約があった上で、実際に担保の動きに関して、トライパーティのエージェントが管理をすることになるので、三者間の取引という形になっている。担保管理のサービスの契約をすることにより、当事者同士はあらかじめ担保として使うものの条件、例えば、どういった証券を担保で使うかといった細かい適格条件を設定することになる。銘柄ごとに指定することも、マーケット別や証券の格付け別で決めることもでき、当事者のリスク管理ニーズに応じてきめ細やかに管理できる仕組みになっている。
- ・ 担保の条件を設定すれば、後は当事者同士でリスク取引の条件を決め、それに見合った担保について、ユーロクリアが決められた適格条件に従って、当該担保の移動管理を行い、値洗い、担保の差替え、返還等といった様々な担保管理サービスを行う。証券の担保について、利金や償還金が発生する場合には、その手当もサービス

の一環として全て行う。担保の状況や決済の状況は、レポートを通じて当事者双方に案内している。

- ・ レポ絡みのトライパーティが非常に多いが、昨今では、ローンやデリバティブ関係の担保の管理にトライパーティを使うケースも増えてきている。
- ・ 担保証券の種別としては、国債が一番多いものの、社債もかなり増えてきている。
- ・ トライパーティ・サービスのメリットは、特に担保の出し手となる投資銀行やブローカー・ディーラーにとって、担保管理も含めた在庫証券の有効活用・残高管理のニーズが非常に大きなポイントと考えられる。通常の売買に加えレポやファイナンス等、様々な形で手持ちの証券を使うケースがあり、その中で、効率的な残高管理、担保管理を行うためには、トライパーティという機能が有効であり、同機能がなければ、ブローカーとしての業務をしづらいのではないかと思われる。
- ・ トライパーティのタイミングは、日中、夜間を含めて **Auto Select** が定期的に走る形になっている。**Auto Select** とは、トライパーティの担保の抽出や配分指図を自動的に行う機能である。よって、あらかじめレンダー、ボロワーの間で決めた条件に基づき、**Auto Select** の各回で最も効率的な担保の抽出・配分を指図することがプログラム化されており、自動的に行われている。
- ・ 当初は、**Auto Select** の回数は日中・夜間を含め限定的であったが、参加者・取引規模の拡大と共に回数を増やし、現在は夜間のバッチで2回、日中のリアルタイムでも10数回行っており、非常に効率的なプログラムになっている。このときに、マージン・コールや担保の差替えといった作業も全て行うので、利用者からすれば**Auto Select** により、自動的に自分たちの担保の適正化が図れることになり、非常に使い勝手がよい。特に、担保に出す際には、適格条件の範囲内で条件の悪いもの（例えば格付けが低い、額面が小さい等）から自動的に抽出するようなプログラムが組み込まれているので、尚更使い勝手がよいのではないかと思われる。
- ・ トライパーティでは、証券の格付けで管理をするケースが非常に多い。

(4) ユーロクリアにおける利金・償還金の支払い基準等について

- ・ ユーロクリアでは、利金・償還金の支払い処理につき、通貨に関係なく発行体からの入金確認が取れる前に利払い日当日朝一番でユーロクリア参加者の口座に立替払いを実施し、その後事後的に発行体からの入金確認・照合をとる形で処理することにより、参加者の資金決済効率性を担保している。
- ・ この立替払い処理には発行体に対しての信用リスクが伴うので、決済機構としてのリスク管理が必要となる。そこで、原則的には発行体及び銘柄ごとの信用格付けを立替払いを行うかどうかの判断基準としている。具体的には、S & P、ムーディーズ、フィッチの格付けを基準として、基本的にB B B格以上、いわゆる投資適格の債券に関しては立替払いを行い、利払日当日にユーロクリア参加者が利金・償還金

