

社債決済制度改革とDVP

〈はじめに〉

現在社債決済制度改革論議の舞台となっているのが、一九九五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「社債受渡し・決済制度改革研究会」であり、従来からの改善案をたたき台にしながら、新しく具体的な改善案を出すべく検討が積み重ねられてきたことは、以前のレポートでも紹介してきたが、今年五月同研究会は「社債受渡し・決済制度改革に向けて」と題する報告書を提出するに至った。これにより長年の懸案であった社債決済制度改革は、その改革に向けて大きく前進するものといわれている。したがって、本稿はまずこの報告書を取り上げて、従来争点となっていた点^①がどのよう形で決着したのかをみることにする。つまり、「銀証問題化」したといわれた点に焦点をあてながら、その決着をみていきたい。次に、この研究会の過程と相前後しながら、決済システムをめぐるリスクの問題が論議されるようになったが、この問題意識は研究会にも反映し、報告書ではいわゆるDVPの導入が提唱されている。したがって、DVPを巡る国際的な論議を紹介しながら、日本でのDVPのあり方も考えてみたい。

〈社債受渡し・決済制度改革研究会の報告書〉

以前のレポートでも紹介したように、「社債受渡し・決済制度改革研究会」では、野村証券の「中継法人」案に対して、さきの富士銀行の「中継機関」案が示されたことによって、論議は従来の平行線から一歩近寄ったとされて

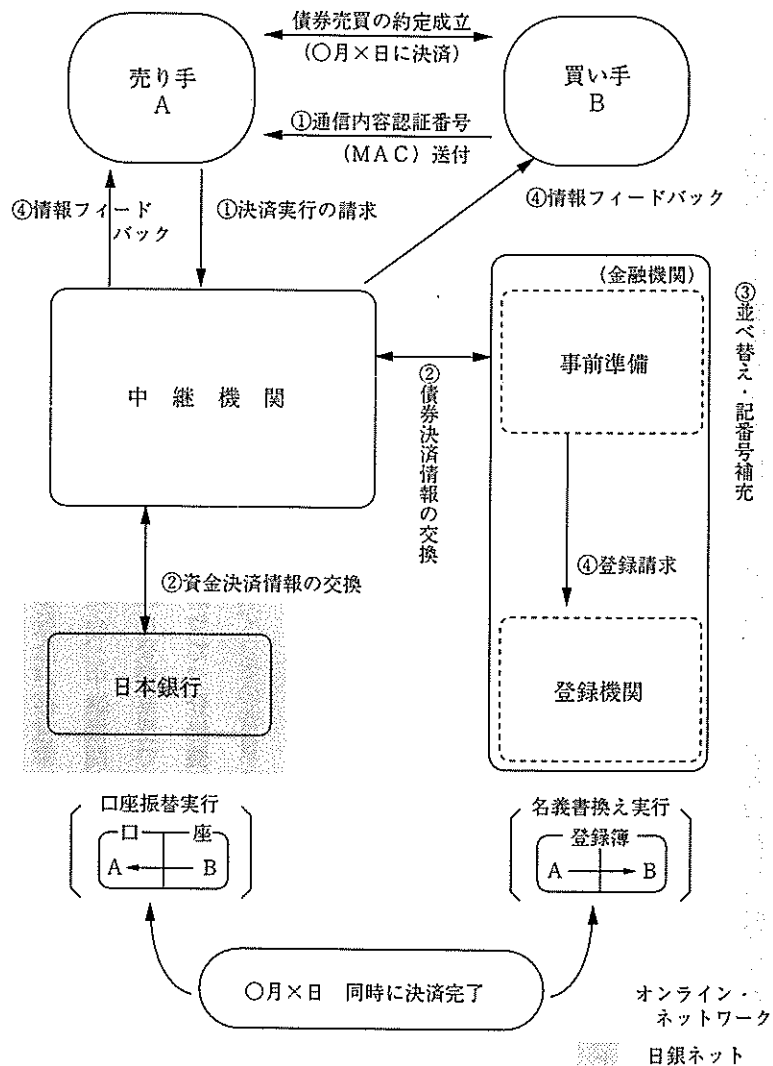
いる。とくに、二月の会合で蠟山座長が「公社債流通制度の改革案作成の原則」（いわゆる「蠟山五原則」）を示したことによって、いくつかの合意事項が成立した。

