

社債決済制度改革と流通市場

松尾 順介

要 旨

国内的には、社債発行市場の改革が大幅に進展し、市場規模も拡大する反面、流通市場の改革は遅れ、売買高も低水準のままに推移しており、流通市場の改革が課題となってきているが、国際的には決済リスクが高まってきたことから、流通市場における決済リスク回避が関心を呼んでいる。

そこで、現在社債決済制度の見直しが大蔵省内の研究会で行われており、社債受渡の迅速化を図り、流通市場の活性化を促進することが図られている。しかし、現在の社債受渡し・決済制度の基本にあるのは、1942年に施行された社債等登録法などを根拠とする社債登録制度である。そして、この制度の目的は、社債保有を固定化し、流通市場で活発に売買されないようにすることであったため、債券売買に伴う名義変更手続きが複雑で、約定から名義書換えまでに時間がかかり過ぎるといった難点をもっている。そのため社債売買の活性化の障害となっているといわれている。したがって、本稿では、まず社債登録制度とその問題点を概観する。

次に、この登録制度については、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、議論は平行線をたどったが、昨年7月から大蔵省内で「社債受渡し・決済制度研究会」が発足し、本格的な調整が進められ、現在決済のための「中継機関」を設立することで一定の合意を見るに至っている。したがって、第二にこの論議の経過を銀行界と証券界のそれぞれの主張を中心に整理し、「中継機関」設立という形で決着した背景を考察する。

第三に、社債決済制度をめぐる問題は、前述のように「銀証問題」としてとらえられがちであり、確かにその要素を強くもっていたことは確かであるが、最近になって決済システムの国際化、すなわちシステム・リスクの回避という要請が強く意識されるようになったことは見逃せないであろう。つまり、「中継機関」

設立とともに合意された点として、DVP (Delivery versus payments : 証券と資金の同時決済) があるが、これはかつてG-30勧告でも盛り込まれた機能であり、その実現によって決済システム上のリスク回避が期待されているものである。とくに最近では、ペアリング事件などによる国際的な決済システムへの関心の高まりとともに、その早期実現が議論されていたが、「中継機関」の設立はこのDVP導入に道を開くものであった。ただし、DVPといっても一様でなく、DVP自体にも問題があることが指摘されている。したがって、DVPとその問題点について考察する。

目次

はじめに

I. 社債登録制度の問題点と改革案

II. 社債決済制度改革の進展

III. DVPの定義と問題点

まとめ

はじめに

周知のように、社債発行市場の改革が大幅に進展し、市場規模も拡大する反面、流通市場の改革は遅れ、売買高も低水準のままに推移している。そこで、今後の社債制度改革の中心は流通市場の改革に移行していくという見方もされている。もっとも、このような認識は、すでに1986年11月提出の証券取引審議会報告書「社債発行市場のあり方について」において示されたものであり、そこでは起債の拡大を通じて残高の増加を図ることが先決問題とされていた。したがって、発行市場改革に一定の目途がついた後には、流通市場の整備・改革、あるいはその活性化が、社債市場の中心的課題として浮上してくることは規定事項であったといえる。

ところで、現在社債決済制度の見直しが大蔵省で行われている。社債受渡の迅速化を図り、流通市場の活性化を促進するという狙いがある

ものとされているが、現在の社債受渡し・決済制度の基本にあるのは、社債等登録法などを根拠とする社債登録制度である。現在の社債登録制度は1942年に施行され、不動産登記法に範をとり、社債保有を固定化し、流通市場で活発に売買されないようにすることを目的にしているといわれ、債券売買に伴う名義変更手続きが複雑で、約定から名義書換えまでに時間がかかり過ぎるとい難点をもっている。そのため社債売買の活性化の障害となっているといわれている。したがって、本稿では、まず社債登録制度とその問題点を概観する。

次に、この登録制度については、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、論議は平行線をたどったが、昨年7月から大蔵省内で「社債受渡し・決済制度研究会」が発足し、本格的な調整が進められ、現在決済のための「中継機関」を設立することで一

定の合意を見るに至っている。したがって、第二にこの論議の経過を銀行界と証券界のそれぞれの主張を中心に整理し、「中継機関」設立という形で決着した背景を考察する。

第三に、社債決済制度をめぐる問題は、前述のように「銀証問題」としてとらえられがちであり、確かにその要素を強くもっていたことは確かであるが、最近になって決済システムの国際化、すなわちシステム・リスクの回避という要素が強く意識されるようになったことは見逃せないであろう。つまり、前述の「中継機関」設立とともに合意された点として、DVP (Delivery versus payments : 証券と資金の同時決済) があるが、これはかつてG-30勧告でも盛り込まれた機能であり、その実現によって決済システム上のリスク回避が期待されていたものである。とくに最近では、ペアリング事件などによる国際的な決済システムへの関心の高まりとともに、その早期実現が議論されていたが、「中継機関」の設立はこのDVP導入に道を開くものであった。ただし、DVPといっても一様でなく、DVP自体にも問題はあることが指摘されている。したがって、DVPとその問題点について考察する。

最後に、社債流通市場の活性化のために、受渡し・決済制度改革は必要条件であるが、しかしそれに尽くされているわけではない。制度はあくまでもインフラストラクチャーであり、それが利用されるか否かが利用者のニーズにかかっていることは言うまでもない。売買に対する投資家のニーズが十分に強くなければ市場は形成されない。逆に、例えばかつての現先市場のように「非公認」であっても、またインフラストラクチャーが不十分であっても、売買に対するニーズが強まれば市場が形成され、拡大し

ていく。したがって、社債流通市場に対するニーズおよび売買の阻害要因について、とくに機関投資家を中心に考察を試みる必要があるが、本稿ではこれについて立ち入った考察はなされていない。別稿に期したい。

