

証券決済システムの行方、 米国のT+1化とT+0化構想

若園智明

一、はじめに

二〇二三年二月に米証券取引委員会（以降、SEC）が公表した最終規則「証券取引の決済期間の短縮化」は、株式等の決済期間を従来のT+2（約定の二営業日後）からT+1（約定の翌営業日）へと短縮する規則改正であり資本市場参加者の耳目を集めた規則となった。特に本稿が注目するのは、T+1化への規則改正案として二三年三月にSECが公表した提案規則の中で、T+0化

（即日決済）の展望までもが示された点である。

証券決済インフラは現代資本市場の基盤であり、決済インフラの発達なくして市場の発展はあり得ない。今回のSECの規則改正は、単に株式等の決済期間をT+1へと短縮するだけではなく、将来的なT+0化の構想も打ち出しており、次世代の資本市場への展開を予想させる内容となっている。本稿では、米国およびわが国の株式等の決済期間の短縮化を巡る過去の取り組みを踏まえて、このSECの最終規則について思議してみたい。

後述するように、これまで日米で実現した証券決済期間の短縮化にかかる議論は国際的な潮流に沿ったものであり、むしろインフラの国際的な共通化に資する活動であった。しかしながら、今回のSECの規則改正からは、新技術の導入により証券決済インフラの基幹を抜本的に見直す可能性も伺うことができる。これまでの協調的行為から一転して、証券決済分野での国際競争の活性化をも予感させる。さらに、証券決済も含めて資本市場は新たな技術の導入とともに発展してきたことを考えれば、SECのT + 0化構想を通じて次世代の資本市場取引の姿にも迫ることができるのではないか。

二、日米の証券決済期間の短縮化の歩み

現在の証券決済インフラを構築した活動をふり返ってみると、一九八九年のグループ・オブ・サーティー（以降、G30）の勧告が契機となり、世界的にインフラ改革が進められてきた。このG30は民間団体であり、金融業者や学識経験者をメンバーとする。G30が八九年に公表した報告書は、当時の世界的な証券市場の重要性の増大を背景に、相互運用が可能な強固なグローバル・決済ネットワークを構築する必要性を訴えていた。G30報告書に掲げられた九つの勧告（図表1）は決済期間の短縮化と決済リスクの低減を求めているが、今日の市場システムをみるとこれらは誠に時宜を得ていたと言えよう。

図表1 Group of Thirty (G30) の勧告 (1989年)

勧告 1	目標1990年。直接的な市場参加者の約定照合 (Comparison) を T+1までに完了。
勧告 2	目標1992年。間接的な市場参加者が約定照合システムに参加。
勧告 3	目標1992年。効率的であり十分に整備された証券集中保管機関を設立。
勧告 4	目標1992年。適切なネット清算システムの確立。
勧告 5	目標1992年。すべての証券取引においてDVP決済を実現。
勧告 6	証券の取引決済・証券ポートフォリオ管理に関する金銭決済は、全ての商品・市場を通じて Same Day Fund により実行。
勧告 7	すべての市場でローリング決済の導入。1992年までに最終決済日の T+3を実現。(1990年までに中間目標としての T+5の実現。)
勧告 8	目標1990年。証券貸付を禁止する規制等の撤廃。(証券貸借の促進。)
勧告 9	目標1992年。ISO7775の採用。国際取引における ISO6166に基づく ISIN 銘柄コードの採用。

(注) ISO (国際標準化機構) の7775は標準証券メッセージ。

〔出所〕 G30『世界の証券市場における決済システム』1989年。

後述するように、わが国を含めて世界の主要国・地域において証券決済機能の強化を含めた市場改革が議論され、実行されていった。証券決済機能の向上は市場改革の中核にあり、特に決済期間の短縮化は多くのメリットをもたらす。しかしながら、決済システムの近代化にかかる金銭コストの負担は重く、また、実務における業務フローの見直しなど克服すべき数多くの課題があり、その実現までには相当の時間を要している。

