

証券決済改革議論の今後の方向性について

我が国における証券決済改革の議論が本格化して半年以上が経過した。そこで、これまで行われてきた議論を念頭に、今後、どのような点に留意しつつ、具体的な改革を構想していくべきかについて私見を述べる¹。

1. 基本的な方針について

証券決済システム構築に際して教訓となるのは、1987年にスタートし、1993年に断念された英国のトラス・プロジェクトの経験であろう。

同プロジェクトは、券面の完全廃止や、強制的な CSD (Central Securities Depository: 集中保管機関)の利用など、既存のシステムを全面的に変更することを目指したこともあり、各種の反発で基本設計の見直しが繰り返され、開発は予定より大幅に遅れた。ソフトウェアの書き直しなどでコストも増大し、仕組みも複雑なものとなった。関連の諸規則も 250 頁に及ぶ膨大なものとなった。そのあげく第一次総合テストで、システム上の欠陥が判明し、本格稼働がさらに 2,3 年先になることがわかった段階で、同プロジェクトは断念されたのである。

こうした事態に対し、イングランド銀行が「証券決済に関するタスクフォース」を組織し、新たな証券決済システムの検討を行った。このタスクフォースでは、新システムの構築にあたり、トラス失敗の教訓を背景に以下のような基本的な方針が打ち出された。

- ゼロからすべてを変えようとするしない
- 複雑さを避ける
- 強制的ではなく選択肢が用意されたシステムにする
- 紙の移動を大幅に削減できること
- 国際的に競争力のある市場を確立できること
- 将来的な市場や技術の変化にも対応でき、イノベーションを取り入れることが可能な柔軟性を持つこと。

英国は、93年7月の報告書に盛り込まれたこうした方針の下、新システムの構築がスタ

¹ 本稿は、4月17日に開催された大蔵省金融審議会証券決済改革ワーキングにおける筆者のプレゼンテーションに加筆、修正したものである。

ートし、3年のうちに、世界でも最先端のCSDであるCRESTの運営開始にこぎ着けたのである²。

我が国の証券決済システム構築においても、基本的な方針をしっかりと確認することが重要と考えられる。

上記の英国の基本方針の多くは、日本にもあてはまると考えられるが、特に、「ゼロからすべてを変えようとしなさい」という、トーラス失敗の最大の教訓が注目される。

我が国の今回の証券決済改革の議論は、諸外国において決済期間短縮化や、決済機関統合に向けた動きがダイナミックに展開していることを受け、我が国としても対応が急がれるという認識の下にスタートした。現状においても、STP (Straight Through Processing) やDVP (Delivery Versus Payment) といった点で、先進国の決済システムに見劣りする面があるなかで、諸外国のシステムがさらに一段の進歩を遂げれば、国際的な競争力上、大きく劣後するおそれがある。

従って、我が国の場合、特に改革のスピードが重要である。その意味でも、トーラスのように根本的な変革を一気に実現させることを目指し、その結果、多大の時間とコストを要するような事態は避けなければならない。

そこで、比較的短期間で実現させる改革と中長期に実現させる改革を区別し、前者については、確実にその期間で達成させるための必要最低限の措置を、早急にとっていくことを基本方針の一つとして位置づけることが重要と思われる。

もちろん、短期的改革をまず確実に実現することを重視するということは、中長期的にそれ以上の改革を目指さないことを意味してはならない。これまでの我が国の証券決済改革の議論の中でも、理想的な姿についての意見が表明されてきた。これらの点については、議論等に十分な時間が必要であり、拙速を避ける意味で中長期の課題と整理されるべきであるが、議論を当面棚上げにするのではなく、議論を深めるプロセスをスタートさせることを確認すべきであろう。

我が国の証券決済システムにおける短期的改革としては、当初より視野にある、2002年にT+1(翌日受渡)決済、DVPを実現させるという目標を達成することをその中核とすべきであろう。同時に、この目標の達成のためにも、STPの推進も短期的改革として位置づけ、必要最低限の措置を確実に実現させることを優先すべきである。

