

## 米国における T+1 証券決済へ向けての動き

米国では T+1 決済への移行に向けて、業界団体の SIA（Securities Industry Association, 米国証券業協会）を中心に具体的な検討が始まっている。99 年 12 月には SIA の T+1 運営委員会の小委員会から、T+1 における新しい機関投資家取引処理フローのモデルに関する中間報告も公表され、業界全体で議論が活発化しつつある。

最近では日本や英国などでも決済期間短縮が議論されるようになり、T+1（取引日翌日決済）は世界的な潮流となりつつある。米国では、95 年に T+5 決済から T+3 決済へと移行した頃から、中長期的に T+1 へ移行することが議題に上っていた<sup>1</sup>。その後、Y2K やユーロ対応などの短期的な課題を前に影を潜めていたが、最近になってこれらが一段落したこともあり、議論が再浮上した。

米国の最近の傾向としては、T+1 は決済リスク削減という側面からではなく、T+1 移行にあたって必要となる STP（取引処理業務の一貫処理）がもたらすオペレーション・リスクの削減効果の観点から議論されるようになってきている。米国では過去 5 年間で取引量が倍増と言われており、取引量の増大がオペレーションに与えるインパクトは深刻な懸念事項となってきている。また、証券会社では取引増による資本効率への負担が問題視されるようになってきた。

最近では、SEC のレビット委員長が 2002 年 6 月までの T+1 決済への移行という具体的な移行目標も提案している。こうした中、98 年には SIA の中に T+1 運営委員会が設置され、具体的な検討が始まった。以下では米国における T+1 化への取り組み、議論と背景、今後の予定などについて、SIA における活動を中心に紹介する<sup>2</sup>。

### 1. SIA における T+1 へ向けての活動

SIA は T+1 運営委員会に 3 つの役割を与えている。まず、第 1 段階として、小委員会な

<sup>1</sup> 諸外国における決済期間の短縮、決済機構の統一など STP 化に向けての動きに関しては淵田康之「新たな市場間競争自体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—」参照。米国における G30 勧告達成に向けての取り組みについては、淵田康之「証券決済制度の在り方について」『財界観測』96 年 2 月号を参照。

<sup>2</sup> 米国においては国債・政府保証債について、既に即時グロス決済（RTGS）及び T+1 の時点ネット決済いずれかの方法での決済が実現しているため、T+1 移行の議論の対象は株式・社債・地方債などになる。

どを通じて T+1 への移行のコスト・ベネフィット分析、フィージビリティ・スタディなどを行う。第 2 段階では第 1 段階での分析を踏まえ、業界のコンセンサスを作り実際の T+1 移行を計画し、実施する。第 3 段階では市場参加者の T+1 移行の進捗についてモニタリングを行い、メディアなどを通じて広く一般に知らせる。目標は T+1 決済のオペレーションの実現と、その中での T+0 レベルの決済リスク面の安全性確保である。

委員会には証券会社に限らず機関投資家、カストディアン銀行、トムソンのようなサービス会社、規制当局として SEC など、幅広い市場関係者が参加している。SIA は民間の業界団体であるが、95 年に米国で T+5 から T+3 決済への移行が行われた際にも SIA の中に委員会が設置され、問題提起、必要な制度変更の提言を行い、NYSE のような SRO（自主規制団体）や SEC における規則作りに大きな影響を与えた。今回も同様のプロセスを経るものと考えられる。現在、1 ヶ月に 1 度のペースで会合を開いている。

表 1 T+1 運営委員会の構成

投資顧問会社	証券会社	銀行	その他の市場関係者
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital Group Research, Inc.</li> <li>• Credit Suisse Asset Management</li> <li>• Merrill Lynch Asset Management</li> <li>• Morgan Stanley Dean Witter Investment Management</li> <li>• Munder Capital Management</li> <li>• TIAA/CREF-Investments Division</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A. G. Edwards &amp; Sons, Inc.</li> <li>• Bear, Stearns &amp; Co. Inc.</li> <li>• Dean Witter Reynolds, Inc.</li> <li>• Goldman Sachs</li> <li>• INC Trading Corporation</li> <li>• Lewco Securities</li> <li>• Manning &amp; Napier</li> <li>• Morgan Stanley Dean Witter</li> <li>• Paine Webber Group Inc.</li> <li>• Pershing: Division of Donaldson, Lufkin &amp; Jenrette, Inc.</li> <li>• Ragan MacKenzie Incorporated</li> <li>• Salomon Smith Barney Inc.</li> <li>• Warburg Dillon Read</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bank of New York</li> <li>• Citibank</li> <li>• State Street Bank</li> <li>• The Chase Manhattan Bank</li> <li>• The Northern Trust Company</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• The Capital Markets Company</li> <li>• Depository Trust Company</li> <li>• DTCC</li> <li>• GSTPA</li> <li>• Municipal Securities Rulemaking Board</li> <li>• New York Stock Exchange</li> <li>• NSCC</li> <li>• NY Clearing House</li> <li>• Securities Exchange Commission</li> <li>• Securities Industry Association</li> <li>• Standard &amp; Poor's</li> <li>• Thomson Financial</li> </ul>

(出所) <http://www.sia.com> より野村総合研究所作成

委員会は T+1 決済にあたっての検討課題として 7 つの Building Blocks を挙げている。これは、1) 証券業者間（ストリートサイド）の照合のリアルタイム化、2) 証券会社と機関投資家（カスタマーサイド）の間の照合のリアルタイム化、3) グローバル単位での STP 化、4) 資金決済の完了性（ファイナリティ）の確保、5) 券面への対応、6) 電子的な情報

管理や送達、7) 海外の預託機関との接続であり、この後も、問題分野が発見されれば随時リストに追加されていく。これらの課題に対応するための実際的なタスクについては、T+1 運営委員会は小委員会を設置して検討させている。現在、以下の7つの小委員会がある。

表 2 T+1 運営委員会の小委員会

小委員会名	委員長
ビジネスケース (Business Case Model)	Paine Webber
機関投資家取引処理 (Institutional Transaction Processing)	Goldman Sachs
資金決済 (Payments Process)	Warburg Dillon Reed
電子的な情報の保管・送達 (Electronic Storage and Access to Information)	Morgan Stanley Dean Witter
券面 (Physical Securities)	A. G. Edwards & Sons
法規制 (Legal and Regulatory)	Pershing(DLJ)
業者間取引処理 (Street Side Processing)	DTCC

(出所) 99年12月 SIA オペレーション・カンファレンス資料より

各小委員会の下には、更に細分化されたトピックを扱うワーキンググループが設置されている。例えば、機関投資家取引処理小委員会の下には、ブロック決済、ネットティング、GSTPA 対応、プライム・ブローカレッジ等のワーキンググループが設置されている<sup>3</sup>。

この内、機関投資家取引処理小委員会 (Institutional Transaction Processing Committee, 以下、ITPC) は去る12月1日、T+1 決済における機関投資家取引処理フローの新モデルを提言した白書を公表した。今後、他の小委員会からも T+1 に向けての提言が公表されてゆくことが予定されている。

<sup>3</sup> ブロック決済、ネットティングの議論については下記参照。GSTPA 対応とは、SIA が独自に提言するシステムとの整合性を保つための対応をするワーキンググループである。

プライム・ブローカレッジは、証券会社が主にヘッジファンドなどの機関投資家に提供している、カスタディ、清算業務、融資、証券貸借などをワンセットにしたサービスである。ここで発生する取引に関しては独自の照合プロセスがあるため、別対応となっている。

## 2. ITPC 白書と機関投資家取引処理制度の改革

### 1) 現状の機関投資家取引処理フローとその問題点

機関投資家取引は一般的に、リテール取引よりも扱う取引金額や取引量が大きく、取引の参加者も多いため、取引後の処理が複雑になっている。機関投資家取引が問題視されるのは、まず、T+1 内に現在 T+3 で行っているこの複雑なプロセスをはめ込まなくてはならないという点にある。もう一つには、この複雑なプロセスを多量の取引が通過するようになったことにより、従来のプロセス自体が破綻しそうになっているという点が挙げられる。米国では後者の問題点が比較的深刻な懸念事項と捉えられており、実際、決済サイクルが T+1 になるかならないかにかかわらず、機関投資家取引処理のプロセスの再構築は行わなくてはならないという意見がある。

ここで更に詳しく、現在の機関投資家取引処理の流れと問題点について見てみることにする。例として、運用会社のブロック取引を、証券会社が取引所で執行したと仮定する。この場合の取引処理の流れは、図 1 の様になる。

