証券決済制度等について

三國谷　勝　範

関理事長　それでは、お待たせいたしました。

案内をいたしましたように、本日の研究所の「資本市場を考える会」は、金融庁の三國谷審議官をお招きをいたしまして、「証券決済制度等について」という題でお話をいただくことにいたしております。

きょうは三國谷審議官、お忙しいところ大変ありがとうございました。

三國谷さんのご略歴は、お配りしてありますが、昭和六三年に、当時の大蔵省証券局の流通市場課の課長補佐をなさいました。多分、ちょうどリクルート問題があった前後だと思います。その後財政、官房等のお仕事をなさって、平成九年に、当時の大蔵省の証券局の企業財務課長にご就任になり、このころ、ちょうど最近実際に稼働しておりますEDINETの方向づけなどをご担当なさったように記憶をしております。その後、ご承知のように組織改正で金融監督庁ができたわけですが、一貫して金融監督庁時代の大蔵省金融企画局、それからさらに金融庁で証券関係のお仕事をずっと担当されておられます。

最近は、証券市場全体の実質的な責任者でいらっしゃいますけれども、特にこの証券決済制度の問題については、立法段階、その前後の種々の検討においてずっとまとめ役をしておられます。

きょうは、ご存じのように法律が通った直後でござ

います。この法律の考え方、内容、これができるまでのご苦労話、それからまたご承知のように、これからこの新しい法律の枠組みの中で、遅れているといわれております我が国の証券決済制度を一定の時期までに改革し立ち上げるという大変大きな課題があるわけで、行政も民間も精いっぱい取り組まなければならない段階であります。どういう課題があり、どういうことが必要かということにも触れていただけるのではないかと期待しております。

では、審議官、どうぞよろしくお願いいたします。

ご紹介いただきました三國谷と申します。よろしくお願い申し上げます。

ただいま関さんからご紹介いただきましたが、証券の経験としては、昔、流通市場課に約一〇カ月ほどいたことがございます。当時、リクルート事件とかいろいろあったときで、そのとき関さんが協会を代表して国会で随分ご答弁された、そういう時代です。

そのときに、インサイダー取引とか、リクルート事件に絡む株式の公開のあり方について――それから約一〇年ほどたってからまた見直しが行われるわけでございますが――五％ルールとか、そのときの時代の流れを反映したいろんな改正が行われました。

当時は、株価が三万八〇〇〇円～三万九〇〇〇円をつける直前でして、いうなれば日本の株式市場は、今とは全く正反対の環境の中で、過熱と申しますか、その中でどうやったらいいかを考えるという時代でした。

それから一転して、別の状態の中で証券市場をどう改革していくかということで、今いろいろな課題に取り組んできているわけです。あらゆる政策なり、あるいは選択というのが完全に一〇〇％

ということはなかなかあり得なくて、必ず日の当たる部分もあれば日の当たらない部分もあるという中でのバランスとか選択をどうやっていくかというような話が多いかと思います。

そういったことは、また後ほど申し述べるとして、まず証券決済制度からご説明を申し上げたいと思います。

一、これまでの経緯

証券決済法制の整備ということで、昨年からことしにかけて二段階に分けて法律改定作業が行われましたが、この話がいつごろから来ているかといいますと、平成一一年二月に経済戦略会議答申というのがありまして、この段階では、「統一的な証券決済の整備」と「ＣＰのペーパーレス化」の二つの課題がある意味では独立した形で進み始めました。

まずＣＰ（コマーシャルペーパー）のペーパーレス化につきましては、「規制緩和推進三カ年計画」を受けて、一二年三月に「ＣＰのペーパーレス化に関する研究会報告書」が法務省において取りまとめられました。もちろんそれには、私ども金融庁とか、あるいは関係省庁も入っていますが、その研究会報告書を受けて、さらに「規制緩和推進三カ年計画（再改訂）」でそのことがうたわれる、こういった流れが一つです。

一方、統一的な証券決済の整備については、自民党の金融問題調査会の債券市場問題小委員会の提言がございまして、統一的な証券決済の整備をすべしという形の提言を受けたわけであります。これを受けて、私ども金融庁、当時であれば大蔵省の金融企画局になりますが、金融審議会における審議を経て、平成一二年六月に「証券決済シス

テムの改革に関するＷＧ報告書」をいただいたということでございます。したがいまして、報告書をいただいてから、まだ二年たっていない状態であります。

この二つは、それぞれ独立した要素もありますが、よくよく考えてみますと、ＣＰのペーパーレス化、あるいは統一的な証券決済の整備と申しましても、ちょうど真ん中にあるコアの部分、これはいうなれば電子による振替と申しますか、新たな権利の移転方式を開発しなければどうにもならない。しかも、これが解決すれば、両者も進み始める。また、それぞれの仕組みがばらばらでは非常に使いにくかろうということで、この二つを統一して考えようという流れになったわけであります。

「日本新生のための新発展政策」、「経済構造の変革と創造のための行動計画」あるいは「規制改革推進三カ年計画」等で、統一した考え方のもとに提言があり、一三年四月一六日の緊急経済対策において、「証券のペーパーレス化や決済期間の短縮等を図るため、社債、ＣＰ、国債等について振替制度を創設する等、所要の法整備を図る」ことになりました。これを受けて、第一弾として、三年六月、ＣＰ二法といっておりますが、「短期社債等の振替に関する法律」と「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律」を国会で可決成立させていただきました。その後さらにいろいろな検討を経、またＷＧ（ワーキンググループ）でセーフティーネットの問題なども議論して、今度の第二弾として、一四年六月、社債、国債等まで拡大した証券決済法（「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備に関する法律」）を成立させていただきました。

こう言いますと、非常に平板に聞こえるわけですが、ここに至るまでにはいろんなことがございました。端的に申し上げますと、コマーシャル・ペーパーのペーパーレス化、すなわちペーパーのペーパーレス化という、言葉としては大変おもしろい表現になるのですが、このコマーシャル・ペーパーのペーパーレス化ということ自体が、今回の作業のある一つの特徴を物語っているのではなかろうかと思います。

ご案内のとおり、コマーシャル・ペーパーというのは現在約束手形という形で流通しているわけでありまして、この約束手形は、権利というものをペーパーにくっつけることによって流通性を増した画期的な手法だったわけでありますが、その当時権利の動的安全の保護という意味では最もすばらしいというか先進的なものが、この電子の時代に、むしろ紙から切り離して、電子の方に移りかえることによってさらに流通性等を高めよう、こういう話でございます。

しかしながら、このこと一つとりましても、実は大変難しい問題がいっぱいございました。約束手形でありますから、これは紙そのものであります。紙からＣＰというものを引き離した瞬間に、もうそれは約束手形ではなくなる。また、紙を前提としていた流通の仕組みが根本から変わってしまいますから、それをどうやって解決するかといったような問題があります。また、電子の振替といっても、それは効力要件なのか対抗要件なのかとか、いろいろ法制的にはかなり詰めなくてはならない問題を乗り越えながら、新しい仕組みをこしらえてきたわけであります。

正直申し上げまして、一二年六月に金融審議会のＷＧ報告書、あるいは一二年三月の「ＣＰのペーパーレス化に関する研究会報告書」が出た段

階では、あるべき姿というのは相当うたわれておりますけれども、リーガルな意味ではその後から本格的な研究が始まったという状態になります。この間、金融審議会のみならず、法制審議会、あるいは実務界の方との話し合いなど相当なステップを経てきたわけですが、昨年度、第一弾をつくるときには非常に難産をしまして、本当にこれを法案化できるのかという時点も何度かありました。