一方、これらの目標実現に絶対不可欠ではなく、かつ今後、より時間をかけた議論が必要とされる部分は、中長期的課題として整理できよう。この場合も、できるだけ具体的な目標年限と改革の方向性を定めておくことが望まれる。

以上のように、短期及び中長期に分けて、我が国証券決済改革のグランドデザインを描くことが期待される。

² 淵田康之「証券決済制度の在り方について」『財界観測』野村総合研究所、1996年2月号参照。

2. 証券決済サービスに関わる競争に関して

基本方針に関わる議論としては、我が国の場合、証券決済サービスに関わる競争を導入すべきという点が、しばしば強調されている。

これについては、まず現実問題として、一国内において証券決済機関同士が活発に競争を展開してきたような状況は、主要国では見当たらないことを確認すべきである。米国ではDTC (Depository Trust Corporation) 以外にCSDは存在したが、ニューヨーク証取、アメリカン証取、NASD、証券会社、銀行の出資によって設立されたDTCは、当初より圧倒的なシェアを確保してきた。

また前述の、トーラスの失敗を受けてイングランド銀行が組織した「証券決済に関するタスクフォース」においても、集中的な決済機関を作る代わりに、複数のシステムが競争的に決済サービスを提供するというオプションも当初俎上に上ったが、「諸外国の例を見ても、集中的な決済システムは金融インフラの重要な一部であり、証券市場の国際競争力に不可欠」という認識のもと、このオプションは早い段階で放棄されたという経緯がある。

もちろん、複数の決済機関が存在する例はある。特に、国家財政資金調達の観点から発達した国債の決済システムと、取引所から発達した株式の決済システムが並立する例は多い。ただしこれは、互いに競争しているわけではなく、商品で棲み分けをした機関の併存に過ぎない。さらに、こうした歴史的経緯を背景にした商品別決済機関体制も、決済機関としての機能の共通性、テクノロジーの発達、参加者の利便性（複数の市場にまたがる取引などの日常化）を背景に、統合の動きが一部に見られることも、注目すべきである。

すなわち、1999年、イギリスは株式、社債の決済を担うCSDであったCRESTに、国債、マネーマーケット、さらに投資信託の決済の機能を集中させる決定をした。こうした商品ごとに分かれた決済機関を統合していく動きは、現在、イタリアでも進行中である。

我が国も、短期及び中長期の目標を達成させていく上で、集中的決済機関の重視という、世界の現実を踏まえたシステム構築を検討する必要がある。

ただし、制度的に競争を排除すべきではなく、むしろ、我が国では、競争の重要性を強調する意見が強いことを踏まえ、証券決済サービスにおいて競争が適切に機能しうると考えられる部分については、競争が生じ得るようにすべきであろう。特に、現状のように、決済機関が複数あるものの、競争が働かず、商品ごとの独占となっている点は改める必要がある。すなわち、各決済機関が全ての商品を制度上扱い得る体制とすべきという結論が、導かれよう。

なお、決済サービス機関間の競争を容認しても、決済リスクの削減という決済改革の本来の目的からして、それらの機関の健全性や信用リスクに問題が生じるようでは本末転倒であり、決済機関の設立、運営要件については、一般の企業とは異なる配慮が必要とされることは言うまでもない。

3. システム・アーキテクチャー論とオーガニゼーショナル・ストラクチャー論の区別

決済機関を統合する場合と複数にする場合とで、どちらが効率的かといったことは、主としてシステム・アーキテクチャーの議論であり、本ワーキングで主に議論すべきインスティテューショナル・フレームワークの問題とは区別する必要性を、前号のオピニオンで主張した。

インスティテューショナル・フレームワークとしては、競争を排除せず、複数の決済機関(商品別の独占機関の併存ではなく同一商品をめぐる決済サービスを競争的に提供する)の併存を支持する声が、我が国では目立っているように思われる。従って、実際に複数機関の競争が展開されるどうかは、ユーザーがどのようなシステムを求めていくか、及びそうした機能を提供する主体が実際に複数登場するかに依存しよう。

