

## 証券決済改革論議のあり方について<sup>1</sup>

### 1. 証券決済改革の必要性について

1999年8月の自民党債券問題小委員会の報告を契機に、我が国における証券決済改革議論が本格化してから半年がたつ。この間、証券業協会及び金融審議会において、それぞれ懇談会、ワーキングが開催されてきた。

しかし、最近に至るまで、一部において、証券決済改革論議は、唐突に始まったと訝る声や何故、今、やらなければならないのか、といった疑問の声があがったり、あるいは市場参加者自身から、やるのは結構だがとにかく安いコストで済ませて欲しい、といった傍観者的発言が聞かれるなど、改革の必要性についての認識が十分理解されていないように思われる。

米国では、T+1の実現のための証券決済制度の抜本的な改革は、やるべきかやらないべきかを議論する段階ではなく、実現しなければならない課題として具体的取り組みが進む段階になっている。T+1問題は、2000年問題と似ており、単なるコスト・ベネフィットでは議論しにくい課題である。何らかの支障が生じたときのリスクが極めて大きい（しかもコストの理論的な予測は困難）という認識のもと、市場に参加する者として、好むと好まざるとに関わらず対応せざるをえない課題として意識されているわけである。もちろん、今後、コスト等の議論が詰められる予定であるが、これは、どのように実現するかの手段を明確にするための作業であり、T+1の実現に向けたプロセスが、実務レベルで粛々と進められているのが今の米国の状況である<sup>2</sup>。

2000年問題がそうであったように、決済リスクは社会・経済システム全体に予測しがたい甚大な被害を与えかねない問題であるため、T+1対応においては国のイニシャティブが重要な役割を果たしている。米国の場合、SECが数年前から業界の対応を促し続けてきた。

T+1に限らず、そもそも証券決済改革は、基本的にパブリック・ポリシーの問題であり、政治や行政のイニシャティブのもとに行われるのは自然な姿である。ペーパークライシスを受けた米国の70年代の証券決済改革は、議会が重要な役割を果たした。また英国の中央証券預託機関であるCRESTは、イングランド銀行が、株式を含めた証券全体の決済改革に

<sup>1</sup> 本稿は、筆者が金融審議会証券決済改革に関するワーキング・グループで発表したコメントを加筆・修正したものである。

<sup>2</sup> 米国の動向については、森早苗「米国におけるT+1証券決済へ向けての動き」『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

正面から取り組んだ結果生まれたものである。

今回のわが国の証券決済改革論議については、当初、政治主導であったことへの疑問や、民間がやるべきことを国でやっているのではないか、といった批判も聞かれるが、グローバルにみて全く不自然ではない。むしろ米国で数年前から SEC が主張し、また 1 年以上前から SIA で議論されている課題に、遅蒔きながら日本が取り組み始めたものを、「唐突な動き」とすら受け止められてしまう日本の土壌に問題を感じる。

決済改革は、仮に、民間レベルで改革の必要性の認識が低いとしても、パブリック・ポリシーとして推進すべき課題である。また 2000 年問題同様、仮に民間の意識や対応が進んだとしても、国の役割が失われるわけではない。決済リスクの削減は、2000 年問題のような一過性のものではなく、持続的な課題であるから、なおさらである。

## 2. わが国金融・証券市場、金融産業にとっての意味

市場関係者においては、T+1 (DVP が当然の前提) を含む証券決済改革の推進は、上記のように mandatory なものとして、受け止められるべきと考えるが、同時に市場や金融産業の発展のために、そしてもちろん個々のプレイヤーの生き残り競争力強化のために大きく資するものとして、積極的に取り組むべき課題と認識すべきであろう<sup>3</sup>。

市場全体のリスク削減、効率性の向上は当然、参加者として死活問題であることは言うまでもない。また年金基金や個人といったエンドユーザーに、より良質のサービスを提供するためには、決済期間短縮の流れを受けてリアル処理化を進めていく、欧米市場をベースとした金融サービス・プロバイダーに対抗していく必要がある。日本市場をベースとしている業者が、日本市場の後進性故に、日本のエンドユーザーに対して競争力あるサービスを提供できないとすれば問題であろう。

特に、米国の先進的なバイサイドにおいては、従来のフロント処理に重点がおかれた STP の段階から、決済処理まで含めた end to end STP が標榜されている。バックオフィスをスリム化するとともに、自らのキャッシュ、証券のポジションを迅速に把握し、無駄の無い運用や証券貸借を実施することにより、数ベースでもパフォーマンスを向上させようという動きである。パブリック・ポリシーとして進む決済インフラの整備の動きが、こうしたバイサイドの戦略的な努力をサポートし、年金基金などエンドユーザーのニーズに答えているわけである。日本のバイサイドにおいて、日本の証券決済改革が進展しないために、リアル処理対応が遅れるならば、アセットマネジメント産業の彼我の格差は、向こう数年で、大きく開いてしまうと思われる。