ＣＰ二法は一三年六月二〇日に成立しておりますが、その法案を国会に提出したのは、実は一ヶ月前のたしか五月二四日ごろだったと思います。通常の法案でありますと、大体二月か三月ぐらいには出すことになっているのですが、連休を越えて、法案の作業をいろいろ進めて何とか提出・成立までこぎつけた、こういう状態であります。したがいまして、この作業に携わったチームは、昨年は連休は全くありませんでした。ことしは幸いにして法案自体はスムーズに出すことができ、連休は休ませていただいたというのが実態であります。

二、ＣＰ二法の制定

昨年度は、ＣＰについて振替制度を創設したわけですが、その骨子の一つはＣＰのペーパーレス化、一つは振替の記録を権利移転の効力要件にする、いま一つは単層構造の振替制度ということでおおまかに整理できるかと思います。

ＣＰのペーパーレス化については、会社が発行する一種の債券と申しますか債務であって、かつそれが約束手形でないものは、商法の世界では一体これは社債なのかどうかという大議論がございました。商法上の社債というのは申し上げるまで

もなく、相当ガバナンスというか、かなり規制がかかったものを称しております。しかしながら、商法とは違うものをこしらえた場合に、会社が発行するものは一体何なのかというところの議論があったわけであります。

ややくどくなりますし、私は商法の専門家ではないのですが、全く私の個人的な考えだけを申し上げますと、どうも商法の株式とか社債というのは、その昔をずっとさかのぼってみますと、事業資金調達の手段として考えた場合に、その方法論としてそんなに差異を設けていなかったようなところもある。

事業資金の調達のために社債というものがあったとすれば、プロジェクトが一〇〇であるとすれば、一〇〇を全部資金調達できることによって初めてその事業は成り立つ。仮に応募した人が三〇ぐらいしかいなければ、事業ができないわけですから、三〇の人たちだけで契約を成立させると大変困ったことになる。したがって、全部が払い込まれた時点で一体的に成立する、そこにそういったものを担保する手段として総額引受けとか、引受けという概念が出てきたというのが私の勝手な解釈であります。

ところが昭和二三年でございますか、証取法ができ、証取法でも引受けという言葉が使われたものでございますから、どうもこの引き受けという言葉が、用語例において若干混乱が見られるというところがあろうかと思います。

話をもとに戻して、いずれにしてもそのように社債を位置づけた場合に、全く対照的な資金繰りの手段であるところの、一年未満の、頻繁に流通するコマーシャル・ペーパーに類するものは、これは社債といえるのかどうかというところの問題があったわけであります。

この問題につきましては、この短期社債法におきまして、ＣＰについては相当利用されている資金繰り手段であるということに着目して、従来の約束手形と機能的には実質的に同一になるような新しい社債の概念をこしらえ、それを短期社債と称することとしたわけであります。いろいろな法律に短期社債法という言葉が出てまいりますが、そういった新しい商品概念というのを開拓することによって、このコマーシャル・ペーパーのペーパーレス化ということを図りました。

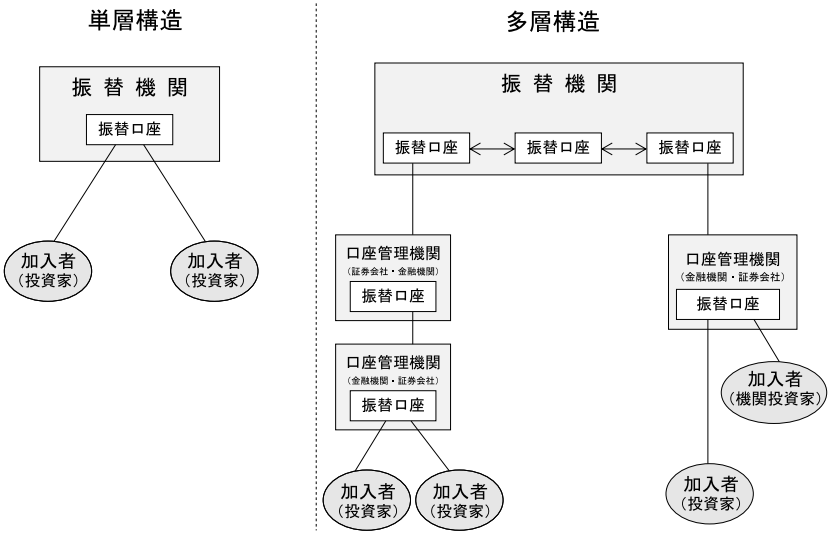
しからばその商品をどうやって振替なり権利移転の世界に持ち込むかという世界に入っていくわけであります。

それが「振替の記録を権利移転の効力要件にする」ということであります。仮に一つの電子振替の世界で権利の移転が行われたことが単なる対抗要件であったとします。そうすると、電子で振り替えたとしても、一方それ以外の権利を別途相対で譲渡し先に向こうの方で対抗要件が具備されていたとすれば、せっかく電子取引したのにそれが全然信頼が置けなくなる。したがって単なる対抗要件ではなくて、効力要件にする、それ以外では権利が移転しないという法制をこしらえる必要が当然ニーズとして出てくるわけであります。

しかしながら、これがなかなか容易ではありませんで、こういうことが本当に可能かどうかというところは、法制審議会も含めて大変な議論をいたしまして、何とかこういった制度をこしらえることができたわけであります。

単層構造の振替制度ということにつきましては、資料１をごらんいただきたいと思います。昨年度はＣＰについて単層構造で走りましたが、私どもはもともと単層構造ではなくて、右側の多層構造を目指していました。

（資料　1）



単層構造と多層構造の違いは何かと申しますと、単層構造というのは振替機関、株券についてみますと保管振替機構がございますが、そこに直接加入者がつながる。しかしながら普通の個人ではなかなかつながることができませんので、大体機関投資家に限られてしまう。ＣＰであれば機関投資家がほとんどですので、それでも機能するだろうということで、単層構造で昨年は出発したわけですが、私どもが基本的に目指していたのは多層構造です。

多層構造では、振替機関の下に口座管理機関として金融機関とか証券会社がつながり、投資家はそこに間接加入することによってこの振替制度に参加することができるようにする。あるいは口座管理機関の下にさらに口座管理機関がつながることにより、例えば系統などの場合ですと二段階、三段階で積み重ねが行なわれる。したがって、一

般投資家は一番身近なところに行けばこの制度に参加できるようなシステムも可能にする、こういうことであります。

しかしながら、この多層構造を実現するに当たっては、見た目でわかりますとおり、制度が単層構造より大変複雑ですので、いろいろな事務リスクの遮断といいますか、誤記録があった場合にどうするかといった調整が大変難解でした。そこで、昨年度は単層構造で出発したわけでありますが、そういったことを含めて今回は多層に関するインフラ整備の第二弾として、証券決済システムの発展、拡大を図ることができました。

三、今回の改革の内容

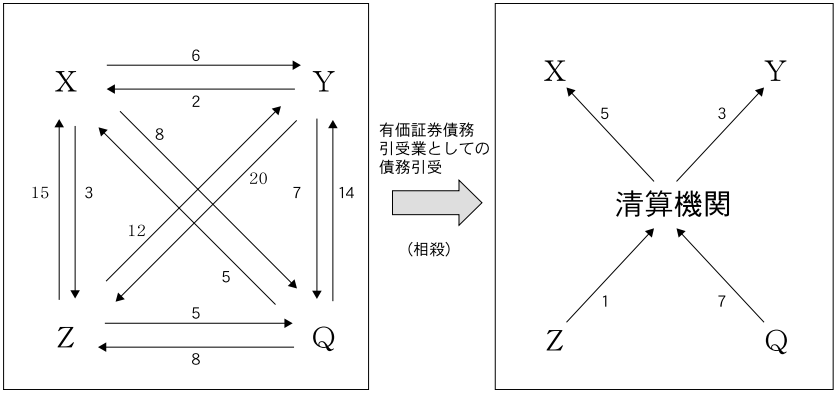
今回の改革では、まず一つは、統一的な証券決済法制の対象を、ＣＰから社債、国債等へ拡大することとしました。