ユーザーがどのようなシステムを求めていくか、という点に関しては、これまでのところ、我が国では、ユーザーが実際に複数の決済機関が競争していく姿を選択していくのか、それとも競争の余地を残しつつも事実上統合された決済機関の確立を選択していくのか判断する上で、分析の視点が定まっていない点が懸念される。

例えば、統合された決済機関と、複数の決済機関の併存を比較する場合、システム・テクノロジーの面で一つか複数かという議論と、組織構造の面で一つか複数かという議論が混同されているケースが多い。

一つの組織の下で、複数のシステム・テクノロジーを併存させることも、逆に一つのシステム・テクノロジーを、複数の組織が共有するといったこともありうる。

先述した英国の CREST における会社証券決済と国債決済、マネーマーケット決済の統合においては、まず CREST の管轄の下に国債、マネーマーケット決済を移管し、組織上の統合を実現させる一方、当初は、既存のシステムを従来で場所を利用して続けた。

米国における NSCC と DTC の合併は、清算機関と決済機関の一体化という点で注目されるが、これも DTCC という持株会社を設立し、その傘下に NSCC、DTC をそれぞれ位置づけるという、組織上の統合であり、システムを単一化したわけではない。また組織上の統合といっても、法務、人事、経理、財務、経営戦略を持株会社レベルに融合し、既存の個々の機関同士が完全融合したわけでもない。

我が国は我が国の現実を踏まえた上で、様々な選択肢を実務的に検討すべきであり、

- ・統合決済機関＝単一組織＝競争の排除＝単一システム＝既存のシステムの全面リプレイス
- ・複数決済機関＝複数組織＝競争の容認＝複数システム間のネットワーク＝既存のシステムの活用

といった単純な類型化の下、二者択一的に、決済制度や機関のあり方、ユーザーのシステム選択まで議論しようとするのは避けるべきであろう。制度、システム、組織構造、それ

それぞれにおいて、様々な可能性があるという点を念頭におき、最適な姿を追求すべきである。

この場合も、基本方針を踏み外してはならない。すなわち、

- ・ 2002年までに T+1、DVP を確実に達成し、そのためにも STP を推進していく上で必要最低限の改革を、早急に実現させる。
- ・ より時間をかけた議論が必要である分野で、短期的目標達成には改革が絶対不可欠ではない分野については、何年までにどういう状況を目指すかのビジョンを明示した上で議論を本格化させる。
- ・ 証券決済サービスにおける競争を排除した仕組みにはしない。

といった方針である。

4. 短期的改革事項と中長期的改革事項

何が短期的改革事項であり、何が中長期的改革事項とするかについては、様々な議論がありうると考えられるが、これまでの各種の議論を念頭におくと、次のような姿が考えられるのではないか。

まず、早急に改革を実現させていく必要があるという観点からは、今回証券決済改革の議論がスタートする以前より取り組まれており、証券決済改革の目的に合致した動きである国債決済の RTGS 化や、株券の決済照合システム構築の動き等については、その円滑な進捗を優先させるのが望ましい。現時点でゼロからスタートするような改革論を構想することにより、こうした既に進展している改革努力に支障を来すことは避けるべきであろう。

その上で、今後短期的に改革すべきことと、中長期的な議論を深めていくべきことについては、以下のように整理されるのではないか。

1) 短期的改革事項

まず短期的に改革すべきことは、2002年までに T+1、DVP を達成させ、そのためにも STP を推進する上で必要不可欠な部分である。従って、これまで指摘されてきた問題の中でも、次のような点があげられよう。

(1) 有価証券の不動化の推進

現行の保管振替法は、その目的として「株券その他の有価証券の保管及び受渡しの合理化」を掲げ、同法の適用は「上場又は上場に準ずる有価証券」とされており、株券を主たる念頭においている。実際、同法に基づき設立された財団法人証券保管振替機構は、現状