の受領が可能となるようにしている。いわゆる投資適格を下回るものや、格付けがないもの、あるいは、投資適格であっても著しい信用状況の悪化等が見受けられる場合等に関しては、立替払い処理の対象とはせず、発行体からの着金確認を取ってから事後的にユーロクリア参加者の口座に入金処理をしている。事後的に確認後支払い処理をする際には、参加者の口座に利払日付けのバックデートで入金処理がされるので、参加者は与信枠等を利用することにより利払日時点で利金・償還金額をユーロクリア口座から回金し事後的に入金処理がされれば OD 等の金利負担なく資金を有効活用することができる。

2. 米国における社債レポ市場について

(1) DTCCについて

- DTCC (The Depository Trust & Clearing Corporation) は持株会社であり、その下の DTC (The Depository Trust Company) が株式、地方債、社債も含めた証券決済機関である。グループには、100%出資の子会社もあれば、共同で出資して設立した会社もあり、それぞれの会社で決済・清算、照合、CA 情報管理といったそれぞれのサービスを行っている。DTC は、ニューヨーク州銀行法に基づく限定目的の信託銀行として FED (連邦準備銀行) に資金決済口座を持っており、Fedwire (連邦準備銀行の決済システム) を通じた資金決済を行っている。
- 米国内の現物の清算決済の主体としては、株式、社債、地方債等の清算機関である NSCC (National Securities Clearing Corporation) と、政府債、モーゲージ債の清算機関である FICC (Fixed Income Clearing Corporation) がある。

(2) DTCにおける決済の概要について

- DTC における決済では、DVP の決済と資金とのかかわりが一つのポイントになってくる。証券の決済は DTC の中で、資金の決済は Fedwire の中で行われ、DTC の参加者は、DTC に証券口座を開設するが、資金を預けるための資金口座を決済銀行又は FED に開設し、資金決済を DTC の中で内部振替するわけではない。しかし、DTC では、参加者の決済等に係る資金の動きを管理する仕組みを設けている。
- DTC は、Fedwire の中で DTC の口座を介してそれぞれの決済銀行との間で決済をしている。DTC では、DVP 決済を確実に履行するため、債務限度額の設定、担保差し入れ、参加者基金などのリスク管理策を採用している。ユーロクリアと異なり、DTC が銀行として資金流動性を供給することはない。

(3) DTCにおける配当・元利金等の取扱いについて

- DTC では、発行会社からの元利金・配当金等について、一旦その支払いを受けた

後に参加者に割り振るという取扱いをしている。これは、株主名簿／社債原簿上の名義が DTC ノミニー名義になっており、まず DTC に入金され、一定の時限までに入金確認が取れたものについて、参加者に支払うということであり、ユーロクリアのような立替払いはしていない。従前は、予定していた払込金額に若干のずれがある場合や、時限に少し間に合わなかった場合でも随時参加者への振替を行っていたようであるが、最近はリスク管理の観点から、入金確認、期日管理を強化し、入金があったものを支払うという方針を徹底しているようである。

- ・ 参加者への入金を DVP 決済におけるネット金額の一部として計算する、資金残高として把握するといった仕組みもある。

(4) DTCと証券貸借について

- ・ DTC では、ユーロクリアのような証券貸借サービスは行っていない。また、DTC 自身がトライパーティ管理サービスのようなものを提供しているということもない。証券貸借に係る機能としては、DTC の参加者が貸借に係る振替を行う場合に、その振替が貸借に係るものであるということを識別するためのフラグを付けて振替を行っている。当該振替は、フラグの存在により、貸借に出された証券に係る配当等があった場合でも自動的に借り手から貸し手にスムーズに返却できる等のメリットがある。

(5) NSCCによるフェイルカバーについて

- ・ NSCC のフェイルカバーは、Automated Stock Borrow Procedures というものであり、対象は NSCC が清算機関として債務引受を行っている取引の受渡しである。NSCC は、受け方に対して証券を振り替える、渡す義務を負っているので、反対の渡し方からの受渡しをフェイルする、すなわち受け方に対して渡せなくなるという場合に、フェイルカバーを行っている。これは、フェイルが起きそうな場合に貸し手として貸し出せる NSCC の参加者が事前に登録しており、その中から足りない玉を見つけてきて借りてくるという仕組みである。これにより NSCC は、受け方への引渡し債務を履行できる。これはレンディングというよりもボローイング、すなわち借りてくるということであり、最終的には、渡し方が NSCC への振替を実行し、貸し手に対して返済している。このフェイルカバーについて、社債及び地方債は対象外となっている。

