

貸株取引の決済制度改革

福本 葵

1 リーマンショック後の決済制度改革

二〇〇九年一月五日にスタートした株券電子化によって、日本の証券決済制度改革は一段落した。しかし、二〇〇八年秋に起こったリーマンショックは、金融取引のシステムリスクを顕在化させ、証券のペーパーレス化以外にも、更なる証券決済制度改革の必要性があることを示した。必要とされる証券決済制度改革のうち、最も重要なものは、店頭デリバティブ取引に関するものであるが、DVPがまだ行われていなかった貸株取引についても改革の必要があると指摘された。

このような動きは国際的なものである。本稿では、リーマンショック以降の貸株取引の決済制度改革について、各国どのような議論があり、日本における貸株取引の決済制度改革がどのように進められてきたかを考察する。

2 貸株取引とは何か

(1) 制度信用取引に伴う貸借取引

貸株取引とは、消費貸借契約に基づき、株式の貸借を行う取引である。株式を貸借する取引には、取引所取引と取引所外取引がある。取引所取引の貸株取引には、信用取引に伴う貸借取引がある。一方、取引所外取引は、金融危機後の制度改革の対象となった貸株取引である一般貸借取引である。

まず、取引所取引である信用取引に伴う貸借取引とは、制度信用取引の際に決済に必要な株式を証券金融会社から借り入れる制度をいう。

信用取引とは、証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引をいう（金融商品取引法第百六十一条の二に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令第一条）。つまり、投資家が証券会社に委託証拠金を担保として差し入れ、証券会社から株式の購入資金や売り付け株式を借り入れて、株式を売買する取引である。例えば、株価が今後下落すると判断した場合には、証券会社から株式を借り入れて売却し、値下がりの際に買い戻して証券会社に返却する。その他、例えば、手持ちの株式の株価が下落すると判断したが、何らかの理由によって売却できない場合などにも信用取引が利用される。

信用取引には、制度信用取引と一般信用取引の二種類がある。まず、制度信用取引とは、証券取引所が設ける制度信用銘柄選定基準を満たした銘柄のみを対象として行われる信用取引である。制度信用取引では、品貸料や弁済繰り延べ期限等が証券取引所の規定によって定められている。そして、証券会社は売買の決済に必要な売り付け株式や買い付け代金を取引所の指定を受けた証券金融会社から借り入れることができる。制度信用の売買を受けて、証券金融会社が証券会社に資金や株式を貸し出す制度を貸借取引という。貸借取引は取引所取引であり、そのクリアリングは、日本証券クリアリング機構が行っている。日本証券クリアリング機構は、貸借取引も通常の株式の売買の清算も行っているが、どちらも既にDVP化されている。

（2）取引所外取引の貸株取引

制度信用取引は多くの銘柄で行われているが、すべての銘柄についてできるわけではない。発行株数の少ない

銘柄や特定株主の持ち株比率が高く、流通している株券が少ない銘柄に信用取引が過度に利用されると、問題を引き起こす可能性があるからである。制度信用取引を利用できない銘柄では一般信用取引を利用することとなる。

一般信用取引とは、証券会社と顧客との間で、買い付け代金に係る融資または売り付け株式の貸し付けが相対で行われる取引をいう。一般信用取引では、品貸料や弁済繰り延べ期限等、証券会社と顧客が合意した内容に従って行われる。

一般信用取引において、証券会社が顧客に貸し付ける株式の手持ちがない場合、貸株取引によって、他の証券会社や信託銀行から株式を借り入れることになる。このような貸株取引は取引所外取引であり、その決済はほゞりクリアリングによって行われる。

また、債券貸借取引が銘柄を特定しないG C (General Collateral) 取引と銘柄を特定するS C (Special Collateral) 取引がほゞ五〇%ずつであるのに対し、貸株取引はS C 取引が中心である。S C 取引は信用取引や裁定取引のために、手元にはない銘柄の株式を売却して収益を得る目的で用いられる。S C 取引の場合の担保金率は、借り入れる株式の時価に対して一〇五%が主流である。