株券のみ取り扱っている³。

我が国における有価証券の不動化の推進のためには、他の有価証券についても同法の対象となることが明確になることが望まれる。このことは、我が国で主張されている決済サービスに関する競争の促進にも資するものと考えられる。

この他、現状、株券に関しても、保管振替機関への預託が発行済み株券の3割程度に過ぎないという問題への対処も必要である。これについては、新規公開株について株券を一旦発行せずに保管振替機関に預託可能とする、単位未満株の預託を可能とする、などいくつかの改善点が従来より指摘されており、この機会に改善が期待される。

(2) 取引報告書及び信託財産運用指図書電子化

現状、押印された紙ベースの取引報告書を証券会社の従業員が信託銀行や生命保険会社に物理的に輸送したり、投資顧問会社が運用指図書をファックスで信託銀行に送付するような状況が一般化しており、STPと程遠い状況にある。

そこで、データ通信における、データの真正性、変更の不可非性、秘匿性が確保され、相手方に到達したことが確認できること、また後日の紛争処理のため、データ送信後改ざんができないこと、後日顧客の請求に応じて合理的期間内に見読可能なものとする事など、といった要件を満たすことを条件に、これらの文書の電子化を可能とする。

(3) 保管振替機関による一般振替 DVP の提供

保管振替機関に口座を持つ投資家の取引の DVP を実現するためには、保管振替機関が取引に関する資金情報の管理を行うことに加え、資金のネットィングを行うこととする。

2) 中長期的改革事項

一方、中長期的な議論を深めていくべきことについては、株式や社債等の完全なペーパーレス化のための法制、担保法制、そして準拋法の問題などが指摘されているが、ここでは、完全なペーパーレス化のための法制について、コメントする⁴。

³ 2001 年中に転換社債の取り扱いを開始する予定。

⁴ 担保法制の問題とは次のようなものである。DVP を証券はグロス決済、資金はネット決済という形で行う場合、後から資金を支払えなくなるケースが生じうる。この場合、証券の決済をやり直すようなことが可能であれば、問題である。そこで、証券決済にファイナリティを持たせるためにも、資金決済が滞りなく完了することが必要である。そこで、参加者の資金の未決済残高に応じて、担保とすることが可能となるよう、法制面の検討が必要とされる。一方、準拋法の問題とは、クロスボーダーの証券取引において適用される法制度のあり方に関するものである。なお、これらの問題が解決しなければ、そもそも 2002 年に T+1、DVP を実現するという短期的改革も実現できないのではないか、という懸念もありうる。これについては、現行法の当面の手直し、あるいは実務上の工夫等で、大きな問題を顕在化させず 2002 年に間に合わせる事ができないかについて、検討が期待される。中長期的改革は、より理想的な姿を実現するた

我が国の社債は券面が存在せず、投資家は、その名義が登録機関（全国約160の銀行）に登録されることによって、社債の保有者となる。この場合、その投資家がいくらの額面の社債を何枚保有しているか記録され、その投資家の持つ個々の社債券面にそれぞれ番号が記載されて管理されている。株を売却した場合は、自分の保有していた特定の株券でなくても、例えば保管振替機関に共同管理された株券のプールから、同じ銘柄を同じ株数相手に渡せばよい（相手の口座名義に振りかえればよい）が、社債の場合は、売り手が保有するこの特定の番号の社債の名義が、買い手の名義に書き換えられなければならない。一日のうちに複数の投資家の間を社債が転売されたような場合は、売買の対象となった番号の社債の売り手買い手が順番に連続していることが確認されなければならない。こうしたファンジビリティ（代替性）の欠如は、決済の円滑化に大きな支障となる。