なお、株式については、現段階ではまだ実現しておりません。社債、国債、ＣＰまでは、広い意味では経済権と申しますか、株式の用語に置きかえますと自益権、これがメインなわけであります。ところが株式になりますと、議決権など共益権が絡んでまいります。それは、あるときには株主としての権利の行使であったり、逆にある程度の株式の保有割合に達したら、いろいろな義務が生じることもある。そういった権利義務の調整規定が、直ちに経済権と同じような形で解決できないところがあり、なおその辺の検討をしなくてはならないということであります。この点につきましては、現在法務省と研究会を始めておりまして、さらにチャレンジしていくという状態になっております。

二点目は、振替決済制度を単層構造から多層構

（資料　2）

清算機関等を用いた清算の効果



造にかえることができたことであります。この結果、一般投資家が証券会社・銀行等に口座を開設することが可能になり、発展性のある証券決済システムが実現することになるわけであります。

三点目は、清算機関に関する制度の整備であります。これにつきましては、資料2をごらんいただきたいと思います。

いろいろな取引が行われたときに、参加者が沢山いますと、そこでの決済は参加者掛ける参加者の数だけ行われなくてはならない。これは大変錯綜しますし、間違いも起こりやすい。そこで右側のように、こういったものを中央の清算機関が全部吸い上げることによって一元管理する。手形交換について、それぞればらばらで決済するよりは手形交換所で一括して決済した方がはるかに早いのと同じです。

ただ、この清算機関は逆に非常にリスクを背負

う機関であります。一種の債務引き受けをする、そういった事業体になりますので、決済事務の標準化を図り、決済事務量を削減することが必要であります。証券取引ですので、約定、清算、それから決済とステップを踏んでいくわけですが、その清算というものをこのような清算機関により、しかもアウトソーシング化して、統一的にできるような、そういう制度をつくることによって、決済制度の効率化を図るということであります。

四点目は、一般投資者保護のための仕組みをこしらえております。それを説明するためには、実はこの証券決済システムが抱えているいろいろな特徴というものをまず説明することから始める必要があろうかと思います。

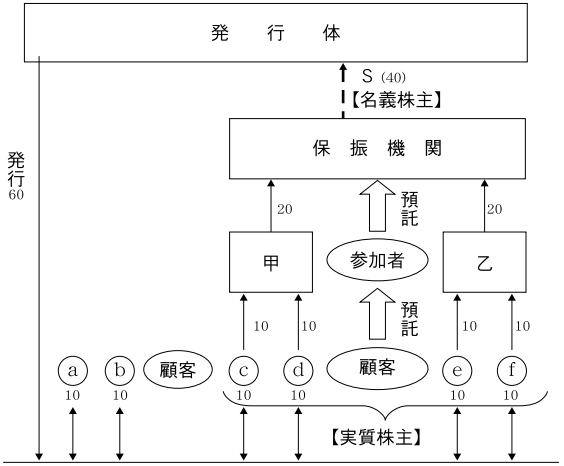
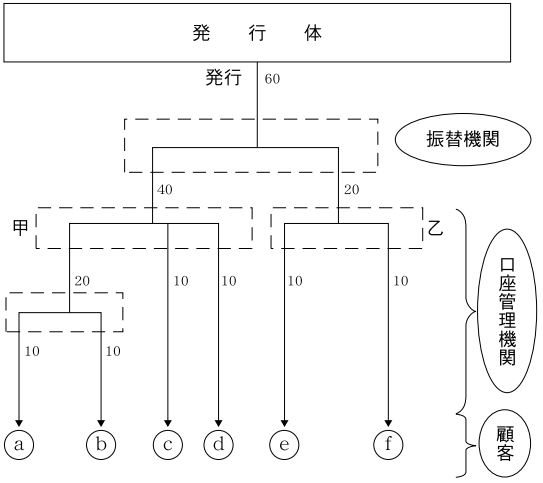
〔セーフティーネット〕

まず第一に申し上げたいことは、今回ペーパーレスを図ることによって、これまでの現物の預託と全く異なった権利関係を構築することが可能になったわけであります。これは、資料３をごらんいただきたいと思います。

今回つくりました仕組みと、現在の株式を対象としている保振法というものとの比較をしてみたいと思います。まず左側の現行保振法から申し上げたいと思います。

発行体は、まず一番下のａ、ｂ、ｃ、ｄ、ｅ、ｆという顧客に株券を発行します。株主は、これを現在の保振機関のもとの参加者、新しいシステムでいけば口座管理機関ということになるわけですが、ここに預託をします。この預託を保振機関にまた預託する、そこで、その一番上の保振機関は名義株主となる。例えば、六〇を発行して、ａ、ｂ、ｃ、ｄ、ｅ、ｆが一〇ずつ権利を持った、このうちｃ、ｄ、ｅ、ｆがそれぞれ甲と乙に預託し、最終的に保振機関が持った。そうする

（資料 3）

	現行保振法	新システム
基本的な構成	 〈構成〉 ・顧客から参加者甲、乙に混蔵寄託⇒参加者が占有 ・参加者から保振機関に混蔵寄託⇒保振機関が占有 ・顧客c、d、e、fは保振機関占有分について、共有持分 それぞれ、$S\times\frac{自己の口座簿記載分}{S}=40\times\frac{10}{40}=10$ ・顧客c、d、e、fは参加者甲、乙に対して、それぞれ10の預託株券返還請求権	 〈構成〉 ・権利の帰属は、振替機関及び口座管理機関の口座簿の記録により定まる。 ・振替機関及び口座管理機関は口座の管理 ・顧客a, b, c, d, e, fが発行体に対し、直接の権利を有する（共有持分ではない） それぞれ10

と、四〇は保振機関が名義株主になる。しかし、これはあくまでも名義株主ということですので、実質株主は下の方にいるという構成になるわけです。

これを法律構成で申し上げますと、まず顧客から参加者甲、乙に混蔵寄託が行われる。その結果、この参加者がこの株券を占有する。その参加者がさらに保振機関に混蔵寄託しますので、今度は保振機関が占有することになる。顧客のｃ、ｄ、ｅ、ｆは、保振機関占有分について、共有持ち分を有する。どれだけの権利かについてはＳが持っている四〇に対して、それぞれ$\frac{10}{40}$を持っている。したがって一〇の権利を持っているのだ。こういう構成になっているわけです。

そして、顧客のｃ、ｄ、ｅ、ｆは、参加者甲、乙に対してそれぞれ一〇の預託株券の返還請求権として、債権的なものも持っている。

ここで、例えば、保振機関が間違って、四〇預託しているのに実際には三〇しかなかったとします。頭の体操になりますが、$40\times\frac{10}{40}$と書いてあるのが、この段階で$30\times\frac{10}{40}$になってしまう。したがって、ｃ、ｄ、ｅ、ｆの持ち分がそれぞれ減ってしまう。この事故がどこで起ころうとも、少なくとも共有持ち分という世界に入りますと、大体みんなが均等にその持ち分を減らしてしまう、こういう状態になってくるわけであります。

そういった事故が起きた場合、法律はどういう解決方法を出しているかというと、保振機関、甲、乙がみんなで連帯してこれを補てんする。補てんすることによって数も三〇が四〇に復元する。これでみんなが救われる。こういうのが現在の構成なわけであります。

