

やさしい
証券決済制度改革

日本証券業協会

証券決済制度改革推進センター

《<http://www.kessaicenter.com>》

< 2004年5月 >

内容目次

- 1．はじめに
- 2．証券決済とは
- 3．証券決済のリスク
- 4．リスク削減の方法
- 5．DVP
- 6．RTGS
- 7．ネットिंग決済
- 8．証券のペーパーレス化（1）
- 9．証券のペーパーレス化（1）
- 10．STP
- 11．決済の照合システム
- 12．清算機関
- 13．決済機関
- 14．決済期間の短縮
- 15．グローバルスタンダード
- 16．メッセージ等の標準化
- 17．保振機構の株式会社化
- 18．振替制度の進展
- 19．保振預託の促進
- 20．清算機関の設立と進捗
- 21．証券決済のアウトソース化
- 22．米国での動き
- 23．日本における今後の課題
- 24．証券受渡・決済制度改革懇談会
- 25．証券決済制度改革推進センターの活動

本稿は、2003（平成15）年11月～04年5月の間、金融ファクシミリ新聞にて寄稿連載したものを加筆修正しております。

やさしい証券決済制度改革（1）

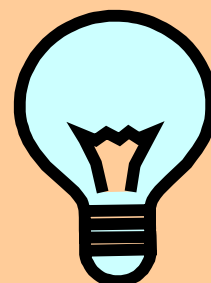
<はじめに>

2003年（平成15年）9月に法務大臣の諮問機関である法制審議会において、株券不発行制度導入についての答申がとりまとめられ、2004年の通常国会にて具体的な法案審議及びその成立も視野に入っております。ここ数年、電子CPの導入、国債、社債等のペーパーレス法制の成立、そして今後は株券のペーパーレス化導入へと連なり、あわせて証券の中心的管理機関である証券保管振替機構（略称；「保振（ほぶり）」）の機能向上等も着実に進められております。こうした一連の動きは、証券決済の分野での改革を図るために推進されているところであります。

証券決済は、従来、取引成立後の事務処理上のものと見られてきた感もありましたが、特にバブル経済崩壊後、銀行、証券会社など金融機関を取り巻く厳しい環境変化を受け、証券取引の最終局面で相互に行われる証券と資金の受け渡しが安全に行われないうことなどによる、証券取引全体に及ぼすリスクが極めて強く認識されるようになりました。こうした動きは、日本のみならず先進主要国においても同様であり、証券取引の国際化が進む中で、各国が協調してリスク削減に向けての取組みを押し進めるに至っています。

また一方で、IT化の進展に伴い、取引後の事務処理の電子化を図ることでコストの削減や取引の効率性・利便性の向上を目指すことも強く意識されています。

このように急速に進められている証券決済制度改革について、以後連載形式にて、基本的な事柄及び最近の注目事項について説明していきます。



やさしい証券決済制度改革（２）

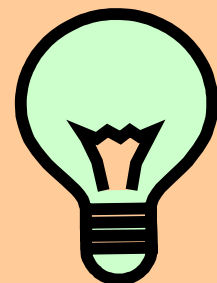
<証券決済とは>

証券決済とは、株式、債券等の証券が市場で売買された場合に、証券の売り手から買い手に対し売買された証券の引渡しを行うと共に、買い手から売り手に対し売買代金の支払いを行うことをいいます。

証券の売買では、まず、売り手はその売却を希望する証券の「銘柄・価格・数量」と、買い手が購入を希望するそれらとが一致すると成立（約定）し、ここで発生した債権・債務が解消された段階、すなわち決済が完了した時点でこの取引関係が終了します。仮に売買が成立しても、最後の決済が予定どおり実行されないとなると、売買の当事者においては予定していた証券や資金が入手できなくなるなど、各々の経済行為の上で重要な影響を受けることとなります。

また、売買成立から決済実行までの間では、約定の確認から、当事者間の決済に関わる必要事項の確認、受渡す証券や資金の準備など、一連の事務処理等のための時間が必要となります。国内のみならず海外の投資家への対応も含め、証券会社や金融機関の間では、日々相当量の作業が行われています。そのため、通例、株式等の証券取引の場合は、約定日から起算して4日目に決済（取引日（Trade Date）から3日後に決済されるため「T + 3 決済」ともいいます）が行われます。

このように、約定から決済までの間に時間差が生じていることが、一方で、リスクの発生ということにつながっています。



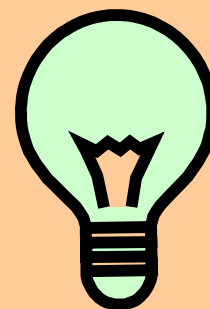
やさしい証券決済制度改革（3）

<証券決済のリスク>

証券決済においては、予定どおり決済が実行されず当事者において何らかの損害が発生するおそれ、すなわち“リスク”が存在します。証券決済には、“モノ（証券）”と“カネ（資金）”の交換を伴うため、両者の面からリスクが発生します。具体的には、主に次のようなものがあると考えられています。

まず、一方の取引当事者の決済不履行に起因する「信用リスク」、これには証券及び資金の取引全額が回収不能となる「元本リスク」と、見込んでいた取引を改めて手当てする際に市況変動により当初の取引より高いコストの発生を余儀なくされる「置換費用（価格変動）リスク」があります。次に、一方の取引当事者の事務ミス等による一時的な証券残高不足（フェイル）などにより急きょ補充のための行動を求められる「流動性リスク」があります。さらに、一つの決済不履行が他の取引等に連鎖的に波及しマーケット全体の機能麻痺に陥る恐れを「システミック・リスク」といいます。

