

日米の証券決済期間 T+2 への短縮

福 本 葵

要 旨

2017年9月5日から、アメリカ、カナダ、メキシコの株式、社債等の証券の決済期間が約定日から換算し4営業日目(T+3)から3営業日目(T+2)に短縮された。欧州の証券市場ではすでに2014年10月6日からT+2となっている。北米の証券市場の決済期間がT+2となったため、世界の主要10市場の中で、決済期間がT+3なのは、東京証券取引所のみとなった。

日本の株式市場の決済期間が現行のままでは国際競争力が相対的に低下する要因となる。そのため、日本の証券決済期間のT+2への短縮化についても、日本証券業協会を中心に議論が進められた。そして、2015年7月、同協会は、「証券受渡・決済制度改革懇談会」の下に「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」を設置し、T+2化の実現に向けた検討を行い、2016年6月、「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」を公表した。この中で、T+2実施の開始日を2019年の4月または5月の連休明けとした。

決済期間の短縮化は、カウンターパーティリスク、流動性リスクなどの削減に繋がる。証券の売り手が代金を受け取れない、買い手が証券を受け取れないカウンターパーティリスクは、決済期間が短ければ短いほど縮小する。

また、清算機関には、証券取引の債権債務の相手方になり、カウンターパーティリスクを削減する機能がある。清算参加者は清算機関に証拠金を預託しなければならない。カウンターパーティリスクが削減すると、清算機関が参加者に課す証拠金要件が緩和され、参加者は資金を効率的に活用することができる。

目 次

- | | |
|---------------------|-----------------------|
| I. はじめに | 1. G30の勧告およびISSAの修正勧告 |
| II. 決済期間の短縮はなぜ必要か | 2. 欧州のT+2化 |
| III. 国際的な決済期間短縮化の潮流 | IV. アメリカの決済期間短縮 |

日米の証券決済期間 T + 2 への短縮

1. 決済期間短縮化の議論
2. 決済期間短縮のための規則変更
3. アメリカにおける決済期間短縮の課題とされたもの
4. 実施直後のニュースと今後

V. 日本の決済期間の短縮

1. 日本における決済期間短縮の議論
2. 日本における決済期間短縮の課題

VI. おわりに

I. はじめに

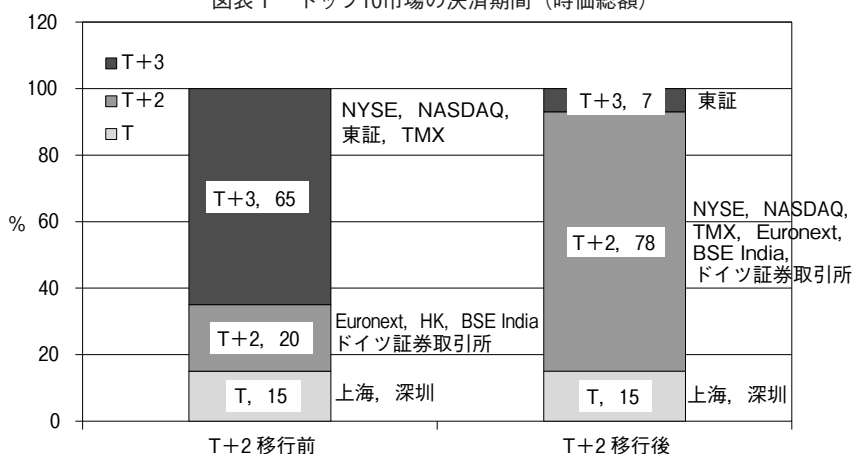
2017年9月5日から、アメリカを初めカナダ、メキシコの株式、社債、地方債、投資信託等の証券の決済期間が約定日から換算し4営業日目（T+3）から3営業日目（T+2）に短縮された。ロンドン取引所など欧州では既に2014年10月6日から株式等の証券決済期間はT+2となっている。北米の証券市場の決済期間がT+2となったため、世界の主要10市場の中で、決済期間がT+3なのは、東京証券取引所のみとなった。決済期間がT+2であることは、もはや証券市場の国際標準となっている。

現在、世界の主要証券市場の決済期間は、T

+2またはそれ以下である（図表1）。日本の株式市場の決済期間が現行のT+3のままでは国際競争力が相対的に低下する要因となる。そのため、日本の証券決済期間のT+2への短縮化についても、日本証券業協会を中心に議論が進められた。そして、2015年7月、日本証券業協会は「証券受渡・決済制度改革懇談会」の下に「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」を設置し、決済期間のT+2化の実現に向けた検討を行い、2016年6月、「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」を公表した。この中で、T+2実施の開始日を2019年の4月または5月の連休明けとした。

決済期間の短縮化は、カウンターパーティリ

図表1 トップ10市場の決済期間（時価総額）



- (注) 1) DTCC 資料より作成。
 2) DTCC の資料では、カナダの TMX が T+2 に含まれていないが、2017年9月5日より TMX も T+2 となったので修正した。

スク、流動性リスクなどの削減に繋がる。証券の売り手が証券を引き渡せない、買い手が代金を支払えないカウンターパーティリスクは、決済期間が短ければ短いほど縮小する。

また、清算機関には、証券取引の債権債務の相手方になり、カウンターパーティリスクを削減する機能がある。清算参加者は清算機関に証拠金を預託しなければならない。カウンターパーティリスクが削減すると、清算機関が参加者に課す証拠金要件が緩和され、参加者は資金を効率的に活用することができる。

