

サービスの付加価値向上を図る米国清算・決済機関 DTCC

岡田 功太、関田 智也

■ 要 約 ■

1. デポジタリー・トラスト・クリアリング・コーポレーション（DTCC）は、最先端のテクノロジーを活用した清算・決済サービスの付加価値向上に積極的である。例えば、オルタナティブ・ファンド事業のオペレーションの効率化、スポンサード・レポ取引の普及促進、分散型台帳技術を活用した新たな決済プラットフォームの構築等である。
2. DTCC は、「ユーザーによる所有と統治」と呼称されるガバナンス体制を構築している。DTCC の株主は、DTCC が提供するサービスのユーザー（金融機関）であり、その出資比率は、ユーザーが DTCC に支払ったサービス利用料に比例した形で定期的に見直される。これにより、DTCC の経営方針にはユーザーの意向が反映されやすく、ユーザーのニーズを捉えた新サービス開発の原動力になっている。
3. DTCC は、証券取引制度改革にも率先して取り組んでいる。現在、米国証券取引委員会（SEC）は 1934 年証券取引所法の規則改正案を公表し、証券決済期間を T+1 に短縮化する方向性を示しているが、同規則改正案も DTCC の提言を踏襲した内容となっている。
4. 日本の清算・決済機関には、日本の証券市場の活性化を促すべく、利用者の様々なニーズに合致したサービスを開発することが求められている。DTCC の「ユーザーによる所有と統治」、新サービスの開発動向、証券取引制度改革に向けた提言等の取り組みは、日本の清算・決済機関にとって、示唆に富むものであるといえよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太・草田裕紀（Instinet, LLC）「市場参加者及び取引量の増加を促す米国の株式市場間競争」『野村資本市場クォーターリー』2022年冬号。
- ・岡田功太「米国で急増する証券取引清算機関（FICC）のスポンサード・レポ取引」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号（ウェブサイト版）。

I 米国現物証券市場のインフラとしての DTCC

デポジタリー・トラスト・クリアリング・コーポレーション (DTCC) は、米国現物証券の清算・決済機関¹として寡占的な地位を占めている²。DTCC の清算額 (2020 年の日次平均値) は、株式が約 1.7 兆ドル、債券が約 1,507 兆ドル、レポが約 319 兆ドルであり、決済機関として保管³している有価証券数は約 137 万銘柄、保管している有価証券の価値は約 74 兆ドルに達している (2020 年末時点)。

DTCC は、経営戦略上の優先事項として、①堅牢な資本市場の実現、②ポストトレード・エコシステムの革新、③サービスの再構築、④顧客体験の向上の 4 点を掲げており、資本市場の強靱性の向上という公的な役割を担っているだけではなく、民間金融機関⁴として、市場参加者のニーズを満たすべく、最先端のテクノロジーを活用した新しいサービスの開発にも取り組んでいる (図表 1)。例えば、オルタナティブ・ファンド事業のオペレーションの効率化や、分散型台帳技術を活用した決済プラットフォームの構築等である。

本稿では、DTCC の収益構造、コーポレート・ガバナンス、新サービスの開発動向に加えて、証券決済期間の T+1 への短縮化を巡る取り組みについて紹介し、DTCC が主体的かつ積極的にサービス開発及び制度改革に注力していることを示す。その上で、日本の清算・決済機関への示唆について考察する。

図表 1 DTCC の経営戦略上の優先事項

スローガン	概要
堅牢な資本市場の実現	強固なテクノロジーとプロセスを駆使した最先端のリスク管理により、DTCC 及び資本市場の強靱化に寄与する
ポストトレード・エコシステムの革新	DTCC 及び顧客のリスクとコストを削減するため、インフラや慣行の再構築を通じて「未来のポストトレード」を形作る
サービスの再構築	顧客価値・簡素化・安定性に重点を置いた最新のサービス・プラットフォームを提供する
顧客体験の向上	正確なサービス執行、自動化されたデジタル・インタラクション、優れたサービスを顧客に提供する

(出所) DTCC より野村資本市場研究所作成

¹ 清算とは、ネットティング等を通じて、決済日に受渡し (及び受払い) が行われる証券 (及び資金) の金額を確定させるプロセスを指す。清算は、決済に先立って行われる。決済とは、取引対象の証券及び売買代金の受渡しによって、取引当事者間の債権・債務関係の解消をするプロセスを指す。一般に、決済に伴う証券の受渡しは、取引当事者間における現物証券の物理的なやり取りではなく、決済機関の口座振替によって行われている。

² 米国債 (現物) の決済は、連邦準備制度理事会 (FRB) の Fed Wire が担っている。

³ DTCC 傘下の決済機関であるデポジタリー・トラスト・カンパニー (DTC) メンバー (DTC が提供するサービスのユーザー) が DTC に預託している証券を指す。