運用会社では通常複数のファンドを運用しており、運用会社のトレーダーはこれらのファンドの売買発注を集約して発注を行う (1)。証券会社は通常ブロック取引、つまり金額の大きな取引は日中に何度かに分けて執行する。ブロック全ての取引が成立した後、証券会社は日中に分けて行った取引の平均単価を計算し、これを添えて運用会社に執行通知 (NOE) を送る (3)。運用会社は発注時点においてブロック取引の明細 (どの口座にかかるものなのか) を証券会社には伝えていないため、約定確認にあたっては口座の詳細と各口座への株の配分を証券会社に伝える必要がある (5)。これを配分指示、もしくはアロケーションと呼ぶ。約定確認は各最終顧客の口座単位で行うことになっているため、このようなプロセスが必要となっている。

証券会社はアロケーションを受け取った後、決済に向けて取引情報を中央証券保管振替機構である DTC のシステムに入力する (8)。取引入力の際には決済の相手に関する情報、手数料や税金などを差し引いた精算金額等の情報も必要となり、これらを取引データに付加するのは証券会社の役割である (7)。振替の相手に関するデータなどは、運用会社が DTC やトムソン等民間ベンダーのデータベース・サービスを利用していない場合は、運用会社から受け取る必要がある (6a)。DTC への取引入力は、取引日内から遅くともその翌日 (T+1) までに行われる。

取引データの入力を受けると、DTC はその内容の確認 (コンファメーション、8d) を運用会社に対して行い、運用会社はその内容を承認 (アフメーション、9a)、または訂正・取消する。確認に対し承認が得られた場合は、DTC は承認済確認通知 (アフアームド・コンファメーション) を、決済のカウンターパーティである証券会社と運用会社のカスタディアンにそれぞれ通知する (10b)。これが決済指示となる。通知を受けた証券会社が決済を承認すれば、DTC において各社の口座間で自動的に振替が行われる。振替はグロス単位



る場合は、これもネットした金額が決済金額となる（「クロス・エンドースメント」と呼ばれる）。

DTC では機関投資家取引の DVP 決済（DVP = Delivery versus Payment、証券・資金の同時決済）を実施している。DVP 決済は証券・資金の受渡しと同時に進行することにより、契約不履行のリスクを削減するというものである。上述のように DTC における決済では、証券の決済は日中に行われ、資金の決済は決済日の夕方に行われるが、決済日に口座振替が行われた証券に対する資金の支払いは DTC により保証されているという点で、決済日に必ず証券・資金が決済される仕組みになっている。この保証のリスクをヘッジするために、DTC では振り替えられた証券を担保する仕組みや、振替の上限（上限に達した場合は、支払債務額を減らすために資金決済を行うよう要求される。債務を解消しないとそれ以上の証券の振替は行われぬ）などを設けている。このような DTC における DVP の仕組みは、BIS が提示する、決済の安全性を定義したランファルシー基準を満たす 3 つの DVP モデルの内の一つに準拠するものとされている<sup>4</sup>。しかし、この仕組みでは決済日に振替が行われた証券に関する資金決済は保証されるが、決済日に証券の振替が必ず行われることは保証されていない。

この、米国における機関投資家取引処理のプロセスが、近年の出来高・取引量の急増に伴い、ほころびを見せつつあると ITPC は指摘している。現在、取引日にコンファメーションが行われない取引は 7 万件と、全体の 18%にも上る。T+1 決済になれば、全ての照合が取引日に実施される必要があるが、今のプロセスでは約 2 割弱がこの条件を満たせないことになる。決済前に承認（アフメーション）が行われない取引については、全体の 11.7%、毎日約 5.3 万件に上っている。今後も米国市場における取引が近年と同じペース（ITPC では毎年 25%と推定）で拡大していけば、これらの比率は更に上がることが予測されている。2002 年には、取引日にコンファメーションの無い取引は全体の 25%（約 20 万件）、決済日に未承認の取引については、T+1 決済を実施した場合には 40%にも上るとの推計である。このように、取引処理の延滞が大きくなってきていることが問題視されている。

何がこのような取引処理の延滞の原因となっているのか。現状のプロセスについて、白書が指摘する一番の問題点は「執行通知→配分指示→取引入力→コンファメーション→アフメーション→決済指示→決済の承認」といった一連のプロセスが、断片的に、関係者間をキャッチボールの様に右往左往して行われているということである（これを米国では「ワイパー効果」と呼んでいる）。プロセスが寸断されているため、一連の取引処理のフローに穴ができて取引日に全ての照合プロセスを終えることを難しくしている。

また、このプロセスでは、例えば運用会社がデータを処理している間、証券会社はデータを見ることができないなど、関係者間のデータフローも非効率になり、特にカスタディアンへの連絡が決済サイクルの遅くに行われることが多いことも問題として挙げられて

<sup>4</sup> ランファルシー基準と BIS の DVP モデルについては、前掲の脚注 2 の財界観測を参照（特に pp.80～82）。

いる。

取引処理のフローに穴ができる際には、更に手入力作業が発生している場合が多い。例えば、白書は配分指示の約 3 分の 1 が電話やファックスなどで伝達され、受取側の手入力処理を生んでいるという事例を挙げている。これらはエラーの発生率を高め、また取引処理の流れを滞らせる原因となっている。電子的なメッセージの活用も推進されているが、現在はまだ普遍的な統一標準が存在しない状態であり、ミドルウェアによるメッセージ変換に頼っている。

標準化が進んでいないのはメッセージのフォーマットだけではない。照合の誤差の許容範囲など、慣行のレベルからバラツキがあり、これも現行のプロセスに処理工程の一貫性が無い理由の一つである。

このような問題点に関し、今まで何も対応が為されて来なかったわけではない。ファックスや電話の代わりに電子的なメッセージのやり取りが浸透してきており、また、91 年の ISITC 導入、92 年の FIX 導入に代表されるように、そのメッセージのフォーマットも業者間で共通のものを使おうという標準化への取り組みは為されてきた。表 3 にあるように、過半数の米国の証券会社が FIX を既に導入済み、または近い将来に導入を予定している。

表 3 米国証券会社における FIX 導入状況 (98 年)

	発注	NOE	配分指示 (アロケーション)	約定確認 (コンfirmation)
導入済み	54%	67%	43%	40%
99 年内に導入	16%	2%	14%	2%
2000 年以降に導入	3%	0%	16%	16%
導入の予定無し	27%	31%	27%	42%

(出所) SIA/Tower Group, Technology Trends in the Securities Industry 1999 より野村総合研究所作成

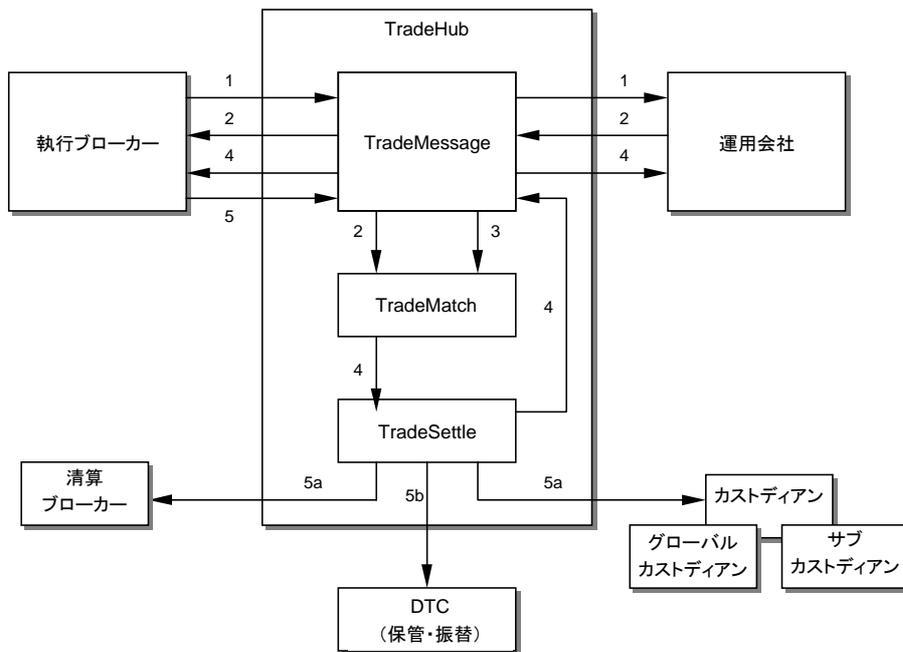
しかし、FIX に対応できるようになっているとはいえ、これらの証券会社間及びその顧客との間での利用方法は異なっており、また、他のプロトコルも平行して使われている。タワーグループのサーベイによると、米国の大手証券会社は一般的に 12 万の機関投資家顧客口座と 480 万のリテール顧客口座とに電子リンクを張っており、また、これら顧客と接続するための回線を約 1,300 本持っている。それぞれ仕様が異なる 1,300 本の回線上で、約 5 万人の顧客とやり取りし、はじかれたメッセージの修正を行うことは容易ではない。やはりタワーグループのサーベイであるが、標準プロトコルの不在は、証券会社が STP を達成するのに対する障害のリストのトップに挙がっている。

