

新たな市場間競争時代の到来と市場インフラ高度化の必要性 －急がれるSTP環境と単一決済機関の確立－

1. 新しい市場間競争の始まり

1) 現実化する日本を巡る市場間競争

(1) ナスダック・ジャパン進出構想の意義

ナスダック・ジャパンの設立構想発表で、にわかに、わが国においても証券市場間競争が現実のものとして感じられるようになってきた¹。市場間競争には、国内の市場どうしの競争と海外の市場との間の競争がある。前者の意味での市場間競争は、ビッグバンにより、取引所集中義務が撤廃され、PTSの設立が可能になったことでわが国に導入された。現状、証券会社の場外取引が、取引所取引では満たされないニーズに答えるものとして、取引所取引の2、3割程度の規模になっている。

一方、海外の市場との間の競争は、わが国の市場が他の主要市場とは異なる時間帯に運営されているため、わが国の市場から他の市場に注文が奪われるという形での競争は生じにくく、顕在化していなかったのが現実である。

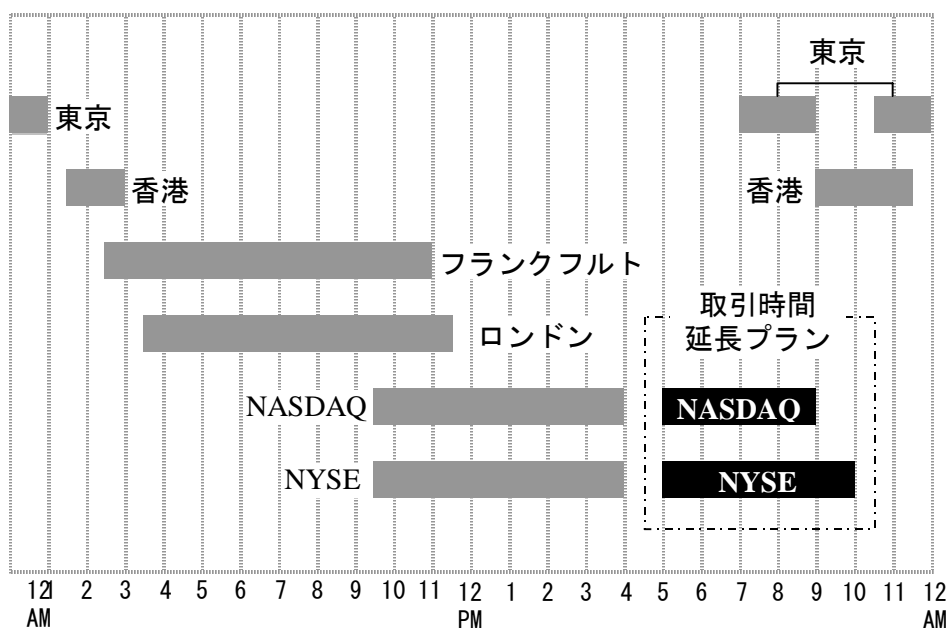
しかし、今回のナスダック・ジャパンの構想は、これとは異なる意味での海外市場との競争を意識させるものであった。すなわち、ナスダック・ジャパンは、それが設立されれば、日本法上の日本の市場として位置づけられるわけであるが、同時に、それは、米国のナスダックから見れば、ナスダックの世界戦略展開上の一つの重要拠点となるわけである。日本の国内市場同士の市場間競争の活発化であるが、既存の国内市場と海外市場との戦略的提携の下に新たに誕生する市場との競争という、興味深い構図が誕生することになる。

(2) 取引所セブン・イレブン時代

99年前半における、取引市場関連のもう一つの話は、ニューヨーク証券取引所とナスダックが相次いで発表した取引時間延長構想であった。図1に見られるように、米国の両市場の夜間取引は、東証の前場と重なることになる。

¹ 大崎貞和・林宏美「ナスダック・ジャパン構想について－グローバル戦略を展開するNasdaq市場－」『資本市場クォーターリー』99年夏号参照。

図1 主要取引所の取引時間



(出所) 野村総合研究所

このニューヨーク証券取引所とナスダックの夜間取引構想は、2000年問題対応を急ぐべき、という判断もあり実施延期となった。しかしこの一件は、わが国の市場が、他の主要市場と異なる時間帯にある結果、海外主要市場との間の直接的競合を回避できたという点も、将来的に揺らぎかねないことを示唆している。とりわけ、トヨタの決定に見られるように、日本企業のニューヨーク証券取引所上場への関心は高まっている。同時に、ニューヨーク証券取引所自体も、3月に東京事務所を開設し、日本企業の上場勧誘に本腰を入れ始めたところである。ニューヨーク証券取引所の夜間取引が開始され、日本企業のニューヨーク上場が増加すれば、東証の前場の時間帯で日本の多くの優良企業の株がニューヨークでも同時に取引されることになる。もちろん、コスト等との見合いではあるが、日米市場間で、オーダーフロー獲得競争が展開される可能性も無いわけではない。