Ⅲ. 「社債レポ市場の整備」について

1. 全体的な意見

アンケート及び勉強会では、報告書「社債市場の活性化に向けて」において記載されているように、社債の流通市場の活性化には、我が国の社債市場において、レポ取引の

活性化に資するサービスが提供されることが望ましいとの意見が大勢を占めた。また、フェイル回避を目的として、機動的に証券貸借が発動されるサービスが提供されることにより、利便性が高まるとの意見があった。

その他、検討に当たって留意する事項として、以下の意見が挙げられた。

- ◆ 社債は個別銘柄の発行額が大きくないこと等から、流動性や取引量等を考慮する必要がある。
- ◆ 貸出用の社債を多種多様に確保するため、同サービスの提供主体は幅広い貸し手（投資家や信託銀行等）との提携が必要になる。
- ◆ 現状、社債がショートした場合に、そのカバーのために、様々な投資家に電話をかけなければならないという実態がある。

また、社債市場の活性化に関する懇談会の下部機関である第4部会（社債の価格情報インフラの整備等について検討）においても、社債市場の流動性を高めるためにはレポ市場の整備が必要であるという意見があり、具体的に以下のような意見が挙げられている。

- ◆ 日本の社債市場では、売買に際しショートから入りたくとも債券の調達ができないリスクがあるため、基本的にはロングからしか入れない。社債のレポ市場の整備によりショートが振れるようになれば、社債の流動性も高まると思う。
- ◆ 現状において、社債のレポ取引ができない理由としては、社債は一銘柄の発行額が小さいこと、リ・オープン（銘柄統合）による発行がないため流動性の供給がないこと等が挙げられる。
- ◆ 日本の社債にはレポ市場がなく流動性が少ないため、社債の取引価格情報が唐突に公表されると、様々な憶測を呼ぶことになる。

2. 具体的な論点等

アンケートにおいて挙げられた以下の四つのサービスについて、それらの導入に係る課題の整理及び意見交換を行った。

いずれのサービスを導入する場合においても、最初に、その必要性（「あるべき」サービス・仕組み）を明確にし、グランドデザインについて市場関係者からコンセンサスを得た上で実現に向けた検討を進める必要があることが確認された。

<想定されるレポ・レンディングサービスの内容>

サービス	内 容	備 考
証券貸借サービス	受渡しに必要な数量が不足する場合に、サービスの提供主体が社債の貸借を行い、フェイルを回避する機能（ユーロクリア・バンクが提供しているサービスを想定）	・フェイル回避のための機能 ・特定銘柄の貸借
清算機関によ	清算機関が債務引受を行った受渡しについて、渡し方から	

る借入れ	の振替がフェイルした場合に、清算機関が必要な証券を借入れることで受け方へのフェイルを回避する機能	
担保管理サービス	トライパーティ担保管理サービス ¹ 、又はその枠にとらわれない形で行う担保の時価評価等のサービス（ユーロクリアやJPモルガン・チェースが提供しているサービスを想定）	・社債を担保とした資金調達を円滑に行うための仕組み
証券貸借仲介サービス	証券の借り手、貸し手双方のニーズを仲介するサービス（決済機関等において持ち得る残高情報等を基に取引の相手先を見つける、見つけやすくする仕組みを構築するといったサービス）	

(1) 証券貸借サービス

証券貸借サービスの導入を検討する場合の課題につき、以下の内容が整理された。

【前提となる課題】

- ① 決済機関に証券貸借サービスを提供することを求めるのかどうか、求める場合には、ユーロクリア・バンクと同様、民間から提供される証券貸借サービスではカバーできなかった場合の（フェイル回避のための）最終手段との位置付けを想定するのか、若しくは、決済機関単独で提供するのか。
- ② ユーロクリア・バンクでは、借り手が返済できない場合に同じ銘柄を調達して貸し手に返す。仮に調達できない場合には、現金相当額を貸し手に返すことを保証している。したがって、社債市場が一定以上の流動性があること、若しくは、一定以上の流動性がある銘柄に限り提供されるサービスであるが、そのような前提でよいか（若しくは証券貸借サービスを導入することによって流動性が拡大するとの考え方か）。

◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。

- ◆ 証券貸借は、民間（カスタディアン銀行等）と決済機関、両者からのサービス提供が望ましい。
- ◆ 米国では、証券貸借サービスはクリアリングバンク（民間）により提供されており、NSCC（清算機関）では提供していない。背景としては、鉄道、電鉄等による資本市場からの資金調達が20世紀初頭から発展し、資本市場の規模が大きい米国では、債券の受渡しや管理等にバックオフィス事務を行うカスタディアン・バンク（クリアリング・バンク）が、トライパーティー・レポ

¹ 「トライパーティ担保管理サービス」とは、貸し手と借り手の代理人として、レポ取引、証券貸付、担保管理等の手続きを行うサービスをいう。

を含め総合的なサービスをビジネスとして提供していることから NSCC が関与する必要がなかったことが挙げられる。また、本邦市場同様、間接金融の比重が高い欧州市場では、ユーロドルの滞留を契機として、1970 年代初頭以降ユーロドル市場が生まれ、その過程において、ユーロクリア、セデル（現在のクリアストリーム）が、証券管理を行うカストディアンを兼ねた証券決済機構として、市場のインフラとして流通市場において様々なサービスを提供してきた結果、ユーロドル市場が多通貨の発行が可能な国際市場、ユーロ市場へと発展してきたという歴史的背景の違いがあると思われる。

- ◆ 証券貸借サービスの提供は、恒常的にマーケット（流動性）が存在する（＝借り手のニーズがある）ことが前提となり、現状では、民間による提供はビジネスとして成立しない。したがって、現状を変えるには、決済機関が証券貸借サービスを提供する必要がある。
- ◆ 決済機関としても、振替業としての経営の安定性確保の観点等からは、利用が見込まれないサービスを実施するとの判断は難しいのではないか。
- ◆ 個別の証券貸借サービスでは、借り手の信用・格付によって借入ができないケースがあると想定されるが、決済機関が提供することにより、貸し手が借手毎の信用力を勘案することなく、画一的運用が担保されるのではないか。
- ◆ 証券貸借の貸し手は、レポの対象玉を売却する際に、貸出銘柄の返済を確実に受けることが必要となる。貸出銘柄の返済に係るルール等を整備する必要があるのではないか。
- ◆ 本邦金融資本市場において、依然として間接金融の比重が高く、市場のインフラを整備することで社債市場の拡大の余地が高いこと、今後のアジアの資本市場の発展の果実を市場として取り込むことも見据えれば、この機を捉え、本邦資本市場の存在感を高めるという観点で、ユーロクリア型のサービスが提供できる証券決済機構を、いち早く本邦市場に構築する意義は高いと考えられる。

【決済機関がサービスを提供する場合の課題】

※「前提となる課題」を解決後に検討を開始することとなる。

- ③ 決済機関がサービスを提供する場合には、以下の法的な整理が必要となる。
- ・ 「社債、株式等の振替に関する法律」（以下「振替法」という。）においては、決済機関が外性的リスクにさらされ、振替業の安定的な遂行の妨げとなることのないよう、行うことができる業務を厳格に制限しているが、決済機関が借り手に代わって貸し手への証券の返戻の保証を行うことができるか。
 - ・ 同保証は借り手の担保を確保することが前提となっており、ユーロクリア・バンクでは、借り手の担保用口座を設定し、その残高を担保としている。我が国

の振替法制の下でも、同様に決済機関が管理する振替口座簿に記録された残高を担保とすることができるか、若しくは決済機関が自己の口座を開設し、借り手から担保を差し入れさせる方法が可能か（現行の振替法では決済機関の自己口座の設定について、目的を制限している）。