そして、五月二八日に同研究会は「社債受渡し・決済制度の改善に向けて」とする報告書を発表した。まずこの報告書では、受渡し・決済制度改善案の骨格は、決済の迅速化のために登録済証を廃止した上で、取引当事者と登録機関を結ぶオンライン・ネットワークを構築し、そのためのネットワーク運営法人（中継機関）を創設するというものであり、さらにこのネットワークを日銀ネット（営業系）に接続することによりDVPが実現され、売買から決済までの時間の短縮化によりローリング決済も可能となるというものであるということが確認された後、移転登録請求の並べ替えについては、ネットワークの中で取引当事者に代わって行われるものとしている。

具体的には、まず決済実行の請求はオンラインによってなされ、取引当事者が約定後、取引情報をネットワークの端末に入力する。次に、中継機関はその情報が取引当事者からの指示であることを確認し、債券決済に関する情報と資金決済に関する情報とに振り分け、債券決済情報は請求の並べ替え作業を行なう機関に、また資金決済情報は日本銀行に送られる。そして第三に、請求の並べ替えなどの事前作業は一般的には登録簿を保有している金融機関によって行われる。最後に、債券決済と資金決済は同時に行なわれる。つまり、特定決済日に係る決済の予定は予め中継機関から当事者に連絡され、決済当日には、債券、資金の必要残高がそれぞれ存在し、決済可能であることを登録機関と日本銀行が確認し、正式な移転登録請求と日本銀行内の当座預金口座上の振替が同時に実行される（第1図参照）。

ここでの手続きでは、かねて懸案であった請求順序の並べ替えなどの事前作業は、登録機関たる金融機関で行なわれるものとされており、この点前述の富士銀行案に沿ったものとなっている。このような形で決着した理由

第1図 改善案での債券・資金決済の流れ



(出所) 社債受渡し、決済制度研究会「社債受渡し・決済制度の改善に向けて、『金融』、1996年7月所収、13ページ、参照。

として次の二点が指摘できる。まず第一に技術的な問題として移転登録請求が紙ベースで直接登録機関に持ち込まれた場合、オンライン・ネットワークで稼働する中継機関はこれを扱うことができず、紙ベースでの登録請求データの提供を受けないとスムーズな名義移転が行えなくなる懸念が存在することがあげられる。次に法律的な問題としては、今回の改革案は法改正を抜きに行われたため、中継機関は法的に根拠づけられたものではない。しかし、移転請求の並べ替えは、社債等登録法に規定された登録業務でないにしても、いわば登録簿で名義変更する前の仮の登録簿作成作業という見方もできる。したがって、登録機関である銀行側はこれを譲れなかったという点である。そして、証券界もこれに妥協したわけだが、その背景として、第一に現在「証書」ないし「預かり証」によって維持されている仕組みは、将来的に流通市場が活発化した場合、あるいは市場参加者が増加して決済リスクが拡大した場合、維持しがたくなるという認識があったこと、第二に現状でも事前サービスは手数料なしで証券会社によって行われており、コスト要因となっていないことがあげられ、特に回転売買がなされた場合、請求順序の並べ替えは相当な手間を要するものと思われる。したがって、証券会社のサービスの一環としてではなく、第三者機関等で制度的にこれを行なうてほしいという要請は存在しており、それゆえに中継機関にこれを担当させる案が打ち出されていたと考えられる。その意味で事前サービスの提供を改革案に盛り込むことは合意事項であったと思われるが、これを登録機関が行うことについてはかなりの反発があったと思われる。なぜならば、並べ替えの過程で、証券会社自体をも含む取引当事者の売買手口やポジションが明らかになるからである。そして、これを銀行である登録機関に曝すことには、強い拒否感があったと思われる。しかし、それにもかかわらず、この案を拒否できず妥協することになったのは、この拒否感を声高に主張できないという面があったためと思われる。つまり、登録機関は社債等登録法で規定されているように準公務員であり、守秘義務などの