ただ、これにはやはりいろいろ問題もありまして、現在保振への預託率は五〇％ですが、例え

ば、社債とかＣＰについて、銘柄によって選択可能ですが、ペーパーレス化しますと、一〇〇％このシステムの中に入ってくる。そうすると外から補てんするという構成がとれない。それを解決する必要があります。

それからもう一つ、実務をする人にとって非常に実質的な利害調整が難しくなるのは、無過失の連帯補てんです。例えば、顧客はどこにでも請求できる、乙の事故であっても保振機関に行ってもいいし、甲に行ってもいい。そうすると、ある意味では原因者に関係なく、ここに参加した人はどこで起きた事故もみんなで責任を負う可能性がある。これは別のリーガルリスクです。これがさらに日本の中だけではなく、例えば、この仕組みがどんどん海外にも発展していった場合に、外で起きた事故を日本の方で責任を持つのか、逆のケースも考えるかということになってきますと、どうもこの辺の仕組みというものをもう少し考え直す必要があるのではなかろうかということがあるわけであります。

そこで、新しいシステムはどういうことかと申しますと、これは右側の図になるわけですが、発行体の権利が振替機関、口座管理機関を通じて、ａ、ｂ、ｃ、ｄ、ｅ、ｆに上からストンストンと落ちてくるという仕組みです。振替機関、口座管理機関というのは、一種の口座を管理しますが、権利は発行体とａ、ｂ、ｃ、ｄ、ｅ、ｆが直接保有する。

そこで法律構成をみますと、権利の帰属は、振替機関及び口座管理機関の口座簿の記録により定まります。つまり、それぞれａ、ｂが自分が参加している機関にどの程度の口座簿の記録を持っているか、これによって定まるということであります。振替機関及び口座管理機関は口座の管理をし

ているわけでありまして、株券を占有しているとか、あるいは、さらに上部の方に預託し直しているとか、そういうことではありません。

顧客ａ、ｂ、ｃ、ｄ、ｅ、ｆは、発行体に対して直接の権利を有する。これは共有持ち分ではありません。したがいまして、例えば、たまたま乙が二〇持っているはずが、一〇しか持ってなかった、ｅとｆは一〇ずつ持っていたはずが、たまたま乙は実は一〇しか持っていなかった、というようなケースが生じてきます。この場合には、乙がこの一〇の補てん責任を負う。したがって、それ以外の甲の傘下のグループには影響を与えない。ややくどい話になりますが、そういった形で事務リスクの遮断を図っているわけでございます。

この場合、乙は自分でどこかから一〇を、自分の責任で調達することによって数を合わせる、そしてそれができなければ損害賠償を行う、こういう形になるわけであります。

こういうことですので、基本的には、この仕組みにおいては、口座管理機関の口座管理がしっかりしていれば、どんなことがあろうとも顧客の権利は保護されるというのが基本的な特徴であります。例えば、甲と乙が何らかの事由で破綻したとしても、甲と乙は、これは単に口座を管理しているだけでありますので、顧客の権利には影響を与えないということです。

次に乙が二〇に対して一〇しか持っていないとか、全体の数と口座管理機関の数が合わないというのは一体どういうときに生じるかというのが問題になります。これが新しいシステムにおける一つの特徴なわけであります。一般的に善意取得という制度がありますが、これもこの制度に導入されています。電子登録されていることが大丈夫だという、それを信頼して善意で取得した人は、そ

の権利が保護されます。

そこで、もし万が一、乙なりが、本来は二〇しかないのに、自分のところに権利が三〇あると過大記載をしてしまって、その過大記載がそのままどこかにいってしまった。三〇を譲受けた人はそれを善意取得するわけです。そうすると、もともと二〇しか権利がないところに三〇の権利を取得したら、その差の一〇をどうしてくれるのかという問題が生じます。

相当、頭の体操に近い話もございまして、現実にはなかなか事例的にも起こることはまれだとは思うのでありますが、ただ、法律というものを仕組む場合にはその辺のリーガルリスクをきちんと整備しないと、いけません、逆にそのリーガルリスクというのをきちんとウォッチしている人たちもいます。どこかでコンピューターオペレーションミスというのは起こらないという保証もないし、現に最近もいろんなところで起こっているわけであります。

そういたしますと、そういったオペレーションミスがあって、だれかが善意取得した場合に、まずその原因者が償却義務を負って、自分で足らず前を調整して責任を負い、数を合わせる。これが第一次的な対応になります。次に損害賠償ということになりますので、大体のものはここで救済される。財務状況がおかしくなるのとは違ってオペレーションミスですから、大体仲介者は少くとも資本金を持っていますし、損害賠償という手段があればほとんど足りるだろう、これが大前提になるわけであります。

しかしながら、それでも、もし万が一、そういったオペレーションミスをして償却も果たせない、損害賠償もできなくて、もし倒れてしまった場合に、そのときのお客はどうするのか、こう

いった問題があるわけでありまして、そのときのお客が全く手当てなしということであると、ややこの制度としてのシステムが信頼性を欠くのではないかという議論があったわけであります。

実はこの問題は、いろいろ価値観が分かれるところでありまして、むしろそれくらいで、自己責任原則を徹底した方がいいんだという考え方もあります。しかしそうはいっても、やはりそういった備えは必要じゃないかという議論もございまして、最終的には一つのセーフティーネットを敷こうということになったわけでございまして、これは信託を活用した新たな仕組みをこしらえよう、こういう形になっているわけであります。

ただ、一点申し上げますと、今度の新しいシステムは、分別管理したと同じような状態ではなかろうかと思います。いろいろな事件がありましたが、現物を保管していると、きちんと分別しなかったり、そのままごそっと金庫から持っていってしまった人もいたりで、事故が起こるケースがあるわけでありますが、この場合にはそういったものは、このシステムの中に入ること自体が一種の分別管理になるわけであります。

また、このシステムの中に入りますと、その口座は銘柄ごと、個人ごとに管理されるわけであります。これを全部こじあけるというのは結構大変な作業でありまして、そうしますと、ある程度波及というのも遮断されるのかなというところもありまして、そういったことを考えながら適度な規模の信託を活用した制度をこしらえたというのが、一般投資者保護のための仕組みというところであります。

五点目は、国債について、ストリップス債を導入したり、譲渡性に制限を付した国債の導入等を

図ることとしております。国債の発行市場の整備等、全体としての証券市場の整備という観点からの所要な改正を行っているわけでございます。

簡単にポイントだけ申し上げますと、ストリップス債の導入は、もちろん元本と利札を切り離すわけでありますが、この新しい振替システムのもとでこういったものが可能になっております。それから、譲渡制限もだんだん管理がしやすくなりますので、個人向け国債とか、あるいはさらに、国債の買入消却関係の要件の弾力化とか、金利スワップを可能にするとか、こういったもろもろの措置が講じられているというのがこの大体の概要でございます。