これらは取引相手に起因するリスクですが、この他にも取引相手以外の要因によるものとして、自社の事務処理やシステム障害・災害等に起因する「オペレーショナル・リスク」、契約等の法的な不確実性に起因する「リーガル・リスク」、さらに海外への証券投資に際し国境をまたぐ決済において準拠法等の違いにより生ずる「クロスボーダー決済に関するリスク」などがあり、証券決済の抱える複雑性・多様性を踏まえ、こうしたリスクの削減が、証券市場にとって大変重要な課題となっています。



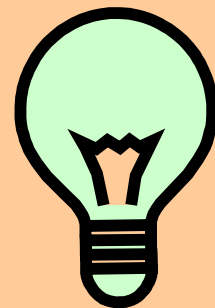
やさしい証券決済制度改革（４）

<リスク削減の方法>

証券決済のリスクの大きさは、基本的には、「『取引金額』×『取引から決済までの期間』」によって決定します。取引金額とは、すなわち取引の元本金額であり、決済前の未決済残高として認識されます。取引規模が大きければ大きいほど、また、決済完了までの時間が長ければ長いほど決済リスクは増大するといえます。通例、「T + 3」の決済が行われますので、リスクは、取引後3日間存在していることとなります。そこで、このようなリスクを削減する主要な方法としては、**未決済残高の削減、決済リスクの存続期間である決済期間の短縮、証券と資金の交換の時間差の短縮**、がとられています。

については、「**ネットィング**」という決済手法を用い、未決済残高たる債権・債務額を相殺（売り買いの金額を相殺）し、金額規模及び処理件数を大幅に圧縮することが行われます。については、従前のT + 3の決済期間を、例えばT + 1での決済というように“**期間短縮**”を図ることがなされます。また、については、証券と資金の双方向の決済を同時に行う「**DVP**（Delivery versus Payment）」の導入が行われています。

このDVPについては、証券決済リスクの最大のものである元本リスクの削減策として、非常に重要な手法と位置付けられています。



やさしい証券決済制度改革（５）

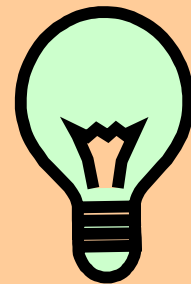
< DVP (Delivery versus Payment) >

元本リスクの削減策であるDVPとは、証券の引渡し(Delivery)と資金の支払い(Payment)を同時化し、双方を条件付けて行うことにより、取引相手からの受取りが行われなければ自らの支払いまたは引渡しも実行されないようにする決済の方法です。具体的にどのような方法が適切かは、証券の取引実態や商品性により異なりますが、DVPの代表的な類型としては、国際決済銀行(BIS)にて3つに分類されています。

まず一つ目は、証券の受渡しと資金の受け払いを1件ごとに同時に条件付けて、受け渡し数量の相殺を行わず両者をグロスベースで決済する「**グロス=グロス型**」のDVPがあります。現在、日銀(日本銀行)での国債の決済は、即時(リアルタイム)にてグロスベースの決済が行われており、これをRTGS(リアルタイム・グロスセトルメント)と呼んでいます。

二つ目は、「**グロス=ネット型**」のDVPで、証券の受渡しは1件ごとにグロスベースで行う一方、資金の受け払いは相殺(差し引き)計算した結果(ネットベース)を一定時点にまとめて決済する方式です。この方式は、2004年5月から稼働した保振機構の一般振替DVPにて用いられています。

そして三つ目は、「**ネット=ネット型**」のDVPで、証券も資金も双方受渡しの数量を相殺計算した結果のみを決済する方式です。この方式は、大量の取引が集中する取引所取引の決済で採用されてきましたが、現在は、日本証券クリアリング機構(2003年1月に市場横断的な証券取引清算機関として業務開始)を通じた決済にて引き継がれています。



やさしい証券決済制度改革（6）

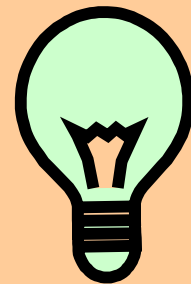
< R T G S (Real Time Gross Settlement) >

D V Pの形態はグロス決済とネット（ネット）決済の2つの形態に大別されますが、まず前者の代表例としては、取引毎に直ちに決済を実行・完了させる**R T G S（即時グロス決済）**があります。R T G Sでは、取引毎に証券と資金の振替が同時に行われるため、決済の実行時点で元本リスクを完全に解消することができ、仮に日中に決済不履行が生じても取引1件毎に独立して決済が行われているため、他の取引や参加者に連鎖的にリスクが伝播し決済システム全体が停止してしまうといった事態も防止できます。

一方で、決済を円滑に実行するためには、証券及び資金の両方の残高を個々の取引毎に随時管理し、個々に行われる決済のための証券及び資金を予め準備する必要があるため、取引当事者の負担が重いとされています。

現在、中央銀行の日銀で行われている国債の決済は、決済の安全性等を重視しR T G Sで行われていますが、決済時点に証券が手当てできないことによる**フェイル（一時的な受渡不履行）**の発生等が懸念されるため、円滑に決済処理を行うための工夫が施されています。