の点で公務員と同じ義務（いわゆる「みなし公務員」規定）を有するものとなっている。そして、この義務のもとで登録業務は行なわれているが、他方事前サービスは社債等登録法上の登録業務ではなく、銀行がこれを行なう場合には、元利払いサービスなどと同様に付随業務とされる可能性が強い。つまり、法的にみて「みなし公務員」規定が適用されず、それゆえに守秘義務の遵守などが保たれないのではないかという懸念が生じたものと思われる。しかし、この点を厳格にするためには、社債等登録法の改正が必要になり、議論が振り出しに戻る可能性が出てくるため、そこまでは証券界としても言及できず、結果的にこの案に妥協せざるを得なかったと思われる。

そこで、並べ替え作業が社債等登録法令に基づくものではなく、あくまでも取引当事者の契約でなされ、かつ多数の金融機関において行なわれるものであるから、作業の均質性を確保し、利益相反の可能性を排除するために、決められた時間内に作業を完了することなどの一定のサービス水準の確保を図ることや、並べ替えが恣意的にならないための手続きが必要であること、また金融機関がこの並べ替えを行なえない場合や所定の水準のサービスを提供できないときは、ユーザーの意向で中継機関がこれを行なうことも考えられることが改革案に注記され、その上後述するように今回の改革が最終的・固定的なものではなく、証券界が主張していた振替決済制度に将来的に移行する可能性を示唆する文言が加えられ、決着を見たものと思われる。

以下、同報告書の記述を見ていくと、ローリング決済に関しては、現在の一〇日決済（すなわち毎月一〇日、二〇日、三〇日に決済する方式）からできるだけ早急に、約定日から三営業日後に決済を行なう「T+3」方式に移行することも目標として盛り込まれている。

次に、中継機関については、まず①入力内容の確認や決済情報の振り分けを行なうが、加えてネットワークの

運営主体としてネットワークが円滑に機能するための役割も負うこと、②当初のネットワークの構築に際して、中継機関が中心となってシステムの開発や事務手続きを行なっていくこと、さらに、ネットワークの今後の発展についても、中継機関に何らかの場を設けて検討、決定していくこと、③中継機関の形態として、決済の中核となり、かつ中立的な立場を維持するという観点から、広く関係者の出資を仰ぎ、株式会社として設立すること、④中継機関の運営費用は、基本的に利用者から徴収する料金をもつて賄うこと、ただし、今後はネットワークの徴収する利用料金と登録機関の徴収する登録料の合計が登録の直接のコストとなるので、料金体系の設定については総体として適切な水準に設定されるべきであること、などが指摘されたうえで、「将来的な姿」として、市場のニーズや出資者との合意の下に、中継機関を振替決済機関とすることも検討しうるとしている。つまり、投資家のニーズがあり、かつ登録機関である銀行の合意が得られれば、証券界の当初の目標である振替決済制度にも導入の可能性があることを示唆しているわけである。

最後に、ネットワークの利用に関して、①その利用は自由意志に基づくことが適当であるが、多数の参加があつて初めて機能が十分発揮するので、ネットワークにできるだけ多くの参加が得られるように工夫すること、②登録率が高く流動性の高い公募債などを扱う登録機関はすべてネットワークに接続し、このような債券がすべてネットワークを通じた登録処理可能となること、③ネットワークによらずに登録請求が行なわれる場合でも、少なくとも記番号の補充および並べ替えのサービス提供までを行なうことが適当であること、などが指摘された。

今後のスケジュールとして、設立準備委員会が設置され、一九九七年中にはオンライン・ネットワークの稼動が期待されるものとしており、現在この案に沿つて、同委員会が具体的な作業を行なっているが、そこではローリング決済については九八年初から移行する見通しといわれ、また中継機関自体も九六年一月を目途に設立さ