四、今回の改革の意義

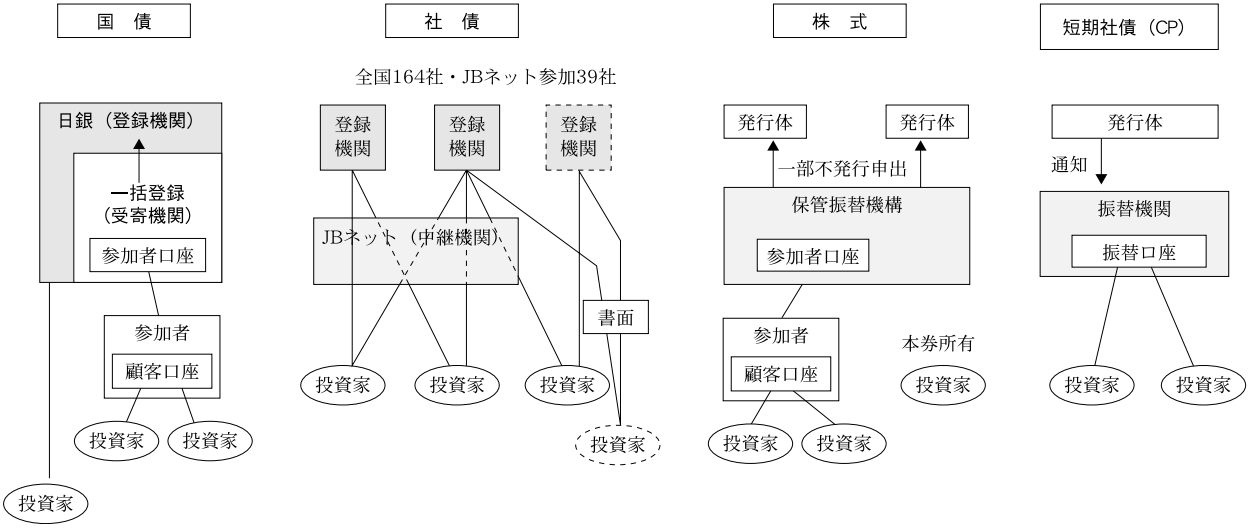
以上、今回の改革がどんな内容なのか、ごくごく大ざっぱにご説明申し上げました。多くを語る必要はないかと思うのですが、この取組みは証券市場の国際競争力といったものを相当意識しています。

まとめてみますと、それは第一には、統一的な証券決済法制の整備、ということであります。これにつきましては資料4をごらんいただきたいのですが、現在の我が国の証券決済システムは、国債、社債、株式とそれぞればらばらになっています、これから社債と株式の中間領域というものもいろいろ出てくる中で、基本的には統一していきたいということです。

第二には、決済期間の短縮であります。資料5をごらんいただきたいと思います。これは、それぞれの国の決済期間、トレードの日から何日後に決済できるかというのを一覧表にしております。各国、まちまちではありますが、実はアジア各国

（資料　4）

現行の我が国の証券決済システム



（資料　５）

国際比較

	日　本	米　国	英　国	フランス	ドイツ
証券決済機関の組織形態	株式会社（財団法人）	株式会社	株式会社	株式会社	株式会社
取扱有価証券	株式、投信、短期社債	株式、　社債、CP、投信ほか	株式、社債、国債、CP ほか	株式、社債、国債、CP、CD、投信等	株式、社債、国債、CP、CD、投信等
決済期間	T＋３ （参考）現行 CP は T＋２	T＋０（CP） T＋１（国債） T＋３（その他） ※（2005年6月に T＋1を目標）	T＋０（CP） T＋１（国債） T＋３（その他）	T＋３	T＋０（CP） T＋２（その他）

	韓　国	台　湾	香　港	シンガポール
証券決済機関の組織形態	公的機関	株式会社	非営利有限会社	証券取引所の子会社
取扱有価証券	株式、社債、国債、CP、CD、投信等	株式、社債、国債、投信等	株式、債券等	株式、社債、投信等
決済期間	T＋２	T＋２	T＋２	T＋３

では、もともとインフラの強さと期間というのは反比例するところもあるのですが、T＋2というのを既に実現している国もある。特に、アメリカが、T＋1を目指しているということでございまして、国際競争力等も考えていきますと、日本もこの流れにやはりおくれるわけにはいかない。

アメリカは、当初、二〇〇四年六月のT＋1を目標にしておりましたが、これが九月一一日の事件で一年延びたと聞いております。まだいろいろな動きはあるようでございますけれども、大きな流れになってきているということがいえるかと思います。

あの九月一一日の事件は、このT＋3の持つ、決済期間がある程度かかることによる問題がよくあらわれた例でありまして、あのとき三日分の決済がたまりました。ワールドトレーディングセンターというのは、あの付近に決済機能を持つ機関

がいっぱい集まっているところでありまして、あのとき相当手作業で、バックアップセンターも活用しながら、随分苦労したようであります。ＦＲＢなども資金を潤沢に供給したり、いろいろなことをしながらやったわけでありますが、やはり三日分たまるということは大変だったようでありまして、何とかあれを切り抜けたという感じなのかなというぐあいに見ております。ここにいらっしゃいます皆様は、その辺については生の知識をたくさんお持ちかと思いますが、そういったことを考えても、やはりこれは短い方がいいだろうということです。

ところで、これを短くすれば、逆に、オペレーションミスの方は、それなりのリスクが増す。その辺の兼ね合いを考えながら、今後この構築をしていかなければいけないわけでございますけれども、これはひとえにシステム開発の問題でございますし、民間の皆様のご努力に待つというところが大きいわけであります。

今回の作業は、私は、政・産・学・官、が協調してやりとげたと思っております。かんかんがくがくの議論を何度も行いまして、よく私の部屋にもいろいろな方が来られまして、大議論しながら、ＣＰとは何かとか、何が問題なのかとか、あるいはその後のすり合わせ等々もやりながら仕組んだわけです。

私ども法律につきましては、それなりにご協力を得ながらやってきているわけでございますが、これから先システムの構築ということになりますと、そこはやはりバトンタッチいたしまして、民を中心に実現していく段階に入ります。よろしくお願い申し上げたいと思います。

第三には、有価証券のペーパーレス化で、これは先ほど申し上げたとおりであります。ペーパー

レス化というのは、くどいようですが、これを実現するために、金融審議会、法制審議会、日本の学界を代表するような先生方を混じえて大議論が行われたわけでございまして、本法案はそうした相当の議論の結果と言えるかと思います。

第四には、ＤＶＰ、ＳＴＰであります。ＤＶＰ（Delivery Versus Payment）はあえて説明するまでもないと思いますが、証券決済と資金決済とが相互に条件づけられて行われる仕組みで、究極のＤＶＰというのは、デリバリーとペイメントが同時に行われるものです。ＳＴＰ（Straight Through Processing）というのは、証券取引の約定から決済に至る一連の作業が、標準化されたメッセージ・フォーマット（取引データをやり取りする際の形式）を用いて電子的に行われ、一度、入力されたデータが、人手による加工を経ることなく処理されるというもので、一連のフォーマットで電子的にストレートでやる仕組みをこしらえるということでございます。

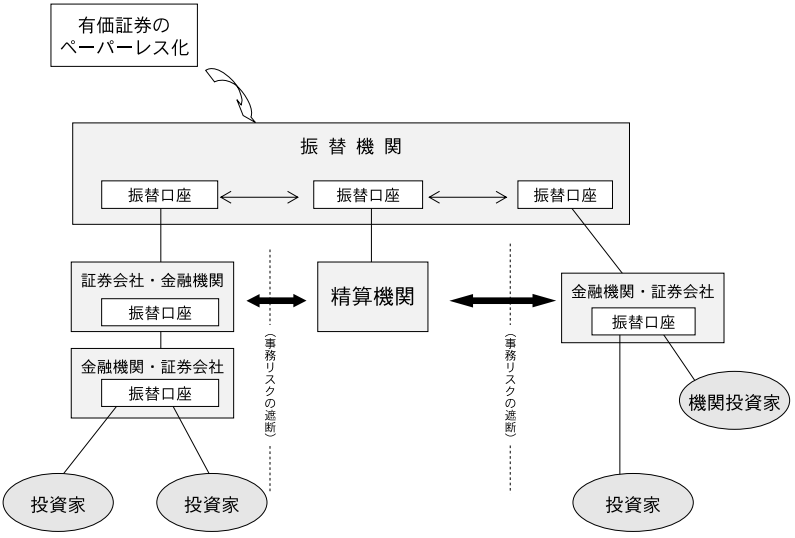
五、目指すべき証券決済システム

そこで、最後にでき上がる姿がどうなるかといいますと資料６に書いてあるようなものになります。振替機関があり、その下に多層構造の口座管理機関があり、その下に機関投資家も含めていろいろな投資家がつながり、さらに事務リスクの遮断ということについては相応の工夫を加えるということであります。現在の保振法ですと、どうしても共有持ち分というところからくる制約があるわけですが、そういったところも新しいシステムの中では自己償却義務といったことを加味して、事務リスクの遮断を図っていく。

