

## グローバルな証券取引の電子化と GSTPA

米国を始めとし、各国国内の証券取引の電子化が進展しているが、グローバルな証券取引においても電子化を推進させるべく、1998年9月、GSTPAが発足した。同機関は、欧米の有力なバイサイド、セルサイド、カストディアンに参加によって運営されているが、昨今、日本からの参加への期待も高まっている。そこで、以下 GSTPA とは何か紹介する。

### 1. GSTPA とは

GSTPA(the Global Straight Through Processing Association)は、クロスボーダー証券取引の STP 化、すなわちコンピュータ等を利用し、人手を介さず取引プロセスを一貫処理する体制を実現させることを目的とし、1998年9月に設立された機関である。

従来、グローバルな証券取引は、各国の保管振替機構同志が、バイラテラルでリンクを確立したり、一部の証券会社やカストディアンが、相手国の拠点や、相手国の提携先との間で、それぞれネットワークを構築する形で、処理されてきた。

しかし、こうした各国ごと、各プレイヤーごとのアプローチでは、STP の実現は難しい。欧米の証券市場関係者では、21世紀初頭に、T+1（取引日の翌日に決済・受け渡しを完了）を実現させることを目指しており、そのためにも STP をグローバルに実現させることが不可欠である、という問題意識が近年高まってきた。

もちろん、これに加えて底流には、特にバイサイドにおいてグローバル取引を含め、STP を実現し、取引コストを削減したいというニーズの高まりがあることは言うまでもない。従って、すでに決済サイクルの短い国債の取引などにおいても、STP 化は重要な課題とされている。

そこで、何らかの STP 促進機関を作ろうというイニシャティブが、1997年にシドニーで開催された Sibos(国際的な金融取引ネットワーク運営機関である S.W.I.F.T.が毎年開催しているセミナー)において表面化したのである。

これを受けて、1997年11月、ロンドンに、有力なバイサイド、セルサイド、グローバル・カストディアンが集まり、クロスボーダーSTP の実現を検討するための場として、Global Straight Through Processing Committee (GSTPC) が組織された。GSTPC の目的として掲げられたことは、①クロスボーダーの STP の実現を妨げている障害を分析すること、②クロスボーダーの証券取引の STP をより高度な形で実現するために必要とされる変化について提言すること、③これらの大きな変化を実現させるために、必要なモーメントを業界内で

生み出すこと、以上であった。

その後、GSTPCの動きへの支持も広がり、業界内でコンセンサスも生まれ、変化への気運も高まったことを背景に、単なる委員会ではなく、法人格を持った団体として、1998年9月、GSTPAがロンドンに設立されたのである。

GSTPAは、情報のやりとりを迅速、かつ円滑に行う仕組みを作り、T+1の市場開始前に、各国市場の関係機関に、Tにクロスボーダーで行われた証券取引に関する決済指図を電子的に送ることを可能にすることを目指している。対象としているのは、機関投資家の大口取引に限定されるが、商品としては、株、債券の他、為替、取引所上場デリバティブ商品など、可能な限り多くの商品を視野に入れている。また、各国の国内市場の市場慣行の変更や、決済慣行を変更することを目指すものではない、としている<sup>1</sup>。

## 2. GSTPAの構成

現状、GSTPAは、表1に示されるエグゼクティブ・コミティと表2に示される通常のメンバーから構成されている。この他にも参加予定の企業が増大中ということであり、グローバルな関心の高まりが伺われる。

エグゼクティブ・コミティは、毎月会合を持ち、一般企業における取締役会的に機能する。チェアマンは、メリルリンチのオペレーション部門のシニア・バイス・プレジデントであるアーサー・トーマス氏である。