米国の証券会社においても、T+1 へ決済期間を短縮することにより、自己資本のコミッ

<sup>3</sup> 淵田康之「証券市場の電子化への潮流と日本の展望」『証券アナリストジャーナル』1999年11月号参照。

トを削減することが可能になるとして、積極的な対応が見られる。ここでもリアル処理が可能な社内システムの確立が強調されている。日本の対応が遅れば、米国市場をベースとする証券会社に比べ、日本市場をベースとする証券会社は、IT面の競争力が劣る形となり、エンドユーザーへのサービスも劣後することとなろう。

単に、抽象的に競争力が低下するといったレベルではなく、米国でT+1が実現した時に、日本で実現していない場合に生ずる具体的な問題の例としては、日本の機関投資家がポートフォリオの組み替えで、日本株を売却し、米国の株式を購入するケースが指摘できる。日本株の売却代金が入金できるのはT+3であるが、米国株の購入代金はT+1に支払う必要があり、ファイナンスが発生するわけである。対日投資を行う外人投資家は逆の問題に直面することになる。

### 3. STP円滑化のための照合システムの必要性

以上、証券決済改革の必要性について再確認したが、次に具体的な改革議論のプライオリティについて私見を述べたい。

米国でT+1のために必要とされていることは、証券決済そのものの部分（決済層の議論）というよりも、その前段階である照合層の議論である。照合システムは、照合作業を迅速に行うというだけではなく、電子的な取引処理を参加者間で標準化された形で行うシステム環境を提供する役割も果たすものであり、STPのために不可欠な存在である。

日本では、「決済機関の統合か分散か」といった形で、決済層の議論にばかり焦点があたってしまった観があるが、まずは照合層の改革、すなわち照合システムを導入することの必要性において、関係者の足並みが揃うことが望まれる。

T+1へのタイムスケジュールを念頭におくと、「早期に稼働可能で、同時にグローバルなコネクティビティ（接続性）にも考慮した照合システム」の構築を早急にスタートすべきであろう。

こうしたシステムは、

- ①ユーザーが複数のシステムが競合する環境を強く求めている（需要サイドの要件）。

かつ

- ②ユーザーのニーズを十分反映した具体的なシステム構想を持ち、改革のタイムスケジュールに間に合うようなタイミングでそれを導入できる、グローバルなクオリフィケーションを有するプロバイダーが複数存在する（供給サイドの要件）。

のであれば、当初から、複数のものが併存する姿も考えられる。そうでない場合は、当初は、市場インフラとして、ユーザー主導の議論の下に、一つのフレームワークを導入することが現実的と考えられる。この場合も、将来的に、ユーザーのニーズを反映して、競合するシステムが登場する可能性を排除しないようにする。

なお、複数のサービス・プロバイダーが併存する場合も、基本的な仕様の統一性は保たれるべきである。この点は、ユーザーのガバナンスが、それぞれのシステム運営機関において十分発揮される仕組みを確保することにより、自ずと実現することが望ましい。これが現実には十分発揮されにくいといった理由で、決済リスク削減という政策目標の実現が危ぶまれるような場合は、なんらかの行政的なガイダンスの必要性も否定できないかもしれない。

#### 4. システム・アーキテクチャーの議論とインスティテューショナル・フレームワークの議論の区別が必要

照合層のシステム化の必要性についての一般的な合意を確認した上で、「決済層」の議論にも本格的に取り組む必要があるが、その場合、システムやテクノロジーがどのような姿であるべきか、という議論と、わが国の証券決済機関に関する法規制はどうあるべきか、という議論は区別して考える必要があろう。

証券決済改革に関して、日本でこれまで表明されてきた議論を見ると、この二つが混同されているケースが多かったように思われる。「システムを一つにした方が効率的である」、「いや分散型にした方がコストが低く、将来の技術的發展性もある」、といった論争、あるいは、「ある証券については、取引慣行等が違い、他と同一のシステムで扱うことができないのではないか」、といった指摘は、システム・アーキテクチャーの問題として、システムの専門家とユーザーの主導の下、実務的な議論の場で結論を出すべきことである。

一方、我が国の証券決済改革の遂行には、どのようなシステム・アーキテクチャーをとるにしても、現状の法規制では問題があることが明らかな部分がある。こうした問題は、インスティテューショナル・フレームワークの問題として、パブリック・ポリシーのあり方を考える金融審議会のワーキングが主体的に取り組むべき議論である。

わが国の証券決済機関に関する法規制が、諸外国の証券決済改革への潮流やわが国の市場環境やエンドユーザーのニーズを展望した時、現状のままでは支障があるということは、すでに過去半年の議論の中で、指摘されてきた。

