

## 基調講演

金融庁 総務企画局 市場課 課長補佐 ひとつまつ 一松 じゅん 旬

ただ今、ご紹介賜りました金融庁総務企画局市場課課長補佐の一松です。当初講演を予定していましたが証券決済法令整備準備室長の山崎の方が、予算委員会の関係でどうしても国会を離れることができなくなりました関係上、代わって私が講演させていただくこととなりましたことをまずもってご容赦いただきたいと思います。

本日は、急遽このような形ではありますが、証券決済制度改革セミナーに参加させていただく貴重な機会を賜りまして、深く感謝申し上げます。また、ここに集まりいただきました皆様方は、いずれも私どもが日頃から非常にお世話になっている方々ばかりであり、この場を借りて厚く御礼を申し上げたいと存じます。

それでは、本日のセミナーのキックオフということで、私からは、証券決済法制の整備状況について、これまでの経緯などを簡単にご説明させていただきます。

皆様ご承知のように、証券決済の特徴は、証券の取引から決済までの間に関係する当事者が多い

ことにあります。証券取引が執行される場としては証券取引所あるいは店頭市場があり、執行した取引が照合されて清算される過程においては、後ほどお話をされる藤沢さんが所属されています日本証券クリアリング機構などの清算機関等も当事者として加わることとなります。また最終の決済の段階においては、証券保管振替機構等の振替機関が証券決済に介在し、また資金決済の関係では中央銀行をはじめとする様々な決済銀行が存在します。

このように非常に多くの主体が参加する仕組みである証券決済の改革が、それにも拘わらず非常に速いスピードをもって成し遂げられたということが、まずもって、証券決済法制の整備を語る上で欠かせない一つの特徴ではないかと思っています。

ご承知のように、金融当局におきましては、バブル崩壊以降、効率的かつ公正・透明な証券市場を実現するため、累次の制度改革を実施してきております。

---

---

平成元年のインサイダー取引規制の導入を皮切りに、平成3年には大きな社会問題となりました証券会社の損失補填や取引一任勘定の取引の禁止のための措置が講じられ、平成4年には証券市場の監視機能を強化するため、証券取引等監視委員会が設置されました。

さらに平成9年から10年にかけての金融システム改革におきましては、フリー・フェア・グローバルの理念の下、競争的環境の整備、自己責任原則の徹底などの市場原理の拡大を目指し、委託手数料の自由化、証券会社の免許制から登録制への移行、あるいは証券・銀行・保険の相互参入の達成など様々な改革を進めまして、委託手数料の大幅な引下げやネット專業証券等特色ある証券会社の参入など、一定の成果を得ているところです。

しかし、そうした諸制度の改革に比べて、証券決済システムの改革については、やや立ち遅れてスタートした感があり、実に平成11年になってその準備が本格化したというのが現状であります。それが、平成13年と平成14年の通常国会には法案が相次いで提出され、後ほど申し上げます課題が今後に残されているとはいえ、法制上はある程度の到達点に達したわけですから、その改革のスピードの速さについては、今までの証券市場改革の長い道のりの中では、注目に値することであり、いくら強調しても、しすぎることはないのではないかと考えております。

そのような感想を申し上げた上で、ここで改めて、証券決済法制の整備について、平成11年からの流れを振り返ってみたいと思います。

証券決済システム改革の当初の段階において

は、「CPのペーパーレス化」と「統一的な証券決済の整備」の二つの課題が、ある意味独立した形で進められました。

まず、「CPのペーパーレス化」については、平成11年2月の経済戦略会議の答申が出た後、「規制緩和推進3か年計画」などにおいて立法化作業を進めるべきこと等が盛り込まれ、最終的には、平成13年に「短期社債等の振替に関する法律」が成立したことにより、他の有価証券より先行する形で制度の実現が図られました。

しかし、このCPのペーパーレス化をめぐっては、CPにおいて導入される新たな権利の移転方式を、社債、国債等の他の有価証券に広げて、もっと多くの有価証券を対象にした統一的な証券決済システムの構築をすべきではないかとか、CPで考えられた単層構造の振替制度は多数の投資家の利用が見込まれる有価証券においては、決済システムに負荷がかかるため、銀行や証券会社等を介させる多層構造の振替制度を構築すべきではないかという声がありました。

こうした「統一的な証券決済の整備」を求めるもう一つの流れは、金融審議会第一部会の「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」が平成12年6月に取りまとめた報告書などにおいてすでに示されており、当局としても十分に認識していたものでしたが、その立法化に向けた本格的な検討は、「短期社債等の振替に関する法律」の成立後急ピッチで進められる形となり、1年後の平成14年の通常国会において、第2弾の法案、すなわちいわゆる証券決済システム改革法が提出されたわけです。

---

---

この証券決済システム改革法で達成された内容は、今申し上げたような経緯から、第一にはCP以外の社債や国債等を統一的な証券決済法制に包含したことであり、第二には電子CPにおいて採用された単層構造の決済システムではなく、多層構造の振替制度を実現し、投資家がアクセスしやすい金融機関や証券会社等が自ら口座管理機関となって振替を行うことを可能にしたことでありますが、これら以外にも重要な改正内容が盛り込まれています。

一つは、その中身については後ほど藤沢さんの方からお話もあろうかと思いますが、証券取引法において清算機関法制が整備されたことであります。もう一つは、加入者保護信託というセーフティネットの枠組みの整備であります。すなわち、現在、証券会社等において株券など一般顧客から保護預かりされている有価証券等の資産については、これを保護対象とする投資者保護基金がセーフティネットとしての機能を果たしていますが、ペーパーレス化された有価証券につきましても、振替帳簿によって権利が移転することとなると、その記載が誤ってなされてしまった場合などに投資家の権利がどうなるのかといった問題があり、投資家の権利保護のために一定のセーフティネットが必要だということで、加入者保護信託という制度が整備されました。

以上が証券決済システム改革法の内容ですが、この法律は、本年1月6日には施行され、すでに稼働段階にあります。

まず、清算機関につきましては、法律の施行後直ちに免許の申請と付与が行われ、1月14日から

日本証券クリアリング機構がいわゆる統一清算機関として営業を開始しています。統一清算機関の稼働と今後の課題については、この後、藤沢さんからお話があるかと思いますが、この統一清算機関の設立により、従来市場ごとに行われていた株式等の現物取引の清算が、統一的に行われることとなり、市場仲介者に係る事務の標準化や合理化が大幅に推進されることが期待されています。

加入者保護信託についても、セーフティネットの仕組みとして1月から住友信託銀行を受託者として稼働を始めており、口座管理機関の方々には、信託財産としての負担金をお願いしている形となっています。

また、肝心の振替制度については、国債の振替制度としては、1月27日には、日本銀行の下で、新たな振替決済制度がスタートしていますし、電子CPについても、早ければ今年の4月の段階から稼働すべく、いま準備段階に入っているところです。

このように一定の成果を挙げつつある証券決済システム改革ですが、まだまだ課題は山積していると言わざるをえません。そこで、証券決済システム改革の今後の課題について、いくつか申し上げたいと思います。

まず、証券決済システム改革の歩みを止めない努力が何よりも必要とされています。そもそも、証券決済システム改革の目的は決済期間を短縮して、証券決済に係るリスクを軽減しようというものでしたが、米国などではマーケット環境の低迷や同時多発テロ等の影響もあって、決済期間の短縮化についてやや慎重な動きが見られ、具体的に

---

---

はT+1の達成について目標設定をやや先送りするような動きが生じております。しかし、わが国の場合は、やや遅れたレベルからスタートし、ようやく現段階に到達したにすぎないのであって、最先進国においてスピードが緩められているからといって、われわれが改革の手を緩めてよいということにはならないものと思われまます。この点に関しては、私どもは勿論のこと、民間・市場関係者すべての方々の自覚と努力が要請されているものと考えております。

その意味で重要なことは、証券決済システム改革の今後のスケジュールを明示し、市場関係者が共通のコンセンサスの下でそのスケジュールを遵守していく態勢を整えることです。そうした観点から、この後加藤さんの方からお話があるでしょうが、日本証券業協会の証券決済制度改革推進センターから「証券決済制度改革の推進に向けて」という報告書が出され、証券決済システム改革の意義が再確認されるとともに、具体的なマイルストーンが示されたことは非常に意義あることだと思っており、是非ここで示されたスケジュールを守る形で市場関係者の皆様方が諸般の作業を進められていくことを強く期待しております。

次に、当局の取組みを紹介しつつ、今後の法制面の課題について申し上げたいと存じます。金融庁といたしましては、法律成立後、政省令の策定を行いましたほか、新たな証券決済システムの円滑な立上げに資する税制改正要望の実現にも力を注いでまいりました。この結果、15年度税制改正においては、清算機関に対する税制の整備や加入者保護信託に対する税制の整備など、所要の税制

上の手当が実現したところであります。そして、現在は、株券の不発行制度とクロスボーダー決済に係る法制面の整備という課題に取り組んでいるところです。

すなわち、まず、株式等についていまだ統一的な証券決済法制に取り込まれていないという問題があります。株式は、CP、社債・国債よりも券面が多くの人々の手に渡っており、それ故にペーパーレス化制度への移行が大きな関心と呼ぶものとなっています。株券の場合、議決権という、いわゆる共益権の部分があり、それが振替制度において誤記載などによる損害が投資家に生じた場合に、必ずしも単純にお金の問題として価値換算できないなどの問題があります。こうした理由から株券のペーパーレス化が難しい課題となっているわけですが、これらの問題につきましましては、現在、法務省の法制審議会において検討を進めておまして、次の臨時国会、今年の秋には法案を提出して、来年の4月から株券のペーパーレス化制度を施行できるように、私どもとしても最大限の努力をしているところであります。