- ・ 資金を担保として確保する場合には、決済機関に銀行的な機能を導入する必要があるのではないか。
- ④ 上記課題を解決した上で、具体的なシステム設計を行う場合には、フェイルを判断するタイミング、貸出証券の特定、担保の計算等について整理した上で、フェイル判断のタイミングから自動振替の発動までを迅速に行う高度なシステム処理の実現等を検討する必要がある。

◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。

- ◆ 決済機関本体から外性的リスクを排除するために、例えば子会社等を利用することにより、振替業の安定的な遂行の妨げとなる恐れを排除することも考えられるのではないか。
- ◆ ほふりがユーロクリア型の証券決済サービスを提供できない場合、あるいは現状の米国 DTC と同様な機能の提供に留まる場合には、米国市場においてレポを含む債券取引の清算や決済を行うクリアリング・バンク（Bank of New York Mellon, JP Morgan Chase）、あるいはカストディアン・バンク（State Street, Northern Trust）と同等の機能を果たす金融機関の存在が、本邦市場において不可欠となる。米国市場では、DTC とクリアリング・バンクの機能がセットになって、ユーロクリアと同等のサービスが提供されており、欧米市場に比肩する証券決済制度を本邦市場に整備するためには、金融機関との連携を前提とした仕組みを再構築する必要がある。両者の存在なくして、市場のインフラとしての証券決済制度は、欧米市場に比肩するものにはなり得ない。

(2) 清算機関による借入れ

勉強会では、清算機関の要否について整理された後に検討すべき課題ではないかとの意見が提示され、出席者から特段のコメント等はなかった。

(3) 担保管理サービス

担保管理サービスの導入を検討する場合の課題につき、以下の内容が整理された。

【前提となる課題】

- ① 現状の我が国社債市場において、ユーロクリアが実施しているようなトライパー

ティ担保管理サービスを導入し得るのか。若しくは、国債とは異なり、発行ロットが小さいといった事情や発行体の信用リスクを勘案する必要性等により、社債のGCレポ取引の拡大には限界があると考えられるか。

- ② 決済機関に担保管理サービスを提供することを求めるかどうか、求める場合には、民間から提供される同サービスを補完する位置付けを想定するのか、若しくは、決済機関単独で提供するのか。
- ③ 効率的なインフラを構築する観点から、国債取引における決済期間の短縮化の検討における担保管理サービス等の動向²を踏まえて検討する必要があるか。

◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。

- ◆ 現状、流動性や信用リスクの観点から、市場参加者に社債を担保としたファンディングニーズは低いと考えられるが、担保管理サービスの導入により利便性が高まり、GCレポ取引の活用が拡大するのか評価が必要である。
- ◆ GCレポ取引の資金の取り手から見た場合、担保管理サービスの導入により、社債の在庫玉を活用した資金調達等が可能になれば、利便性は高まると思う。一方、当該サービスがどのような形で実用化できるのかが課題になる。
- ◆ 国債の決済期間短縮化の議論における担保管理サービスの提供については、GCレポの場合に清算機関がレポの債務引受だけを行うというスキームを検討している。このスキームが可能になるなら、社債も国債と同様に処理ができると考えられないか。これは、履行保証機能及びオペレーションの標準化による効率化になると思われる。
- ◆ GCレポ取引の資金の出し手から見た場合、社債は資金取引の担保となることから、発行体の信用リスクを勘案する必要がある。担保管理サービスが国債以外に導入される場合、資金の出し手から見た適格な担保は、まずは政府保証債や一部の地方債等となるのではないか。

【決済機関がサービスを提供する場合の課題】

※ 「前提となる課題」を解決後に検討を開始することとなる。

- ④ 振替機関とリスクとの関係、振替法に規定された振替機関の業務範囲等の観点から、整理が必要となる。

◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。

- ◆ 決済機関において持ち得る情報（決済機関の加入者の口座残高情報）をベースとして、同サービスを提供する場合には、第三者への債務保証や与信を伴うサービスと比較して、法的なハードルは低いと考えられる。