ワイパー効果を排除し、照合のプロセス自体を変えていく試みもなされてきた。ITPC の前身は Institutional Trade Matching Committee (ITMC) といったが、98 年には同委員会のプ

ロポーザルにより、「マッチング」という新しい約定照合の仕組みが米国において認可されている。これは、「1. NOE→ 2.アロケーション→ 3.確認→ 4.承認→ 5.承認済み確認」という行ったり来たりのプロセスを止め、NOE という証券会社からの一度のインプット、アロケーションという運用会社からの一度だけのインプットを、第三者がマッチする仕組みにするものである。マッチングで照合されれば従来の確認、承認のプロセスを飛ばして承認済み確認（つまり、決済指示）まで持って行ってしまおうという仕組みである。ITMC はこれを、機関投資家取引の照合を合理化するには必須の改正だとしていた。

マッチングの仕組みは、既に DTC の新約定照合システム TradeSuite などを利用して行われる。図 2 が TradeSuite の仕組みである。上述した、約定確認、承認のプロセスを TradeSuite 内部のマッチング・プロファイルを利用して行い、証券会社と運用会社からそれぞれ NOE、アロケーションの提供を受けるだけで、「マッチド・アフアームド・コンファメーション」という形で承認済み確認が出せる仕組みとなっている。

図 2 DTCC の TradeSuite の仕組み



- 1. 執行通知 (Notice of Execution)
- 2. 配分指示 (Allocation)
- 3. 約定確認/コンファメーション (Trade Confirmation)
- 4. マッチド・アフアームド・コンファメーション (Matched Affirmed Confirmations)
- 5a. 決済指示 (Settlement Instructions)
- 5b. 自動振替決済 (Automated Settlement)

(出所) ISSA Handbook 1999

しかし、このようなプロセスの合理化への取り組みがあっても、多くの利用者に活用されていないのが現状である。TradeSuite がリリースされたのは 98 年であり、旧 ID システム

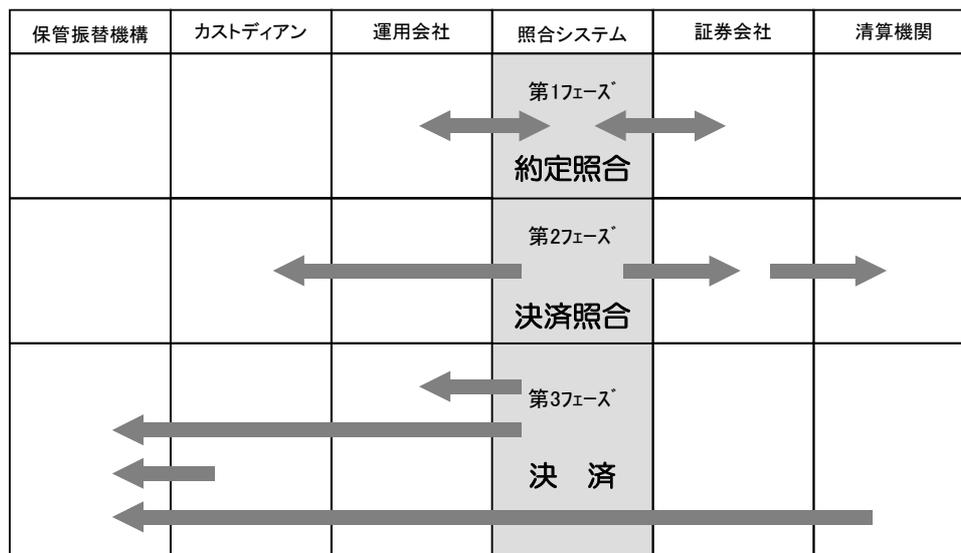
が TradeSuite になって新しく導入されたマッチング照合機能である TradeMatch の利用者は 99 年 10 月現在 17 社（これに加え、16 社が準備中）、TradeHub というマルチプロトコル・メッセージのハブの利用者は 22 社のみである。DTC では ID システムという確認（コンファメーション）のみを行うシステムに対し、94 年にこのシステムのリアル化、95 年に NOE やアロケーションの機能の追加といったように、少しずつ機能のグレードアップをしてきた。しかし DTC が市場のニーズに応える前に、例えば NOE とアロケーションのやり取りを行うベンダーとしてトムソン社が台頭してくるなど、DTC は ID システムという独占マーケットのコア・システムを持ちつつも、顧客に他のサービスを利用させることに成功していない。

FIX の普及のような標準化の取り組みがあり、TradeSuite のような新しい照合の仕組みを導入しても、確認や承認の延滞を止められずにいるのが米国の現状である。市場参加者の自主性に任せた対応方法では限界に来ているのであろう。今回の改正はこれにストップをかけるための、標準化を横断的に導入する試みであると言える。

## 2) ITPC が提言する機関投資家取引処理フローの新モデル

以上のような問題意識から、ITPC では機関投資家の取引処理の新しいモデルを提唱している。図 3 はその簡単な概念図である。T+1 決済に対応する迅速な処理が可能であり、また、標準化、自動化、合理化が進むことによって、取引量のキャパシティの問題も解消できるとしている。ITPC ではこれを「米国証券市場の健全性を将来に渡って維持するために必要なインフラ」と謳っている。

図 3 ITPC の機関投資家取引処理モデル概念図



(出所) ITPC White Paper vers. 1.5

新モデルでは取引処理の過程を細かく分かれたメッセージの集まりとしてではなく、一貫したプロセスとして扱っている。取引データの加工は、必要な場所で必要な処理を自動的に行われるよう設計されている。

以下では新モデルの詳細について概観する。図3にあるように、新モデルでは取引から決済までの取引処理フローを大きく3つの「フェーズ」に分けており、それぞれ約定照合フェーズ、決済照合フェーズ、決済フェーズと呼ばれている。各フェーズの中には更小さいステップ（処理工程）があり、白書では全部で10のステップが解説されている。

### 約定照合フェーズ

#### 1. 執行通知 (Notice of Execution, NOE)

ブロックの一部が執行される都度、証券会社が運用会社へ執行通知 (NOE) を送る。NOE は照合システムを経由しても、FIX ネットワークなどを使って当事者間の間で直接行うこともできるが、ブロック取引が完了した時点の執行通知 (合算ベースの報告) は、照合システムを経由しない場合はそのコピーを照合システムに送る。証券会社は精算金額ベースの情報をオプションとして NOE に含めることができる。商品によっては、この時点でブロック単位の承認・照合を行うこともできる (債券取引など)。

#### 2. 配分指示 (アロケーション)

運用会社は配分指示を照合システムに送る。配分指示は部分的に流すこともできるが、照合はブロック単位の執行通知と一致しなくてはならない。配分指示には口座のカストディアンコードも含める (このデータを照合システムのデータベースに事前に登録しておくことも可能である)。オプションとして、精算金額ベースの情報を含めることができる。また、照合システムは配分指示を受け取る都度、カストディアンと証券会社に転送することができる。

#### 3. 照合

照合システムが、証券会社から送られてきた執行通知と運用会社から送られてきた口座割当とを照合する。この時点では約定のキーとなるデータフィールドのみ (証券コード、数量、価格、合計額、売りか買いか、決済日、証券会社 BIC、運用会社 BIC、決済の場所、等) 照合が行われる。照合対象となるデータを限定することにより、処理フローの流れを円滑にする。執行報告と配分指示の両方に、既に精算ベースのデータ (精算金額、コミッション、フィー、税金、等) が含まれている場合にはこの照合もここで行うが、それ以外の場合はステップ5までに行う。

