

証券決済システム改革法案について

2002年3月15日、「社債等振替法案」を中核とする「証券決済システム改革法案」が国会に提出された。社債登録法を廃止し、新しいペーパーレスの振替決済制度を導入しようとするものである。本法案が成立すれば、幅広い有価証券を対象とする振替決済法制が実現することになり、対象とされなかった株式等への対応が残された課題となる。

1. 証券取引のペーパーレス化に向けた動き

証券決済は、証券取引所、あるいは店頭市場等での取引の執行後に始まるプロセスであり、売り手による証券の引き渡しと、買い手による代金の支払いをもって完結する。かつては物理的な券面のやり取りにより行われたが、これは券面紛失のリスクや移送のコスト等を伴い、証券決済の効率性・安全性の面で大きな問題を抱える。大量の証券取引がグローバル規模で行われる現在において、証券市場の健全な発展のためには、券面、さらには取引に係る全ての書面を無くしたペーパーレスの取引環境の整備が不可欠といっても過言ではない。

わが国では、証券取引のペーパーレス化は、証券決済システム改革の主要課題の一つとして挙げられてきた。金融審議会第一部会の「21世紀に向けた証券決済システム改革について」（2000年6月）は、今後のわが国証券決済システム改革の在り方を展望した報告書であるが、同報告書では、証券決済システムの問題点として、①有価証券の種類ごとの証券決済制度の分立、②効率的決済の観点からみたペーパーレス化の遅れ、③様々な事務処理における電子化の遅れ、④決済リスク低減の有効な仕組みである DVP (Delivery Versus Payment)¹の未実現、が指摘された。

わが国の現況を概観すると、国債については、振替制度と登録制度が併存するが²、いずれについても日本銀行が証券決済機関となり、「日銀ネット国債系」と呼ばれるオンライン・システムを使った取引が行われている。2001年1月から、証券受け渡しと資金支払いを取引ごとに行う即時グロス決済 (RTGS)³が開始された。

¹ 証券受け渡しと資金支払いとが相互に条件付けられて行われる仕組み。資金を支払ったのに証券を受け取れなかった、証券を引き渡したのに資金を受け取れなかった、といった事態を回避できる。

² ペーパーレス化の仕組みとしては、振替決済制度と登録制度がある。振替決済制度は、券面は証券決済機関に預託し、同機関の帳簿の書き換えにより券面を動かすことなく権利移転を行う。登録制度は、券面が発行されず、登録機関における登録の変更により権利移転を行う。

³ DVPの一類型で、証券の受け渡しと資金の受け払いを取引1件ごとにグロス・ベースで行う。証券と資

株式については、財団法人証券保管振替機構（以下、保振機構）が証券決済機関となり、同機構に預託された株券については振替決済制度による取引が可能となっている。取引所取引のDVPも、2001年5月から開始された。ただ、同機構が保管する株数の発行済株式総数に占める割合（預託率）は2002年1月末時点で49.7%となっており、預託率の向上が課題とされている。

社債については、社債登録法に基づき160余りの登録機関たる金融機関による登録制度となっている。登録債は券面が存在しないので取引に際して券面の移動はないものの、かつては移転登録に係る書面が証券会社や登録機関の間を行き来する必要がある。97年から、登録機関を接続するオンライン・ネットワークが、株式会社債券決済ネットワーク（JBNet）により提供されているが、全ての登録機関が接続されてはならず、依然として書面による移転登録請求が多いことが問題とされている。DVPも、JBNetと日銀ネットが接続されることにより98年から可能となったが、JBNet上の移転登録請求に占めるDVP取引の比率は36%（2001年度）にとどまっている。

このように、わが国では、国債、株式、社債といった有価証券の種類ごとに異なる証券決済の法制、仕組みが存在しており、これまでのペーパーレス化の動きは各種類ごとに進められてきた。しかし、ペーパーレス化が進んだ取引環境の中で証券決済機関が複数存在する必要性は乏しい。前述の金融審議会報告書では、ペーパーレス化のさらなる拡充のためには、有価証券の種類に係わらず、共通ルールの下で決済が行われるための統一的な証券決済法制が必要という提言が行われた。