昨年単層構造でとめたのも、この事務リスクの

（資料　６）

目指すべき証券決済システム



遮断というところが、いろいろ法制局とも議論したものの、リーガルに完全に解決するには至らずということでそうなったものであります。今回は、そういったものを乗り越えて、さらにアウトソーシング化した清算機関化も可能にするということでございます。

今後の課題を申し上げますと、一つは、このプラットフォームの中に株式も入ってこれるようにしたいということです。それから、クロスボーダー取引というものをどうするか。これはまた大きな課題となってくるかと思います。クロスボーダーは、一国だけではどうにもならない問題がありますが、その辺を今後課題として意識しながら、引き続きこの作業に取り組んでいくことが必要かと思います。

実は、証券決済システム改革の今回の第二弾というのは、法律ベースでいきますと約四〇〇ペー

ジにわたるものになっておりまして、あわせて大体九〇本を超える法律を改正しているわけであります。いろいろな法律の特例とか特例の読みかえなどがありまして、見てもなかなかわかりにくい法律になっているかもしれません。これは、現代の特徴ですが、新しいところに新しい法律を一本つくるというのは最初から書き下ろしでできるわけですが、既にある法律を前提としながら調整するというのは、結構至難の業でありまして、特に実際に法律を書いているグループというのは、その辺の調整だけで一苦労というのが実態であります。

いつも口癖みたいにいっていますが、現代の企画立案というのは、一本の法律をマスターしただけでは絶対にできません。証取法、銀行法等のみならず、商法、民法、倒産法、税制、会計基準、それにコンピューターというのもある程度理解しないと、なかなか法律というのはつくりにくくなってきているという状態になっております。

法案実務者が大変なのは、自分のカバーする領域が大変広がっているということです。その点は役所だけに限らず、恐らく実務界もそうなのではなかろうかと思います。証券界の皆様も、昔は証取法の体系の中だけでやっていればよかったかも知れませんが、今は完全にコングロマリット化していますし、系列化している、海外取引もある、あらゆることに対して目くばせしないと、一つの会社のコーポレート・ガバナンスが成り立たないという状況になってきているかと思います。

六、証券市場改革の推移と今後の課題

ここで、証券市場改革の推移といいますか、こ

れまでどんなことをやってきているかというのをごく大ざっぱにまとめてみたいと思います（資料7）。

平成九年から一〇年にかけての金融システム改革で、いわゆる金融システム改革法が成立して、一〇年一二月一日から施行されました。そのときに、市場原理と申しますか、市場、市場仲介者、投資対象など、いろいろな意味での制度の大改革が行われました。

それからまだ三年半ということですが、あとは何も起きていないのかというと、実はいろいろなことが起きているわけであります。まず制度的には、資料の右側の方にありますが、平成一一年から一三年にかけて、金融インフラ関係の法律の改正が行われております。一つには、証取法、金先法の改正が行われまして、そこで取引所等の株式会社化が可能になった。現に、これによりまして既に大証、東証、名証が株式会社化しているわけでありまして、コーポレート・ガバナンスにも大きな変革が加わっている。

それから、先ほど関さんからもご紹介がありましたが、開示制度の電子化 EDINET もあります。

これは、私は、制度的には大変なインフラだと思っております。アメリカでは既にエドガーがありますが、日本の場合、以前は有価証券報告書は財務局に来ないと見られませんで、私みたいに東北の雪国生れの者にとっては、汽車賃を払って見に来るしかありませんでした。これからはみんなインターネットで見れるという時代に入ったわけであります。

それから、短期社債法の制定あるいは保振法の改正が行われております。

それ以外では、金融商品販売法が制定され、顧

（資料　７）

証券市場改革の推移

（～平８）

- 適債基準の撤廃（昭58～平8）
- 委託手数料引下げ・部分自由化（昭60～平6）
- 銀証相互参入（平成4～平8）

金融システム改革（平9～平10）

基本的理念

- 斬進的規制緩和　⇒　抜本的市場改革
- 競争的環境の整備
- 自己責任原則の徹底

} 市場原理の徹底

市場

- ○ 取引所集中義務の撤廃、未上場株等の取扱解禁
- ○ 証取法上の行為規制違反の罰則強化
- ○ 連結財務諸表の見直し、時価会計の導入　等

市場仲介者

- ○ 委託手数料の完全自由化
- ○ 証券会社の免許制から登録制への転換
- ○ 銀証子会社完全参入　等

投資対象

- ○ 店頭デリバティブ、株券オプションの解禁
- ○ 私募投信、会社型投信の導入
- ○ 証券総合口座の導入　等

金融インフラ3法及び第一弾証券決済システム改革等（平11～13年）

①証取法、金先法改正
（取引所等の株式会社化、開示制度の電子化）
②短期社債振替法
（ＣＰのペーパーレス化）
③保振法
（振替機関の株式会社化）

①金融商品販売法
（顧客への説明義務、立証責任の転換等）
②SPC法、投信法改正（資産流動化スキーム、資産運用スキームの拡充）

与党三党証券市場活性化対策（平13.2）

①金庫株解禁
②ＥＴＦ導入
③長期保有株式の譲渡益課税の軽減

証券市場構造改革プログラム（平13.8）

個人投資家の参入を促進する観点から、以下の４点について、当面の課題を着実に実施。
①信頼向上のためのインフラの整備
②親しみやすい投資信託の実現
③リスクキャピタル供給のための税制改革
④投資家教育

客へ説明義務を果たさなければならなくなりました。ＳＰＣ法、投信法の改正も行われております。このＳＰＣ法、投信法の改正というのは、実は大作業でした。それまでである程度の仕組みがあったわけでありますが、実務的に非常に使いにくいという声がございましたので、いろいろ話をお聞ききし、流動化、証券化の流れの中で、本腰を入れようということで、当時の金融企画局でございますが、スタッフを投入して、相当大幅な改正をしたものです。今あちこちで不動産投資などが行われていますけれども、そのときの成果が出てきているということではなかろうかと思います。

それからさらに、金庫株の解禁も議員立法により行われております。ＥＴＦも導入されました。いろいろ議論がありますが、税の見直しも行われている。証券市場構造改革プログラムということで、いろいろな施策も逐次講じられております。

そのほか、証券以外にも、詳しくは申し上げませんが、金融関連につきましていろいろ制度改正が行われております。一つ一つ見ますと、それぞれの時代背景の中で、いろいろな意味を持った制度改革が行われてきているというのが実態かと思います。

なお、証券市場活性化のためにどんなことが行われているかということを、いろいろ項目的に書き出してみたものが資料８でございます。

ただ、それでは、よく間接金融から直接金融へといわれますが、日本の直接金融市場が、全体の市場構造の中でそれなりの役割を現実に果たすような状態になっているかということになりますと、私どもは引き続き、問題意識を持たなくてはいけないし、これからもいろいろ考えていかなく