² 「担保管理サービス」とは、GCレポ取引（実質的に債券を担保として資金貸借を主目的とする取引）の担保（取引対象の債券）の割当、管理等を行うサービス（インフラ機関が提供）を指す。

- ◆ 決済機関によるサービスの提供については、決済機関が外性的なリスクにさらされる可能性の有無、振替法の規定を超える役割・機能（資金決済、与信等）が必要とされるか否か等により、検討すべき課題、実現に向けたハードル等は異なるのではないかと考えられる。また、利用者の口座間の担保の入れ替えを決済機関が行う場合には、どのような建付けで行うかの整理等も必要になると考えられる。

(4) 証券貸借仲介サービス

証券貸借仲介サービスの導入を検討する場合の課題につき、以下の内容が整理された。

【前提となる課題】

- ① 決済機関に証券貸借仲介サービスを提供することを求めるのかどうか、求める場合には、民間から提供される同サービスを補完する位置付けを想定するのか。若しくは、決済機関単独で提供するのか。
- ② 現状の社債の貸し手や借入れニーズを探るのが困難である点が、社債の取引が活発とならない要因の一つであるとの認識でよいか。

◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。

- ◆ 証券貸借仲介サービスは、証券貸借サービス等の補完的な位置付けになるのではないかと考えられる。
- ◆ 社債の保有状況がリアルタイムに近い形で把握できる主体・仕組みが望ましいのではないかと考えられる。
- ◆ この仕組みは、証券貸借サービスに非常に近いと考える。
- ◆ 貸し手の立場からすると、自己の社債の保有状況が直接相手方にわかってしまうのは不都合なので、間に入る決済機関等がスクリーニングをかけて、誰がどの程度の在庫を抱えているのかという情報を遮断した上で利用できる仕組みを構築すべきと考える。

【決済機関がサービスを提供する場合の課題】

※ 「前提となる課題」を解決後に検討を開始することとなる。

- ③ 振替機関とリスクとの関係、振替法に規定された振替機関の業務範囲等の観点から、整理が必要となる。

◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。

- ◆ 決済機関によるサービスの提供については、決済機関が外性的なリスクにさらされることがなければ、法的なハードルはそれ程高くはないのではないかと考えられる。

ただし、当事者間の証券貸借取引への決済機関の関与度合いによっては、証券貸借サービスと同じ課題が生じるのではないか。また、金商法等の他法令との関係も整理が必要ではないか。

- ◆ 懇談会が発足した際に、我が国社債市場のインフラを整備し、一層効率的で透明性と流動性の高い市場を実現していくことは、アジア域内を含む外国の企業や投資家が活発に参入することを可能にし、我が国の金融・資本市場がその経済規模に相応しい国際的な役割を発揮していくことにも寄与し、我が国の資本市場がアジア域内を含む国際的なメイン・マーケットとして重要な役割を果たすことに資すると謳っている。証券貸借市場は、社債の流動性を担保するための不可欠なインフラであり、官民挙げて取り組む課題と位置付けるべきではないか。

IV. 「決済・清算システムの機能拡充」について

1. 全体的な意見

現在、我が国の社債市場には清算機関が導入されておらず、証券決済については、ほふりでグロス＝グロス型のDVPを行っているところであるが、アンケート及び勉強会では、将来的に流通市場が拡大することを前提とした場合には、流動性リスクの削減、資金・証券の決済効率の向上等の観点から、清算機関の導入や流動性供給等の機能向上が必要になってくるとの意見が大勢を占めた。なお、清算機関を導入する場合には、なるべく低コストで実施するために、既存インフラを利用する方向で検討すべきとの意見に対し、異論等は示されなかった。

社債について、(株)日本証券クリアリング機構(JSCC)や(株)日本国債清算機関(JGBCC)のような債券・資金両方のネットィングが必須であるかどうかは意見が分かれた。しかし、ほふりにおける現状のグロス＝グロス決済方式は、決済の効率性(資金の効率性、及び事務の効率性)の観点で改善が必要であるという意見がみられた。