2. 社債等振替法案によるペーパーレス振替決済制度

2002年3月15日、「証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律案」（以下、証券決済システム改革法案とする）が国会に提出された。同法案は、社債、国債、地方債などに新たなペーパーレス振替決済制度を導入する「社債等の振替に関する法律案」（以下、社債等振替法案とする）を中核とし、その他にも清算機関法制の整備、新タイプの国債の導入といった内容が盛り込まれている。以下で、証券決済システム改革法案の内容を紹介し、その意義を考察したい⁴。

金の振替のタイムラグがないことから、決済リスク削減の効果が大きい。

⁴ 本稿は、いわゆるストリップス債、変動金利国債といった新タイプの国債については取り上げない。

1) 幅広い種類の有価証券を対象とする決済法制

社債等振替法案に先立ち、2001年6月、CPのペーパーレス化を可能にする「短期社債等の振替に関する法律」（以下、短期社債振替法とする）⁵が制定され、2002年4月1日から施行された。社債等振替法案は短期社債振替法を改正するものである。短期社債振替法はCPのみを対象とするが、社債等振替法案は表1のように、社債、国債、地方債、投資信託受益権など幅広い有価証券を対象とし、これらに統一のペーパーレス振替決済法制が敷かれることになる。わが国証券決済制度が抱える決済制度の分立の問題に対処しようとするものである。

表1 社債等振替法案の「社債等」と保振法改正案の「株券等」

社債等振替法案の社債等	保振法の株券等
① 社債（新株予約権付社債を除く）	① 株券、新株引受権証書、新株予約権証券及び新株予約権付社債券
② 国債	② 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資証券
③ 地方債	③ 協同組織金融機関の優先出資に関する法律に規定する優先出資証券及び優先出資引受権証書
④ 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資法人債	④ 資産の流動化に関する法律に規定する優先出資証券、新優先出資引受権証券、転換特定社債券及び新優先出資引受権付特定社債券
⑤ 保険業法に規定する相互会社の社債	⑤ 次の有価証券のうち、①～④をもって償還されるもの
⑥ 資産の流動化に関する法律に規定する特定社債	・ 社債券
⑦ 特別の法律により法人の発行する債券に表示されるべき権利	・ 投資信託法に規定する投資法人債券
⑧ 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する投資信託又は外国投資信託の受益権	・ 保険業法の規定による相互会社の社債券
⑨ 貸付信託法に規定する貸付信託の受益権	・ 資産流動化法に規定する特定社債券
⑩ 資産の流動化に関する法律に規定する特定目的信託の受益権	・ その他特別の法律により法人の発行する債券
⑪ 外国又は外国法人の発行する債券に表示されるべき権利	⑥ 外国又は外国法人の発行する債券で新株予約権付社債券及び⑤の性質を有するもの
(①、④～⑦、⑪については株券等をもって償還されるものを除く)	

(出所) 野村総合研究所作成

社債等振替法案で対象とされていない株式等については、今回、「株券等の保管及び振替に関する法律」（以下、保振法）を改正し、同法が対象とする有価証券を表1のように列挙することとされた。

⁵ 「短期社債振替法」については、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年夏号を参照のこと。

2) 社債登録法の廃止に伴う新たな振替決済制度の導入

証券決済システム改革法案により社債登録法は廃止される。これにより、登録機関ごとに記番号管理がなされている、受寄者名義登録ができない⁶といった現行制度の抱える問題が解消される。

社債登録法による登録債に代わって新設されるのが、振替機関の振替口座簿に記載又は記録（以下、記録とする）される振替社債である。振替社債は、短期社債振替法の短期社債と同様に、社債券を発行することができず、投資家は口座に記録された振替社債について権利を有するとされる。