⁴ DTC は、ニューヨーク州銀行法に基づく民間金融機関 (特定目的信託会社) である。

II ユーザーを中核に据える DTCC のガバナンス構造

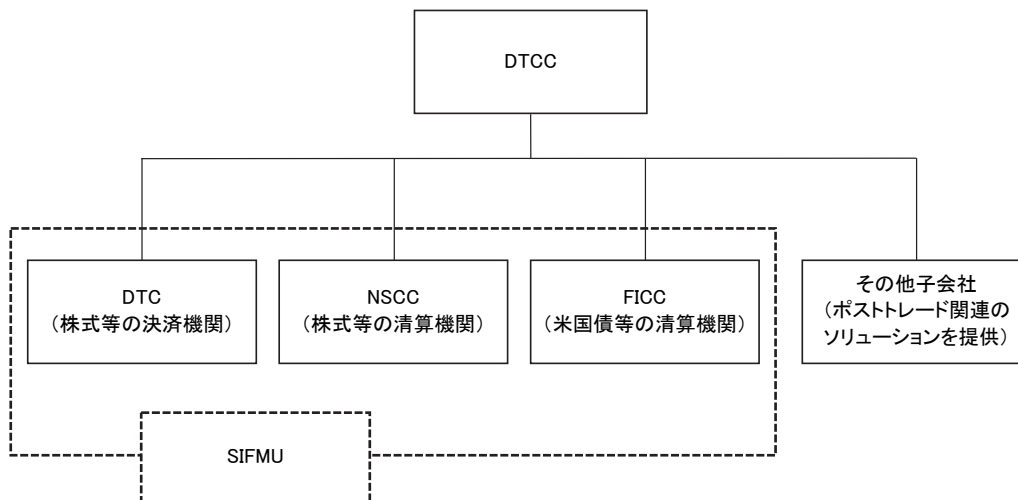
DTCC は、米国における日々の現物取引を支える清算・決済インフラとして、収益の一部をユーザーに還元する仕組みを採用している。以下では、DTCC の組織及びサービスの概要に加えて、DTCC 特有のコーポレート・ガバナンス構造を紹介する。

1. 現物市場を支えるインフラ

DTCC は、持株会社として傘下に、①株式や社債等の決済機関である DTC、②株式や社債等の清算機関であるナショナル・セキュリティーズ・クリアリング・コーポレーション (NSCC)、③米国債等の清算機関であるフィクスト・インカム・クリアリング・コーポレーション (FICC)、④ポストトレード関連のソリューションを提供する複数の子会社を擁している (図表 2)⁵。

米国では、株式オプションや金利スワップ等のデリバティブ取引の清算事業は、シカゴ・マーカント取引所やインターコンチネンタル取引所等の証券取引所グループが担っている。他方で、DTCC は、ブローカー・ディーラー、カストディアン、トランスファー・エージェントをはじめとする約 5,950 社の市場参加者に対して、主に現物資産の清算及び決済サービスを提供している。

図表 2 DTCC グループの主要エンティティ



(出所) DTCC より野村資本市場研究所作成

⁵ 米国では 1960 年代後半に株式取引の急増により、券面や取引証券の処理が追い付かず、取引の制限をせざるを得ない事態に陥った (ペーパーワーク・クライシス)。そこで、ニューヨーク証券取引所が 1973 年に DTC を設立することで決済機能の向上を図った。その後、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、全米証券業協会が 1976 年に各々の清算部門を統合して NSCC を設立した。1999 年には DTC と NSCC が統合され、持株会社として新たに DTCC が設立された。DTCC は 2002 年に、国債の清算機関である GSCC 及びモーゲージ債の清算機関である MBSCC を傘下に収め、2003 年にこれら 2 社を統合し、FICC を存続会社とした。

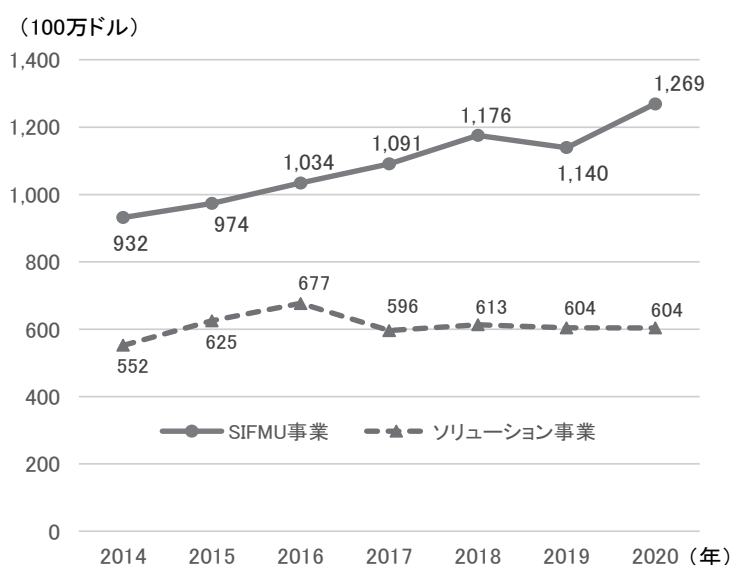
DTCC は、清算・決済を担う重要な市場インフラである。DTCC を利用した取引に係る全ての決済リスクは DTCC に集中する。また、DTCC がネットティングした取引の一部が履行されない場合、その他の取引に影響が及ぶ可能性もある。そのため、DTC、NSCC、FICC は、米国金融安定監督評議会（FSOC）によって、システム上重要な金融市場ユーティリティ（以下、SIFMU）に認定されており、米国証券取引委員会（SEC）やニューヨーク州金融サービス局等から規制監督を受け、厳格な金融規制に服している。

