

社債決済制度改革論議の 現状と方向性

〈はじめに〉

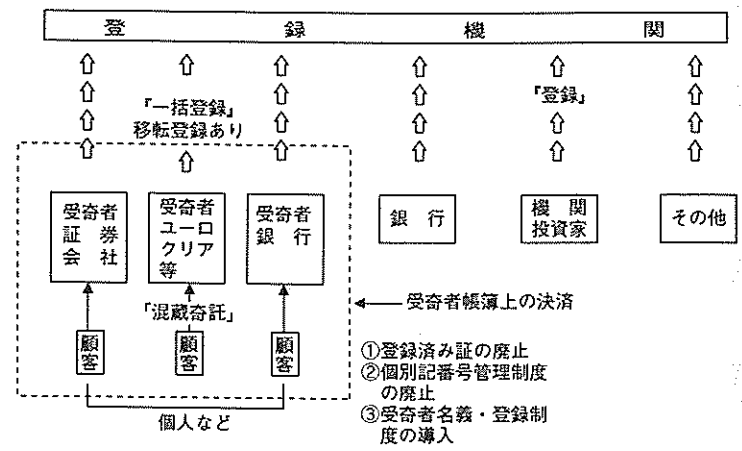
前回レポートで報告したように、社債決済制度改革が大蔵省内の社債受け渡し・決済制度研究会で進められており、制度改革をめぐっては社債登録制度がその中心となっている。そして、この点については、かねてよりセデルやユーロクリアのような集中決済機構の導入を主張する証券界と、現行の社債登録制度の改善で対処しようとする銀行界との間で意見が対立し、現在まで決着を見ていないことはすでに述べたとおりである。

現在のところ、銀行界の主張する案と証券界の主張する案との二案で刷り合わせ作業が進められているようであるが、これについては前回簡単にしか触れられなかったため、今回はこの両案の骨子について伝えられている範囲で紹介する。そして、日銀ネットを活用する案が有力視されているが、これについても紹介・検討したい。

〈社債受け渡し・決済制度改革研究会の論議〉

現在社債決済制度改革論議の舞台となっているのが、昨年七月に大蔵省内で証券局長の私的研究会として発足した「社債受け渡し・決済制度改革研究会」であるが、この研究会は嵯山昌一・大阪大学教授が座長を務め、野村證券などの証券会社、日本興業銀行、富士銀行、さらに日本生命保険などの機関投資家、新日本製鐵など産業界の代表が参加メンバーとなっており、常務専務以上で構成されている。

第1図 3点セット案



(出所) 『日経公社債情報』、1996年3月4日、5ページ。

この研究会では、昨年七月から二月までの三回の

会合で現在の制度的問題点や海外の事例が検討されたが、それとともに従来から出されていた四案の検討が行なわれた。すなわち、①三点セット案（登録済証の廃止、個別記番号管理制の廃止、受寄者名義登録制度の導入）、②振替決済制度案、③「内藤私案」（登録済証の廃止とオンライン化）、④中継法人案（中継法人を設立しここで移転順序の並べ換えなども行う）、である。

このうち、まず①案は、大蔵省内でかつて開かれた社債等登録制度改革研究会が一九八八年に提言したものであり、移転登録の際に添付する登録済証を廃止することによって、登録請求手続きの迅速化を図るとともに、個別記番号制を廃止することによって残高管理を行い、本券発行も容易になるといえるものである。また、受寄者名義登録とは証券会社、銀行などの「受寄者」が顧客から寄託を受けている社債について、受寄者名義で登録することを可能にし、受寄者が異なる顧客間の売買は移転登録で行うことを可能にするというものである

る(第1図参照)。

これに対して、②案では集中的な決済機関が設立され、証券は「最終投資家→機関参加者→機関」の順で混蔵寄託され、それぞれの段階で寄託者名義で銘柄別に帳簿上の口座管理が行なわれ、最終投資家、機関参加者は混蔵寄託された証券全体の上に共有持ち分を取得することになる。そして、機関は寄託された証券を一括して集中保管する。したがって、決済は機関の帳簿上の口座振替によって行われ、その際資金と証券の同時決済(DVP)サービスが行われることが望ましいというものである。