証券決済期間短縮化について、これまでどのような議論がなされたか。残された課題は何か。本稿では、これらについて、特にアメリカと日本の議論を整理し、考察したい。

Ⅱ. 決済期間の短縮はなぜ必要か

なぜ、決済期間の短縮化は必要なのであろうか。決済期間の T+2 への短縮は市場参加者に直ちに利益をもたらすものと期待されている。これらの利益には、カウンターパーティリスクの軽減、清算機関が参加者に求める証拠金要件が緩和されることによる資金の効率化および世界的な決済期間の調和の主に3つが挙げられる。

カウンターパーティリスクには、元本リスク、リプレイスメントコストリスク、流動性リスク、システミックリスクなど、様々なリスクが含まれている。

売り手は、証券を引き渡したにもかかわらず、カウンターパーティである買い手から資金を受け取れないリスクを負っている。一方、買い手は資金を支払ったにもかかわらず、売り手から証券を受け取れないリスクを負ってい

る。

このようなリスクを元本リスクという。また、取引の相手方が期日に決済を履行しない場合、受け取るはずであった利益を喪失するリスクをリプレイスメントコストリスクと言う。例えば、未決済時点の市場価格が契約価格よりも低かった場合には、証券の売り手に、差額分のリスクが発生する。反対に、市場価格が契約価格よりも高かった場合には、買い手に差額分のリスクが発生する。

また、証券の取引が連続的に行われている場合、つまり、買い手が最初の取引で決済日に入手する予定の証券を、第二の取引で売却する場合、最初の取引の相手方が決済を履行できなかった際には、買い手は同一銘柄の証券の借入れを行わなければならない。このようなリスクを流動性リスクという。

さらに、一つの証券取引の決済不履行は、次の証券取引の決済不履行を連鎖的に招く。このようなリスクをシステミックリスクという。これらリスクは、決済期間が短くなればなるほど減少する。

清算機関が存在しない場合、証券の売り手と買い手は直接カウンターパーティリスクを負うことになるが、清算機関が介在する場合には、清算機関が証券取引に係る債権債務のカウンターパーティとなることによって、リスクを負う。アメリカの証券取引では NSCC が、日本では日本証券クリアリング機構がこの役割を果たしている。

清算機関の参加者は、清算機関に対し、取引に応じて要求される証拠金を支払わなければならない。後述する2012年10月に発表されたボストンコンサルティンググループ（以下、BCG）が発表した研究「決済期間短縮のコストベネ

フィット分析」“Cost benefit analysis of shortening the settlement cycle”によると、清算参加者に求められるクリアリングファンドの平均額は、決済期間が T+2 に移行することによって、15%から24%削減することが予想されている¹⁾。

また、前述のように T+2 は既に主要証券取引所の国際標準となっている。決済期間が異なることは、証券取引にタイムラグを発生せしめる。決済期間の T+2 化により、EU などの他の市場と決済の調和を押し進めることができる。

さらに、ミューチャルファンドの取引についてもメリットがある。NSCC を通じたオープンエンド型のミューチャルファンドの決済期間は通常 T+1 であり、T+2 への決済期間の短縮化は、ミューチャルファンドのポートフォリオの証券の決済とのタイミングのミスマッチやファンドのギャップを削減するものである。決済期間の短縮化によって、ミューチャルファンドの流動性が高まり、取引の利益をより早く得ることができる。

Ⅲ．国際的な決済期間短縮化の潮流

1. G30の勧告および ISSA の修正勧告

国際的な会議において決済期間の短縮化が最初に勧告されたのは、1989年の G30 (Group of Thirty) の勧告「世界の証券市場における清算および決済システム」である。1989年 G30の 9つの勧告のうち、勧告 7 では、ローリング決済の導入と1992年までに T+3 を実現することが提言された。

ローリング決済とは、約定日から一定期間経

過後に順次決済する方法を言う。かつては、五・十日 (ごとび) のように、毎月 5 日、10 日といった特定の日に、それまでの取引をまとめて決済する特定日決済が一般的であった。この方法では、前回の決済日からの約定分をとりまとめて決済できるので簡便であった。しかし、その一方で決済期間が長くなり、未決済残高が積み上がることによって、決済不履行時のカウンターパーティリスクが積み上がっていた。

1995年、ISSA (International Securities Services Association) は、G30の1989年勧告の修正勧告を発表した。ISSA の修正勧告のうち、勧告 7 は、「決済日は T+3 またはこれより短縮化」することが提言された。さらに、ISSA は2000年にも新たな勧告を発表した。また、2001年11月、CPSS および IOSCO は “Recommendations for Securities Settlement Systems” (“CPSS/IOSCO Report”) を発表した²⁾。このうち、勧告 3 は、「すべての証券市場においてローリング決済が採用されるべきである。最終決済は、約定日から 3 日後までになされるべきである。約定日から 3 日後より短い決済サイクルの便益と費用が評価されるべきである。」とある。これを受け、一年後の2002年11月、CPSS および IOSCO は決済システムの評価方法を発表した。

2. 欧州の T+2 化

これらの国際的な勧告を受け、欧州では、2014年 4 月に CSDR (Central Securities Depositories Regulation) が欧州議会で承認された。この中には証券の不発行化や不動化、フェイルなど証券決済に関する規則がある。ここで、スペイン市場を除いて、EU のすべての証券市場において、2014年10月 6 日に証券決済を

T+2 またはそれよりも短い期間に移行することが述べられている。そして、ロンドン証券取引所、NASDAQ OMX 参加のヘルシンキ、ストックホルム証券取引所等において、2014年10月6日、株式等の決済期間がT+3からT+2に短縮された³⁾。