もう一つの法制上の課題が、海外の証券決済機関との連携です。各国に証券決済システムがあり、その互換性をどのように高めていくかという観点から、ハーグで国際私法会議が開かれていまして、昨年末には条約が採択されるなど、これもこの種の分野の世界では極めて異例なスピードで制度整備が進められており、これを踏まえた国内法の整備なども検討していく必要があります。

その他の課題といたしましては、効率的な清算システムの構築があります。清算機関としては、

---

---

日本証券クリアリング機構が営業を開始したばかりですが、現在、国債に関する清算機関や一般振替 DVP に関する清算機関について検討が進められています。DVP の方法については、取扱い証券や取引形態により、バリエーションはありえるものとは考えていますが、一方で、複数の清算機関の存立が仮に参加者の利便性に影響を与えるようなことがあれば、清算機関の連携なども検討していかなければならないと考えられ、一つの課題と認識しています。

それから、いわゆる STP 化の推進が重要です。STP 化とは、ご案内のとおり、証券取引の発注から決済にいたるすべてのプロセスについて、標準化されたメッセージ・フォーマットにより自動的に連動させることで、人手を介さず行うことを可能とすることであり、簡単に申し上げれば電話や FAX などの手作業を排除するということです。これらの実現にはシステム投資が必要となりますが、現在の証券市場や経済全般の低迷の中で設備投資に対する萎縮心理があることは否定しえないとしても、これは是非、将来に対する投資として、先を見据えて進めていただき、証券決済の効率化とリスクの軽減に貢献していただきたいと、行政としても期待しているところであります。

以上、基調講演ということでこれまでの証券決済システム改革の流れと今後の目指すべき方向及び残された課題などをごく簡単にお話させていただきました。各論の部分については、この後、各講演者の方から詳しくお話を伺えると思いますので、それにお委ねしたいと思います。

金融庁は、証券市場の構造改革を促進するため、

現在も証券取引法等の改正作業などに取り組んでおりますが、このような市場環境の下では、地道に市場の効率化の努力を積み重ね、証券市場の魅力を高めていくことこそが求められていると思います。証券決済システムの改革は、こうした取り組みの象徴ともいえるものであって、この改革が10年後、20年後から見て、最も意義ある改革の一つであったと位置付けられるのではないかと確信していますし、そうであるためにも、皆様方のご協力を強くお願いしたいと思います。

( 本稿は、日本証券業協会証券決済制度改革推進センター及び当研究会共催による講演会(平成15年2月17日 東京証券会館)における講演の要旨である。 )

# わが国における証券決済制度改革の取組みと今後の展望

日本証券業協会 証券決済制度改革推進センター 事務局長 加藤 隼人

## はじめに

国債、社債等のペーパーレス化と振替制度に関する新しい法制が本年1月6日に施行されました。また、国債は、この新しい法制の下で、すでに1月27日から他の証券に先駆けて、ペーパーレス化が実施されています。

わが国における証券決済制度改革の動きは、これまでの法制インフラ、市場インフラの整備などといった、いわば制度議論の場面から実践のフェーズに歩を踏み出したこととなります。

この間、日本証券業協会が主宰する証券受渡・

決済制度改革懇談会は、1999年以降、わが国の証券決済制度改革の民間サイドにおける先導役を果たしてきております。とくに、昨年11月には証券決済制度改革の全体将来像を広く市場参加者各社に理解していただくために制度改革のマスタースケジュールを取りまとめ、公表しております。本日は前半で証券決済システム改革の現状とその必要性及び背景などについて説明し、後半では報告書に書かれた想定される証券決済システムの全体将来像、マスタースケジュール等について、改めてご説明したいと存じます。

なお、意見にわたる部分は私の個人的なものであることをお断りします。

## 目次

はじめに

- 1．証券決済制度改革への取組み
- 2．証券決済制度改革に向けたマスタースケジュール

おわりに

## 1．証券決済制度改革への取組み

### (1) 証券決済制度の現状と改革の必要性

証券決済制度改革についての議論は、国際的にも広く行われてきており、1989年にG30という民

---

---

間団体が決済期間を短縮して決済リスクを低減することなど、9項目を提言したことに端を発しています。その後、各国での改革の動きは急速に進展してきています。G30の提言が出た当時、日本ではすでに株式の決済期間は取引日から4日目になっており、G30勧告の一つT+3のローリング決済を実現していたことから、国際的に最先端を行っていると胸を張ったものです。

しかし、その後の国際比較でみると、DVP (Delivery Versus Payment) 決済<sup>(注1)</sup>の実現、STP (Straight Through Processing)<sup>(注2)</sup>の推進といった点で大きく遅れをとっていることはご案内のとおりです。

また、1月23日には、G30がさらに20項目の改革勧告を公表し、今回の提言後、G30では進 を監視することとし、2年後に結果を発表するとしていますように、証券決済制度改革に対する動きは国際的にも一段と高まってきていると判断されます。

いうまでもなく、証券取引において、決済の安全性や効率性に対する信頼が確保されてはじめて、投資家等は取引に積極的に参加することになるので、このような意味で、証券決済システムは証券市場の重要な基盤といえます。1995年のペアリング事件で示されたように、予想外の事態にも対処しうる決済システム整備の必要性について、市場参加者に大きく認識させたことは記憶に新しいところです。これを契機に、わが国でも、たとえば、国債取引については、それまでの、複数日の取引を一定日にまとめて決済する、いわゆる「5・10日決済」からローリング決済、DVP決済、RTGS (即時グロス決済)へと発展してきて

おります。

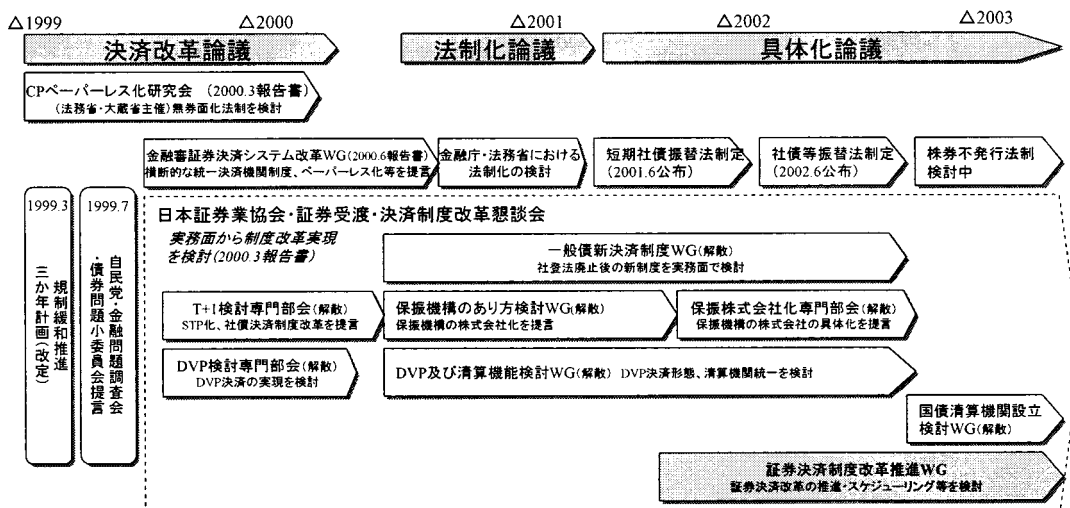
証券取引のグローバル化とともに、国際的な市場間競争が現実の問題となっている状況の下で、わが国の資本市場がその機能を十分に発揮し、国際競争力を強化していくためには、その基盤である証券決済システムをより安全でより効率性の高いものに改革していくことが、まさに、わが国の国家的な戦略課題といえます。また、安全かつ効率性的で、標準化された証券決済インフラが実現されることにより、市場参加者にとっても、決済業務プロセスの合理化によるコスト削減へ取り組むことが可能になります。さらに、規制緩和及び自由化が加速度的に進展している下で、証券業、金融業の範囲、形態も変わってきており、さらにはIT活用の可能性も広がるので、先進的な証券決済インフラを利用して、より高度で多様な決済ニーズに応えることができることから、決済サービスをビジネスとして取り込み、それらを利用した事業展開を図ることも可能になるのであります。最近の新聞報道に見られるように、政府は「証券市場の改革促進プログラム」の一環として各種の証券市場活性化策を打ち出しておりますが、それらに有効に対応するためにも、市場参加者にとってインフラ整備は欠かせない要素になっています。

わが国においては、証券市場の国際的な資本市場間競争に立ち遅れることのないよう、(資料1)に見られるように証券決済システム改革への取り組みを行ってきております。市場関係者サイドでは、証券受渡・決済制度改革懇談会の下に各種のワーキング・グループを設置して、主に実務面を中心に検討を行い、2000年3月に報告書を取りまとめ、その後も立法面への意見反映に努めてきておりま

## (資料1) 証券決済制度改革への取組み

○ わが国では、99年夏に議論が始まり、00年3月に証券受渡・決済制度改革懇談会、同年6月金融審議会が報告書を発表した。これにより、DVP、STP、決済期間短縮の実現に向けて必要な改革の方向性が示された。

### 証券決済制度改革の検討状況



す。現在は、後述するように法制度面の検討に一応の目途が立ったことから、大部分のワーキング・グループは解散され、振替実務についての検討は、証券保管振替機構等に場を移して行われています。今後は、そこでの具体的な枠組み構築を踏まえ、市場の制度・慣行面のインフラ整備等について、懇談会の下に、新たなワーキング・グループを設置し、検討を始めることを考えております。