2) 第二ステージに入った市場間競争

ナスダック・ジャパン構想や、ニューヨーク証券取引所等の夜間取引構想の登場が示唆するものは、市場間競争が第二ステージに入ったということである。

(1) 個人が市場を動かす時代

第一ステージと第二ステージの違いは、まず、競争の焦点が機関投資家のニーズを取り

込むことから、機関投資家と同時に個人のニーズの取り込みも重要になったことである。1975年のメイデー以来展開されてきた米国における市場間競争では、機関投資家の執行コスト削減ニーズの高まりを背景に、インスティネットや、POSITといった電子証券取引システムが、マーケットインパクトの削減効果があることを強調し、そのシェアをじわじわと上昇させていった。

これに対して、市場間競争の第二ステージにおいては、取引市場が注意を払わなければならないユーザーとして、機関投資家だけではなく、個人投資家も強く意識されるようになってきている。この背景には、インターネット取引の拡大がある。米国では、ここ数年、個人のインターネット証券取引が急拡大したが、会社等より帰宅後に自宅でオンライン取引を行う個人も多い。こうした取引時間終了後の個人の取引ニーズの高まりに対して、市場としても何らかの価格発見の場を与える努力をするのは、自然な流れと言えよう。

ナスダックが世界戦略の展開に熱心なのも、個人の台頭が関係している。米国では、ナスダックのマーケットメーカーのビッド・オファーのスプレッドの間で注文を成立させる仕組みとしてECN(Electronic Communication Network)が拡大している。このECNとの競争に対して、ナスダックは世界的レベルの市場という地位を確立することに、活路を見出しているわけである。ECNの拡大の背景にあるのは、インターネットなどを通じた個人の注文である。セミプロの個人投資家であるデイ・トレーダーを顧客とする証券会社であるデイトック社は、傘下にアイランドというECNを有しており、インターネットを通じて自らにきた注文を、このECNに回送し、執行している。この結果、アイランドの出来高は、従来最大のECNであったインスティネットを上回る規模となっている。最近、インターネット証券取引大手のEトレードも、ECNの一つアーキペラゴに出資したが、これも、個人のインターネット証券取引が、ECNという新たな市場間競争の担い手を支えていることの現れといえよう。

(2) グローバル多国籍企業としての取引所

第二ステージにおける市場間競争のもう一つの特徴は、競争のグローバル化である。米国における第一ステージの市場間競争は、ドメスティックな競争が主体であった。すなわち、注文回送システムを巡る地方取引所とニューヨーク証券取引所の競争、あるいは、上記のような機関投資家向けの電子取引システム、あるいはメイドフなどの第三市場と、ニューヨーク証券取引所やナスダックといった既存の市場という、国内のプレイヤー間の競争であった。

これに対して、第二ステージにおいては、市場間の競争が国家を超える形になっている。欧州ではすでにロンドンと大陸の諸証券取引所の間で国境を超える市場間競争が展開されてきたわけであるが、これに米国も本格的に関わる時代になってきた。この点は既述の通り、ナスダックの世界戦略や、ニューヨーク証券取引所の東京事務所開設といった点に現れている。

欧州の競争も、ロンドン証券取引所対パリ証券取引所対ドイツ証券取引所といった、各国のフラッグシップ市場同士が国の威信をかけて競争するといった姿から、取引所が、国の枠組みを超えて、国際的な活動を展開する段階に入っている。英独取引所の戦略的提携や、汎欧州取引所構想、欧州のベンチャー企業向け市場の統合といった構想が次々と発表されているが、これはこうした、国を超えた取引所の競争力強化策として位置づけられよう。

この他、英国の市場提供者であるトレードポイントが、諸外国からの注文取り込みを拡大させていることが注目されよう。99年3月には、香港、スイスに続き、米国でも市場運営の認可を受けた。すなわち、ロンドンにいながらにして、米国の登録免除取引所として米国投資家の注文を扱うことが可能となったのである。

欧州の場合、市場統合という要因もあるためなおさらであるが、米国のナスダックの世界戦略でも、取引所、取引市場というものが、国という枠組みを超え、グローバル多国籍企業のように競争を展開するという姿が顕著となっている。ちょうど、自動車や通信産業でグローバルな多国籍企業間の競争が展開され、合従連衡を経て、将来的には一握りの企業に集約される姿が展望されているように、「取引市場提供業」とも言うべきグローバル・ビジネスにおいても、将来的に十指に満たない取引市場が、世界の主要証券市場におけるサービスを競うような時代の到来も視野に入ってくるのである。

2. 世界の証券決済制度改革の潮流

1) 市場間競争と証券決済制度

この新たなステージに入った市場間競争に、わが国の取引市場は生き残れるのであろうか？ 東京証券取引所、大阪証券取引所をはじめとする取引所、そして店頭登録市場は、それぞれ、市場間競争の導入を契機に、本格的な競争力強化策を打ち出しつつある。しかし、ここで注目すべきは、市場の競争力の基盤は、取引所や店頭市場そのものの改革以外の要因にも、大きく依存しているということである。

