

国債の決済期間の短縮化に向けて

～ポストトレード事務から見た展望と決済照合システムが果たす役割～

証券保管振替機構
ポストトレードサービス部

調査役

鳥澤 寛子

原田麻希子



1. はじめに

我が国の国債取引の決済リスク削減に向けた取組みが大きな山場を迎える。日本証券業協会は、2017年2月に、2018年5月1日約定分から約定日の翌営業日に決済を行う、いわ

〈目次〉

1. はじめに
2. 国債の決済期間短縮化を巡る状況
3. ポストトレード事務の概観と決済照合システム
4. 決済照合システムの特徴
5. 最新動向と今後の展望

ゆる決済期間の「T+1化」を発表した。T+1化の対象となるのは国内に居住する機関投資家に係る取引、及び国内ブローカー・ディーラー間の取引（以下総称して「国内取引」という。）における、アウトライト（売買）取引である。また、アウトライト取引のT+1化に伴い、資金調達・運用を目的とし実質的に国債を担保とする取引である、いわゆる「GCレポ取引」はT+0化されることも予定されている。

一方、海外に居住する投資家の取引（以下「非居住者取引」という。）については、国内の市場関係者の間で「多くの関係者が事務に関与するため、直ちに、決済期間の短縮化を一律に進めることは困難」との認識が共有さ

れるとともに、「まずはT+2 決済を標準的に行えるよう、決済事務の円滑化・迅速化策の検討を行う」と提言された。

本稿は、国債の非居住者取引のT+2 化の実現を目指すに当たり、決済事務の中でも上流に位置する「ポストトレード事務」に焦点を当て、証券保管振替機構（以下「保振」という。）が運営する決済照合システムについて、機能及び役割を解説することをねらいとするものである。

■ 2. 国債の決済期間短縮化を巡る状況

(1) 国債の決済期間の短縮化に向けた動き

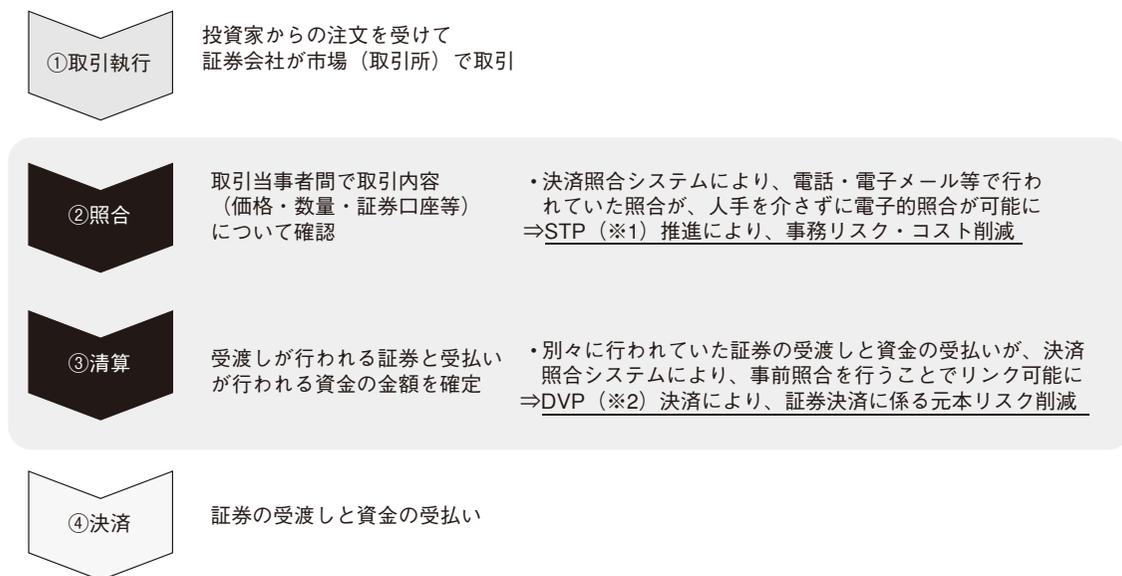
2008年のリーマン・ショック時に認識された決済リスク削減等の課題への対応のため、2009年9月に、日本証券業協会を事務局として「証券決済制度改革推進会議」の下に「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」が設置され、市場参加者やインフラ機関を中心とした検討が開始された。まずは2012年4月に、それまでのT+3 決済からT+2 決済への移行が行われたが、同ワーキング・グループでは、更なる決済期間の短縮化を目指して検討が継続され、2014年11月に「国債取引の決済期間の短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン」^(注1)が公表された。ここでは、アウトライト取引のT+1 化及びGCレポ取引のT+0 化に向けて、

