

米国 STP の近況と課題（上）

日 向 康 一
伊 藤 慶 昭

要 旨

米国証券業界ではビジネス・オペレーション上の決済リスク軽減を達成すべく、最終的にはDVP（証券と資金の同時受渡し）を取引日当日に行うことを目標にしている。これまでに証券業界では1995年6月に決済期間をT+5からT+3に短縮しており、目標に向けて着実に歩んできた。この一連の流れの中で、市場関係者は翌日決済という到達点を青写真に描いてT+1プロジェクトを進めてきたが、景気低迷やBCP（災害時における事業継続対策）に代表される重要課題が浮上する中、SIA（米国証券業者協会）は業界全体としての優先順位を考慮した結果、2001年7月にT+1プロジェクトを一時凍結した。

T+1プロジェクト推進時は、取引の翌日に決済を完了させることが市場参加者の共通目標であったが、STPではそれぞれ市場参加者でその定義や意味合いが異なってくるため、様々な目標が誕生することとなった。SIAでは大枠として、1）取引情報伝達の自動化、2）取引照合の迅速化、3）市場間リスクの軽減、4）商品やサービス間の連携と効率性の拡大、5）機関投資家における取引プロセスの再構築という5項目を掲げ、実現に向けて注力している。

しかし目的がT+1からSTPに移行したことで、各分野・市場参加者毎で対応の温度差が一層強くなっている。特にバイサイドではSTP推進に対する動機付けが困難としている上、業界としての意思統一が図りにくいという組織構造的な問題を抱えており、このような温度差を埋めていくことが大きな課題となっている。この課題に対し、SIAではバイサイド重視の方向性を明確にした形でSTP小委員会の再編を実行しており、状況は徐々に改善されつつあると言える。

さらに最近のSTP運営委員会の姿勢は、従来のように一気に最終目標を目指すのではなく、現実的な対応項目から確実に達成する傾向にあり、各プロジェクトが進展しSTP化が現実味を帯びてきたことを示している。安易な妥協と変更はすべきでないものの、各分野で個別の目標が設定された現在においては、各

テーマや項目について、それぞれの立場を考慮しながら優先順位付けを行っていくことが大変重要になっている。したがって今後とも、各小委員会が発表するプロジェクトの進捗状況と計画に注目していく必要がある。

目 次

はじめに

I. STP に至る経緯と今後の重点検討分野

II. ホールセール分野における対応

1. 機関投資家取引プロセス
2. VMU の導入とこれまでの経緯
3. バイサイドにおける対応
4. コーポレート・アクションと証券取引上の諸習慣
5. 証券貸借とリコール業務

III. リテール分野における対応 (以下次号)

1. 券面の不動化と無券面化
2. 資金決済

IV. その他の STP 対応と進捗状況

1. ストリートサイド
2. STP を巡る法規制の問題と現状
3. 債券取引
4. データの標準化

V. STP に関連した様々な動向

1. アウトソースの役割と取引プロセスに与える影響
2. STP 環境下における業務継続計画

VI. まとめ

参考文献

はじめに

これまで米国証券業界は、翌日決済の達成 (T+1) を目標にプロジェクトを進めてきたが、2001年7月にSIA (米国証券業者協会) はT+1プロジェクトの一時凍結を決定した。これによりT+1プロジェクト推進時は、取引日の翌日に決済を完了させることが市場参加者の共通目標であったが、STPでは、それぞれの市場参加者でその定義や意味合いが異なってくるため、様々な目標が誕生することとなった。SIAでは大枠の目標として、1) 取引情報伝達の自動化、2) 取引照合の迅速化 (取引日当日に完了)、3) 市場間リスクの軽減、4) 商品やサービス間の連携と効率性の拡大、5) 機関投資家取引における取引プロセスの再構築という5項目を掲げている。また具体的な

重点検討分野として、1) VMU (マッチング・ユーティリティ)、2) 券面の廃止、3) 電子決済、4) コーポレート・アクション、5) 証券 (株券) 貸借、6) データの標準化、7) ストリートサイドの7分野を指定し、達成に向けて注力している。

このようにT+1プロジェクトの凍結後、STPの実現に向けた対応を着実に進めてきている米国証券業界であるが、今後、取り組むべき課題も多い。SIAの各小委員会ではT+1の凍結後から現在まで、基本的にはT+1プロジェクト・チームを存続することを前提に、それぞれの小委員会の中でSTP実現に必要な項目の洗い出しと、テーマの重要度に応じた優先順位付けを行ってきた。したがって、これまでの対応は、T+1プロジェクトで取り上げられた対応分野・テーマの中で、STPの実現に必要なものに限定してきたと言える。今後プロ

ジェクトが進展するにしたい、T+1では注目されなかったものの、STPを推進するにあたり必要となる分野やテーマについて、内容の洗い出しと対応への是非判断が要求されることとなる。

本稿ではT+1からSTPに移行した背景を説明した上で、STPで重要分野として取り上げられた分野を中心に、各分野における進捗状況と現在抱えている課題や問題点を検証していく。さらにSTPに影響を与えると思われるその他の動向についても、その役割や位置付けについて説明していく。

I. STPに至る経緯と今後の重点検討分野

（1）目標変更に至った経緯

米国証券業界では、1995年6月にT+5決済からT+3への移行を実施、その後、T+1（翌日決済）を目標に決済期間の短縮を目指してきた。その意味でT+1プロジェクトの目標は単純明快なものであった。しかし、9月11日に発生した米国同時多発テロを契機に、証券業界に著しい変化がもたらされた。現在の証券業界は、電子化の推進や値踏み単位の細分化（1セント）などが取引ボリュームの増大をもたらす一方で、市場環境の悪化に伴い収益力が低下するという状況にある。またリスク管理という観点からは、決済リスクよりもオペレーショナル・リスクに重点が置かれるようになり、業界の関心事項がDRP（Disaster Recovery Planning：災害復旧計画）やBCP（Business Continuity Planning：事業継続計画）に移行している。このように経費削減や災害時対策の拡充等、証券業界は自らの構造改革が必要な状況に