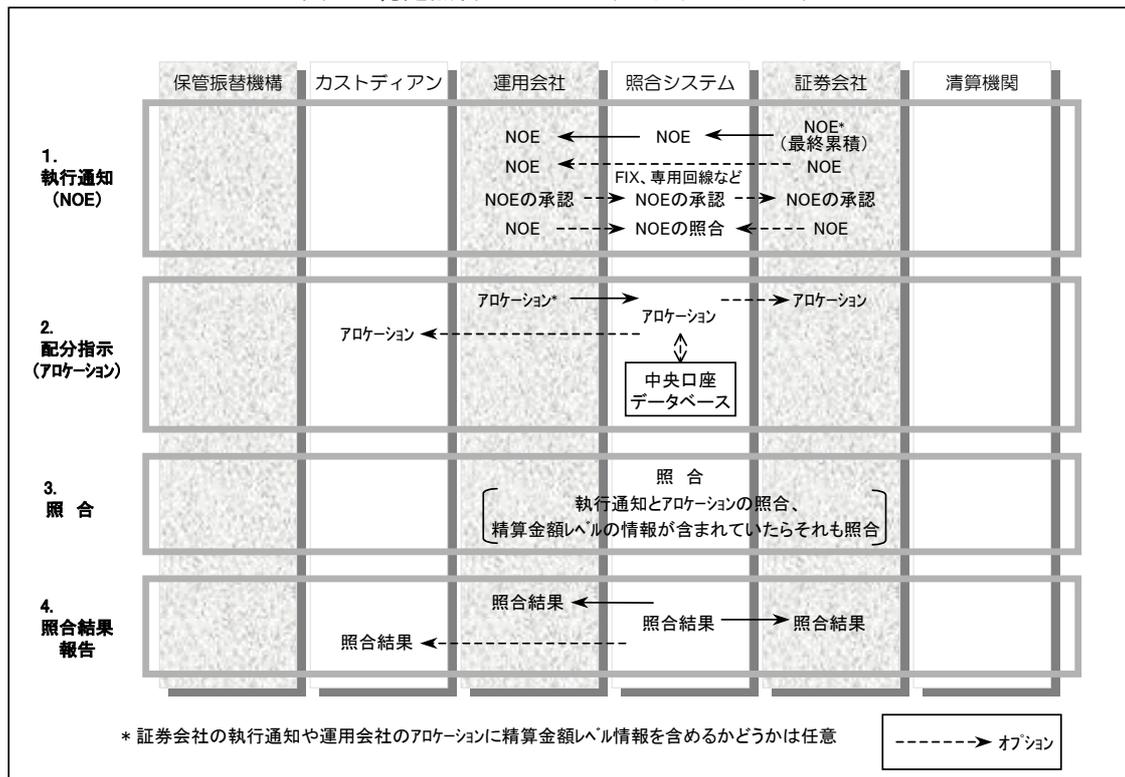
照合ルールは商品毎に異なることを想定している。例えば、CMO 取引であれば、額面金額なども照合データフィールドに含まれるであろう。債券取引であればブロック単位の照合を行った後、ここで2度目の照合を行う。精算金額の誤差の許容範囲も各カウンターパーティにより、商品毎に設定される。一部の債券 (FNMA、GNMA、国債

など)については、既存の照合システム (MBSCC、GSCC) を継続的に利用することも検討し、これらとのインターオペラビリティを目指す。

#### 4. 照合結果報告

照合システムは照合結果を証券会社と運用会社に報告する。オプションとして、カストディアンにも照合結果を通知することができる。

図4 約定照合フェーズ (ステップ1~4)



(出所) ITPC White Paper vers. 1.5 より野村総合研究所作成

### 決済照合フェーズ

#### 5. 精算金額の計算

コミッション、フィー、税金その他費用を確定し、約定金額より差し引いて精算金額の計算を行う。

精算金額関連のデータの補足方法には、1) 執行報告・配分指示の時点で証券会社・運用会社がそれぞれ含める、2) 証券会社、運用会社がそれぞれ別途精算ベースのデータを照合システムに提供する、3) 精算金額の計算式を照合システムに事前に登録し、照合システムがそれをもとに計算する、といった3通りがある。

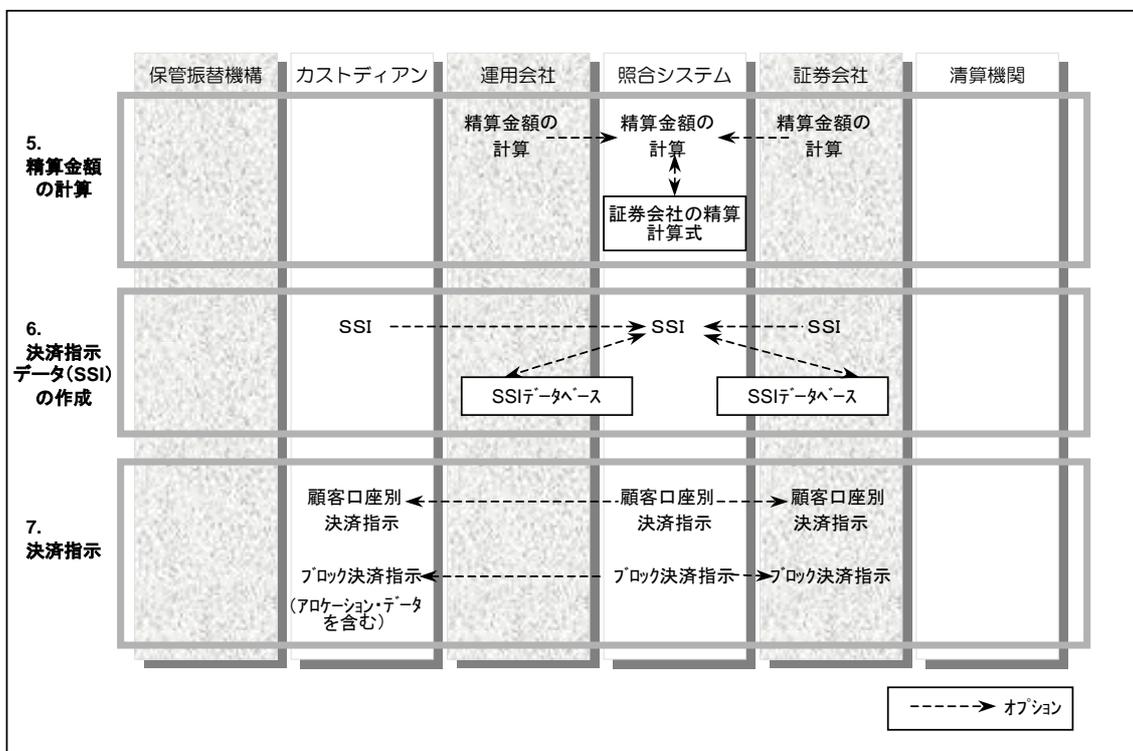
6. 決済指示データの作成

照合システムが取引データに決済指示情報を補足する。決済指示情報は照合システム内部もしくは第三者が管理する SSI (口座別決済指示情報) データベース (複数にまたがっても可) から得る方法と、決済の当事者からジャスト・イン・タイム・ベースで受け取る方法とがある。外部からデータを得る場合には、照合システムにはその登録場所のアドレスを登録する。照合システムは標準フォーマットによるデータの照会 (クエリー) を出し、内部・外部の所定の場所へとデータを参照しに行く。この方式により、既存のデータベース・ベンダーのデータベースとの共存を図る。

7. 決済指示

精算金額の計算・合意、決済指示の追加が支障なく行われれば、照合システムはカストディアンと証券会社に対し、照合済み取引の決済指示を出す。カストディアン及び証券会社の両方の決済指示に集約が指定されている場合は、同一のカストディアン単位で、同じ取引にかかる顧客のアロケーションを集計し直し、集計ベースで決済ができるようにする (ブロック決済)。カストディアンへのブロック決済指示には、各顧客のアロケーション・データも含める。

図5 決済照合フェーズ (ステップ5~7)