約定時点で銘柄を特定しない「銘柄後決めGCレポ取引」の導入や、グローバル・スタンダードに適合するよう「新現先取引」への一本化等が提言された。更なる検討の結果、2017年2月に、2018年5月1日約定分からアウトライト取引のT+1 化を実施することが公表されるとともに、2017年10月からは総合運転試験（RT）が開始された。RTは、銀行や証券会社等をはじめとする市場参加者並びに、インフラ機関である日本証券クリアリング機構（JSCC）、日本銀行及び保振が一同に参画し、システム及び実務の確認を行う大規模テストである。市場参加者とインフラ機関のシステムを接続し、新たに導入される「銘柄後決めGCレポ取引」を中心に、実務に即した綿密なテストケースの下、安定的に決済が履行されることの検証が行われている。RTは、2018年3月まで段階的に実施され、100社を大幅に上回る市場参加者が参加している。

(2) 非居住者取引における状況

前述のとおり、国内取引では、制度及びシステムの整備が着々と進んでいる。一方、非居住者取引については、財務省「債務管理レポート2017 一国の債務管理と公的債務の現状」^(注2)によると、海外投資家の国債保有額や売買シェアが年々上昇していることがわかる。2007年は45.7兆円であった国債保有額は2017年に113兆円に達し、保有割合も2007年の5.9%から2017年の10.8%に上昇して

(図1) ポストトレード事務の概念



(※1) STP：Straight Through Processing、取引から決済までを電子化し、人手を介さずに行うこと

(※2) DVP：Delivery Versus Payment、証券の受渡しと代金の支払いをリンクして（相互に条件を付けて）行うこと

いる。加えて、海外投資家の売買シェアは、保有割合に比して更に高い傾向にあり、2017年の現物取引の売買シェアは30.9%となっている。この結果からは、クロスボーダー取引に係る決済を行っている国内サブ・カस्टディアンや国内証券会社における決済件数が増加し、事務負担も増しつつある状況がうかがえる。このような背景を下に、「国債取引の決済期間の短縮（T+1）化に向けたグランドデザイン」の中では、非居住者取引について「まずはT+2決済を標準的に行えるよう、決済事務の円滑化・迅速化策の検討を行う」旨が提言されており、具体的施策として海外投資家やグローバル・カस्टディアンに対す

る決済指図の早期化への働き掛けに加え、決済照合システムの利用促進が挙げられている。

3. ポストトレード事務の概観と決済照合システム

「ポストトレード事務」とは、広義には証券取引後の証券決済全般やコーポレート・アクションを契機とする業務処理等のバックオフィス事務の総称である。本稿では、取引執行後から決済に至るまでの関係者間における約定情報、決済情報の照合事務及びその後続の決済事務を中心に述べる。

(1) ポストトレードにおける照合事務

ポストトレード事務の概念をフロー化したものを図1に示している。

証券会社が投資家から注文を受けて市場で取引執行すると(①)、取引当事者間で価格・数量・証券口座等の取引内容について確認(照合)を行い(②)、受渡しが行われる証券と受払いが行われる資金の金額を確定(清算)し(③)、決済日に証券の受渡しと資金の受払いが行われ、決済が完了する(④)。

上記の照合事務は、各当事者が個別に、電話や電子メール等による人手を介した事務処理にて行うこともできるものの、取引件数が膨大になってくると、処理できる事務量にも限界がある。このため、「共通のシステム」に各当事者が取引内容を入力し、一括して集中照合を行う方が効率的である。この「共通のシステム」が決済照合システムである。決済照合システムによって、従来、電話・電子メール等で人手を介して行われていたバックオフィス事務の取引から決済まで一連のプロセスが電子化(STP化)し、事務リスク・コストの削減につながるとともに、決済照合システムが他の清算・決済システムと連携することで、証券の引渡しと代金の支払いを相互に条件を付けて行うこと(DVP決済)が可能になり、決済リスクを削減することができる。