③案と④案については後述するが、①案に対しては公社債引受協会が、一九九三年六月の「普通社債流通市場の改善にむけて」のなかで、種々の実務的問題点があることを指摘し、さらに日本証券業協会と公社債引受協会共同の「決済制度等専門委員会」が一九九四年六月中旬報告「債券決済制度の改善について」で、三点セット案の不十分さを詳細に検討した。また、法律的な点^(注1)でも、個別記番号管理制度の廃止や受寄者名義登録制度を導入するためには社債等登録法改正や商法改正が必要であるために数年の日数を要し、法務省側の見解も否定的なものであったこともあり、案としてはかなり後退していた。また、②案はさきの中間報告で提案されたもので、「三点セット」案の問題を根本的に解消するためには、債券決済取引サービスは、中立的な集中決済機関による振替決済によって提供されることが望ましいという立場に立っている。つまり、ユーロクリアやセデルのような海外の集中決済機関を国内に導入しようとするものである。そして、これには、一九八九年G130^(注2)が「国際的決済制度の改善」を勧告したことも背景^(注3)にあり、提案当初は大蔵省もこれを支持したといわれているが、実際に集中決済機関を設立するとなると、その費用は多額なものになり、その出資負担および社債等登録法改正の問題^(注4)もあり、さらに銀行側からの反発も強く、その後案としては後退した。

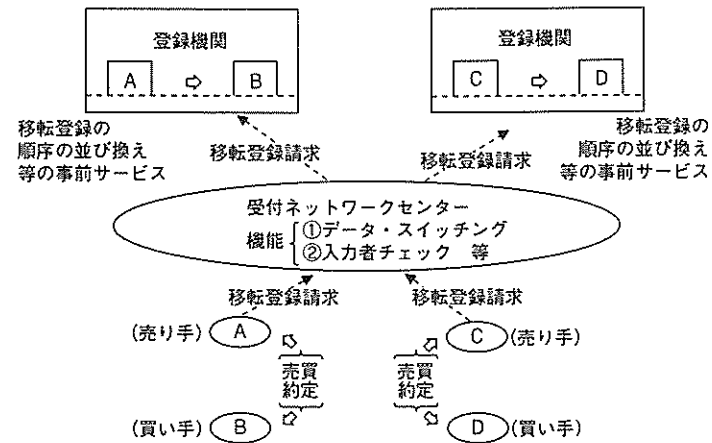
そして、結果的に昨年十一月の会合での「理想論よりも現実論を」という証券局長の発言もあって、①案と②案は検討対象からはずされた^(注5)と報じられている。しかし、この発言がなかったとしても、①案は実務上の難点ゆえに廃案とならざるを得ず、また②案は社債登録制度による既得権益維持を図る銀行界に対して、証券会社側はコスト面から振替決済機関設立を押しきれなかった点があり、実現性に乏しかった^(注6)ことは否定できない。したがって、検討対象とされる案は、自ら③案と④案に絞られたわけである。

〈いわゆる「内藤私案」とその後の銀行界案〉

いわゆる「内藤私案」とは、全大蔵省証券局公社債市場室・内藤純一室長が昨年二月に提案したものであるが、この案では法律改正を伴う社債登録制度の撤廃はせず、登録済証の廃止と移転請求のオンライン化を骨子とするものであった。そして、このオンライン化の核となるのは「受付ネットワーク・センター」であり、ここに移転登録請求が集中化され、データ・スイッチング、入力者チェックなどがなされるというものである(第2図参照)。この案はもともと経団連の「格付けを巡る証券市場懇談会」で証券・銀行界に非公式に提示されたものであり、「銀行と証券が対立する中で現実的な改革案」を提示することが意図されていたのであるが、案自体が従来からの日本興業銀行の主張に近く、重要情報の管理面での問題が残ること、さらに「受付ネットワーク・センター」といわれるものが、基本的にコンピュータ装置であり、その際のオンライン化のコスト負担の申し出が日本興業銀行からなされたこともあって証券界から強い反発があった。そして、論議の舞台であった経団連の「格付けを巡る証券市場懇談会」も打ち切られた。