表1 GSTPAのエグゼクティブ・コミティ構成メンバー

➤ ABN AMRO Bank
➤ Alliance Capital Management
➤ AXA Investment Managers
➤ Bank of New York
➤ Citigroup
➤ Credit Suisse
➤ Deutsche Bank
➤ Dresdner Kleinwort Benson
➤ Fidelity Investments
➤ Goldman Sachs
➤ Merrill Lynch
➤ Morgan Stanley Dean Witter
➤ Schroder Investment Mgmt.
➤ State Street Bank
➤ Warburg Dillon Read

(出所) <http://www.gstpa.org>

<sup>1</sup> 以下、本論におけるGSTPAに関する既述は、GSTPA及びその関係者の発表資料に基づくものであり、その多くは[www.gstpa.org](http://www.gstpa.org)に掲載されている。

メンバー（表2）は、四半期に一回会合を持ち、計画の進展状況、方針の評価、その他各種の事項を決定する。なお、法人化によって専任スタッフも置かれることになり、99年1月、SWIFTのThomas Kirby氏がExecutive Directorに就任した。

表1に示されるとおり、セルサイドからはメリルリンチ、バイサイドからはフィデリティ、カストディアンからはステート・ストリート・バンクといったように、クロスボーダー証券取引に係わる最有力のプレイヤーが、エグゼクティブ・コミティに参画している。GSTPAが、特定の業界主導でも、特定のベンダー主導でもなく、各業界の有力者がイニシアティブをとって運営している団体であることがわかる。

運営の費用は、短期的には会費によってまかなわれている。ただし、後述する通り、今後、実際のシステムの設計、構築、運営の段階に入ると、本格的なファンディングが必要となる。現状の会費は、エグゼクティブ・コミティの会員のうち、証券会社とグローバル・カストディアンは20万ドル、バイサイドは5万ドル、通常のメンバーのうち、証券会社とグローバル・カストディアンは6万ドル、バイサイドは1万5000ドルとなっている。

表2 メンバー企業

➤ Bankers Trust	➤ J.P. Morgan
➤ Brown brothers Harriman	➤ Morgan Grenfell Asset Mgmt.
➤ Chase Manhattan	➤ Northern Trust
➤ Clay Finlay	➤ Paribas
➤ Credit Agricole Indosuez	➤ Sanford C. Bernstein
➤ Gartmore Invest.Mgmt.	➤ Scudder Kemper Investments
➤ GE Investments	➤ SEB Securities Services
➤ Hill Samuel Asset Mgmt.	➤ Standard Chartered Bank
➤ HSBC Holdings	➤ State Street Global Advisors
➤ Instinet Corporation	➤ Wellington Management
➤ ML Mercury Asset Mgmt.	

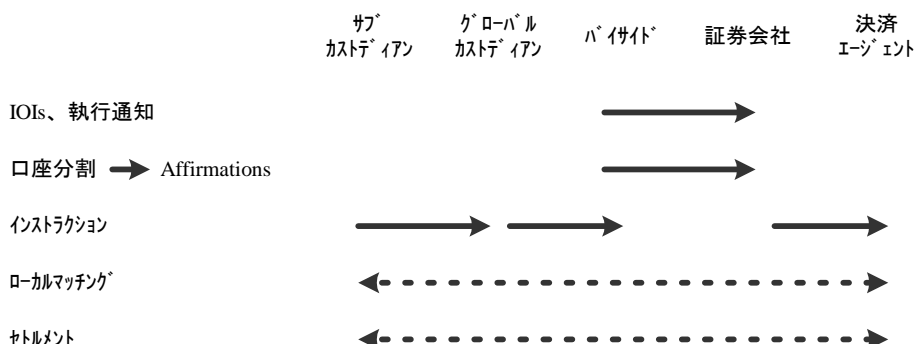
(出所) <http://www.gstpa.org>

### 3. 従来のクロスボーダー証券取引の問題点

#### 1) 従来の取引プロセス

GSTPAは、個々の主体がばらばらに行っているクロスボーダー証券取引を、中央処理センター的な機関を介して行うことにより、STP化を実現することを構想している。全体のネットワークも、標準化されたものを使い、各参加者のシステム間の円滑な接続を目指している。具体的には、XML（インターネットのウェブサイトの表現に一般的に利用されている言語HTMLよりも操作性が高い言語）をベースとしたインターオペラビリティ（inter-operability、相互運用性）の実現が構想されている。

