

# アメリカ政府債の清算機関G S C C

福本 葵

## 1 はじめに

二〇〇一年一月四日、日本でも国債のR T G S (Real time gross settlement 即時グロス決済) が稼動した。R T G Sとは、一件一件の個別の資金、証券の受渡を、ファイナリティを付与して、即時に行う決済方法である。R T G Sを行うことによつて、日本の国債決済はシSTEMミク・リスクから遮断される。前回は、国債R T G Sの現状およびフェイルの問題点について述べた。本稿では、もう一つの主要な問題点である、清算機関の創設について考えたい。

証券取引では、売買が成立後、バックオフィスにおいて、計算、照合、清算、受渡(ブックエントリー形式では振替)という四つの手続きが順に行われる。この一連の手続きは広義の決済と呼ばれ、これを経て売り手は代金を入手し、買い手は証券を入手する。決済業務の担い手である決済機関には、主に照合および清算を行う清算機関と、証券の預託を受け、証券に関する口座および帳簿を管理し、証券の振替を行う預託機関(保管振替機関)とがある。各国における複数の証券の決済制度において、清算機関、預託機関の双方を備えているものもあれば、それらのうち一方しか備えていないもの、どちらも備えていないものがある。日本の国債決済において、預託機関は日本銀行であるが、清算機能を担う機関は存在しない。アメリカでは、国債および政府債の清算会社であるG S C C (Government Securities Clearing Corporation) が存在し、重要な役割を担っている。そこで、本稿で

は、G S C Cを利用したアメリカの決済制度について考察し、日本における清算機関創設の可能性について探ってみたい。

## 2 アメリカ政府債の決済制度

### (1) 政府債の決済制度<sup>(2)</sup>

アメリカの政府債（財務省証券、政府関係機関債等）は連邦準備銀行に開設された口座間におけるブックエントリー方式で保管、振替される。連邦準備銀行はFedwireと呼ばれる決済システムを運営している。

Fedwireの参加者は、預金受入れ金融機関（depository institution）や連邦機関、州政府会計事務局（state government treasurer's offices 財務省によって有価証券口座を持つように指名されている）および連銀システムの参加者である限定目的信託会社に限られている。ブローカーやディーラー、機関投資家は、通常、Fedwireに直接参加することはできず、預金受入れ金融機関を通じて証券の保管振替を行っている。

Fedwireのブックエントリーシステムはthe National Book-Entry System (NBES)と呼ばれている。NBESは保管機能と振替決済機能を提供している。保管機能はカस्टディ口座における証券に関する記録の電子的な保持、保管を示し、振替決済機能は当事者間の証券の振替を示している。八、六〇〇以上の預金受入れ金融機関がFederal Reserve Bankに口座を持っており、NBESをアメリカ政府債の保管振替を使用している。これらの証券は券面が発行されず、電子的な記録（book-entry）形式によって証券の保管、振替が行われる。また、証券の移転は資金とDVPベースで行われており、証券の所有権やそれに関係する資金は、移転と同時にファイナリティを備えている。このため、一旦執行されるとキャンセルすることはできない。

N B E S の入力は月曜から金曜の東部時間午前八時半から午後三時一五分まで稼動している。訂正のために行うリバーサル入力は東部時間の午後三時半まで稼動している。連銀におけるカストディ口座間証券移動、および担保のように支払を伴わない証券の移動は東部時間の七時まで稼動している。

Fedwire のブックエントリーシステムはグロス決済である。このため決済に必要な証券や資金を多く必要とする。そこで、G S C C を通じてネットティングを行う方法も用意している。政府債の決済には、すべて G S C C を利用しなければならぬわけではなく、G S C C を利用する場合と利用しない場合とがある。

## (2) G S C C の設立<sup>(3)</sup>

G S C C は政府発行債を清算する機関である。主要な目的は政府債市場で規則正しい決済を保証するものである。G S C C は自動化された取引照合、政府債市場のためのネットティング、決済サービスを提供している。G S C C は S E C の登録機関であり、S E C によって規制されている。G S C C 株の八〇パーセント以上が参加者によって所有され、G S C C は主にそのメンバーで構成された取締役会によってガバナンスされている。