(1) 米国の証券決済システムの見直し

G30の勧告時点における国際的な主要市場の証券決済システムをみると、EUではドイツが一九七〇年代にT+2化を実現していたが、フランス(二〇〇〇年九月)や英国(〇一年二月)などはG30の勧告を受けた活動により株式等のT+3化を遂げている。

米国では、八七年のブラックマンデーによりフェイルが多発したこともあり、決済期間（T+5）を短縮化する必要性は国内でも認識されていた。米国内で交わされた株式等の決済期間の短縮化議論を考えるうえで、九二年のベックマン報告書は重要となる。ベックマン報告書はブラックマンデーを踏まえて「Time=Risk」を掲げて、SECに対して九四年までに従来のT+5からT+3への短縮化を推奨した。

この提言を踏まえて、SECは投資者保護・リスク軽減ならびに業務の効率化を目的として、九三年一〇月に一九三四年証券取引所に株式等の決済期間を規定する規則「SEC-1」を新設し、この新規則の定めにより九五年六月より株式や社債・地方債の決済期間をT+3に短縮化している。注目すべきは、この時期にSECはさらに証券決済期間の短縮を進めてT+1とする構想も示していた

点である。T+3化の翌年の九六年の全米証券業者協会（以下、SIA、現SIFMA）の年次総会で、当時のSEC委員長であったアーサー・レビットがT+1決済を提唱し、金融・証券業界に対して検討を要請している。このT+1化議論の中心となったのは、SIA等が設置した「T+1化検討委員会」であり、この検討委員会は二〇〇〇年七月に公開した報告書において〇四年六月にT+1へと短縮することを提言し、証券決済・保管機関であるDTCCからはT+1へ移行するロードマップも開示されていた。

このような米国のT+1に向けた試みは、〇一年九月に発生した同時多発テロ事件により中断することとなるが、同時期にわが国で進められていた証券決済システム改革にも大きな影響を与えていた。

その後、〇八年のリーマン・ショックを契機と

して証券の決済リスクを軽減するための国際的な議論が再燃する。先に一四年一〇月より株式等の決済期間をT+2を実現したEUの動きを受けて、米国はT+3化の議論と同様に、業者団体である米国証券業金融市場協会（SIFMA）、SIAの後継組織）やDTCC、米国投資信託協会（ICI）などが株式等の決済期間をT+2へ短縮化する議論の中心となった。これらの活動を受けてSECは規則17c-2を改正し、一七年九月より株式等の決済期間をさらにT+2へと短縮している。

(2) わが国の改革の歩み

そもそもわが国の株式取引は戦後、一九四九年の証券取引所再開から五〇年までの僅かな期間でT+2決済が実施されていたものの、取引銘柄の拡大を受けた事務処理上の便宜が考慮されて五

〇年よりT+3の制度となっている。従って、前掲のG30勧告が求める株式取引のT+3化とローリング決済は、わが国ではすでに実現されていた。しかしながら、DVP決済（証券と資金の受け渡しをリンクさせた決済）の実現やSTP（証券と資金の受け渡しの全てを電子ネットワーク上で実行）の推進は海外の主要市場と比較して遅れが指摘されており、先の米国のT+1構想も受けて証券システム改革を求める声が高まっていた。

わが国における二〇〇〇年頃の議論は、国際競争力の強化に資する決済システムの見直しに重点が置かれていた。後述する「証券受渡・決済制度改革懇談会」は、発足当初はT+1化の実現を念頭においた議論を進めていたが、米国でのT+1化の中断もあり、T+3からT+1化の実施を見送りつつも、改革の成果として証券の電子化

(ペーパーレス化)を可能とした法改正を支援し、DVP決済の拡大やSTPの推進をもたらしている。これらが基礎となり後述する一九九〇年のT+2化が実現したとも評価できる。