例えば、参加者及びユーザーより、「一つの決済機関で多様な証券を扱ってもらいたい」が、現状はエクイティは証券保管振替機構で、社債は JBNet を通じ社債登録機関で、国債は日銀で、という形で、商品ごとの縦割り決済体制になっており問題だ」、という意見が表明されている。清算については、商品横断的な統一清算機関がないどころか、同じ株でもどこの市場で取引されるかによって清算機関が違ったりする。店頭取引では清算機関が無いといった問題が指摘された。また DVP を実現するには、証券保管振替機構が資金決済、担保、参加者基金、与信枠に関連する業務を含む新たな事業を行える必要があり、現行法の解釈ないし改正が必要であるという指摘もなされた。これらの問題の解決につながる法

規制のあり方を、金融審議会ワーキングで議論し、提言につなげていくことが望まれる。

一つの機関で多様な証券を扱ってほしい、というニーズに答えるためには、必ずしも、「単一の決済機関に統合すべき」といった提言に意見を集約する必要はない。ここでも、もし、

①ユーザーが複数のシステムが競合する環境を強く求めている（需要サイドの要件）、かつ

②ユーザーのニーズを十分反映した具体的なシステム構想を持ち、改革のタイムスケジュールに間に合うようなタイミングでそれを導入できる、グローバルなクオリフィケーションを有するプロバイダーが複数存在する（供給サイドの要件）、

ならば、「多様な証券を扱う決済機関」が複数、競合的に存在することは、何ら問題がないであろう。この場合、需要サイド、供給サイドの意向がマッチした結果、特定の証券のみの決済サービス提供に特化する決済機関が登場することも、排除されるべきではない。

ただし、特定の証券の決済サービスを、特定の機関が独占し、その業務に関して他の決済機関の参入を排除するようなことは、上記のような条件が成立する場合は、不公正となるだろう。また、言うまでもなく、証券によって取引慣行等が異なるなど、異なる処理形態が必要と見なされる場合は、「多様な証券を扱う決済機関」（複数存在も可）が、それぞれ、ユーザーとの実務的議論を踏まえ、その内部に「証券の性格に応じた複数のシステム・アーキテクチャー」を導入することで対応すれば良いのであり、必ずしもわが国のインスティテューショナル・フレームワークとして、「証券決済に係る複数の法規制体系」、「複数の証券決済機関」が必要ということにはならない。

なお、現状、例えば証券保管振替機構に関する法律も、同機構について、株券等の保管振替を行う「単一の機関」と規定しているわけではない。現状でも、同機構に対して、競争を挑み、よりユーザーのニーズにあったサービスを標榜するような機関が現れる可能性は、法規制上開かれている。その意味で、競争的な圧力を通じ、民間ベースで証券保管振替サービスを向上させていく余地は既にある。しかし将来にわたり、問題として残るのは、同法の枠組みの下では、どういう主体がサービスを提供しようと、少なくとも一部のユーザーの求めている「多様な証券の統一的決済」や、パブリック・ポリシーとして推進すべき「DVP、T+1を可能とする環境」は実現しにくいとされる点である。

今後、21世紀に向けて多様な証券が登場する可能性を考えると、「多様な証券を、柔軟に統一的な環境の下で処理できる決済機関」を、複数か単一かは別として、わが国で設立・運営しうるような法規制を確立していくことは不可欠であろう。また、その新たな法的フレームワークは、「T+1」や「DVP」に象徴されるグローバルな決済インフラ改革競争に、わが国が乗り遅れることのないような姿を目指すことが望まれる。これは、法規制の問題である以上、民間ベースの話し合いや競争原理に任せておける問題ではなく、国が解決すべき問題である。従って、金融審議会のワーキングでの議論が進展することが、望まれる。

## 5. 多様な可能性を許容するインスティテューショナル・フレームワークの必要性

新しい法規制に向けた議論においては、特定のシステム・アーキテクチャーにあまりとらわれず、今後のITの発展の可能性も受容できるよう、様々なアプローチが成り立ちうるような枠組みを理想とすべきであろう。

一例をあげれば、証券決済は Central Securities Depository (CSD)、資金決済は中央銀行という組み合わせのみを前提とする必要はない。証券と資金を一カ所で処理できるようなCSDの設立を、現段階でのフィージビリティの判断から問題外と決めつけず、制度としてはそうした選択肢も可能な姿とし、これを選択する主体が満たすべき要件も明確にしておくなど、将来的なイノベーションの余地を可能な限り排除しない工夫が求められるのではないか。