そうした基盤の一つが、証券決済制度である。市場間競争を新たなステージに押し上げた一因が、インターネットを通じた個人の新たな証券取引ニーズであったが、こうした取引の活発化も、決済インフラを安価に利用できることが大前提である。

取引時間の延長もしかりである。取引時間が長くなるにつれ、決済期限までに決済を完了する上でのプレッシャーは大きくなる。逆にこうした戦略を打ち出せるのも、優れた証券決済制度の存在が前提となる。

もちろん、証券決済制度の良し悪しは、より直接的に国際金融センターとしての魅力に関わる。英国は、98年9月に、英国の証券決済制度の今後のあり方についてまとめた

Securities Settlement Priorities Review を発表した。ここでも、「決済は、重要な収入源であると同時に、金融活動がどこで行われるかについての重要な決定要因でもある。技術的發展、及び法的發展の結果、発行体にとっても投資家にとっても、---決済の場所を選ぶ上での自由度が高まっているのである。」と主張されている²。

2) 世界の証券決済制度改革の潮流

こうした背景の下、世界の主要国市場では証券決済制度改革が急進展している。この改革には、決済期間短縮化と決済機関の単一化という2つの潮流がある。

(1) 決済期間の短縮化

米国では、2002年6月をターゲットにT+1（取引日の翌日に取引を決済）を実現すべく、官民をあげた努力が本格化している。T+1が重視されている背景は、取引の効率化やリスク管理の強化の他、市場の出来高が急拡大していることがある。今後も高水準の取引が続けば、システムが混乱した時の被害は巨額のものとなりかねず、そのためにも、決済期間を短縮すべきという議論になっている。

米国の証券システムの関係者の中では、T+1は、2000年問題後の最大の課題であり、問題の大きさとしては、2000年問題を上回るとさえ言われている。なお、最終ターゲットは、T+0の実現であり、T+1はそこに至る過程と認識されている。

決済期間の短縮は、欧州においても進展している。ロンドン証券取引所は、ドイツ証券取引所との提携もあり、T+5からT+2への短縮を目標として掲げている。しかし、ロンドン証券取引所の市場改善案を、市場関係者に諮ったところ、決済期間については、T+1を最終目標とすべきという回答が三分の二を占めた³。なお英国は国債については既にT+1決済となっている。デンマーク等でも決済期間の短縮化は宣言されている。この他、明確な発表は無いが、他の国の決済関係者の中では、T+1やT+0の達成は、日常的な話題となりつつある。

(2) 決済機関の単一化

世界の証券決済制度を巡る、もう一つの潮流は、決済関連機関の単一化である。これには、清算機関と保管・振替機関の統合と、商品別に存在した決済機関の統合という二つの流れがある。いずれも、決済機関としての競争力強化を明確に目指した動きである。

① 清算機関と保管・振替機関の統合

米国では、99年3月22日、証券保管振替機構にあたるDTC(Depository Trust Company)

² Bank of England “Securities Settlement Priorities Review”, September 1998

³ London Stock Exchange, *European Alliance, Results of London Stock Exchange market harmonization and order book development consultation*, June 1999

と、ネットィングを行う清算機関である NSCC(National Securities Clearing Corporation)が合併を発表した。合併後の新機関は新たな名称の機関として、SEC の認可を経て、発足する予定である。合併発表のプレスリリースにおいては、“A centralized infrastructure will competitively position the U.S. in overseas markets.”と、競争力向上が今回の決定の目的であったことが示されている。

個々の取引をネットィングする清算機関という組織は、伝統的に、証券取引所の業務に付随して運営されるのが各国の姿であるが、米国では 60 年代のペーパークライシスを踏まえて実施された 70 年代の決済制度改革の折りに、取引所以外の取引の清算も含め、NASD も出資する形で、NSCC を設立した。NSCC の傘下には、国債のネットィングを行う GSCC や、投資信託の取引の資金ネットィングを行うファンドサーブの仕組みもある。こうした機関が、DTC と合併し、新たな決済機関になろうとしているわけである。

諸外国でも、フランスでは証券集中保管機関である SICOVAM が、取引所取引を含めてネットィングを行っている。オランダでも取引所傘下の清算機関と証券集中保管振替機関が統合した。

②商品別の決済機関の統合

英国では、イングランド銀行が、98 年 3 月 20 日、証券決済の優先課題に関するレビューを開始し、英国における証券決済システムの発展に関する参加者の意見を求めた。この結果をもとに、イングランド銀行の Executive Director である Alastair Clark 氏を議長としたステアリング・コミティによる検討が実施された。委員は、CGO (Central Government Office、国債の決済を担当)、CRESTCo. (英国の中央証券保管機関)、HM Treasury (財務省)、the Debt Management Office、Financial Service Authority の代表からなっている。

98 年 9 月、参加者の意見と委員会の意見を踏まえて、イングランド銀行と CRESTCo. の見解という形で、先述の証券決済の優先課題に関するレビューが発表された。この報告書における最も重要な提案は、国債の決済を担っている CGO と会社証券の決済を担っている CREST の合併である。同時に、CREST と、マネーマーケット商品の決済を担っている CMO (Central Money Market Office) の合併も提案された。

