

## 米国における証券決済 T+1 化へ向けての進展

米国では、有価証券決済の T+1 化（約定日翌日決済化）に向けた準備が着々と進みつつある。これまで SIA（米国証券業者協会）は、T+1 化に向けた課題を数多くの小委員会で議論し、成果を白書などの形で発表してきた。その上で、2001 年 5 月に T+1 実現へ向けてのマイルストーン（里程標）を公表し、2004 年 6 月までに実施されるべき制度の改変やシステムの更新について詳細を明らかにした。一方で、新規発行証券の決済期間や券面の不動化・無券面化、資金決済など、引き続き議論が求められる課題も残されている。

### 1. T+1 化プロセスの推進

SIA は、T+1 化の推進母体として、T+1 運営委員会を設け、その役割を二つの段階に分けて規定している。第一段階では、小委員会の活動を通じて T+1 化のリスクや便益、費用や全体的な実現性について評価し、T+1 移行目標を示すとしている。

第一段階の活動成果の一つとして、SIA は 2000 年 7 月にビジネスケース小委員会白書を発表した。その主な内容は T+1 化の意義と必要な投資額と業務コスト削減効果の分析、T+1 移行に向けた 10 のビルディング・ブロック（基本課題）、そして 2004 年 6 月までに T+1 へ移行することを目標とした T+1 ロードマップである。

同白書で示された、2004 年 6 月という移行目標は、それまで言われていた 2002 年 6 月の移行目標を二年間先送りしたものであった。SIA が、目標期限を改めたのは、業界全体の T+1 移行に三年半が見込まれることが明らかになったためである。具体的には、株式や社債取引のネットリング処理を行う、DTCC の CNS（Continuous Net Settlement）システムの更新および導入に二年半、更新後の業界全体でのテスト作業に一年前後を要するとされる<sup>1</sup>。DTCC によれば、現行の CNS システムは 1995 年の T+3 決済への移行時に T+1 対応を見込んで設計されたものの、その後、取引量の拡大や取引時間の延長、グローバルな連携の動きなどが進む中で、T+1 に対応するためには更新が必要になったという。また、制度面の議論や業務処理の標準化作業などの課題が山積していることも、白書では示された。

第二段階では、第一段階を通じて得られた情報や分析を基に、具体的な作業項目の発見

<sup>1</sup> DTCC（The Depository Trust & Clearing Corporation）は、振替決済機関である DTC（預託信託会社）と清算機関である NSCC（米国証券決済機構）を傘下に持つ、1999 年 9 月に設立された持ち株会社。本レポートでは、実際のサービス提供が DTC や NSCC から行われている場合も、DTCC による提供とまとめて記述する。

や計画、構築、テスト、導入の五つの主要なステップを含む T+1 化プロセスを SIA が推進するとしている。もっとも、T+1 化への取り組み姿勢について参加業界の間で、いわば温度差があることを SIA も認めており、プロセスを円滑に推進するためには、比較的消極的な参加者にも T+1 化への積極的な対応を促すことが必須としている。その一環として、SIA は T+1 運営委員会の傘下にコミュニケーション小委員会を設け、T+1 化に関わる情報を業界関係者や広く一般に開示し、T+1 化実現へ向けての取り組みに対する認知度を高める役割を担わせている。

ビジネスケース小委員会が白書を公表した 2000 年 7 月以降の、T+1 化をめぐる議論の主な進展としては、SIA が業者間取引のマッチングについて白書を二点公表したこと、DTCC が T+1 移行へのロードマップを開示したこと、SIA が機関投資家取引について白書を一点公表したことがあげられる。

業者間取引のマッチングについては、まず、2000 年 9 月に、業者間債券取引マッチング WG が白書を公表した。同白書は、業者間の債券取引の全てを扱う照合システムを構築すること、構築には財務省証券など政府証券の清算機関である GSCC とモーゲージ証券の清算機関である MBSCC、それに DTCC の三機関が共同であることを勧告している<sup>2</sup>。後日、この照合システムには RTTM (Real Time Trade Matching) という名称が与えられた。

次いで、2000 年 12 月には、業者間取引処理小委員会が白書を公表した。同白書は、DTCC がニューヨーク証券取引所 (NYSE) やナスダック市場、電子証券取引ネットワーク (ECN) などからの取引情報をリアルタイムで受け入れるシステムを構築すること、取引情報の提供報告については現行の複数回にわたるデータ提供を取り止めて参加者が必要に応じてデータを取得する方式に切り替えること、業者間取引の照合業務を将来的に廃止することなどを勧告している<sup>3</sup>。