一九八〇年代の半ば頃、政府発行債の出来高が増加するにつれ、連邦準備銀行 (Federal Reserve) やその他の関係者は、政府発行債の清算と決済を取扱う機関が必要であると認識していた。日中当座貸越は大量でかつ更に増加しており、Fedwire の締切時刻に政府発行債の決済が間に合わない事態もしばしば発生していた。また、確認書類や取引書類はペーパーベースの手作業で行われており、非効率であった。アメリカの政府発行債決済はこのような問題を抱えていたため、一九八六年五月、National Securities Clearing Corporation (NSCC) の委員会のうち、一部の関係者から、政府証券市場に対する自動化された照合とネットティングに関し、N S C C の専門知識

を利用することが提案された。そこで、政府債委員会（Government Securities Committee）が設立されることとなる。NSCCはアメリカ最大のバックオフィス業務のプロバイダーであり、株式、社債、地方債、投資信託の清算業務をブローカー、ディーラーや投資信託会社に提供している清算機関である。続く一九八六年七月、NSCCの政府債委員会は、政府債取引の決済に対し、オペレーショナル管理およびリスク管理の利益の両方をもたらす手段として、産業界のコンセンサスを取りつけるため、ブローカーディーラー、清算機関銀行の代表者で構成された特別委員会を設立した。一九八六年九月二五日、NSCCの取締役会は完全子会社であり、資本金が百万ドルであるNSCCの設立を承認する。一九八六年一月一八日、NSCCはNew York Business Corporation Law下で会社組織化した。

NSCCの業務開始は一九八七年である。同年二月NSCCの株式の売却が始まり、最終的には、株式の八〇%以上が参加者に売却された。残りの二〇%程度がNSCCによって保有されている。続く、一九八八年五月二八日、The SECはNSCCを清算機関としての一時登録を認可する。また同日、照合システムが実行された。一九八八年八月三一日 第一回、株主理事（Board of Directors）が選出され、一九八六年七月七日には、ネットイングシステムが実行された。

### （3）NSCCの業務

#### 対象証券および対象取引

NSCCの業務は主に証券取引の照合、ネットイングである。ネットイングおよび決済サービスは利用可能な証券は、アメリカ財務省短期債、中期債、長期債、元本部分から利息部分を分離することによって生じたストリ

ツブ債、ブックエントリー債、non-mortgage-backed 債等である。G S C C はこれらの証券に対し、集中化かつ自動化された清算と保証された決済を提供している。<sup>(4)</sup> また、通常の売買取引のみでなく、一九九五年より、レポ取引も照合および決済業務の対象となっている。

#### 照合

証券の決済業務の中には、清算業務が含まれるが、G S C C が行う清算には、照合とネットインクがある。照合は証券決済の第一段階である。照合は基本的に、証券の売り手と買い手による取引情報の受け取り、確認、報告の三つの作業から成り立っている。参加者は取引が執行されたその日のうちに、当該取引につき、G S C C に対し、自動化された取引入力を行うことになっている。入力に必要なデータ項目は、取引の相手方情報、C U S I P 番号（証券の銘柄コード）、参加者 I D 番号、取引額面、決済総額、決済日、決済のタイプ（売り、買い、レポ、リバースなど）等のである。レポ取引の場合は、更にいくつかの項目の入力を必要としている。

G S C C の照合システムが導入される以前、アメリカ政府証券の取引照合は一般に物理的な確認書類を各々の取引相手に送付することによって行われていた。G S C C によって証券業者にもたらされる一つの利点はこのような物理的な確認書類の必要性を削減し、G S C C によって作成された電子的な確認がその代替手段となることである。これによって、確実性と効率性、更には安価な照合プロセスがもたらされることとなった。