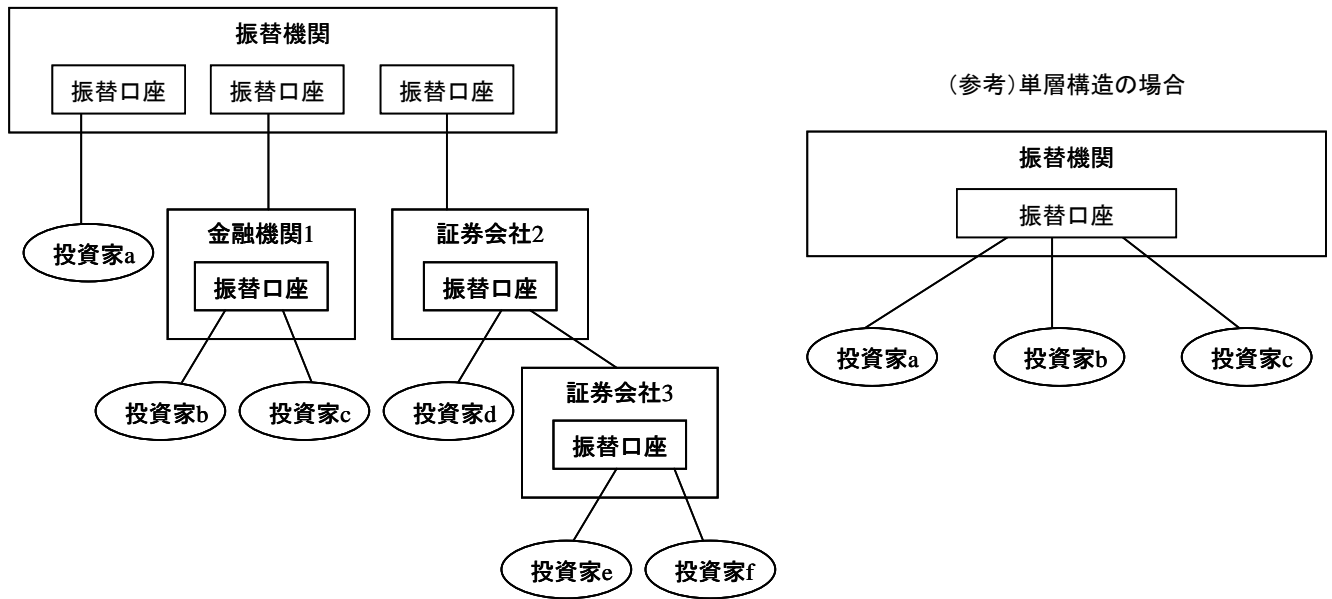
振替機関は主務大臣の指定を受けた株式会社とされた。証券決済システム改革法案には、保振機構の業務範囲に社債等振替法案の規定する業務を含めるとする保振法改正も盛り込まれたことから、保振機構が表 1 に列挙された株券等と社債等の振替を一手に引き受けることも可能となる。国債については、日本銀行を振替機関として指定できるという特例が社債等振替法案に設けられているので、国債は日本銀行、それ以外は保振機構という形も考えられる。なお、保振機構は、2001年6月20日成立・2002年4月1日施行の保振法改正により株式会社化が決定され、準備が進められている⁷。

振替機関に口座を開設できるのは、証券会社、金融機関等で、図 1 にあるように、振替機関に口座を開設した証券会社、金融機関等が、他者のために顧客口座を開設することもできる。これらの証券会社、金融機関等は口座管理機関と呼ばれる。このように振替口座を多層構造にすることにより、市場参加者全てが振替機関に口座を開設する必要はなくなる。短期社債振替法は、市場参加者全てが振替機関に口座を開設する単層構造の仕組みを取っており、システムに多大な負荷がかかりうる点が指摘されていた。

⁶ 記番号は発行された債券の券面に記載される番号のことで、個々の債券を識別するための標識。現行、登録債が現物債同様に個別性を有するものとして登録機関が記番号の管理を行っており、登録事務の煩雑化を招いている。受寄者名義登録は、社債権者から社債券の寄託を受けた者が社債権者に代わって自らの名義で登録を行うこと。決済の効率化上、有効な手段だが、社債登録法上、社債権者が直接登録機関に登録しなければならないため、現行は行えない。