この提案は 98 年 9 月 18 日、正式に実施することが、イングランド銀行と CRESTCo. によって発表された。当初は、99 年半ばをメドに、既存のシステムをそのまま使いながら、運営責任のみ CREST に移行する。その後、2000 年をメドにシステム自体も CREST に集中する予定である。この合併発表においても、“These developments---will enable London to continue to offer the most efficient and effective securities settlement infrastructure and help to ensure that London retains its position as one of the world’s key financial centres.”と、ここでも、競争力の強化という目標が明確に掲げられている。

このように英国は、これから本格的な決済機関の統合に向かうわけであるが、スウェーデンでは、93 年に統合が実現している。フランスでも、95 年に SICOVAM にフランス中銀が出資することにより、株、社債に加えて、国債やマネーマーケット商品の決済が統合的

に行われることになった。

市場の発展の歴史的な経緯から、各国において、株式や社債と国債、マネーマーケット商品の決済機関が異なるケースが従来は一般的であった。しかし、市場の利用者にとって、一つの窓口を通じ、証券取引を効率的かつ迅速に一貫処理するニーズが高まることにより、決済機関もこれに答える必要がでてきているのである。利用者にとっては、資金、証券、担保の一元的、効率的管理が可能となり、リスクコントロールも統合的に行えるというメリットもある。また、一つの機関で決済を行うことにより、規模の経済が働く他、一国の市場全体の決済制度に関する意思決定が、統一的かつ機動的に行えることも期待されるのである。

(3) 単一化と競争のバランス

取引市場が既存の取引所以外に多数登場し、グローバルな競争を展開する姿と、決済機関が単一化していくという姿は、一見矛盾する流れに見えるが、むしろ個々のプレイヤーが自らの強みを最大限に発揮して競争を展開しようとするほど、差別化することにあまり意味がない、むしろ共通インフラ化が進んだ方が本来の競争を展開しやすい、といった部分は、共通化、単一化が進むということであろう。

もちろん、このことは、既存の機関の独占を安易に許すということではない。フランスの例を見ても、既存の仕組みの改革を伴いつつ、単一化が進展するわけである。一国内で単一化が進んだとしても、諸外国の決済機関が国内ユーザーに対して決済サービスを提供しうる時代である。従って、競争的プレッシャーの中で単一化が進んでいるわけである。

また、決済に関連する全てのサービスが、単一化に向かっているわけではない点にも注意を要する。米国のケースを見ると、これまでニューヨーク証券取引所、NASDの規程で、DTCが提供する取引確認、承認のサービス(IDシステム)の利用が義務づけられていたが、99年5月に、SECは、これらのルールの変更を認め、認定ベンダーが提供する取引確認、照合サービスの利用が可能となった。

また米国では、取引確認、取引承認という形でステップ・バイ・ステップで処理されている取引を、証券会社からの取引データと機関投資家の口座分割指図を中央で照合することによって迅速化する仕組みがDTCによって提供されているが、上記の決定と同時に、この部分の競争促進措置も図られた。すなわち、DTCの集中的決済照合サービスと競合するサービスを提供するトムソン・ファイナンシャル・テクノロジー・サービス社に対して、清算エージェンシーとしての登録を免除し、同分野への新規参入を初めて認めたのである。米国では、34年法により清算機関は、SEC登録が必要とされるが、トムソンに対して、この登録を免除することにより、集中的決済照合サービス分野の競争を促進し、T+1の達成にとって不可欠と考えられている同サービスの普及と向上を行政として意図したものである。

以上のように、競争原理を活用した方が良い部分は、これを導入し、統合のメリットと

の間の適切なバランスを追求していく姿勢が追求されているわけである。

(4) クロスボーダー証券取引への対応

新しい決済制度の、クロスボーダー取引への対応であるが、現在、国際的に進んでいるクロスボーダー証券取引の改革の動きを踏まえる必要があるだろう。98年9月、欧米の代表的な証券会社、機関投資家、銀行が集まり設立したGSTPAがそれで、国境を超えた証券取引のSTPの促進を目指している⁴。こうしたものが必要とされる背景は、各国で決済期間の短縮化が目指されるなかで、当然のことながら、クロスボーダー取引においても決済期間を短縮化しなければならないという認識が高まっていることである。決済期間を短縮するために不可欠なことは、STPの実現に他ならない。

GSTPAは、主として約定通知から取引照合の部分をTFMという中央センターを通じて効率的に行うことを目的としている。しかし、日本における決済制度改革が遅れたり、あるいはGSTPAを意識しないまま設計されると、日本はGSTPAを十分に活用できない。

それどころか、GSTPAは各国国内の決済制度の変更は意図していないとは言え、わが国の決済関連のサービスが低いレベルのままであれば、GSTPAが日本の国内証券取引処理の一部を担ってしまう可能性も無いわけではない。