I. 社債登録制度の問題点と改革案

社債登録制度とは、1942年2月18日に法律第11号をもって制定された、社債等登録法および同施行令・施行規則を根拠とする制度である。そして、その立法趣旨は同法第1条にも示されているとおり、「資金ノ蓄積及金融機関ノ資金ノ合理的運用ニ資スル」というものであり、社債の長期保有者または金融機関に対する租税軽減によって長期資金の固定化を図る目的があったとされている。すなわち、戦時期においては軍需および植民地経営関連事業への重点的資金配分が図られ、社債市場にもさまざまな統制が加えられるとともに、社債等への投資と長期的保有を奨励・優遇する諸施策（例えば、1938年臨時租税特別措置法、1941年国民貯蓄組合法など）がとられたが、その際社債等の権利者および保有期間を把握する必要が生じ、国債に関してはすでに「国債ニ関スル法律」(1906年)などによって国債登録制度が制定されていたが、社債に関してはこのような制度はなく、そこで国債登録制度や不動産登記法による登記制度にならって社債登録制度が導入されたといわれている¹⁾。したがって、社債登録制度創設によって、個人の登録の社債に関しては(a)3年以上登録している場合、利子課税を税率15%から10%に引き下げ、(b)1942年10月31日までに登録した場合、同13%に引き下げ、また金融機関の

そして、翌1988年4月、具体的改革方針として、いわゆる「三点セット案」、すなわち、④登録済証の廃止、⑤個別記番号管理の廃止、⑥受寄者名義登録制度の導入、が提案された(図2参照)。このうち、④によっては移転登録の際の登録済証の添付が不要となり、登録請求手続きの迅速化が目指され、⑥では残高管理方式に改めることによって、本券発行が迅速化されることが期待された。また、⑥は証券会社、銀行などの「受寄者」が顧客から委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とするというものであ

る³⁾。

その後、社債登録制度の問題点とその改革に関する論議は、この研究会で示された案を踏みに展開していった。とくに、1990年代には、一括登録制導入、社債発行限度枠撤廃、社債受託制度改革、適債基準撤廃と漸次制度改革が流通市場に限定されてきたことから、社債登録制度の問題も注目されるようになった。証券界では、公社債引受協会が、1993年6月「普通社債流通市場の改善に向けて」とする報告書を発表している。同報告書は受渡し・決済制度のみならず、債券在庫のリスク・ヘッジや

図3 「空売り」のケース



取引の時系列	約定のベースのポジション			
	A	甲	乙	B
3/21 以前	+10	0	0	0
① 3/22乙⇒Bへ10億売却	+10	0	-10	+10
② 3/23甲⇒乙	+10	-10	0	+10
③ 3/24A⇒甲	0	0	0	+10

(現在の受渡方法)

- ・受渡の対象となる「登録済証」はAが持っているため、③(A⇒甲)への移転登録が先ず行われ、②(甲⇒乙)、①(乙⇒B)と、約定の順とは全く逆に移転登録が実行される。
- ・③(A⇒甲)への移転登録完了まで②(甲⇒乙)へは移転が不可能なので、(甲⇒乙)へは乙の買付代金と引換えに「証書」が引き渡される(乙⇒Bへも同様)。
- ・受渡物件である「登録済証」があることで、移転請求の順序性は市場参加者が解決しており、登録機関は請求通りに実行するだけで足りる。一方で「証書」の存在が不可欠となる。

(登録済証廃止後)

- ・各市場参加者は、受渡日前日までに各自が独立して、①、②、③の移転請求を行うことになる。
- ・約定通りの順序(①⇒②⇒③)で移転請求が行われ、受付番号が採番された場合、登録機関が実行しうるのは③(A⇒甲)だけであり、①と②は拒否することになる。
- ・移転登録に要する時間は短縮化されるが、受渡物件である「登録済証」が存在しないので、市場参加者の間で順序性を解決することは困難である。

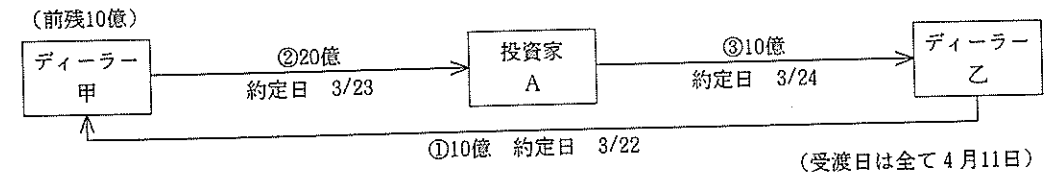
〔出所〕 決済制度等専門委員会『債券決済制度の改善について』、1994年6月、33-34頁。

資金・債券の調達(レポ市場)などの問題を含む広範のものであるが、債券の受渡し・決済については、登録機関が分散している現状において、従来の「三点セット案」には種々の実務的問題点があることを示唆した。

そして、この債券受渡し・決済の問題に集中して、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」は、1994年6月中旬報告として「債券決済制度の改善について」とする報告書を発表した。そして、先の「三点セット案」では不十分であることを主張し、現行の社債登録制度の問題点を次のように指摘している。すなわち、①現行制度では移転請求の受付順序に従って移転登録を行うものとされており、「三点セット案」でもその点について変更は予定されていないが、この方法では「空売り」のように移転請求の順序と取引の順序が逆

転する場合には困難が生じる(図3参照)。そして、現行制度のもとでは登録済証が存在することによって移転請求の順序性を確認しうることが、登録済証が廃止されれば、市場参加者の間で順序性を確認することは困難である。②さらに、登録済証の廃止と個別記番号制の廃止を行っても、さきの「空売り」の問題や新発債の応募者登録での名義確定遅れの問題には対応できない。つまり、現行で使われている「証書」⁴⁾は、売り方から買い方に対して、後日かならず名義移転を行うことを約束するものであるが、登録済証が廃止されるとこの証書が機能するかどうか疑問である。③さらに図4の設例の場合、各参加者が個別に独立に移転請求を行うために、順序性の問題を合わせて移転登録が不可能になる。そして、次章で述べるように、以上の問題点を解決するためには、債券取引の決済サー

図4 集約的な処理を必要とするケース



取引の時系列	約定のベースのポジション		
	甲	A	乙
3/21 以前	+10	0	0
① 3/22乙⇒甲へ10億売却	+20	0	-10
② 3/23甲⇒Aへ20億売却	0	+20	-10
③ 3/24A⇒乙へ10億売却	0	+10	0

(現在の受渡方法)