一方、銘柄を特定しないG C 取引は、株式担保融資と類似の資金取引を目的として行われるものである。株式の貸し手は、一定の期間の資金不足を解消するため、保有している株式を貸し出すことによって、低金利で資金調達することを目的とする。反対に、株式の借り手は、一定の期間、余剰の資金を運用する目的で取引を行う。そのための担保として、安全性および流動性の高い株式を借り入れる。G C 取引の場合、株式の借り手は余剰資金の運用者であり、資金運用の健全性を確保するため、株価に対して、一〇〇%以下、例えば八〇%以下という

ように上限を設ける。

ほふりクリアリングによると株式売買の決済件数はおおよそ一〇万件、貸株取引の決済件数はおおよそ五〇〇〇件程度であり、五％程度である。⁽¹⁾

貸株取引の借り手は主に大手の証券会社である。借り手は、貸し手に対し株式の貸借料を支払うとともに、担保として、現金や国債、他の銘柄の株式などを引き渡す。証券の借り手が株式を借りる目的は、信用取引に用いるためだけでなく、ショートポジションやフェイルのカバー、顧客への貸出玉の手当てなどもある。

一方、貸し手は、信託銀行や機関投資家、ネット証券などであり、借り手から支払われる貸借料による運用や借り手から受領した担保を再投資することによって利益を得る。株式の再投資については、信託銀行では決算期越えを可能とするが、機関投資家の場合には、議決権を行使するため、権利確定日をまたぐ担保差し入れを行わないことが多い。

賃借料は、契約・信託財産単位、かつ取引相手単位で計算し、一か月分を合算して授受している。貸株取引の決済は、 \rightarrow とあり、決済日を定めないオープンエンド取引が中心である。貸株取引の拡大による約定照合のS T P化の必要性から、証券保険振替機構では、二〇〇七年一月より、決済照合システムによって、貸株取引においても約定照合ができることになった。しかし、取引所取引以外の貸株取引については二〇一四年一月の改正以前、D V P化されていなかった。

3 アメリカにおける貸株取引の決済改革

リーマンショックを受け、アメリカ財務省が二〇〇九年三月二十六日に発表した“Treasury Outlines Framework

For Regulatory Reform”においても、短期の証券・資金貸借市場の脆弱性が指摘され、規制権限の明確化が必要とされた。⁽²⁾

規制改革の第一構成要素であるシステミックリスクに関する記述の中で、支払と決済システムに関する金融規制は不完全で分断されていることを指摘し、主要な資本市場およびリスク移転市場の脆弱さ、特に翌日物や短期の貸株市場やOTCデリバティブ市場は不確実性を増していることを挙げている。さらに、これらの取引は国際的に行われるため、大規模な金融機関にとって国際的な金融危機を拡大させる危険性があることを指摘している。

4 ヨーロッパにおける貸株取引の決済改革

ヨーロッパにおいては、アメリカのDTCCの子会社であるEuroCCPが、二〇〇九年、ロンドンに拠点を置く電子プラットフォームであるSecFinexと提携し、欧州株式の貸借取引のCCP（Central Counterparty）サービスを開始した。

また、二〇〇九年五月、証券貸借取引の業界団体であるInternational Securities Lending Associationによる最初のレポート“A CENTRAL COUNTERPARTY IN THE EUROPEAN EQUITY SECURITIES LENDING MARKET? INITIAL REPORT OF AN ISLA WORKING GROUP”を公表した。⁽³⁾ このレポートは、特に欧州市場を対象とした証券貸借取引におけるCCP機能の有効性に関する分析を行っており、CCP機能やその効果、清算機関が満たすべき要件等について言及している。

その中で、まず、貸株市場において清算集中が難しい理由として、貸株取引によって、貸し出した証券の回収

(recall) や代用担保、配当金の支払い、コーポレートアクションの手続、未決済貸付の再評価 (re-rating of outstanding loans) といった取引後のプロセスが重要であること、貸株市場は主に証券の貸し手から借り手への一方通行であり、ポジションをネットイングする機会は少ないこと、貸株市場は、銀行、集団投資スキーム、年金基金、保険会社、ソブリンファンドなど異なる規制の枠組みの対象となる多くの国における様々なタイプの機関を含むこと、貸株市場は貸し手から借り手への権利の移転とともに証券や担保の移動を必要とすること、CCPが取引当事者間の信用の相違を取り除くとしても、証券の貸し手と借り手は同質ではないこと、貸株取引の際、借り手が重視するのは、貸出レートのみではなく、例えば、リコールする可能性や配当から得られる税率などを重視して貸出先を選択することもあることを挙げている。このような理由から、証券の貸出に簡単に基準を設けることは困難であると述べている。