(出所) ITPC White Paper vers. 1.5 より野村総合研究所作成

**決済フェーズ**

**8. 顧客確認**

各顧客への承認済み顧客確認書が、照合システムから運用会社へと送付される。新モデルでは顧客確認は照合システムから運用会社への一通のみとする。

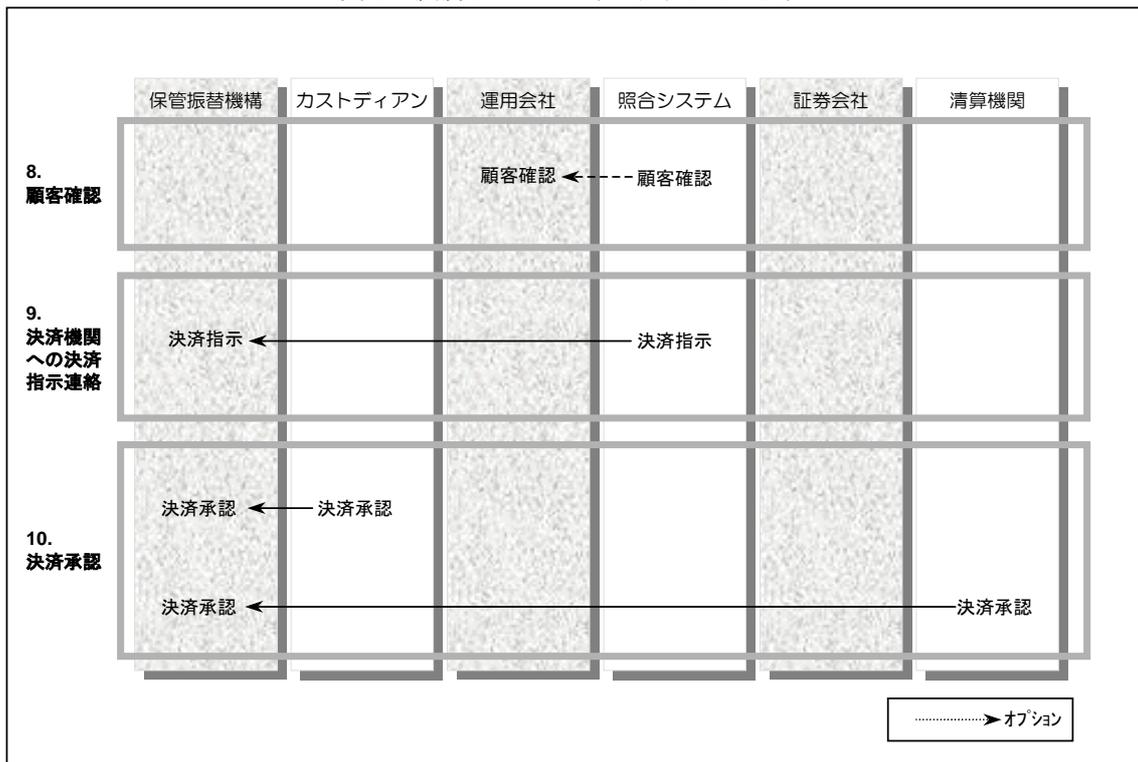
**9. 保管振替機構への決済指示連絡**

照合システムが決済指示を保管振替機構へと送る。決済の当事者が個別に指示を送る必要はない。保管振替機構は決済のカウンターパーティに対し、決済待ち取引の報告を行う。カウンターパーティはそれを承認することも、また、独自の決済指示を送り返すこともできる。

**10. 決済承認**

証券会社とカストディアンが預託機関に決済承認を送ることにより、取引の決済が完了する。決済承認の締切をいつに設定するかは、今後の重要検討事項である。

図 6 決済フェーズ（ステップ 8～10）



(出所) ITPC White Paper vers. 1.5 より野村総合研究所作成

新モデルの特徴として、以下のような点が挙げられる。

- **セントラル・マッチングによる照合**

新モデルには既に TradeSuite など実践されているような、執行通知とアロケーション

を中央で照合し、照合時点でアフアームド・コンファメーションとして決済指示のプロセスへと処理が流れる仕組みが導入されており、前述のような「ワイパー効果」を解消している。データが1カ所に集まることにより、その場所での集中一貫処理も可能になり、現在のような分断された処理フローではなくシームレスな流れを実現することも容易になる。また、データが1カ所にあることは関係者によるデータの参照も可能にする。

- **STP化**

取引処理のスピードと正確性の向上のために、一貫処理（STP）化、自動化が図られている。中央に集められたデータは可能な限り手作業を省いた方法で処理されていくことが想定されており、各ステップは「瞬時に」連続して起こると説明されている。

データの補足はデータベースなどを利用して自動的に「ジャスト・イン・タイム」ベースで行うことが想定されている。新モデルではアロケーションや決済指示の作成に SSI データベース（口座別決済指示をデータベース化したもの）を利用することや、精算金額の算出に関して、計算式を照合システムに登録して自動的に行うことが検討されている。

- **リアルタイム処理**

これらの処理は STP であるだけでなく、リアルタイムで行われる。現在一般化している夜間バッチ処理ではなく、日中に処理が行われる。T+1 決済では照合（決済照合フェーズまで）は全て取引日に行われる必要があるため、リアルタイム処理は必須であると言えよう。

- **約定照合と決済照合の分離**

約定照合時は出来に関するデータと、機関投資家の BIC コードなどの基本的な約定データのみが照合の対象とされている。手数料や精算金額などの、取引の当事者間での取引内容確認に必須とは言えないデータは決済照合フェーズに付加し、照合する。ITPC は現在これらの詳細なデータが処理フローの頭の方で照合の対象となっていることは、取引処理が早い時点でしばしば滞留する原因となっていると指摘しており、このように処理フローの川上での照合を簡素化することにより、処理の流れの迅速化を図っている。

- **早いタイミングでの取引データ通知**

当モデルでは、取引の関係者に対し、取引に関する情報を迅速に通知できるような工夫がされている。例えば、ステップ4の部分でカスタディアンに取引の連絡を行えば、カスタディアンは顧客のクレジット審査や貸し株の呼び戻しなどの内部的処理に早めに取りかかれるようになる。また、部分的なアロケーションでも証券会社に連絡できるようにすることで、証券会社が顧客口座にかかる処理を早めに始めることができるようにする。ブロック取引の中にはその証券会社にとって新規の顧客の取引が混ざっていることも多い。コンファメーションを行うには証券会社側に顧客口座が必要であり、現在は全てのアロケーションを受け取った時点で新規口座開設などの処理にかかるため、コン

ファメーション、アフメーションのプロセスが大幅に遅れる原因となっている。これは T+1 ではかなりのフェイルにつながることに懸念されていた。

- **柔軟性**

取引の種類によってプロセスが異なることを想定する、現状のシステムを継続的に利用する方法を考慮するなど、柔軟性への配慮がなされている。取引の種類に関しては、例えばステップ3の約定照合の部分に関して、商品毎に異なる照合のプロフィールやプロセスにも対応することが示唆されている。

新モデルは中央集中処理を基本理念としているが、効率的な取引処理の妨げにならない範囲で、既存のプロセスも並存させる配慮が為されている。例えば、ステップ1「執行通知」の部分において、照合システムを経由せず現在普及しているFIXや専用回線のネットワークを利用することも可能としている（ただし、その場合は照合システムにコピーを送る）。また、カストディアンにとって新しい機能となる、ステップ4の照合結果通知の受け取り、ステップ7のブロック決済指示などは、選択肢として導入を検討しており、義務とはなっていない。SSIデータベースに関して、中央集中処理の仕組みの中でも既存のベンダー・サービスを活用できるよう検討が進められている。

新モデルでは自動処理が原則であり、データベースでジャスト・イン・タイムのデータ補充を行うのが望ましいとされているが、証券会社や運用会社が望めば精算金額の計算式や口座情報などをデータベース化せず、その都度照合システムに提供することもできる。ただし、タイムリーな提供が可能であるという大前提があつてのことである。

- **重複処理の解消**

新モデルでは、現在の取引処理プロセスに見られる重複処理の解消が提唱されている。具体的には、ステップ7のカストディアンが受け取る決済指示を、照合システムからカストディアンへと送るものに（現在は最終顧客の承認も必要であり、このことが照合済みの取引のフェイルを多くする原因となっている）、ステップ8の顧客確認を、照合システムから運用会社へ送るものに（現在はDTCが送るものの他、証券会社も個別に送っており、通常郵送されている）、ステップ9の保管振替機構への決済連絡を照合システムから保管振替機構のものに、それぞれ一本化することが検討されている。また、SSIデータベースの管理方法についても、クエリーという仕組みを使うことにより、データの重複登録などがおこらないよう配慮されている。

- **ブロック決済**

新モデルでは、ブロック決済という新しい決済の仕組みも検討されている。ステップ7「決済指示」の部分にあるように、これは同じブロック取引にかかる取引データをカストディアン銀行単位で再集計し、集計ベース（つまりブロック単位）で決済を行うというものである。これは義務ではなく、オプションとして検討されている。

ブロック取引のメリットは、決済の件数を削減することにより、決済処理負担を軽減

できるというものである。証券会社から見ると、個々のカストディアン単位でその日の決済が1本化される。ただし、例えば部分的な受渡しなどが発生したときなど、ブロック決済になると処理が困難になることも予想され、ブロック決済については今後も議論が続けられることと思われる。

今回、この白書がリリースされたのは、委員会ベースでの意見が固まったこともあり、広く一般から意見を求める段階に入ったという意味合いがある。このモデルはまだたたき台であり、実際、ブロック決済のあり方、承認の期限の設定など、まだ決まっていない部分が多く、これらについて白書は意見を求めている。2月には最終報告が出されることになっており、その時には更に細部が固まっているものと思われる。

### 3) 白書のその他の主な検討課題

白書では取引処理フローの新モデルを提案するだけにとどまらず、複数の照合システムの併存の可能性、機関投資家取引へのネットィングの導入なども検討している。以下では主な検討事項について紹介する。

#### (1) 複数の照合システムの可能性（「バーチャル照合システム」）

米国においては、過去、機関投資家決済の照合はDTCのIDシステムを用いることが義務付けられていたが、99年5月にこの規則は緩和され、民間ベンダーであるトムソン社なども照合サービスを提供できるようになった。

米国では68年のペーパー・クライシスのようなバックオフィス危機の経験から、1975年の証券法改正において照合システムはSECの管轄下に置かれるようになった。改正法において議会はSECに迅速かつ正確な決済を推進するための仕組み作りをSECに要請しており、これを受け、SECは1982年、照合の電子化を義務付ける自主規制機関（SRO）規則を成立させた（SROコンファメーション規則。NYSEの規則387など<sup>5</sup>）。同規則はSROの会員証券会社に対し、会員が顧客に対しDVP、RVP（Receive versus Delivery）決済を行う場合は登録清算機関を利用することを義務付けている。実際にはETC（電子照合サービス）を提供する登録清算機関はDTCしかないため、機関投資家決済においてはDTCのIDシステムの利用が必要となっていた。

トムソン社はOASYS（Order Allocation System）という、NOEとアロケーションをやり取りするETC（電子取引照合）サービスの主要ベンダーである。欧州やカナダにおいては、米国では禁じられていた確認・承認の部分のサービスを提供している実績もある。同社は長年SECに対し、確認・承認の部分の業務にも参入を認めるよう働きかけていたが、これがやっと99年5月に認められたという運びである。SECも、安全性と効率性のバランスが

<sup>5</sup> MSRB Rule G-15(d)(ii), NASD Rule 11860(a)(5), NYSE Rule 387(a)(5).