- ・受渡物件となりうる当初甲が所有する10億円の登録済証を(甲⇒A⇒乙⇒甲⇒A)の順で移転する。(甲⇒A)への10億円、(A⇒乙)、(乙⇒甲)については、一旦「証書」によって決済を行い、移転登録の完了後、登録済証と引換えに回収される。

(登録済証の廃止後)

- ・各参加者が①、②、③の移転請求を独立して行うことになる。順序性の問題も含めて、移転登録は不可能である。

〔出所〕 図3に同じ、35頁。

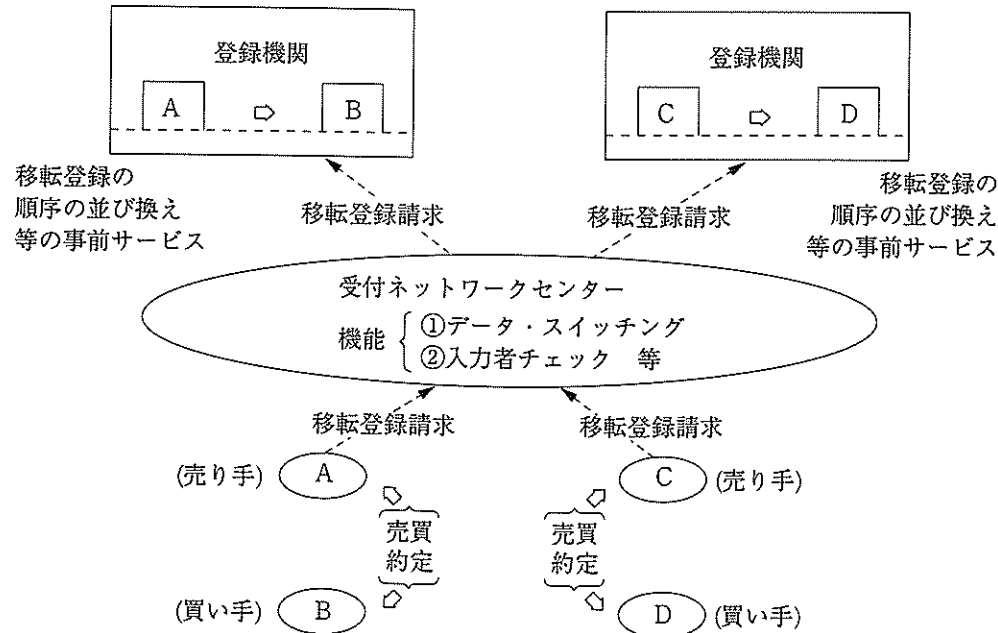
ビスは、中立的な集中決済機関による振替決済によって提供されることが望ましいと結論づけた。

しかし、この案は登録制度の廃止を意味し、登録機関側から強い反発を受けて、実現はきわめて困難となった。登録機関にとって登録手数料はいわば制度的既得権益であり、制度の撤廃はこの既得権益の喪失を意味するからである。その結果、同案は合意を得られず、証券界にとっても超長期的な目標に後退したといえよう。しかし、同案が後退した要因は、単に登録機関の反発が強かったことだけに求められない。つまり、証券界自体がコスト面ないし採算面で同案を強く押さなかった要因があるものと考えられる。すなわち、この構想の実現のためには、保管振替機関の事務処理のためのコンピュータ設備、保管振替決済機関と参加者を結

ぶネットワーク、参加者の事務処理のためのコンピュータ設備、などの初期投資とランニング・コストが必要であるといわれている。その後、社債登録制度と振替決済制度を折衷させる案も出された⁷⁾が、この場合、振替決済制度が利用されない可能性、ないし債券流通市場が登録債市場と振替債市場に分化する可能性が危惧された⁸⁾。このような危惧が生じた要因としては、1991年に発足した株式の保管振替制度の利用度が低く、収支状況も赤字であること、また現行税制では登録債に関しては指定金融機関が自己名義で直接保有する場合、利子所得の源泉徴収の不適用（租税特別措置法第8条）となっていること、などがある。

このように振替決済制度案が後退し、いわば論議が銀行と証券の業際問題に引き裂かれた形で宙吊り状態となったことから、打開策として

図5 「内藤私案」



(出所) 図2に同じ、4頁。

表1 登録社債の登録機関別シェア (単位 銘柄数,%)

	一般社債	電力・NTT債	計
興銀	60 (14.6)	262 (63.8)	322 (39.2)
さくら	40 (9.8)	121 (29.4)	161 (19.6)
第一勧業	38 (9.3)	28 (6.8)	66 (8.0)
三菱	53 (12.9)	— (—)	53 (6.5)
住友	43 (10.5)	— (—)	43 (5.2)
三井	37 (9.0)	— (—)	37 (4.5)
東海	26 (6.3)	— (—)	26 (3.2)
富士	25 (6.1)	— (—)	25 (3.1)
三井信託	17 (4.2)	— (—)	17 (2.1)
住友信託	12 (2.9)	— (—)	12 (1.5)
三菱信託	10 (2.4)	— (—)	10 (1.2)
東京	10 (2.4)	— (—)	10 (1.2)
大和	9 (2.2)	— (—)	9 (1.1)
長銀	8 (2.0)	— (—)	8 (1.0)
あさひ	7 (1.7)	— (—)	7 (0.9)
日債銀	3 (0.7)	— (—)	3 (0.4)
安田信託	3 (0.7)	— (—)	3 (0.4)
群馬	3 (0.7)	— (—)	3 (0.4)
農林中金	2 (0.5)	— (—)	2 (0.2)
拓銀	1 (0.2)	— (—)	1 (0.1)
東洋	1 (0.2)	— (—)	1 (0.1)
横濱	1 (0.2)	— (—)	1 (0.1)
北陸	1 (0.2)	— (—)	1 (0.1)
	410 (100.0)	411 (100.0)	821 (100.0)

(注) 1995年9月末時点で残高のある公募登録社債を対象とした。
(資料) 公社債引受協会『公社債便覧』第119号、1995年12月。

1995年2月に非公式に示されたものが、大蔵省証券局公社債市場室長の「内藤私案」といわれるものである(図5参照)。この案は法律改正を伴う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行われるものとされた。しかし、この案の「受付ネットワーク・センター」といわれるものは、基本的にコンピュータ装置であり、この案に対して証券界から、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という批判がなされ、他方日本興業銀行側からオンライン処理のコスト負担の申し出がなされたこともあって証券界からの強い反発があった。そして、結論が出せぬまま、論議の舞台であった経団連の「格付けを巡る市場懇談会」も打ち切られた。