図1 現状の取引プロセス



(出所) <http://www.gstpa.org>

まず現状のクロスボーダー証券取引の姿は、図1のようになっている。取引の始めの段階、すなわちフロント・オフィスのレベルでは、バイサイドのトレーダーと証券会社の担当者との間で、取引価格、条件の提示 (Indication of interests, IOIs) とそれに基づく交渉を経て、注文が出される。ブローカーは、注文が完全に執行された、あるいはまだ部分的にしか執行されていない、といった情報をバイサイドに通知する。現状、この部分は、それほど自動化が進んでおらず、もっぱら電話やファックスに依存している。

次のステップは、取引確認のプロセスである。通常、バイサイドは、ブロックで注文を執行するため、これを顧客の口座ごとに分割する。証券会社は、分割された口座ごとの取引成立を確認し、バイサイドに伝え、このデーターをバイサイドが承認するという手順を踏んでいる。

この段階のコミュニケーションで、最初の取引の約定の時には、やりとりされていなかった各種の情報も盛り込まれる。すなわち、各種のフィーやコミッション、経過利子、どこでどう決済するのか、といった情報である。一般にこれらの処理は、バイサイド、セルサイドのバックオフィスで行われているものである。

現状のこうした取引確認のプロセスには、各種の問題がある。

- ① 一般に、証券会社は、バイサイドが送ってきたアロケーション (口座分割) の情報をもとに、ネットの金額を計算する。バイサイドは、このネットの金額の情報を証券会社から受け取ると、内容を再確認し、これで良いとするか、あるいはおかしい点を見つけて、問い合わせや修正をするために証券会社とやりとりする。この部分は電話に依存している。ある推計によると、33%ものケースで、証券会社とバイサイドの計算に違いが生じており、こうしたやりとりが必要になっているという。
- ② 決済情報のやりとりにおいては、バイサイドは、証券会社とカストディアンとの間のいわば仲介者のような役割になっている。すなわち、証券会社に対してどのカストディアンとどのように決済すべきか伝え、カストディアンにはどの証券会社とどのよ

うに決済すべきかを伝える。このプロセスは、手間がかかり、またエラーを生じやすい。多数のカストディアン、決済口座が関わるわけであるが、それらの情報に関するデータベースは、常に最新のものにしておかなければならない。これらのデータは、各主体が自分で管理したり、ベンダーが管理している場合もあるが、これを常にアップデートし常に最新の状態に維持するのは、容易なことではない。

- ③ 電子的に取引確認を可能とするシステムを提供するベンダー（ETC プロバイダー<sup>2</sup>）は現在でも存在する。しかし、バイサイドとセルサイドの両方が、同じ ETC プロバイダーのネットワークに加入していなければ、意味がない。

図 1 の最後の段階は、決済・受け渡しの部分である。一般に、バイサイドが証券会社からの取引確認情報を承認してから、証券会社は、現地の決済エージェントに決済指図を送る。同時にバイサイドは、決済指図をグローバル・カストディアンに送る。グローバル・カストディアンは、バイサイド及びバイサイドの顧客である年金スポンサーなどに代わり、各種の経理処理、評価、管理業務を行い、さらにポジションや信用チェックを行った上で、ローカル市場のサブカストディアンに決済の指図を行う。ここで初めて、ローカル市場のエージェントが、ローカル市場の慣行に従って動き始め、取引のマッチングをした上で、決済処理を行うのである。