次に、貸株市場にCCPが導入された場合の利点について、貸株市場におけるプレイヤーである会社が金融規制に服する際の資本賦課を削減することができること、取引参加者の与信額の軽減、幅広いカウンターパーティーと取引することができること等を挙げている。

そして、貸株取引の清算機関が満たすべき条件として、取引サイズの制限、通常の貸株はもちろん標準化されたバスケット取引の貸株も対象とすべきであること、融通性のある受入標準的担保定義の必要性、参加基準の透明性、安価な費用、取引ごとに科される料金、フェイルを回復するのに必要な相当な期間、貸株のリターンとリコールの容易性、変更可能な適格担保等が挙げられている。

5 日本における貸株取引の決済制度改革

(1) 貸株取引のリスクの顕在化

二〇〇八年九月リーマンショックの際、日本においても貸株取引のリスクが顕在化した。二〇〇九年、日本銀行が発表した「リーマン・ブラザーズ証券の破たんが我が国決済システムにもたらした教訓―証券取引、上場デリバティブ取引の決済に関して―」においても「なお、リーマン証券との間で株式を貸借する取引においても、清算機関による債務引受対象外のものに関しては、同社の取引相手が決済不履行の影響を直接受け、損失負担を余儀なくされる事態が生じた。とりわけ、九月一六日に決済が予定されていた取引の一部については、非DVP決済の枠組みの下で、同社への株式引渡のみが証券保管振替機構における夜間バッチ処理により先行する一方で、同社から見合いの資金を受取れないといった事態が生じるケースもあった。」とある。⁽⁴⁾

(2) 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」

リーマンの破たん後、国債のレポ市場において、取引相手を選別する動きや取引そのものを停止する動きが広まった。また、リーマンの破たんは貸株市場にも影響を与えた。貸株取引において、貸し出される株式は引き渡されたが、見合いの資金が渡されない事態が発生した。また、信用危機以後、売り付けの際に株式の手当てがなされていない空売りが世界各国で禁止された。その後、アメリカやイギリス等では、空売りの禁止は解除されたが、株式を手当てする貸借取引の受け渡しの安全性の向上に対し関心が高まっていった。

そこで、平成二二年一月、金融庁は、「金融・資本市場に係る制度整備について」と題する文書を発表した。⁽⁵⁾ここでは、金融・資本市場に係る問題点として、店頭デリバティブ取引に関する規制、ヘッジ・ファンドに関する

規制、証券決済・清算の強化、証券会社の連結規制等、投資家保護・取引の公正の確保を挙げている。

このうち、証券決済・清算の強化は、店頭デリバティブ取引および国債取引・貸株取引等に関連する。「貸株取引については、取引が金融機関や機関投資家等において相対で行われている中で、株式の売買取引や国債取引等と比べ、DVP決済（証券の受け渡しと資金の支払いの同時履行）の仕組みが整備されておらず、決済リスクの削減が図られていないのが現状である。こうしたこともあり、リーマン・ブラザーズ証券破綻時に貸株取引を行った業者の中には、リーマン・ブラザーズ証券に株式を引き渡したものの、見合いの資金を受け取れなかった者が見られた。」とあり、「貸株取引に係る決済リスク削減を図るため、関係者による検討を進展させることとし、関係者において、清算機関の利用の義務付け又はDVP決済のルール化の時期を含む工程表を早急に作成・公表すべきである（本年中の作成・公表を一つの目途とする）」として、取り上げられた。⁶⁾

（3）貸株取引専門部会

金融庁の「金融・資本市場に係る制度整備について」に基づき、証券保管振替機構およびほりクリアリングは、貸株取引の決済に係るリスク削減に必要となる機能の検討を行うことを目的に、平成二二年八月「貸株取引専門部会」を設置した。

委員会社は、証券会社九社（ゴールドマン・サックス証券株式会社、シティグループ証券株式会社、大和証券キャピタル・マーケット株式会社、日本証券金融株式会社、野村證券株式会社、BNPパリバ証券株式会社、みずほ証券株式会社、メリルリンチ日本証券株式会社、モルガン・スタンレーMUF証券株式会社、UBS証券会社）および信託銀行五社（資産管理サービス信託銀行株式会社、住友信託銀行株式会社、日本トラスティ・サ