例えば、決済当事者の金融機関の方で1件当たりの決済金額の小口化（上限額面は50億円）等の運用をマーケットの慣行としたり、また資金流動性という面では、日銀でのR T G Sでは「**国債D V P同時担保受払機能**」を付加し、国債の買い手が売り手から受け取る国債を担保に日銀から一時的な資金貸与を受け、同時に当該資金を国債の買入代金の支払いに充当できるような仕組みも設けられています。



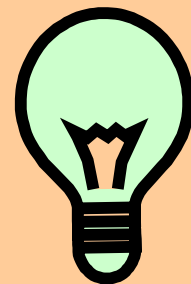
やさしい証券決済制度改革（7）

<ネッティング決済>

DVPでは、グロス決済に対してネッティング(ネット)決済があります。ネッティングをすることにより、証券や資金の受渡件数・数量・金額を圧縮し決済に係る日常の負担等が大幅に削減されます。特に多様な市場参加者の間で大量に行われる取引所取引の決済では、多数の当事者間の取引を集約して処理するネッティングが行われており、これを「**マルチラテラル・ネッティング**」といいます。こうした形態のネッティング決済では多数当事者間の大量件数の受け払いの決済額を相殺処理するため、一部の当事者に決済不履行が生ずれば、その部分を除去して再計算処理することが事実上難しいため、他の取引の決済にも影響を及ぼすリスクがあります。また、わが国では、マルチラテラル・ネッティング自体についての法的な問題点もあるため、現状では決済の中心に“清算機関”を介在させ、多数間の債権・債務を清算機関との相対のものに置き換える、すなわち集中的に決済の債務を引き受けてもらうことにより、実質的にマルチラテラル・ネッティングの効果を発揮させるような手法が取られています。

合わせて、決済不履行が生じても決済システム全体を停止させないため、緊急の資金流動性の供給等の措置も図られますが、一方で、例えば決済システムの参加者からの預託金の受け入れ、参加資格要件の設定とその後の継続的なチェックなどのセーフガード措置もとられます。

このようにネッティング決済には効率性を担保するリスクケアが非常に重要であり、合わせて国際的スタンダード(**BISのランファルシー基準等**)の観点からの制度設計にも留意されています。



やさしい証券決済制度改革（8）

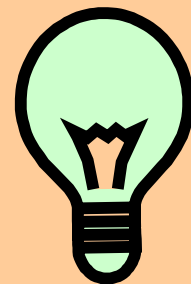
<証券のペーパーレス化（1）>

DVPによる決済方式の導入は、決済の当事者に対して証券と資金の両面について日中での連動した対応を求めることにつながります。また実務処理の上では、双方について口座振替で対応することになるため、物理的なモノとカネの移動を廃し電子データでの伝達処理が前提になります。特に証券については、従前、物理的な券面の存在を前提とする法制度下にあったため、証券のペーパーレス化をいかなる形で実現するかが重要な課題となります。

ペーパーレス化に伴い、券面保管等のコストの削減、盗難・紛失・事務処理ミス等のリスクの削減、さらに証券の受渡しに係る業務処理の効率化などが強く期待されます。コストという点では、例えば米国では券面保有に係る社会的コストとして**年間23,000万ドル強**（約280億円）にものぼると推計（2003年3月に米国証券業者協会公表）されており、この削減は重要なものと認識されています。

また、事務処理の合理化という点では、電子化処理により取引成立（約定）から決済終了までの一連のフローを人手を介さずに処理する、いわゆる「STP（Straight Through Processing）」が目標とされています。とりわけ決済期間の短縮を念頭に置いた場合は、ペーパーレス化とSTP化は必須の要素と考えられます。

なお、証券のペーパーレス化には券面を中央の預託機関にて集中管理する「**不動化**」と、制度上券面自体を廃止する「**無券面化**」の2つのアプローチがありますが、日本においては、株式、債券等の横断的な証券決済法制の整備とともに、後者の無券面化での対応が現在進められています。



やさしい証券決済制度改革（9）

<証券のペーパーレス化（2）>

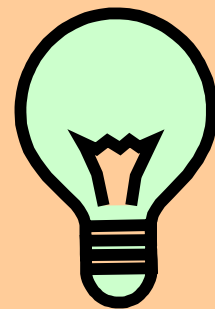
証券取引のグローバル化とともに国際的な市場間競争が現実化する中で、諸外国同様、日本においても、証券決済のインフラをより安全で効率性の高いものに改革することが喫緊の課題と認識されています。

まず1999年2月、経済戦略会議の答申にて、ペーパーレス化を含むCPに係る証券決済制度の整備、社債等登録法の廃止と社債・株式・CP等の各種証券の統一決済システムの構築など、が提言されるに至りました。

その後、与党内や政府の金融審議会での検討が進められ、2001年4月の緊急経済対策（閣議決定）にて、証券のペーパーレス化等を図るため社債・CP、国債等の振替制度創設など所要の法整備を進める旨が明示されました。

こうした経緯を経て、法制度改革の第1弾として、2001年6月、いわゆる短期社債振替法が成立し電子CPの発行・譲渡・償還の制度が整えられ、口座簿の記録を効力要件とし券面自体を廃止（無券面化）する完全なペーパーレス化が実現しました。その後、第2弾として、ペーパーレス化の対象を一般の社債や国債、投信受益権等にまで拡大させた法整備が進められ、2003年1月、いわゆる社債等振替法が施行しました。そして現在は、ペーパーレス化法制の総仕上げとして株式等のペーパーレス化を図るよう、2003年9月の株券不発行制度導入に係る法制審議会の答申を踏まえ、04年3月、「**株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律案**」が国会に上程され、その成立が待たれるところです。