（資料　8）

これまでの証券市場活性化の制度整備

証券会社の競争の促進

○　証券会社の免許制から登録制への移行（1998年12月）
○　株式売買委託手数料の完全自由化（1999年10月）

市場の多様化・効率化

○　取引所集中義務の撤廃（1998年12月）
○　PTS（私設取引システム）の導入（1998年12月）、PTS 開設等に係る指針の策定・公表（2000年11月）
○　証券取引所等の株式会社化の導入（2000年12月）
○　企業内容等の開示制度の電子化（2001年６月より順次実施）
○　民間同士の書面交付の電子化（2001年４月）
○　証券決済システム改革（CP ペーパーレス化、保管振替機関の株式会社化：2002年４月、社債・国債等のペーパーレス化、多層構造の振替決済制度の創設、清算機関に関する制度の整備等：2003年１月施行）

税制面における対応

○　有価証券取引税・取引所税の撤廃（1999年４月）
○　長期保有株式に係る100万円特別控除制度の創設（2001年10月）
○　緊急投資優遇措置（2002年末までに取得した株式を2005年～2007年に譲渡した場合の譲渡益非課税措置）（2001年11月）
○　株式等譲渡益課税の見直し（税率の引下げ、損失の繰越控除の特例の創設等）（2003年１月施行）
○　株式等譲渡益課税に係る申告不要制度の導入（2003年１月施行）

公正な取引・取引の安全性の確保

○　空売り規制の見直し（空売りの範囲拡大1998年10月、信用取引に対する明示・確認義務の適用2002年２月、価格規制の変更2002年３月）
○　インサイダー取引に対する罰則の強化等、公正取引ルールの整備（1998年12月）
○　金庫株の解禁に伴う自己株取得のルール整備（2001年10月）
○　投資者保護基金の創設（1998年12月）
○　連結財務諸表制度の見直し（1999年４月）
○　金融商品販売法の施行（2001年４月）

資産運用手段の充実・集団投資スキーム法制の整備

○　幅広い資産を対象とする資産流動化スキームの整備（SPC 法の制定1998年９月、2000年11月改正）
○　会社型投信・私募投信の導入（1998年12月）
○　不動産投資信託の導入（2000年11月）
○　株価指数に連動する現物出資型の上場投資信託（ETF）の導入（2001年６月）、ETF の対象指数拡大（2002年３月・４月）
○　銀行等の投信窓販の導入（1998年12月）、ETF 窓販の解禁（2002年４月）
○　投信目論見書の改善（2002年４月）

商法等の整備

○　ストック・オプション制度の利用拡大（ストック・オプション制度を全ての株式会社に解禁1997年６月、ストック・オプションの付与対象者の制限を撤廃2002年４月）
○　自己株式取得の促進（株式消却特例法制定1997年６月、資本準備金による株式消却の特例措置を認める消却特例法改正1998年３月、同措置の延長2000年３月、金庫株の解禁2001年10月）
○　株式の投資単位の引き下げの促進（商法解釈の明確化1997年７月、純資産額規制の撤廃、単元株制度の創設2001年10月）

てはいけないというのが率直なところではなかろうかと思っております。

金融システム改革は数年前に行われておりますが、確かにその後かなりいろいろな要素がありましたし、そもそも実体経済の地合いが悪いという中で、なかなか目に見えた成果が出ていないのではないかということも一つの視点であります。また一方で、これまでいろいろやってきたことがなかりせば、今どうなっていたかという気もしないわけではございませんが、今私ども、いろいろなところから生の声をお聞きしようということで、各般からお話をお伺いする機会を設けさせていただいております。地道にいろいろな人からお聞きしながら、さらに何をしなくてはいけないのか、あるいは反省すべきところがあるのかといったところも率直に検討しながらやっていきたいと考えている次第でございます。

思い起こしますと、私が当時の流通市場課というところにいたころは、本当に毎日毎日株価が上がり、聞く話は威勢のいい話が多かったのですが、今から一二年ほど前に各種の資産が一つのピークを迎えた。そういう中で、リスクに対する感覚というのも相当変わってきたのかなという気がしているわけであります。

考えてみますと当たり前の話ですが、土地の価格も上がる、株価も上がる、あらゆる資産価格が上昇する過程であれば、資産と負債を両方持っていて、両方ふやせば、資産の方のふえ方が速いわけですから、積極経営をすれば、ある意味では資産増加の恩恵を最大限享けるという時代が長い間ありました。

しかし、十数年前にそれが逆転してみると、全く逆の現象が生じている。今はこういった時代でございますから、やはりリスクに対する管理とい

うのが大変重要な時代に入っているのではなかろうかと思います。

最近私どもも、法律改正ということに対しては、かなり取り組んできているつもりではありますが、実際にはまだまだやらなくてはいけないことがいっぱいあります。一気に全部手をつけるわけにはいかないということで、できるところからやってきているわけですが、そういった時代の中で、何が一体一番急がなくてはいけないことなのかといったことも、よくよく皆様方からご意見等を拝聴できれば幸いと思っている次第でございます。

いずれにいたしましても、今回決済システムの改革第二弾ということで、先般法律を可決、成立させていただいたわけでありますが、引き続きオン・ザ・ウェーだと思っております。この世界は、かなり世の中の進歩も速く、ある意味では、特にシステム開発などの面では民間の領域によるところが大きいかと思いますが、さまざまな工夫が今後も必要かと思います。

最後に、資料8をもう一度ごらんいただきたいと思います。

一つ一つ御説明しますと、それぞれが一つの中身を持ってしまうわけでありますが、この一行、一行がどれだけインパクトを持っているかということは、それぞれ肌で実感されるところが多いかと思います。

証券会社が免許制から登録制になった、あるいは委託手数料が完全自由化になった、これらはいろいろな意味で影響が大きいわけでございます。

取引所集中義務の撤廃、私設取引システムの導入、取引所の株式会社化の導入、開示制度の電子化、書面交付の電子化、決済システム改革、税制面における対応、いろいろ行っております。

それから、公正な取引、取引の安全性の確保については、空売りの問題とかインサイダー取引の罰則強化、金庫株の解禁、投資者保護基金の創設、連結財務諸表の見直し等々であります。

資産の運用手段の充実の面では、資産流動化スキームは、一九九八年にまずＳＰＣ法をつくり、二年後にそれを改正しております。ＥＴＦも導入しました。

商法の世界をみますと、ストック・オプションの拡大、自社株取得の促進、投資単位の引き下げの促進などがあります。

それでもなおかつ時代の流れは速いかと思いますので、また私ども、引き続きいろいろな課題に取り組んでいきたいと考えているところでございます。

以上、大体概略を申し上げました。今回の法律に関するスキームでは、専門的、技術的、実務的には私よりもはるかに詳しい者が御説明しなくてはいけない部分が多々あるわけでございますが、それはそういった機会に譲るといたしまして、本日はその概略だけ申し上げた次第でございます。

あわせまして、この数年間、証券決済に限らず、どういったことが行われてきているか、資料にしてみると結構いろいろなことがあるんだなという感じがするわけです。今後ともよろしくご指導いただければ幸いでございます。何かご質問等があれば、答えられる範囲内でお答えしたいと思いますので、よろしくお願いいたします。（拍手）