## 2) 現状の問題点

以上、現状のクロスボーダー証券取引の問題点をまとめると、次のようになる。

- ① バイサイドがグローバルカストディアンに指図をするのは、セルサイドが自分の決済エージェントに指図をするのと同じ時点である。従って、ローカル市場にグローバル・カストディアンから連絡が来るのは、それよりも後となる。セルサイドの決済のための情報は既にローカル市場で準備ができているのに、グローバル・カストディアンが取引プロセスの後半になって初めて関与する形になっているので、タイムリーでなくなっているのである。
- ② バイサイドは、多くのグローバル・カストディアンとやりとりをしなければならない。しかもこの手段としては、セルサイドとやりとりをする場合とは異なるコミュニケーション・チャネルやメッセージ標準を使う手段に依存する形となっている。この点も、遅れや手間やエラーの原因となっている。
- ③ セルサイドは、時間の制約もあるので、バイサイドに取引確認を送るのと同じタイミングで、決済エージェントに決済指図を送っているケースも珍しくない。つまり、バイサイドからの取引内容の承認を待たずに、決済の準備をしているわけである。結果として、ネット取引金額においてバイサイドとの間で齟齬が判明し、確認、修正が

<sup>2</sup> ETC は、Electronic Trade Confirmation の略である。

必要となる場合もしばしばであり、ローカル市場でのマッチングに間に合わないようなケースもある。

- ④ 同様に、それほど多いわけではないが、グローバル・カストディアンにポートフォリオのアカウントリングやネットアセット・バリュエーションの代行を頼んでいるバイサイドは、マネジャーの確認の前に、グローバル・カストディアンに指図を出さなければならないようなことも生じている。この結果、後から取引のキャンセルや、修正が必要となることもある。
- ⑤ さらに問題なのは、以上のやりとりの多くが、ファックスで行われていることである。
- ⑥ バイサイドは、グローバル・カストディアンと証券会社の間立つ形となっているので、どちらかのサイドで間違いの処理の必要性が生じると、やはり両者の間に立って、その処理に翻弄されることになる。

#### 4. GSTPA が目指す新たなクロスボーダー証券取引の仕組み

##### 1) GSTPA の構想

こうしたクロスボーダー証券取引の問題を解決し、STP を実現するには、新たなコンセプトが必要になる。

そのポイントは、以下の4点である。

- ①クロスボーダー証券取引の当事者が、ローカル市場に取引に関する詳細情報を送る前に、その内容についてマッチングできるようになっていなければならないこと。
- ②グローバル・カストディアンを、一連の取引プロセスのもっと早い段階で参加させ、バイサイドの作業をサポートできるようにすること。
- ③不完全な決済関連のデータベースに頼るのではなく、グローバル・カストディアンと証券会社が直接、取引日において、当該取引に関する決済手続きの情報をやりとりできる形とすること。
- ④たくさんの主体が関わる取引の情報を迅速に処理する上では、各当事者が、各段階で相手に依頼すべき内容を指図するという相対のプロセスをとっており、相手はこの指図がどういう取引に関連して発生しているのかは把握していない。全ての関係者が、各段階での処理が、どの取引のためのものなのかが、特定できる状態にすべきこと。

以上を実現させるため、GSTPA が構想しているのは、取引に関する情報のフローを集中して管理、処理する何らかのファシリティ(TFM, Transaction Flow Manager)を構築し、これと各参加者がネットワークで結ばれるようにすることである。