3. わが国の現状

わが国の決済制度における課題は、DVPの確立等の問題もあるが、ここでは、上記の決済期間の短縮化と決済機関の統合という二つの世界的トレンドとの乖離に絞って議論することとする。

1) 決済期間の短縮化

わが国の決済期間は、株式についてはT+3、社債についてはT+5、国債についてはT+3となっている。これに対して、米国で2002年にも実現が狙われているT+1決済は、取引当日に、その日の取引データが全て確認され、翌日授受されるべき証券、資金についての情報が確定していなければならない。日銀によるシステム化が進んでいる国債については、決済期間の短縮化は、それほど困難では無いと思われるが、株と、社債については、下記のように、抜本的な改革が必要となろう。

⁴ 淵田康之「グローバルな証券取引の電子化とGSTPA」『資本市場クォーターリー』99年夏号参照。

(1) 株式

株式の場合、手作業、ファックス、電話による取引が中心であり、STPにはほど遠い。例えば、機関投資家から信託銀行への取引指図はファックスで行われ、証券会社から信託銀行への取引報告書は、社判を押印した紙ベースの書類を、証券会社の担当者が取引の翌日、物理的に運んでいる。これでは、T+1など到底無理である。

また、上記の紙ベースの情報をベースに、信託銀行で取引照合がなされているわけであるが、これでは、迅速な処理は期待できない。照合部分のシステム化も必要となる。

最近になり、一部の取引情報のやりとりをコンピュータ・ネットワークで処理する動きもあるが、システム間の仕様の統一がなされていないため、相互の接続性が確保されていない。この点は、ようやく昨年12月より、FIXやISITCといった国際的なプロトコル標準の導入の動きが開始されたところである。

なお、T+1となると、取引所の取引データが、取引日当日に迅速に関係者に送付されることなど、取引所インフラの抜本的改革も必要となる。

(2) 社債

社債は150を超える社債登録機関（全国の銀行）を通じた決済となっている。これらを経るJBNetを運営する（株）債券決済ネットワークが1996年11月に設立され、システムが稼働を開始した1997年11月以降状況は相当改善した。しかし、決済期間の短縮化については、T+5からT+3への決済期間の短縮化が、10月によりやく実現の運びとなった所である。

社債は、社債登録法により、不動産と同じような管理がなされている。すなわち、個々の社債に記番号が付され、どの番号の社債が誰から誰に移転したかということまで管理されている。証券決済の効率化には、同じ証券であれば、個々の券面の特定は要求されないという、いわゆるfungibilityの確保が、通常取られる措置であるが、同じ物は二つ無いという不動産と同様の前提で処理がなされているのである。従って、同じ社債が一日のうちに転々流通した場合など、きちんと売り手、買い手が連続するよう、チェックや並び替えが必要であり、こうした点に時間がかかってしまう。

この他、投資家、証券会社、各登録機関それぞれにおき、手作業を中心とした処理がなされているケースも多く、入力処理等に時間がかかっている。また150以上の登録機関における、登録原簿の書き換えという作業となっていることが、事務処理を煩雑なものとしている。

2) 決済機関の統合

わが国は、保管振替機構で国内株式の決済を行い、JBNetと各登録機関で社債の他、政府保証債、金融債、地方債等の決済を行い、日銀ネットで国債の決済を行っている。この他、

日本証券決済で、転換社債、東証外国株式等の簡易振替決済を行っている。さらにCP、CDに関して、新たな決済のフレームワークを導入しようという議論もなされている。

このように、世界に例を見ないほど、商品毎に縦割りの決済制度となっており、決済機関の統合に向かう世界の潮流ともかけ離れた状況にある。当然のことながら、決済機関統合の背景として示された、証券市場や決済機関の競争力の強化や、ユーザーの利便性の向上は実現しようがない。

清算機関も、証券保管振替機関との統合を構想する以前の段階にあると言えよう。すなわち、ペーパーライセンスを経て決済制度改革が実現する以前の米国と同様、清算機関は特定の取引所の子会社という形をとっている。米国の場合は、NSCCに取引所だけでなく、NASDも出資しており、場外取引を含めたネットィングが70年代から実現している。

3) 決済制度改革に向けた統一のイニシアティブの欠如

以上の状況はそれぞれ問題であるが、それ以上に問題と思われるのが、わが国の決済制度の今後のあり方についての統一の方針が、高いレベルで全く示されていないことである。米国では、レビット委員長を筆頭に、SECが機会あるごとにT+1の実現を業界に訴え、改革の旗振り役となっている。英国においても、イングランド銀行とCRESTCo.が改革の推進母体となっている。

わが国においては、個々の決済機関それぞれのレベルで、STPやT+1を意識した改革は構想されていないわけではない。しかし、決済制度のあり方について国としてのビジョンも目標も示されない中で、多数ある決済機関それぞれで改革が議論され、例えば、商品によって、異なる縦割りのSTPネットワークができて、ユーザーにとって真に利便性の高い仕組みにはならない。