置かれているため、これがT+1決済からSTPの実現へと軸足を移す要因となっている。

さらにT+1の導入メリットを数値化しにくくなったことも要因として挙げられる。これまで業界内でのT+1実現に期待する部分は大きかったが、時間が経過するにしたい業界を取り巻く状況が複雑になり、T+1実現のための負担コストと削減効果（ベネフィット）の関係を示す正確な数字の把握が困難になってきている。当初（2000年7月）の計画では、T+1実現に向けて必要な資金は4年間で約80億ドル（約9,600億円、1ドル=120円換算：以下同様）、その一方でT+1達成により削減可能なコストは3年間のペイバックを前提に年間約27億ドル（約3,240億円）で均衡していると試算されていた。現在は、リスク軽減という側面からのメリットが当初期待したほどではなく、ビジネス形態やビジネス規模による固有事情や認識の相違が表面化したため、T+1というテーマではプロジェクト運営が維持できなくなってきた。昨年10月に開催されたSTPカンファレンスでは、2005年6月のT+1実施に関して当初より悲観的であったとする意見が出されており、これは業界関係者の本音を代表するものと捉えることができる。

（2）SIAの新たな方針

SIAでは、業界関係者の声を聞き取り調査した上で、昨年7月18日の理事会でT+1実施の是非判断を2004年6月まで一時凍結した。その後も検討を重ねてきた結果、10月のSTPカンファレンスの席上、今後のプロジェクトの位置付けを「T+3環境下におけるSTPを実現（2005年6月目標）すること」と定義し、その後、T+1実施の必要性について再評価する方

針とした。

その一方で、実現にあたっての関係者のモチベーションについては、業務プロセスの効率化、コスト削減、各種リスクの軽減など、これまで関係者が訴えてきたメリットを羅列するに留まり、詳細な調査や分析は行われていなかった。このことについてSIAでは、今後は個別テーマを取り扱う小委員会が中心となり再評価を行うと説明、同時に、金融関係者がそれぞれの企業内においてリーダーシップを発揮してSTPプロジェクトを推進することが必要になるとして、市場参加者からの協力を強く求めており、今後STPプロジェクトを推進していく動機付けに苦しんでいる胸の内を覗かせた。

(3) STPにおける重点検討分野

T+1推進時、取引日の翌日に決済を完了させることが市場参加者における共通目標であったが、STPというテーマは、それぞれの金融機関でその定義や意味合いが異なってくるため、様々な目標が誕生することとなった。

●目標の多様化

- ・市場参加者間における取引情報伝達の自動化を図る。
- ・取引日当日に照合を完了させる。
- ・市場間リスクを軽減させる。
- ・多岐に渡る商品やサービス間の連携や効率性を高める。
- ・機関投資家取引について、増大する取引高に対応可能なプロセスに再構築する。

このため、SIAではSTP化を推進するにあたり重点分野として、1) VMU、2) 券面の不動化と無券面化、3) 電子決済、4) コーポ

レート・アクション、5) 証券(株券)貸借、6) データ標準化、7) ストリートサイドの7つを特定している。但し、各小委員会ではそれぞれのSTP化における具体的な目標を再定義中であり、現時点での区分けや目標設定は仮置きとしている。また7分野以外にも幾つか考慮すべき分野として、8) 引受業務、9) 外為取引、10) 各種法規定の改正、11) コミュニケーションと啓蒙活動、12) 品質保証と移行、13) 決済プロセスを掲げている。

(4) STPを推進する動機付けとは

T+1の場合、至上命題として強制力になり得たが、強制力のないSTPを推進するにあたっては、金融機関各社で確固とした動機付けが必要となってくる。SIA/STP運営委員会では、強制力の代わりに期限を設けた目標設定を行うと同時に、各金融機関や市場関係者が主体的に動くことをあてにしている状態である。さらにSTPのモチベーションに関しては、業務プロセス・フローの「効率化」と「コスト削減」としており、市場の低迷が続く金融業界全体の収益が低下する現在において、STPの推進はプラスに作用すると一部楽観的な考えを示している。

しかし一方で、STPのモチベーションを単に「効率化」と「コスト削減」と定め、幾つかの目標を設定した程度では不十分とする意見も多い。STPに移行してから策定された目標は、対応事項が多岐に渡っているために、優先順位付けが困難な上、期日設定やスケジュールも大変厳しくなっている。加えて軒並み業績が悪化する中、金融機関では強制力のないSTPにまで人材や資金を投入する余裕がない現状にある。特にT+1が外された時点で、パイサイ

図表 1 SIA が指摘する重点検討分野

1) VMU	機関投資家取引におけるマッチング・モデルの定義と改良
2) 券面の不動化と無券面化	証券の不動化や、電子化による現物証券の廃止
3) 電子決済	電子的な支払い方法の導入と普及促進
4) コーポレート・アクション	企業活動の円滑化を目的とした、企業活動情報および財務情報の電子化
5) 証券（株券）貸借	証券貸借業務、主にリコール・プロセスの再構築
6) データ標準化	顧客情報・銘柄情報等のリファレンス・データの標準化
7) ストリードサイド	決済機関および取引所における業務プロセスの改善

ドにとって STP の達成は意義が薄いとされており、一部関係者からは、バイサイドは STP プロジェクトにあまり参画しないのではないのかといった懸念も聞かれている。このように SIA を始めとする各団体では、STP に関して各社を駆り立てる確固とした要因を見出せていない状態である。

Ⅱ. ホールセール分野における対応

1. 機関投資家取引プロセス

（1）取引プロセスの改善と IOC の役割

機関投資家取引プロセスに関しては、ここ数年における出来高の急増や、取引形態が多様化したために取引後の事務処理が非常に複雑なフローを形成したことを受け、T+1 推進時代から最重要課題の 1 テーマとして取り上げられている。そもそもこのように拡大した出来高を、複雑な業務プロセスで処理する現在のビジネス・モデルは既に破綻しているとの指摘もあり、T+1 実施には関係なく、プロセスの再構築は必須であると考えられてきた。このような状況を背景に、これまで SIA/STP 運営委員会に属する IOC（Institutional Oversight Committee）では、問題点を特定した上で、機関投