重要だとして、トムソン社の確認・承認サービスの開始に対し、清算機関登録を特別に免除した。

このような背景もあり、今回の白書において提唱されているモデルにおける照合システムも、単一の機関を想定したものとはなっていない。白書に示されるような機能を持った機関が複数存在することも考えられ、このため白書ではモデルの中の照合システムを「バーチャル照合システム」と呼んでいる。

このような「バーチャル」照合システムの枠組みとして、商業的な経済性、責任のあり方、オペレーションの3つが検討課題として挙げられている。経済性の問題では各種プロバイダー（業界インフラ機関も商業プロバイダーも含む）とユーザーの両者に合理的な手数料の仕組みのあり方が、責任の問題では複数プロバイダーの間での責任の取り方が、オペレーションの問題では複数プロバイダーを前提としたセントラル・マッチングの仕組みが、それぞれ議論の焦点となる。

## （2）ネットティングの導入

ITPC は白書において、取引量の急増への抜本的な対応策として、機関投資家取引決済へのネットティングの導入を提言している。つまり、現行の証券の受渡し为非保証である個別DVP決済から、NSCCにおける業者間決済で用いられているCNSの仕組みのような保証付きのネット決済へと変更するということである。SIAのカンファレンスなどでの話では、カストディアンがCNSのシステムに何らかの形で参加することが検討されており、CNSの中でカストディアンも証券会社と同じようなマルチラテラル・ネットティングで決済をNSCC相手に1本化するという可能性もある。そうなれば証券会社にとっては機関投資家の委託売買の決済がバイパスされることになるので、取引処理事務の軽減、決済にあたっての担保の削減など、大きなメリットがあると考えられる。

しかし、現在ではカストディアン側のシステムや業務フローは全て個別決済が前提となっているため、ネットティングを導入したときのカストディアンの対応コスト負担はかなりのものになると考えられる。更に大きな問題点は、カストディアンはCNSに参加することにより対NSCCの証券決済を保証せねばならないことになり、1) 実質的に担保の積み増しを行うことになる、2) 決済の当事者になってしまうので、決済不履行がおこったときはそのリスクを自己で負わなくてはならなくなる、という点にある。このため、不履行がおこった時はマルチラテラル・ネットティングをバイラテラル・ネットティングに引き直し、責任の所在を明確化するというような案も出されている。

ネットティングの導入はカストディアンに対するデメリットも無視し得ないため、ITPCは今後もネットティングの導入のメリット、デメリットなどを、専門的に検討するワーキンググループを設置して慎重な検討を続けることを示唆している。

### (3) 行為基準の整備、ルール化

白書に提唱されるように、取引処理・決済の仕組みを大きく変更するには、新しい照合システムを作るだけではなく、それを利用する決済の当事者の行動も変えていく必要がある。この行為基準を整備し、ルール化を図っていくことも、今後の重要な検討課題として白書に取り上げられている。具体的には、データの入力や参照に関する問題、標準フォーマットの整備、照合に際して許容される金額差の範囲などが挙げられている。データまわりでは、証券会社と運用機関が照合システムを経由しないで照合を行うといった例外的処理の扱い方、精算金額計算式の登録に関するルール作り、照合システム外にあるデータベースを使った場合のルール作りが検討範囲に挙げられている。

行為基準ルールに一定規模以上の決済当事者が従わないと、その決済モデルは機能しないため、このルールを制度として義務化することも検討課題として挙げられている。モニタリングの仕組みの案として、照合システムがルールに違反している参加者を検知しアラームを出す（最初は違反者のみ、修正がなかった場合にはその決済の当事者の全てに）、独立の監督組織にコンプライアンス状況を監視させる、といった案が出されている。

### (4) 評価替えの導入

T+1 運営委員会の目標には T+1 決済のプロセスの中で、T+0 決済と同等の決済リスク削減効果が得られるような仕組みをつくるというものがある。ここで考えられているのが、取引日の終わりにおける担保の評価替えの仕組みの導入である。白書では「終値による値洗い」と謳われているが、取引日の取引が終わった後のある時点で、翌日に決済される資金のネットの金額を、証券のネット決済分の市場価格と比較し、その差額を預託機関が翌日決済資金に上乗せ（または差引き）して担保を計上する。例えば、取引した時点から評価替えの時点まででネット決済分の証券の値上がりがあった場合、渡方の参加者の決済口座にマイナスの記帳が、値下がりであった場合は受方にマイナスの記帳が為され、資金決済勘定を調整する。翌日、決済が無事完了した時点で、その差金分を参加者に差し戻すという仕組みである。取引日から T+1 の間のオーバーナイトの信用リスクを、この仕組みをもって軽減するという狙いである。この仕組みの延長線として、日中の評価替えのシステムを導入すれば更に決済リスクの削減を図ることができるとの示唆がなされている。

T+0 の決済では、特にクロスボーダー取引のような時差を伴う取引処理を扱うことがオペレーション上困難である。オペレーションだけを考えると、T+0 よりも T+1 の方が優れていると考えることもできよう。SIA はこのような見解から T+1 決済の検討を進めているが、評価替えの検討は T+1 決済に T+0 決済の安全性を組み合わせるための興味深い試みと言えよう。T+0 決済に関しては将来的な検討課題としては残っているが、当面の具体的な目標としてはスケジュールに上っていない。

### 3. その他の小委員会における動き

ITPC 以外の小委員会の動きは、まだこれらの小委員会が何も公表の資料を発表していないこともあり、外からは分かりにくい状況にある。しかし、SIA では 98 年の T+1 委員会設立以降、定例の年 1 回のオペレーション・カンファレンスなどで T+1 を大きく取り上げて議論を行っている。以下では、各小委員会が取り上げているテーマについて、どのような議論が進められているかを紹介する。

#### 1) 資金決済

資金決済の分野において、米国で一番問題視されているのがリテール・ビジネスにおける決済である。米国のリテール証券の世界においては、小切手が主な資金決済の手段であるが、小切手決済は完了するのに通常 1~2 日以上かかり、また、組み戻し率も低くない。T+1 化にあたっては代替的資金決済手段の開拓が重要な課題であると認識されている。

もっとも、大手証券会社では現在までの決済期間短縮の過程で、MMF を組み合わせた総合証券口座やラップ口座の普及による決済資金の前受けが進んでおり、資金がない限り取引はできないようになってきていることが多い。これらの証券会社では T+1 における資金決済の問題はリテール・ビジネスにおける総合口座化の徹底で解決できると考える向きがあり、T+1 は前受けを促進する良い機会とも捉えている。

しかし、いわゆる資産管理営業がスタイルとなっているフルサービスの大手証券会社では、ポートフォリオの総合管理といった観点からキャッシュの前受けも行いやすいが、一方でこれは低コストの取引執行を売り物とするディスカウント・ブローカーには馴染みづらい慣行である。T+1 移行における資金決済の問題では、特に昨今台頭してきたオンライン証券会社における対応が危惧されている。T+1 化に伴い破産するオンライン証券会社が出てもおかしくないとの意見もあるようである。

このような問題意識の下、SIA では最近急速に普及しつつある電子決済手段である ACH (Automated Clearing House, 「自動手形交換所」) の仕組みを重点的に検討している。これは自動引き落としや振込を行うためのネットワークである。小切手社会の米国においても、昨今、給与振込や年金給付などの分野で ACH が普及しつつあり、90 年代を通して利用件数は毎年約 15% 超のペースで拡大している。現在、企業のユーザーは 200 万社、消費者では 1 億人に利用されている。オンライン・バンキングの開始に伴い、インターネット上で ACH の振込を振り出すことができるサービスなども提供されており、米国の金融界では注目を浴びている。