わが国を代表する決済機関として、DTCやCRESTと、国際的な競争あるいは協調を展開できるような組織も、現状の延長では確立しえない。

証券会社、銀行、投資家といった参加者のレベル、取引所のレベル、各決済機関のレベルなどで、それぞれ対応しようとしても解決する問題ではない。市場インフラ全体のあり方を考え、改革のイニシアティブを取る主体が存在していないのが根本的な問題である。

4. 新しい証券決済制度の展望

1) 改革議論の高まり

幸い、決済制度改革に向けた関心は、最近ようやく高まる気配を示している。99年2月の経済戦略会議の答申では、「社債・株式・CP等の各種証券の統一決済システムを構築す

る。システムは国際標準に合致するものとし、システムの構築に対しては、21世紀に不可欠なソフトインフラの整備と位置づけ、政府として支援のための予算措置を講じることを検討する。」とされている。

また、東証正会員協会は、99年5月、「証券決済に係わるインフラ整備について」と題する提言を発表した。そこでは保管振替機構への預託率の向上、決済リスクの削減、統一的清算機関への取り組みといったことが指摘されている。

国家的イニシャティブということでは、自民党金融問題調査会の債券市場問題小委員会において、証券決済問題に対する関心が高まっている点が注目される。

そこで、今後のわが国の証券決済制度を抜本的に改革できるとすれば、どのような改革が望まれるか、概略をまとめてみよう。

2) 提示すべきビジョン

まず、国として次の二つのことの必要性を認識することである。第一は、単一決済機関の設立、第二はSTPの達成である。

(1) 単一決済機関の設立

単一決済機関の必要性については、既に述べたところである。これまで、決済制度改革について、明確な方向性が示されていなかった背景には、国としてのイニシャティブの欠如もあるが、統一的決済機関が存在せず、実務レベルでわが国の決済制度全体のレベルアップを検討する母体が無かったこともある。その意味でも、単一の決済機関を設立し、今後のわが国の決済制度全体のあり方を、現場レベルで日常的に検討し、改善策を企画する主体としていくことが望まれる。

単一というからには、扱う商品は、会社証券はもとより、国債、地方債、政府保証債など各種の証券、及びマネーマーケット商品にわたり、これらの保管、振替、ないし登録を担う唯一の機関として、新たな法律のもとに設立される形となる。

米国のように、国債と会社証券の決済機関は別々にする（国債は連銀、会社証券はDTC）という選択肢もありうるが、理想は、単一機関であり、段階を踏むにしろ、何年までに単一化を目指すという方針を、今の段階で示すべきである。国債市場のプレイヤーも参加することにより、わが国の主要な証券会社、金融機関、機関投資家全てが参加する仕組みとなり、単一決済機関の運営基盤も強固なものとなろう。ネットィングの機能も、今後の米国同様、当然、この機関が提供することになるべきである。

投資信託関連業務インフラの飛躍的向上も、この単一決済機関のミッションの一つに位置づけられるのが望ましい。現状わが国の投資信託は、券面が発行され（累積投資口の場合は大券で管理）、この券面が投信を販売している会社の手元に送られてくる。顧客が解約すると、この券面を信託銀行に送って一件一件処分している。これは、膨大な物流とな

っているのである。

また、現在の制度では、ある販売会社で購入した投信を、他の販売会社に移管するのは、実質的に不可能となっている。このままでは、日本版 401k が導入される場合、投信の処理上、大きな不都合となる。

米国では、投信は DTC で保管・振替がなされている。また NSCC がファンドサーブというシステムを有しており、投信会社と証券会社との資金決済のネットィングを可能とするなど、投信業務の効率化、ひいては投信市場の発展に大きく寄与している⁵。わが国の単一決済機関も、投信に関して、DTC や NSCC の果たしているような役割を果たす機関とすべきである。

(2) STP 円滑化機関の設立

決済制度のみ良くしても、例えば T+1 は達成されない。注文約定後の処理が手作業ではなく、統一仕様のネットワークでコンピュータ処理される必要がある。STP を目指すシステムがいくら導入されようとも、仕様が異なれば、参加者はその導入に躊躇してしまう。ここは、わが国としてどのような仕様としていくかを、統一的にまとめていく機関があることが望ましいと言えよう。同機関は、国際的な仕様標準化の動向も踏まえ、先端的な統一仕様を採用し、この仕様に基づく、システム設計やネットワーク設計を民間システム会社に提示する。条件を満たす業者を認定 STP サービス業者とする。

同機関は単に仕様を統一するだけでなく、決済照合を行い、資金や証券の実際の移動に係わる最終的な指図を上記の単一決済機関に対して行う機関として機能することも考えられる。認定民間 STP サービスは複数あっても、この一つの機関に最終的に情報が集約されることを通じて、単一決済機関と資金決済機関である日銀への確実な情報伝達が確保される。T+1 を実現する上で、米国同様、集中マッチング機関が必要とされる場合、その機能をここが提供するということも考えられる⁶。