G S C C の行う照合は G S C C が取引についての情報を受け取ると同時に始まる。参加者は取引日の午前二〇時から（最初にターミナルを通じて）午後八時までに取引の情報を提供するよう要求されている。これに基づいて、G S C C は通常、午後一〇時前にバッチベースで提出されたデータに関するアウトプットを供給する。

取引のデータはリアルタイムで提出される。つまり、取引が執行されると直ちに照合が行われる。参加者は日中、G S C Cのシステムに直結されているターミナルネットワークを通じて取引データを送信している。そのため、G S C Cの参加者はいつでも取引情報をモニターし、修正し、入力することができる。

照合された取引が表に出ることはない。照合されなかった取引は、参加者自らの手によってシステムの接続から離される。照合されなかった取引が参加者によって消去されない場合や、まだシステムに繋がれている場合、G S C Cは定期的にそれらをシステムから消去する。

### ネットティング

ネットティングには、単なる二者間での債務に係る相殺であるバイラテラル・ネットティングと、三者以上の債務を相殺決済するマルチラテラル・ネットティングがある。G S C Cのネットティングシステムは、全てのネットティングシステム参加者間の債務をマルチラテラルなベースで集め、マッチングさせるシステムである。このため決済に必要な証券や資金は大幅に圧縮される。

G S C Cのネットティングでは、ネットティング参加者によって入力された取引から生じる受渡義務を対G S C Cとの関係に置き直す。そして、証券銘柄(C U S I P)ごと、参加者ごとにネットの決済ポジションを確立する。決済日には、証券の銘柄ごとにネットティング参加者の売買の現金(cash activity)、競売方式での購入、レポ取引(参加者がレポネットティングプロセスに参加している場合)は合計され、ネットされる。その結果、一つのネットポジションが確立される。つまり、G S C Cに証券を渡すポジションになるか、G S C Cから証券を受け取るポジションになるかどちらかであり、受け渡す数量はマルチラテラルなネットティングを行った後に決定される。

G S C Cのネットティングサービスを利用する参加者は、全ての証券取引の照合とネットティングを利用することができる。ネットティングは通常決済日の午後三時までには終わる。これは参加者がその日の引渡または受け取りの義務を確定する時間である。

G S C Cはネットの対象となつていて全ての取引に全ての決済を保証することによってリスクを最少化する。決済リスクを最少化するために、G S C Cは元々の取引相手方間に介入し、決済のための法的なカウンターパーティになる。当初の売買の相手方と売買の対象となつている当該証券を受渡す義務は全て、ネットティングを行った後の証券のG S C Cから受け取るまたは、G S C Cに引き渡す義務に置きかえられる。つまり、G S C Cは仲介者として決済を保証している。これを更改 (novation) という。

#### 決済価格の計算

一旦、発行会社ごとに取引が、C U S I P番号を利用してマルチラテラルにネットティングされると、G S C Cはシステム価格と呼ばれる一定の価格で、参加者にネットティングされた後の受渡義務を行うように指示する。システム価格とは決済のために便宜上設定した価格であり、実際の取引価格とは異なっている。

参加者にシステム価格と実際に行われた取引価格との差額を補うために、G S C Cはそれぞれのネットの証券ポジションにとつての取引適切な支払い価格 (transaction adjustment payments, TAP) を計算する。これはネットのポジションの取引価値とシステム価値との間の差異に相当する。その後、G S C Cはそれぞれの参加者について、ネットティングされたT A Pを集計する。参加者は、ネットティングされたT A Pの価格を、Fedwireを通じて、支払うことによって代金決済が完了する。取引の回数に関わらず、一回のみの支払ですむ。そして、

Fedwire は全てのデリバリーが完全に支払われることを保証している。このように、G S C C のネットイングシステムは決済のために必要とされる証券の移転回数を削減することによって、一般に証券の移転に結びついたコストを削減する。証券の移転を少なくすればするほど日中当座預金の移動をも減らすことができる。