その後、次章IIで詳しく見ていくことにするが、事態の解決にむけて、1995年7月から大蔵省において証券、銀行、投資家および企業などの参加を得た「社債受渡し・決済制度研究会」が発足し、先の「内藤私案」、それを基礎にした銀行界の案および証券界の案が検討され、論

表2 社債登録制度の利用状況 (1992年度末) (単位 億円, %)

	発行残高	登録残高	登録率
政府関係機関債	614,230	594,586	96.8
地方債・地方公社債	222,338	216,914	97.6
金融債	766,340	478,548	62.4
普通社債	202,801	182,057	89.8
転換社債	168,112	2,935	1.7
新株引受権付社債	17,640	13,747	77.9
円建外債	68,730	49,106	71.4
小計	2,060,191	1,537,893	74.6
国債	1,783,681	1,749,187	98.1
合計	3,843,872	3,287,080	85.5

(注1) 転換社債は、取引所での市場集中原則があり、かつ「本券」での決済が条件とされる。

(注2) 金融債は「割引金融債」の個人による「本券」での保有割合の高さが影響していると考えられる。

(注3) 国債の登録残高は、登録債と振替債の合計。

(資料) 『大蔵省証券局年報』(平成5年版)

(出所) 決済制度等専門委員会『債券決済制度改革について』, 1994年6月, 32頁。

議が重ねられた後、「中継機関」設立の方向で合意がなされた。この「中継機関」とは、オンライン・ネットの売買情報を集中させる中継法人を設立し、ここで事前サービス(順序の調整など)の提供、資金残高の照合、移転請求の代行およびネットワークの運営などを行い、資金決済銀行と情報交換するというものである。そして、現在この「中継機関」の資金負担を中心に、実務者レベルの取組みが進められている。

ところで、前述のように、社債登録制度の問題を「銀証問題」という側面からとらえる見方があり、確かにその面を否定できないが、その際少なくとも次の2点を考慮する必要があると思われる。

まず、登録手数料が登録機関の既得権益であるという点であるが、この権益はそれほど大きくないのではないかとこの点である。つまり、登録手数料は当初登録手数料と移転登録料の2種類であるが、当初登録手数料については、現

行料率が7~10銭であるから、95年度の普通社債発行額を約5兆円とすると、登録債は約90%であり、手数料総額は32~45億円の範囲であり、中央値は39億円である(ただし、この料率は上限規定であり、実際はこれを下回る場合もあるといわれているので、これ以下となるものと思われる)。これを登録機関別シェア(表1参照)で按分すると、日本興業銀行は16億円、さくら銀行は8億円などとなる。他方、移転登録手数料は売買金額に関係なく1件800円であるが、年間移転登録件数は不明であるため、登録機関全体での手数料合計は明らかではないが、日本興業銀行の移転登録取扱高(国債を除く全登録債)は1993年度84000件、94年度78000件といわれるので、手数料はそれぞれ6700万円、6200万円であり、残高ベースでの普通社債の比率(表2参照)は約12%であるので、普通社債での移転登録手数料はそれぞれ804万円、744万円ではない。

以上から、既得権益といわれる手数料の規模は、移転登録については無視できる程度のものでしかないこと、当初登録については日本興業銀行とさくら銀行などの少数の銀行が利益を享受しているが、それもそれほど大きなものではないこと、その他の銀行ではいずれも微々たるものでしかないことがわかる。したがって、もしこの程度の既得権益に大銀行が固執し、そのために流通市場改革が遅れたと考えるならば、それは流通市場から得られる利益が期待できず、現在手中にしている権益を維持せざるを得ないという選択が働いたためであるといえるのではないだろうか。

次に、それと関連するが、当初振替決済制度案を主張していた証券界がその案を見送りにした要因としては、現在の社債等登録法を改正するには時間がかかりすぎる点や租税特別措置法による源泉徴収不適用をどのように改正するかという点について、困難な問題があることも指摘されるが、それとともに流通市場に対する投資家のニーズが計り難かったために、流通市場改革に大胆に踏み込めなかったのではないと思われる。これについては、本稿では立ち入らないが、現在の多くの機関投資家の債券投資がバイ・アンド・ホールドを前提とするかぎり、投資家にコスト負担を強いることになるような流通市場改革の実現可能性は小さくならざるをえない。

II. 社債決済制度改革の進展

前章Iでも触れたように、現時点で社債決済制度改革論議の舞台となっているのが、1995年7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

るが、この研究会は蠟山昌一・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。

この研究会では、昨年7月から11月までの3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4案の検討が行われた。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1988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、個別記番号性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うものである。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。

そして、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、1993年6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1994年6月中間報告「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⁹⁾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、1989年 G-30¹⁰⁾が「国際的決済制度の改善」を勧告したことも背景にあり¹¹⁾、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すると、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が生じることが予想され¹²⁾、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11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と報じられている¹³⁾。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ことは否定できない¹⁴⁾。したがって、検討対象とされる案は、③案と④案に絞られたわけである。以下、この2案についてみていく。

まず、銀行界の案であるが、そのベースとなった「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2月に提案したものである。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 (図5参照)。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。