2. 収益をユーザーに還元する仕組み

DTCC が手掛ける事業は、SIFMU 事業とソリューション事業に大別される。DTCC の 2020 年の収益約 18.7 億ドル（リベート控除後）のうち、SIFMU 事業は約 68%、ソリューション事業は約 32%を占める（図表 3）。SIFMU 事業には、主に、①DTC の決済サービス、②NSCC 及び FICC の清算サービス、③NSCC が提供するウェルス・マネジメント・サービスが含まれる。ここでいうウェルス・マネジメント・サービスとは、運用会社や販売会社等に対して、ミューチュアル・ファンド、オルタナティブ・ファンド、保険及び年金等のポートフォリオ組入銘柄のコーポレート・アクション情報を通知したり、ファンドや商品の購入及び解約に係るプロセスを自動化するプラットフォームを提供したりすることで、オペレーションの円滑化を図るものである。

他方、ソリューション事業は、SIFMU 以外の DTCC 子会社が提供するポストトレード関連サービスであり、①決済情報を共有するためのデータベースの運営等の約定・決済照合サービス、②店頭デリバティブ取引や証券貸借取引の記録・報告等をする情報貯蓄・デ

図表 3 DTCC の事業別収益（リベート控除後）の推移



(出所) DTCC より野村資本市場研究所作成

リバティブ・サービス、③米国債や CP（コマーシャル・ペーパー）等の決済データ情報を提供するデータ・サービスが含まれる。

DTCC のサービス利用料は、市場インフラとしての公共性に鑑みて、サービスの開発・運営費用をカバーできる水準に設定されている。ただし、DTCC が一定以上の収益をあげた場合、サービス利用料が引き下げられることもある。また、SIFMU 事業が一定以上の収益をあげた場合、DTCC メンバー（DTCC が提供するサービスのユーザー）にリベート（現金支給）を支払う場合もある。SIFMU は、DTCC メンバーに対して、2019 年に約 4,700 万ドル、2020 年に約 2,500 万ドルのリベートを還元している。

3. ユーザーによる所有と統治

1) 市場参加者のニーズに合致した新サービス開発の原動力

DTCC の株主は、①優先株（無配）を保有するニューヨーク証券取引所（NYSE）及び米国金融取引業規制機構（FINRA）と、②普通株（無配）を保有する DTCC メンバーから成る⁶。普通株保有者は、義務的購入メンバーと自主的購入メンバーに大別される。前者は、SIFMU のサービス利用者等であり、DTCC の普通株式購入を義務付けられているが、後者は、ポストトレード関連サービスのみの利用者や海外金融機関等の義務的購入メンバー以外の DTCC メンバーであり、DTCC の普通株式購入は任意である。

DTCC メンバーによる DTCC への出資比率は、DTCC に支払ったサービス利用料の金額に比例する。自主的購入メンバーが DTCC の新株購入を希望する場合、自主的購入メンバーが支払ったサービス利用料を考慮した上で、出資比率が算出される。他方で、自主的購入メンバーが DTCC の新株購入を希望しない場合、出資比率は義務的購入メンバーのみを対象に算出される。この出資比率の見直しは、少なくとも 3 年に 1 回実施される⁷。

現在、DTCC の取締役会は 22 人から成る（図表 4）。優先株を保有する NYSE 及び FINRA は、DTCC の取締役選任に係る権利のみを有しており、株主提案について議決権を行使することはできない。一方、JP モルガンやシタデル等の普通株保有者は、取締役選任と議決権行使の両方の権利を有している。つまり、DTCC の経営方針には、DTCC のサービスを頻繁に活用している金融機関の意向が反映されやすい仕組みになっている。

このようなコーポレート・ガバナンス構造は「ユーザーによる所有と統治（user-owned and governed）」と呼称されている。「ユーザーによる所有と統治」は、DTCC が市場参加者のニーズに合致したサービスを開発する際の原動力となっている。

⁶ 現在、DTCC の株主数は 266 社である。

⁷ 直近の出資比率の見直しは、2021 年 4 月に実施された。

図表 4 DTCC の取締役

取締役氏名	所属	取締役氏名	所属
マイケル・ボドソン	DTCC	ピナー・キップ	ステート・ストリート
ロバート・ドラスキ	DTCC	カスリーン・リンチ	UBS
ケビン・ケツシンジャー	DTCC	ラジ・マハジャン	ゴールドマン・サックス
ロバート・コルビー	FINRA	グレアム・マクエボイ	モルガン・スタンレー
デビー・カニンガム	フェデレーテッド	クレイグ・メッセンジャー	バーチュ
ショーン・フィーニー	シティグループ	トニー・ミラー	ジャーニー・モンゴメリー・スコット
クローディン・ギャラハー	BNP パリバ	アンドレア・フェニング	BNY メロン
デビッド・グーン	インターコンチネンタル取引所	アン・リース	Center for Adoption Policy
キーラン・ハンラハン	JP モルガン	ゲイリー・スターン	(元ミネアポリス連邦準備銀行)
ロリ・フリシック	(元 JP モルガン)	ジェームズ・タバッチ	South Street Securities Holdings
デビッド・インクス	シタデル	スーザン・ユン	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ

(出所) DTCC より野村資本市場研究所作成

2) 市場間競争の促進

「ユーザーによる所有と統治」には、現物株式市場間の競争を促している側面もある。「ユーザーによる所有と統治」の仕組みが構築されたのは約 50 年前である。DTCC 持株会社傘下の DTC の前身として、1968 年に設立されていたセントラル・サーティフィケート・サービス (CCS) は、サービスの利用者を当時の NYSE のメンバー (株主・ユーザー) である証券会社に限定していた。こうした事情から、CCS のサービスは十分に活用されているとは言い難い状況にあり、決済インフラとして本来提供し得る利便性を十分に発揮できていなかった⁸。