ービス信託銀行株式会社、日本マスタートラスト信託銀行株式会社、みずほ信託銀行株式会社）であり、金融庁や日本銀行等がオブサーバーとなった。

委員会では、平成二二年二月二日に「貸株取引に係る決済リスク削減に関する工程表」を取り纏めた。この工程表の中で、貸株取引の決済に係る「同時履行方式案」と「個別取引単位のDVP決済方式案」という二つのリスク削減策を検討した。

「同時履行方式案」とは、貸借株式とその担保に係る複数の決済を一括して同時履行することにより元本リスクを排除する方式であり、「個別取引単位のDVP決済方式案」とは、既存の一般振替DVP制度を利用し個々の取引単位でDVP決済を行うことにより元本リスクを排除する方式である。

第一案の「同時履行方式案」のメリットは、担保所要額の計算方法や担保の種類など現行の市場慣行を維持することを前提としていることから、利用者の担保管理業務への影響が小さいことである。一方、デメリットは、同一取引相手の複数の決済を一括して処理する仕組みであることから、一部の決済に係る残高不足により、当該決済に紐付くすべての決済の完了時刻が後倒しとなることである。

第二案である「個別取引単位のDVP決済方式案」のメリットは、貸借株式の決済を取引ごとに随時のタイミングにより完了させることにより、貸株取引全体の決済が円滑に進捗することである。一方、この案のデメリットは、担保所要額の計算単位の変更や日々の値洗いに伴う担保過不足額の授受方法の変更、および担保の種類が現金に限定されるといった市場慣行の大幅な見直しが必要となることである。また、両方式共通のデメリットに、利用できる担保種類が現金に限定されるため、現金以外の担保種類での元本リスクが排除されないことが挙げられた。

市場慣行を維持する必要があることから、実現する方法は「同時履行方式案」をベースとする必要があった。しかし、「同時履行方式案」について指摘されたデメリットである、決済完了事項の後倒しの懸念への対応策を講じる必要があった。つまり、取引当事者双方から残高不足が生じた一部の決済を除外する指図を送信することにより、当該決済に紐づく他の決済を先行して完了させる機能の導入が検討された。

(4) 貸株取引における担保授受の市場慣行

ここで述べられている貸株取引における担保授受の市場慣行とは、どのようなものであろうか。まず、差し入れ可能な担保には、現金、国債、銀行の信用状、株式などが混在している。次に、担保の授受は取引ごとでは行われない。複数の取引を同一の取引相手と行っている場合、取引相手ごとに、必要担保金額の総計を計算し、担保管理、担保授受を行っている。翌日に必要な担保金額は、その前日に計算される。必要担保金額は、前々日の終値に翌日の借入株数を乗じることによって算出される。例えば、借り手が貸し手からA株を1000株、借り入れている場合、決済日の前日に決済日に必要な担保金額を計算する。例えば、二月四日が決済日であった場合には、二月三日（火）に計算する。そして、その時の金額は、計算日の前日、つまり決済日の二日前の終値を担保価格とする。例では、二月二日（月）の終値の例えば1100円が用いられる。つまり、決済日である二月四日（水）に必要な担保金額は、二月二日の終値2100円に借り入れた1000株を乗じた210万円となる。また、借り手が貸し手から、A株だけでなく、その他の銘柄の株式も借り入れている場合には、それぞれの必要担保金額が計算され、合算される。実際の授受は、上記で計算したようなそれぞれの取引の必要担保金額の合計がやりとりされるのではなく、前日必要担保金額と当日必要担保金額の差額がやり取りされる。

このような市場慣行で必要担保をやり取りする場合、借り手がA株を借り入れた担保金額を支払えない場合には、その他の貸株取引の決済も遅延することとなる。

(5) 実現された担保指定証券方式

貸株取引専門部会は、平成二三年六月二九日、「貸株取引に係る決済リスク削減に関する工程表取り纏め（改訂版）」を発表した。その中で、新たな方式である「担保指定証券方式案」を策定した。これは、個別取引単位のDVP決済方式の決済の円滑化というメリットを活かしつつ、市場慣行の見直しというデメリットを払拭するため、一般振替DVP制度にいくつかの機能を追加することにより、両方式のメリットを融合した決済スキームである。それまで証券保管振替機構で利用されていた一般振替DVP制度に表1に示す機能を構築することにより、貸株取引とその担保に係る決済のDVP化を実現するものであった。貸株取引のDVP決済は、平成二六年一月、システムのリリースに合わせて実行に移された。