このように、ここ数年急ピッチで、証券ペーパーレス化に対する環境整備が進められています。



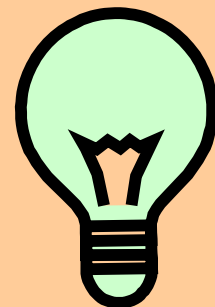
やさしい証券決済制度改革 (10)

< STP (Straight Through Processing) >

証券決済制度改革を進める上では、ペーパーレスと並んで実務処理の合理化を目指すSTPも重要な要素です。STPとは、「証券取引の約定から決済に至る一連の作業が標準化されたメッセージ・フォーマットを用いて電子的に行われ、一度入力されたデータが人手による加工を経ることなくシームレスに処理されること。」と定義されますが、IT化の急速な進展やクロスボーダー取引の増加等を背景に、欧米のみならず日本においてもその必要性が認識されています。

これまで、決済に至る実務処理においては、電話やFAXを通じて伝達された情報について人手による照合やデータの入力処理など往々にして手作業が介在するものとなっているため、事務処理ミスや作業遅延等が指摘されています。そのためSTP化により、証券会社や銀行等の仲介機関等の事務効率化によるコストの削減、事務処理に起因するフェイルの発生防止や決済期間短縮等を通じたリスクの削減、さらに“フロント ミドル バック”と連動するシステム処理の下で統一的な収益管理の構築につながる、などのメリットが期待されています。

さらに、STPは単なるシステム上の手当てというのではなく、電子的メッセージや証券コード等の標準化、実務処理の合理化等を図るための市場慣行の整備など、マーケットのスタンダード形成にも影響を与えることとなります。なお、2004年5月から証券保管振替機構にて一般振替DVP(市場内取引以外の株式等に係るDVP決済)が稼動したことにより、証券決済に係る照合処理から決済処理まで連動化するインフラが構築されるため、わが国でのSTPの推進に寄与することとなります。

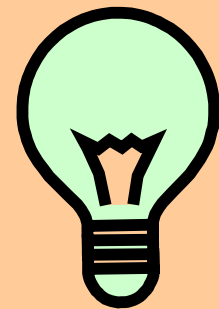


やさしい証券決済制度改革 (11)

< 決済の照合システム >

証券取引における決済までの処理過程は、「取引の執行(約定) 照合清算(クリアリング) 決済(セトルメント)」に大別することができますが、決済を円滑・正確に完了させるためには、取引成立後に発生する照合からのステップが重要なポイントとなっています。照合とは、決済を行う前段階に当事者間にて取引の内容等について確認を行う実務作業です。一般的に大量・多額な処理を伴う機関投資家及び非居住者の取引では、投資家、証券会社、信託銀行、内外のカストディ銀行など、複数当事者間での数次にわたる確認作業が行われています。ここでの処理が非効率に行われますと、取引に係るコストにもはね返り、また作業の遅延は決済の遅延(フェイル)にもつながってきます。

したがって、決済のリスク及びコスト削減等の観点から、照合処理の集中的・一括的なシステムの構築が求められてきました。日本においては、当初民間ベンダー会社にてこうしたサービスが個別に提供されていましたが、照合機能は決済インフラの重要な機能という位置付け・認識が強まり、2001年9月からは証券保管振替機構にて新たに決済照合の機能提供が始まりました。その取扱い対象も株式取引のみならず、国債や先物オプション取引など順次拡大しています。また同機構では、2004年5月に株式の一般振替DVP制度を稼働させましたが、そこでは決済照合のシステムと清算・決済の処理システムとの連動化が図られ、今後他の証券への拡充も計画されています。



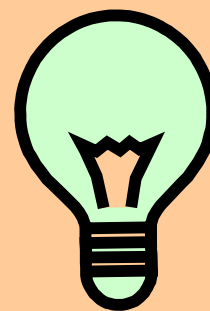
やさしい証券決済制度改革 (12)

< 清算機関 >

証券決済の処理過程において、前回紹介した「照合」に連なるステップとして、「**清算(クリアリング)**」があります。これは、決済の実行に先立ち、引き渡される証券と支払われる資金の総量等を計算し確定させるプロセスをいいます。日々大量の件数の決済処理が発生する場合、多数当事者との1件1件の決済を個別に処理することは効率的なものとはいえません。こうした場合、通例、決済実行前の段階で処理を1ヶ所に持ち寄ることにより、集約的・効率的な決済の履行が可能となります。同機能を専門的に担うのが、クリアリングハウスと呼ばれる清算機関です。代表的な例では、大量な証券取引が行われる取引所取引において、清算機関である「**㈱日本証券クリアリング機構**」を通じて決済当事者間の受渡し証券と受払い資金を集約して相殺する、いわゆる“**ネット=ネット型**”(証券・資金ともにネッティング)の決済処理が行われています。取引所取引の場合、この清算機関を通じて、1件1件のグロスベースでの処理に比べ、証券(株式)については30%弱に、資金については10%以下にまで決済の受渡し数量が圧縮されていると言われており、証券市場の効率化に寄与しています。

一方、効率的な処理を支える裏付けとして、清算機関では、取引債務の集約的な引受け、決済不履行発生時の決済保証などの措置も講じられており、証券決済制度での重要なインフラとなっています。