れる予定といわれている⁽⁵⁾。しかし、今後は中継機関の出資比率など資金負担が課題として残されている。当初費用は一〇億から二〇億円程度であるため一社当たりの費用負担は大きくないものの、これが今後の運営コストの負担比率に反映するといわれ、一時的な支出でないとする⁽⁶⁾と出資比率の問題は難航する可能性もあるといわれている⁽⁶⁾。

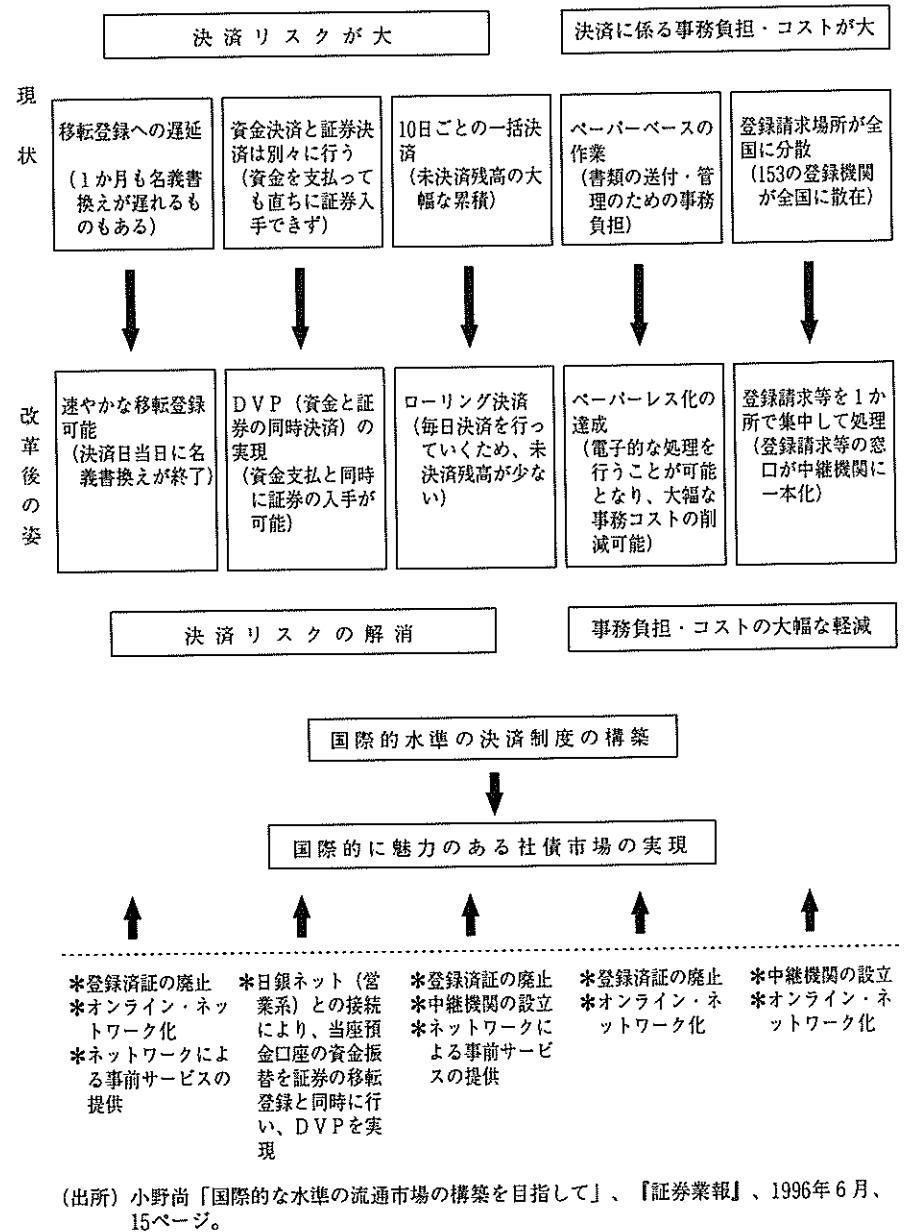
いずれにせよ、この案にそつて受渡し・決済制度改革が始動し、これによつて決済リスクの解消が図られる同時に、決済にともなう事務負担やコストの大幅な軽減が図られ、国際的水準の決済制度が構築され、国際的にみても魅力のある社債市場となっていくことが展望されると評価されている⁽⁷⁾。しかし、社債流通市場が活性化するかどうかは、投資家のニーズによるものであり、決済システムの改善が全てではないが、その点はひとまず置くとして、次に決済システムにおけるリスクの排除という観点から国際的な課題となっているDVPについてみてみよう。