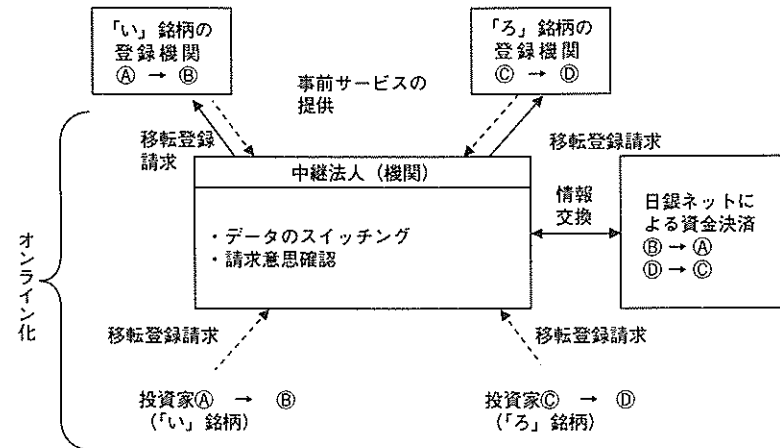
そして、現在の「社債受け渡し・決済制度研究会」では、先に触れたように、この「内藤私案」が検討対象と

第2図 「内藤私案」



(出所) 第1図に同じ、4ページ。

第3図 富士銀行案



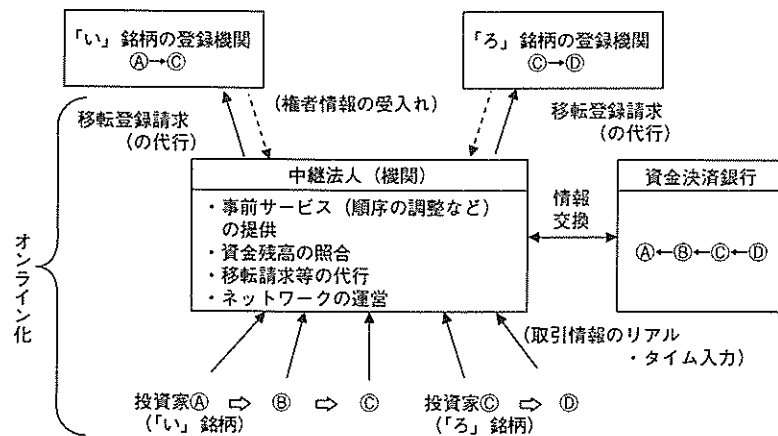
(出所) 第1図に同じ、5ページ。

して残されたわけだが、現在銀行側の提示している案は、この「内藤私案」を基礎にしながらもより具体的なものとなっている。すなわち、今年一月の同研究会の会合で富士銀行側の提示した案は、④「受付ネットワーク・センター」を単なるコンピュータ装置とせず、中継機関を設立する、⑤現在文書で行なわれている登録請求をオンライン化することによって移転手続きの迅速化と簡素化を進める、⑥中継機関と日銀ネットをつなぐことでDVPを実現する、というものである(第3図参照)。そして、中継機関の機能として、⑦債券売買情報を証券会社と登録機関の間で振り分けること(スイッチング)、および売手に対する請求意志の確認作業とに限定するものとしている。したがって、見方によっては内藤私案をもとにしながらも、中継法人を設立するという点では、後述する証券側の「中継法人」案と形式的には類似したものとなっている。しかし、この富士銀行案に対して証券側からは賛否両論の反応があったといわれている。(証7)

