

証券決済制度改革

～ 現行改革議論の整理 ～

福本 葵

1 はじめに

C P のペーパーレス化や国債決済の R T G S 化に代表されるように、ここ数年、日本においても決済改革の潮流が押し寄せている。このような潮流は、決済制度を重要とする認識から発生したものであり、優れた決済制度を具備する証券市場が国際的な市場間競争に打ち勝つことができるという解釈から発生したものである。しかし、こういった考え方は古くから見られるものではなかった。従来は、「株取引の興奮は取引とともに起こり、取引とともに終わる。決済は儲けにならない雑用とみられていた。」⁽¹⁾

決済が重要かつ確実に利益を生み出す業務であると考えられるようになったのには、二つの理由がある。そのうちのひとつが決済リスクの存在の認識であり、もうひとつが、各国証券市場のグローバル化、市場間競争である。

決済リスクはイギリスでは一九八七年の大暴落によって認識される。国際的に決済リスクの削減が必須であると認識されるのは、一九九五年ベアリングス社の事件の発生である。さらに、日本においては一九九七年の相次ぐ証券会社の破綻がその認識を深めることとなる。決済にはリスクが存在し、そのリスクによって金融システム自体も揺らぐことが周知となった。

もう一つ、決済の重要性が見直されるのは、取引のグローバル化によってである。通信技術の発達によって、金融取引はボーダーレス化し、取引の場は自国の証券市場に限定されなくなった。資金を調達したい企業、投資家の双方にとって海外の証券市場で取引することが可能となり、各国の市場間競争が始まった。投資家が市場を選択する際、フロントオフィスのみでなく、バックオフィスの利便性や安全性も重視される。国際市場間競争を打ち勝つ上で、優れた決済制度は必要不可欠となった。

2 決済制度に求められる性質

では、優れた決済制度とは何であろうか。それは安全性と効率性を兼ね備えた決済制度である。

安全な決済制度とはリスクの少ない決済制度である。決済には主に、信用リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク、システムミック・リスクがある。信用リスクには、元本リスクと置換コストリスクがある。現在、進行中である決済改革はこれらのリスクを削減する方向に進んでいる。証券と資金の同時受渡(DVP)は信用リスク、中でも元本リスクを削減するものである。また、T+1やT+0などの決済期間の短縮は信用リスクのうち、置換コストリスクを削減する。二〇〇一年より稼動している国債のRTGS化はシステムミック・リスクを遮断する方策である。

決済の効率性のためには、証券や手続き書類をペーパーレス化する動きが顕著である。証券のペーパーレス化は、今年四月、CPが他の証券の先鞭を切る。その他、効率化のための方策としては、決済機関の統合や清算機関の設立もあげられる。決済制度における重複投資を避け、参加者の担保の役割を果たす決済機関への拠出基金を最大限利用するために、複数ある決済機関を統一する動きが高まっている。

3 欧米の証券決済制度改革

現在進められている証券決済制度改革には、STP、DVP (Delivery versus Payment 証券と資金の同時受渡) 決済機関の統一、T+1への決済期間の短縮、証券のペーパーレス化、清算会社の設立などがあげられる。ここではまず、欧米の証券決済制度改革がどのように進められているか見てみよう。

(1) STP

STP (Straight-Through Processing) とは、これまでFAXや確認書類をやり取りして行われていた処理を取りやめ、デジタル化による一貫処理にして行うとする動き、つまり、手続き書類のペーパーレス化である。

欧米の証券決済STP化は一九九八年九月のGSTPA (Global Straight-Through Processing Association) 設立によって、本格的なものとなった。GSTPAはクロスボーダーでの証券決済期間の短縮化、効率化を図る目的で設立された機関である。GSTPAはブローカーディーラーであるメルリンチ、ゴールドマンサックス、インベストメントマネージャーであるフェデリティ、カストディアンであるステートストリートバンクなど、八〇を超える参加者によって構成されている。また、二〇〇〇年四月、アメリカの決済機関であるDTCCは情報ベンダーのThomson Financialと共同で、Omgeoという会社を設立し、STPのプロセスを顧客に提供している。STPを推し進める改革は主に、証券会社や機関投資家先行で行われている。STP化は、取引のシステム化、コンピューター化と密接な関係にある。このような一面は情報ベンダー会社にとっての大きなビジネスチャンスとして捉えられている。ブローカー、ディーラーや機関投資家にとっても、自社でSTPのシステムを開発、運営するよりは、アウトソースすることが効率的である。STP化はT+1を達成するためには不可欠な要素であ