〈DVPの定義と問題点〉

まず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、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、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の土台となったわけである。

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によつて生じるリスクが顕在化して

第2図 社債受渡し・決済制度改革後の姿



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) などの関係のもとに作成したのが、この勧告であった。

この勧告は、次の九項目についてなされている。すなわち、①取引当事者同志による取引内容の照合をT+1 (約定日の翌日) までに完了させる (勧告1)、②証券業者が投資家等に対して取引内容の照合をT+1 (勧告2)、③証券の無券面化と証券集中保管機構の実現を推進する (勧告3)、④取引の清算をネットイングによって行うことが、リスクの減少と効率性の向上の面で適切かどうか検討し、適切な場合はそれを実施する (勧告4)、⑤決済はDVPによる (勧告5)、⑥支払いは即時現金化可能な手段である (勧告6)、⑦ローリング決済を採用し、T+3で決済する (勧告7)、⑧証券貸借の促進によって決済不能を回避する (勧告8)、⑨クロスボーダー取引のための銘柄コードや取引の指示の統一を行う (勧告9)、であり、それぞれが実施期日を付して掲げられている (第1表参照)。

この九項目にわたる勧告の実現状況は、日本の場合、一九九五年時点で一般債では九勧告中すべてが未達成であり、国際的な水準に程遠いといわれる所以となっている。また、日本以外の多くの国では二年以内に達成が予定されている項目も多く、その点でも日本の立ち後れが指摘されている (第2表参照)。

また、検討課題とされた勧告4のネットイングについては、現在のところ時点ネット決済が一般的であるといわれている。しかし、これでは参加者のデフォルト・リスクが存在し、そこで即時グロス決済 (Real Time Gross Settlements) 案の主張が高まっている¹⁰⁾。しかし、確かに即時グロス決済はデフォルト・リスクの縮小につながるものの、決済資金を全額手当するため、不効率であることは否めず、いわば安全性か、効