関理事長　審議官、どうもありがとうございました。今お話しのように、少し時間をいただいておりますので、ご質問のある方、ちょっと手を挙げていただけませんでしょうか。

それでは、導入を兼ねまして、一つ私から伺いたいんですが、これが第二弾ということで、第三弾のときには、株式がこの新しいシステムの中に入ってくることを目指すということだと思います。そのご説明で、しかし株式を入れるに当たっては、共益権の問題というものがあって、社債とはちょっと違ういろんな議論が必要だというお話があったと思います。それはある程度わかるのですが、せっかくの機会でございますから、共益権の問題で、先ほどのいろんな図などもありましたけれども、仮に株式に当てはめたときに、例えばこういうところが具体的に問題になって、このあたりが工夫を要するんだ。またそれについて、法務省等とも研究が始まっているというお話もありましたが、差し支えない範囲で結構ですけれども、そのあたりはどんなふうに解決をしていくのか、もしあればお話をいただければと思います。

答　法務省の話としては、まず、株式不発行制度をどうするのかという問題から始まりまして、議決権行使等の関係からどうやって名簿を確定するのかとか、そういった問題もあると思います。

それから、このシステム特有の問題としては、先ほど申し上げましたように、これは相当程度頭の体操的なところがありますが、過大記載が行われた場合に、それを善意取得してしまったとすると、株式の数がふえてしまうわけです。社債とか国債の場合には、オペレーションミスをした機関がまず第一次的に自分で償却する義務を負い、それができない場合には、損害賠償で対処する。

ところが、株式の場合には、数がふえた状態の間に行使した権利なり義務なりというのは、一体どういう位置づけになるのかというところの調整が必要かと思います。例えば、一〇〇分の一〇の

株を持っている場合、それにいろんな権利が発生するとともに、一〇〇分の五を持つことを決定したことによって、株券の大量保有報告書の提出義務を負う。

全く頭の体操ですが、一〇〇分の一〇を持っていた、ところが、どこかで分母が膨らんで一〇一分の一〇になった、そのとき権利がなかった分、行使したことになるのか。逆のケースは考えにくいんですけれども、知らない間に義務が生じた場合どうするかというようなところの調整が必要なわけです。

法律の条文がそれぞれ保有割合に絡めているところは、商法のみならず、証取法の世界でも幾つかありますが、その辺を個別につぶしていって解決するのか、どこかで一括してまとめて解決することができるのか、その辺はかなりいろいろ検討しなければいけないのかなという気がしております。

それから、静的安全と動的安全をどうするかというところは、どうしても立場によってスタンスが違います。実務サイドは、どちらかというと取引の効率化、動的安全の確保という観点からのアプローチを考える。事故というのは、ある意味では限界的なケースとして考えるということがありますが、実際に法務の方に携わる立場から見ますと、裁判事例としてどうなのか、いろいろな限界事例を長い間見てきた場合に一体どうなのかという目でもやはりみる。両方とも正しいのだと思うんです。その辺をどう調整していくかというところがございます。

今回の証券決済システムの改革の際、法律の第二弾まで来たので、全部当たり前のようにみられますが、本当は、最初どこへ行くかわからないような状態がいっぱいあったわけです。

最初、いろいろな報告書などが出たときは、さあ、こういうことをやりましょう、みんなぜひ頑張ってくださいというところまでは、ある意味ではすぐ合意が得られるわけです。しかし、実際にそれで一つ一つ条文を法律的に組み立てていくといった瞬間に、ほとんどジャングルの中に入ったような状態になりまして、次から次へと問題が出てくる。あらゆる新しいシステムというのは、物事を解決するためには、必ず問題が拡散する過程があるわけであります。日本海か太平洋みたいに必ず問題が拡散しまして、その拡散したところで初めて、どうやるかという道が見えてくる。今回の第二弾の法律も含めて、ここまで来るときに、随分あちこち回ったり、曲がったり、立ちどまったり、戻ったりしてきたような気がしますが、ある意味では、物事が目に見え、生産的に、直線的に進めるときは、ほとんど問題が解決されたときだと思います。

皆様方のお仕事でも何でもそうだと思いますが、何かやるときに、最初からわかっていれば苦労しないんですが、必ずいろんなところでぶち当たったり、うまくいかなくて行ったり来たりして、成功することもあれば失敗もするし、途中でこれは成功するのか失敗するのかというぐらいにわからなくなるときも必ずあるわけです。その中の一つが、共益権の問題です。さらにいえば、多層構造にする場合に、事務リスクの遮断というのを実際にどうやるか、乱数表みたいに何百種類もいろんなケースの組み合わせがあるわけでして、それがリーガルに耐えられるかどうかというところも検証しながらやってきたというのが実態であります。

株式もそういうことで実際やってみると、それ以外にも問題が出てくる可能性もないではない。

今思いつくのはそういうところですが、やはりそこは専門家がやってみますと、特に証券に携わる皆様方ですと、実務上、こんなところにとんでもない話があるということも出かねないものですから、今度もできるだけ実務界の皆様にも参画をしていただきながらということで今お願いしているところでございます。よろしくお願い申し上げたいと思います。

関理事長　どうもありがとうございました。決済問題だけでなく、前の方に市場改革というのでしょうか、それ全体について、資料もつけていただいていますが、どんなテーマでもよろしいんですけれども、どなたか、せっかくの機会ですから、ありませんでしょうか。

質問　今回、いわゆるペーパーレス化という形で、ある意味では一番ラディカルな、完全に券面というものはないものとして、権利の移転という観点からとらえ直すという、非常に思い切ったやり方に大変びっくりしていますが、これまでは権利がいわゆる券面に載ったものとしてとらえられており、有価証券というのは広い概念であるかと思います。もちろんそれとは別に証取法という観点から縛りをかけている部分はあるかと思いますが、ただ、どちらも、一応その券面というのが前提になった考え方になっていると思います。これが券面というものが前提でなくなってくるとした場合、証取法上の有価証券の概念自体も揺らいできうるものなのでしょうか。

答　グッドクエスチョンだと思います。今回、社債というものを考えた場合、社債というのは紙が社債なのか、社債という権利があって、権利が紙とくっついているのかという議論で、結局のところ、これは社債という権利がある、その権利の振替決済ということで全体を構成しているわけです

が、その権利ということについては、恐らく実定法のところの構図は変わらないのだと思うんです。それをどの範囲まで証取法の対象にしていくかというのは、これは、独自の観点から分類する話かなと思います。

ただ、今回ＣＰについては、二弾目でいろいろ調整しましたが、実定法の中には、単なる条文上の都合なのですが、たまたま権利と券面というのが分離できない形で規定されているものがあったわけで、そういったものは、実は今回の第二段で整備しました。

今回は、そういったものも整備することによって、権利の部分についての振り替えというのを実現したというところでございます。その点は、それがさらに進んでいったらどうなのかという問題はあるかと思いますが、その話と証取法の話というのは、今直ちにはつながっていない部分もありますが、ただ、その辺の問題も、これから意識していかなくてはいけない時代が来るのかなという気もします。

関理事長　そろそろ時間でございます。三國谷審議官、どうもきょうは大変ありがとうございました。

（みくにや　かつのり・金融庁総務企画局審議官）

（本稿は、平成十四年六月十三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

三國谷 勝 範 氏

略　　歴

昭和49年４月	大蔵省入省
54年７月	国税庁三条税務署長
59年６月	大蔵省主計局主査（歳入・国債係）
63年７月	〃　証券局流通市場課課長補佐
平成元年６月	〃　大臣官房企画官兼大臣官房秘書課
５年８月	〃　大蔵大臣秘書官事務取扱
６年７月	〃　主計局主計官（地方財政、補助金、大蔵係、農水係）
９年７月	〃　証券局企業財務課長
10年６月	〃　金融企画局企画課長
11年７年	〃　〃　総務課長
12年７月	金融庁総務企画局審議官（市場担当）