わが国における議論は、一九九〇年八月に自民党の債券問題小委員会(金融問題調査会)が公表した「証券決済改革の提言」で、証券取引のグローバル化と当時の米国で検討されていた証券決済のT+1化の検討を求める提言が盛り込まれたことで本格化している。この提言を受けて大蔵省の金融審議会第一部会「証券システムの改革に関するワーキング・グループ」が二〇〇〇年六月に公開した「二一世紀に向けた証券決済システムの改革について」(答申)は、わが国の証券決済システム改革の礎になったと言える。この答申を受け、同年七月に発足した金融庁でも、①有価証券のパーレス化、②海外の証券決済機関との連携(各

国の証券決済システムとの互換性)、③清算システムの効率化(日本証券クリアリング機構の設立)を取り組むべき課題として挙げていた。

証券のペーパーレス化(電子化)については、法律制度改革の第一弾として「短期社債等の振替に関する法律(短期社債振替法)」が〇一年六月に成立し、第二弾である〇一年八月の「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等に関する法律」によりペーパーレス化の対象が一般社債や国債、投信受益権等まで拡大され、第三弾の〇四年六月「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」の成立をもって株式等のペーパーレスに関する法制度が整備されている。このような法制度での証券のパーレス化の達成は、後述するSECのT+0化構想におけるDLTプラットフォーム(証券のデジタル・

トークン化) を考える上でも重要となる。

このような行政による法改正と並んで、日本証券業協会を初めとする金融・証券業界が主催した証券受渡・決済制度改革懇談会および同懇談会の下に設置された各種ワーキング・グループの活動が、わが国の証券決済制度を更なる近代化へと導いた。

(3) わが国のシステム改革に臨んだ会議体の活動

わが国の証券決済システムの改革において、一貫して中枢組織として有り続けているのが「証券受渡・決済制度改革懇談会」(以下、改革懇談会)である。この改革懇談会は、一九九七年七月に創設された会議体であり、学術経験者と金融・証券市場業務者をメンバーとする。二〇年五月までに計四六回もの会合を開催している。(活動は休眠しているが現在も存続)。

改革懇談会がわが国の証券決済システムにかか
る課題を掲げ、その下に設置された各種ワーキン
グ・グループ等において調査や細部の検討が行わ
れた。

米国と同様に、わが国の証券決済システムの改
革も二段階で行われている。第一段階では、上記
の関連法制の改正とともに上場株式のDVP化
(〇一年)や株券の一般振替DVP(〇四年)な
どの数多くのシステム改革が実行されており、第
二段階で株式等の決済期間がT+2へと短縮化
(一九年)されている。

これら二つの段階を通じて改革懇談会は議論の
頂点にあり、その下に第一段階では「証券決済制
度改革の推進のためのワーキング・グループ」
(以下、推進WG)が実働部隊となり、第二段階
では「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」(以下、短縮検討WG)

が決済期間短縮化にかかる諸問題の整理と解決を担当した。

第一段階での改革活動の成果として、主要な金融・証券業および決済関連機関がメンバーとなった推進WGは、〇二年一月に最終報告書「証券決済制度改革の推進に向けて」を公開している。

この最終報告書は、将来の決済期間短縮化に向けた基礎インフラ整備の工程や、商品毎の決済期間短縮に向けた取組方針など、いわばシステム改革のマスタースケジュールを示した。

第二段階での実行部隊となった短縮検討WGは、第一段階の改革を担った推進WGの後継組織として設置され、その成果として一六年六月に「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書」を公開した。この最終報告書は、決済期間のT+2化にともなう実務上の課題への対応を取りまとめている。例えば

フェイル・ルールに関して、フェイル回避のための方策や発生時の取扱いへの対応方針を株式等の一般振替に関するガイドラインとして取りまとめるとともに、①権利確定日等におけるフェイル発生時の清算参加者間の権利調整方法等の検討、②同清算参加者と投資家（顧客）の間の権利調整方法の検討、③フェイルを起こした参加者への経済的損失の請求、などについて記している。また、この短縮化検討WGの最終報告書ではT+2化の実施目標時期とスケジュールも提示され、このスケジュールに基づいて一九年七月のT+2化の実現がもたらされている。