改めて言うまでもなく、DTCC のシステム更新作業は、T+1 化のスケジュールを決める大きな要素である。その DTCC は、2001 年 2 月に T+1 移行へのロードマップを発表した。この中で、DTCC は 2003 年半ばまでに、リアルタイムで参加者のポジションを報告する機能や、RTTM を構築することなどを示している。

機関投資家取引については、2001 年 2 月に、機関投資家取引処理小委員会が白書を公表した。これは、1999 年 12 月に公表された白書の更新版である<sup>4</sup>。白書は、機関投資家と証券会社、カストディアン、DTCC の間の情報伝達を合理化する手段として、マッチング・ユーティリティ構築の必要性を論じている。SIA が提唱する取引処理モデルにおける、マ

<sup>2</sup> 業者間債券取引マッチング WG は、業者間取引処理小委員会の下部組織である。

<sup>3</sup> SIA の業者間取引小委員会白書によれば、NYSE など取引所における照合システムの開発・活用により、DTCC に伝達される業者間取引情報の 99% は既に照合済みであり、今後も減少する見込みという。もっとも、ナスダックについては、照合システムの ACT (Automated Confirmation Transaction Service<sup>SM</sup>) 上で約定日翌日に未照合取引の残留が許されている現状を改めるため、市場参加者全への参加拡大を図ることが課題としている。

<sup>4</sup> 機関投資家取引処理小委員会が 1999 年に公表した白書についてより詳しくは、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』2000 年冬号参照。

マッチング・ユーティリティの役割は、証券会社からの NOE（出来通知）と運用会社からの口座配分指示を照合した上で、証券会社やカスタディアンにより事前登録されてある決済情報を付加して DTCC への決済指図につなげるものである。

米国では、機関投資家取引における、証券会社と運用会社間の取引詳細情報の電子的な伝達サービスを独占的に提供している DTCC が、1998 年 4 月より TradeMatch というマッチング・サービスの提供を開始した。しかし、更新版の白書では、マッチング・サービスの提供機関について、バーチャル・マッチング・ユーティリティ（VMU）という用語を多用し、DTCC 以外の機関にも参入の可能性が開かれていることを強調している。

このように、T+1 化に向けた業界活動や取引インフラの整備は着々と進みつつあるが、予定通り T+1 移行を実現するには、参加各社側の業務改革やシステム対応が必須である。参加各社側の取り組みを促すため、SIA は 2001 年 2 月に、会員各社に対して T+1 化対応のプロジェクト・マネージャの選任と、マネージャ名を SIA へ登録することを呼びかけるレターを送付した。また、2001 年 5 月に開催した SIA コンファレンスにおいても、参加各社側の T+1 移行に向けた議論や計画策定を求めるメッセージが強調された。同コンファレンスでは、T+1 化への対応には相当額の IT 投資が必要と見込まれ、参加各社は積極的に投資してバックオフィス業務を革新するか、あるいは、業務の一部をサービス・ビューローなどに外部委託してゆくかの経営判断を早期にすべきであるとの議論も展開された。

ちなみに、クロスボーダー取引については、1998 年に有力な運用会社、証券会社、グローバル・カスタディアンが設立した GSTPA（the Global Straight Through Processing Association）が、TFM（Transaction Flow Manager）と呼ぶファシリティを開発中である<sup>5</sup>。TFM では、決済情報の事前登録を行わず、取引ごとに、グローバル・カスタディアンと証券会社からの決済詳細情報を照合するとしている。照合結果を受けたグローバル・カスタディアンと証券会社は、それぞれ、現地のサブ・カスタディアンと清算証券会社を經由して、証券保管振替機関に決済指図を行う。GSTPA は TFM のシステム構築について、トムソン社や DTCC を含めた複数の企業連合を競争させた上で、axion4gstp と呼ばれる合弁企業に委託した<sup>6</sup>。

一方、トムソン社と DTCC は Omgeo（オムジオ）という合弁会社を 2001 年 4 月に設立した。Omgeo は、トムソン社の OASYS と DTCC の TradeMatch を基礎に、Omgeo Central Trade Manager と呼ぶサービスを開発中である<sup>7</sup>。このサービスは、NOE と口座配分指示の照合に加えて、事前登録してある決済情報や手数料、税金等の情報を付加して、グローバル・カスタディアンや清算証券会社、証券保管振替機関へ決済通知を行う機能を備えるという。

<sup>5</sup> GSTPA とは、クロスボーダー証券取引の STP 化、すなわちコンピューター等を利用し、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れることを目的として設立された機関である。詳しくは、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。

<sup>6</sup> axion4gstp の設立母体は、SIS SegInterSettle（スイスの清算・決済機関）、TKS-Teknosoft（インド系のシステム開発コンサルティング会社）、S.W.I.F.T.