DVPの方式については後述のように意見が分かれていることから、今後、検討がなされる際に改めて整理する必要があると考えられる。

◎ その他留意する事項として、以下の意見が挙げられた。

- ◆ 清算機関への参加要件緩和や、担保確保のプロセス確立、対象取引の見極め等の検討も必要であり、中長期的な視点で議論すべきである。
- ◆ CCPとしてのリスク管理の適切性や、参加者から見たコストとメリットの適切な均衡を図ることが必要である。
- ◆ 社債の取引規模や件数、国債や株式との関係で市場参加者の違い・重複、システムの親和性があるのか等を含めて十分に吟味する必要がある。

2. 具体的な論点等

将来的に流通市場が拡大することを前提とした場合の社債の DVP 方式については、新しい清算スキーム（グロス＝ネット型 DVP 又はネット＝ネット型 DVP）の導入、又は、現在のグロス＝グロス型 DVP を発展させる形が挙げられ、それらの導入に係る課題の整理及び意見交換を行った。

(1) 清算スキームの導入

社債市場に清算機関が導入される場合の社債の DVP 方式・清算スキーム等について、以下の課題が整理された。

【前提となる課題】

- ① 社債市場が一定以上の流動性があること、若しくは、一定以上の流動性がある銘柄を対象とすることを前提とするか。
 - ② 対象となる取引は、口座振替される社債でよいか。
 - ③ 清算機関の導入の意義は何を主軸に想定するか。また、どのような清算スキームとするか。
 - ④ 清算機関を活用する場合、商品・制度毎の参加者の範囲の違いや商品毎の決済金額の違いについて、考慮が必要ではないか。
 - ⑤ 既存の清算機関の活用を想定した場合、国債は ITC 機能³を利用した決済スキームとなっているが、社債においてはどうかといった点など、どのインフラで取扱うことが最も親和性が高いかについては、様々な観点からの検証が必要になる。
- ◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。
- ◆ 主軸にする意義によっては、清算機関導入は必須ではなく、より適当で導入しやすい措置も考えられると思う。清算機関導入の可否を検討した上で、清算機関による借入れの可否についても検討していくような流れになっていくのではないか。
 - ◆ 流通市場のボリュームを踏まえて、清算機関の導入の意義や求める機能を議論する必要があり、清算機関（ネットィング機能）の導入と決済スキームを切り離して議論することはできないと考える。
 - ◆ 清算スキームの導入については、リスク削減の観点や日中流動性がポイントとなると思うが、リスク削減の観点は決済量が増えてこないと顕在化してこない。また、日中の資金の流動性の観点で見た場合、どの取引について一番ニーズが

³ 国債 DVP 同時担保受払機能（ITC 〈In-Transit Collateral〉機能）。

あるか等、具体化する必要があるのではないか。

(2) グロス＝グロス型DVP決済の発展形

社債のDVP方式について、新しい清算スキームを導入するのではなく、現行のグロス＝グロス型DVPを発展させる場合について、以下の課題が整理された。

【前提となる課題】

- ① 社債市場が一定以上の流動性があること、若しくは、一定以上の流動性がある銘柄を対象とすることを前提とするか。
 - ② 一般債振替制度の導入時の議論（2002年）において、1件毎の決済金額や取引件数を踏まえ、決済の安定性・確実性を考慮し、一般債の決済はグロス＝グロス型DVPが望ましいとの結論となった経緯を踏まえる必要がある。
 - ③ 2002年当時の議論においては、当面はグロス＝グロス型DVPを実現することにより、将来の取引高増加に際しては、清算機関を組み合わせることも検討すべきであるとの意見もあった。
 - ④ どのような仕組みを求めるか。また、DVP決済途上において資金流動性の供給による処理の迅速化を求める場合、流動性の提供主体としてどの機関を想定するか。
- ◎ 上記課題について、勉強会では以下の意見が挙げられた。
- ◆ 現状のグロス＝グロス型のDVPは、社債の商品性（取引ロットが大きく決済件数は少ない）に即した決済方法であるので、決済機関レベルで資金流動性供給⁴又は流動性節約機能⁵を付加する検討が必要ではないか。
 - ◆ 債券・資金両方のネットィングについては、取引高増加が相応に期待できる段階で既存の清算機関が機能を提供することを検討してはどうか。