そこで、NYSE は 1972 年に、CCS を事業分離させるとともに、非 NYSE メンバーであった銀行にも CCS の所有権及び経営権の一部を譲渡することで、CCS のユーザーを拡大させることを決定した⁹。その際、CCS のユーザー (証券会社及び銀行等) が署名した覚書が「ユーザーによる所有と統治」の原型である¹⁰。DTC は 1973 年に、覚書の内容を反映した定款及びルールに基づいて、CCS の事業を引き継ぐ形で設立された。1999 年には DTCC が設立され、現在に至る。

以上の歴史的な経緯を踏まえると、「ユーザーによる所有と統治」は、オープン・アクセスという理念に基づくものであるといえる¹¹。現在、市場参加者は、どの証券取引所を通じて現物株式を取引したとしても、DTCC の清算・決済サービスを利用す

⁸ 1971 年 1 月時点で証券会社が保有していた株券のうち、CCS に預託されていたのは全体の 2 割強程度であった。これは、ペーパーワーク・クライシス再発防止の観点から看過できない状況であった。Banking and Securities Industry Committee, "BASIC-Interindustry Teamwork," April 1, 1974.

⁹ 1970 年に組織された Banking and Securities Industry Committee は、CCS の利用拡大を促すため、銀行に保有資産を CCS へ預託することを促したが、当初、銀行は難色を示していた。銀行は、CCS が十分な資産保全機能や迅速・正確な取引処理を提供するための手続きを十分に具備しているのか疑念が残っていると考えていた。

¹⁰ 前掲脚注 8 資料を参照。

¹¹ Depository Trust & Clearing Corporation, "DTCC: Providing a Public Service," March, 2021.

ることができる。米国の証券取引所は、現物株式市場の流動性を創出すべく、清算・決済以外のサービス開発競争をすることで、取引コストの低下、価格競争、取引高の増加を目指す必要がある。このように、「ユーザーによる所有と統治」には、米国の現物市場の基本的な理念である市場間競争を後押ししている側面がある¹²。

Ⅲ 新サービスの開発に積極的な DTCC

DTCC は、米国債レポ市場やオルタナティブ・ファンド市場において、市場参加者のニーズを的確に捉えた新サービスを提供し、また、分散型台帳技術を活用した新たな決済プラットフォームの構築にも取り組んでいる。以下では、DTCC の足元のサービス開発を巡る動向について紹介する。

1. 市場参加者のニーズへの対応を図るサービス提供

1) 活況を呈するスポンサード・レポ取引

DTCC が提供するサービスとして、スポンサード・メンバーシップ・プログラムが注目を集めている。このプログラムは、FICC が 2017 年から本格的に開始した清算サービスであり、主に米国債レポ取引を行う銀行、MMF、ヘッジファンド等を対象としている。

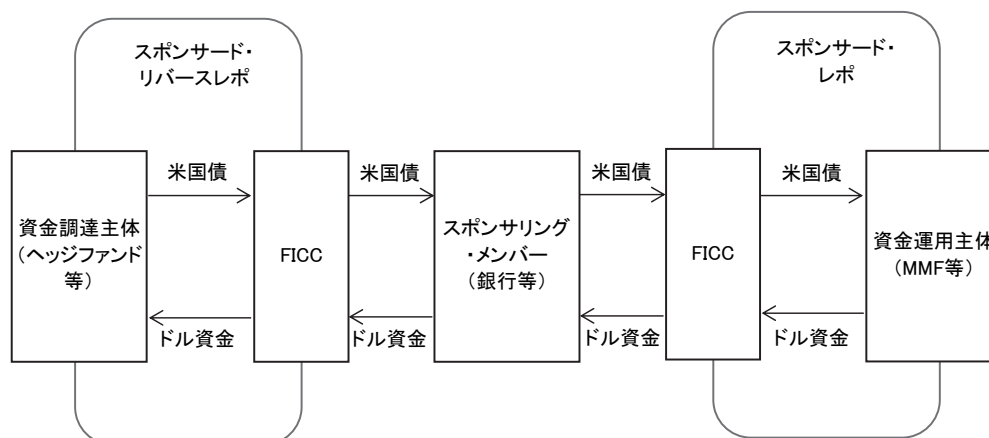
スポンサード・メンバーシップ・プログラムは、スポンサード・レポ取引とスポンサード・リバースレポ取引を組み合わせたサービスである。銀行等のスポンサリング・メンバー（FICC に清算基金拠出を義務付けられている金融機関）は、MMF 等の資金運用主体とレポ取引を行う。その際、図表 5 が示す通り、両者間のレポ取引を FICC が清算する。これをスポンサード・レポ取引という。スポンサリング・メンバーは、スポンサード・レポ取引によって調達したドル資金を用いて、ヘッジファンド等の資金調達主体とリバースレポ取引を行う。この取引においても、FICC が両者間のレポ取引を清算する。これをスポンサード・リバースレポ取引という。

スポンサード・レポ取引とスポンサード・リバースレポ取引によって、スポンサリング・メンバーの保有ポジションはネットアウトされる。つまり、銀行等は、スポンサード・メンバーシップ・プログラムを活用することで、バランスシートの規模に対して賦課される規制コストを削減することが可能である¹³。