仮に、わが国でも更なる決済期間の短縮化や、新技術を用いた次世代型の証券決済プラットフォームの導入が求められた場合、これら会議体を通じて議論や調整、スケジュールリング等の経験は活かされるのではないか。

三、米国のT+1化の決定と T+0化構想

(1) T+1化に向けた規則提案とT+0化構想

上述のように、米国のSECは一九九五年に株式等の決済期間をT+5からT+3へとし、さらに一七年にT+2へと短縮化している。これらの決済期間の見直しは、国際的な潮流に沿った協同行動と言え、わが国の証券決済システムの改革もこの流れにのった活動であった。その一方で米国は、九六年のSIA年次総会でレビットSEC委員長がT+1決済を提唱し、T+3化の直後からさらに踏み込んだ決済期間の短縮化をも検討していた。二二年三月にSECがさらなる株式等の決済期間を短縮化する規則改正案(T+1化案)を公表した際は驚きをもって受け止められたが、ふ

り返ってみれば九五年と一七年の短縮化は単なる中間目標の達成に過ぎず、二四年五月からのT+1化の実現はSECの宿願であったとも言えよう。⁽³⁾

再度米国で株式等の決済期間のT+1化が狙上に載ったきっかけは、二〇年三月からのCOVID-19パンデミックとともに二一年一月のいわゆるミーム株(はやり株)の急騰であった。一月下旬にゲームストップ株が急騰し売買が急増したことを受けて、DTCCがスマホ証券のロビンフッド・マーケット社に対して決済を担保する預託金の積み増しを求めている。この要求により資金不足に面したロビンフッド社が、一部の銘柄の買い注文の一時停止や買い付け株数の制限、マージン取引(信用取引)の証拠金引き上げを行ったことが市場の混乱を招いたとして問題視された。この混乱を受けてSECは株式市場の包括的な規

制の見直しを行い、その一環として決済機能を強化すべく過去に断念したT+1化を再提案したのである。また資本市場参加者側からも、二一年一月にSIFMAやICI、DTCC等が連名でT+1化を求める報告書を開示している。

市場参加者の驚きは、SECが提案した規則案の中で「委員会（SEC）は、取引終了時まで決済を実現する（T+0）ことが投資家にとって有益であると考え」と記し、提案規則の第四部を「T+0への道筋」と題して即日決済（取引日終了時のネットイン決済）に関する検討およびコメントの募集を掲載したことにある。⁴⁾ただし、今回のSECの規則改正はT+0化の構想を記したに過ぎず、T+0化自体は改正の対象ではない。しかしながら、SECが近い将来のT+0化の実現に向けた具体的な展望を示した点は重要である。

SECは二三年二月に公表した最終規則で、二四年五月二八日からのT+1化を定めている。

(2) 新しい技術と証券決済システム

SECがT+0を求める理由は、決済期間のさらなる短縮化による①セトルメント・リスク（取引相手のデフォルトの可能性）の減少と、②価格のボラティリティの減少である。つまりは、取引量を一定と仮定して、T+0化による未決済取引量はT+1の約半分になる可能性があり、そのため価格が不利な動きをした場合でも取引相手のデフォルトによる金融的な損失はT+1の半分になる可能性があることを期待している。これらのメリットは、これまでの期間短縮化と同様である。提案規則では、T+0化をもたらす三つのアプローチを考察するとともに、考慮すべき九つの課題に関して掲載した七一の質問に対するコメン

トを市場参加者に求めた。

最終規則には市場参加者から寄せられたT+0案に対する多くのコメントが掲載されている。さなる短縮化にかかるコスト負担への配慮や慎重な議論の必要性を求めているコメントが寄せられている一方で、即日決済や即時決済がもたらすメリットを歓迎するコメントもある。過去の証券決済期間の短縮化がたどった議論の再現であろう。