6 制度改正後の貸株取引の決済方法

二〇一四年一月より取引所外取引の貸株取引もDVP化された。取引の流れを

表1 新たに構築された機能

①	機構システムで保持している株式時価情報を利用し、同システムで個別の新規借入取引又は返済取引の単位での担保所要額（DVP決済金額）を計算する機能
②	決済照合システムのSSIデータベースによるDVP振替請求の自動生成および株式等振替システムへの連動機能
③	既存の一般振替DVP制度における「担保指定証券」の機能を改造し、貸株取引に係る証券担保（株式、国債）の決済を履行する機能（担保指定証券（相手先指定）機能）
④	現行実務における担保所要額の計算方法を維持し、一般振替DVP制度における参加者決済額（貸株取引の決済に係るDVP決済金額）に取引当事者間で授受している現金担保異動額を反映させる機能（金額調整データ機能）

概説すると以下のようなになる。

取引所外取引の貸株取引は金融機関や機関投資家間の相対取引である。貸株取引の約定は電話等によって行われる。当事者間での約定が行われると、その情報は証券保管振替機構に送られる。証券保管振替機構では、決済照合システムの貸株約定照合機能によって、貸株取引の約定照合を行い、そのデータは取引の当事者に送られる(表1①および②に関連)。

証券保管振替機構の決算照合システムに送付されたDVP振替請求はほふりクリアリングに連動されている。

次のステップは取引照合である。DVP化がなされる前には、電話、メールまたはFAX等を用いて、必要担保金額の取引照合が行われていた。DVP化がなされてからは、証券保管振替機構の決済照合システムに必要な担保金額照合データが新たに追加され、この機能を通じて、決済日前日に翌日の決済に必要な担保額が取引当事者に送付されることとなった。

三番目のステップが決済日に行われる振替である。決済日当日に、貸し手からの振替請求によって、証券保管振替機構内の貸し手口座内の証券が、貸し手口座からほふりクリアリング口座を介して、借り手口座に振り替えられる。一方、決済日には、反対に、担保である証券も、証券保管振替機構内の借り手口座からほふりクリアリング口座を通じて貸し手口座に振り替えられる。

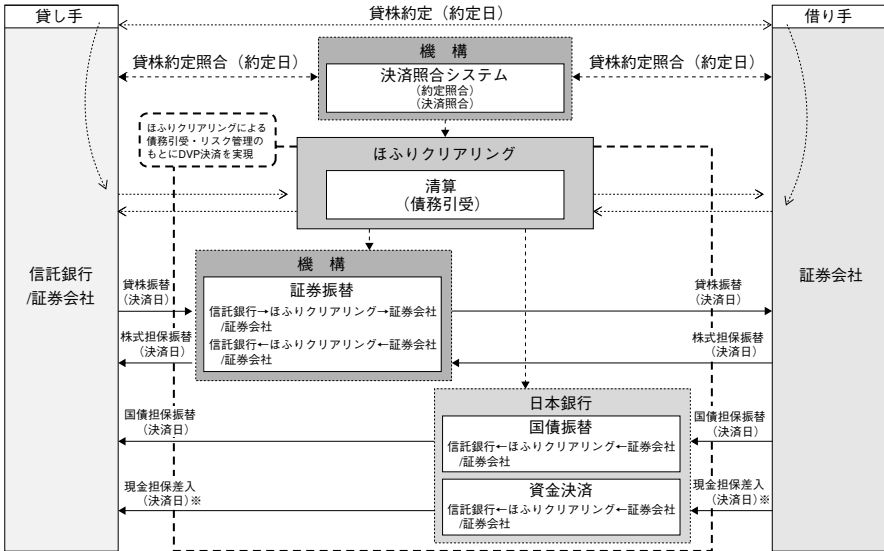
国債は証券保管振替機構ではなく、日本銀行が決済機関となっている。従って、国債を貸株取引の担保としている場合には、日銀ネットを通じて振り替えられる。決済日当日に、借り手口座にある担保国債がほふりクリアリングの口座を通じて、貸し手口座に振り替えられる。これらの口座はすべて日本銀行内にある。現金担保についても国債と同じく、決済日に資金が日銀ネットを通じて貸し手に差し入れられる。