(注1) 取引した証券引渡しと資金支払いを同時に行う決済の仕組み。

(注2) 証券取引における注文から決済に至るすべてのプロセスの処理をコンピュータのネットワークを用いて、人手を介さずにシームレスに処理される仕組み。

## (2) 証券決済制度改革の進展状況

わが国における証券決済システムの主な整備状況をカレンダーにしたのが、(資料2)です。こ

れによって改革進展のマクロの姿を認識していただきたいと存じます。

行政当局サイドでは、金融審議会の下にワーキング・グループを設置し、主に法制面を中心に検討を行い、2000年6月には報告書を公表しています。その報告書に沿って、2001年6月には、第1次の法制面整備として、「短期社債等振替法制定」と「株券保管振替法改正」が実現しています。前者は、CPについて短期社債という法律構成で証券のペーパーレス化を日本法制の下で実現させたもので、これが、次の国債・社債を含めた幅広い投資証券をペーパーレス化する「社債等振替法」のいわばプラットフォームになりました。なお、株券保管振替法改正によって証券保管振替機構は、それまでの公益法人である財団組織から、効率的、機動的な運営ができるよう、株式会社組織に変更されました。この改正に基づき、同機構は2002年



(資料2) 証券決済制度改革の進展状況(主要事項カレンダー)

2003.1現在

99.	7. 23	証券受渡・決済制度改革懇談会設置
00.	3. 31	証券受渡・決済制度改革懇談会「証券受渡・決済制度に関する中間報告書」発表
	6. 27	金融審議会「21世紀に向けた証券決済システム改革について」報告書発表
01.	6. 20	短期社債等振替法、改正保振法成立(6.27公布)
02.	4. 1	短期社債等振替法、改正保振法施行
	4. 1	日証協、決済制度改革推進センター設置
	6. 5	社債等振替法、改正証取法(清算機関制度)等成立(6.12公布)
	6. 6	株式会社振替機構、子会社清算機関の設置方針決定
	6. 17	株式会社振替機構、振替事業開始(財団法人から事業譲受)
	10. 31	国債清算機関設立の具体化に関するWG報告書発表
	11. 27	国債清算機関設立準備委員会発足
03.	1. 6	社債等振替法、改正証取法(清算機関制度)等施行
	1. 14	日本証券クリアリング機構、業務開始
	1. 27	国債、振替制度から振替制度(ペーパーレス国債)に移行
02年度末まで目途 振替機構、CPのDVP業務開始予定		
03年秋を目途 株券不発行制度の関連法律(商法改正等)を国会提出予定		
03年度末まで目途 振替機構、株券の一般振替DVP業務開始予定		

6月、新しい法人の下で事業を開始しています。

さらに、2002年6月には、第2次の法制面整備が行われました。国債・社債等のペーパーレス化と2000年の金融審議会報告で提言された「有価証券の種類や証券決済機関の担い手の如何に拘わらず、共通の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」として「社債等振替法制定」、また清算機関の法的位置付け等を整備する「証券取引法改正」が行われました。こうしてわが国の証券決済制度改革は明確な法的根拠を伴うものとなりました。これら法律は本年1月6日から施行されています。

新しい法律施行により、1月27日には国債が、ペーパーレス化に移行し、この日以降に発行される国債は、すべてペーパーレスにすると財務省が決めたので、今後、国債は証券会社、銀行など口座管理機関の口座簿により管理されることとなります。また、既発債についても、国債保有者の同意の下に、それまでの寄託方法による振替制

度から新法に基づく振替制度に切り替えられています。また、1月27日までにペーパーレス化に同意する手続きをされなかった保有者に対しても、今後、所定の手続きによりペーパーレス化することができるようになっています。

また、証券取引法改正により清算機関に関する法的位置付け等が整備されたことから、本年1月14日には、いわゆる統一清算機関である日本証券クリアリング機構が証券取引法による清算機関の免許を得て、業務を開始しました。

さらに、すでに今後のスケジュール等が公表されているものとして、2003年3月末までを目途に電子CPのDVP決済の業務開始、同年秋を目途としている第3次の法制面整備として株券不発行制度の商法等関連法制の国会提出、2004年3月末までを目途とする株券の一般振替DVPの稼働などがあります。

### (資料3) 決済制度改革の進捗状況

#### ○ わが国における証券決済制度改革検討等の進捗状況

##### (1) 法制度インフラ

- ①短期社債等振替法施行(02. 4)  
・いわゆるCPのペーパーレス化、振替機関の株式会社化
- ②改正保振法施行(02. 4)  
・保振機構の株式会社化に関する規定等
- ③社債等振替法(国債、一般債、投信等)公布(03.1施行)  
・公社債、投信等のペーパーレス化
- ④いわゆる証券の清算機関法(改正証券法)(03.1施行)  
・清算機関の法的位置付けの明確化、清算機関が有する担保権の優先など
- ⑤株券不発行(高法改正等)(03.秋 国会の上程予定)  
・定款で定めること等により株券のペーパーレス化
- ⑥売買報告書、預かり証等証券取引帳票の電子化、省略化施行(01. 4と01. 10)

##### (2) 市場インフラ

- ①JASDAQ、清算機能業務開始(01. 4)  
・店頭上場取引の決済にJASDAQによる債務引受機能を導入
- ②東証・大証、株式DVP決済開始(01. 5)
- ③保振機構、転換社債取扱い(DVP決済)開始(01. 11)
- ④保振機構、CPのDVP開始予定(03. 3目途)
- ⑤保振機構、株券の一般振替DVP開始予定(04. 3目途)  
・取引所外取引株券にDVP決済を導入等
- ⑥統一清算機関の業務開始(03. 1)  
・5取引所とJASDAQ等の株式の横断的な清算機関を創設
- ⑦国債清算機関設立準備委員会、発足(02. 11)
- ⑧株式会社保振機構、事業開始(02. 6)

##### (3) システムインフラ

- ①保振決済照合システム(第1期 第1フェーズ: 株券の国内機関投資家取引)の稼働(01.9)
- ②保振決済照合システム(第1期 第2フェーズ: 株券の非居住者取引・転換社債)の稼働(02. 2)
- ③保振決済照合システム(第1期 第3フェーズ: 国債売買、先物・オプション、投信)の開発中(03. 5目途)
- ④保振決済照合システム(第2期: 株券一般振替制度と連動)の開発中(04. 3目途)

### (3) 証券決済制度改革の進捗状況

証券決済制度改革の進 状況をインフラ別に整理したのが(資料3)です。ここに挙げられた項目については、後ほど触れることから、ここでは法制度インフラのうち、社債等振替法と株券保管振替法とが適用される有価証券について眺めてみることにします。

社債等振替法は、証券取引法上の有価証券のうち、限定列举したものが適用対象となっています。大まかにいって、国債、社債等、いわゆるフィックス・インカム証券及び投信受益証券など社債類似の権利について適用されることになります。それ以外の株式、新株予約権付社債(以前の転換社債)など、いわゆるエクイティ証券は対象とされず、引き続き株券保管振替法の対象とされており、いわゆる棲み分けができたと見て取れます。

現在、株式の不発行制度の導入が検討されてい

ます。同じ種類のエクイティ証券について、株券保管振替法が適用されるものと新しく株券不発行法制が適用されるものと、二本立てのシステムが併存し、国民経済上、二重投資にならないよう、今後の審議の動向を注視し、適宜、意見を申し入れていく必要があるものと考えております。

現在、株券不発行法制を審議している、法制審議会会社法(株券の不発行等関係)部会における議論の重要関心課題について若干触れておきたいと存じます。一つは、株券の不発行を強制するか、あるいは、発行体各社の定款自治で行うか、また、これに関連して、不発行にした会社は株券の回収を要するかという論点、二つ目としては株式の移転の効力要件を口座管理機関の口座簿でみるか、あるいは、株主名簿でみるかという論点、三つ目としては口座管理機関の事務ミス等で過大の誤記録があり、善意取得が発生し、発行株式数を超える株式が流通してしまった際の株主総会における

議決権や少数株主権といった共益権、いわゆる支配権の扱い、四つ目としては券面を前提として成り立っている略式質（いわゆる譲渡担保）の代替制度の扱い等が挙げられます。とくに、最初の問題に対し、産業界、証券界等の経済界は、一斉の不発行移行、かつ回収不要を推しています。その理由として、投資家、株主にとってわかりやすく、株券不発行を一斉導入することにより、盗難リスクがなくなることも株主の利益であります。官民一体となって周知を図ることで株主の混乱もほとんどなくなるのではないかと考えられるので、少なくとも公開会社について、株券不発行制度を一斉に導入することとした上で、株券の回収を不要とすべきであるとの意見を示しています。さらに、経済界が株券回収不要を推している理由として、株券を回収するとなると、公開会社では莫大な費用が必要になるので、定款変更しない会社が増えて、結局は今の保管振替制度と新しい振替制度の二本立てという状態が長く続くことになり、国民経済的な二重投資負担を危惧するからです。

いずれにしても、株券の完全不発行制度は時代を画するものであり、不発行制度の推進にあたっては具体的システムを想定しながら議論していく必要があるものと考えております。

## 2．証券決済制度改革に向けたマスタースケジュール

### (1) 証券決済制度改革の目標

以下、報告書に基づいて、その背景などを若干付け加えて説明します。まず、証券決済制度改革

の目標については、具体的に三つ目標を挙げています。

#### (DVP 決済の実現)

第1は、国際競争力を持つという意味では、最先端であるペーパーレス化の下で、DVP 決済を実現することです。欧米主要国の状況を見ると各商品において、決済リスク削減に不可欠なDVP 決済がすでに実現されています。これに対し、わが国のDVP 決済は、国債取引、株式の取引所・JASDAQ 取引、一般債の登録債取引の一部とまだ多くないので、その整備を急ぐ必要があります。現在、短期社債、株式等の一般振替DVP については、すでに実施スケジュールを固め、システムの接続テスト、ないしシステム接続仕様書の公表が行われています。また、一般債、投信受益証券の振替決済インフラが2004年中に実現することを一つの目途に、さらに国債の清算インフラの整備は2004年度中に実現することを視野に置いた検討が行われています。