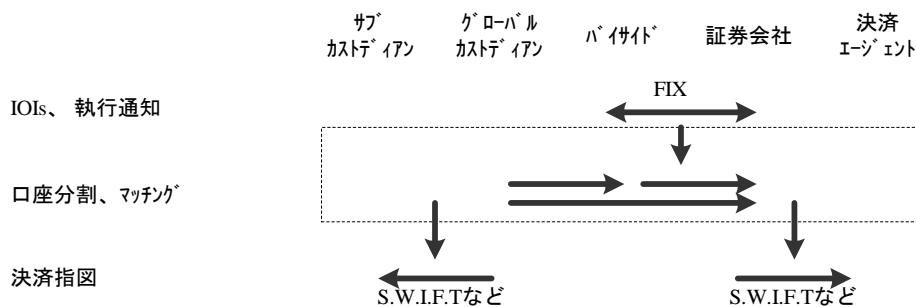
概要は図 2 に示されているが、まず取引を行う前のプレトレードの交渉の段階から、電子化が実現する形とする。この分野では、各プレイヤーのフロントオフィスの関係者や、ベンダーのイニシャティブにより、FIX プロトコルが導入され、普及しているが、GSTPA もこうしたイニシャティブを、強くサポートするとしている。GSTPA は、取引後のプロセッシングの改革を目指すものであるが、このプロセスにスムーズに統合されるフロント部分の標準的なメッセージ・フォーマット、プロトコルとして、FIX は有力な候補とみなされるわけである。

また、各証券会社とそのローカル・エージェントの間、及びグローバル・カストディアンとそのローカル・エージェントとの間のやり取りは、SWIFT が、標準及び通信の手段としてうまく利用できると GSTPA は考えている。この分野は発展途上の部分もあるが、革新的な変化が要求されているわけではないという認識である。実際、極めて多数の金融機関、クリアリング・エージェント、およびサブ・カストディアンが SWIFT につながっている。

GSTPA の役割は、こうした FIX に代表されるフロント・オフィスの電子化の動きと、バックオフィスで導入されている SWIFT のネットワークを使った電子化を、うまくつなぐことにより、円滑かつ迅速な証券取引の STP をグローバルに実現することである。

従って、GSTPA の役割の中核は、図中の点線の部分である。取引が行われた後、必要な情報が TFM を通じて処理され、同時にバイサイド、セルサイド、グローバル・カストディアンに伝わり処理されることになる。これにより、セルサイドとグローバル・カストディアンの間の直接のやりとりも実現する。