¹² 詳細は、岡田功太・草田裕紀（Instinet, LLC）「市場参加者及び取引量の増加を促す米国の株式市場間競争」『野村資本市場クォーターリー』2022年冬号を参照。

¹³ 詳細は、岡田功太「米国で急増する証券取引清算機関（FICC）のスポンサード・レポ取引」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号（ウェブサイト版）を参照。

図表5 スポンサード・メンバーシップ・プログラムのイメージ図



(出所) FICC より野村資本市場研究所作成

スポンサード・メンバーシップ・プログラムの普及には目覚ましいものがある。スポンサリング・メンバー登録者は、2020年に24社と前年対比で約2倍になり、スポンサリング・メンバーのカウンター・パーティーは約2,000社に達した。2020年のスポンサード・レポ取引及びスポンサード・リバースレポ取引の月間取引量（平均値）は、最大で約4,750億ドルとなった。これは2017年対比で約9倍の水準である。

このように、DTCCは、市場参加者の取引行動や金融規制の枠組みを踏まえつつ、顧客ニーズに対応するべく新しいサービスを生み出している。

2) オルタナティブ・ファンド事業のオペレーション効率化

オルタナティブ投資プロダクト・サービス（AIP）も注目に値する。AIPは、NSCCのウェルス・マネジメント・サービスの一部であり、オルタナティブ・ファンド関係者を対象としたオンライン・プラットフォームである。ここでいうオルタナティブ・ファンド関係者とは、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、私募REIT等の投資家、販売会社、運用会社、カストディアン、アドミニストレーター等である。

AIPが提供する機能は、①オルタナティブ・ファンドの運用者や運用戦略に関する情報発信、②オルタナティブ・ファンドに投資する投資家の口座登録及び管理、③オルタナティブ・ファンドの購入、解約、キャピタル・コールに係る資金決済、④オルタナティブ・ファンドの法定書類や運用報告書等のドキュメンテーションの共有、⑤オルタナティブ・ファンドに投資する投資家向けのレポートング書面の作成である。

NSCCは、従前より、オルタナティブ・ファンド事業のオペレーションの非効率性を問題視していた。具体的には、オルタナティブ・ファンド関係者間で行われる取引やコミュニケーションについて、①プロセス及びデータ形式等の標準化が進んでいない、②自動化が遅れておりマニュアル作業への依存度が高い、といった非効率性であ

る。そこで、NSCC は 2008 年に、標準化・自動化された中央集権型の取引処理インフラによってこうした非効率性を改善すべく、AIP を開発した。

AIP は、特にオルタナティブ・ファンドの販売会社から高い評価を受けた。例えば、チャールズ・シュワブによると、従前、数週間を要していたオルタナティブ・ファンドの購入手続きが、AIP の導入によって 48 時間以内に短縮された¹⁴。これにより、カスタディアンやアドミニストレーターが負うオペレーショナル・コストも低減した。

オルタナティブ・ファンドの関係者から高い評価を受けたこともあり、AIP のユーザーは、2016 年の約 600 社から 2021 年には約 1,600 社となり、AIP に登録しているオルタナティブ・ファンドの本数は、2016 年の約 3,000 本から 2021 年には約 7,400 本となった。このように DTCC は、マニュアル作業が多いオルタナティブ・ファンド事業のオペレーションを自動化し、効率化することで、同事業の更なる発展を後押ししている。

2. 次世代の決済プラットフォームの構築

足元、DTCC は、新たな決済プラットフォームを構築すべく、2 つのプロジェクトを進めている。第一に、プロジェクト・アイオン (Project Ion) である。同プロジェクトは、ブロックチェーンを活用した次世代の決済プラットフォームを構築し、証券決済期間 T+0 の実現を目指している。DTCC は、2021 年に同プロジェクトの概念実証を完了させ、2022 年中に既存システムと併用する形で、新たな決済プラットフォームをローンチする予定である。

第二に、プロジェクト・ホイットニー (Project Whitney) である。同プロジェクトは、プライベート・アセットの市場インフラ構築を目指すものである。当初、同プロジェクトは、非上場株式等の証券トークンの発行、同証券のセカンダリー取引、投資家の適合性の確認等、一連のオペレーションをブロックチェーン上で実装する予定であった。しかし、2020 年 5 月の概念実証の結果を受けて、クラウド上での口座振替システムを基盤とした市場インフラを構築する方針に転換した。これは、ブロックチェーンを活用することよりも、プライベート・アセットの決済プラットフォームの早期導入に対する市場参加者の期待が高かったためである。

DTCC は 2021 年 11 月に、プロジェクト・ホイットニーにおいて構築した新たな決済プラットフォームを、デジタル・セキュリティ・プラットフォームという名称でローンチすることを決定した。現在、DTCC と規制当局は、同プラットフォームの運営開始について議論を進めている。なお、デジタル・セキュリティ・プラットフォームは、当初は非上場株式を取り扱うが、将来的には他のプライベート・アセットも取り扱う予定である。

¹⁴ “Schwab says SEC stance a win for alternative assets,” *Reuters*, March 8, 2012.