第2表 G30勧告順守状況¹⁾

	未達成 項目数		勧告1 (両側 照合)	勧告2 (片側 照合)	勧告3 (CSD)	勧告4 (ネット ティング)	勧告5 (DVP)	勧告6 (即日 資金)	勧告7 (ローリング セトルメント T+3)	勧告8 (証券 貸借)	勧告9 (ISO 標準)
		2年後									
ドイツ	0	0	○	○	○	○	○	○	○	○	○
アルゼンチン	1	1	○	○	○	○	○	○	○	○	○
オーストラリア	1	1	○	○	○ ²⁾	○	○	○	△	○	○
ブラジル	1	1	○	○	○	○	○	×	○	○	○
カナダ	1	0	○	○	○	○	○	△→○	○	○	○
フランス	1	0	○	○	○	○	○	○	○	○	△→○
インドネシア	1	1	○	○	○	○	○	○	×	○	○
オランダ	1	1	○	×	○	○	○	○	○	○	○
ノルウェー	1	1	○	○	○	○	○	○	○	○	×
ポルトガル	1	0	○	○	○	○	○	○	△→○	○	○
スウェーデン	1	1	○	×	○	○	○	○	○	○	○
スイス	1	1	○	×	○	○ ³⁾	○	○	○	○	○
タイ	1	1	○	○	○	○	○	○	○	○	○
アメリカ	1	0	○	○	○	○	○	△→○	○	○	○
オーストリア	2	2	○	×	○	○	○	○	×	○	○
ギリシャ	2	2	○	△	○	○	○	○	○	△	○
韓国	2	1	○	○	○	○	○	○	○	△	△→○
メキシコ	2	2	○	○	○	△	×	○	○	○	○
シンガポール	2	2	○	○	○	○	○	○	△	△	○
スペイン	2	1	○	×	○	○	○	○	△→○	○	○
台湾	2	1	○	○	○	○	○	○	○	△	△→○
トルコ	2	2	○	△	○	○	○	○	○	○	△
ベルギー	3	3	○	○	○	○	○	△	△	○	×
デンマーク	3	1	○	○	○	○	○	△→○	○	×	△→○
フィンランド	3	2	○	△	○ ²⁾	○	○	○	△→○	○	○
香港	3	0	○	○	○	○	△→○	△→○	○	○	△→○
ハンガリー	3	3	○	×	○	○	○	○	×	○	○
イタリア	3	2	○	△	○	○	○	○	×	○	△→○
日本(株)	3	3	○	×	○	○	○	×	○	○	×
日本(国債)	3	3	○	×	○	○	○	○	△	○	×
ニュージーランド	4	2	○	△→○	○ ²⁾	○	△→○	○	×	△→○	○
ポーランド	4	1	○	△→○	○	△→○	×	○	○	△→○	○
イギリス	4	0	○	○	△→○	△→○ ³⁾	△→○	○	△→○	○	○
南アフリカ	5	1	○	△→○	○	○	○	○	△	△	△→○
インド	7	7	○	×	△	○	△	△	△	△	△
日本(一般債)	9	9	×	×	×	×	×	×	×	×	×
達成度(36ケース中)			35	19	33	32	29	27	23	25	21

(注) 1. ○は達成(部分的達成を含む場合がある)、△→○は96~97年中に達成予定。△は計画
中。×は未達成で現状計画なし。ISSA(1995)を基に、その後の状況や筆者の判断を踏
まえ修正している。
2. オーストラリア、フィンランド、ニュージーランドでは、他国で一般的な形のCSDは存
在しないが、同等の機能がシステムの提供されているため○とした。
3. スイスの制度及びイギリスで導入予定の制度はネットティングではないが、同等ないしそ
れ以上に効率的なグロスセトルメントであるため○とした。
(資料) ISSA Country Reports and Review of the G30 Recommendations, Spring 1995及び
各種資料より野村総合研究所作成。
(出所) 淵田康之「証券決済制度の在り方について」、『財界観測』、1996年2月、78ページ。

第1表 G30勧告一覧

- 勧告1: 1990年迄に、直接市場参加者(ブローカー、ブローカー・ディーラー及びそ
の他の取引所会員)間の全ての約定照合(comparisons)は、T+1(約定
日の翌日)迄に完了させること。
- 勧告2: 1992年迄に市場の間接参加者(機関投資家とか、非会員業者)は、約定内容
についての確認作業(affirmation)を行う約定照合システムの参加者にな
ること。
- 勧告3: 1992年迄に、各国は効率的な十分整備された証券集中保管機構を実現し、関
係者を出来るだけ広汎(直接的又は間接的に)参加させることを組織的、制
度的に進めること。
- 勧告4: 各国はその市場取引高と市場参加状況について研究を行ってネット清算シ
ステム(trade netting system)がリスクを減少させ効率を増進させ得るか判
断すること。もし、ネット清算システムが適切な場合は、1992年迄に実施さ
れること。
- 勧告5: アゲンスト決済(DVP)をすべての証券取引の決済方法として採用するこ
と。DVPは1992年迄に実行すること。
- 勧告6: 証券取引決済及び証券のポートフォリオ管理に係わる金銭決済は全商品及び
全市場を通じて即日ファンド(same day funds)により行うこと。
- 勧告7: ローリング・セトルメント方式をすべての市場で採用し、最終決済日は1992
年迄にT+3にすること。また1992年迄のT+3決済実施をさまたげない限
り中間目標として遅くとも1990年迄にはT+5にまでもっていくこと。
- 勧告8: 証券の貸借は、約定の決済を容易にする為の手段として促進されること。証
券の貸付を禁止している規制及び税制上の障害は1990年迄に排除されるこ
と。
- 勧告9: 各国はISO(国際標準化機構)により開発された標準証券メッセージ[I
SO標準7775]を採用すること。特に、少なくとも国際取引については、I
SO標準6166に基づくISIN銘柄コードを採用すること。また、これらの
標準化は世界的に1992年迄に行われること。