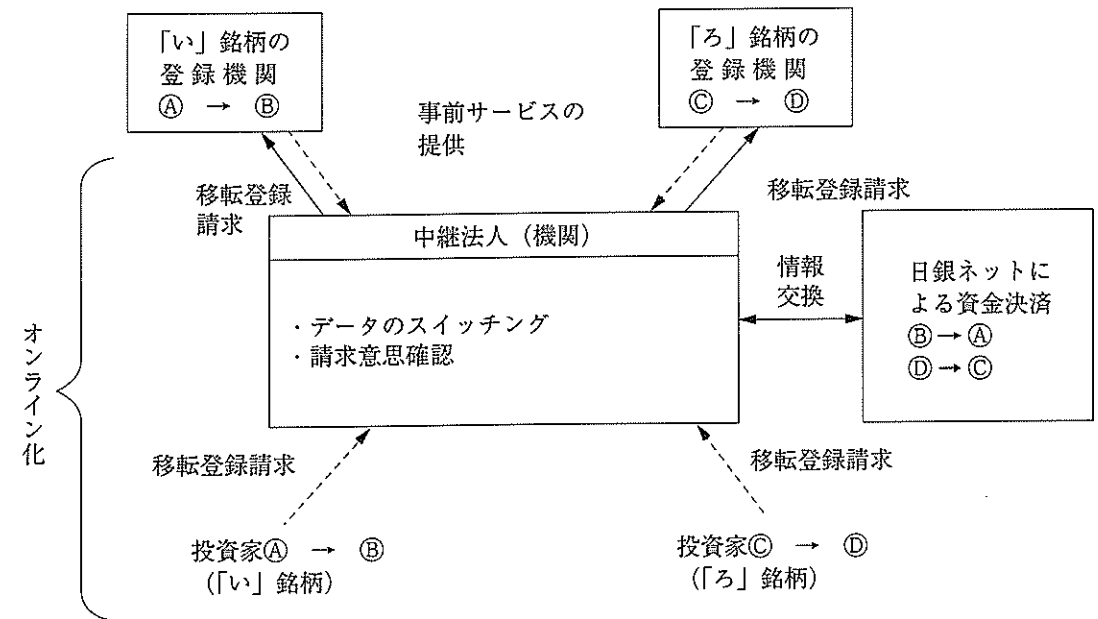
そして、大蔵省の「社債受渡し・決済制度研

究会」では、先に触れたように、この「内藤私案」が検討対象として残されたわけだが、銀行側の提示した案は、この「内藤私案」を基礎にしながらもより具体的なものであった。すなわち、今年1月の同研究会の会合で富士銀行側の提示した案は、②「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 (図6参照)。そして、中継機関の機能として、④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¹⁵⁾。この点について証券側の「中継法人」案を紹介しながらみていこう。

他方、証券側の「中継法人」案であるが、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 (図7参照)。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

図6 富士銀行案



(出所) 図2に同じ、5頁。

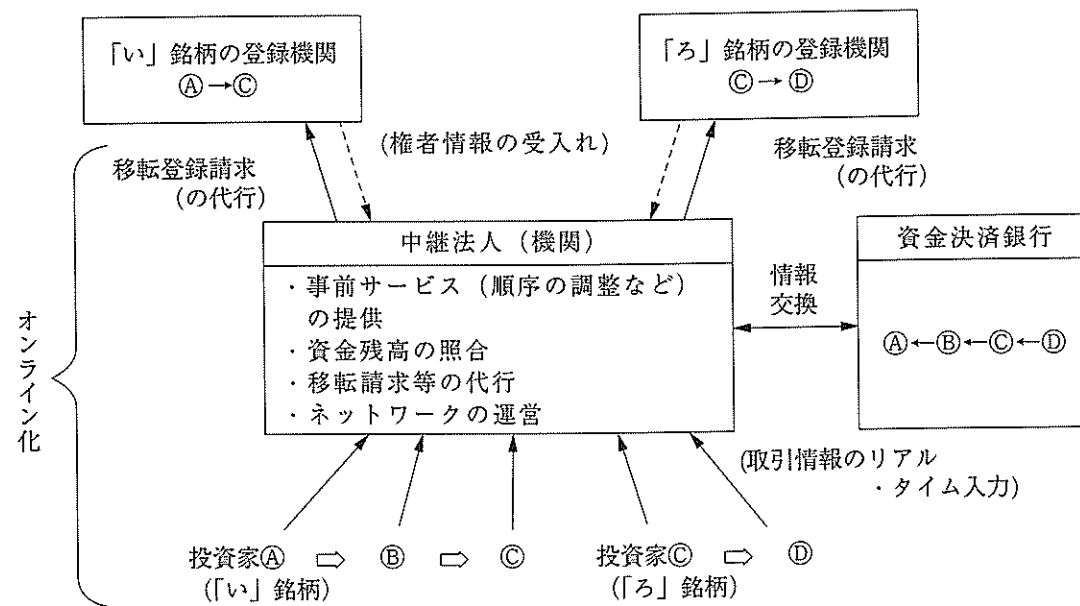
に「中継法人」として設立し、ここで順序の調整などの事前サービス、資金残高の照合、移転請求などの代行、ネットワークの運営などを行うというものである。ここでいう事前サービスとは、移転請求を行う際の移転登録請求書の順序調整をすることであり、現在登録機関はこれを行う権限がないとされているため、証券会社が無償サービスとして行っているものであるが、短期間に頻繁な売買が生じた場合やカラ売りが生じた場合は、登録済証の所有者の遡及に手間と時間を要するものとなっており、通常社債決済制度の問題点として名義変更手続きに時間がかかりすぎるといわれる主因となっている¹⁶⁾。また、この決済と名義変更との間に発生した信用リス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以となっている。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ったために否定的な反応も示されたのである。

しかし、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されている。とくに、2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5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¹⁷⁾。

この蠟山5原則とは、改革案は早急に実現可

図7 野村証券案



〔出所〕 図1に同じ、4頁。

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が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っ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はば合意が成立し、作業部会で具体的な詰め作業が始まっており、大蔵省・日銀もその方向で合意をみていると伝えられている¹⁸⁾。しかし、DVPといっても様々な定義があり、それぞれに問題点もあるが、これについては次章Ⅲで論じることとする。