資家の取引処理に関する新しいモデルを提唱してきた。特に約定後の照合処理について、セントラル・マッチング（集中照合）機能を用いた迅速かつ一貫した処理の重要性を強調しており、この概念を具体化した形として VMU（Virtual Matching Utility：約定照合システム）の導入を推進している。

IOC では該当分野における STP の達成事項として、1) 取引日当日に、2) 標準的な電子メッセージを用いて、3) 全ての市場関係者（セルサイド、バイサイド、カストディアン、決済機構等）がコミュニケーションを図り、4) 合意された個々のトランザクションを、5) 自動決済できる状態にすることと定義している。その上で具体的に実践すべきこととして、VMU を導入するという前提で以下の 3 つの方針を掲げている。

●機関投資家取引プロセスの STP 化における 3 つの方針

- 全ての取引について、取引当日中にアロケーション指示およびその確認を完了させる。
- 市場参加者間のコミュニケーション（約定通知、アロケーション指示、確認および決済指示）を電子的かつ非同期ベースで行う。
- 人手を介した処理は極力例外処理だけに留める。

またIOCではVMUの導入以外にも、下記の3分野について、他のSTP小委員会と連携・共同で対応している。

・データ標準化と業界標準プロトコルの採用

データ標準化や業界標準プロトコルの採用は、SWIFTやISITC-IOA¹⁾などの標準化団体を中心に推進されているが、これら団体が定義した標準規格をVMUにも反映させている。このほかにも、SIA/STP運営委員会傘下のCode of Practice委員会を中心に進められている遵守すべき行動基準や慣行等のガイドライン作成にも関与している。現在のところIOCでは、標準プロトコルについてはSWIFT、ISITC-IOA、SMPG²⁾で定義される標準規定をVMUに導入するとしており、またリファレンス・データ(属性情報)に関しては、BIC³⁾等の標準コードの採用を検討している。

・引受業務

SIAの姉妹組織であるSyndicate Operations AssociationおよびSIA傘下のCapital Markets委員会と連携し、1) 約定確認書と本目論見書の同時送付から分離送付への変更、2) 電子目論見書による送付の実施、3) 発行日決済取引プロセスの改良という3項目をSTPの達成案件として取り上げ、常時進捗状況をモニタリング、または助言を行っている。

・法規定の改定

機関投資家取引におけるSTP化を促進するために、Legal & Regulatory小委員会と共同で、変更が必要となる法規定(SEC、NYSEなどの自主規制機関の諸規定)の特定と改正に向けた支援活動を行っている。現在、改正を必要とする部分の特定作業は終了しているものの、変更すべき内容やそのタイミングについ

て、機関投資家全体の合意が得られておらず、法規定の改正を実現させるには、ある程度の強制力と執行力が必要な段階になっている。

(2) VMU実施にあたっての課題・問題点

前述した通り、IOCではVMUの導入実施を前提にSTPの実現に向けて取り組んでいるが、VMUの実施を巡って以下3つの問題が存在している。これらの問題に関しては現在のところ明確な解決案が出されておらず、引き続き検討している状況である。

(i) プリ・アロケーション取引

機関投資家はプログラム・トレーディングなど特定の取引について、プリ・アロケーション(Pre-Allocation: 注文時に約定した際のアロケーション内容も事前に指示)を行っている。プリ・アロケーション取引の場合、注文を受けたブローカー・ディーラーは、その時点でアロケーションに必要な情報を取得していることとなり、アロケーション指示およびその確認、了承といったVMUにおける一連のアロケーション・プロセスと重複するため、VMUの利用は不必要とする認識が強い。

(ii) 複数ブローカーが介入する取引

(例: プライム・ブローカレッジ取引、コレスポンデント・クリアリング)

現在のVMUプロセスは、複数ブローカーの介入による取引構造の複雑化に対応しきれていない。例えば、ヘッジファンド顧客は複数のブローカーと取引を行い、効率性とコストを考慮してプライム・ブローカー(Prime Broker)を立て、清算・決済など約定後の一連のバックオフィス業務を一括して委託するケースが多い。この場合、注文執行のみに関わったブローカーとプライム・ブローカーが同

時に存在することになり、このような複雑な取引関係者の構造が STP を阻害する要因になると考えられる。これと同様に、顧客情報の管理をせず、注文の取次業務のみを行うイントロデュースィング・ブローカー（Introducing Broker）と、その後のバックオフィス処理を行うクリアリング・ファームが介在するコレスポンデント・クリアリングの場合についても、VMU がきちんと機能するのか、市場関係者は懸念を表明している。

（iii）電子化されないアロケーション処理の取り扱い

中小の機関投資家は、現在でも手作業による発注・アロケーション指示が主流を占めている。手作業でも NYSE Rule 387 に定めた規定（取引確認の通知、決済における手続きに関する規定）を満たしていれば特に問題とはならない。また、これらの機関投資家の管理する資産額の全体は大きいとしても、実際の取引発注件数は少なく、例えば 1 週間あたり 2 ～ 3 ブロック取引しか行われないところに電子化を求める（VMU との接続を求めるなどコスト負担を強いる）意味は小さい。したがって、これらの機関投資家にとっては、業務プロセスの電子化は投資対象としての優先順位は低く、コスト増になるだけで何らメリットがないため VMU の利用には否定的である。

（3）課題とされる取引形態のモデルを提案へ

VMU を用いた機関投資家取引プロセスの再構築には、上記で述べたように様々な問題点を抱えているが、4 月 15 日に IOC 傘下の Business Practice & Matching Implementation 小委員会（ワーキング・グループ）が、プリ・ア

ロケーション取引およびコレスポンデント・クリアリングによる取引モデルを発表した。特に複数ブローカーが取引に介入するコレスポンデント・クリアリングに関しては、以下の通り 4 つのシナリオを用意することで、VMU が有効的に機能することを強調している。