なお、証券取引法上、清算機関は「**証券取引清算機関**」と定義されており、**有価証券債務引受業**を営む免許会社とされています。



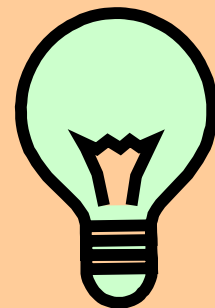
やさしい証券決済制度改革 (13)

< 決済機関 >

証券決済の処理過程での最後のステップが、「**決済(セトルメント)**」です。照合や清算など事前の段階にて算定された証券の受渡し及び資金の受払いを実行し、その完了をもって取引当事者間にて発生していた債権・債務関係が解消されます。さらに証券決済では、**モノ(証券)**と**カネ(資金)**の両者の要素があるため、価値交換型の双方向の決済処理が実行されることになります。

通例、両者の決済機能を担う機関として、証券では集中保管機関(いわゆる「**CSD (Central Securities Depository)**」)が、資金では中央銀行があげられます。日本では、証券保管振替機構と日本銀行がこれにあたります。また、両者の決済処理は、物理的に現物をやりとりするのではなくペーパーレス化した口座振替(ブックエントリー)が一般的であるため、電子的処理が基盤となっています。さらに、決済リスク削減の観点からは、証券の振替を資金の振替にリンクさせるDVPの実現が必須となるため、証券・資金の両決済機関における日中でのシステム上の連携も不可欠となっています。

現在、日本において各証券のDVP環境が順次整備されていますが、この両決済機関の連携を基軸に、さらに照合・清算を含めた一連の処理過程の円滑な連携をも念頭に置いた制度設計が求められています。



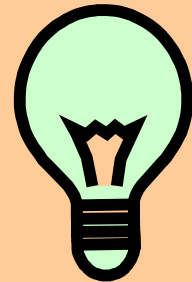
やさしい証券決済制度改革（14）

< 決済期間の短縮 >

証券決済制度改革での重要な取組みとして決済期間の短縮があります。取引の約定後決済完了までの間に蓄積する決済リスクについて、その**存続期間を縮めることでリスク削減を図る**ことを企図していますが、その前提としてはSTP化やペーパーレス化が図られていることが重要な要件と言えます。日本など一般的に証券決済はT + 3で処理されていますが、主要国、とりわけ米国では、株式取引の決済を2日間短縮しT + 1にすることを目標として掲げ、1998年以降、積極的なアプローチがされてきました。ただし、昨今では同時多発テロ等の影響から、T + 1の前提となる**STP化の推進を優先**して進めることで各種の取組みが進捗しています。

決済期間の短縮化を通じ、マーケットのリスク削減と効率性の向上を図ることは、証券取引の国際化と相まって、多国間での市場競争力維持・向上の重要な要素と捉えることもできます。また、決済期間の短縮を考える上では、証券種類毎でのアプローチも想定されます。例えば国債について見れば、米国や英国では株式等に先行して既にT + 1になっています。日本でも、電子CPの場合は、証券保管振替機構を中心とした決済インフラの整備等もあり、T + 2以内でのペーパーレス化した決済処理が可能となっております。

このように決済期間の短縮には多角的な側面があるため、今後日本においては、こうした点を勘案したアプローチが必要になるものと考えられます。



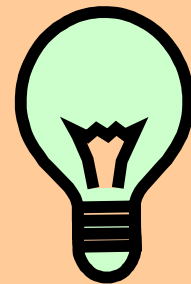
やさしい証券決済制度改革 (15)

<グローバルスタンダード>

これまで先進主要国にて証券決済制度改革が進められてきましたが、その背景には共通の指針といえるグローバルスタンダードの存在があります。その基本には、民間の非営利団体で世界の民間金融機関、中央銀行等の有識者にて構成される「G30 (The Group of Thirty)」が、証券決済のリスク削減・標準化推進等を目指し1989年に発表した、DVPやT+3のローリング決済(約定日から一定期間後に順次決済を行う方法)の導入など9項目に及ぶ勧告(提言)があります。

その後、市場環境等の変化を受け、民間グループや公的機関による基準作りが進展し、例えば、1995年に証券管理の実務者で構成される「ISSA (国際証券サービス協会)」による先のG30勧告の改定(いわゆる修正勧告。2000年にはそのアップデートを実施)や、2001年には、G10諸国の中央銀行からなる「支払・決済システム委員会(CPSS)」と証券市場の監督者の国際機関である「証券監督者国際機構(IOSCO)」による「証券決済システムのための勧告」(19項目にて構成)などの基準策定に受け継がれてきました。

こうした基準を国際標準と位置付け、主要各国の証券決済制度は大きく改革されてきました。さらに2003年1月、クロスボーダー取引の拡大等を踏まえ、G30から新たに20項目に及ぶ勧告が発表され、今後とも継続したベストプラクティスの確立が企図されています。



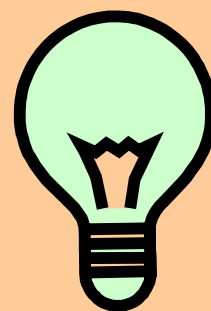
やさしい証券決済制度改革（16）

<メッセージ等の標準化>

証券取引のSTP化を推進する上では、取引に関わる関係当事者間にて、取引開始から決済終了までの一連の処理を電子的かつシームレスに行えるよう、メッセージの項目・フォーマットや証券銘柄に付番するコードの体系を標準化しておくことが、実務上重要な問題とされています。特にクロスボーダー取引においては、国境をまたいだ情報交換が伴うため、決済までの事務処理をミスなく円滑にこなせるよう、こうしたメッセージやコードの国際標準化が必要不可欠なテーマと位置付けられています。