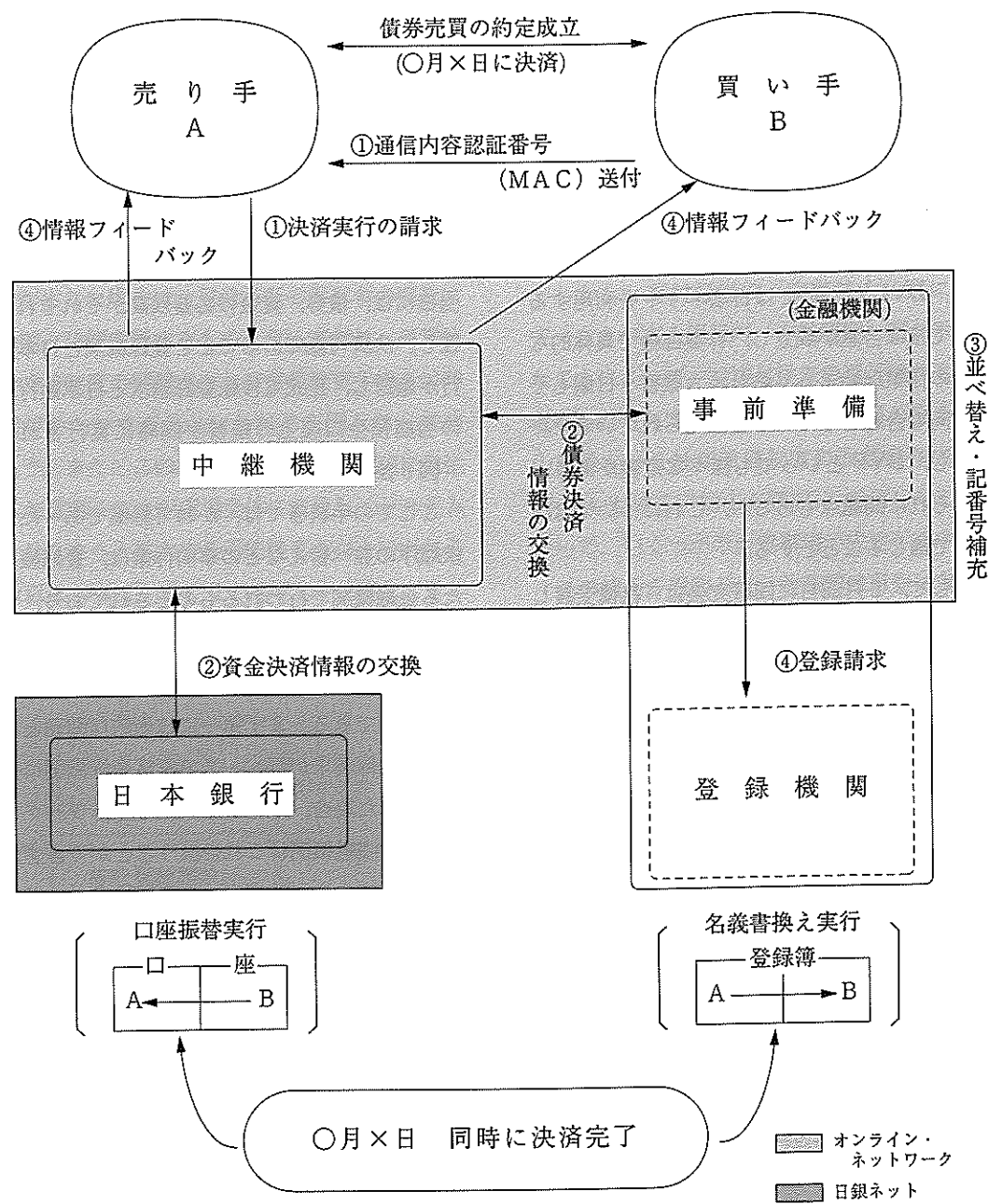
そして、5月28日に同研究会は「社債受渡し・決済制度の改善に向けて」とする報告書を発表した。まずこの報告書では、受渡し・決済制度改善案の骨格は、決済の迅速化のために登録済証を廃止した上で、取引当事者と登録機関を結ぶオンライン・ネットワークを構築し、そのためのネットワーク運営法人（中継機関）を創設するというものであり、さらにこのネットワークを日銀ネット（営業系）に接続することによりDVPが実現され、売買から決済までの時間の短縮化によりローリング決済も可能となるというものであるということが確認された後、移転登録請求の並べ替えについては、ネットワークの中で取引当事者に代わって行われるものとしている。

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、決済日当日には、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（図8参照）。

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として次の2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はないにしても、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

図8 改善案での債券・資金決済の流れ



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、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作業は手数料なしのサービスとして証券会社によって行われており、コスト要因となっていることがあげられる。したがって、証券会社のサービスの一環としてでなく、第三者機関等で制度的にこれを行っ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善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高い。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に、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。

そこで今回の案では、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うことも考えられることが注記され、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10日決済（すなわち毎月10日、20日、30日に決済する方式）からできるだけ早急に、約定日から3営業日後に決済を行う「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っていくこと、さらに、ネットワークの今後の発展¹⁹⁾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

〔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月号、13頁、参照。

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²⁰⁾、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って賄うこと、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ようとしている。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、多数の参加があっ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、1997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、現在この案に沿って、同委員会が具体的な作業を行っているが、そこではローリング決済については98年初から移行する見通しといわれ²¹⁾、ま