法制度改革は、そう頻繁に行えないが、テクノロジーは、想像を超えたスピードで変化していく。特定の枠組みがいったんできると、それに関係する既得権が発生し、新テクノロジーの導入が客観的に望ましくても、その時点で法規制の変更が必要となると、改革に対する抵抗を必ずや伴うことになるというリスクを十分認識しなければならない。

## 6. 期待されるユーザー主導の議論

このように、金融審議会での議論は、できるだけシステム・アーキテクチャーに左右されない根本部分のあり方を規定する法規制を目指す一方、参加者のレベルでは、現実にもどのような仕組みを作るかの議論も、当然進展していかなければならない。逆にここでは、できるだけ現行の法体系に左右されない、柔軟な議論が展開され、様々な可能性が客観的に評価されるべきである。優れたプランの導入を阻むものが、現行法にあるということであれば、その主張をパブリック・ポリシーの議論に反映させればよい。

システム・アーキテクチャーの議論の主役は、ユーザーであるべきである。これまでの我が国の証券決済改革論は、一部の主張を除くと、ユーザーがどういう改革を求めているか、ということよりも、証券決済関係機関がどのように改革しようとしているか、という主張が目立っていたような気がする。これでは、現行、複数存在する証券決済機関の枠組みに引きずられた議論に陥りがちである。

ユーザー主導の議論を建設的に行うためには、同時に、システム分野の専門家に技術的、客観的な評価や提案を求めることとし、既得権者の「ためにする議論」で堂々巡りすることを避ける工夫も望まれる。

欧州では、99年5月に、主要金融機関がESIUG(European Securities Industry Users' Group)という組織を設立した。現存する決済機関がそれぞれシステム改良をすると、ユーザー側

のコストが高まるので、二重三重の投資負担を回避するため、欧州における証券決済の統合を、ユーザーの立場で求めていくというのが、設立の趣旨である<sup>4</sup>。

我が国のユーザーも、どのような決済インフラ、STP インフラが構築されるかにより、欧米市場をベースとしたプレイヤーとの競争条件が大きく左右される以上、システム・アーキテクチャーの論議には、積極的にコミットしていくべきであろう。

欧州の議論と同様、我が国においても、ユーザーが決済機関の統合を求めるのが、自然な流れであろう。ユーザーの立場にたつ場合、筆者は従来通り、単一決済機関の導入が望ましいと考えている<sup>5</sup>。原則論としては、本稿で述べたように、需要サイドの要件と供給サイドの要件が満たされるならば、複数の決済機関が競合する姿を排除すべきではない。ただ、この二つの要件は、そう簡単には満たされないであろう。

我が国のほとんどのユーザーは、そもそも電子的な取引システムをゼロから導入しなければならないのであり、基本的でかつ標準的な、照合、決済機関との STP 環境の確立をまず求めている。サービス・メニューを競う複数の代替的機関の存在が、今の段階で強く求められているとは思われない。

供給サイドもしかりである。米国では、DTC が独占的に提供していた照合サービスに対し、99年よりトムソン社の参入が認められたが、トムソン社がその周辺サービスにおいて、現実に優れたサービスをユーザーに供給する能力を証明してきたという実績があつたことである。今の日本で、例えば、照合システムに関して、十分、ユーザーの意向も踏まえて練られた実現性のある計画が、何種類もアベイラブルになっているとは思われない。ユーザーのニーズを反映したソリューションが、具体的に複数提示されていない状況下で、抽象的に競争のメリットを強調しても建設的とは思われない。

ユーザーということでは、証券会社はともかく、特に運用会社の意向がまだ十分に表明されていないように思われる。STP 環境の確立がいかにバイサイドにとって重要かは、既述の通りである。あくまで投資信託の投資家や年金基金といったエンドユーザーに対する受託者の立場から、優れた証券市場インフラの確立を、バイサイドは積極的に主張していくべきであろう。

## 7. おわりに

過去半年の証券決済改革論議は、「何を何故、誰が議論すべきか」が、十分整理された形で進められてきたとは言い難い。今後、公と民が、またサービスの提供者とそのユーザーが、それぞれ本来の立場を認識し、証券決済改革の実現にコミットしていくべきである。

<sup>4</sup> 落合大輔「欧州の証券決済機関を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2000年冬号参照。

<sup>5</sup> 淵田康之「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」『資本市場クォーターリー』99年夏号参照。

今回の証券決済改革は、証券取引の拡大と IT 革命を背景に世界的に生じている証券取引プロセスの歴史的変革のうねりに、日本が乗り遅れないためのものである。現状のシステム・アーキテクチャーにとらわれたインスティテューショナル・フレームワークの議論、あるいは現状のインスティテューショナル・フレームワークにとらわれたシステム・アーキテクチャーの議論、このいずれにも陥らず、21 世紀に通用する証券市場のインフラ基盤を構想していくことが望まれる。

(淵田 康之)