国際標準化への具体的な取組みとしては、まず、工業製品やサービスに関する世界的な標準化活動を行っている非政府機関のISO（国際標準化機構）の下に金融・証券サービスに関する専門委員会（TC68）が組織されており、その下部機関（分科会のSC4）にて証券取引用のメッセージなど証券業務及び関連金融商品に関する標準化への取組みがなされています。この他、証券の識別コードについては、ISIN（国際証券識別コード）が国際標準として策定されており、日本では証券コード協議会が付番機関となっています。また、取引関係者である金融機関の識別コードについては、BIC（銀行識別コード）が利用されています。

2003年1月のG30の新勧告においても、メッセージ等の標準化については、相互運用性のあるグローバルなネットワーク構築のための重要な取組みとして掲げられており、この問題への取組みの必要性が再確認されています。



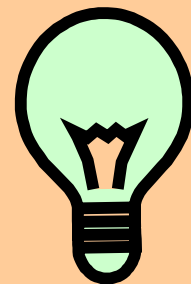
やさしい証券決済制度改革（17）

<保振機構の株式会社化>

証券保管振替機構、いわゆる「保振機構」は、財団法人という公益法人の組織形態の下で、上場株券等の保管及び口座振替制度を専門的に担う機関として1991年10月から事業を開始しました。その後事業振興を進め、利用者や取扱対象証券を順次拡大してきましたが、昨今の証券決済制度改革において、中核的なインフラとしての機能強化と近年の証券市場を取り巻く情勢の変化に即応し適切かつ機動的な運営が可能となるよう、その組織形態については主務大臣の指定を受けた「株式会社」でなければならない旨の法律改正が行われました。これに伴い、それまでの法人格の組織体から事業を譲り受け、2002年6月からは株式会社組織の下で事業運営が行われています。

保振機構の株式会社化においては、資金調達が多様化による弾力的・機動的な運営と営利を目的とした競争可能性の確保、コーポレートガバナンス機能の活用による利用者ニーズに的確に対応した効率的な業務展開が期待されています。さらに、引き続き公益性の確保にも留意されており、不適格者の排除や安定的な業務遂行並びに特定者のみの利益を図る不当な恣意的運営の防止など、主務官庁による監督下での法的規制がかけられています。

現在保振機構では、従前からの株券等の保管振替業務のほか、電子CPの振替機関としての業務や決済照合システム等の運営も行われており、さらに2004年5月からは、子会社の「**働ほふりクリアリング**」を通じた一般振替DVPでの清算機能の提供も行われています。



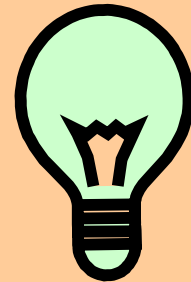
やさしい証券決済制度改革 (18)

< 振替制度の進展 >

日本の証券市場では、ここ数年、完全無券面化による証券ペーパーレス化の法制整備が逐次進められています。その基本的構造は、社債等振替法において規定されていますように、中央の「**振替機関**」を頂点として、証券会社・銀行など仲介機関たる「**口座管理機関**」を電子的ネットワークで結び、投資者等は口座管理機関に口座を開設し、証券の譲渡等を口座間の振替によりシームレスに処理する仕組みとなっています。これまで、法制度面では、電子CPの導入を皮切りに、社債券、投信受益証券等へとペーパーレス化の対象が拡大されてきましたが、最後のステップとして株券その他の証券にまでその範囲を拡充することで一元的なペーパーレス法制の下に日本の証券決済制度が再構築されることになります。

現在、インフラの中心たる振替機関は、国債は日銀が、その他の証券については証券保管振替機構がその役割を担っています。また、口座管理機関については、振替機関に直接口座を開設せずとも、他の口座管理機関に口座を開設する間接的な形態でも振替制度に参入することが可能(振替制度の**多層構造化**)となっており、多様な証券業務のビジネス設計への対応にも留意されています。

一方で、証券の振替制度の下では、投資者の権利の発生・移転・行使について振替口座簿上の記帳によりその効力が発生するため、口座管理機関等が誤った記帳を行い一般の投資者に不測の損害が発生することのないよう、現在、**加入者保護信託制度**その他の措置が設けられています。



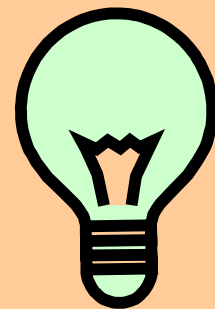
やさしい証券決済制度改革（19）

< 保振預託の促進 >

株券のペーパーレス化については、これまで、現物券面を集中的に保管する保振（証券保管振替機構）の利用促進という、いわゆる**不動化**の形で取り組まれてきました。現在の保振制度は、保振法（「株券等の保管及び振替に関する法律」）の下で運営されていますが、あらかじめ発行者からの同意を得たものでなければその株券等を取扱うことができず、さらに実際の預託に際しては株主等の承諾が必要となっています。そのため、1991年の保振の業務開始以降、同制度利用への理解向上と預託促進は継続的かつ重要な課題とされ、市場関係者の協力の下に進められてきました。その結果、昨年末時点で、内国公開会社の発行済株式総数に占める保管残高の割合は約63%まで向上しています。

