

## イギリスの決済機関〈TAURUS〉の失敗

福本 葵

### 1 はじめに

EUの統合以来、ヨーロッパにおける取引所の統合が盛んに発表されている。パリ証券取引所、ブリュッセル証券取引所、アムステルダム証券取引所の三つの取引所は、二〇〇〇年三月二〇日、統合を発表した。これに対し、同年五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所も統合計画を発表した。

このような取引所の統合を背景に、各国の決済機関も続々と再編の発表を行っている。取引のインフラストラクチャーである決済機関の合併動向は、概して取引所の合併の動きに関係しているが、必ずしも同じ動きをしている訳ではない。同一国内において、証券預託機関と清算機関がそれぞれ単独の動きをするケースもある。また、主にクロスボーダーな債券取引の決済機関であるユーロクリアやセデルの勢力も各国の株式の決済機関を巻き込んで、更に複雑なものとなっている。

なぜ、証券、特に株式の決済はこのような複雑さを呈しているのだろうか。株式の決済は、国債、社債といった債券とどのように異なるのか。株式と債券の差異が複雑さに影響を与えているのではないか。

本稿では、イギリスの振替決済制度として計画されたTAURUSの失敗、その後のCRESTとの比較によって、株式の決済の特異性を考える。TAURUSが失敗した原因はどこにあるか。

## 2 T A L I S M A N

T A U R U S の失敗を探る前に、それまでに行われていた決済制度である T A L I S M A N の概要とその問題点について見ることにする。

T A L I S M A N は一九七九年に稼動した。それ以前は、ブローカーは注文書を互いのオフィスに持ち込んで、何百もの売買取引をつき合わせる手作業による決済を行っていた。

T A L I S M A N の決済方式は、アカウント方式である。アカウント方式とは、一定期間の清算期間を定め、その間、証券会社は自由に反対売買を繰り返すことができる。T A L I S M A N では、この清算期間を二週間とし、この二週間分の取引を、最終売買日から起算して六営業日目にまとめて決済するものであった。T A L I S M A N の決済は、それまでのものと比較して、資金やコストを削減した。しかし、T A L I S M A N のアカウント方式では、清算期間の初日に購入した者には、決済が確定するまで三週間以上もかかることになる。この間に相手方が倒産し、受渡を行うことができなくなるリスク、信用リスクが増大する。

また、T A L I S M A N の行う決済では、現物の株券と小切手が必要であった。証券の受渡には、証券取引所の子会社である S E P O N が仲介した。S E P O N は T A L I S M A N の内部に口座を設けており、所有権は、売り方から S E P O N、S E P O N から買い方と順次、移転した。買い方は売買代金を小切手で T A L I S M A N に支払うものであった。

## 3 T A U R U S

T A L I S M A N の決済には、場合によっては三週間以上の時間がかかった。また、未決済残高が積みあがる

事態が発生した。決済に時間がかかることは、決済リスクを増大させる。また、証券の券面の受渡や小切手の移転を伴うため、盗難、紛失のリスクを伴う上に、事務手続きのコストも高いものとなる。それまでも、決済の効率化は、イギリス証券市場の課題であったが、一九八七年の株価暴落とそれに続く未決済残高の積み上げは、当時行われていたペーパーベースの決済を効率的なものに変える必要があることを示した。この時、未決済契約はほぼ一〇〇件、価格にして一三四億ポンドに上ると言われている<sup>(1)</sup>。

決済制度の改革は、国内だけでなく、G 30 (the Group of Thirty 正式には、the Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporated) を代表とする国際的な動きであった。G 30 は、国際経済、金融問題の理解を深めること、公共、民間部門の決定事項に関する国際的な反響を深めること及び、政策決定者が利用可能な選択肢を調査することを目的とし、この目標に向かってメンバーで討議している民間のグループである。G 30 では、一九八九年に九つの勧告「世界の証券市場における清算と決済システム」を発表している。G 30 は勧告七で、取引から決済にかかる時間を少なくとも T 十三にまで短縮するべきであると述べていた。