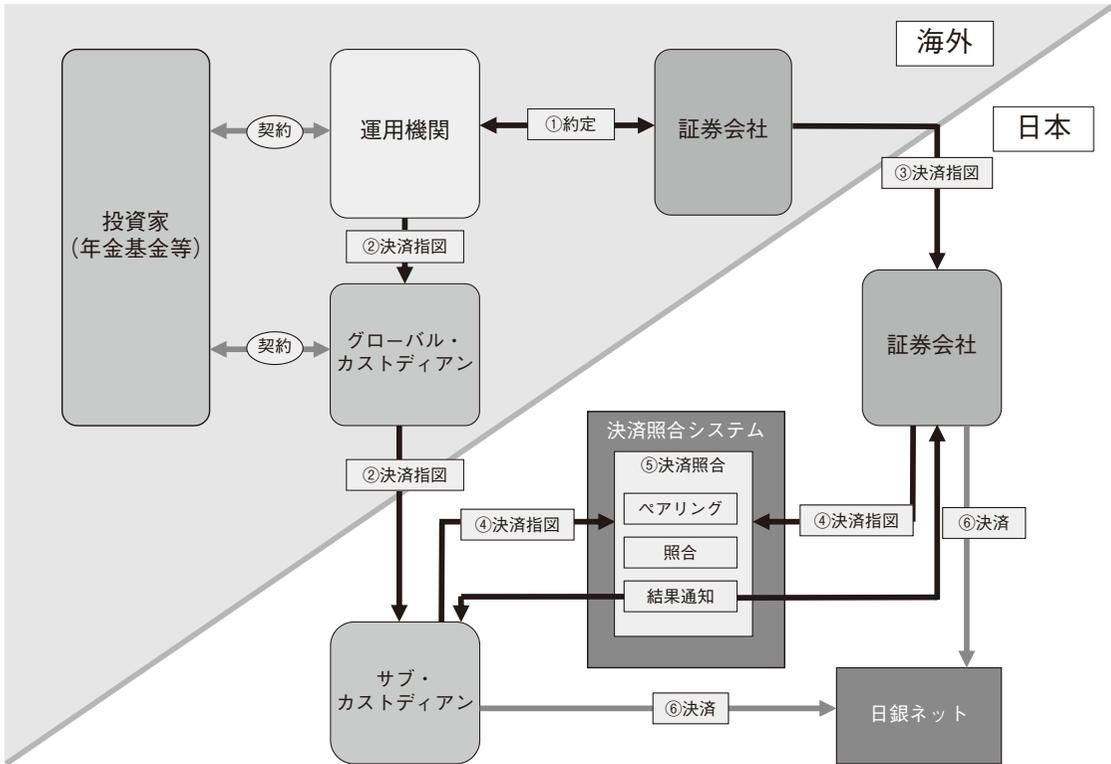
(2) 決済照合システムの概要

2001年9月10日に稼働を開始した決済照合システムは、運用会社、信託銀行、保険会社、

銀行等の幅広い機関投資家や、証券会社やカスタディアン等の広範な市場参加者に利用されており、利用者数は、国内取引674社、非居住者取引44社となっている(2017年11月末時点)。取扱い有価証券は、国債、社債及び地方債等の国内債券全般、株式やETF等のエクイティ商品並びに上場デリバティブまで、本邦市場におけるホールセール取引の大半をカバーする「ナショナル・インフラ」である。

決済照合システムは、国内取引と非居住者取引それぞれの照合機能を提供している。国内取引では、運用機関と証券会社間の取引や証券会社同士の取引といった多様な取引形態に合わせ、様々な業務フローを用意し、各取引当事者間の約定データの自動照合を行っている(約定照合)。また、約定照合完了後に、信託銀行と証券会社等の決済当事者間の決済情報の照合を行っている(決済照合)。国内取引では、一つの取引に対し、約定照合及び決済照合を決済照合システムで行うが、海外で約定照合が行われる非居住者取引では、決済照合システムで約定照合を行わず、カスタディ業務を行う銀行や証券会社等の決済代理人間で行われる決済照合のみを決済照合システムで実施している。なお、国債の国内取引では、決済照合システムで照合が完了した取引は自動的にJSCCの清算システムに連携され、日本銀行における決済が完了するまで、オートマチックかつシームレスに処理される。安全で効率的な決済処理が、インフラ機

(図2) 国債の非居住者取引の決済フロー (年金基金による運用の一例)



関での自動連携によって実現されているのが、我が国における国債決済システムの特徴である。

■ 4. 決済照合システムの特徴

(1) 非居住者取引の照合業務の流れ、仕組み

次に、決済照合システムを利用した、一般的な国債の非居住者取引における決済の流れを紹介する。

海外投資家と海外の証券会社間で取引が成

立すると (①)、海外投資家はグローバル・カストディアンを通して国債の決済指図を日本のサブ・カストディアンに送信する (②)。一方で、海外の証券会社は日本の証券会社(グループ証券会社の日本拠点、日本における提携証券会社、又は当該証券会社とカストディ契約を結んでいる国内銀行等)に決済指図を送信する (③)。そして、証券会社とサブ・カストディアンは決済照合システムにそれぞれ決済指図データを入力する (④)。決済照合システムではマッチング・ロジックに従って照合相手となるデータの検索(ペアリング)

を行う。このとき、複数の照合相手候補となるデータからあらかじめ設定した優先順位に従って迅速かつ的確にペアリングが行われる。ペアリングされた二つの決済指図データは、直ちに、決済金額等の決済情報の照合（マッチング）が行われ、結果は決済当事者に送信される（⑤）。ここまでが決済照合システムの役割である。決済照合が完了した取引については、証券会社及びサブ・カストディアンが日本銀行金融ネットワークシステム（日銀ネット）にシステム接続し、資金と国債の決済を相互に関連付けて行うDVP決済が行われる（⑥）。