●コレスポンデント・クリアリングにおける照合プロセスの 4 つのシナリオ

- 1) イントロデュースィング・ブローカーとクリアリング・ファームの間に、コレスポンデント・ベンダーが介入するケース
- 2) イントロデュースィング・ブローカーが、VMU へ受渡代金情報（Net Proceeds）の通知までを行う「直接方式」
- 3) 全面的にクリアリング・ファームに VMU との情報交換を一任する「間接方式」
- 4) 3) において、イントロデュースィング・ブローカーが注文執行するケース

提案された取引モデルについて考察すると、ブローカー間の情報伝達回数が増加するほか、決済情報データベース（SID/ALERT）やクロス・リファレンス・データのメンテナンスが要求されるなど、VMU を利用するにあたりブローカー側の潜在的な負担事項が拡大していることは否定できず、問題が完全に解決されたとは言えない内容になっている。

2. VMU の導入とこれまでの経緯

（1）これまでの経緯

VMU の導入にあたっては欧米日の金融機関が出資して設立した非営利団体の GSTPA、DTCC と金融情報ベンダーの Thomson Financial の合併企業である Omgeo、さらに金

融 IT ベンダーの SunGard の 3 社が推進してきたが、実質は GSTPA と Omgeo の 2 大勢力による競争となっていた。米国内の操業に関しては Omgeo 1 社が SEC より認可を取得し、残り 2 社は申請中の状態であった。またこの時点では、VMU の利用に関してセルサイドとバイサイドにおける認識の溝は埋まっておらず、セルサイドが利用に積極的である一方、バイサイドはコスト増になり、メリットを見出せないとする立場を崩していなかった。さらに複数の VMU が稼動した場合の相互接続性 (Inter-Operability) については、大枠の合意はあるとしながらも、具体的な協議は案件が議題となって以降、(昨年10月の STP カンファレンス開催時点で) 16ヶ月以上も行われず、3 社ともに米国市場向けの接続仕様書を作成していないことが明らかとなり、米国では VMU の実施が遅れることが懸念されていた。

しかし、11月22日に VMU を運営していた GSTPA 配下の GSTP AG が、操業の停止と組織の解散を決定したことで状況が大きく転換した。一方の競合相手である Omgeo は、バイサイドを主要顧客とするベンダー各社と提携する、あるいは出資者である DTCC と Thomson Financial に配当金の支払いを決定するな

ど着実に足場を固めており、STP 実現という目標変更後、半年間で両者の立場は対照的となった。このような状況から同分野においては実質 Omgeo の独壇場となる (1 社に絞られる) 可能性が高くなり、現在ではむしろ大幅に進展するのではないかという期待感が高まっている。

米国市場において Omgeo 1 社のみがマッチング・サービスを提供する場合、VMU 間の相互接続性の問題など実施にあたって指摘されてきた多くの障害が除去される可能性が高い。また、VMU との接続方式が単純明快となるため、VMU の利用が大幅に増加するとの意見も多く、STP Business Practice & Implementation 小委員会においても、Omgeo を利用するとの前提で取引処理プロセスを整理、ホワイトペーパーの形で接続方式を発表・提案している。

(2) CTM に向けた 4 つのシナリオを発表

昨年11月15日に SIA/STP Business Practice & Implementation 小委員会より、Omgeo が推進するマッチング・ユーティリティの CTM について、移行・導入するためのガイドラインが発表された。発表されたガイドライン