そうした中、2004年3月、**完全無券面化**による証券ペーパーレス化の法制整備の総仕上げとして、株券不発行制度導入に係る関係法案が国会に提出され、衆参両議院での審議を経てその成立が待たれるところとなっています。同法案では、公開株式については**新法公布から5年以内**の政令で定める日に不発行制度へ一律的に移行することとなっています。その際には、保振法上の口座簿の記載を新法下での振替口座簿に転記するなど、既存の保振制度の仕組みを活用し投資家に対し特段の負担をかけずに制度移行を図ることが想定されています。

したがって、今後の円滑な制度移行を進める観点からも、保振預託の促進は一層重要な取り組みになるものと考えられます。



やさしい証券決済制度改革（20）

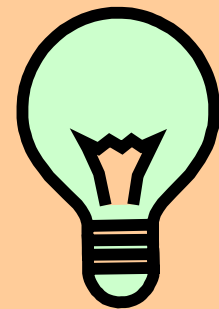
< 清算機関の設立と進捗 >

証券決済制度改革における取組みの一環として、清算インフラの整備が行われています。まず、全国の証券取引所とジャスダックにおける有価証券の売買の清算業務を一元的に行う**統一清算機関**として、**(株)日本証券クリアリング機構（JSCC）**が2002年7月に設立されました。同社設立に当たっては、各市場開設者が共同して出資し各々の機関に内包されていた清算機能を新会社に集約させ、翌03年1月から業務（**ネット＝ネット型の清算機能**の提供）を開始し、その後、2004年2月からは東証で取引される派生商品の清算を取扱うなど、清算対象商品等の拡大も進められています。

取引所取引以外の株式等の取引では、2004年5月から稼動する**(株)証券保管振替機構の一般振替DVP制度**において、**(株)ほふりクリアリング（JDCC / 2003年6月設立の同社の全額出資子会社）**がその清算業務（**グロス＝ネット型の清算機能**の提供）を担っています。

また、国債についても、かねてより国債RTGS導入後のインフラ整備の観点から清算機関設立について検討がなされ、2003年10月、市場参加者19社の出資により**(株)日本国債清算機関（JGBCC）**が設立され、2005年5月の開業を目的に諸準備が進行中です。

これら複数の清算機関の間では、参加者等の範囲やネットिंगの形態など相違点もありますが、一方で証券決済システム全体における効率的なインフラ機能発揮の観点から、参加者に対するモニタリングの協同化、既存の照合機能（保振の決済照合システム）の活用など、清算機関相互の連携等が順次進められています。



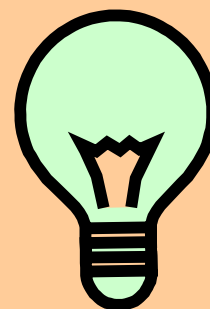
やさしい証券決済制度改革 (21)

<証券決済のアウトソース化>

急速に進む証券決済制度改革をはじめ、証券市場を取り巻く環境変化の中にあって、マーケットの仲介者として重要な役割を担う証券会社及び金融機関におけるビジネスモデルの変革が想定されます。とりわけ、証券決済における実務対応を進める上では、今後のSTP化等を踏まえたシステム投資や新規の業務対応に係る人的リソースの確保といった点を勘案する必要があります。そのため、いわゆる**バックオフィス業務におけるアウトソースの活用**は、証券会社等にとって重要な経営上の選択肢になっているといえます。

具体的なアウトソース化については、いくつかの形態が考えられます。例えば、IT部門のアウトソース化や外部のベンダー等にて提供するオペレーションシステムを利用するなど、システム投資の負担等を削減しつつ短期間に最新技術を取得するアウトソースの形態はこれまでも見られますが、今後は、証券取引のフロント部門への特化を図り決済業務全てを外部の金融機関等にアウトソースする形態（いわゆるクリアリングファーム方式を含む）も想定されます。各社にとって、具体的にどのような形態が最適かということは、今後どういったビジネスモデルを指向するかにより異なるものと考えられます。

こうした証券決済に係るビジネスモデルの多様化を視野に、法制度面では、**口座管理機関の多層化**を前提にした振替制度（社債等振替法）や、清算機関制度における**有価証券等清算取次ぎ業務**（証券取引法）が既に導入されています。



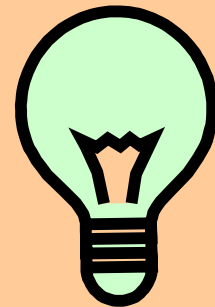
やさしい証券決済制度改革（22）

<米国での動き>

過去10年、日本のみならず米国の証券市場でも、証券決済制度改革が進められています。1989年のG30勧告などを背景に、95年に株式の決済がT+5からT+3に移行し、その後98年には、SIA（米国証券業者協会）の下に検討委員会が設置され、T+1への移行が目標として掲げられました。当初は、数年後の実現を目途に検討が進められていましたが、2001年9月に発生した同時多発テロ等の影響から目標期限の延期が行われ、2002年7月には、T+1移行についての意思決定を留保し（改めて再評価する）、その重要な前提となるSTP化をまず優先させて取り組むという方針変更がなされました。

これを受け、SIAでは、中心的検討体の「STP運営委員会」の下に十数個にわたる個別テーマごとの専門小委員会を再編成し、取引照合の迅速化、メッセージの標準化、機関投資家取引プロセスの再構築など、実務上の課題克服に向け検討を進めています。その進捗状況については、ホームページやカンファレンスの開催などを通じて、逐次公表されています。