(4) G S C C の株主および役員

G S C C は N S C C の完全子会社として設立された。現在では、約二〇%を N S C C が、八〇%以上の株式を参加者が保有するに至っている。現在の取締役会は一四名で構成されている。G S C C の規程では、六名の一般参加者 "general user" (general user は先物取次業者、登録投資会社等を含む、原則として、ブローカーではない参加者と広く定義される) と三名のブローカー参加者、二名の清算銀行の参加者の取締役からなる一一名の取締役会を運営することとなっている。これに加えて、G S C C にとって有益な取締役の任務を担うことのできる人物を "at-large" 取締役とすることができる。現在の一四名の参加者のうち、大半が G S C C の参加者であるが、チーフ・オペレーター・ディング・オフィサーの Dennis Dirks 氏は Depository Trust Clearing Corporation からの取締役であり、D T C は G S C C の参加者ではない。G S C C には七五のネットイングメンバーと、二九の照合サービスのみの参加者、チェアスマンハットンおよびバンクオブニューヨークという清算銀行参加者がいる。現在、参加者は約二二〇社である。

これまでみたように、G S C C は株式の八〇%以上をその参加者が保有する株式会社である。アメリカ政府債の決済システムは、振替決済制度であり、運営システムは連銀の Fedwire である。政府債決済に G S C C を用いない方法もあるが、G S C C の照合および決済サービスを利用する方が効率的であるとして、アメリカ政府も利



用を勧めている。

### 3 おわりに

日本においても、国債の清算会社の創設に向けて検討が開始されることが、今年五月九日に開かれた財務省の国債市場懇談会（第八回）において発表された。ここで国債市場懇談会は、国債市場の問題点をA、「発行当局が取組みについて、速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ」、B、「発行市場についての議論も踏まえ、更に掘り下げて議論していく必要があるテーマ」、C、「関係方面に検討を依頼すべきテーマ」の三つに分類し、検討することとしていた。このうちCには、清算会社の創設、前回取り上げたフェイル・ルールの整備、及びRTGSの完全化が挙げられていた。そこで同懇談会は、Cのいう関係方面である日本証券業協会に清算会社の設立の検討を依頼した。これを受け、日本証券業協会では、「国債の清算機関等に関する勉強会」を立ち上げた。参加者は、野村証券、大和証券SMB、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、富士銀行等である。これによって、日本版GSCCの設立に向けての具体的な議論が開始された。

これまでは、年初に始まった日本の国債決済のRTGS化とその問題点であるフェイルと清算機関の創設について考察してきた。本号で取り上げた清算機関について、国債以外の証券に目を向けると、株式の決済においては、証券取引所が清算機能を担っている。社債における債券ネットワークは清算機関とは言いがたいが清算機能の一部を担っているといえよう。しかし、現在の日本の証券決済制度において独立の清算機関はどの証券においても存在しない。これらの証券について、清算機関を設立するか、設立するのであれば、証券ごとの清算機関を統合するか等の問題が、証券決済制度において、国債のみならず他の証券も含めた横断的な問題点として浮上し

ている。この点について、今後の議論の展開が期待されるといえる。

注

- (1) 狭義の証券決済は、最終段階である受渡のみを示す。
- (2) <http://www.federalreserve.gov/PaymentSystems/FedWire/default.htm>
- (3) [http://www.gscc.com/about\\_gscc\\_frame.html](http://www.gscc.com/about_gscc_frame.html)
- (4) [http://www.gscc.com/services\\_frame.html](http://www.gscc.com/services_frame.html)

参考文献

- ① ②③④ 参考 『Overview of the government securities clearing corporation』
- ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ 『動き出す証券決済制度の改革』証研レポート』一九九七年一〇月。
- ① ② ③ ④ ⑤ ⑥ ⑦ ⑧ ⑨ ⑩ 『二上季代司「債券取引におけるフェイルについて」』CaMREレポート』一九九八年一二月。

(ふくもと あおい・研究員)