T A L I S M A N の問題点を解決するために、一九八六年 T A U R U S (Transfer and Automated Registration of Uncertificated Stock) の開発が開始された。G 30 の勧告する T 十三への短縮はそれまで行われていたペーパーベースのアカウント決済を行っていたのでは、実行不可能であった。T 十三を実現するためには、ペーパーレスのローリング決済を行えるシステムの誕生が不可欠であった。

T A U R U S 設立計画の当初は、三年間の開発期間で六〇〇万ポンドを投じるものであり、これによってサイトの一、七〇〇の業務の廃止、取引コストの七〇%の削減が見込まれていた<sup>(2)</sup>。T A U R U S は、証券集中保管機関に株券を集中し、この中に、証券会社、銀行、発行会社の口座を設ける、株式の移転は口座間の振替による、

とするものであった。

また、TAURUSがその主要なコンセプトとする証券の不発行を法律上、問題のないものとするためには、ペーパーレスの証券が適法な証券であるとするための法改正が必要であった。証券の不発行はそれまでの証券の券面をコンピュータのデータで代替するものである。一九八九年会社法二〇七条の下 (The Secretary of State may make provision for enabling title to securities to be endorsed and transferred without a written instrument) 新たな規則を作る必要があった。<sup>(3)</sup> TAURUSの規則によって、これまでの会社と株主の基本的な所有関係に変化は生じない。TAURUSは、会社の株主名簿の管理者として、これら二者の関係に関与することとなる。

ペーパーレスのローリング決済を達成することを目的としたTAURUSはこのような形での運営が予定されていた。TAURUSの稼働開始は、当初、一九九一年一〇月が予定されていた。しかし、様々な理由により、順々に延期が発表される。その間も開発コストは、当初の予定から大きく膨らんでゆく。TAURUSの操業開始が遅れたのは、一つには、その後の取引が一九八七年のクラッシュのレベルにまでは、至らず、TAURUSがそれほど喫緊なものではなくなったことが挙げられている。SGウォーバークの最高責任者、Lord Cairnsのように、方々で、この遅延やTAURUSの計画について、公式に抗議する場面が見られた。必要のないコストをかけ、稼働を送らせていると批判している。また、マークスアンドスペンサー社はTAURUSへの参加を株主総会に諮ることを見送っている。当初、これらの批判に対して、証券取引所のピーター・ローリンズは、弁明を述べている。一九九二年六月の時点では、一九九三年二月をTAURUSが稼働できる予定日としてしていると反撃している。<sup>(4)</sup>

しかしながら、ロンドン証券取引所は一九九三年三月二日、TAURUSの中止を発表した。計画には、五

年以上の歳月と八、〇〇〇万ポンドの費用を費やしていた。また、市場関係者は四億ポンドの費用をかけて株式券面廃止に備えていたといわれている。<sup>(5)</sup> 長い歳月と莫大な費用をかけたTAURUSは何故に失敗に終わったのであろうか。

#### 4 TAURUS失敗の原因

一九九三年三月、TAURUSのシステムの中止が発表され、この責任をとって、ロンドン証券取引所のピーター・ローリンズ理事長が辞任する。

莫大な費用と時間を費やしたTAURUSのシステムについては、計画が頓挫した当初から様々な失敗原因が挙げられていた。取引所と市場関係者との政治的な原因や決済業務自体を軽視していたそれまでの慣習等も失敗の一因であったといわれている。

しかし、失敗の最大の原因は、TAURUSのシステムを利用することを強制したことであるというのが多数みられる。TAURUSは、株券の不発行化を法律で強制することを予定していた。不発行を実行するために、多くの個人投資家を顧客にもつ小口ブローカーや名義書換代理人の詳細なニーズを汲み取らなければならなかった。これらのニーズを一つ一つシステムに組みこませる方法は、システムに過大な負荷をかけることになった。