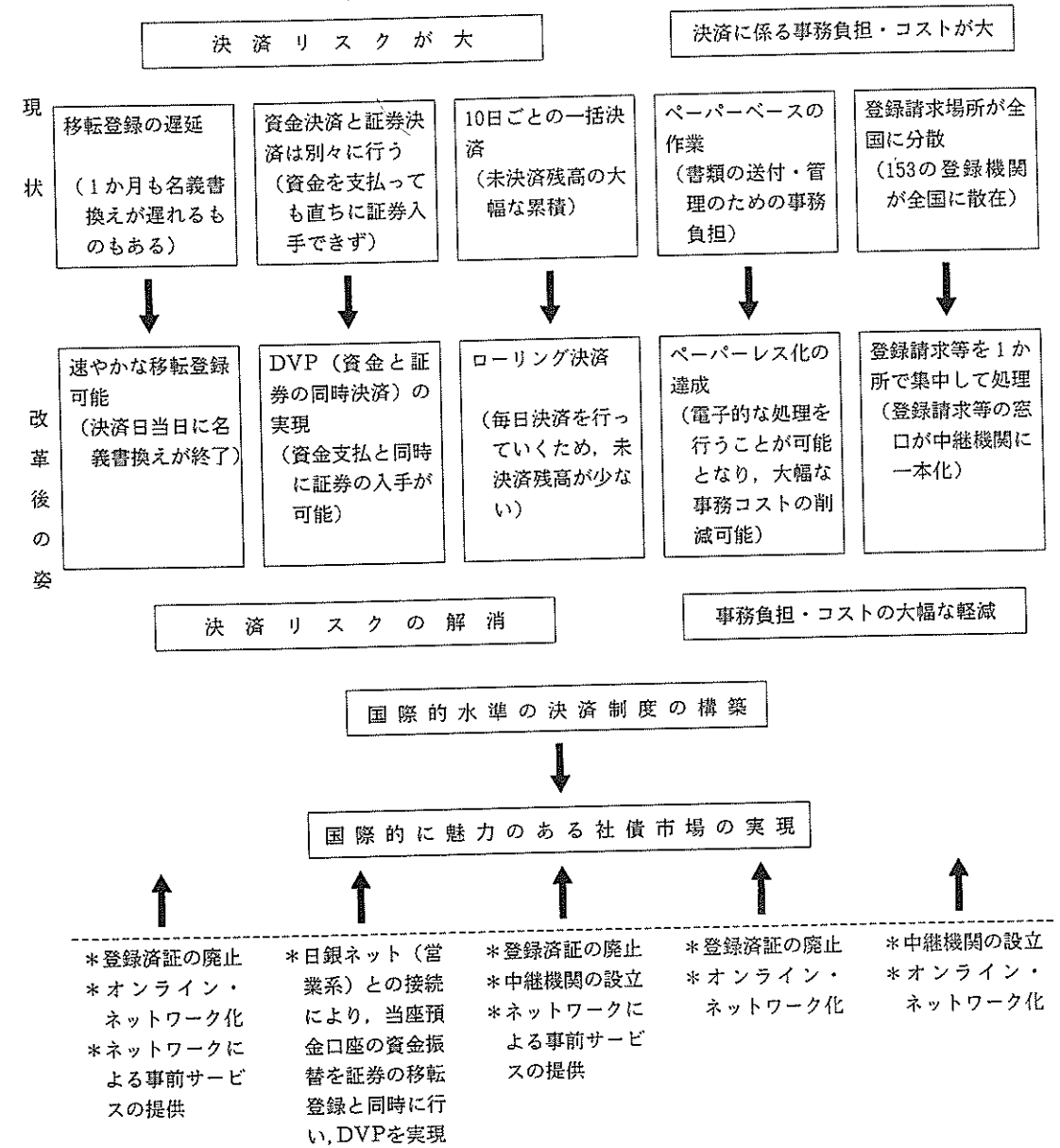
た中継機関自体も96年11月を目途に設立される予定いわれている²²⁾。しかし、今後は中継機関の出資比率など資金負担が課題として残されている。当初費用は10億から20億円程度であるため1社当たりの費用負担は大きくないものの、これが今後の運営コストの負担比率に反映するといわれ、一時的な支出でないとする出資比率の問題は難航する可能性もあるといわれている²³⁾。

いずれにせよ、この案にそって受渡し・決済制度改革が始動し、これによっ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²⁴⁾(図9参照)。確かに、この制度改革が流通市場の活性化に大きく寄与するものと思われるが、決済制度で流通市場の活性化がすべて尽くされているわけではなく、売買に対する投資家のニーズにかかっていることはいうまでもない。しかし、この点についてはひとまず置いて、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おり、今回の改革案で導入されることとなったDVPについてみてみよう。

Ⅲ. 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²⁵⁾、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

図9 社債受渡し・決済制度改革後の姿



(出所) 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』、1996年6月、15頁。

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) などと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 9 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会を 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会そして承認を行う (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リ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 (表 3 参照)。

この 9 項目にわたる勧告の実現状況²⁶⁾は、日本の場合、1995 年時点で一般債では 9 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 2 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 (表 4 参照)。

また、検討課題とされた勧告 4 のネットリングについては、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

表 3 G-30 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 [ISO 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、ISO 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』、劬資本市場研究会、1989 年。

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²⁷⁾。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、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、効率性かという新たな問題を生じさせた。また、實際上 1 件当た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、ネットリングせざるを得ないが、デフォルト・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・ネットリング・スキーム検討委員会は、1990 年いわゆる「ランファルシー報告書」を発表し、ネットリングを行う際の基準を次のように提起した。すなわち、①ネットリング・システムが確固たる法的根拠を有すること、②ネットリング・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・ネットリング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・ネットリング・システムは公正な参加基準を有すること、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²⁸⁾。

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。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、1992 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²⁹⁾。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・グロス型)、次に②証券については、決済システムの稼働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う一方、資金については、稼働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・ベースで行うシステム (グロス・ネット型)、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・ネット型)、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、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、たいていの場合、このモデル

表4 G-30 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 ットメント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的に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頁。

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。

以上のようにどのモデルを用いても何らかのリスクが残るといった結果となった。そこで、1995年国際証券管理者会議(ISSA)は、G-30勧告の修正を行い、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)、取消不可で(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んでいくと思われる。

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を導入しようとしても即時グロス決済にならないのではないかとと思われることである。その理由として、まず証券決済については、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のかどうか疑わしく、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・ベースで行われるものと思われる。しかし、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行われるのかという点は明らかになっていない。ただし、日銀の当座預金はもとより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トिंगがなされるものと予想される。(ただし、日銀ネットでは時点ネット決済も即時グロス決済もどちらも利用可能な設計になっており、日銀自体も即時グロス決済の導入に対し前向きな発言を行っている。)³⁰⁾

以上から、即時グロス決済導入の可能性もあるが、とりえず今回の改革ではBIS報告書でいう、モデル2(グロスネット型)に該当するものが採用され、即時グロス決済にはならないという予想が成り立つが、この点についてはいずれ研究会の最終結論を待って検討したい。

まとめ

以上、日本の社債登録制度の問題点を概観したうえで、社債受渡し・決済制度改革の進展および現時点での改革案を考察した。そして、今回の改善案の支柱のひとつであるDVPについて検討を加えた。