IV. アメリカの決済期間短縮

1. 決済期間短縮化の議論

(1) SIA 主導の T+1 化から同時多発テロまで

アメリカでは、1960年代のペーパークライシスを機にDTC (The Depository Trust Company) を証券預託機関とする証券預託制度が開始された。この制度において、多くの証券が不動化され、ストリートネームで預託されていた。しかし、完全なペーパーレス化は未だになされていない。現在でも数パーセントの券面が残存している。

1987年のブラックマンデー以来、証券界では決済期間短縮化の必要性が認識されていた。アメリカでは広い国土を、少ないながらも物理的な券面を運ばなければならない可能性もあり、決済期間はT+5であった。先述の1989年G30の勧告のうち、勧告7「1992年までにT+3の実現化」は実行できていなかった。そこで、SECは、1934年証券取引法に基づく規則15c6-1を採択した。その結果、アメリカの証券決済期間は、1995年にT+5からT+3に短縮された。T+3は当時の国際標準であり、アメリカはやっと国際標準に追いついたところだった。アメリカの証券決済期間には、一層の短縮化が求められていた。

90年代後半には当時のSIA (Securities Industry Association, 全米証券業者協会、2006年よりSIFMA) で、T+1への決済期間の短縮化が議論されていた。2000年7月、SIAは“T+1 Business Case final Report” (ビジネスケース小委員会白書) を発表した。この白書では、2004年6月にT+1に移行されることが提言されていた。

しかし、2001年9月11日の同時多発テロによって、災害時に備えてバックアップ体制を構築する、BCP (Business Continuity Plan, 事業継続計画) が最優先課題であるとされるようになった。2001年11月にはT+1の実現時期が2005年6月に延期され、以後2年間、STP (Straight Through Processing) プログラムを推進すると発表された⁴⁾。STPとは、証券取引において、約定から決済に至る一連の事務処理を人手を介さず、電子的システムにより自動化し、一貫処理することである。2002年7月、SIAはT+1実施および実施目標時期を仕切りなおし、2004年に再度目標時期の検討を行うことが発表された。

つまり、90年代後SIAが主導したT+1への決済期間の短縮化は、2001年の同時多発テロによって、頓挫した。決済期間のT+1化は、改革の優先順位としては、BCPやSTPよりも劣後することとなった。

(2) 議論の再開

同時多発テロによって一度トーンダウンした決済期間の短縮化の議論は、2004年、SECが清算と決済の効率性改善に関するコンセプトリリースを発表することによって再開された⁵⁾。

その後、2008年の金融危機により、ドッド・フランク法、EMIR, MiFID, IOSCO等、世

界的に規制の強化や勧告が唱えられ、システムリスクを軽減する必要があると認識された。

2011年9月、DTCCは、“The Role of DTCC in Mitigating Systemic Risk”を発表し、短期決済サイクル（a shortened settlement cycle, SSC）の影響を評価するための費用便益調査を推奨した。これを受け、2012年10月、BCGが「決済期間短縮のコストベネフィット分析」“Cost benefit analysis of shortening the settlement cycle”を発表した⁶⁾。この分析では、T + 2、T + 1の決済期間短縮に必要な投資と年間オペレーショナルコストの削減額を予想し、投資回収に必要な期間をT + 2では、約3年（所要投資額5億5千万ドル÷年間オペレーショナルコスト1億7千万ドル）、T + 1では約10年（17億7千万ドル÷1億7,500万ドル）であると試算した。また、この他にも、清算基金が削減され、その資金が再投資に回されることによる価値を、T + 2では2,500万ドル、T + 1では3,500万ドル、未決済残高が積み上がることによってバイサイドの投資家が晒されるリスクの減少を、T + 2では2億ドル、T + 1では4億1千万ドルと試算した。

また、この調査によれば、T + 2への移行は、決済期間の短縮に対する幅広い業界の支持が示され、リスクを大幅に軽減する一方で、米国市場での決済と他の多くの主要なグローバル市場とを結びつけるためには、かなりの、かつ管理可能な投資が必要であると結論付けた。また、T + 1への移行にはインフラストラクチャの変更に多大な投資が必要であり、リアルタイム処理に近いSTPが必要であると結論付けた。さらに、T + 0への移行は「魅力的ではない」かつ「実行不可能」と述べている。

2014年4月16日、SIFMA（Securities Industry and Financial Market Association、米国証券業金融市場協会）が“SIFMA Supports Move to Shorten Settlement Cycle”を発表した。SIFMAはSIAが2006年に組織変更したものである。かつて、T + 1化の主導的立場であった組織であるSIFMAによってDTCCによるT + 2が支持された。そして、2014年4月23日DTCCが“DTCC Recommends Shortening the U.S. Trade Settlement Cycle”公表した。

2014年10月、DTCC並びにSIFMAおよびICI（Investment Company Institute、米国投資信託協会）等の業界団体において、決済期間短縮に向けた具体的な課題、方策や実施方法を検討するため、T + 2 Industry Steering Committee（ISC、運営委員会）およびその下部にテーマごとに5つのワーキング・グループ、サブワーキング・グループを立ち上げ、決済期間短縮化の検討を開始した。

前述のように、この時期、欧州では欧州議会がCSDR（Central Securities Depositories Regulation）を導入し、T + 2の開始時期が2014年10月6日と発表された。アメリカでは議論がなされていたものの、この時点では具体的にいつ実行されるのかは不透明であった。