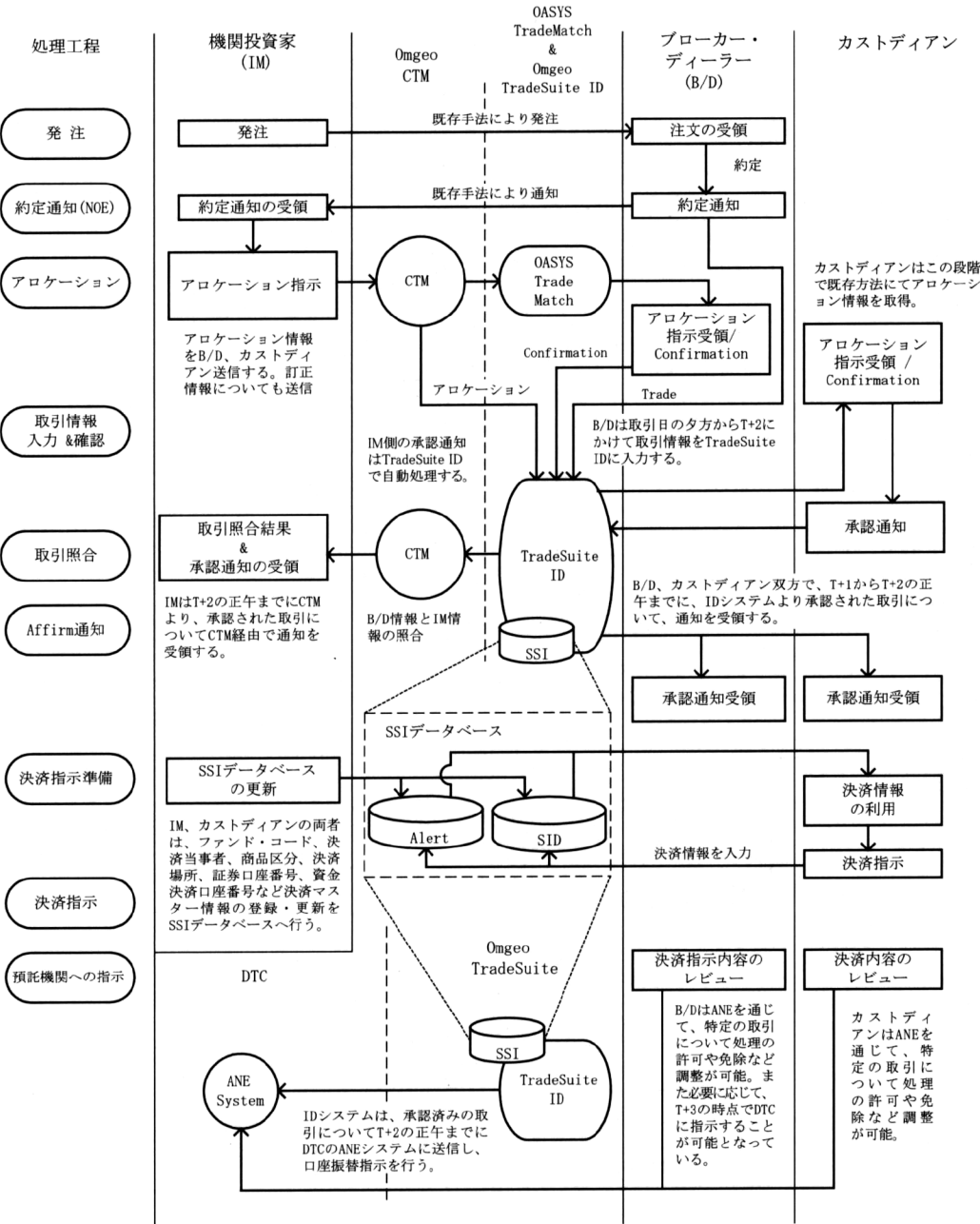
図表 2 CTM 導入に向けた SIA/STP 委員会のシナリオ

パターン	機関投資家	ブローカー・ディーラー	カストディアン
シナリオ 1	Omgeo CTM	OASYS TradeMatch Omgeo Tradesuite/ID の併用	Omgeo TradeSuite/ID
シナリオ 2	OASYS TradeMatch Omgeo Tradesuite/ID の併用	Omgeo CTM OASYS TradeSuite/ID Omgeo TradeMatch の 3 機能を併用	Omgeo TradeSuite/ID
シナリオ 3	手動処理	Omgeo CTM	Omgeo TradeSuite/ID
シナリオ 4	OmgeoCTM	Omgeo CTM	Omgeo TradeSuite/ID

(出所) SIA/STP Business Practices & Implementation Subcommittee Omgeo CTM Migration Scenariosより。

図表3 CTM を用いた取引フロー

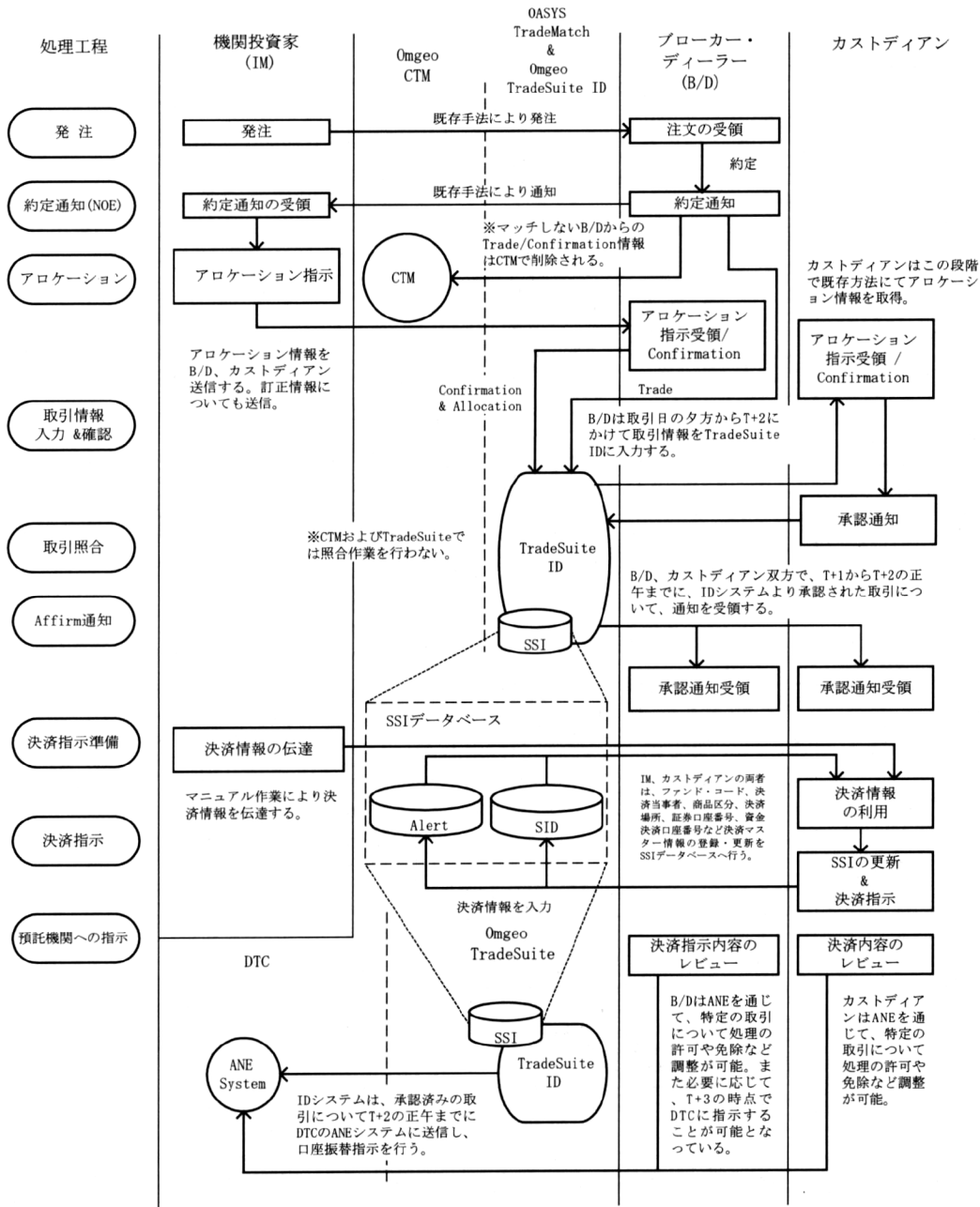
シナリオ1：機関投資家はCTMを利用，ブローカー・ディーラーはTradeMatchとTradeSuiteを併用，カストディアンはTradeSuiteのみ利用