取引所外の貸株取引はこの制度が始まるまではDVP化されていなかった。このことは証券の受け渡しと資金決済である担保金の受け渡しのリンクがなされていなかったことを示す。そのため、証券の引き渡しが行われたのに担保金が振り込まれない、または担保金を振り込んだのに証券が引き渡されない可能性があった。このための取引所外取引貸株取引のDVP化によって証券の引き渡しと担保金の授受のリンクがなされた。取引所外取引貸株取引は一般振替を利用しており、一般振替DVP制度ではグロス・ネットDVPである。証券の受け渡しはグロスで、資金の受け渡しはネットで行われる。一件、一件の証券受け渡しと資金の受け渡しが完全に同時履行される仕組みではない。DVPは「同時履行」と訳されるが、同時履行つまり受け渡しが同時に行われ、タイムラグが生じないということではなく、証券と資金の受け渡しをリンクさせ、元本の取りはぐれを回避する仕組みである。

また、DVP化に際し、ほふりクリアリングの債務引受・リスク管理が行われることになった。決済日当日に、ほふりクリアリングが証券振替の実行条件を満たした決済について債務引受を行い、また、条件を満たした場合に参加者の不履行による資金の不足分の債務の履行を、ほふりクリアリングが代わって行う。

ほふりクリアリングが債務引受を行う際、参加者に求める振替実行条件とは、確保資産（余裕値）の条件、差引支払限度額の条件、振替対象証券残高の条件の三つである。確保資産の条件とは、参加者から引き受けることとなる支払債務の合計額以上の評価額の資産を、ほふりクリアリングが確保していることを求めるものである。この確保財産は、参加者がほふりクリアリングに預託した現金、有価証券、受入予定有価証券から構成される。次に差引支払限度額の条件とは、ほふりクリアリングが参加者の過去の一定期間の利用実績に応じて設ける支払の上限をいう。三つ目の条件である振替対象残高の条件とは、決済を利用しようとする対象銘柄について、振

図1 決済リスクの削減（貸株DVP）の仕組み

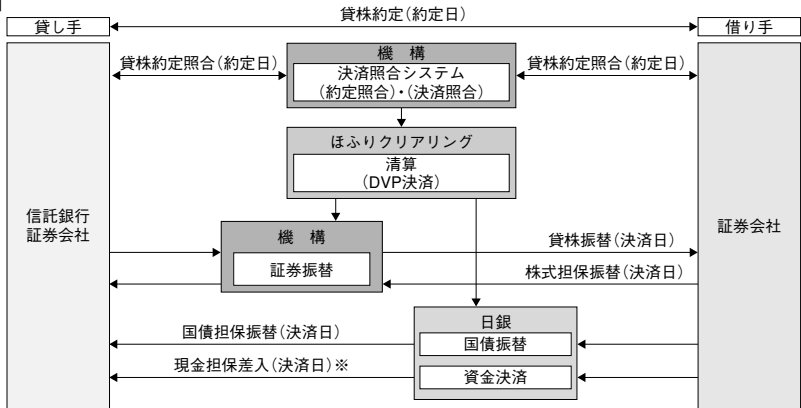


※一般振替DVPの資金決済と合算して行う。なお、現金担保金額は金額調整データ機能により調整が可能。

(出所) 株式会社証券保管振替機構『新システム（2014年1月）の対応等について』2014年4月2日、4ページ

図2 貸株DVP決済

◆概念図



※一般振替DVPの資金決済と合算して行う。なお、現金担保金額は金額調整データ機能により調整が可能。

◆概要

- 一般振替DVP制度に以下の機能を構築することにより、貸株取引とその担保に係る決済のDVP化を実現
 - ・機構で保持している株式時価情報を利用し、個別の新規借入取引・返済取引の単位で担保所要額（DVP決済金額）を算出
 - ・既存の担保指定証券機能を改造し、貸株取引に係る証券担保（株式・国債）の決済を履行（担保指定証券（相手先指定）機能）
 - ・一般振替DVPにおける参加者決済額に取引当事者間で授受している現金担保異動額を反映（金額調整データ機能）
- *これまでの決済件数は1日当たり約5,000件、全体の5%程度