図 2 グローバル STP



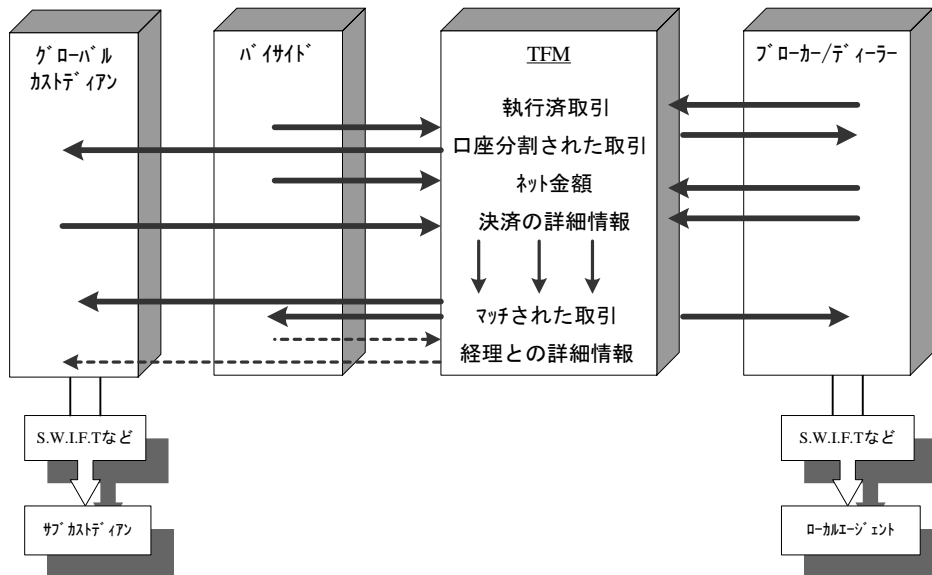
(注) 点線で囲んだ部分がTFMの機能である。

(出所) <http://www.gstpa.org>

## 2) TFM の機能

TFMの機能をより詳しく見たのが図3である。TFMはアプリケーションでありネット図

### 3 TFMの機能



(出所) <http://www.gstpa.org>

ワークでもある。TFMにおける処理の内容を順を追って説明すると、次のようになる。

- ①証券会社がバイサイドに伝える執行済み取引の情報が TFM にも伝えられる。
- ②バイサイドは、口座分割の情報を TFM に伝える。この場合、それぞれの取引ごとにとどのグローバル・カストディアンが口座の管理を扱っているかの情報を示す。
- ③口座分割の情報は、TFM から証券会社とグローバル・カストディアンに伝えられる。また口座分割の情報と、証券会社からの執行済み取引の情報のマッチングも TFM において行われる。同時に、ないしはやや後に、バイサイドはネット金額を計算する。
- ④口座分割情報を受け取った証券会社は、
  - a. 取引確認を行い、それぞれの分割された情報についてネット金額を計算する。
  - b. 自分のデータベースをチェックし、各取引に関し、グローバル・カストディアンにとって必要な決済関連情報を TFM に提供する。
- ⑤グローバル・カストディアンは、口座分割情報を受け取ると、
  - a. ネット金額やカウンターパーティの情報が送られる前でも、実行可能な各種の取引処理を行う。
  - b. 自分のデータベースをチェックし、各取引に関し、証券会社にとって必要な決済関連情報を TFM に提供する。
- ⑥それぞれ分割された取引に関するネット金額のマッチングは、一定の許容範囲を当事者同士で設定した上で、それに基づき実行される。



- ⑦決済に関する詳細は、各種の決済チャネルに適合したものとなっていることを、確認。
- ⑧以上、口座分割情報と執行された取引の情報のマッチング、ネット金額のマッチング、決済に関する詳細の確認が行われると、取引はロックされ、正式に記録されたものとなる。
- ⑨バイサイドが、グローバル・カストディアンをアカウントティングの代行に使っている場合は、アカウントティング情報を取引情報に添付できる。
- ⑩マッチされた取引について、証券会社は、決済指図をローカル市場のクリアリング・エージェントに直接、ないしTFMを通じて送付する。
- ⑪マッチされた取引について、グローバル・カストディアンは、決済指図をサブカストディアンに直接、ないしTFMを通じて送付する。

上記のプロセスには、いくつかのバリエーションもありうる。例えば、

- ベンダーが証券会社やバイサイドの代わりに、手数料やネット金額の計算を行う場合も考えられる。
- ベンダーが証券会社やバイサイドの代わりに、決済の詳細に関するデータを提供することも考えられる。
- その他の関連する参加者も、取引に関する一定の情報を入手できる。例えば、取引処理プロセスに関わる可能性がある、貸し証券業者やポートフォリオ・アカウントティング代行会社など。

重要なことは、TFMが既存のシステムやネットワークを代替するのではなく、各種の既存の仕組みの間が、テクノロジー的にも業務的にも相互につながるようにする役割を果たすことである。

バイサイド、証券会社、グローバル・カストディアン、その他関連する業者は、TFMに直接接続することも選べるし、あるいは、自分が利用しているベンダーを通じてTFMに接続することも可能である。もちろんこのベンダーは、TFMの機能を理解し、TFMの認証を経た業者でなければならない。

またTFMに、顧客の要望により、決済データベースの提供やネット金額の計算サービスを提供する業者がリンクすることも考えられる。

## 5. 実現への道のりと我が国の対応

### 1) 今後の予定

以上のようなグローバル証券取引の STP の仕組みを実現させていくために、GSTPA は、KPMG を選び、98 年 10 月以来、プロジェクトの詳細を詰めてきたところである。KPMG は、フィージビリティ調査、プライオリティづけ、TFM への移行過程の問題の整理、TFM の構築に関する公募要領の作成を行った。

公募要領は、ネットワーク・プロバイダーの選定、アプリケーション構築、ファシリテイ・マネジメントに関わるものである。内容は、99 年春に発表され、秋には契約者が選定される予定となっている。関係者は、2000 年末にはパイロット版の運営を開始し、2001 年には本格的にスタートすることを目指している。