2015年6月18日、ISCは、2017年第3四半期の終わりまでに、T + 2を実行することを示すホワイトペーパー“Shortening the settlement cycle: the move to T + 2”を発表した⁷⁾。2015年9月、SECの会長であるMary Jo Whiteは、SIFMAのKenneth E. Bentsen, Jr. およびInvestment Company InstituteのPaul Schott Stevensに対し、T + 2移行に係る業界のイニシアティブの支持と今後の詳細なマイルストーンを示す

ことを要請するレターを発出した⁸⁾。

2015年12月18日、ISCは、T+2移行に係る詳細なマイルストーンを記載した実行計画書である“T+2 industry Implementation Playbook”を公表した⁹⁾。作成に当たっては、Deloitte&Touche LLPの協力を得た。これには影響を受ける市場参加者がT+2決済環境の要件を準備し実施するために必要とした是正措置が明記された。

さらに、2016年3月DTCCが“Shortened Settlement (T+2)”を発表した。この中で、2017年9月1日が現行決済の最終日となり、9月5日からT+2に移行すると発表された¹⁰⁾。

T+2への移行を実現するためには、1934年証券取引法に基づく規則15c6-1を改正する必要があった。2016年9月28日、規制当局は決済期間短縮に関連する規則改正を提案した。SECが規則変更を提案した要となる規則15c6-1の変更を含めて、決済期間短縮への移行についての関連規則の変更を提案した。この改正は2017年3月22日に採択された。さらに、T+2実施直前の2017年8月、DTCCによって“T+2 Conversion Guide”が発表された。

アメリカのT+2への短縮化は、以前から議題となっていたが、一挙に現実的なものとなったのは、ヨーロッパによる短縮化が実行されたからであると考えられる。決済期間短縮化の具体的な動きは、2014年に急速に進んだ。そして、2017年9月5日より、アメリカ、カナダ、メキシコで、証券決済期間は、T+3からT+2へと短縮化された。

2017年9月4日はlabor day (勤労感謝の日)で祝日であった。9月7日木曜は、T+3最終日である9月1日の取引とT+2初日である9月5日の取引とが同じ日に決済された。決済対

象となるのは、株式、債券、およびこれらの証券によって組成される金融商品である。

2. 決済期間短縮のための規則変更

T+2への移行を実現するためには、T+5からT+3へ移行した1993年改正の時と同様に、1934年証券取引法に基づく規則15c6-1を改正する必要があった。2016年9月28日、規制当局は決済期間短縮に関連する規則改正を提案した。SECが規則変更を提案した要となる規則15c6-1の変更を含めて、決済期間短縮への移行についての関連規則の変更を提案した(図表2)。2017年3月22日、SECは規則15c6-1改正を採択し、2017年3月30日に効力が発生した¹¹⁾。この規則改正によって、規則上もT+2が可能となった。それに続いて、SEC規則以外にも9つのSROが関連する48の規則を変更した(図表2)。

例えば、そのうちのレギュレーションSHO規則204は、有価証券の借り入れおよび決済時

図表2 決済期間短縮化に伴う規則変更数

規制当局	規則変更
FINRA	8
MSRB	2
NASDAQ	6
NYSE	8
SEC	1
FDIC	1 (in analysis)
Off. Comp. Currency	1 (guidance issued)
NSCC	8
DTC	7
Options Clearing Corp	7
合計	49

(注) DTCC “Shortened Settlement Cycle What You Need To Know” より

に受け渡しができなかった場合には、空売りのクローズ処理が必要となることを規定している。つまり、ブローカー・ディーラーは、エクイティ証券のロングまたはショート取引に関し、清算機関に引渡しができないポジションを持つときは、決済日に次ぐ決済事業日の通常の取引時間開始前までに、同種・同数の証券を借入れまたは購入して直ちにフェイルのポジションを解消しなければならない（規則204a）。

このクローズ処理は規則変更前、T+4の通常取引時間開始までに行われる必要があった。決済期間短縮化後は、T+3の通常取引時間開始までに変更になった。

この他、例えば取引所法規則10b-10は、「顧客コンファメーション・ルール」と呼ばれ、証券に関して顧客と取引を行う証券会社は、取引が完了する時点またはその取引完了前に通知を行い、取引条件に関する一定の情報を提供することを規定している。この取引完了時点とは、規則15c1-1に定義されている。決済期間の短縮を受けて、規則10b-10に求められる日程が短縮された。

決済日を期限とする規則は他にも多数存在し、決済期間の短縮化に伴って、それらの規則を改正する必要があった。

3. アメリカにおける決済期間短縮の課題とされたもの

(1) フェイル

決済期間の短縮化は、カウンターパーティリスクを始め、多くのリスクを削減するが、その一方で、決済日に売り手が証券を渡すことができない、フェイルが発生する可能性が増加する。フェイルは、当事者の信用力とは異なる理由、例えば、資金、証券の不足、国際取引の複

雑さ、不正確な取引など様々な理由により、決済日に売り手が証券を準備できない、または買い手が資金を用意できない状態を指す。フェイルが発生しても、直ちに債務不履行とはならない。

しかし、処理時間の短縮と決済時間の締め切りの短縮によるフェイルの増加は、業務上の非効率および証券会社や投資家のコストを増加させる。強制的なフェイルに対するペナルティや受渡不履行を解消するため、対象債券等または同種債券等を市場価格で買い入れるバイインについてISCによって議論されたが、規制変更はされていない¹²⁾。日本においても、決済短縮化に伴う課題としてフェイルが挙げられているが、これについては後述する。