もっともこの役割分担は、一つの例であり、民間によって競争的にサービスが提供されて良い分野と、標準化、統一化し、業界インフラとして機能した方が良い分野、この二つのバランスを見極めた上で、決めていくべきであろう。

3) 改革における留意事項

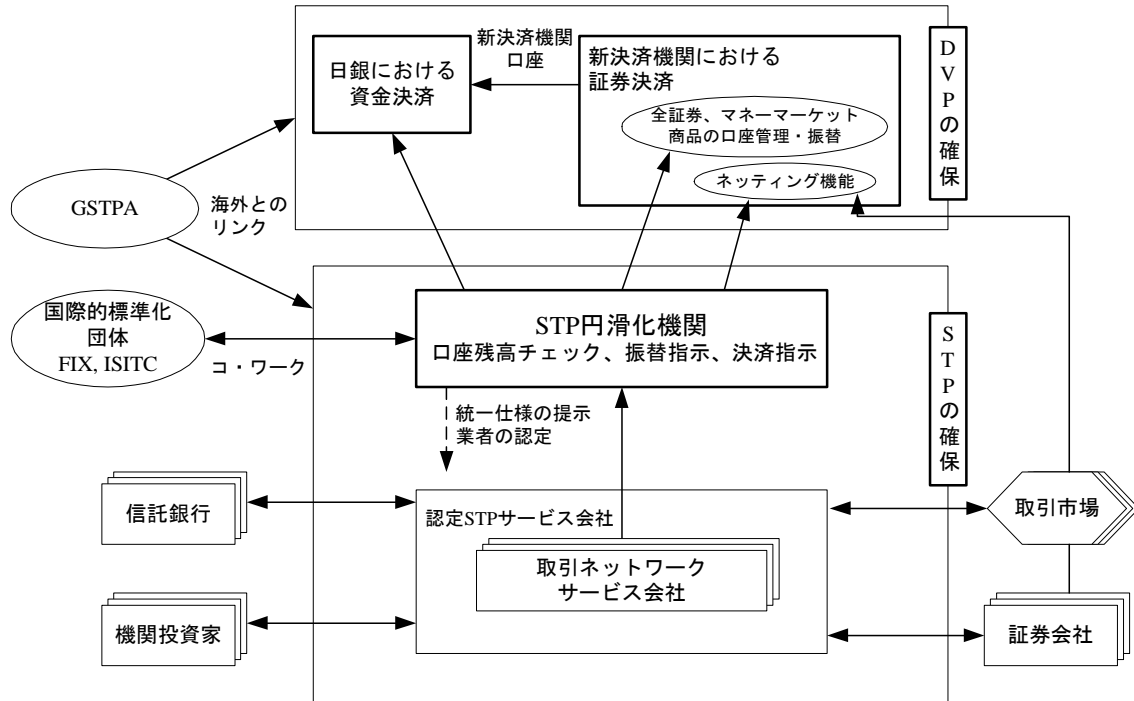
図 2 が、以上に述べた、単一決済機関と STP 円滑化機関の設立を柱とする、わが国の新しい証券取引インフラのビジョンを示したものである。以下、これについていくつかコメ

⁵ 東証正会員協会「証券市場により多くの個人投資家の参加を得るために」1999年5月参照。

⁶ 淵田康之「証券市場の高度情報インフラ投資—JSTPC—構想」『資本市場クォーターリー』98年秋号で示した JSTPC の発想に基づいているが、その後、民間の注文回送システム等が実際に機能し始めたことを踏まえ、ここでは、公共インフラとしてやるべき部分に機能を限定した機関を想定している。

ントする。

図2 わが国の新しい証券取引インフラのビジョン



新決済機関

- ・日本を代表する単一の決済機関
 (証券保管振替機構、日本証券決済、JBNet、社債登録機関、日銀国債決済の機能を統合)
- ・全証券、マネーマーケット商品の保管、振替
 ないし登録
- ・一部証券、一部取引に関するネットティング
 機能 (日本証券決済の機能も発展的に吸収)
- ・一部証券、一部取引に関しては日銀との
 RTGSを実現
- ・投資信託の管理、取引ネットティングも行う

STP円滑化機関

- ・日本におけるSTP円滑化の推進団体
- ・口座残高チェック、振込指示、決済指示
- ・国際的統一仕様による取引環境の確立
- ・STPサービス業者の認定

(出所) 野村総合研究所

(1) 移行プロセス

先述の通り、単一決済機関への移行は、段階的に進めるのが現実的であろうが、重要なのは、単一化を最終的姿とするというビジョンと、いつをターゲットにするのかという、具体的な目標を、現時点で示すことである。

いうまでもなく、既存の決済機関において、現実に機能している詳細な業務手続き、システムがあるため、利用可能なものを活かしつつ、新決済機関に移行すべきであろう。ま

た一部の機関では、現実を踏まえつつ、より先進的なシステムを無理の無い範囲で着実に実現させていくための改革が走り出しつつある点も注目すべきである。これらを見逃して白紙の状態から始めるのでは、実務上機能するまでに時間がかかるおそれがある。