⁷ 従来、保振機構は財団法人であるため、資金の調達方法、用途が限定的にならざるをえなかった。株式会社化することにより、資金調達方法の多様化、新規事業への迅速な対応などが可能となる。

図1 新しい社債振替制度（多層構造）



(出所) 証券決済システム改革法案要綱より野村総合研究所作成

なお、社債等振替法案の社債の振替に関する諸規定は、基本的に、同法案が対象とする他の有価証券に準用される。

3) 誤記録等への対応と「加入者保護信託」の創設

新しい振替決済制度において口座の誤記録が生じた場合の措置について、社債等振替法案では、誤記録を犯した者（振替機関、口座管理機関）が投資家（適格機関投資家を除く）に対し、誤記録の訂正、誤記録により生じた損害の賠償等の義務を負う旨定めている。その際、誤記録を犯した者の下位に位置する口座管理機関が、義務の履行の連帯保証を行うとされている。例えば、図1の証券会社2が誤記録を犯した場合、証券会社3は連帯保証を行うことになる⁸。

誤記録等について特に想定されたのが、過大記録である。例えば、投資家dが社債xを10保有しているにも関わらず、証券会社2が誤ってdの口座に20保有と過大に記録し、そうとは知らない投資家eがこの過大記録分の10を取得したとする。過大記録の結果、記録上の社債xが実際の発行総額を上回ることになり、誰かの口座を修正して超過分を解消しなければならない。eが社債xを取得する前であれば、dの口座を修正すれば済む。ところが、eの口座に増額が記録されることにより、eは社債xについて権利を有することになる

⁸ 金融機関1は連帯保証を行わないので、システム全体が連帯責任を負う形にはなっていない。

ので、e の取得後、e の口座から 10 を減額することはできないのである。この場合、誤記録を犯した証券会社 2 が、自己口座を使って超過分の 10 を取得し、消却する義務を負う。消却までの間、超過分 10 に関する元利金支払いの義務も証券会社 2 が負い、その他関連して生じた損害の賠償義務も証券会社 2 が負う。

社債等振替法案には、口座管理機関、あるいは振替機関が上記の消却義務等の負担に耐えられず破綻した場合を想定し、その際投資家を保護する加入者保護信託の創設が盛り込まれた。加入者保護信託は、振替機関が委託者、信託会社等が受託者、損害を受けた投資家（適格機関投資家は除く）が受益者となり、その信託財産は振替機関と口座管理機関が拠出する。投資家が誤記録等により受けた損害の賠償を受ける前に、口座管理機関、あるいは振替機関が破産手続き等を開始した場合、投資家は加入者保護信託から賠償相当額を受け取ることができる。加入者保護信託からの支払金の上限は政令で定めるとされたが、投資家保護策をめぐる議論の過程では 1,000 万円という金額が挙げられた⁹。

3. 清算機関に関する法制の整備

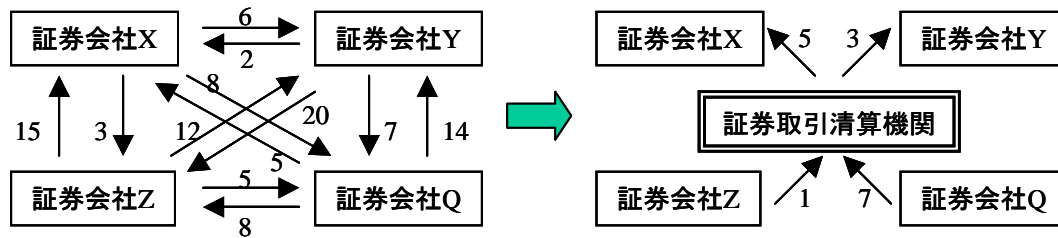
これまで述べてきた新しい社債等振替制度導入に加えて、証券決済システム改革法案では証券取引法（以下、証取法）の改正により、清算機関に関する法制を整備する措置も盛り込まれた。