(出所) 株式会社証券保管振替機構『証券保管振替機構の最近の状況と今後の取組みについて』2014年6月4日、2ページ

替請求の数量以上の残高が、ほふりクリアリング内の口座にあることを求めることである。

ほふりクリアリングは、振替対象証券残高の条件において残高を確認後、確保資産（余裕値）の条件および差引支払限度額の条件を充足していれば、DVP振替請求について債務引受を行うとともに、証券の貸し手から機構に開設しているほふりクリアリングの口座へ対象有価証券残高の振替を受ける。このため、貸し手がその後不履行したとしても、ほふりクリアリング口座内にある証券を借り手に引き渡すことができる。

一方、参加者に資金決済不履行が生じた場合においては、ほふりクリアリングは参加者基金および銀行融資枠の利用によって流動性資金を確保し、これをもって当日の資金決済を所定の時限までに完了させるものとしている。⁽⁷⁾つまり、資金を支払うことができない債務不履行参加者に代わって、ほふりクリアリングが決済代金を支払うことになる。その後、ほふりクリアリングは、ほふりクリアリングが持つ債務不履行参加者の確保資産を市場売却することによって、代替して支払った資金の返済を受ける。このように取引にほふりクリアリングが介在することによって、貸株取引で生じる可能性のあるリスクを回避することが可能となった。

7 おわりに

リーマンショックによって、金融取引のシステミックリスクが顕在化し、店頭デリバティブ取引とともに、まだDVP化されていなかった取引所取引以外の貸株取引の決済制度改革の必要があると認識されるようになった。

アメリカをはじめ、各国で貸株取引の決済制度改革に向けた議論が開始された。日本においても、金融庁の「金融・資本市場に係る制度整備について」において、金融・資本市場に係る問題点が指摘され、その中で、店

頭デリバティブ取引および国債取引・貸株取引等の証券決済・清算の強化が指摘された。

さらに、これを受け、証券保管振替機構とその子会社であるほふりクリアリングは、貸株取引委員会を設置し、貸株取引の決済に係るリスク削減に必要となる機能の検討を行い、貸株取引のDVP化の実現に向けた議論を開始した。

貸株取引委員会では、貸株取引の複雑な担保管理の市場慣行を維持しつつ、DVP化が実現できる担保指定証券方式を策定し、本方式は昨年一月から実行されている。これによって、貸株取引における決済リスクが大きく削減された。証券と資金の受け渡しのリックが行われた。証券が渡されたのに相手方の倒産のために資金が入手できない、反対に、資金が渡されたのに証券が受け渡されないとした事態の発生が回避されることが可能となった。貸株取引の決済の前に証券の引き渡し側が倒産したとしても、ほふりクリアリング内の口座にある証券が引き渡されることになる。一方、資金の引き渡し側が倒産したとしても、ほふりクリアリングが債務引受を行い、不履行による資金不足をほふりクリアリングが引き渡し側に代わって履行することができるようになった。

昨年の改革で貸株取引の決済リスクは大きく削減された。しかし、証券決済制度改革は、この他にもAESAN+3のクロスボーダー決済インフラの構築や国債決済取引期間の「T+1」への短縮化、株式や債券決済期間の「T+3」から「T+2」への短縮化、店頭デリバティブ取引の決済リスクの削減など、残された課題は少なくない。

※本稿を執筆するに際し、銅谷健氏（株式会社ほふりクリアリング）、浦野武将氏（株式会社証券保管振替機構）から有益なご教示を頂戴しました。厚く御礼申し上げます。記述内容に関する責任は、すべて筆者に帰属することをお断りいたします。

※本研究はJSPS科研費23530118の助成を受けたものです。

注

- (1) 株式会社証券保管振替機構「証券保管振替機構の最近の状況と今後の取組みについて」(二〇一四年六月四日)
- (2) <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg72.aspx>
- (3) <http://www.stocklendingtoday.com/files/isla-ccp-may-27-1.pdf>
- (4) https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2009/data/ron0903a.pdf 八頁。
- (5) <http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7/01.pdf>
- (6) <http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7/01.pdf> 七頁。
- (7) <http://www.jasdec.com/system/dvp/outline/management/index.html>

参考文献

- ・植月貢『貸株市場入門（改訂版）』東洋経済新聞社（二〇〇五年）。
- ・ほふりニューズレター 二〇一一年 秋号 Vol.13。

(ふくもと あおい・客員研究員)