<sup>7</sup> OASYS は、トムソン社が開発した口座配分指示の電子的な伝達システム。現在は Omgeo が提供。

## 2. T+1 化マイルストーンの公表

### 1) 公表の背景と性格付け

2001 年 5 月 17 日、SIA は T+1 化のマイルストーンと名付けた三点の資料を公表した。その中では、計 186 もの具体的なプロジェクトが完了予定日付きでまとめられている。

発表の中で、特に重要な期日と内容は次の五つである。

- ① 2001 年 8 月 31 日までに、運営委員会が統括する各小委員会から法務・規制小委員会に対してルール変更に関する要望を提出すること
- ② 2002 年 4 月 19 日までに、各小委員会の書類やプロジェクト計画書をサービス・ビューロー小委員会が精査すること
- ③ 2003 年 1 月より、T+1 向けに開発したシステムを T+3 の状態でテストすること
- ④ 2003 年 7 月より、同システムを T+1 の状態でテストすること
- ⑤ 2006 年 6 月までに、テストおよび T+1 移行作業を完了すること

三点の資料の内訳は次の通りである：①完了予定日および活動分野ごとにまとめた表、②ビジネスケース小委員会白書で示した T+1 移行に向けた 10 の基本課題ごとにまとめた表、③プロジェクトごとに完了予定日と相互関係をまとめた表。

上記の①・②の資料には、2001 年中の完了が数多く予定されているプロジェクトが分かりやすい形で視覚的に表示されている。これは、2002 年 6 月と言われていた T+1 移行目標が 2 年間延期されたものの、T+1 化の準備を始めるスタート地点が遠のいたことを意味せず、全市場参加者に今から積極的に T+1 化へ取り組むことを促すものとして注目される。

また、③の資料には、プロジェクトの中身について補足的な説明や実行主体、完了予定日、達成見込み、そして他のプロジェクトとの相互関係が示されている。これにより、一つのプロジェクトに遅延が見込まれる場合に、他のどのプロジェクトが影響を受けるか予測することが容易となる。逆に、あるプロジェクトの遅延が、自身の理由か、他が遅延したことに影響されたものかを判断することも出来る。

SIA は、T+1 化のマイルストーン公表に続いて、2001 年 6 月 6 日に、プロジェクト計画表を公表した。これには、各プロジェクトの開始日、終了日、進捗状況が示されている。その内容を定期的に更新することで、全プロジェクトの進捗度管理が可能である。

### 2) 残されている課題

T+1 移行に向けた 10 の基本課題ごとにプロジェクトをまとめた表には、完了予定日通りに達成を見込めるかどうかについての状況認識が示されている。今回の発表では、そのうち、①新規発行証券の決済期間、②券面の不動化・無券面化、③資金決済について、完了予定日までの達成が疑問あるいは危機的であると示された。

### (1) 新規発行証券の決済期間

新規発行証券については、T+1 化は困難であり、T+2 決済となるのではないかとされている。SIA は、シンジケートによる引き受けが行われる場合について、価格決定の後に、取引所やシ団メンバーへの発行条件の通知や、最終目論見書の印刷、投資家への割り当て、発行体のトランスファー・エージェント（名義書換代理人）への連絡など数多くの作業が存在するため、現行の T+4 の決済を T+2 に短縮することが妥当としている。

### (2) 券面の不動化・無券面化

証券売却前に券面を投資家が証券会社やカストディ銀行に券面を預託する（証券会社は、さらに、DTCC に券面を預託する）、あるいは DRS を利用するよう義務づける（不動化する）ことについて、今回の発表では 2002 年第 2 四半期末までとした目標の達成が疑問視されている<sup>8</sup>。米国では証券の預託が進んでいるが、寄贈で券面が用いられるなどの理由から、券面保有が残されている。SIA は、2000 年 6 月に、証券の無券面化に関する白書を公表した<sup>9</sup>。その中では、①証券会社は券面が不動化されるまでは売付注文を執行しないようにすること、②券面の発行を要求する顧客から手数料を徴収できるようルールを整備すること、③米国の全ての発行会社が証券を新規に公募発行、もしくは制限付き証券の発行や私募発行する際には、2005 年 12 月 31 日以降、当初から券面の受け渡しを伴わないブック・エントリー方式とするよう要請するなどの方策が勧告されている<sup>10</sup>。