#### (STP の推進)

第2は、システム全体での効率化を図り、競争力を高めるSTPの推進です。わが国のSTPに向けたインフラはいまだ整備途上にあります。決済業務の合理化、コスト削減を考えた場合、STP化の推進は現在、最優先で取り組むべき課題の一つです。STPの基盤となるペーパーレス化に係る法整備の順調な進展が見られる下で、STP実現の中心となる約定照合、決済照合について、証券保管振替機構は現在、国債、一般債、短期社債(電子CP)も含めた商品横断的な照合インフラを2004年中までに実現することを目標に検討を進めています。

これに関連して、STPが実現された証券決済イ

---

---

ンフラをすべての市場参加者があまねく利用していることも必要であり、機関投資家・運用会社等、決済の上流に位置する取引当事者も含め、STPの中心的な役割を果たす照合インフラの利用を促進することも大きな課題であると考えております。

### （決済期間短縮の早期実現）

第3は、わが国自身の目標として、決済期間短縮の早期実現です。決済期間の短縮について、米国においては、2001年の米国同時多発テロを機に非常時における業務継続体制の確立がシステム投資の優先課題とされたこと、さらに市況低迷等、昨今の環境変化を背景に、SIAは昨年7月、それまでのT+1という目標設定をT+3の下で、STP化を達成する改革プログラムに変更すること、また、2004年に決済期間T+1への移行の是非について再評価すること、を発表しています。しかしながら、SIA首脳は、あくまでもT+1化が中止になったわけではないことを強調しているとされています。

こうした中で、報告書は、わが国において、とくに国際的な市場間競争力の確保、短期資金取引等の活発化の観点から決済期間短縮の意義について、再度認識する必要があると指摘しております。

具体的に申し上げますと、米国、英国など主要国では、国債については、すでにT+1が実現されています。こうした実態を踏まえて、わが国証券市場が、今後ともグローバルな証券市場の一翼を担っていく上で、決済期間を世界の主要マーケット並に短縮していくためのインフラ整備が必要であると考えます。また、金融手段として、国債のレポ取引、あるいは短期社債取引の決済期間の短

縮を図ることによって、それらを用いた短期資金取引等の活発化に資することが期待されております。ちなみに、欧米主要国では、こうした取引について、すでにT+0決済を実現させており、わが国においても、早期に決済期間の短縮を図る必要があると考えます。

決済期間短縮の議論については、前述のようにT+1よりもさらに進めてT+0を視野に入れるべき商品もあることなどから、報告書では、今後、それぞれ金融商品及び取引の特性に応じて、必要なレベルでの決済期間短縮を目指すべきであると指摘しています。具体的には、国債のアウトライト取引についてはT+1決済、レポ取引など国債の短期資金取引及び短期社債についてはT+0決済を早期に実現する必要があるとしています。したがって、これらの早期実現を想定して、今後のインフラ整備を進める必要があると考えます。また、その他商品について、株式及び一般債は決済期間短縮に向けた検討を進めるとしているものの、どのようなテンポで期間短縮を行うかは今後の検討に委ねる形になっています。

この報告書で決済期間短縮の方針が明示されたことによって、国債や短期社債の取引に関する社内業務やシステムはT+1決済やT+0決済を実現するために早期の対応が必要になり、間接的ではありますが、株式や投信受益証券の決済期間短縮については、具体的な方針が示されるまで、検討は先送りという切り分けが可能になったとみることでもできようかと考えます。また、決済期間短縮を実現するためには、DVP、STPを実現する証券決済インフラと、これを活用する市場慣行の存在が前提となることに鑑み、今後、決済期間短

---

---

縮の早期実現のためにも、これら DVP、STP インフラの整備・充実については、最優先課題として取り組むことを強く求めています。

## (2) 証券決済スキームの想定される全体将来像

証券決済スキームについて、これまでは、改革懇談会のワーキング・グループや証券保管振替機構の小委員会等では、商品ごと、あるいは取引形態ごとに議論されていたため、照合、清算、振替決済を運営する主体や商品及びストリートサイド、カスタマーサイドの取引ごとにどの仕組みによって、照合、清算、振替決済が行われるか明確ではなかったといえます。この報告書では、これまでの検討結果や今後の想定される取組みについても明らかにし、(資料4)では、それが実現した時点における全体俯瞰図で将来像がプロセスごとに示しております。なお、この全体将来像は、現時点で不確定な要素が多々あるものの、当面、取り組んでいる動きをベースに取りまとめたものです。

これまで、市場参加者各社は、証券決済制度改革の情報について、本協会等の Web サイトに掲載される個別の検討状況や、同業者、取引先情報ベンダーからもたらされる情報に頼るといった面が多かったといえます。このため地理的な条件等で、把握している情報に格差も見られましたが、この報告書によって、これまでの検討結果や今後の課題等について、広く周知していただけるものと考えております。

全体将来像では、照合については保振決済照合インフラを統一的に活用すること、決済について

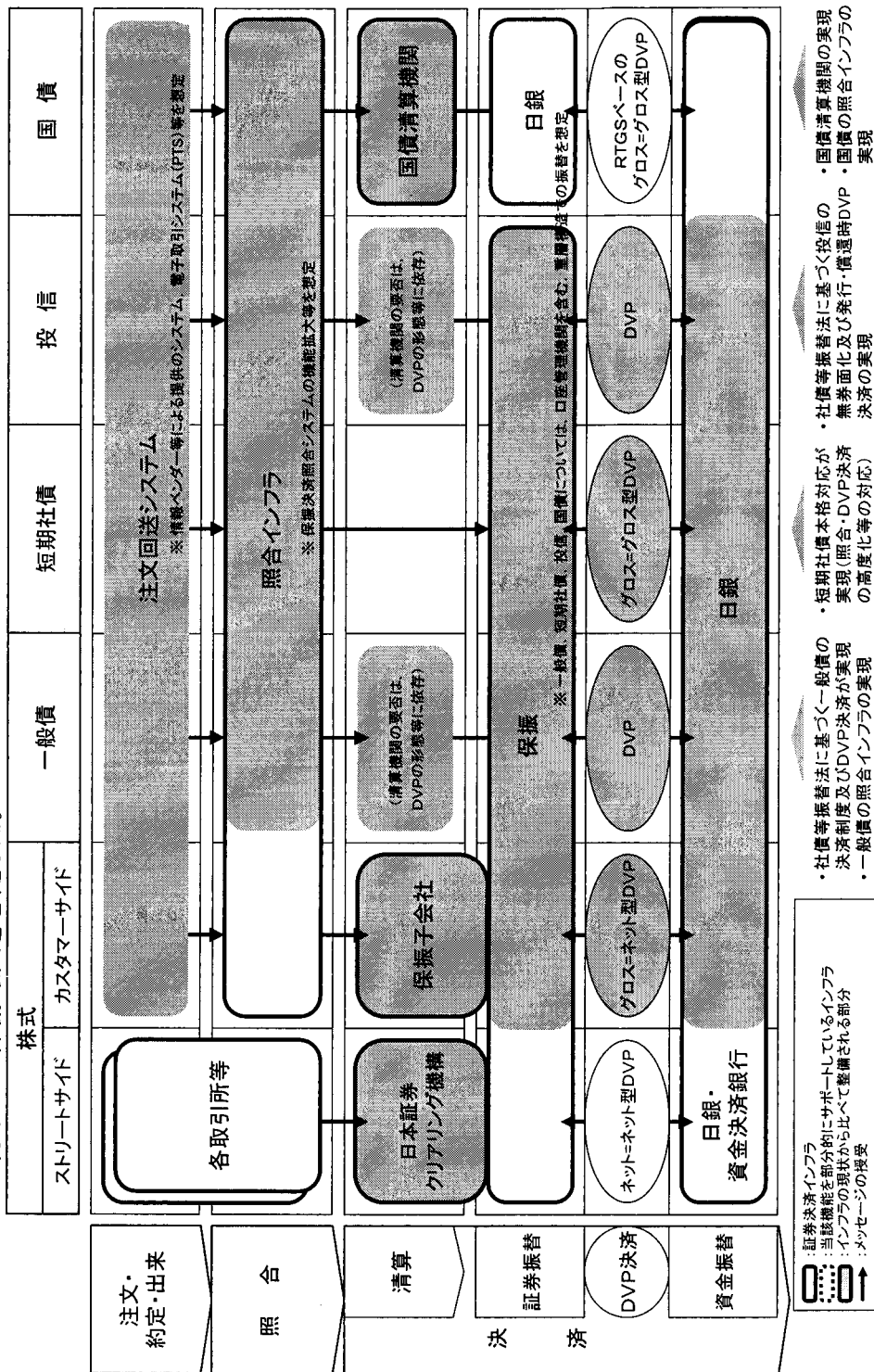
は、証券振替について国債は日銀、それ以外は証券保管振替機構を利用すること、また、資金振替について日銀、ないし資金決済銀行を活用することが見込まれています。このような形により、全商品にわたり DVP 決済のためのインフラが商品横断的に整備されていくものと想定しております。