例えば、(財)証券保管振替機構は、国内株における決済照合システムの開発を99年10月より開始する予定で、既に内容策定作業を開始している。同システムの第一次バージョンは、2001年4月に稼働予定である。その後の第二次システムに関しては、他の商品の決済への応用や、T+1への実現体制に移行できる姿が想定されている。海外の標準化の動向にも配慮されている。こうした動きを活かしつつ、またこれと整合性を保ちながら、他の商品においても、同様の検討がなされる必要がある。

その意味でも、新決済機関への社債と国債の取り込みのための法制度変更を急ぐ必要がある。社債、国債を含めた新決済機関の設立の合意ができた後は、既存の仕組みを活かしつつも、将来に向けての企画、戦略、新たなシステム開発の部分は、新決済機関準備グループが統一的行うこととする。⁷

(2) 新決済機関とSTP円滑化機関の関係

新決済機関とSTP円滑化機関は同一機関が兼ねるという選択もありうる。ただし、現行の決済機関の統合は、段階的に起きる一方、STP化に向けた仕様の統一、STPネットワークの確立は、緊急の課題である。従って、STP円滑化機関が、新決済機関準備グループとは別個にまず発足し、新決済機関の体制移行にメドがついた段階で、両者の統合の是非、統合するとした場合、そのあり方をどうするのかの議論をしていくのが現実的と考えられる。

(3) 券面の保有やシステムを利用しない取引ニーズについて

証券の券面の保有ニーズが高かったり、システムを利用しないで約定後の処理を行いたいというニーズが高ければ、STPや単一決済機関といった環境を整備しても、そのメリットは減殺される。こうした取引に対して、より高い手数料を要求することで対応することが考えられる。

券面を保有したり、人手で取引の処理をした方がコスト安という主張も考えられるが、より多くの人々が利用することにより、結果としてシステム利用のコストは低下していく。使わないから高い、高いから使わない、という悪循環は、トップダウンのイニシアティブで、全員参加を促す枠組みを作ることにより回避すべきである。

なお、証券自体を無券面化するという選択肢もあるが、この議論のために、全体のスケジュールが遅れることは避ける必要がある。

⁷ なお、現実に進み始めている動きを生かした対応が望まれるという点では、第三次補正事業としてスタートしている金融・証券取引の電子化に関する各種プロジェクトの活用も期待される。

おわりに

既存の決済機関の枠組みを残したままで、これらをつなぐオンライン・ネットワークをすることにより、STPやT+1は達成可能という議論もあるようである。しかし、T+1は目標の一つ、それもT+0への中間目標に過ぎない。真の目標は、高い競争力をもった市場インフラの確立である。決済期間の短縮化はもとより、今後の新たな情報テクノロジーの登場や、海外市場との競争環境の変化といった事態に、機敏に反応し、新たな戦略を打ち出していく優れた意思決定主体が必要なのであって、単に今あるものをネットワークでつなげばよいというものではない。こうした実務面での意思決定主体となりうるのは、単一決済機関しかありえない。今後、競争ばかりではなく、決済機関の国際的協調も重要となろうが、協議の場において、諸外国は、国を代表する単一決済機関の幹部が出席するのに対し、わが国ではそれに相当する機関も人間もいないようでは、不都合きわまりないこととなろう。

社債等において、既存の銀行の重要な業務となっている部分を変更することに抵抗があるとも言われる。しかし、銀行は、公的資金の注入を受け、業務の選択と集中を重視し、収益率の向上に努めていく必要があるなか、当該業務が真に十分な収益率を達成できる業務なのかどうかという点、逆に十分に高い収益率であるとすれば、それは発行体や投資家、あるいは日本市場全体にとって、本来なら軽減できるはずの追加コストとなっていないのかどうかという点、これらを吟味すべきであろう。

証券決済の分野は、ビッグバンに取り残された部分である。ビッグバンの議論時に、ちょうど（株）債券決済ネットワークが立ち上がる過程だったという事情もある。しかし、この間、欧米の変化の潮流に、大きく乗り遅れてしまった。今こそ、証券決済のビッグバンを実現すべきときと言えよう。

欧米に迫っていくのが当面の課題ではあるが、当初からしっかりしたビジョンのもと理想に近い姿を目指し、ドラスティックな改革の決断をすべきである。例えば、アジアの証券の取引にも利用できる形とし、アジア証券市場の発展に日本が貢献するという姿も考えられる。こうした視野を持つことにより、単に欧米標準仕様を日本に輸入するというより、日本発の国際標準をグローバルに打ち出す余地も生まれてこよう。欧州決済機関の統合の動きが進展すれば、ユーロ圏を代表する有力な決済機関が一つ誕生することになるかもしれない。ドル圏については、DTCが今よりも強力な姿になっていこう。日本がこれらに比肩する単一決済機関をグローバルな視野の下に確立することは、円の国際化の目標にも合致し、アジア・太平洋における日本の役割とも言える。プレ・ビッグバン時代のような既得権争いに、エネルギーを費やしている場合ではない。

（淵田 康之）