### (3) 資金決済の短期化

米国では個人と証券会社間の資金の授受は、多くの場合小切手によって行われている。証券総合口座などの普及により決済資金の前受けが進み、インターネット専門証券会社も大手は殆どが前受けでしか注文を受け付けていないが、それでも、T+1 化に向けて代替的資金決済手段の開拓への努力が続けられている。代替的手段としては、小口の資金決済システムである ACH（Automated Clearing House）の利用などが検討されているが、ACH 引き落としについては、後日投資家が異議を申し立てることで支払いの組戻しを許すルールがあるなどの問題が残されており、決定打はまだ見出されていない。

<sup>8</sup> DRS（Direct Registration System）とは、発行体の株主名簿に、DTC のノミニー名義（Cede & Co.）ではなく、実質株主の名義が記載され、株主が券面を持つ必要を無くする仕組み。

<sup>9</sup> 米国における無券面化法制の取り組みについては、（財）金融情報システムセンター「証券決済システムの整備に関する調査報告書 ―証券決済に関する海外法制度調査報告―」で詳しく議論されている。

<sup>10</sup> 制限付き証券とは、1933 年証券法に基づく SEC への登録を行っていない証券。制限付き証券は、例えば、ストックオプションや私募を通じて購入される。制限付き証券の券面には通常、理論上、当該証券は SEC 登録されておらず他人に売却出来ない旨を購入者に伝える説明が印刷されている。この問題に対して、DTCC は、Beneficial Owners and Legends Database (BOLD) というシステムの構築を提案している。

### 3. おわりに

我が国においては、「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律」が 2001 年 6 月 20 日に国会で成立し、保管振替機関への預託推進や証券決済業務の効率化を通じて、T+1 化や取引所市場や株式店頭市場以外での株式取引を含むあらゆる証券取引における証券と資金の同時決済（DVP 決済）確保への基盤作りを促す環境が整備されつつある。

日本証券業協会の証券受渡・決済制度改革懇談会は 2001 年 6 月 21 日に「証券保管振替機関への預託推進と証券決済業務の効率化等に向けて実務上の検討課題について」と題した資料を公表した。その中で、同懇談会は、T+1 決済移行に向けて、株式券面の預託を推進して不動化を徹底するとともに、さらなる効率化を図る必要があると指摘している。そして具体的には、これまでの券面に係る慣行を大幅に見直し、券面の受け渡しが決済時に行われる場合と既に預託されている場合との取り扱いに差違を設けるなど、新たなルールの構築が必要としている。

- ① 証券保管振替機関名義への書換を前提とした券面の受付ルール
- ② 券面の預託を前提とした証券取引（売買注文執行ルール）
- ③ 券面の引き出しに関する制限

また、T+1 化を支える証券決済システムの STP 化や DVP 決済の実現、クロスボーダー取引の円滑化については、金融情報システムセンター（FISC）が、証券決済研究会を開催し、2001 年 3 月に報告書を取りまとめた。この研究会では、機関投資家による口座配分指示（アロケーション）から約定照合、決済照合、清算、資金決済、証券決済、証券保管に至る幅広いシステムについて、また、株式や転換社債等、国債、一般債、CP、投資信託といった証券種類に固有な留意事項についての議論が行われた。

さらに、単なる券面の不動化に留まらず券面そのものを廃止する無券面化（ペーパーレス化）についても、コマーシャル・ペーパー（CP）のペーパーレス化を実現する「短期社債等の振替に関する法律」が 2001 年 6 月 20 日に国会で成立しており、今後は、他の有価証券のペーパーレス化をめぐる議論にも弾みがつくことが期待される<sup>11</sup>。

もっとも、SIA のビジネスケース小委員会白書や今回公表されたマイルストーンに見られるように、2004 年 6 月という T+1 への移行目標を掲げる米国でも、幅広い検討課題や作業スケジュールが現時点である程度整理され、SIA 外のプロジェクトも含めて一覽し易い形で情報開示されている。我が国においても、T+1 決済を早期に実現するためには、このような論点整理が求められているのではなかろうか。

（片山 謙）

<sup>11</sup> 「短期社債等の振替に関する法律」の成立について詳しくは、大崎貞和「短期社債振替法の制定 — 可能となった CP のペーパーレス化 —」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。