次に、商品別に見ると、まず、株式について、清算インフラについては、統一清算機関として日本証券クリアリング機構と一般振替 DVP のために保振子会社清算機関が稼働します。また、照合インフラについては、保振決済照合システム第二期が一般振替 DVP 制度と連動することを予定しています。次に、今年3月からスタートする短期社債(電子CP) DVP 決済については、さらに照合・DVP 決済プロセスのレベルアップ等により T + 0 決済に向けて本格対応が見込まれています。また、一般債、投信受益証券については、保振の照合インフラと振替決済インフラの実現・稼働を予定しています。さらに、国債については、保振照合システムの下で、清算業務を行うことを前提に新しい清算機関創設の検討が進められております。

この報告書が示した全体将来像のポイントの一つに、外部接続先を明確化したことが挙げられます。たとえば、「取引所取引以外の照合は、証券保管振替機構の決済照合システムを利用する」としており、運営主体が明確になったことから、各証券会社・金融機関は対応を進めなければならない接続先の絞込みができることになりました。また、照合インフラとして、取引所取引以外の照合についてはすべて証券保管振替機構の決済照合シ

(資料4) 証券決済スキームの想定される全体将来像

□さらに、現在、各種検討体にて検討中、または、今後検討を想定する取組みも実現した  
 将来の全体俯瞰図を想定した。



システムの機能を拡大して、商品横断的に対応できるように整備することが想定されており、これを前提に外部接続に関する検討を進めることが可能になっています。したがって、証券保管振替機構の決済照合システムについては、一般振替 DVP の接続仕様等がすでに公表されており、後述するような自社の対応方針が明確になればシステム対応に着手することが可能になると評価する指摘もあります。

### (3) 証券決済制度改革の今後のマスタースケジュール

証券決済制度改革の全体将来像の実現に向けた今後のマスタースケジュールについて、(資料5)に、現時点で確定または予定されている主要な項目を整理したスケジュールを示しています。

ここに掲げられたマスタースケジュールは、この報告書の記述が締められた10月時点のものであるので、その後の検討動向を踏まえてアップデートしながら若干の説明を加えることとします。

まず、商品ごとの証券決済インフラの整備では、「株券」欄の「B - 1 株式一般振替 DVP の実施準備」、及び最上段の主要マイルストーンの「一般振替 DVP 制度稼働」の2003年度中目途については、04年3月は期末に絡む特殊処理が多いことや業務的には1年の中で最も繁忙な時期であること、また、技術的な問題として、DVP 対応システムの移行日について土曜日、日曜日の2連休ではリスクが高いため、万全を期する意味で、3連休以上が必要であるなどの意見が保振小委員会メンバーのほとんどであったことなどから業務移行の時期を5月の連休明けに約1か月延期する方向で

議論が進められていると聞いております。

また、「B - 5 株券不発行に対応したシステム開発・業務対応」については、法律案要綱が固まり次第、早急に取組みを要する課題であると考えています。「国債」欄の「C - 4 国債清算機関実施準備」については、国債清算機関設立WGの報告書を踏まえ、出資を前提とする証券会社、銀行によって国債清算機関設立準備委員会が設置され、受け皿会社を設立に向けて、現在、事業体のガバナンス、業務対応について分科会を設けて検討が進められていると聞いております。「一般債」欄の「D - 3 一般債振替制度実施準備」については、稼働時期について、04年末の仮予定から約半年遅れの05年後半とすることが保振小委員会メンバーのコンセンサスとなっていると聞いています。いずれにしても社債等登録法の廃止の期限が事実上、07年末になることから、それまでに既発行登録債から振替債へ移行する手続きの期間を考慮すると05年中の振替制度稼働は避けがたい要件ではないかと考えます。次に「投信」欄の「F - 3 投信振替制度実施準備」については、一般債のような社債等登録法の廃止というイベントはないものの、分配金に対する現行税制措置の存続期限が事実上、07年末になることから、一般債と同様にそれまでに既発行受益証券を振替投信へ移行できるシステムの整備が必要ではないかと考えます。

最下段の「H . 決済期間短縮」のH - 1、H - 3、H - 5については、これから具体的な検討を始めることになると思います。

なお、これらは現時点での想定であり、個別のインフラ整備等の具体的なスケジュールは、先ほ

(資料5) 証券決済制度改革のマスタースケジュール(現時点での想定)

	2002年(平成14年)	2003年(平成15年)	2004年(平成16年)	2005年(平成17年)	2006年(平成18年)	2007年(平成19年)	2008年(平成20年)
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
	前半	後半	前半	後半	前半	後半	前半
主要マイルストーン	日本証券クリアリング機構稼働(2003年1月) 国債の新振替制度への移行(方針)(2003年1月)	短期社債振替制度稼働(2002年度中目途) 株式一般振替稼働(2003年度中目途) DVP制度稼働(2003年12月)	決済照合システム第一期第3フェーズ稼働(2003年5月目途) インフラ全体俯瞰図の実現時点※2	一般債振替稼働(2004年度中目途) 国債清算機関稼働(2004年度中)	インフラ全体俯瞰図(資料4)の実現時点※3		
A. 照合インフラ等の整備	A-1 保険決済照合システム機能拡張(第一期第3フェーズ) A-2 一般振替DVP運動対応 A-3 商品範囲・機能の拡大 A-4 注文回送システム運動への対応検討・実施 A-5 海外照合インフラとの連携検討・実施 A-6 照合インフラ等の普及 A-7 ネットワークインフラ/サーバー・標準化	B-1 一般債振替DVP実施準備(システム開発・業務対応等) B-2 保険清算子会社事業準備 B-3 日本証券クリアリング機構事業準備 B-4 株券不発行に向けた課題検討	C-1 振込債の振替制度移行準備 C-2 国債清算機関制度要綱検討(事業体準備・システム開発・業務対応等) C-3 その他課題の継続検討	D-1 一般債振替制度要綱検討 D-2 その他課題の継続検討	E-1 短期社債振替制度実施準備(本格対応)制度要綱検討 F-1 投信振替制度要綱検討 F-2 その他課題の継続検討	G-1 決済制度改革全体の進捗管理・課題管理 G-2 商品横断的課題等の検討	H-1 決済期間短縮に向けた課題検討(国債) H-3 決済期間短縮に向けた課題検討(短期社債) H-5 決済期間短縮に向けた課題検討(その他商品)
B. 株式							
C. 国債							
D. 一般債							
E. 短期社債							
F. 投信							
G. その他 (全体管理、商品横断的検討等)							
H. 決済期間短縮							

▼ :マイルストーン(現時点でスケジュール確定)  
 ▽ :マイルストーン(今回確定)※1  
 ▾ :マイルストーン(現時点で仮予定)※1  
 ■ :個別タスク(スケジュールがすでに確定)  
 □ :個別タスク(スケジュールを今回想定)※1  
 ○ :個別タスク(今後の検討により、スケジュール調整が行われる想定のため、実現時期に幅を持たせて表示)※1  
 ○ :個別タスク(今後の検討結果によりタスク内容が大きく変わらうるため現時点ではスケジュールは未定)※1

※1 個別タスクの具体的なスケジュールは、関連するインフラを提供する組織において、ユーザー・ニーズ及び制度的・システム的フェーズごとの詳細な検討を経て、そのガバナンスを通じて決定されることとなる。

※2 インフラ全体俯瞰図①の実現時点。報告書第5.1節での①現在推進中のインフラ整備が完了した段階の全体俯瞰図の実現時点

※3 インフラ全体俯瞰図②の実現時点。報告書第5.1節での②想定される将来の全体俯瞰図の実現時点

※1 個別タスクの具体的なスケジュールは、関連するインフラを提供する組織において、ユーザー・ニーズ及び制度的・システム的フェーズごとの詳細な検討を経て、そのガバナンスを通じて決定されることとなる。

※2 インフラ全体俯瞰図①の実現時点。報告書第5.1節での①現在推進中のインフラ整備が完了した段階の全体俯瞰図の実現時点

※3 インフラ全体俯瞰図②の実現時点。報告書第5.1節での②想定される将来の全体俯瞰図の実現時点



---

---

ども紹介したように、関連するインフラを提供する組織体において、ユーザー・ニーズ及び制度的・システムのフィージビリティの詳細な検討を経て、具体的に決定されることとなります。

#### (4) 想定される将来像における

##### 今後の課題

現在、商品ごとには、決済インフラ整備の取組みが行われています。報告書では、決済制度改革の主要な課題を整理していますが、そのうち、将来像の実現に向け、商品横断的な視点から、今後とくに留意すべき課題について、紙数の制約上、次の二つだけ紹介します。

##### 照合における課題

電話やファックスによる運用指図等の連絡から、約定から清算・決済までの流れを自動化するSTPを実現するには、集中的に約定照合、決済照合を担うインフラの整備拡充を図るとともに、現時点で利用率の低い機関投資家、運用会社等に対して、照合インフラの原則利用に向けた普及促進が不可欠であります。それには、利用者にとって利用負荷が低く、効率的な仕組みを低コストで提供できることが、基本的な要件となるので、商品横断的な照合インフラの提供等により、利用者のメリットを高めることが必要であると考えております。

また、注文回送システムや、機関投資家・運用会社向けにシステム等を提供するベンダー側においても、注文回送システムを通して照合インフラへの取引データ連動を前提としたシステムが提供されるよう、そのベースとなるネットワークインフラやメッセージフォーマット等の標準化を業界

内で推進していくことが必要であると考えます。先ほど紹介したG30の新しい改革提言の中でも取引電文の規格の共通化などが挙げられています。今後、システム開発の本格化を控え、各種規格の標準化等に向けた早急な取組みが強く望まれるところでもあります。私どもとしても、重要課題の一つとして積極的に取り組んでいきたいと考えております。