〔出所〕 SIA/STP Business Practices & Implementation Subcommittee Omgeo CTM Migration Scenarios より大和総研作成。

図表5 CTM を用いた取引フロー

シナリオ 3：機関投資家は手動方式、ブローカー・ディーラーはCTMを利用、カストディアンは Trade-Suite を利用



〔出所〕 SIA/STP Business Practices & Implementation Subcommittee Omgeo CTM Migration Scenarios より大和総研作成。

では導入するシナリオとして4つのパターンを想定しており、機関投資家が「Omgeo CTM」,
「既存照合システム(OASYS の TradeMatch, TradeSuite/ID)⁴⁾」,「手動処理」のどのパターンを選択しても、ブローカー・ディーラー側で対応できるよう網羅されている。

その一方で、それぞれのプロセス・フローに注目すると、機関投資家、ブローカー・ディーラー、カストディアンという取引プロセス上に存在する関係者の中で、シナリオ4以外（CTMを利用するのが一部に限定された場合は、照合作業など処理の多くを既存システムに依存することになり、CTM（マッチング・ユーティリティ）の形骸化は免れなくなっている。つまり、ブローカー・ディーラーにとっては、全ての顧客（機関投資家）がCTMへ切り替えない限り、既存処理方式の廃止を行えず負担軽減とはならない。また機関投資家とブローカー・ディーラーの双方がCTMを利用しない限り、カストディアンにとってはメリットが無くなる。VMU導入によるSTP化の是非は、やはりバイサイドが統一した行動を取れるかにかかっていると言えよう。

3. バイサイドにおける対応

（1）STP バイサイド小委員会とその役割

SIA/STP プロジェクトのバイサイド小委員会は、機関投資家の各種機関・業界団体のリーダーによって構成されている。2001年1月の設立以来、T+1プロジェクト推進にあたってバイサイドの「声」となることを目的に、月次での関係者間の電話会議やベンダーとのミーティングを行ってきたほか、意見集約（アンケート調査）やコメント発表、白書の取りまとめなど、機関投資家同士の情報交換と相互支援をサ

ポートしてきた。同時に同小委員会は、比較的ブローカー等セルサイド中心に構成されているSIAのSTP/T+1プロジェクトの中で、機関投資家との接点となる窓口の役割を果たしている。

（2）STPの実現に関するバイサイドの意識

昨年10月に開催されたSIA主催のSTPカンファレンスにおいて、バイサイド小委員会より機関投資家などバイサイドのSTP/T+1に対する意識・意欲に関する調査報告があった。それによると、これより直前の昨年9月に開催されたICAA⁵⁾主催のカンファレンスでは、STP/T+1実現へ向けた強い意欲は存在していなかったとしている。また機関投資家を対象に、STP/T+1の実現に関する意識調査「Investment Manager Business Survey」を過去2回（1999年、2002年）実施したが、その調査結果はどちらも対応に消極的な内容に留まった。

特に2002年の調査では34社が対象となり、そのうち22社が協力を事前合意したものの、結果は書面での回答が9社、口頭での回答が3社という低調な参加状況となった。調査対象となった34社では、いずれもT+1の実現によって得られる意義深い利益はないとしており、かつ処理プロセスの自動化の対象が株式取引に傾倒していることを問題点としていた。さらに、アンケート内容自体が繰り返しの質問と柔軟な回答が難しい形式であったことも、回答数を減少させた要因であると指摘している。以上の通り、バイサイドにおけるSTP実現に関する意識はセルサイドと比較してかなり希薄であることがうかがえる。

(3) バイサイドから見た STP 実現への障害

また10月の STP カンファレンスでは、バイサイド小委員会の報告に対して、会場の出席者から今後の STP プロジェクト推進にあたり、幾つかの障害となる要因が挙げられた。例えば、処理プロセスの自動化や合理化について十分な検討が行われていない状況が指摘されるとともに、暫定措置としての T + 2 への移行には反対するコメントや、セルサイドの都合しか考慮されていない現状の STP 計画には反対する意見が相次いで出された。以下、カンファレンスの席上、指摘された意見の概要を列挙したが、委員会ではこれらの意見や要望をプロジェクトに反映するため、バイサイドとしての優先事項を整理したうえで白書の形で業界としての意志表示を行うとしている。

- ・米国同時多発テロ事件が業界関係者の意識に与えた影響が大きい。

2001年9月11日に発生した同時多発テロ事件以降、事業継続計画 (BCP : Business Continuity Planning) のように、もっとフォーカスすべき事項があるのではないかという認識が拡大しており、STP 実現が最優先課題という考えに疑問を持っている。

- ・景気後退により、高コストなプロジェクト・テーマとして認識されつつある。

コスト削減のメリットは、セルサイド側にしか存在せず、各プレイヤー (特にバイサイドとカスタディアン) に対して、STP 実現へのモチベーションが何であるかが整理されていない。中小企業の多いバイサイドにとっては、コスト負担が最大の問題であり、実現へのインセンティブが明確にならない限り、各社の年度予

算には組み込まれないとの認識を持っている。

- ・プロジェクトへのバイサイドの協力と関与がない。

STP 実現へのメリットはないとするバイサイド側の認識に、セルサイドはきちんと回答していない。T + 1 の時は法制化される予定であったため、コスト負担する理由付けができたが STP の場合は難しい。バイサイドとしては STP の実現を強要されているとの感覚を覚えており、プロジェクトを進めていくためには、業界全体の合意とコンセンサスがまず必要と考える。特に、これまで STP/T + 1 の実現に投資してきた金融機関と投資する余裕のない企業の双方の立場を考慮することが必要であり、現状の STP ありきの姿勢では協力はできない。