(2) セキュリティ・レンディング

証券が用意できないフェイルを回避し、ショートポジションのカバーを回復させるため、有価証券の貸出（セキュリティ・レンディング）が利用される。決済期間の短縮化によって、証券の貸出しは増加すると考えられる。

決済期間が短縮されると、貸し手は貸し出した証券をこれまでよりも短い時間で回収できることになる。従って、貸し手サイドの問題にはならない。一方、証券の借り手は、特に入手が困難な証券を取引する際には、T+2移行後は、取引の執行と決済の時間が短縮されていることに注意する必要がある。

セキュリティ・レンディングのサービスを提供する者は、このような取引を正確に処理するために、製品やサービスを認識し、更新する必要があるとされた。

(3) 流動性および担保管理

証券決済の短縮化は、担保の効率化に繋がる。決済期間が1日短縮することによって、清算機関に預託する必要がある担保は1日早く回収される。そのため、証券会社は、顧客の流動性管理および現金予測の変更を行う必要がある。証券会社は、清算のために担保金を差し入れた顧客の資金が早期に利用できることを保証するため、資金回収プロセスを見直す必要がある。

これらの影響を管理することは、取引相手の行動の変化を管理する必要があるため、T+2移行直後に特に重要であるとされた。この他、国際的な取引を行う場合には、ヨーロッパとはT+2化によって、決済期間に差がなくなる一方、東京のように決済期間がT+3の市場との取引には、受け渡しの差異が生じることに注意しなければならないとの指摘もあった。

4. 実施直後のニュースと今後

これまでに述べてきたように、アメリカの証券決済期間のT+2への短縮は、2017年9月5日に実行された。まだ詳細について述べたレポート等が発表されてはいないが、報道ではカナダもアメリカも滞りなく実施されたとされている。

2014年の欧州決済期間短縮の際には、37ヶ国にまたがる41の清算決済機関を代表しているthe European Central Securities Depositories Association (ECSDA) が報告書を発表した。報告書によると域内の17市場の内、11市場がフェイルの数が実施前の週よりも削減し、5市場にフェイルがなかった。1市場のフェイルは増加したものの、10%未満であり、通常の範囲内であった。決済期間の短縮化が原因で起こっ

たフェイルの増加が見られた市場はなかったとされている¹³⁾。

さらに、今後のさらなる決済期間のT+1への短縮化についてであるが、1990年代後半、当時行われていたT+3からT+1に短縮化する議論がなされていた。2001年の同時多発テロによって、この議論は一旦頓座し、議論の中心は、危機対応やSTPとなったが、この度のT+2が決済期間短縮化のゴールではないとされる。

SECはさらなるT+1への決済期間の短縮を認識している。T+2への短縮と同様のメリットが得られるとしている。

SECはT+2移行直後に証券会社に対し、2020年9月5日までにSECに対し、以下の試験結果を提出するように求めている。

- ① 投資家を含め、市場参加者におけるT+2への決済期間短縮のインパクト
- ② T+2よりも短縮化する潜在的なインパクト
- ③ より短縮化に移行することを容易にするために使用できる技術的および運用上の改善の特定
- ④ T+2への決済サイクルの短縮に関連する市場間の影響（国際的發展を含む）

T+2が順調に移行したかを検証し、さらにT+1へと短縮化させるかの議論を開始するのは、ひとまず2020年を待つことになるであろう。

V. 日本の決済期間の短縮

1. 日本における決済期間短縮の議論

これまで、アメリカの決済期間のT+2への

短縮化について見てきたが、日本ではどのような議論がなされているであろうか。

日本においてはアメリカが T+3 となった 1993 年には既に T+3 が実現していた。90 年代後半のアメリカの T+1 化の議論を受け、日本でも決済期間の短縮化が意識されてはいたが、それよりも優先されたのが、証券のペーパーレス化、保管振替制度から振替制度への移行であろう。日本に上場会社においては、完全な dematerialization（証券不発行化）が実現した。

決済期間の T+2 への短縮化の議論が加速するのは、欧州が T+2 を実現し、アメリカが議論を本格化させてからである。2014 年 8 月、日本証券業協会では、「株式決済期間（T+2）に関する勉強会」が設置され、同年、9 月より 4 回開催された。2015 年 3 月 17 日には、株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会事務局による「株式決済期間短縮（T+2）に関する勉強会報告書」が発表された。

2015 年 7 月、日本証券業協会は、「証券受渡・決済制度改革懇談会」の下に、「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」を設置し、2015 年 12 月 29 日、中間報告書を 2016 年 6 月 30 日、最終報告書公表した。この最終報告書の中で、日本においても証券の決済期間を T+2 化することが発表され、その実施時期を 2019 年 4 月または 5 月の連休明けとしている。

このように議論が進められたのは、アメリカの決済期間の短縮化が最大の要因であると考えられる。先に見たように、北米証券市場の決済期間短縮化された後は、国際的に主要な証券市場の中で、T+3 決済なのは、東京市場のみであり、このままでは国際競争において、不利であることは否めない。他国の市場と決済期間

が異なることは、証券の受け渡しのみならず、担保金の効率性の観点からも不利であり、複雑なものとなる。

2. 日本における決済期間短縮の課題

（1）貸株取引に係る処理の迅速化、取引環境の整備

（i）カットオフタイムの統一ルールの策定
決済期間短縮の課題は、技術的かつ実務的であり、多岐に渡っているが、最も重要なものは、フェイルに関する問題と貸株取引に関する問題である。