そこで、社債について、登録機関をコンピュータ・ネットワークで結び、名義書換を迅速に行う仕組み（JB ネット）が導入され、97年12月より稼働している。この結果、99年10月よりT+3が実現した。しかし、これをさらにT+1に短縮化することは、極めて困難であることが指摘されている。

そこで、社債登録法を部分的に手直しし、券種ごとの管理や記番号での管理の廃止、さらに個々の投資家の名義ではなく、多数の投資家が取引先証券会社等に口座を保有することとし、登録機関にはこれら証券会社等の名義（受寄者名義）で社債が管理することを可能にすることが考えられる。こうした部分的手直しですむならば、この点は短期的改革事項として取り組まれることが期待される。

しかし、現行の社債登録法を前提としつつ、記番号管理を廃止したり受寄者名義による登録を導入することは、法的には無理があるのではないのではないか、という指摘もある。また、そもそも一国の法制度のなかで、株と社債で、保有者の権利の発生、移転、消滅に関わる法律が、大きく異なることは問題であり、新しい法制度の導入が理想であるという意見も強い⁵。

この場合、電子的な取引の活発化を念頭に、券面が存在しない証券、すなわちペーパーレスの証券ではあるが、現在の社債とは異なりファンジブルな証券で、円滑な決済を可能とする、電子証券登録に関する法律とでも言うべきものの確立が期待されている。この法律は、社債はもちろんのこと、株券を含め、全証券に適用可能なものとなろう。

これと関連して注目されるのは、2000年3月に発表された「CPのペーパーレス化に関する研究会報告書」である。同研究会は、1999年4月、法務省民事局と大蔵省金融企画局と共同で、学識経験者と市場関係者の参加のもとに検討を進めてきたものである。同報告書は、CPの発行、売買を完全にペーパーレスで行うため、新たな法律の策定を提案している。これによれば、主務大臣が指定する「電子債券登録機関」に、発行体及び投資家など

めの改革と位置づけられる。

⁵ もちろん、社債登録法によらない社債を発行し、これを保管振替機関の取扱対象とするという考え方もありうる。

参加者の口座を電子的に記録し、この電子的な記録の変更によって、CPの譲渡などが可能となる。この電子債券登録に関する法律が制定されれば、株等も含めたペーパーレス化を可能とする電子証券登録に関する法律を検討していく上でも参考となっていくと思われる。

3) 短期的改革事項と中長期的改革事項の連続性、整合性

なお、このように短期的改革と中長期的改革に分けた改革推進を構想する場合、双方の連続性、整合性についても考慮に入れる必要があるだろう。例えば、短期的改革の一環で構築される決済システムと、中長期的に構築が目指される決済システムが大きく異なるものとなれば、参加者が二重投資を迫られる事態に陥るおそれもある。

特に、中長期的に電子証券登録に関する法律を成立させ、株も社債も統一的にペーパーレスで扱う「電子証券登録機関」とでもいうべき機関を構築していくこととすれば、この移行がスムーズに行えるよう、短期的改革においても、株と社債を、できるだけ同様のシステムで処理する工夫を検討することが望ましいと思われる。

4) その他の留意点

この他、決済サービスに関する競争を重視する立場から、決済機関が公的インフラの性格を有すべきではなく、競争にさらされる存在であるべき、との主張も聞かれる。この場合、具体的には、日銀による国債決済サービスのあり方の根本的見直しや、保管振替機関の法的性格が俎上に上ろう。これに関しても、T+1、DVP、STPを早期に達成させる上では絶対不可欠の障害とは言えず、中長期的に議論を深めていく事項とみなすべきと思われる。

おわりに

以上、証券決済システムの構築を、短期と中長期の二つのステップで実現させていくことを議論した。もちろん、理想的な姿を当初より作り上げることが容易であれば別であるが、英国のトーラスのように多大の時間とコストをかけて失敗に陥るような事態は、絶対に避けるべきである。既に我が国の証券決済を取り巻く現状が諸外国より遅れているという認識のもと、着実に改革を実現させていくことが望まれる。

(淵田 康之)