IV 証券決済期間の T+1 への短縮化

DTCC は、新サービスの開発に留まらず、証券取引制度の改革にも率先して取り組んでいる。例えば、証券決済期間の短縮化である。現在、米国では、証券決済期間を T+2 から T+1 に短縮化すべしとの機運が高まっている。以下では、証券決済期間の T+1 への短縮化に向けた一連の動向について概観する。

1. ロビンフッドによる買付注文の停止

1) ミーム株を中心とした未決済ポジションのリスク急増

まず、証券決済期間 T+1 の実現の必要性が生じた経緯を紹介する。この発端は、2021 年の 1 月下旬から 2 月上旬にかけて発生した米国株式市場の急変動である。

NSCC は 2021 年 1 月 28 日午前 5 時頃、オンライン証券会社のロビンフッドに対して、約 37 億ドルの清算基金を差し入れるよう通知した。ここでいう清算基金は、売買成立から決済までの間に発生し得る信用リスクへの備えと位置づけられる。NSCC は、毎営業日の早朝に、NSCC メンバーに対して必要な清算基金額を通知し、一定期間内の差入を義務付けることで決済の履行を保証している¹⁵。

清算基金額は、主に VaR チャージと資本プレミアム・チャージから成る¹⁶。VaR チャージは、NSCC メンバーの未決済ポジションのリスク量を基に算出される。つまり、証券会社が大量の取引注文を受注したり、市場のボラティリティが上昇したりすることによって未決済ポジションのリスクが増大すると、信用リスクが高まるため、証券会社に対する VaR チャージは増大する。

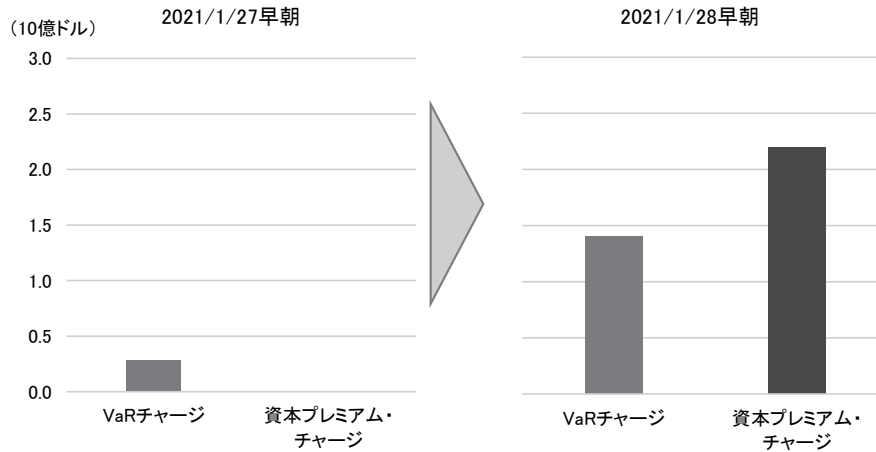
他方で、資本プレミアム・チャージは、VaR チャージ等が NSCC メンバーの超過ネット・キャピタル (Excess Net Capital) を上回る水準まで増加した場合に賦課されるものであり、NSCC メンバーに対して過大なポジションを取らないよう抑止することを目的としている。超過ネット・キャピタルとは、1934 年証券取引所法の規則 15c3-1 が定めるネット・キャピタルから、ネット・キャピタルの最低基準を減じたものであり、証券会社の財務余力を測るために用いられる基準である。

NSCC が、ロビンフッドに差入請求した約 37 億ドルの清算基金のうち、VaR チャージは約 14 億ドル、資本プレミアム・チャージは約 22 億ドルであった。この VaR チャージの金額は、前日 (2021 年 1 月 27 日) の約 5 倍の水準であり、資本プレミア

¹⁵ 日中にボラティリティが急上昇した場合は、日中に清算基金への追加的な差入が請求されることもある。

¹⁶ 厳密には、清算基金額は、コア・コンポーネントとノン・コア・コンポーネントの合計値である。前者に分類される VaR チャージは、NSCC メンバーに同一の算出式が適用される。他方で、後者に分類される資本プレミアム・チャージは、コア・コンポーネントの一部が、NSCC メンバーの超過ネット・キャピタルを上回る水準まで増加した場合に賦課されるものである。

図表 6 ロビンフッドの清算基金額変化



(出所) ロビンフッドより野村資本市場作成

ム・チャージについては新たに賦課された（図表 6）¹⁷。

つまり、ロビンフッドは 2021 年 1 月 27 日に、未決済のポジションのリスクが飛躍的に増加し、清算プロセスにおける信用リスクの高い主体であると判断された。2021 年 1 月 28 日以降もミーム株の大量の取引と高いボラティリティが継続し、未決済ポジションのリスクが増加し続けた場合、清算基金への差入額は更に増加する。そこで、ロビンフッドは 2021 年 1 月 28 日午前 6 時半頃、個人投資家によるミーム株等の買付注文の受付を一時的に停止し、資金繰りの行き詰まりの抑止を図った¹⁸。

2) 信用リスクの増加を助長した清算基金

NSCC は 2021 年 1 月 28 日の午前 9 時過ぎ、全 NSCC メンバーに対する資本プレミアム・チャージの賦課を取り下げた¹⁹。この決定について、NSCC は、特定の NSCC メンバーへの配慮によるものではないと述べたが、ロビンフッドの救済策であったことは明らかであった。ロビンフッドは、ミーム株の買付注文の受付停止だけでなく、資本プレミアム・チャージの賦課が取り下げられたが故に、2021 年 1 月 28 日分の清算基金差入額を期限通りに拠出することができた。

しかし、資本プレミアム・チャージ賦課の取り下げには賛否両論がある。将来的に、株式市場のボラティリティが高まったとしても、NSCC が資本プレミアム・チャージ賦課を取り下げるといったコンセンサスが形成されていれば、NSCC メンバーには過度なリスクテイクをしようというインセンティブが生じ得る。つまり、資本プレミア

¹⁷ 2020 年末時点のロビンフッドの超過ネット・キャピタルは約 4.8 億ドル（ネット・キャピタルは約 5.5 億ドル、最低基準は約 0.7 億ドル）であった。2021 年 1 月 28 日早朝時点のロビンフッドに対する VaR チャージは 14 億ドルであり、同時点における超過ネット・キャピタルの水準を大きく上回っていたとみられている。これが、ロビンフッドに対する資本プレミアム・チャージ賦課のトリガーとなった。

¹⁸ Robinhood Markets, Inc., “Hearing before the United States House of Representatives Committee of Financial Services,” February 18, 2021.