##### 清算における課題

わが国の清算インフラについては、証券決済制度改革の推進を迅速に進めていく観点から、商品ごと、制度ごとのDVP決済制度の構築に合わせて当該インフラの提供者が、スピード感を持った検討を求められる中で、それぞれの商品ごと、制度ごとに清算機関の整備について検討を進めてきております。このようなアプローチは、欧米主要国の市場に立ち遅れている現状からみて、早急に整備することが第一優先課題であって、現実的な対応としてやむを得ない一面があると考えます。

一方、今後、これら複数の清算機関が設立することになれば、市場参加者全般にとって、効率性・利便性の向上や、インフラ維持のためのコスト削減に反する側面も考えられるため、それへの対応策も必要であります。先の金融審議会報告書でも、「資金効率の向上等の観点から清算機関業務の連携・統合等について検討することが重要である」と提言しています。したがって、担保効率の向上等の観点から、清算機関として果たすべき重要な機能である適切なリスク管理がなされることを前提とした上で、制度、システム間の調整や、清算機関の連携・統合の模索は、重要な課題であると考えております。

## (資料6) 各市場関係者別の証券決済制度改革への対応の方向性

□ 各市場関係者は、今後の証券決済改革への対応として、業務領域ごとに以下のような方針検討を行っていく必要がある。

<p><b>ブローカレッジ/ ディーリング</b> (証券会社や、銀行の債券ディーリング部門等)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>振替決済・清算等の新規インフラ稼働への業務面・システム面の対応の実施</li> <li>自社のコアコンピタンスを踏まえた、決済関連業務の戦略的なアウトソースも含む証券決済制度改革への対応方針の検討<sup>1</sup></li> <li>他社のバックオフィス業務の受託等による新たな収益機会創出の検討</li> </ul>
<p><b>アセットマネジメント</b> (生保・損保会社、信託銀行、投資・投資顧問会社等の機関投資家・運用会社)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>照合インフラの利用(照合インフラへの直接参加、ベンダーシステムによる対応、照合を含めたバックオフィス業務のアウトソース等)</li> </ul>
<p><b>カストディ</b> (信託銀行、カストディ銀行等の資産管理業務部門) ※ここでは、口座管理機関の担う業務も含んで整理</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>振替決済・清算等の新規インフラ稼働への業務面・システム面の対応の実施</li> <li>口座管理機関としての新たな決済関連業務サービス(流動性提供等の決済サービス、決済業務の事務代行サービス等)の提供</li> <li>上位口座管理機関の利用を含む証券決済制度改革への対応方針の検討</li> </ul>

<sup>1</sup> 証券決済インフラの整備に伴い、各市場関係者は制度変更に向けて自社内の業務プロセス・システムを再構築していく必要があり、決済関連業務の取扱いについては、各市場関係者の取引顧客や戦略等によって、いくつかの方向性が想定される。たとえば、  
 ・リテール顧客を対象とする中小の証券会社の場合、ストリートサイドの決済関連業務を外部門にアウトソースすることで、制度変更への対応負担を軽減することが考えられる。この場合、委託側(証券会社)、及び、受託側(サービスプロバイダー)ともに、制度変更に対して効率的、かつ、柔軟に対応ができるような環境整備が必要になる。  
 ・ホールセール顧客を対象とする市場関係者においても、自社のコアコンピタンスをフロント業務と考え、ストリートサイドとカスタマーサイドの両方の決済関連業務を戦略的に外部門にアウトソースすることで、今後増大すると予想される制度変更への対応負担を軽減する選択肢も考えられる。  
 ・大手の市場関係者は、決済関連業務を自ら実施することで、業務コストや業務品質等の面におけるブローカレッジ/ディーリング業務の競争力確保が期待できると想定されるため、決済関連業務を自社で保持する戦略が選択されると想定される。

今後、ユーザーの意向を踏まえ、清算機関を運営する運営主体の間で、具体的な検討、調整が進められるものと期待されますが、清算機関の連携・統合を考えるにあたって、諸外国の事例から見て、清算機能の連携・統合と、清算機関の運営主体の統合という視点から効果と留意点を捉える必要があるものと考えます。

### (5) 各市場関係者別の改革への対応の方向性

現在、推進されている証券決済制度改革への対応の方向性を見定めながら、各市場関係者は、社内の業務プロセス・システムを再構築していく必要があります。報告書は、(資料6)のように三つの業務領域に分けて整理しております。その中からとくにブローカレッジ/ディーリング業務に関する対応の方向性について説明します。

これらの業務に関する証券決済インフラの整備は、主にストリート・サイドの清算・振替決済に関する取組みと、カスタマーサイドの照合・清算・振替決済に関する取組みです。とくに、前者の清算・振替決済に関する決済関連業務については、株式の統一清算機関、及び一般振替 DVP 制度の稼働や国債清算機関の稼働等のインフラ整備に加え、担保差入れや参加者基金の拠出等の負担もあり、制度への参加要件が厳しくなるものと考えられます。

したがって、各市場関係者は、新規インフラ稼働に伴う業務面・システム面の対応を行っていく中で、自社の強みを活かすべく自社対応、戦略的なアウトソースといった選択肢の中から、自ら採るべき道を選んでいくことが求められることになると考えます。たとえば、リテール顧客を対象とする中小規模の証券会社の場合、カスタマーサイ

ドの決済関連業務を外部機関にアウトソースすることで、制度変更への対応負荷を軽減することが考えられます。要するに、自社でシステムを開発・維持するのではなく、利用料や委託料を支払うことで、バックオフィス業務を遂行可能とするものです。この場合、委託者である証券会社、及びサービスプロバイダーである受託側ともに、制度変更に対して効率的かつ柔軟に対応ができるような、ネットワークインフラやフォーマットの標準化、及び規制見直しなど環境の整備が必要になると考えております。

また、一方では、他社のバックオフィス業務の受託等により、新たな収益機会創出を図っていくことも考えられます。

## おわりに

米国では、SECの政策方針の下に、SIAがステアリング・コミッティを設置して証券決済制度改革を進めてきています。そのSIAでは、先述したように、目標であるT+1を再考する必要があるということで、現在、プロジェクトのテーマを「STP化プロジェクト」に変更し、当分の間はさらなるSTP実現に注力するとしております。

日本においては、ここ数年の間に様々な改革が急速な進展をみております。しかしながら、証券決済システムの現状は、前に触れたように、DVPやSTPについて国際標準に比べ周回遅れていることは事実であり、米国における目標変化に油断せず、その遅れている部分の整備に向けて、これまでの改革のスピードを緩めることなく、今後も、着実に改革プログラムを推進していく必要があります。

ます。

わが国では、広く市場参加者により構成する証券受渡・決済制度改革懇談会が民間サイドの中心になって、行政サイドと緊密に連携して証券決済制度改革を進めておりますが、この改革には、発行体、投資者から、証券会社、銀行、信託銀行等の市場参加者や、各証券決済インフラ提供者まで、実務面で同時整合的な取組みと実施が不可欠であります。繰り返しになりますが、法制面の改革のスピードアップを受けて、実務面においても、スピード感を持った改革を進めるには、各市場参加者の主体的推進により、一致協力した取組みが必要であると考えております。

( 本稿は、日本証券業協会証券決済制度改革推進センター及び当研究会共催による講演会(平成15年2月17日 東京証券会館)における講演の要旨である。 )

( 追記 ) 「証券決済制度改革の推進に向けて」(証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ作成)をご希望の方は下記宛お申込みください。無料でお送りいたします。

あて先：〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町

1 - 5 - 8

日本証券業協会 証券決済制度改革推進センター

TEL 03 - 5649 - 3980

FAX 03 - 5649 - 3939

# 証券決済システムに関する グローバル・スタンダード等の動向

日本銀行 信用機構室 決済システム課 調査役 さかもと 坂本 てつや 哲也

## はじめに

日本銀行の坂本と申します。こうしたセミナーでお話する機会をいただき、ありがとうございます。

私ども日本銀行は、国債振替決済制度の運営主体として、また金融機関間の資金決済の担い手として、証券決済システム改革に深く関わっています。たとえば先月27日には、先ほど触れられた社債等の振替に関する法律（社債等振替法）の施行

を受け、私どもが1980年以来運営してきました国債振替決済制度を、社債等振替法に基づく完全ペーパーレスの国債振替決済制度に移行させました。また、今年3月末に証券保管振替機構がスタート予定の短期社債（CP）の振替決済システムに関しては、日銀の資金決済システムと接続することにより、完全ペーパーレスのCP導入に合わせ、証券と資金の同時受渡であるDVP（デリバリー・バーサス・ペイメント）を実現する予定です。

このように私どもは、証券決済システム改革の各種プロジェクトにおいて、決済サービスの提供者として、様々な取組みを行っているところですが、こうした取組みのほか、各国の中央銀行や証券監督当局による証券決済システムに関する国際的なスタンダードづくりにも参画しています。こうしたスタンダードは、わが国で進められている証券決済システム改革の方向付けにこれまで大きな影響を及ぼしてきたように思われます。

そこで、私からは、こうしたスタンダードの内容や動向についてお話をさせていただきます。また、

## 目次

はじめに

1. スタンダードの意義
2. 証券決済システムに関するスタンダードの内容、動向
3. スタンダードに照らした日本の現状・課題

結びに代えて

---

---

スタンダードに照らしたわが国の現状についても若干触れたいと思います。なお、意見にわたる部分は、私の個人的見解です。

## 1. スタンダードの意義

さて、証券決済システムに関するスタンダードについてお話す前に、そもそもスタンダードとは何か、また、スタンダードをつくったり適用することにどんな意義があるのか、という点に触れたいと思います。