〈証券側の「中継法人案」〉

証券界が主張してきた振替決済制度案が後退し、前回の「格付けを巡る証券市場懇談会」で「内藤私案」が提示され、そして今回の「社債受け渡し・決済制度研究会」で事実上検討課題から外されたことから、いわば証券界側の譲歩案として提示されたのが、「中継法人案」である(第4図参照)。この案が具体的に提示されたの今回の研究会の過程であり、野村証券が提示したものであるが、その内容は「内藤私案」で「受付ネットワーク・センター」とされたものを具体的に「中継法人」として設立し、ここで順序の調整などの事前サービス、資金残高の照合、移転請求などの代行、ネットワークの運営などを行なうというものである。ここでいう事前サービスと

第4図 野村証券案



(出所) 第1図と同じ、4ページ。

は、移転請求を行なう際の移転登録請求書の順序調整を行なうことであり、現在登録機関はこれを行なう権限がないとされているため、証券会社が無償サービスとして行なっているものであるが、短期間に頻繁な売買が生じた場合やカラ売りが生じた場合は、登録済証の保有者の適及に手間と時間を要するものとなっており、通常社債決済制度の問題点として名義変更手続きに時間がかかりすぎるといわれる主因となっている。^(注8) また、この決済と名義変更との間に発生した信用リスクが市場全体に波及し、システム・リスクへと拡大する可能性をもつといわれる所となつてきている。それゆえに、「前さばき」といわれる事前サービスの迅速かつ効率的な提供は、単なる事務手続き上の技術的問題ではなく、システム構築の核心的な問題ともいえる。したがって、さきに述べたように、富士銀行が「中継機関」案を提示した際、その形式的な類似性と日銀ネットの活用という点で、証券界から肯定的な評価が示されたと同時に、

このシステム構築の核心的部分で隔たりがあつたために否定的な反応も示されたのである。

〈日銀ネットによるDVP実現〉

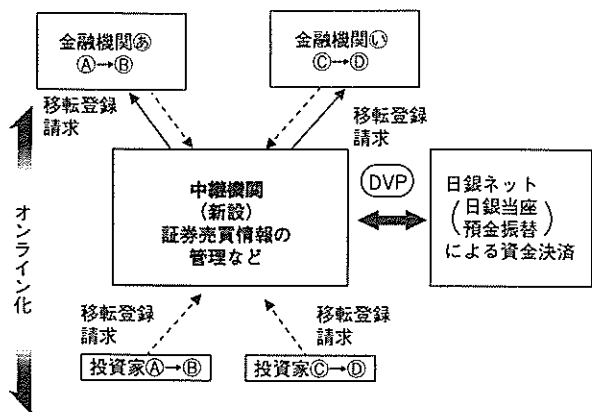
しかし、野村証券の「中継法人」案にたいして、さきの富士銀行の「中継機関」案が示されたことよつて、論議は従来の平行線から一歩近寄つたされている。とくに、二月の会合で蠟山座長が「公社債流通制度の改革案作成の原則」(いわゆる「蠟山五原則」)を示したことによつて、いくつかの合意事項が成立した。^(注9)

この蠟山五原則とは、改革案は早急に実現可能なものであり、市場参加者が進んで利用するものであることを大前提としたうえで、①決済遅延の解消、②証券と資金の同時決済 (Delivery Versus Payments: DVP) の実現、③将来への発展性、④制度の中立性の確保、⑤効率的でコストが適切、というものであり、いわば長年平行線をたどり、銀行と証券の業際問題化したとみられていた論議のなかで接点となつた事項をまとめたものといえる。

そのなかでも、DVPについては日銀ネットを利用する方向でほぼ合意が成立し、作業部会で具体的な詰め作業が始まつており、大蔵省・日銀もその結論をみていと伝えられている。^(注10)

このDVPとは、決済日において保証された支払いを対価としての証券の同時引渡しとして定義され、先のG-30の勧告にも盛り込まれた機能であり、^(注11)また証券界も前述の「債券決済制度の改善について」のなかで、新制度に当然組み込まれるべき機能と位置付けており、参加者が機関内に証券と資金の双方の口座をもつことが可能ならばこのサービスの提供も容易であろうとしていたが、これを実現するためには何らかの集中機関が必要であり(第5図参照)、銀行側と証券側とが中継機関を設立することで一致したことが、DVPの土台となつたわ