T+1 への移行という視点からの ACH の魅力は、上述のように一般的に普及している決済手段であるということに加え、振り出された ACH 取引がその日または翌日の朝には決済されるという決済スピードの早さがある。しかし、決済の完了性という点からは難点があり、

そのため、ビジネス界で徐々に市民権を得つつある ACH も、証券業界においてはほとんど普及していない。ACH には ACH デビットと ACH クレジットという 2 通りの仕組みがあるが、特に顧客の銀行口座からの自動引き落としや振込に使われる仕組みである ACH デビットでは、修正は決済日より 2 日間、未承認取引の取消は決済日より 60 日間受け付けることになっている。このため、小委員会では証券取引における決済について、特別な ACH 規則の設置、修正・取消プロセスの迅速化の手段などを検討している。

なお、機関投資家取引決済については、96 年より決済資金について即日資金の利用を実施している。このため、DVP 決済における決済日の決済完了性が担保されている。

## 2) 電子的な情報の保管・送達

この小委員会で扱っている議論の一つに、T+1 における目論見書や法定帳簿のデリバリーの問題がある。これらは現在郵送されることが多いが、T+1 になれば決済前にこれらを顧客に郵送で届けることは不可能であるため、インターネット等電子的な媒体による送達が検討事項に挙がっている。

現行の制度において、これらの文書の電子的な送達は可能である<sup>6</sup>。しかし、電子的な目論見書や法定帳簿が現物の目論見書・法定帳簿と同等のものであると認められるためには、一定の条件を満たさなくてはならず、その中には受取人がその文書を見たという確認ができなくてはならないというものがある。この条件は、リテールの世界などで電子的な目論見書等の送達が普及していない大きな要因となっている。更なる規制緩和が可能か、それが無理であればどのようなテクノロジーによる解決や解釈の変更による対応方法があるかなどが検討されている。

もう一つ、この小委員会が検討している問題として、電子署名の問題がある。ITPC の新しい取引処理モデルなどにも見られるように、T+1 の状況下では電子的な承認が必要となる局面が多くある。この分野に関しては議会でも電子署名を通常の署名と同等の法的効力を認める法案が検討されていたが、昨年 11 月に否決された。今後の小委員会における議論の動向が注目される。

## 3) 券面

米国では株式、社債などの証券については、券面が存在する。これらは DTC において集中管理をすることで不動化を図っており、決済にあたっては電子的な振替のみで済むようになっている。DTC には CP、地方債、社債、株式が預託保管されているが、CP、地方債

<sup>6</sup> SEC 解釈通達 33-7233 号 (95 年 10 月、電子媒体の利用について)、33-7288 号 (96 年 5 月、証券会社、名義書換代理人、投資顧問による電子媒体の利用について)。

米国における目論見書・法定帳簿などの電子的な送達に関する規制については、大崎貞和、「証券取引におけるインターネットの利用に関わる法規制の現状と課題」『CaMRI レポート』99 年 7 月号を参照。

に至っては 99%、社債も 90%以上、株式も 70%以上（NYSE 上場株は 83%、NASDAQ 銘柄 70%、AMEX 上場株 71%）が保管されている（98 年末）。日本の証券保管振替機構の株券の預託率（99 年 10 月末時点で 32.5%）と比較すると数段不動化の徹底が進んでいると言えるが、特にリテール分野では取引に伴う券面の事務処理が残っている。券面の処理は時間も手間もかかるため、T+1 になったときの問題化が指摘されている。T+1 の状況下で、券面の電子化（不動化や不発行化など）は必須であるとの意見もある。

しかし、T+1 移行にあたって SEC が券面に関して何らかの行動を起こすとしても、券面の全面的廃止を行うことはないだろうというのが関係者の意見のようである。証券の現物に関しては、証券法の他に州法レベルの会社法などが投資家が証書を保有する権利などについて規定しているため、なかなか動くことはできないだろうとの憶測である。

90 年代に入って、メリルリンチを筆頭に証券会社が券面の交付に手数料を課すという慣行が出てきたが、T+1 への民間レベルでの対応として、このような慣行が更に浸透することが予想される。

#### 4) ビジネス・ケース

ビジネス・ケース・モデル小委員会は T+1 移行に伴う費用対効果、リスク面やその他のインパクトを分析し、その分析をもとに T+1 決済への移行案を提案することがその役割である。資金決済、券面などの小委員会等に比べ、総合的な視点での分析を担っている。

小委員会ではこの分析を下請けに出すことにしており、受託業者を決定するために、9 月に 10 社のコンサルティング会社に対し応募要綱・参加資格通知（RFP : Request for Proposal）を送り、10 月にはコンペにあたってのカンファレンスを開いている。選考にあたってはフィー、専門性、人材、分析のアプローチ、著名度などの順番で着目している。12 月には最終候補としてコンサル会社を 5 社にまで絞り込み、12 月中にも最終決定を行うとしていたが、まだその正式発表はない。最終候補に残っていたのはアンダーセン・コンサルティング、キャピタル・マーケット・カンパニー、アーンスト・アンド・ヤング、プライスウォーターハウス、そして SRI とペローの共同エントリーの 5 組である。

12 月のカンファレンスでは、同小委員会のアウトプットとして、1) 業界へのインパクト、2) 業界の対応余力、3) 移行に伴う投資額、4) 制度変更検討分野、5) 移行スケジュール、6) 会社規模別インパクト分析などについての報告が為されることが示されている。業界としての対応の他、各社の対応能力などにも着目している。

2000 年 6 月には、最終報告として白書がリリースされる予定である。また、それまでも中間報告が予定されている。

## 5) その他の小委員会

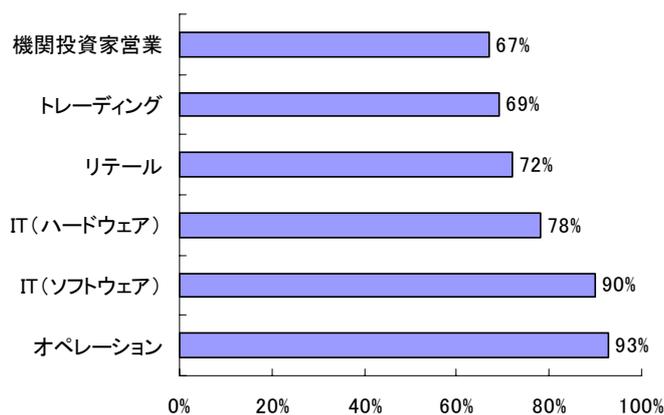
法規制小委員会では T+1 移行にあたって制度変更が必要となる各方面について、各担当当局との検討などを進めているとの報告されているが、実際には資金決済、券面等のその他の小委員会での議論が固まらないと具体的にどのような制度変更が必要かまとまらないため、まだ活動は最小限に留まっているようである。

業者間取引処理（ストリートサイド）小委員会は 12 月に設立されたばかりである。同小委員会では NYSE、NASDAQ 等の市場、DTCC のような機構、そして証券会社間の取引データのインターフェースについて検討する。DTCC における T+1 に向けての取引処理や決済保証の仕組みの変更を監督する役割も担う。

## 4. 業界の反応

SIA が 98 年に T+1 運営委員会を設置し、この課題に関する意識が高まったことを反映し、証券会社では 98 年から社内的な T+1 対応の検討を始めているようである。図 7 は SIA とタワーグループが行ったサーベイにの結果であるが、98 年末時点で 90%以上が T+1 におけるオペレーションやシステムの検討を開始している。ただし、この時点では検討の域を出ておらず、サーベイでは実際のアクションは Y2K などの対応に目処がついた 99 年下期から開始するとの答であった。

図 7 証券会社が T+1 インパクト分析を行っている分野（1998 年時点）



(出所) SIA/Tower Group, Technology Trends in the Securities Industry 1999

T+1 移行の社内システムに対するインパクトについては、「全く影響がない」を 1、「全面的な書き換え」を 5 としたときに、3.9 のレベルと判断するとのサーベイ結果も得られて