出所: グループ・オブ・サーティ『世界の証券市場における決済システム』、(財)資本市場研究
会、1989年。

率性かという新たな問題を生じさせた。また、実際上一件当りの支払金額が大きくなることによって、取引そのものがフェイルするリスクも生じることとなった。したがって、やはり即時グロス決済を全面的に導入するには困難があり、ネットインクせざるを得ないが、デイフォールト・リスクの縮小のための対策も必要となった。そこでBISインターバンク・ネットインク・スキーム検討委員会は、一九九〇年いわゆる「ランファルシー報告書」を発表し、ネットインクを行なう際の基準を次のように提起した。すなわち、①ネットインク・システムが確固たる法的根拠を有すること、②ネットインク・プロセスでの金融リスク（信用リスク・流動性リスク）についての参加者の理解があること、③マルチラテラル・ネットインクでは信用リスクと流動性リスクについての明確な管理方法があること（責任の特定化、リスクの上限など）、④ネット負債額が最大の参加者に決済不能が生じた場合にも、決済を結了できること、⑤マルチラテラル・ネットインク・システムは公正な参加基準を有すること、⁽¹¹⁾などであり、この基準は各国内の資金決済システムにおいて急速に採用されているといわれている。

そして、DVPについてみると、このG-30勧告ではDVPが厳密に定義されておらず、DVPのあり方によつてはプリンシパル・リスク（売手のデフォールトによつ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がなされるようになった。したがって、BISの支払・決済委員会のDVP小委員会は、DVP実現のメカニズムについて、またそのメカニズムの設計と運営が金融リスクに与える影響について認識を深めるために、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。⁽¹²⁾ それによれば、DVPには三つのモデルがある。まず①証券と資金を取引ごとに即時グロス・ベースで決済するシステム（グロス・ベース型）、次に②証券については、決済システムの稼動時間中を通じて即時グロス・ベースで売り手から

買い手へのファイナルな引渡しを行なう一方、資金については、稼動時間の終りに買い手から売り手へのファイナルな支払いをネット・ベースで行なうシステム（グロス・ベース型）、最後に③証券も資金もいずれもネット・ベースで決済するシステム（ネット・ベース型）、である。

まず、モデル1では、プリンシパル・リスクが除去できるが、その反面フェイルの可能性が高まる。したがって、フェイルの発生を回避しながら、参加者が決済に必要な資金を最小にしようとすると、参加者に信用を供与することになるが、そうすると他のリスク（参加者の破綻によるデフォールト・リスク）が生じることになる。そして、この信用供与が無担保でなされた場合、プリンシパル・リスクと同じ大きさの信用リスクが生じ得る。

次に、モデル2では、証券は即時グロス・ベースで売り手から買い手へと引き渡されるから、売り手の側にはプリンシパル・リスクが残される。ただし、たいいていの場合、このモデルでは売り手は銀行による支払保証を受けており、この保証人は買い手の証券に先取特権を設定している。しかし、この場合は、保証人が信用リスクに曝されることになり、保証人である銀行の破綻は、プリンシパル・リスクを含む信用リスクや流動性リスクの要因となる。したがって、買い手の銀行が高い信用度をもっていれば、売り手はプリンシパル・リスクを無視できるが、そうでないならばこれを除去する必要がある。

最後に、モデル3では、プリンシパル・リスクは除去できるが、信用リスクが残る。そして、たとえそのような大きなリスクに曝すことが避けられるとしても、ある市場参加者が破綻すると、他の市場参加者には、決済を再実行するためのコストを負担するというリスクや流動性リスクがかかってくる。