- ・2005年までの STP 達成には対象分野が広範囲過ぎる。

バイサイドでは STP 委員会で取り上げられている全てのテーマに対応するだけの余力がない。例えば、図表7にあるような課題・問題点があると考える。

(4) STP 推進に向けた組織・意識改革へ

このようにバイサイドが持つ STP への関心や意識は、セルサイドと比較すると依然として低い状況にあるが、SIA を始めとする各団体では、このような現状の打開に向けて様々な努力を続けている。例を挙げると、昨年11月に SIA では STP 小委員会の構成について、新たに機関投資家取引プロセスの問題点を分析する「Business Practice & Implementation」や、取引前プロセスの STP 化を推進する「Front Office」の2委員会を新設するなど、よりバイサイドに重点を置いた組織編成を行っている。また一方でバイサイド業界においても、STP

図表7 STP で取り上げられている各テーマとバイサイドから指摘されている課題・問題点

テーマ	課題・問題点
①法規制変更への準備と対応	・ 広範囲な変更が必要と考えられるが、間に合うのか。
②VMU の問題	・ VMU 間の調整が全く行われていない（相互接続性問題）。 ・ プライム・ブローカレッジ取引など複雑な取引・商品が多く、依然として人手を介入する処理が多く残る可能性が高い。 ・ 決済指示データベースへのアクセスが集中している。
③海外との接続・繋がり	・ これまでT+1 プロジェクトは、時差による影響を真剣に検討してこなかった。 ・ 海外投資家に不利な扱いとなるとの危惧も多い。 ・ 欧州60ヶ国、アジア35ヶ国、その他5ヶ国のクロスボーダー取引（注）は、年間約5,000億ドル（60兆円、1ドル=120円換算）に上る。この部分の決済処理をどうするか。地域による時差の取り扱いやマルチカレンシー対応の問題、あるいは国によっては外国（米国内）に口座を設けられないといったケースも予想される。 （注）Annual Net Purchase of Long Term Domestic Securities By Foreign Investors
④取引マッチング処理以外のワーク・フロー	・ 物理的な券面の廃止 ・ 小切手による決済処理の取り扱い ・ コーポレート・アクションの電子化など →全ての案件を同時に対応することはできない。またそれぞれのテーマに対して、優先順位付けがされていない状態で対応することは非常に難しい。

に関する教育・啓蒙活動を展開する、あるいは STP の各ワーキング・グループに対して人員を派遣するなど積極的に関与していく方針を打ち出しており、今後このような意識改革の成果が期待されるところである。

4. コーポレート・アクションと証券取引上の諸習慣

（1）Corporate Action 小委員会の役割

Corporate Action 小委員会では、1）財務情報や業績発表など、企業の諸活動に関する通達プロセスの標準化と情報配信手段の電子化、2）証券取引に関連する諸習慣の標準化および電子化という2項目の実現をテーマに活動している。T+1 プロジェクトの実施が一時凍結し、新たに STP 達成が目標となった現在も小委員会の役割に大きな変更は生じておらず、上

記2項目をコア・ミッションとして STP 化の推進にあたっている。その中で現在最も注力している分野として、「証券受渡しに関する情報の標準化・電子化」が挙げられ、当小委員会が主体的な役割を果たしている。

（2）証券受渡しに関する情報の標準化・電子化

証券取引後、決済期日になっても証券（券面）が受領できないという証券受渡しの不履行に関して、現状では、1）買い手が売り手に対して受渡しに関する通知義務（Notice of Liability）⁶⁾を行い、2）さらに一種の督促状（Buy-Ins）⁷⁾の送付を行っている。これは各自主規制機関が定めた規定に即した運用手順で、通知手段として米国株式については DTCC が運営する CNS（Continuous Netting System

：株式決済照合システム)を通じて行うが、その他の証券ではFaxの利用が一般的となっている。またこのような通知義務や督促状の送付は、ブローカー間取引に限らず、ブローカー－機関投資家間、また証券貸借業務においても一般的である。

前述の通り、米国株式についてはCNSが利用されているものの、その他の証券についてはFaxを用いることが主流である。このため、内容・形式が統一されず、かつ人手が多く介在する状態にある。また米国株式で利用するCNSについても、現状ではT+3が前提であり、証券受渡しに関するSTP化を促進させるためには、CNSとは独立した新たなコミュニケーション機能が必要になってきている。

このため小委員会では、証券の受渡しに関連した新たなコミュニケーション機能として「Universal Hub」の構築を提案、現在、DTCCが中心となって構築を行っている。同システムは証券受渡しに関する情報ハブとして、1)証券受渡しに関する義務通知(Notice of Liability)、2)督促状の通知(Notice of Buy-Ins)および3)証券貸借におけるリコール(Recall)業務に関する情報ハブとしての機能を有す。特に証券貸借業務では、一般のプロバイダーが提供するリコール・システム・サービスであるARMS(Automated Recall Management System)を相互接続させる役割も担う予定である。

5. 証券貸借とリコール業務

市場の低迷が続く中、手持ちの証券を他の金融機関へ貸与する、あるいは貸し手と借り手を仲介することで、価格の変動リスクを受けることなく利益(手数料)を得る証券貸借業務が拡

大しつつある。その一方で同分野における業務プロセスは、通常取引業務と比較して全体的に人手の依存率が高く、業務の拡大が進むにしたがってSTPの対象分野として注目を集めるようになっている。以下、証券貸借とリコール業務について、現在の状況と課題について述べていくことにする。

(1) リコール・プロセスの自動化

証券貸借のプロセスに注目すると、貸借交渉などプロセスの一部は電子化されているものの、全般的に人手の介入が多い。特に貸し手が借り手に対し、証券の期中返還を求めるリコール(Recall)の処理については、その依存割合が非常に高くなっている。その結果、通常の貸借契約では契約締結から決済まで同日で処理されるのに対し、リコールが行われた場合はT+3ベースで処理されている状況にある。さらにリコールの処理は、基本的に貸し手と借り手の当事者間による相対交渉となるため、非効率な処理フローを形成している。したがって同分野における達成事項として、リコール・プロセスの電子化に焦点が当てられている。