グローバルな銀行取引においては、既に 1973 年に SWIFT が誕生し、99 年 3 月時点で、世界 181 カ国、6,566 ものユーザーが参加するネットワークとなっている。クロスボーダーの資金のやりとりは、国際貿易に密接に関わっているので、国際的な銀行取引における電子化が先行したのは、当然とも言える。

しかし、今日、国際的な証券取引も活発化する時代になっている。GSTPA によれば、現在、クロスボーダーの証券取引は 1 日 20 万件であるが、これが 2002 年には 1 日 60 万件に拡大していると予想されている。現状のように労働集約的な処理では、立ち行かなくなり、とくに T+1 の実現はおぼつかない。

そこで、銀行界に四半世紀以上後れ、証券の世界においても、クロスボーダーの取引の円滑かつ迅速な処理を目指す機関の設立が必要な時代になってきたと言えよう。

### 2) GSTPA の実現可能性

このように、その意義は大きいとしても、実際に GSTPA 構想は実現するのであろうか。一つ確実に言えることは、GSTPA は従来の構想やシステムとは、その推進力が大きく違うということである。一部の GSTPA がグローバルな証券取引システムや決済システムの構想は、従来よりあったが、一部の関係者による構想に過ぎなかった。これに対して、今回の GSTPA 構想は、有力なプレイヤーが共同で提唱したものである。さらに、計画を実際に推進する法人も設立され、システム等の入札にとりかかる段階に既に達している。

また、既にグローバル STP を標榜するシステムも一部に存在するが、これらシステムは、各ベンダーが主導となってきたものであり、参加者は限定されている。これに対して GSTPA は、実際の主要なプレイヤーのイニシャティブによって進められているという特徴がある。取引執行に関わる標準化である FIX は、やはりベンダー主導ではなく、主要なプレイヤーのイニシャティブで始まり、事実上の標準となりつつある。この例を考えると、GSTPA が

同様に普及していくという期待もある。

しかし一方で、GSTPAの実現までには、いくつかの課題を克服する必要がある。FIXは、プロトコルの標準化のための活動であったが、GSTPAは、TFMという新たな業務フローの導入と新たなファシリティの構築を目指している。これには多くの関係者が自らの業務フローを取り入れていかなければならないことを意味し、また何よりも、資金が必要となる。従って、GSTPAをサポートする参加者の拡大と資金調達が円滑に進むかがカギとなる。

なお、GSTPA以外にも、トムソンなどが、GSTPAのTFMに相当するような構想を打ち出しており、GSTPAの進展が難航すれば、これらの構想が浮上する可能性も考えられる。

### 3) 我が国の対応

GSTPAは、これまで欧米の有力金融関係者が中心となって議論が進んできたが、最近になり、我が国にもアプローチを本格化させようとしているところである。上記のように、今後、資金調達が重要となるため、会員の拡大が不可欠であるという事情もある。

我が国においても、外国人投資家による売買が、株式市場において重要なシェアを占めることを考えても、クロスボーダー証券取引のSTP化に無関心であってはならない。グローバルな証券取引のフレームワークに参加しなければ、世界の主要なプレイヤーが取引しにくい市場になってしまう。もちろん、資本輸出国として、国内プレイヤーが円滑に対外証券投資を行うことができることは不可欠である。従って、GSTPAのアプローチを待たずとも、こうした欧米における議論の動向を把握し、対応していくべきところである。

GSTPA自体は、上記のように実現が確実視されているわけではなく、他のアプローチにとって代わられる可能性もあるかもしれない。ただ現状、欧米の主要なプレイヤーがコミットしており、日本の主要なプレイヤーも無関心ではいられないはずである。