るとなされている。情報技術の発展とともにより迅速で確実なSTP化が可能であり、その実現が望まれている。

(2) 決済機関の統一

アメリカにおける決済機関の統一

アメリカでは諸外国の証券市場に対し競争優位に立つためとして、一九九九年三月、持株会社DTCC (Depository Trust Clearing Corporation) の設立を発表した。DTCCはそれまで資本関係のなかったDTCC (Depository Trust Company) とNSCC (National Securities Clearing Corporation) とを子会社に持ち、これら二社の取締役会を統一し、単一の意味統一を図ることとした。⁽²⁾ SECは一九九九年九月二三日にDTCCの設立を承認した。またDTCCによるDTCCとNSCCの株式取得も一九九九年一月に終了し、DTCCが設立された。

ヨーロッパにおける決済機関の統一

ヨーロッパにおける決済機関の統一は、証券取引所の統合とも相俟って、複雑であり、発表される事実は刻々と変化する。従ってまだ固定的なものではないが、現状では以下の通りとなっている。

ヨーロッパにおける決済機関は現状ではいくつかに分かれている。一つはルクセンブルグに本社を持つ国際証券決済機関であったセデルがドイツ証券取引所のクリアリングハウスであるドイツ・ベルゼ・クリアリングと二〇〇〇年一月対等合併し、クリアストリームと名称を変えている。

一方、ベルギーのブリュッセルを拠点とするもう一つの国際証券決済機関であるユーロクリアはフランスのシ

コバムと合併している。また、パリ証券取引所、アムステルダム、ブリュッセルの証券取引所の三証券取引所の合併を背景に、ユーロクリアはオランダのCSDであるNeigefと合併する予定であり、現在、現物決済を行っているベルギーのCSDであるBXS CIKとは、CIKが証券の不発行化を達成した後、合併する計画を進めている。

(3) T + 1およびペーパーレス化

アメリカのT + 1

SIA (Securities Industry Association) はT + 1の達成時期を、二〇〇四年六月を目途とすることと発表していた。二〇〇一年一月二日、この日程を修正し、二〇〇五年六月とすることと延長した。⁽³⁾ これは九月に発生した同時多発テロの影響を受けたものと見られるが、SIAの発表はあくまで強気であり、実質的な計画の遅延ではないこと、これによって各会社はSTPのシステム導入を円滑に進められる時間を与えられたこと、テロの経験によって、手作業のプロセスの削減や小切手、証券の現物移転を極力なくす必要性があると認識し、さらにそれらを推し進めることなどを述べている。

SIAはアメリカにおけるT + 1への決済期間短縮化の主導的立場に立っており、運営委員会の下、T + 1関係の十七の小委員会が設置されている。SIAは機関投資家サイド、証券業者間 (Streetside)、個人投資家サイドの三つに分け、それぞれの側面において、問題点、改良点を洗い出し、決済の合理化へ向けての改革を行っている。証券業者間における決済とは証券会社から証券取引所、清算機関、決済機関といった機関の中での決済プロセスを指す。証券業者間の処理に関しては、T + 1への対応が進んでいるとされている。NYSEで取引され

た取引はそのほとんどがLock-in取引と言われ、既に照合が済んでいる状態で決済機関であるDTCCに送付されている。NYSEからDTCCへの情報はリアルタイムで行われているが、NASDAQやECNはバッチ処理によって行われているので、T+1に対応するためには、回数を増やし、リアルタイムでの情報提供に変更していかねばならない。これに対し、機関投資家サイドや個人投資家サイドの対応は業者間よりは遅れており、問題を含んでいる。機関投資家からブローカーへの情報伝達は、FAXや電話、書面でなされているものもある。また、個人投資家の中には物理的な券面を保有したいというニーズがあり、ペーパーレス化の妨げとなっている。アメリカにおいて、DTCCへの証券預託率はNYSEの80%以上、NASDAQの70%以上といわれている。日常的な取引においては券面が存在することの大きな支障にはなっていない。しかし、T+1を進めるに当たり、またT+0を視野に入れるに当たり、残りの券面の預託をすすめ、ペーパーレス化を図っていく必要があると認識されている。