### (1) スタンダードとは何か

スタンダードとは、一口に「基準」とか「標準」と訳されることが多いと思われませんが、金融・経済の世界では、その一般性や抽象度などの異なるものを総称する言葉として使われています。

たとえば、国際的な金融システムの安定を目的としてG7諸国や国際機関等が集まって組織している「金融安定化フォーラム」では、スタンダードについて、「ある分野において妥当なものとして広く受け容れられている、プリンシプル（原理・原則）、プラクティス（実務・慣行）、メソドロジーあるいはガイドライン（方法、指針）を述べたもの」と定義しています。

それぞれの訳語からもおわかりのとおり、まずプリンシプルとは、広汎な政策領域に関して基本となる重要な見解や理念のことをいい、プラクティスとは、そうした原理・原則を具体的な状況に適用した場合の実務や慣行のことを意味しています。また、メソドロジー、ガイドラインとは、それぞれ、採るべき施策や満たすべき要件を

詳細に説明しており、それらの適合状況を比較的客観的に評価できるようなもの、のことです。

このように、スタンダードと呼ばれるものの中でも抽象性のレベルには違いがあることから、たとえば、「コア・プリンシプル」とか「グッド・プラクティス」といったような名前の使い分けが存在します。

### (2) スタンダードの意義、重要性

「スタンダード」といわれるものについては、その功罪やそれに適合することの是非などが議論されることがあります。確かに、「これはスタンダードとされているから従うべきだ」というとき、その意義を理解せずに無批判に取り入れるといった対応には問題があると思われます。そこで、なぜスタンダードがつくられるのか、また、なぜスタンダードが重要だと考えられているのか、を確認しておきたいと思います。

20世紀の終わりにかけて金融・経済分野のスタンダードが重要視されるようになった背景には、一言で言えば、金融・経済を巡る環境の変化に伴う次のような認識があると考えられます。すなわち、金融・経済のグローバル化、相互依存関係の強まりに伴い、クロスボーダーで金融危機等が波及する可能性が高まったこと、90年代後半の金融危機により、金融の安定にとって金融に関するインフラストラクチャーが重要であることが明らかとなったこと、新興市場において民間部門の資本が重要になってきたことに伴い、新興市場国の金融経済データやその政策の透明性が必要になったことです。

こうした認識が国際的に広く共有された結果、

## (資料1) 証券決済システムに関するスタンダードの位置付け

金融安定化フォーラム「健全な金融システムのための鍵となるスタンダード」

(マクロ経済政策・データの透明性)

- ・ 金融政策・金融行政の透明性  
Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies (IMF)
- ・ 財政の透明性  
Code of Good Practices in Fiscal Transparency (IMF)
- ・ データ普及  
Special Data Dissemination Standard/General Data Dissemination System (IMF)

(制度・市場インフラストラクチャー)

- ・ 倒産 作成中
- ・ コーポレート・ガバナンス  
Principles of Corporate Governance (OECD)
- ・ 会計  
International Accounting Standards IAS (IASB)
- ・ 監査  
International Standards on Auditing ISA (IFAC)

先に述べた金融安定化フォーラムでは、スタンダードの策定・適用の意義について、「国際的に受け容れられた経済、金融、統計分野のスタンダードを策定・適用することは、各国内の金融システムの健全性と国際的な金融の安定性を促進することに役立つ」と整理しています。言い換えますと、金融のグローバル化等が進んだ環境の下では、各国・各市場の様々な政策枠組みや、制度やルールといったインフラが、信頼できる共通の基準に適合していることが、国際的にも国内的も金融が円滑かつ安定的に行われるために必要だという認識が共有されるようになったのだと思われます。

各国の当局や国際機関、中央銀行等は、こうした認識に基づいて、それぞれの国・市場で適用していくのにふさわしい基準、スタンダードづくりに近年力を注いでいます。スタンダードが重要なものとされ、各国・各市場がスタンダードへの適

・ 支払・決済  
Core Principles for Systemically Important Payment Systems/Recommendations for Securities Settlement Systems (CPSS/IOSCO)  
(「証券決済システムのための勧告」)

- ・ 市場健全性  
The Forty Recommendations of the Financial Action Task Force/8 Special Recommendations Against Terrorist Financing (FATF)

(金融規制・監督)

- ・ 銀行監督  
Core Principles for Effective Banking Supervision (BCBS)
- ・ 証券規制  
Objectives and Principles of Securities Regulation (IOSCO)
- ・ 保険監督  
Insurance Core Principles (IAIS)

合を求められるようになったのは、こうした背景や認識があるためだと思われます。当たり前のことですが、こうした点を十分踏まえてわが国もスタンダードに対応していくべきだろうと思いません。

## 2. 証券決済システムに関するスタンダードの内容、動向

それでは次に、証券決済システムに関するスタンダードについて、その内容や動向をご紹介します。

### (1) 証券決済システムに関するスタンダードの位置付け

「証券決済システム」とは、証券決済 証券の権利を移転させること等により取引から生じた

債権債務を解消することを行うのに必要な取極め、仕組み全体を指します。「決済」は金融仲介やリスク分散と並ぶ最も基本的な金融の機能です。証券決済システムは、金融システムを支える重要なインフラの一つであり、その安全性・効率性が金融システムの機能度に大きな影響を持っています。私ども日本銀行が証券決済システムのスタンダードづくりに参画しておりますのも、こうしたインフラとしての重要性、とくに証券決済は資金決済と通常表裏一体となっているため、証券決済システムは資金のクリアリングや決済のメカニズムでもある、という点が大きな理由となっています。

こうしたインフラとしての重要性から、証券決済システムに関するスタンダードは、金融・経済に関する様々なスタンダードの中でもとくに重要なものの一つと位置付けられています。先ほどご紹介した金融安定化フォーラムでは、とくに重要な12のスタンダードを選び、これらを「健全な金融システムのための鍵となるスタンダード」と呼んでいます。証券決済システムに関するスタンダードは、その一つとなっています（資料1）。

現在の証券決済システムに関するスタンダードは、G10諸国の中央銀行からなる「支払決済システム委員会」コミッティー・オン・ペイメント・アンド・セトルメント・システムズ：CPSSと、各国の証券監督当局が構成する「証券監督者国際機構」IOSCO（イオスコ）が、2001年に公表した「証券決済システムのための勧告」です。このCPSS/IOSCO勧告は、CPSSが別に策定した「システミックな影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル」と合わせて、

支払・決済に関するスタンダードとして、12の鍵となるスタンダードを構成しています。ちなみに、これら二つを合わせた支払・決済に関するスタンダードは、コーポレート・ガバナンス、会計、監査等に関するスタンダードとともに、制度や市場のインフラに関するスタンダードに分類されています。

## （2）証券決済システムに関する スタンダードの変遷

CPSS/IOSCO勧告は、証券決済システムに関して策定された最初のスタンダードではありません。これに先立ち、1989年にグループ・オブ・サーティ（Group of Thirty）という国際的な賢人会合が、「世界の証券市場における決済システム」という報告書を公表し、この中で証券決済システムが達成すべき九つの勧告を提示しています。これがいわゆる「G30（ジー・サーティ）勧告」です。ちなみにG30は、去る1月に新しい勧告を出していますが、ここでは1989年に公表された勧告を単に「G30勧告」と呼ぶことにします。

G30勧告は、策定された時期を考えれば非常に先駆的なものであったと思います。すなわち、同報告書は、「証券市場の重要性が増しつつある一方、各市場の取引や受渡決済の方式は均質でなく伝統と商慣習を反映したものとなっている。このため、こうした市場ごとの相違が取引高・取引額が増大したときに悪くすると世界の金融ネットワークに対して重大なリスクをもたらすおそれがある。簡単ではないが、各市場を近代化して互いに整合性のあるものにしていこうとする努力の結果得られる各国及び国際間の利益は、早晚これらの

## (資料2) G30勧告

### 勧告1 直接参加者の約定照合

1990年迄に、直接市場参加者(ブローカー等)間の全ての約定照合は、T+1迄に完了させること。

### 勧告2 間接参加者の約定照合

1992年迄に、市場の間接参加者(機関投資家等)は、約定内容についての確認作業を行う約定照合システムの参加者になること。

### 勧告3 証券集中保管機構(CSD)

1992年迄に、各国は効率的な十分整備された証券集中保管機構を実現し、関係者をできるだけ広範に参加させることを組織的、制度的に進めること。

### 勧告4 ネットリング決済

各国は市場取引高と市場参加者を研究し、ネット清算システムがリスクを減少させ、効率を増進させ得るかを判断すること。もし、ネット清算システムが適切な場合、1992年迄に実施されること。

### 勧告5 DVP

1992年迄に、DVPを全ての証券取引の決済方法として採用すること。

### 勧告6 即日資金化

証券取引決済および証券のポートフォリオ管理に係る金銭決済は全商品および全市場を通じて即日資金により行うこと。

### 勧告7 ローリング決済

ローリング決済方式を全ての市場で採用し、最終決済日は1992年迄にT+3にすること。1992年迄のT+3実施を妨げない限り、中間目標として遅くとも1990年迄にT+5を実施すること。

### 勧告8 証券貸借

証券の貸借は、決済を容易にする手段として促進されること。証券の貸付を禁止する規制および税制上の障害は1990年迄に排除されること。

### 勧告9 統一証券コード等

各国は、ISO(国際標準化機構)により開発された標準証券メッセージ[ISO標準7775]を採用すること。特に、少なくとも国際取引については、ISO標準6166に基づく国際証券銘柄コードを採用すること。また、これらの標準化は世界的に1992年迄に行われること。