具体的には、GSTPAは日本のプレイヤーにとって次のような形で重要な関わりを持つことになる。

まず海外機関投資家の対日証券投資の場合、この機関投資家が、自国にある証券会社に対して注文を出すのであれば、日本国内の証券会社は、図3におけるローカル・エージェントにあたる。また、日本国内のカストディアンは、この図のサブカストディアンとなる。従って、我が国の証券会社にとっても、カストディアンにとっても、GSTPAに直接参加する必要は感じられないかもしれない。ただし、カウンターパーティがGSTPAを利用していれば、各種の情報は、SWIFTなどのネットワークを通じて伝えられるのであり、こうしたネットワークの利用の重要性は、今まで以上に重要となろう。また、GSTPAに関連したサービスプロバイダーの資格を持つベンダーのシステムを利用することにより、取引処理がより効率的になる可能性もある。以上より、上記のようなケースであっても、間接的な意味で、GSTPAは、我が国金融機関のシステム戦略、業務戦略に影響を与えることになる。

海外機関投資家が、直接日本国内の証券会社に発注する場合は、その日本の証券会社が

GSTPA の参加者であれば、図3におけるブローカー／ディーラーの立場になることになる。もし日本の証券会社が GSTPA に参加していなければ、外国機関投資家は、取引相手とすることを拒むようになるかもしれない。

日本の機関投資家が、欧米市場に投資する場合は、GSTPA の重要性はより明確となろう。欧米市場がクロスボーダー取引も含め、決済期間を短縮させていく場合、自らが、ないしはカウンターパーティが GSTPA を利用しなければ、決済に間に合うように、関係者と情報のやりとりを完了させることは困難になるかもしれない。もちろん、この場合、直接 GSTPA の会員にならなくても、GSTPA につながるベンダー等のシステムを利用するという選択肢もある。いずれにしても、直接ないし間接に GSTPA の活用が不可欠になろう。

以上、国内プレイヤーにとって、GSTPA について考えることが重要であることを示したが、我が国にとって GSTPA は、もう一つの重要な課題を、投げかける可能性がある。すなわち、TFM は、時差を考慮し、欧州、米国の他に、アジア、パシフィック地域にもファシリティが設置される可能性があるが、関係者はシンガポールや香港が有力候補と考えているようである。国際金融センターを標榜したい日本として、こうした展開を座視して良いのか、という疑問も抱かざるを得ない。

TFM を我が国に置くことを重視するかわりに、アジア市場育成に対する我が国の支援策の一環として、我が国がアジアのどこかの市場における TFM 設置に関するなんらかのイニシアティブを發揮し、アジア債券市場を含め、アジア証券市場のインフラづくりを推進する、という関わり方もあるかもしれない。もちろん、その場合、日本自身がアジアの他の市場に誇れるような市場インフラを有していることが、前提となろう。

以上の議論からも明らかなように、今、我が国が迫られているのは、GSTPA に対して、どういう対応をするか、ということだけではない。我が国が証券市場の STP をどう考えるのか、その一環としてフロントはもちろん、取引確認や証券決済を含めたインフラをどうしようとしているのかが問われているのである。

欧米諸国が T+1 の実現が、2000 年問題が終わった後に控える、2000 年問題に匹敵する、ないしは 2000 年問題を凌駕する重大課題としてみなしているのに対し、我が国ではこの点に関する問題意識が依然として低いままである。冒頭に述べた通り、GSTPA が必要であるという認識が欧米で生まれた重要な背景は、決済期間の短縮を国内市場だけではなく、クロスボーダーでも達成すべきという問題意識からである。国内市場においてすら、T+1 の必要性が本格的に議論されていない我が国では、GSTPA の意義を正當に評価するのは困難かもしれない。しかしこのような状況では、国際金融センターの地位など遠ざかるのみであらう。

今後、GSTPA から我が国の市場関係者に対し、各種のアプローチがあることが予想されるが、この機会をとらえ、我が国の証券市場インフラ改革のあり方を、真剣に見直していくことが望まれよう。

(淵田 康之)