以上のようなどのモデルを用いても何らかのリスクが残るといふ結果となった。そこで、一九九五年国際証券管理者会議（ISSA）は、G-30勧告の修正を行ない、DVPについては、上記のモデル1を最適として採

用したが、このことは今日即時グロス決済が広く取り上げられるようになったことを反映しているといえる。したがって、この修正勧告では、DVPは「証券と現金が同時的 (simultaneous)」、最終的 (Final)、取消不可 (irrevocable)、かつ即時に利用可能な形で (immediately available) 交換されること」と定義されており、今後もこの方向で議論が進展していくのとも思われる。

ところで、日本の社債受渡し・決済制度では、前章でみたように、単に移転登録に時間がかかるばかりではなく、「証書」や「預かり証」といった、法的根拠をもたず、業者間ないし業者・顧客間信用のみを基礎とする文書が未だに受渡し・決済に利用されている。したがって、今回の社債受渡し・決済制度改革でDVPが導入されることとなったことは、リスクの軽減という面で大きな進展といえる。

先の研究会でも、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検討がなされているものと思われるが、現時点では明確な結論は出ていない。したがって、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のかについて、国際的な議論に照らし合わせながら考察する必要があると考えられる。ただし、今の段階でいえることは、日本の場合、DVPを導入しようとする目から即時グロス決済にはならないのではないかと思われることである。その理由として、まず証券の受渡しについては、そもそもネットティングをしようにも米国のNSCC (National Securities Clearing Corporation) のような集中的な清算機関が日本に存在せず、ネットティングを行なおうとすると、このような清算機関を設立しなければならず、相当なインフラ投資が要求されることがあげられる。そして、仮にこのような清算機関を設立したとしても、同一の銘柄の社債が売買される頻度は限られており、ネットティングに見合うほどの売買があるかどうか疑わしく、清算機関の設立・運営コストに見合った利用は見込まれにくいと考えられる。したがって、

グロス・ベースで決済されるものと予想される。他方、資金決済については、日銀ネットに接続されることは改善案に明記されているが、グロス・ベースかネットティングがおこなわれるのかという点は明らかになっていない。ただし、国債の多くが時点ネット決済されていることから、また早期に実現させるといふ要請からも、なんらかの形でネットティングがなされるものと予想される。

以上のことから、今回の改革ではBIS報告書でいう、モデル2 (グロス・ネット型) が採用され、即時グロス決済にはならないという予想が成り立つが、この点に関してはいずれ研究会の結論を待って検討したい。

〔注〕

(1) 拙稿「社債登録制度と流通市場」、『証研レポート』、一九九六年三月、および「社債決済制度改革論議の現状と方向性」、『証研レポート』、一九九六年四月、参照。

(2) 同報告書では「中継機関の将来的な姿」として、「中継機関を振替決済機関とすること等も検討しえる」としている。

(3) そのための費用は、同研究会のタスクフォースの調査によれば、一〇〜二〇億円と見込まれるという。

(4) 『日本経済新聞』、一九九六年九月六日、参照。

(5) 「社債決済のオンライン化」、『日経公社債情報』、一九九六年九月九日、六ページ、参照。

(6) 『日本経済新聞』、一九九六年八月二日、参照。

(7) 小野尚「国際的な水準の流通市場の構築を目指して」、『証券業報』、一九九六年六月、一二二ページ、参照。

(8) グループ・オブ・サーティ「世界の証券市場における決済システム」、資本市場研究会、一九八九年五月、参照。

(9) 淵田康之「証券決済制度の在り方について」、『財界観測』、一九九六年二月、七七〜七九ページ、参照。

- (10) 例えば、「市場関係者はRTGSの利用を拡大すべきだ」、「金融財政事情」、一九九六年三月一日、参照。
- (11) 「資料 決済システムを巡る海外の動き」、「日本銀行月報」、一九九五年一〇月、一一ページ、参照。
- (12) BIS, *Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems*, September 1992, pp.4-5.

(松尾)