（2）完全自動処理を実現する決済照合システム

前述の仕組みによって、日々、大量の件数のクロスボーダー取引が迅速かつ安定的に決済されているが、決済照合システムにおける一連の処理はすべて自動的に、かつリアルタイムに行われ、人手は介在しない。これは、システム検討時に幅広い市場参加者が参画したことで日本の実務慣行に適合したマッチング・ロジックが実装されたことや、マーケットルールに基づく運用が定着していることで精度の高い自動照合が実現しているためである。この結果、決済日の業務終了時点における決済照合完了率は99%以上となっており、決済照合システムは、日本国債市場の低いフェイル発生率と効率的な決済事務を両立するためのデファクト・スタンダードとなっている。

る。

なお、非居住者取引では海外から送信される決済指図の決済金額に軽微な差異が生じることが多い。金額を正確に一致させるためには時差のある海外顧客へ遡及確認する必要がある、円滑な決済処理に支障を来す原因となる。そこで、保振は2014年1月6日に、決済金額の差額が100円以下であれば、証券の渡方の金額をもって決済照合が一致したものとみなす、いわゆる「誤差照合」を導入した。誤差照合は海外でも主流の市場慣行であり、これによって、決済の効率化と日本の決済慣行の国際化に大きく寄与している。

また、2000年代以降の証券市場のグローバル化に対応するため、決済照合システムでは世界の証券決済機関に先駆けて、最新の国際標準メッセージ規格であるISO20022を採用している。これにより、例えば日本のサブ・カストディアンは、海外投資家やグローバル・カストディアンから送信された決済指図を容易に決済照合システムに送信することができる。ISO20022メッセージは柔軟性及び拡張性という特徴を持つことから、決済照合システムは、対象有価証券及びサービスの拡大、並びに取引形態の多様化への対応など、将来の更なる可能性・発展性を持つプラットフォームとなっているのである。

■ 5. 最新動向と今後の展望

2017年9月28日、保振と日本銀行は、外国

中央銀行等に対して提供している国債の保護
預り業務における効率化・迅速化のため、日
本銀行が2018年6月を目途に決済照合シス
テムを利用開始する予定であることを発表した
(注3)。外国中央銀行は国債のクロスボーダ
ー市場における主要なポジションを占めてお
り、その決済事務を担う日本銀行による決済
照合システムの利用は、従来から市場関係者
に待望されていたものである。

この動きに呼応して、これまで決済照合シ
ステムを利用していなかった外資系証券会社
等も次々に利用開始に向けて準備を進めてい
る。現時点の非居住者取引（国債）における
決済照合システムの利用率は、取引全体の6
割程度と推計されているが、日本銀行をはじ
めとする利用開始の動きが進むことで、利用
率の飛躍的な向上が見込まれるとともに、既
存の決済照合システム利用者からは、更なる
効率化や標準化の推進のため、一層の利用拡
大を望む声も聞かれる。標準化の観点では、
決済照合システムは利用率が高まるほど、統
一的なマーケットルールの下での自動照合が
進み、利用者の便益がますます向上していく、
いわゆる「ネットワークの外部性」という特
性を持っている。一方で、たとえ少数であっ
ても一部の市場参加者が決済照合システムを
利用しない場合、従来型の人手による照合事
務が残存してしまい、STP化が阻害され、バ
ックオフィス事務のリスクやコストの要因と
なってしまうのである。

決済照合システムの利用率の向上は市場全
体の課題であるとともに、非居住者取引にお
ける決済期間短縮化を実現するための「キー・
ドライバー」でもある。決済照合システムを
いまだ利用していない市場参加者に対して
は、社内のみならず、市場全体のポストトレ
ード事務の一層の効率化を達成するため、決
済照合システム利用に向けて前向きな検討を
期待したい。

IT技術の進歩によって、ポストトレード
分野におけるプロセスの自動化は日進月歩で
ある。保振としても、諸外国における動向を
常に念頭に置き、海外投資家による日本市場
へのアクセス性の向上を実現するため、利用
者ニーズに即した、低コストかつ利便性の高
い決済照合システムの安定的な運営を引き続
き目指していく所存である。

(注1) [http://www.jsda.or.jp/shiryu/houkokusyo/
20141126_grand-design.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryu/houkokusyo/20141126_grand-design.pdf)

(注2) [http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_
management_report/2017/index.html](http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/2017/index.html)

(注3) <http://www.jasdec.com/news/20170928.html>