現在、貸株取引の決済期間には、T+2、T+1、T+0 の三種類がある。貸株取引の目的は、ショートポジションのカバー、フェイルの回避、フェイルのカバー、利鞘の取得、ヘッジなどである。この中でも、ショートポジションのカバー、つまり、空売りをしている株式を調達する目的での貸株取引の決済期間は、上記 3 つの決済期間の取引のうち、T+2 の取引が主流である。証券決済期間の T+2 化後も貸株取引がショートのカバーとして、引き続き利用されるためには、これまで T+2 であった取引を T+1 へ短縮する必要があると考えられる。貸株取引の決済期間の短縮化のために対応しなければならないいくつかの課題が指摘されている¹⁴⁾。

まず、証券金融会社は社内対当させた結果、貸株残高が融資残高を上回る貸株超過となった場合、不足した株式を証券会社や機関投資家からの入札である品貸取引によって調達する。この取引の差金決済がタイトになること、そのために品貸スケジュールを見直すことが挙げられている。

さらに、約定後処理の効率化によって、現

行、取引日の午前中、10時半頃であるカットオフタイムを見直す必要がある。カットオフタイムとは、最終的な締め切り時間を言う。貸株取引におけるカットオフタイムは、市場参加者によって異なっている。株式の貸方である信託銀行などは書類作成のため、カットオフタイムを切り上げている場合が多い。貸株取引における株式の貸方が信託銀行等であった場合、それ以外の貸方よりもカットオフタイムが早く、場合によっては、借方が予定していた証券を借りられないこともある。貸株取引の時間が短縮化される中、貸方がよって異なるカットオフタイムは、貸株取引処理の円滑化にとってマイナス要因となる。そこで、各市場参加者によって異なっていたカットオフタイムを統一化されたマーケット・ルールの策定が必要であるとされている。

(ii) 2種類の時価

現在、貸株取引の担保計算において使用する時価は、T+2取引では、約定日当日の時価が、T+1取引およびT+0取引においては、約定日前営業日の時価が用いられている。この異なる時価の基準時点が検討課題となったが、引き続き、現行のまま、それぞれ約定日前営業日の時価が用いられることになった¹⁵⁾。決済当日時点で既知であり、決済照合の時点で速やかに配信されることがその理由である。

また、貸株取引に関する担保計算では、証券会社間では、ほふりクリアリングが担保計算の価値を算出するために計算している貸株DVPの「決済金額自動計算機能」を利用している。

一方、証券会社以外の貸株取引においては、異なる時価が採用されることがあるため、貸株取引の決済に係るDVP決済金額に取引当事者

間で授受している現金担保異動額を反映させる機能である「金額調整データ」で差額を調整している。

これを証券会社以外の貸株取引においても、貸株DVP「決済金額自動計算機能」を利用することに統一することとした。

証券決済期間がT+2に、貸株取引の決済期間がT+1に短縮化すると、株式調達の時間的な余裕がなくなる。貸株取引によって株式を調達する時間は、早い方が良い。そのため、証券の大手貸し手である管理信託銀行や投資委託会社等にT+0取引での貸し手となるように協力するよう要請することなどが挙げられている。

(2) 権利確定日にフェイルが発生した場合の権利調整

決済期間短縮化に向けてのもう一つの課題は、フェイルである。特に非居住者取引では、これまで以上にフェイルが発生する可能性がある。

貸株取引と同様、フェイルにおいても参加者によって取扱いが異なる事項が存在する。その一つが権利確定日等においてフェイルが発生した場合の権利処理に関する事項である。日本においては3月期決算の会社が多い。決算日と権利確定日が同一でなければならないとする規定はないが、これらの会社の権利確定日は、多くの場合、決算日と同日の3月31日である。このような会社の株式取引の決済日が権利確定日である3月31日にフェイルが発生したとする。この時、剰余金配当を受け取る権利、新株予約権の無償割当を受ける権利、株主総会における議決権は、誰にあるか。フェイルをした参加者あるか、フェイルをされた参加者にあるか。これまでは、統一的なルールやガイドラインは存在

せず、当事者の個別調整に委ねていた。つまり、権利確定日にフェイルが生じた場合、フェイルを発生させた取引参加者は、相手方に対し、権利確定日に配当金や権利を引き渡す旨を通知するための書類である「配当金・権利引渡通知書」を交付していた。

決済期間短縮後は、権利確定日にフェイルが発生した場合の清算参加者間の権利調整方法に係るルールを策定し、「配当金・権利引渡通知書」を廃止することが検討されている。

期末に権利処理を考えなくてはならない事項には、剰余金配当、株主優待、株式分割、株式無償割当、新株予約権の無償割当、株主割当増資などがある。2017年9月28日に株式取引の清算会社である株式会社日本証券クリアリング機構が発表した「株式等の決済期間の短縮化（T + 2 化）に伴う制度改正について」において、「最終的には個別協議事項」であるとしながらも、個別に協議がない場合についての指針を述べている¹⁶⁾。まず、フェイルを行った参加者は、「(1) フェイル発生日において、株式等振替制度による一般振替を利用し、被フェイル参加者にフェイル対象銘柄を引き渡すことによって、フェイル参加者又はその顧客が株式等振替制度において直接的に権利を取得できるように努める。」、「(2) (1) の対応が不可の場合、フェイル参加者はフェイル発生日において、被フェイル参加者と調整のうえ株式等振替制度における追加振替を利用し、被フェイル参加者にフェイル対象銘柄を引き渡すことによって、フェイル参加者又はその顧客が株式等振替制度において直接的に権利を取得できるように努める。」、「(3) (1) および (2) の対応のいずれも不可の場合、フェイル参加者は、フェイル発当日以降速やかに、指針に基づいて被フェイ