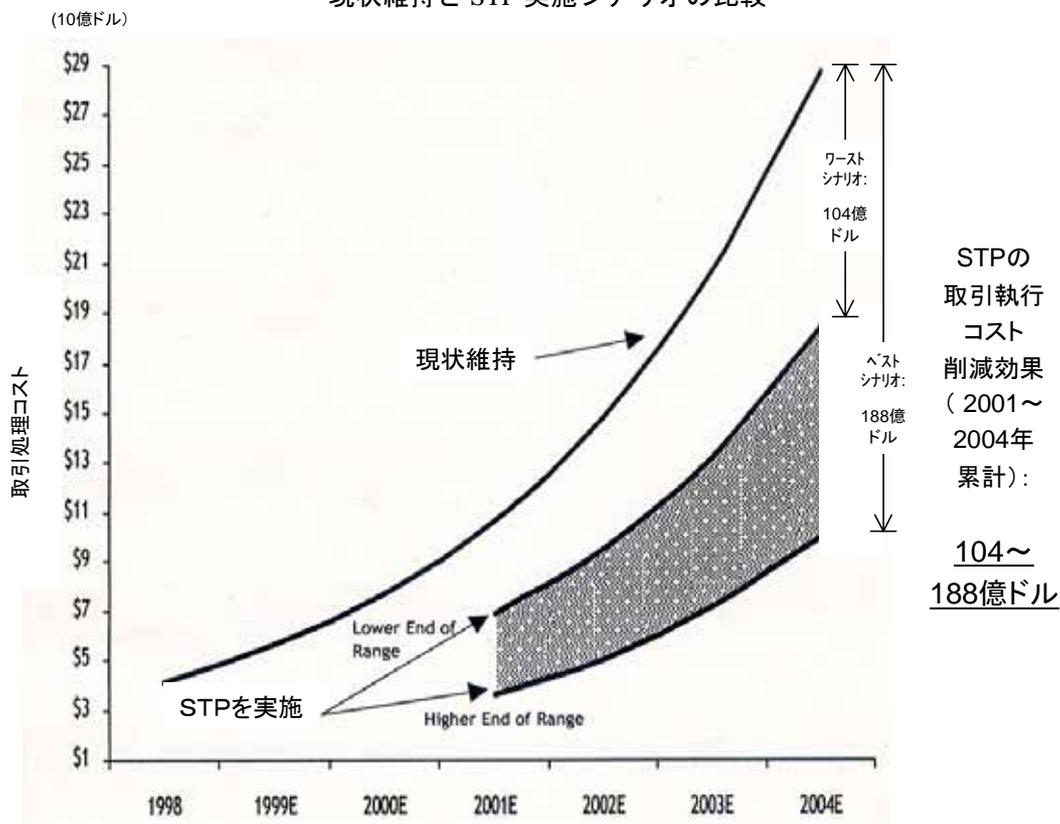
いる。しかし、この対応のための予算としては、1998-2002 の 5 年間で業界全体として 5 億ドルの準備にとどまっている。同サーベイでは、同じ 5 年間における Y2K 対応予算について 28 億ドルとの試算があるが、T+1 対応の難易度は Y2K を遙かに越えるとの意見もあるため、楽観的な見積もりとも言える。証券会社の業務関連予算としては、今までは Y2K が最優先事項であり、今後も 2002 年までには T+1 以前に株価表示の小数点化対応や時間外取引・取引時間延長などの課題が待ち受けている（両者とも 2000 年下期実施予定）ため、T+1 への対応にまだ本腰が入っていないことの現れとも見れる。

証券会社の意識としては、全体的には T+1 移行のリスク削減効果を肯定的に捉えつつも、G30 勧告にあるような決済リスクの削減といった視点はお役所的と映るようで、関心は高くない。オペレーション・リスクに関しては、バックオフィス危機になるという危機感はあるようであり、例えいくらコストがかかっても、プロセスのリエンジニアリングは必要であるとの意見もある。

更に肯定的な意見として、T+1 移行を社内外の STP 化を進め、バックオフィスのコスト削減につなげる良い機会であると、前向きに捉える向きもある。ある大手証券会社では現在、決済業務に携わる 170 人のスタッフは、T+1 になり社内外の STP が進めば 70~80 人まで削減できるとの予想を出しており、バックオフィスの効率化に対するインパクトは大きい。現在取引 1 件あたり 5~10 ドルのコストがかかっているのが、2.50~5 ドルにまでコストダウンするとの試算もある。コンサル会社のキャピタル・マーケッツ・カンパニーでは証券会社の取引執行コスト推移の予測を行っており、STP を実施すれば 2001~2004 年の 4 年間で 104~188 億ドル（グローバル・ベース）、米国市場では 62~119 億ドルのコスト削減につながるとの観測を出している。証券会社単位では、例えば毎日の取引量が 5~10 万件的証券会社であれば同じ 4 年間で 6.4~9 億ドルの経費節減を見込めるとのことである。

コスト削減以外にも、T+1 実現により導入される新しい取引処理のシステムや慣行を利用し、ビジネス展開につなげることも考えられている。例えば、ITPC が提言するような取引処理のプロセスが導入されれば、データベース化、標準化が進むことにより、顧客への情報提供サービスを拡充することが可能であるだろう。資金決済の部分では、既に述べたように T+1 への対応として大手証券会社における資金の前受けが進むと考えられており、これは各社の資産囲い込み戦略に貢献すると思われる。また、その他にも ACH 等の新しい決済手段が導入されることにより、新決済手段に付随したサービス展開も考えられよう。

図8 取引処理コストの推移予測（全世界）  
 —現状維持と STP 実施シナリオの比較—



(出所) The Capital Markets Company

## 5. 今後のタイムフレーム

冒頭で述べたように、SECは2002年6月までにT+1決済へ移行したいとの見解を出している。現段階ではまだこれに代わる移行時期の発表はないが、業界内ではこの期日は現実的ではないとの意見が多い<sup>7</sup>。前項にもあったように、証券会社の業務関連予算は今までY2Kの対応などに集中しており、今後も株価表示の小数点化、時間外取引対応などの課題が残っており、T+1のような大きなコミットメントにかけられる資源は限られている。T+5からT+3へ移行する過程でも、実際の移行時期はSECの当初の予定から1~2年遅れているため、今回も2002年6月という期日に固執することはないだろうというのが大方の予想である。詳細な移行スケジュールはビジネス・ケース・モデル小委員会の検討課題ともなっており、ここで更に現実的な移行時期なども提案されてゆくであろう。

今後の動向としては、SIAのT+1委員会は2000年6月にSECへ報告を行うことになっ

<sup>7</sup> ビジネス・ケース・モデル小委員会の委員長 Diane Frimmel氏自身、12月のSIAのカンファレンスの際に2002年6月という期日にはとらわれないとの考えを示している。

ているため、6月に向けて各小委員会の意見などがまとまっていき、T+1の具体像が見えてくることと思われる。ITPCでは白書の最終版を2月までにまとめたとしている。他の小委員会でも白書の公表を予定しており、6月までには各小委員会の提案をまとめた、T+1運営委員会全体の白書が出されると言われている。

クロスボーダー取引のSTP推進機関であるGSTPAの動きの影響も、注意すべきポイントである<sup>8</sup>。SIAは、例えばITPCの白書の作成にあたってはGSTPAも正式にメンバーとして参加させ、両者の相違点の分析、すり合わせを行っており、これまでも協調を図ってきた。しかし、12月にDTCCが参加するコンソーシアムが正式にGSTPAの照合システム「TFM」の構築を受託したため、その影響は益々増していくものと考えられる。DTCCはTFMが作られれば国内の取引処理にも利用していきたいという考えを示しており、TFMの構築により、米国国内での照合システムの仕様等も急速に固まる可能性もある。TFMは2000年中に開発、試験運転を予定しており、2001年には実際に稼働する予定である。

## 6. 日本における議論への示唆

既に述べたように2000年6月にはSIAがSECや議会に報告を行うことが予定されている。6月に向けて業界としての対応議論や個々の証券会社における議論などが表面化してくることと思われ、今後の展開が益々注目される。

米国におけるT+1議論の最大の特徴は、STPの視点が非常に重視されているということであろう。T+1は証券業界全体、そして個別証券会社にとっても大きな投資を伴うと考えられている。しかし、取引執行コストを削減し、決済の信用リスク、オペレーション・リスクを取り除くことが、市場の競争優位を保ち、また、個別の証券会社にとっても大きな経費・リスク削減効果をもたらすという考え方から、前向きな姿勢での検討がされている。

日本ではT+1決済への移行に向けての合意には至ったものの、照合システム・決済機関の在り方という具体論に落ちてきたところで議論が暗礁に乗り上げているような部分がある。これは、株式、債券といった商品毎の現状の決済機関を統合するか、それとも維持したまま相互に接続するようにするか、そして照合システムは統一か商品単位にするかといった議論である。この議論は関係者の利害関係を反映して、政治的な議論になる傾向があるが、重要なのは米国の議論に見られるように、それが取引処理のSTP化につながるかという視点であり、それを見据えれば自ずと解決策も見えてくるであろう。日本においても米国のような前向きな姿勢の議論の展開が期待される。

(森 早苗)

<sup>8</sup> GSTPAについては淵田康之、「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』1999年夏号参照。