証券の不発行化 (dematerialization) は、振替決済制度の最も合理的で、理想的な形態である。しかし、制度の導入には多くの利害関係者が存在し、それぞれが制度のメリットを等しく享受することができるとは言い難い。アメリカにおいては、決済期間がT十三に短縮される際、SIAに、個人投資家から多くの意見、クレームが寄せられた。同様に券面の廃止については、小規模で取引の回数が少ない投資家にとって、証券会社や機関投資家

ほどシステム導入のメリットが大きくはないと考えられている。従って、CRESTの導入当時、個人投資家は従来通り券面の受渡を続けることを希望するであろうことが予想されている。

また、株式という証券の特殊性も不発行化強制を困難にする要因の一つであろう。債券取引の場合、ICSD (International Central Securities Depository) のセデルやユーロクリアでは、不発行化が徹底されている。アメリカにおいてもBOEI (Book Entry Only) 債という、総発行数に当たたる大券を一枚だけ発行し、これをCSDに預託する方法が広く行われている。個別投資家は債券の共有持分権を有する。この場合、投資者は、自らの持分権分の券面の発行を請求することはできない。大券で預託されたものを小口に分割して、券面を発行することは認められていない。このように、債券の場合、比較的容易に券面の不発行化が行われている。ところが、株式の場合、券面の不発行化が完全に行われているケースは多くない。フランスのSICOVMは一九八二年より不発行化を実行しているが、アメリカやイギリス、日本でも不発行化までは至らず、振替制度の下敷きとなるのは証券の不動化 (immobilization) である。株式に関して、証券の不発行化が困難なことには、いくつかの原因があると考えられる。株式の場合、証券の表象する権利の移転が、債券ほど明確、完全ではない。証券の表象する権利の一つである株主権を移転させるためには、株主名簿の書き換えを伴わなければならないことが挙げられる。このため、債券よりも取引の後に関係する利害関係人や事務が多くなっている。

券面を不発行とするためには、証券会社、売買当事者のみならず、名義書換代理人、発行会社のそれぞれの要求をシステムに組みこまなければならない。CSDは取引の移転を管理するだけでなく、株主名簿を管理する機能を持たなければならない。

T A U R U S が失敗に終わったもう一つの原因として、証券取引所がリーダーシップを取ったことが挙げられている。これは後に述べるCRESTのリーダーシップがバンクオフイングランドであったことに対比するものである。ロンドンのビッグバン以前、イギリスの証券市場に規正法や専門の規制機関がない中、バンクオフイングランドは強いリーダーシップを発揮しており、これが新制度導入を可能にしたというものである。<sup>(6)</sup>

## 5 C R E S T

ロンドン証券取引所がリーダーシップを取って開発を進めていたT A U R U S の失敗の後、一九九三年五月三日、バンクオフイングランドはCRESTと名づけられた証券決済のシステムを設立する計画を発表した。CRESTとは、Certificateless Register of Electronic Stock & share Transfersの略称である。計画では、当時T A L I S M A N の二週間アカウント決済であったものを、一九九四年七月までに十日間のローリング決済とすること、一九九六年までに証券の不発行化を行い、一九九七年までにリアルタイムクロスセトルメントを実行することが発表された。

T A U R U S の失敗を受けて、CRESTでは、システム参加を任意とした。CREST導入後の所有形態としては、四つの選択が採用可能になる。一つは従来通り、証券を券面で所有し、移転の際には物理的に券面を動かす方法である。二つ目にはCRESTの直接参加者となる方法、三つ目は、CRESTの間接参加者 (sponsored member) となる方法、最後は、CRESTのノミニーの顧客となる方法である。

CRESTの直接参加者となるのは、CRESTのセンターと接続している直接参加者自身のターミナルおよび決済銀行を持つことである。直接参加者は決済銀行を通じて、株式の売買の結果生じた資金の支払い受け取りを行う。