ル参加者との間で権利調整を行う。」とされている。これらの方法により処理するための手続き等に要する金銭等については、原則フェイル参加者の負担となる。

つまり、JSCC の決済時限（13時）にフェイルを起こした参加者は、JSCC 決済を用いず、例えば、貸株取引などにより当該株式を調達した上で、一般振替時限（15時半）までに、当該株券を被フェイル参加者に振り替えられるように努める。次に、一般振替時限の15時半までにフェイルを行った銘柄の株式を調達できなかった場合、「振替元に残高があること」「株主確定日中（17時まで）に渡方機構加入者と受け方機構加入者の合意に基づいて書面等による振替請求が行われること」等を条件として、証券保険振替機構において追加振替を行い、これによって株主権利確定日中に振替があったものとして取り扱われる。さらに、これらのいずれの方法でもフェイルが解消されない場合には、フェイル参加者と被フェイル参加者は、「権利確定日のフェイルに係る権利調整をフェイル参加者と被フェイル参加者が事後手に処理する場合の指針」に基づいて処理する。当該指針においては、配当金、株主優待、株式分割、株式無償割当、新株予約権の無償割当、株主割当増資、その他の権利について記載されている。それぞれの場合、フェイルが発生しなかった場合に被フェイル参加者が得られたであろう金銭を被フェイル参加者に提供することによって処理することとなっている。

ただし、この指針においても、株主総会の議決権をどう処理するかは、記載されていない。指針に記載のある剰余金配当を受け取る権利や株式分割などは、すべて金銭に換算することができる自益権である。しかし、株主総会におけ

る議決権は共益権である。これを経済的に処理することには、個別の事情によるところが多く、困難を伴う。株式振替制度においては、権利確定日の株主名簿には、フェイルを起こした参加者の名義が記載されることになり、被フェイル参加者を株主として取り扱うことは困難であろうと思われる。この問題については、今後の議論が期待される。

VI. おわりに

2017年9月5日、アメリカを含めた北米の証券市場の決済期間がT+3からT+2へと短縮化した。ロンドン証券取引所を含め欧州の証券取引の証券決済は既に2014年10月6日からT+2に短縮化している。国際的に見ても、主たる市場でT+2でないのは、残すところ東京証券取引所のみとなっており、日本の証券決済も短縮化が検討されている。決済期間の短縮化を主導しているのは、日本証券業協会である。日本証券業協会は「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」を設置し、同ワーキング・グループは、2016年6月30日、最終報告書公表した。この中で、証券決済期間のT+2の開始日を2019年4月または5月の連休明けとしている。

アメリカの証券決済期間は1990年代後半から2000年代の初めに当時のSIA（現在のSIFMA）を中心にT+1へ短縮化する動きがあった。しかし、その後この動きは同時多発テロによって中断した。さらに、2014年のヨーロッパのT+2化がアメリカのT+2化を加速させ、2017年9月の実現に至った。

さらに、アメリカを含めた北米の証券決済のT+2への移行は、日本における証券決済のT

+2化への議論を加速化させた。

証券決済期間短縮化の課題は、日米それぞれの市場慣習や法律の違いによって、異なるものもあれば、フェイルや貸株取引など日米に共通するものがある。例えば、アメリカにおいては、決済期間短縮化に伴って、数多くの法律や規則が改正されたが、日本の場合は法律改正を伴わない。取引のルールの変更やガイドラインの策定などで対応できるものがほとんどである。

例えば、貸株取引のカットオフタイムや担保の評価計算方法、権利確定日においてフェイルが生じた場合の権利処理の方法など、取引参加者の合意や取り決め、慣行によるものが多い。このような個別の取り決めを完全に禁止することは難しく、また、適切な方法でもない。

しかし、決済期間の短縮化のためには、事務処理は統一され、簡便であることが望ましい。そのため、ガイドラインの作成や参加者に対する勧告などが検討されているところである。

権利確定日を跨ぐフェイル発生時に、権利をどう処理するかは、決済期間短縮化の大きな問題である。剰余金配当はどちらが受け取るか、株主優待はどちらが受け取るかなどについて、日本証券クリアリングによって指針が示された。しかし、権利確定日においてもフェイルが解消しなかった場合の株主総会の議決権については、まだ示されていない。これについては、今後の議論が期待されるところである。

決済期間の短縮化は、決済に関連する様々なリスクを軽減させ、証券や資金の効率的な運用をもたらすものである。一方で、システム対応などコストが発生する。この問題は、証券取引を行うすべての参加者にとって関係する。従って、コストが負担になる証券会社等もあるであ

ろう。しかし、非居住者の証券取引が拡大する中、日本の証券決済期間の短縮化は、競争力のある市場として選択されるためには不可欠である。

アメリカの同時多発テロや日本でも2005年12月のジェイコム株の誤発注の際、決済期間が T + 3 と時間的な余裕があったことが功を奏したのではないかと、言う議論があった。しかし、現在では、技術的な発展によって、誤発注を防ぐシステムが導入され、決済期間が短縮されても対応できる。アメリカの証券市場は、2020年以降、T + 1 へのさらなる決済期間の短縮化を考えている。アメリカでは、少ないながらも、証券の券面が残っているが、日本では振替制度によって完全な証券の不発行化が実現している。これはさらなる決済期間の短縮化にとっては、有利であると考えられる。