第5図 日銀ネットによるDVPのしくみ



(出所) 「日本経済新聞」、1996年3月13日。

けである。

そもそもG-30勧告の背景は、安全かつ迅速な決済制度が伴わないことよって生じるリスクが顕在化してきたことであり、とくに国際的な決済の結了が困難になると危機的事態がもたらされることが明確になったことである。そして、民間団体であるG-30が各国の規制当局および市場関係者の意見を踏まえ、国際証券管理者会議 (ISSA) と国際証券取引所連合 (FIBV) などの連係のもとに作成したが、この勧告であった。ただし、この勧告ではDVPが厳密に定義されておらず、DVPのあり方によってはプリンシパル・リスク (売手のデフォルトによって購入代金を支払ったものの、対価となる証券の受取りができない場合、またはその逆の場合に生じるリスク) を完全に除去できない場合も考えられるという指摘もなされている。^(注12) したがって、BISの支払・決済委員会のDVP小委員会は、一九九二年に「証券決済制度におけるDVP」とする報告書をまとめ、この点について検討している。^(注13) 確かに現時点では、社債決済制度にどのような形でDVPを導入するのかについて、先の研

究会において詳細な検討がなされているものと思われ、いずれ結論を待って決済リスクがどう軽減されるのか、またそれでもなおどのようなリスクが残されるかを考察する必要があると考えられるが、いずれにせよ「証書」や「預かり証」といった、業者間ないし業者・顧客間信用のみを基礎とする文書でもって決済がなされている現状からすれば、DVPの導入はリスクの軽減という点で大きな進捗であることは間違いないだろう。

したがって、今後具体的にどのような形でDVPが導入されるのか、そしてそれと接続する中継法人の業務内容およびコストはどのようなものになるのか、さらに投資家を含めてそのコスト負担はどのように分担されるのかが注目されるところである。

[注]

- (1) 江頭憲治郎「社債の決済制度」(江頭憲治郎他編「現代企業立法の軌跡と展望」、商事法務研究会、一九九五年、所収)、二六二ページ、参照。
- (2) Group of Thirtyの「the Group of Thirty's Report on the Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporated」であり、一九八七年に設立された民間の非営利団体である。
- (3) Group of Thirty Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets, 1989. および国際証券取引所連合「国際的決済制度の改善」、「証券」、一九八九年一月、参照。
- (4) 江頭、前掲、二六二ページ、参照。
- (5) 「動き出す社債決済制度改革」、「日経公社債情報」、一〇二号、一九九六年三月四日、三三ページ、参照。
- (6) 拙稿「社債登録制度と流通市場」、「証研レポート」、一五三三号、一九九六年三月、一七ページ、参照。

- (7) この間の経緯については、前掲「動き出す公社債決済制度改革」に詳しい。
- (8) これらの問題点について詳しくは、決済制度専門委員会「債券決済制度の改善について」、一九九四年六月、第二章、参照。
- (9) 『日本経済新聞』、一九九六年二月一四日、参照。
- (10) 『日本経済新聞』、一九九六年三月二三日、参照。
- (11) G-30の勧告五では、「アゲンスト決済(DVP)をすべての証券取引の方法として採用すること。DVPは一九九二年までに実施すること」となっている。ただし、G-30の勧告では、これが最も効率的に機能するためには、究極的な目標としては、コンピュータによる証券振替システムとリンクした当日資金制度の利用が必要であるとしながらも、選択的な形では、当日資金を必要としなくてもDVPは達成可能であるとしている。そして、多くの市場での当面の課題はDVP制度を採用することであるとしている。
- (12) 淵田康之「証券決済制度のあり方について」、『財界観測』、一九九六年二月一日、八一ページ、参照。
- (13) BIS Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems. September 1992