本稿がSECのT+0化構想に注目する最大の理由は、提案規則に記載されたT+0化に向けた三つのアプローチの一つに、一五年からDTCCが実験を開始している分散型台帳システム(DLT)を活用した次世代決済システムの活用が挙げられている点である。仮に、DLTを基盤とする決済プラットフォームが実現したとすれば、上記の短縮化がもたらすメリットに留まらず、証券のデジタルトークン化の活用も可能とな

り、ネットワーク効果と呼ばれる新たな付加価値の享受も可能となる。

二〇年五月にDTCCは、次のステップとしてプロジェクトION(イオン)とプロジェクトWhitney(ホイットニー)を公表している⁽⁵⁾。これらは実用化を前提とするDLTを用いた次世代の決済システムの開発プロジェクトであり、T+0化を念頭において進められている。DTCCの公表資料によると、プロジェクトIONプラットフォームはコルダDLTを基盤技術として採用してプロジェクト公表時点でピーク時に一六万件(一日あたり)の決済処理能力を達成しており、現在の決済システムとの接続性を維持しつつも、証券のデジタル化を通じて既存の決済機能の代替となりうることを示している。

本稿でみたように、過去の決済期間の短縮化に関する議論の最大の争点は短縮化にかかる様々な

コスト（負担）の発生であった。しかしながら、DLTに代表される次世代技術を用いたプラットフォームは、すでに資本市場取引でも活用が始まっており、従来のシステムとは比較にならない諸コスト削減のみならず拡張性と汎用性の高さが報告されている。さらには、クロスボーダーでの活用でも大いなる利点が指摘されている。証券決済の分野が、これまでの国際協調と基準化の器から、国際的な市場間競争を勝ち抜く力の源泉になりつつあるのではないか。

四、まとめ

繰り返しになるが、資本市場の発展は新技術の導入と共にある。新技術の積極的な活用こそが資本市場の発展の要であり、わが国経済の成長へと導く。すでに金融庁や日本銀行、日本取引所が

グループなどではDLTプラットフォームにおける市場取引の構想と実験が行われている。DTCCのプロジェクトIONプラットフォームに活用されるコルダDLTは、わが国の金融・証券業者が普及を推進する技術であるとも聞く。わが国の基盤技術を活かすことができるのであれば、過去の決済期間の短縮化の議論と活動の記録と経験を合わせることで、次世代の市場創設の道筋をも見いだすことができよう。

現岸田政権が提唱する「新しい資本主義」の下、資産所得倍増プランの一環として二〇二四年からはNISA制度の恒久化が実現し、また本稿執筆時点で資産運用特区の創設案なども示されている。新技術を土台として、再びわが国が「金融立国」を目指す時が来ているのではないか。

バブル経済の崩壊以降、複数回にわたって試みられてきたわが国資本市場の国際競争力の抜本的

な強化策が、真に結実することを切望する。

(5) プロジェクト Winney は、未公開株のデジタルトークン化などを対象とする。

(注)

(わかその ちあき・当研究所理事・主席研究員)

(1) この第一段階の改革では、改革懇談会の下に①証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ、②DVP決済方式の推進と清算機能の活性化に関するワーキング・グループ、③一般債の新決済制度に関するワーキング・グループの三つのグループが設置されていた。さらに、証券保管振替機構に関連する④証券保管振替機関の株式会社化に関する専門部会と⑤証券保管振替機構の組織・運営のあり方に関するワーキング・グループも設置され、それぞれの担当分野の課題に対処していた。

(2) この最終報告書は、日本証券業協会の証券決済制度改革推進センターとの共著で作成された。

(3) 元々米国では一九二〇年代までは株式の決済期間はT+1であり、市場参加者の増加や証券取引量が増大するにつれて決済期間がT+5まで延長されている。この時代への回帰とも言えよう。また、米国の国債取引の決済はすでにT+1となっている。

(4) SECはT+1決済として、①取引日終了時のネットイング決済、②リアルタイム決済、③取引日におけるローリング決済の三種類を挙げている。