【謝辞】 本稿を執筆するにあたり、日本証券業協会、松本昌男氏、中瀬裕也氏、小谷田妙子氏から貴重なご教示を賜りました。厚く御礼申し上げます。

本研究は平成29年度日本学術振興会科学研究費基盤研究 (C) (17K03496) の助成を受けたものである。

注

- 1) The Boston Consulting Group, "Cost Benefit Analysis of Shortening the Settlement Cycle", October 2012, pp.33. (<http://www.dtcc.com/news/2012/october/01/cost-benefit-analysis-of-shortening-the-settlement-cycle>)
- 2) 日本銀行「証券決済システムのための勧告 支払・決済システム委員会・証券監督者国際機構専門委員会報告書」(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2001/data/bis0111b.pdf)
- 3) 2014年4月, Central Securities Depositories Regulation が承認された。ドイツ、スロベニア、ブルガリアは先行していた。欧州決済期間の短縮化については、松本正紀 (2013)
- 4) STP および証券のペーパーレス化は決済期間を短縮化するための重要な要素である。2005年, DTCC は証券のペーパーレス化を促進する「No more paper」キャンペーンを行ったが、完全なペーパーレス化は未だ実行されていない。多くはないが券面が残存している。
- 5) Securities and Exchange Commission, "Concept Release Securities Transaction Settlement 17 CFR PART 240 [RELEASE NO. 33-8398; 34-49405; IC-26384; FILE NO. S7-13-04] RIN 3235-AJ19". (<https://www.sec.gov/rules/concept/33-8398.htm>)
- 6) The Boston Consulting Group, "Cost Benefit Analysis of Shortening the Settlement Cycle" October 2012. (<http://www.dtcc.com/news/2012/october/01/cost-benefit-analysis-of-shortening-the-settlement-cycle>), 松本正紀 (2013)「世界的な金融規制改革と証券清算・決済インフラの動向」『月刊資本市場』334号, 資本市場研究会, 2013年6月, 41~42頁。
- 7) DTCC, "Shortening the settlement cycle: the move to T+2", June 2015. (<http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf>)
- 8) SEC Chair Mary Jo White Letter to Securities Industry and Financial Markets Association Kenneth E. Bentsen, Jr. (<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/chair-white-letter-to-sifma-ici-t2.pdf>)
- 9) DTCC, "T+2 industry Implementation Playbook", 18 December 2015. (<http://www.ust2.com/pdfs/T2-Playbook-12-21-15.pdf>)
- 10) DTCC, "Shortened Settlement (T+2) DTC, NSCC AND OMGEO Functional Changes", March 2016. (<http://www.dtcc.com/news/2016/march/31/shortened-settlement-t2-dtc-nscc-and-omgeo-functional-changes>)
- 11) Securities and Exchange Commission, "Securities Transaction Settlement Cycle [Release No. 34-80295; File No. S7-22-16] RIN 3235-AL86" (<https://www.sec.gov/rules/final/2017/34-80295.pdf>)
- 12) The Shortened Settlement Cycle Industry Steering Committee (ISC) "Shortening the Settlement Cycle: The Move to T+2". (<http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf>)
- 13) the European Central Securities Depositories Association (ECSDA) "A very smooth transition to T + 2", 20 October 2014. (<https://ecsda.eu/archives/3793>)
- 14) 日本証券業協会「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」, 2016年6月30日, 5~9頁。
- 15) 日本証券業協会「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ (第3回), 平成27年12月24日, 10~12頁。(http://www.jsda.or.jp/shiraberu/minasama/t2/151224_shiryou.pdf)
- 16) 株式会社日本証券クリアリング機構「株式等の決済期間の短縮化 (T+2化) に伴う制度改正について」, 2017年9月28日, 8~13頁。

参 考 文 献

- 株式会社日本証券クリアリング機構 [2017]「株式等の決済期間の短縮化 (T+2 化) に伴う制度改正について」
- 日本銀行 [2001]「証券決済システムのための勧告 支払・決済システム委員会・証券監督者国際機構専門委員会報告書」https://www.boj.or.jp/announcements/release_2001/data/bis0111b.pdf
- 日本証券業協会 [2015]「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ (第3回)」http://www.jsda.or.jp/shiraberu/minasama/t2/151224_shiryou.pdf
- 日本証券業協会 [2016]「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」http://www.jsda.or.jp/shiraberu/minasama/t2/t2_houkoku_20160630.pdf
- 松本正紀 [2013]「世界的な金融規制改革と証券清算・決済インフラの動向」『月刊資本市場』334号
- The Boston Consulting Group, [2012] “Cost Benefit Analysis of Shortening the Settlement Cycle”
<http://www.dtcc.com/news/2012/october/01/cost-benefit-analysis-of-shortening-the-settlement-cycle>
- DTCC [2015] “Shortening the settlement cycle: the move to T+2” <http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf>
- DTCC [2015] “T+2 industry Implementation Playbook” <http://www.ust2.com/pdfs/T2-Playbook-12-21-15.pdf>
- DTCC [2016] “Shortened Settlement (T+2) DTC, NSCC AND OMGEO Functional Changes” <http://www.dtcc.com/news/2016/march/31/shortened-settlement-t2-dtc-nscc-and-omgeo-functional-changes>
- The European Central Securities Depositories Association (ECSDA) [2014] “A very smooth transition to T+2” <https://ecsda.eu/archives/3793>
- The Shortened Settlement Cycle Industry Steering Committee (ISC) “Shortening the Settlement Cycle: The Move to T+2” <http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf>
- (帝塚山大学法学部教授・当研究所客員研究員)