¹⁹ Depository Trust & Clearing Corporation, “DTCC Statement to House Financial Services Committee,” February 18, 2021.

ム・チャージ賦課の取り下げは、NSCC メンバーのモラルハザードを誘発し、清算プロセスにおける信用リスクの増大を助長した恐れがある。

また、2021年1月27日及び28日に賦課された清算基金額は、ロビンフッドの財務的な許容度を超えていたことも明らかになった。ロビンフッドは2021年1月28日に、JP モルガンやゴールドマン・サックス等から約5億ドルのクレジットラインを確保し、セコイア・キャピタル等から約10億ドルの出資の確約を得ることで、清算基金差入額の更なる増加による資金繰りの悪化に備えた。

前述のように、清算基金とは、売買成立から決済までの期間における取引当事者の信用リスクに備えるためのものである。しかし、先般のミーム株を中心とした取引量の急増を受けて、清算基金には、むしろ信用リスクの増加を助長している側面があるという問題が浮き彫りになった。清算基金を中心とした清算プロセスは、ロビンフッドを通じた個人投資家による大量の取引注文が発生し得ることを前提としていなかったといえる。

以上の一連のイベント及び課題を受けて、証券決済期間を短縮化すべきであるという機運が高まった。清算基金額を減少させ、決済プロセスにおける信用リスク抑制機能を正常化させる必要性が生じたのである。

2. 証券決済期間 T+1 の実現を先導する DTCC

証券決済期間 T+1 の実現に向けて、逸早く動き出したのが DTCC であった。同社は、2021年2月に開催された連邦議会下院の公聴会において、証券決済期間が1営業日分短縮されることで、標準的な未決済取引ポジションの VaR チャージは、最大で4割削減されるという試算を提示し、証券決済期間 T+1 を実現させるべきであると主張した²⁰。

DTCC は2021年12月に、証券業金融市場協会（SIFMA）及び投資会社協会（ICI）と共に、2024年上半期までに証券決済期間 T+1 を実現させるべく、具体的なロードマップと費用便益分析の結果を公表した²¹。同社は、証券決済期間を T+1 に短縮化することによる便益として、清算基金の削減及び信用リスクの低下以外に、①ミューチュアル・ファンドの設定解約の受渡サイクルと、ミューチュアル・ファンドが投資する現物株式の決済サイクルが一致することにより、資金及び流動性管理のオペレーション改善効果が見込まれる、②プロセスの見直しが進捗し、マニュアル作業が削減され、オペレーショナルリスクの低下や生産性の向上が期待できる、③ポストトレード・プロセスが標準化され、各種データのタイムリーな共有が可能になる、等を挙げた。

更に、DTCC は、証券決済期間を T+1 に短縮する際に生じ得る課題及びその改善策についても示した（図表 7）。その中でも特に、①証券決済期間短縮に伴うフェイルの増加と、

²⁰ 前掲脚注 18 資料を参照。

²¹ The Securities Industry and Financial Markets Association, “SIFMA, ICI and DTCC Lay Out Path to Shorten U.S. Securities Settlement Cycle to T+1 by First Half of 2024,” December 1, 2021.

図表 7 証券決済期間 T+1 実現へ向けた課題と改善策

トピック	主な課題	改善策
ブロック取引に係る確認作業	ブロック取引に係る確認作業を踏まえると T+1 決済が困難	取引承認の期限を繰り上げ、テクノロジーの活用によるタイムリーな確認の実現を奨励する
各種文書の交付方法	取引明細や目論見書の交付スケジュールを踏まえると T+1 決済が困難	取引明細や目論見書の電子交付 (e-delivery) 採用を推進する
株式売買に付随する為替取引	株式売買に付随する為替取引の決済リスクが高まる可能性がある	米国現物株式の T+1 移行スケジュールを国内外に周知し、為替取引を伴う決済への影響軽減を図る
コーポレート・アクション	配当権利落ち日のタイミングが T+2 決済に基づいて設定されている	規制当局および取引所と協働し、株式分割・配当の権利落ち日と権利確定日を一致させるよう働きかける
プライムブローカレッジ	執行ブローカーからプライムブローカーへの売買報告スケジュールを踏まえると T+1 決済が困難	当該売買報告の期限に係る SEC のノーアクションレターを変更する
証券貸借取引	リコール通知期限を踏まえるとフェイルが増加する可能性がある	リコール通知期限の繰り上げを検討する
決済エラー及びフェイル	証券決済期間の短縮により、フェイルを回避するための時間的猶予が減少する	標準決済指図 (SSI) の利用拡大を促進し、フェイルの低減を図る
上場投資信託 (ETF) の設定及び交換	ETF の設定・交換取引の内容を確認するための時間が圧縮される	指定参加者に対して、NSCC のリアルタイムメッセージ機能の利用及びメッセージ内容の確認を推奨する
株式及び債券の売出	新規上場 (IPO) 時の証券決済期間に係る特例 (SEC 規則) が T+2 決済に基づいて設定されている	1934 年証券取引所法の規則 15c6-1(c) で定められた例外規定の証券決済期間を T+3 以内から T+2 以内に短縮する
各規則への影響	現行の規則が T+1 と整合的かを確認する必要がある	規制当局と規則等に T+1 への移行が反映されていることを確認する