V. 今後の検討の進め方等について

決済機関の強化や清算機関の設立等は市場の重要な課題であり、欧米では、清算機関の活用、証券貸借、担保管理、証券貸借仲介等の追加サービスの提供等の機能向上が図られて

⁴ ほふりは銀行免許を持たないこと、及び、振替法は振替の効果を譲受人（買手）口座の保有欄への記帳に認めており、当該記帳前に第三者が決済対象債券を担保として買手の決済資金の流動性供給を行うためには、リーガル面を見据えた検討が必要である。

⁵ 今後の稼働が予定されている新日銀ネットにおいては、社債のDVP決済における資金決済についても待ち行列及び複数指図同時決済による流動性節約機能の利用が可能となる予定。

きた。今後、我が国においては、決済機関等における限定的な銀行免許取得や振替法の改正等も睨みつつ、上記サービスに加え資金流動性供給等のサービス提供も検討し、国際的にも遜色の無い機能を付加することにより、国際市場間競争上、少なくともアジアで中心的な役割を果たすことができるよう、中長期的な機能拡大・改善を進めて行く必要がある。

勉強会においても、上述のように、社債の流通市場の活性化には、我が国の社債市場において、レポ取引の活性化に資するサービスが提供されることが望ましいとの意見が大勢を占め、現状において想定されるレポ・レンディングサービスの内容として、①証券貸借サービス、②清算機関による借入れ、③担保管理サービス、④証券貸借仲介サービスが挙げられた。これらのサービスについて、どのように着手すべきか、すなわち、優先順位をどのように付けて検討を進めていくべきかについても意見交換を行った。

その結果、現状では、これらのサービスの提供者について、決済機関、民間のいずれとするのか、あるいは、両者とするのかについてコンセンサスが得られる段階には至っていないが、法改正などの過大な対応を伴わない比較的着手しやすい所から段階的に実施に移していくことが現実的な対応であるという点については意見が一致した。そうした観点からは、④の証券貸借仲介サービスから実施に向けた検討を具体的に行うべきであり、また、理想としては、①の証券貸借サービス及び③の担保管理サービスが提供されることが望ましいと考えられることから、同時並行的に当該サービスについても決済機関等において検討を継続すべきであるという点で意見が一致した。特に、③については、決済機関、対象商品は異なるが、今後予定される国債決済期間短縮化（T+1化）の検討の柱となる「担保管理サービス機関」と機能的に類似するものであり、検討内容の共有化が図られることが望ましいとの指摘もあった。

VI. おわりに（今後の検討に向けて）

現在まで、証券の清算・決済制度については、証券決済インフラの提供者はもとより、証券会社や銀行、信託銀行等業界横断的に幅広い市場参加者により様々な検討が行われ、ペーパーレス化のみならず、国債や株式の清算機関の設立等、流通市場を意識した様々な仕組みが整備されてきた。しかしながら、社債だけがその枠組みから取り残されているとの指摘がある。また、上述の通り、欧米市場では、発行量・流通量に相応しい社債市場インフラ及び各種サービスが確立しており、我が国の社債取引の活性化、特に国際市場間競争力の強化を図るべく、清算・決済システムの一層の効率性向上及び高度化に向けた取組みを強化する必要があると考えられる。

発行量・流通量を踏まえつつも、今後も、引続き上記課題について優先順位に沿った検討を行い、具体的な実現目標と実現プロセスの検討を進める必要がある。

その際は、上記課題について、市場関係者及び関係するインフラ機関がコンセンサスを図

りつつ、整備すべき清算・決済システムの機能配置（グラウンドデザイン）を固めていくこと、及び、利用者のニーズとインフラ構築・運営に係るコストを見極めつつ、段階的・発展的な整備も視野に入れた検討を行うことが重要であると考えられる。

以 上