また、個人投資家サイドにおける問題として、資金決済の支払手段があげられている。機関投資家や証券業者は、ブローカーや銀行に資金口座を保有しており、口座内の資金によって即日の支払が可能となっている。しかし、個人投資家の場合、その半数以上が小切手による決済を行っている。小切手はファイナリティーを持たないため、リスクがあり、T+1の決済システムには馴染まない。

4 日本の証券決済制度改革

次に、日本における証券決済制度改革を概観する。現在、日本においては、DVP化、RTGS化、証券のペーパーレス化、決済機関の統合、清算機関設立等の改革が進行中である。

(1) DVP

東証は株式のDVPを平成一三年五月一日決済分から実施している。また、平成一三年一月二六日から、保管振替機構における保管振替制度において、新たに転換社債券の取扱いが開始されることに伴い、東京証券取引所における売買の決済等に係る転換社債券の授受を同制度の口座振替により行うこととし、同時にDVP決済方式を導入した。

(2) RTGS化

システムック・リスクを削減するための、RTGSは二〇〇〇年一月より、国債決済に導入された。国債のRTGS化とは、それまで三時にネットイング決済していたものを、一件一件即時に行うように変更したものである。ネットイング決済は、決済に必要な証券や資金が必要最小限で済む一方で、システムック・リスクを包含する決済方法であった。⁽⁴⁾

(3) 証券のペーパーレス化

証券のペーパーレス化には、不動化(immobilization)と不発行化(dematernalization)とがある。現在、行われている株券の保管振替制度や大券化、不所持制度等は前者の不動化にあたる。日本の制度では、券面の存在を前提としており、株券の保管振替制度など、これまで行われてきたペーパーレス化は主に証券の不動化であった。しかしながら、T+1の実現のためには、券面の存在が妨げとなっており、発行の段階からのペーパーレス化である不発行化が望まれるようになった。そこで、「短期社債等の振替に関する法律案」が六月の通常国会において

て可決された。⁽⁵⁾ 施行は二〇〇二年の四月一日である。この法案はCP（コマーシャル・ペーパー）の不発行化を規定したものである。これによつて日本で初めての本格的な証券の不発行化が実現される運びとなつた。CPにおいても受寄機関が設けられ、そこでCPの保有および移転のデータが管理される。現状では、株式の預託機関である財団法人証券保管振替機関が受寄機関となるべく名乗りをあげている。CPのペーパーレス化法案では、受寄機関を株式会社とすることが明記されているため、本法案と同時に、財団法人証券保管振替機構を株式会社化する法案も通過し、制度の構築に備えている。

また、社債や株式においてもペーパーレス化が予定されている。社債に関しては、「社債の振り替えに関する法律案（仮称）」が来年の通常国会に提出され、二〇〇三年春までの施行が目指されている。これによつて、これまで銘柄ごとに分かれていた登録機関が廃止され、中央振替機関が設置される。中央振替機関では、顧客および参加者の名簿、口座を管理し、名義変更や決済を帳簿上で行つ。

また、昨年四月一八日、会社法制の大幅な見直しを内容とする商法等の一部を改正する法律案要項中間試案が、法務大臣の諮問機関である法制審議会会社法部会によつてまとめられた。この中の試案第六は、株券の不発効制度に関するものである。これは会社が定款に株券を発行しない旨を定めることにより、株券不発行制度を採用できるよつにすることを定めたものである。ここでは同時に株券を不発行とする会社についても振替決済制度を利用できるものとしており、振替決済制度を利用することによつて株式の譲渡が可能となる。

（４）決済機関の統合

現在、日本において決済機関といえるのは、国債の決済を行う日本銀行、社債の決済を行う株式会社債券決済

ネットワーク、および登録機関、株式の財団法人証券保管振替機構等である。日本においては後に記す清算機関は存在せず、その機能は証券取引所が担っている。また、CPに関しては決済機関が存在せず、金融機関がその役割を果たしてきた。