清算機関は、清算業務、すなわち、決済に先立ち、受渡される証券と受払いされる資金の額を確定する作業を行う。清算機関はしばしば、セントラル・カウンターパーティ（CCP）となり、全ての売り手の買い手、全ての買い手の売り手となることで決済を保証する。CCP たる清算機関を置くことにより、三当事者以上の間のネットィングが行いやすくなり、未決済残高の削減が期待できる。また、取引に伴い生ずる債権・債務関係を全て清算機関のものに置き換えることで、取引主体は個々の取引相手に関する信用リスクを解消することができる。

今回の証取法改正案では、「有価証券債務引受業」が新たに定義され、「証券取引清算機関」がそれを行うとされた。有価証券債務引受業とは、証券会社等が証券会社等を相手に行う有価証券の売買等に基づく債務の引受である。証券会社等は、顧客の委託売買等を行う時に、その売買に基づく債務を証券取引清算機関に取次ぐことができる（「有価証券等清算取次ぎ」）。証券取引清算機関は、内閣総理大臣に免許を受けた株式会社とされたが、証券取引所も承認を受け、有価証券債務引受業を営むことができる。（図 2 を参照）

⁹ 金融審議会「証券決済システムの改革及びこれに伴う投資家保護策について」（2002 年 2 月 15 日）

図2 証券取引清算機関の導入



(出所) 証券決済システム改革法案要綱より野村総合研究所作成

わが国では、株式など、証券取引所及び JASDAQ 市場の上場証券については、各市場開設者が清算業務を行っており、99年には、CCPたる清算機関の法律上の定義づけのないまま、東京証券取引所と大阪証券取引所が「清算機関方式」を開始した。また、市場ごとに清算機能が分立することの非効率性が指摘されてきたが、2002年1月には、日本証券業協会と全国の5つの証券取引所が、統一清算機関設立に合意した。新機関は同年11月の業務開始を予定している。

一方、国債、社債については、清算機関が不在という状態である。国債については、RTGS化、今後の発行量増大を鑑みると、清算機関の創設による流通市場整備が早急に必要との指摘がなされており、国債の清算機関等に関する勉強会（日本証券業協会が事務局）で議論が行われているところである。

清算機関の役割は、欧米でも見直され、統合化が進んでいる¹⁰。今回の証取法改正により、わが国で初めて清算機関の法律上の定義がなされれば、清算機関導入の動きの後押しとなりうる。

¹⁰ 欧米の動きについては、森早苗「進展する清算機関統一化の議論」『資本市場クォーターリー』2001年春号を参照のこと。

4. 残された課題

証券決済システム改革法案は、今国会で成立が目指されている。施行日は 2003 年 1 月 6 日となっている¹¹。

同法案が成立し、社債等について新しい振替決済法制が整備されたとなれば、残された課題は株式等ということになる。現行の保振機構への預託による株券等のペーパーレス化は、前述の通り、預託率の引き上げといった課題を抱えている。株券の不発行によるペーパーレス化については、法制審議会・会社法部会の商法改正中間試案（2001 年 4 月）の改正項目の一つに株券の不発行制度が挙げられた。同中間試案の諸項目についての法改正は、一部が 2001 年秋の臨時国会で実現し¹²、第二弾となる商法改正法案が 2002 年 3 月 18 日に国会に提出された。ただ、同法案には株券の不発行制度は含まれず、これについては 2003 年以降の課題とされている¹³。証券決済制度の効率化に向けて、どのような展開があるのか、今後が注目される。

（野村 亜紀子）

¹¹ 社債登録法の廃止は、法の施行日から 5 年を超えない範囲内で政令で定める日から施行とされている。

¹² この商法改正については、橋本基美「株主重視経営への転換を促す 2001 年秋の商法改正」『資本市場クォーターリー』2002 年冬号を参照。

¹³ 原田晃治「会社法改正の課題と展望」『旬刊商事法務』1617 号