しかし、本文中でも触れたように、社債流通市場の活性化のために、受渡し・決済制度改革は必要条件であるが、しかしそれにすべて尽くされているわけではない。制度はあくまでもインフラストラクチャであり、それが利用されるか否かは利用者のニーズにかかっている。とくに、アメリカの社債流通市場において、機関投資家の積極的なポートフォリオの入れ替えと、証券会社によるそのニーズの開拓が今日の市場拡大に大きく寄与したことを考えあわせると、社債に関しては、バイ・アンド・ホールドの傾向が強いといわれる日本の機関投資家が今後どの程度流通市場で積極的に売買するかが注目されることである。

とくに、生命保険業界は新保険業法のもとで運用の効率化がもたらされ、運用戦略の見直しが行われている。そして、その一環として社債投資への注目が高まっている。そこで、1996年2月生命保険協会は「魅力ある社債市場の形成に向けて」と題する報告書を発表した。この報告書は、社債の発行および流通市場の双方を対象としているが、まず社債市場の活性化にむけての今までの取組みが紹介されたあと、今後の要望として、制度面では①社債決済制度改革、②有価証券取引税の撤廃、③値幅制限の抜本的改革、プライシング面では①発行市場と流通市場の価格乖離の是正、②格付情報の充実、③継続的な発行量の確保とディスクロージャの充実、④発行諸コストの更なる削減と価格への反映、という点があげられている。そして、現在の機関投資家の投資行動そのものにも「経済合理性の観点から見ると説明しづらい」ものがあつたことを明記している。例えば、償還損の発生を回避するためにオーバー・パーの社債を購入しない、上場債券が低価格で評価されるために原価格で評価される非上場債券投資が選好される、などである。したがって、今後はリスクに見合ったリターンを確保する、プルードントな社債投資を実行しなければならないと結論づけている。これらの指摘は、いわば機関投資家サイドからなされた自己批判的な意味を有しており、このような反省を促す契機の一つが新保険業法の施行であったといえるであろう。また、今後こうした投資行動の変化が生じれば、発行市場のみならず、流通市場の拡大につながっていくことは想像に難くない。いずれにせよ、この報告書の指摘するような「経済合理性の観点からすると説明しづらい」投資行動が存在してきたことは、機関投資家が自らのポート

フォリオのパフォーマンスを最大化していなかったことを意味し、その意味では機関投資家ではなく、単なる法人投資家にすぎないことを意味している。したがって、今後機関投資家がリスクに見合ったリターンを確保しつつ、ベスト・パフォーマンスを追求しようとするならば、ポートフォリオを入れ替える必要性が高まり、流通市場の拡大を促進するものと思われる。その意味では、流通市場の拡大は、機関投資家の機関投資家としての成熟にかかる側面が強いといえるが、他方発行市場自体にも残された問題が多々あるものと思われる。この点についての考察は別稿を期したい。

注

- 1) 社債等登録法の立法主旨については、中西正明「社債等登録法」(上柳克郎他編『新版注釈会社法(10)社債(1)』、有斐閣、1988年、所収)、245-246頁、および登録機関協議会編『社債等登録制度50年史』、1994年、参照。なお、後者には巻末に社債登録制度に関する文献目録が収められている。また、社債登録制度と国債登録制度の実務上の取扱の相違に関しては、日本興業銀行編『新銀行実務総合講座(8)証券』、金融財政事情研究会、1987年、474頁、参照。
- 2) 前掲、『社債等登録制度50年史』、45-46頁、参照。
- 3) 前掲、『新銀行実務総合講座(8)証券』、473頁、前掲、『新版注釈会社法(10)社債(1)』、246-247頁、参照。
- 4) これまでの社債流通市場、さらに社債登録制度に関する議論の展開については、拙稿「わが国の普通社債流通市場論議の展開と現状」『証券経済』、第194号、1996年3月、参照。
- 5) 社債等登録制度研究会「社債等登録制度改革について<検討報告>」『商事法務』、1145号、1988年5月5日、および尾崎賢蔵「社債等登録制度研究会報告書の概要」『商事法務』、1148号、1988年6月15日、参照。
- 6) この「証券」については、日本証券業協会会員通知でそのフォームなどが定められている。
- 7) 関見一「集中振替決済機関の導入について」『公社債月報』、1994年8月、参照。
- 8) 例えば、決済制度等専門委員会『債券決済制度改革の改善について』、1994年6月、40頁、参照。
- 9) 江頭健治郎「社債の決済制度」(江頭健治郎他編『現

- 代企業立法の軌跡と展望』、商事法務研究会、1995年、所収)、261頁、参照。
- 10) G-30とは、the Group of Thirtyの略であり、正式にはthe Consultative Group on International Economic & Monetary Affairs, Incorporatedであり、国際的な銀行界、実務界および学界の30名の個人からなる民間の独立的かつ中立的な非営利団体であり、1987年に設立された。
- 11) 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「国際的決済制度改革の改善」『証券』、1989年11月、参照。
- 12) 江頭、前掲、262頁、参照。
- 13) 「動き出す社債決済制度改革」『日経公社債情報』、1021号、1996年3月4日、3頁、参照。
- 14) 拙稿「社債登録制度と流通市場」『証研レポート』、1532号、1996年3月、17頁、参照。
- 15) この間の経緯については、前掲「動き出す社債決済制度改革」に詳しい。
- 16) これらの問題点について詳しくは、決済制度専門委員会「債券決済制度改革の改善について」、1994年6月、第2章、参照。
- 17) 『日本経済新聞』、1996年2月14日、参照。
- 18) 『日本経済新聞』、1996年3月13日、参照。
- 19) 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。
- 20) 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、10~20億円と見込まれるという。
- 21) 『日本経済新聞』、1996年9月6日、参照。
- 22) 「社債決済のオンライン化」『日経公社債情報』、1996年9月9日、6頁、参照。
- 23) 『日本経済新聞』、1996年8月21日、参照。
- 24) 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』、1996年6月、12頁、参照。
- 25) 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、1989年5月、参照。
- 26) 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、77-79頁、参照。
- 27) 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』、1996年3月11日、参照。
- 28) 「資料 決済システムを巡る海外の動き」『日本銀行月報』、1995年10月、11頁、参照。
- 29) BIS, "Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems", September 1992, pp. 4-5.
- 30) 「日銀総裁会見」『日経金融新聞』、1996年10月24日、参照。

(当所大阪研究所主任研究員)