一方、間接参加者 (sponsored member) とは、証券会社や銀行 (sponsored agent) と専門的なオペレーションの契約を締結することによって、CRESTに参加する方法である。直接参加者も間接参加者もCRESTによって管理されている株主名簿上に名前が記載される。これは、物理的に株式の券面を持っている株主と同様である。

他国の国際的市場よりも長い決済期間を要していたイギリスの証券取引において、決済期間の短縮とローリング決済の導入は急務であり、これを実行するために、CRESTでは、制度導入の選択肢を残しておく必要があった。

## 6 おわりに

現在、ヨーロッパでは、取引所の統合とともに、決済機関統合の動きが盛んである。セドルやユーロクリアといった債券の国際的な取引の決済機関が各国内の株式取引の決済を中心とした決済機関を統合している。これら決済機関の統合の動きは、政治的な思惑も絡んで、非常に複雑なものとなっている。また、債券の決済機関に比べ、株式取引を扱う決済機関は、これまで、クロスボーダーな提携がなされてこなかった。この度の決済機関の統合も債券の決済機関が主導的な立場を取っている。

各国の株式を扱う決済機関の統合は何故、これまで円滑に行われてこなかったであろうか。一つは、発行会社の情報を入力することが、海外からでは十分でなかったことが挙げられる。債券では格付け機関による格付けがあり、これが海外からの投資判断材料になる。しかし、株式の場合は、投資判断の材料となる決算発表や新聞報道がこれまで国内中心であったことが挙げられよう。二つ目に、債券と株式の証券としての性格の違いがある。

債券は証券が表象する権利が証券の移転とともに、譲渡人から譲受人に譲渡される。しかし、株式はその移転が不完全である。証券の表象する権利の一部である株主権は譲渡と同時にない。株主名簿の名義書換を持ってしないと発行会社に対抗できない。更に、債券は発行会社の債権者であるが、株主は所有者である。コーポレイトガバナンスの問題を伴う。そして、これらを規定している法律は、その国の国内の法律である。このような株式の性質から株式のバックオフィスに関係する当事者の関係は債券に比べて複雑になっている。そしてこの複雑さが決済機関の統合を複雑にしているのではないかと思われる。

イギリスは現在、ヨーロッパにおける決済統合の第三番目の勢力となっている。しかし、イギリスの証券決済は、諸外国のレベルに比して、先駆的、効率的なシステムであるとは言いがたい。TAURUSの後に作られた現在のCRESTのシステムは、清算機能を有していない。また、決済期間の短縮も遅れている。TAURUSの失敗によって、イギリスの決済改革は、他国よりも遅れをとった。また、ヨーロッパにおける決済機関の統合も現状で取まる訳ではないようである。株式のクロスボーダー取引が増加する中で、各国の株式の決済機関がどのような体制を作り上げるか。決済改革は、各国の国内だけにとどまらず、国際的な課題となっていることは間違いない。

注

(1) ヘルガ・ドラモンド著 澤田芳郎、山口健一訳「プロジェクト迷走—ビッグバンヘトーラス—システムの悲劇—」

日科技連

(2) ヘルガ・ドラモンド著 前述。

- (3) "Waving hello to Crest", Law Society's Gazette, 29 June 1994
- (4) "Taurus: all bull?", New Law Journal, 26 June 1992, City Brief
- (5) ヘルガ・ドフモンド著 前述。
- (6) 栗原宏樹 解説「プロジェクト迷走す」内。

参考文献

- 1 栗原宏樹「英国の決済制度改革について―CRESTの概要を中心に―」『月刊資本市場』、一九九四年八月。
- 2 二上季代司「ビッグバン以降の英国取引所制度の改革」『証券アナリストジャーナル』一九九七年四月。

(ふくもと あおい・研究員)