元来、STP化は各社の自主的な取組みに委ねられる部分も多く、各市場参加者や業態間で認識度合いに温度差が生ずることも否めないため、市場関係者のコンセンサス作りが大変重要な取組みとなっています。また2004年3月から6月にかけて、SECでは決済期間短縮を含む証券決済のさらなる安全性・効率性向上の施策についての一般への意見募集を行っており、米国での今後の方向性を占う意味で、その動静について関係者も注目しているところです。



やさしい証券決済制度改革（23）

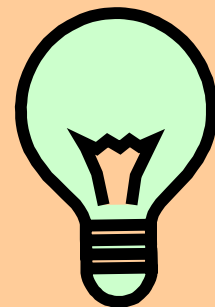
<日本における今後の課題>

これまでの述べてきましたとおり、日本における証券決済制度改革においては、「DVP化・ペーパーレス化・STP化」を柱として、商品横断的なインフラ整備が精力的に進められてきました。この結果、法制度としての整備はグローバルスタンダードに達するものと言えますが、今後はリスク及びコストの削減を実務処理の上で発揮できるような取組みが必要になると考えられます。新たな実務慣行の形成やメッセージフォーマットの標準化など、事務処理のスタンダード化が今後のキーワードと言えます。これは、すなわちオペレーショナル・コスト及びリスクの削減につながります。

先導的にペーパーレス化された国債及び電子CPにおいては、すでにフェイルルール等の市場慣行が作られています。株式等を含め今後他の商品においても、取引特性を勘案しつつペーパーレス下での統合的な取扱いが必要になるものと考えられます。

こうした制度改革に応じた実務面の対応を進めると共に、一方では、制度利用者の裾野を広げることも、新たな仕組みのメリットを効果的に発揮させる上では重要な要素と言えます。

最終的には投資家層に受け入れられなければインフラとしての機能も十分発揮されないため、新制度への移行についての理解・啓発を進めることも、証券決済制度改革を成功に導く重要な取組みと言え、**効率的な実務運営と利用者の拡大**が相まって、**証券市場の活性化**に寄与するものと考えられます。



やさしい証券決済制度改革（24）

<証券受渡・決済制度改革懇談会>

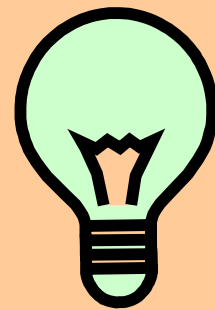
1990年代の終盤、日本の証券決済制度の現状は国際的に見て大きく立ち遅れているということが官民共に強く認識されるに至り、証券決済制度改革は、日本の証券市場にとり喫緊の課題と位置付けられました。

こうした危機感を背景に、改革の実現に向け民間ベースで積極的な検討を進めるため、日本証券業協会が各種市場関係者に呼びかけ、99年7月、「証券受渡・決済制度改革懇談会」（座長；前田庸・学習院大学名誉教授）が発足しました。

懇談会では、まず、DVP決済の確保及び決済期間の短縮化をテーマに検討を行い、翌年3月には「証券受渡・決済制度改革に関する中間報告書」を取りまとめ、法制度面の整備、証券ペーパーレス化の促進、清算機関の設置等について提言を行いました。

政府の金融審議会においてもワーキンググループを設置し、日本の証券決済システム改革の在り方について検討が進められ、2000年6月、「21世紀に向けた証券決済システム改革について」と題する報告書を取りまとめました。これを受け、その後、ペーパーレス化した振替制度の下での統一的な証券決済法制の整備が進められ、現在に至っています。

一方、懇談会の方では、民間サイドから法制度面の整備をサポートするため、一般債及び投信等についての新決済制度に係る実務検討、清算機能の活用及び証券保管振替機関の株式会社化等に関する検討を進めると共に、今後の日本における証券決済制度改革のマイルストーンを作成・公表し、改革に向けての関係者の意識の共有化にも努めています。



やさしい証券決済制度改革（25）

<証券決済制度改革推進センターの活動>

日本の証券決済制度改革においては、法制度面の整備が急速に進められる一方で、実務対応の面でもコスト・リスク削減の観点から、より専門的・細部に亘る検討が必要とされるようになってきています。こうした改革の状況を踏まえ、より強力かつ着実に改革を進めるべく、「証券受渡・決済制度改革懇談会」等を支援し改革の早期実現を図るため、2002年4月、日本証券業協会では、市場関係者の協力を得ながら、**業界横断的なプロジェクト機関**として「**証券決済制度改革推進センター**」を設置しました。

当センターでは、これまで、懇談会及びその下部検討体での活動をサポートし、今後の日本における証券決済制度改革のマイルストーン作成に携わり、逐次、その内容をホームページにて公表しています。また、懇談会や「**証券決済制度改革推進会議**」（座長；神田秀樹・東京大学教授）等の検討体での審議内容の開示、海外の証券決済制度改革関連情報の提供などを行い、さらに04年3月には、「証券決済制度改革推進フォーラム」を主催するなど、改革推進に向けての周知・啓発活動にも積極的に取り組んでいます。この他にも、改革の主要テーマであるSTP化推進に向けての実践的研究・調査等にも取り組んで参りました。

今後とも、証券ペーパーレス化への円滑な移行等を進めるべく、具体的な課題の解決や啓発活動の一層の推進等に向け、行政当局並びに市場関係者の方々のご協力を仰ぎながら、積極的に活動したいと存じます。

（ 当センターHPアドレス；<http://www.kessaicenter.com>）

〔了〕