(出所) DTCC、ICI、SIFMA より野村資本市場作成

②株式及び債券の売出に係る取引の取り扱いの2点が主要な課題であるとした。前者については、プライムブローカレッジに係る取引の売買報告等をよりタイムリーに行うことで、NSCC が提供するネットティングの利用が促され、これがフェイルの低減に寄与するとの見解を示した。後者については、証券会社・機関投資家・カストディアンを含む市場参加者が、市場慣行やシステム、オペレーション・プロセス等を見直す必要があるとした。

3. DTCC の提言を受けて規則改正に着手する SEC

SEC は 2022 年 2 月に、1934 年証券取引所法の規則 15c6-1 の改正案及び規則 15c6-2 の新設案を公表した²²。

まず、規則 15c6-1 改正案は、証券会社に対して、証券（非上場のリミテッド・パートナーシップ持分や連邦・州地方政府証券、CP、銀行引受手形、商業手形を除く。つまり、上場株式以外では社債や ETF 等も対象）の現物取引を原則 T+2 までに決済することを求

²² Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 232, 240, and 275, Release Nos. 34-94196, IA-5957; File No. S7-05-22, RIN 3235-AN02, February 9, 2022.

める規則を、2024年3月31日以降に、原則T+1へと短縮することを定めている。同改正案において注意すべきは、従前はT+3決済が認められていたIPO関連取引の証券決済期間が2営業日短縮され、通常取引と同様のT+1と定められた点である。IPOに係る証券決済期間T+3の規定は、最終目論見書の印刷・交付の時間を確保するためのものであったが、現在ではその必要性が失われている。

新規則案15c6-2は、取引日の翌営業日の午前11時30分までに完了することが市場慣行となっていたブロック取引に係る確認作業の期限について、当日中に完了することを義務付けている。機関投資家は、顧客の複数口座にまたがる同一銘柄の取引をまとめて証券会社に発注し、ブロック取引をする。この際に、機関投資家は当該取引の各口座への割り当てに関する指示（アロケーション）を証券会社に連絡し、その結果を証券会社からの取引確認（コンファメーション）という形で受け取った上で承認する（アフメーション）。現行の慣行においても、これら確認作業は当日中に行われることが多いが、新規則案15c6-2においてSECは、当日中に完了することを明示的に義務付けることを提案した。

規則15c6-1改正案及び新規則案15c6-2は、概ね上述のDTCCによる提言内容を踏襲した内容である。2017年に証券決済期間がT+3からT+2に短縮された際にも、DTCCが、SIFMA及びICIと共に議論を牽引した経緯があることを踏まえれば、先般のSECの規則改正は、DTCCの後押しを受けたものであるといえる。ここから、DTCCが率先して証券取引制度の改革に取り組み、堅牢な資本市場の実現に貢献しようとしていることが見て取れる。

なお、SECは、規則15c6-1改正案及び新規則案15c6-2を公表すると同時に、将来的に、証券決済期間T+0の実現に向けた課題等についても意見募集している。今後、DTCCが、プロジェクト・アイオンにおいて、新たに開発した決済プラットフォームによって、証券決済期間T+0が実現することも考えられる。

V サービスの付加価値向上が求められる日本の清算・決済機関

DTCCは、市場の構造的な変化を捉え、最先端のテクノロジーの活用や、証券決済期間T+1（更にはT+0）の実現に向けて逸早く取り組み、米国証券市場のダイナミズムを生み出そうとしている。その原動力として、「ユーザーによる所有と統治」に基づく定期的な株主構成の見直しや、ユーザーたる金融機関の意向の汲み取りがある。

現在、日本の証券業界は競争の激化に直面しているにもかかわらず、清算業務のコストは硬直的であるとして、清算・決済サービス利用料に対する引き下げ圧力がかかっている²³。しかし、同利用料の引き下げだけでは、付加価値のあるサービス開発に向けたリソースの縮小に繋がりがかねない。日本の清算・決済機関には、証券市場インフラとして蓄積してきた知見を活用し、利用者の様々なニーズに合致したサービスを開発することが求められて

²³ 日本経済新聞「ネット証券、コスト減へ清算機関構想 JPXに対抗も」、2020年7月16日、日本経済新聞「株清算手数料下げ協議 JPX、ネット証券に譲歩」、2021年3月19日。

いるのではないだろうか。これにより、固定費の削減に留まらない便益が市場参加者にもたらされ、市場における流動性の創出、ひいては日本の証券市場の活性化に寄与するものと考えられる。

日本の清算・決済機関がサービスの付加価値向上に注力する上で、DTCCの「ユーザーによる所有と統治」、収益をユーザーに還元する仕組み、新サービス開発を目的としたプロジェクトの推進、証券取引制度改革に向けた提言等の取り組みは、示唆に富むものであるといえよう。