このように、日本の決済制度は証券によって様々であり、それぞれが独自の方法で決済してきた。これを統一的なものとして行こうという動きが見られる。CPはペーパーレス化に伴って、決済制度を大きく変化させる予定であり、預託振替機関となるべく、財団法人証券保管振替機構は株式会社化することとなっている。また、社債についても、現在は債券決済ネットワークが中継機関となっているが、これが十分機能していないという批判があり、二〇〇三年の施行に向けて、証券保管振替機構が預託登録機関となるべく名乗りをあげている。国債は日本銀行が伝統的に決済機関となっており今後変更の予定はない。

アメリカにおいては、多くの証券をDTCが取扱っており、FRBが国債を含めた政府債を取り扱っている。アメリカのDTCは基本的には、商品ごとにリスク管理の方法を代えてはいないが、CPに関してのみ他の証券とはことなるリスク管理を行っている。

(5) 清算機関の設立

日本においてもアメリカのNSCCのように清算機関を設立しようとする動きがある。清算機関設立の動きが最も進んでいるのは、国債の決済に關してである。アメリカにはGSCCという清算機関があり、これが政府債の清算機能を担っている。日本の国債のRTGS導入に伴って生じた弊害をGSCC類似の清算機関によって緩和しようという主旨である。

国債の決済においてのみならず、日本において清算機関を設立する意義は大きい。清算会社の主な業務は決済すべき取引をネットリングし、その際、取引主体各々のカウンターパーティとなることによって、取引主体に決済不履行リスクが及ばないようにするものであり、これは決済の効率性および安全性の向上、双方に資するものである。

5 証券決済改革についての会議

これまで概観してきた決済改革であるが、これらについて多くの場で話し合いが持たれている。CPのペーパーレス化に関する研究会など、既に業務を終え、終結してしまったものから、現在進行形のものまで様々である。

現在進行中のものとしては、まず、政府関連では、金融庁の金融審議会第一部会の中に、平成十二年六月に「二十一世紀に向けた証券決済システム改革について」の取りまとめを発表した「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」が、平成十三年一〇月三日、継続して設置され、話し合いが持たれている。協会関連では、日本証券業協会の中に、「証券受渡・決済制度改革懇談会」が設けられている。日本証券業協会は、その他にも「国債の清算機関等に関する勉強会」や「清算機関の統合に関する実務者検討会」を設け、個別のテーマについて検討している。海外における証券決済改革関連の話し合いは一九八九年のG30およびその修正を行ったISAを始め様々である。近年、BIS/CPSS 支払・決済システム委員会 (Committee on Payment and Settlement Systems) 以下、CPSS) やIOSCO証券監督者国際機構 (International Organization for Securities Commissions) が報告書を発表している。

6 まとめ

現在、国際的に証券決済制度改革が進められている。この潮流は、各国が決済制度を重視していることのあるからである。本稿では、決済制度が重要視されるに至った理由と具体的な決済制度改革について概観した。個々に、個別の当事者によって進められている決済制度改革がどのような意味を持つかについて整理した。これらの改革の多くは、その途中にある。発行会社や投資家にとって魅力ある証券市場となるためには、証券決済制度改革は不可欠であり、その成果が期待される。

注

- (1) ヘルガ・ドラモンド著 澤田芳郎、山口健二訳「プロジェクト迷走」、『日科技連』一九九九年、五七頁。
- (2) 拙稿「アメリカにおける決済機関統合の動き」、『証研レポート』No. 一五七四
- (3) http://www.sia.com/press/html/pr_tl_june05.htm/
- (4) 拙稿「動き出した国債のRTGS(1) 制度の概要」、『証研レポート』No. 一五九四
拙稿「動き出した国債のRTGS(2) 現状と問題点」、『証研レポート』No. 一五九五
拙稿「アメリカ政府債の清算機関GSCC」、『証研レポート』No. 一五九七
- (5) 拙稿「CPPのペーパーレス化(1) 日本発の不発行化(dematerialization)」、『証研レポート』No. 一五九八
拙稿「CPPのペーパーレス化(2)」、『証研レポート』No. 一六〇〇

(ふくもと あおい・研究員)