リコール・システム(ARMS:Automated Recall Management System)の構築にあたっては金融ベンダーや金融機関で組織したコンソーシアムなど、一般企業がサービス・プロバイダーとして主体的な役割を果たしている。ARMSの機能はプロバイダーによって異なるものの、基本的に1)Recall、2)Notice of Intent to Buy-In、3)Buy-In Confirmationといった3種類のメッセージを取り扱っている。

●ARMSで扱うメッセージ種別

・Recall:証券の「貸し手」が「借り手」に対

して、証券の期中返還を求める通知。

- Notice of Intent to Buy-In : 返還期限を過ぎた貸借契約について、第3者より証券を取得することで返還を求める督促通知。
- Buy-In Confirmation : 借り手が第3者から証券を取得し、貸し手への返還を完了したことを通知。

各種サービスを提供するプロバイダーでは非効率な相対取引を解消するために、一種の電子市場を設立しており、借り手または貸し手の検索機能や交渉機能を始めとして、契約後における一連の業務サービスを提供する。現在、プロバイダー各社では既存提供サービスに加えてリコール・システム（ARMS）を構築・準備しており、今年の第2～3四半期にかけてリコール業務サービスを開始する予定である。

（2） ARMS 間における相互接続性

ARMS が複数構築された場合、1つの ARMS コミュニティ内ではリコール処理は自動化されるが、現状では他社提供の ARMS サービスを利用する金融機関とは取引出来ない。そこで DTCC では、複数の ARMS を接続する機能「Universal Hub」を構築することで、ARMS 間の相互接続を図っている。これまで複数のベンダー企業と連携して要求定義書や機能、さらにメッセージ標準の確認を行っている。また Universal Hub は証券貸借業務におけるリコールのほか、通常取引における Buy-In メッセージおよび企業活動に関する情報（Corporate Action）のハブ機能も兼ねる。リコールのハブ機能については今年4月17日に総合運用試験を開始しており、第2四半期までには本番実施を予定している。

（3） 今後の目標と課題

Securities Lending 小委員会では、RMA⁸⁾（Risk Management Association）および ISITC/IOA と共同で、証券貸借業務の STP 化を推進している。これまでの主な活動としては、ARMS で用いられる各種メッセージについて、ISO15022⁹⁾に準拠したフォーマットを制定し、これをプロバイダー各社で採用するよう奨励してきた。さらに次のステップとして、1つの ARMS に参加することで、全取引相手と交渉が可能な環境を構築することを目標としており、DTCC による Universal Hub の実施は、このような環境を実現する第一歩であると言える。但し、公共性の色彩が強かった VMU（マッチング・ユーティリティ）において、過去に相互接続性の問題が浮上し、解決に至らないまま GSTP AG が解散した経緯がある。したがって、よりビジネス嗜好の強い ARMS サービスを提供するプロバイダーが、相互接続性を確立するために競合他社と協力していくかは不透明と言える。今後も、プロバイダー各社の動向と、DTCC が提供するハブの接続状況について注目していく必要がある。

注

1) ISITC-IOA (<http://www.isitc.org/>)

International Securities Association for Institutional Trade Communication - International Operations Association の略。STP を業界横断的に達成するため、証券関係者で構成した民間組織。主に約定後から決済までのいわゆるポスト・トレード部分を対象として STP の推進を図っている。

2) SMPG (<http://www.smpg.info/>)

Securities Market Practice Group の略。1998年7月に SWIFT が出資・設立した団体組織で、現在の証券市場における各取引プロセスや諸習慣を見直し、これを STP に適合したものに改善・標準化しよう支援を行っている。そのほかに SMPG では、FIX, ISITC-IOA, SIA/STP 運営委員会など STP を推進する団体と意見交換を行い、取引プロセスや取引慣行の標準化を推進する牽引役となっている。

3) BIC (Bank Identifier Code : 銀行識別コード)

国際的な金融機関識別コード (ISO9362) であり、4桁の銀行コード、2桁の国別コード、2桁の地域コード、3桁の支店コードの合計11桁から構成されている。

4) OASYS TradeSuite

機関投資家、ブローカー、カストディアンといった市場参加者間において、約定内容を照合するシステムである。従来は OASYS と TradeSuite は別システムであったが、Omgeo の設立と同時に両方のシステムをリアルタイムで処理する単一照合システムとして再構築された。TradeMatch はアロケーションとその確認を自動的に行う TradeSuite の一機能を示す。

5) ICAA (Investment Counsel Association of America : <http://www.icaa.org/>)

300社以上の投資顧問業が加入している業界団体。1937年に設立され、1940年の Investment Advisers Act 制定に主要な役割を果たした。

6) 証券受渡しに関する義務通知 (Notice of Liability) 規定

証券受領予定者 (買い手) は、T + 3 以内の証券受渡しに困難になりそうな取引相手 (売り手) に対し、決済期日の24時間前までに通知を行う規定。内容は、売り手に対して証券を受け渡す義務があることを再認識させるもの。買い手はプレ・マッチの段階 (T + 2 時点) で

フェイルする可能性のある取引を把握し、この情報に基づいて通知を行う。規定は以下に掲げた各機関の規定や合意で制定されているが、どれも一貫性を欠いているのが実情である。

【証券受渡しの不履行に関する各種規定・合意文書】

NYSE Rule 180, Amex Rule 752, NSCC Rule 11810, Securities Lending Agreement, Institutional Client Agreement

7) 返還期限を過ぎた貸借契約について、第3者より証券を取得することで返還を求める督促通知。

8) RMA (Risk Management Association)

金融業界における各種リスクに特化して研究を行う国際組織。世界約3,000の金融機関が加入する。

9) ISO15022

市場関係者間で用いるメッセージについて、データの定義や作成ルールを制定した証券メッセージの国際標準で、1984年に制定された ISO7775 を大幅に改訂したものである。ISO15022 は 1) データ・フィールド、2) 定義情報、3) フォーマットの3つの要素から構成されている。

(日向康一 大和総研新証券システム開発本部主任研究員)

(伊藤慶昭 大和総研NY情報技術センター主任研究員)