費用を補ってあまりあるものがある。」と述べていますが、証券決済システムの金融インフラとしての重要性を早くからの確に認識していたことがよくわかります。

G30勧告は、(資料2)に掲げられた九つの勧告からなっています。これらのエッセンスを述べれば、取引日の翌日までに取引を照合した上、T+3(約定後3営業日目)までにローリング方式で取引を決済し、かつ代金と証券の決済を紐付けること、また証券保管機構やネットリングによる清算、標準化されたコード体系を活用して効率化を図ること、と言えるかと思います。また、G30勧告はこれらを1992年までに達成することを目標としていました。

G30勧告は、先見のかつ内容が的確でわかりやすいものであったことから、長らくの間、事実上唯一のスタンダードとして機能してきました。多

くの国や市場の証券決済システムが、G30勧告を受け、あるいはこれに後押しされて、ローリング決済、DVP、即日資金化などを実現してきたと言えるでしょう。たとえば、アメリカにおいて株式や社債についてT+3のローリング決済、代金の即日資金化が実現したのはそれぞれ1995年、96年のことでしたし、わが国で初めてDVPが国債に導入されたのが1994年、国債がT+3のローリング決済に移行したのは1997年でした。こうした取り組みの少なくとも背景にG30勧告の存在があったことを考えますと、G30勧告は証券決済システムの安全性・効率性の向上のために、非常に大きな貢献をしたと評価できると思います。

## (3) G30勧告からCPSS/IOSCO勧告へ

しかし、先に申し上げたとおり、証券決済システムに関するスタンダードは、G30勧告から2001



---

---

年に公表された CPSS/IOSCO 勧告へとバトンタッチされています。そこで次に、こうした変遷の背景などをみることにします。

CPSS/IOSCO 勧告が策定された大きな背景には、1990年代の金融システムをめぐる環境変化があると思われます。1990年代の環境変化とは、情報通信革命（IT 革命）の進展、金融のグローバル化、金融技術の革新（証券化、デリバティブの発達）、金融業・金融市場に係る規制緩和、といった要素に整理できるように思われますが、これらは相互に関連しつつ証券決済の世界に大きな変化をもたらしてきたと考えられます。

まず、こうした大きな環境変化の中で、証券市場は金融チャネルとしての重要性を1980年代からさらに高めました。証券取引は大幅に増加し、これにつれ証券決済の件数・金額も非常に高い伸びを示しています。なかでも、グローバルに見ると、クロスボーダーの取引（国際的な証券投資・取引）決済がとくに増加しているといわれています。

その結果、ごく粗な計算では、G5諸国の証券決済システムが取り扱う決済金額は、1995年から2000年の間に約80%も増加しています。この数字は、同時期のG5の名目GDP伸び率が約9%、資金決済システムの決済金額伸び率が約2%であることと比較すれば、いかに高いかがわかると思われます。わが国でも、たとえば国債の決済金額はこの間に2.6倍にも増加しています。

また、こうした量的な側面に加え、金融業・金融市場に関する各種規制の緩和・撤廃により、決済システムの運営やサービス内容に関する自由度も増し、質的な変化も少なくなかったのではないかと考えられます。

こうした変化に伴い、証券決済システムの安全性・効率性は、以前よりも重要な問題になりました。決済金額の増大は、当然ながらシステムの安定的な運行が損なわれた場合のシステミックなインパクトを大きくします。また、決済のクロスボーダー化により、証券決済システムのルールや機能、リスク管理策が、他国の市場参加者に影響を及ぼすようになりました。さらに、ある国の証券集中保管機関 CSD（Central Securities Depository）が他国のCSDの参加者となったり、相互に参加しあうといったことも一般化してきましたし、欧州では域内市場統合という要因により、システム運営主体間の連携や統合も進んでいます。こうしたことから、証券決済システムの運営のあり方やそのガバナンス、あるいは、その安全性・効率性を向上させるために行われる公共政策活動である「オーバーサイト」にも関心が集まるようになってきました。

さて、これらの変化が生じた結果、G30勧告は、いくつかの分野においてもはやベスト・プラクティスとはいえないと考えられるようになってきました。また、1990年代に関心の高まった証券決済システムのクロスボーダー性や、運営のあり方、オーバーサイトといった事項をカバーしていない点が不十分とされるようになりました。

このため、CPSSとIOSCOでは、G30勧告を出発点としつつ、その後の環境変化を踏まえて、証券決済システムの設計、運営ならびにオーバーサイトに関する新しい勧告を策定する必要があると考えるに至りました。そして、CPSSとIOSCOの合同作業部会が設置され、勧告案の作成やパブリック・コメント等を経て、2001年11月、「証券決

---

---

済システムのための勧告」が公表されました。

#### (4) CPSS/IOSCO 勧告の概観

CPSS/IOSCO 勧告は全部で19あり、これらは、法的リスク、決済前リスク、決済リスク、オペレーショナル・リスク、カストディー・リスク、その他の6分野をカバーする網羅的なものとなっています(資料3参照)。

これらの概要を紹介する前に、勧告を理解する前提となるいくつかのポイントをお話します。

##### (いくつかのポイント：証券決済システムの定義、勧告の適用対象等)

まず、CPSS/IOSCO 勧告が対象とする「証券決済システム」ですが、報告書ではこれを、「証券取引の約定確認、クリアリング、決済及び証券の保管のための制度的な取極め全体」と定義しています。次に、このことからわかるように、この勧告は、いかなる証券の決済システムにも適用されるべきとされています。すなわち、先進国と発展途上国の区別なく、あらゆる市場・国の証券決済システムが適用対象となるとされています。

また、CPSS/IOSCO 勧告は、制度的な取極めとしての証券決済システムが国や市場ごとに多様であることを考慮し、システムを運営する組織ではなく、システムが担う「機能」に着目するとの立場を採っています。このため、CPSS/IOSCO 勧告はCSDに対して適用されるもの、と理解するのは適当ではありません。CPSS/IOSCO 勧告は、CSD、証券取引所、証券業協会、約定確認システムの運営者、セントラル・カウンターパーティー(CCP)、決済銀行またはカストディアン、といった主体に適用されうるほか、証券決済サービスの利用者

であるブローカー・ディーラー、投資マネージャー及び投資家にとっても関係がある、とされています。

なお、CPSS/IOSCO 勧告は、先に述べたように先進国、発展途上国を問わずあらゆる証券の決済システムに適用すべきものとされていることから、「最低基準」と位置付けられています。つまり、勧告は全体として各証券決済システムが最低限適合すべきスタンダードとされているということです。

##### (勧告の内容)

CPSS/IOSCO 勧告の内容をみますと、法的リスク、オペレーショナル・リスク、カストディー・リスク、その他といったG30勧告には含まれていなかった分野がカバーされています。具体的には、勧告1・法的枠組み、勧告11・運行面の信頼性、勧告12・顧客の証券の保護、勧告13・ガバナンス、勧告14・参加基準、勧告15・効率性、勧告17・透明性、勧告18・監督とオーバーサイト、勧告19・クロスボーダーのリンクに係るリスク、といった様々な勧告が新たにスタンダードとして盛り込まれているわけです。

これらの勧告の内容は(資料3)のとおりですが、いずれも基本的には、CPSSの「システムミクナ影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル」(2001年)やIOSCOの「証券監督に関する目的と原則」(1998年)など、すでに策定されているスタンダードを参考にしたものとなっております。

また、CPSS/IOSCO 勧告においては、G30勧告策定後の決済リスク削減、決済リスク管理に関する議論や実務の蓄積を踏まえ、G30勧告の内容を

## (資料3) CPSS/IOSCO 勧告

### (法的リスク)

#### 勧告1 法的枠組

証券決済システムは、関係法域において、確固とした、明確で透明な法的根拠を持つべきである。

### (決済前リスク)

#### 勧告2 約定確認

直接市場参加者間の約定の確認は、取引の執行後可能な限り速やかに、遅くとも約定日中 (T+0) になされるべきである。間接市場参加者 (機関投資家など) による約定の確認が必要である場合、取引の執行後可能な限り速やかに、できれば約定日中 (T+0) に、遅くとも約定日の翌日中 (T+1) にはなされるべきである。

#### 勧告3 決済サイクル

すべての証券市場においてローリング決済が採用されるべきである。最終決済は、遅くとも約定日から3日後 (T+3) までになされるべきである。約定日から3日後 (T+3) より短い決済サイクルの便益と費用が評価されるべきである。

#### 勧告4 セントラル・カウンターパーティー (CCPs)

CCPの便益と費用が評価されるべきである。そうした仕組みが導入される場合、CCPは引き受けるリスクを厳格に管理すべきである。

#### 勧告5 証券貸借

証券貸借 (あるいはレボ取引やその他経済的に同等な取引) は、証券取引の決済を迅速化する方法として奨励されるべきである。この目的のための証券貸借の実行を妨げる障壁は除去されるべきである。

### (決済リスク)

#### 勧告6 証券集中保管機関 (CSDs)

証券は、最大限可能な程度まで、不動化または無券面化され、証券集中保管機関における帳簿の記載 (ブックエントリー) によって振替決済されるべきである。

#### 勧告7 DVP

CSDは、DVP (delivery versus payment) が実現されるように証券の引渡と資金の支払とを結び付けることにより、元本リスクを除去すべきである。

#### 勧告8 決済のファイナリティのタイミング

最終決済は、遅くとも決済日の終了時までになされるべきである。リスクの削減が必要な場合には、日中または即時のファイナリティが提供されるべきである。

#### 勧告9 参加者の決済不履行に対するCSDのリスク管理

ネット決済システムを運営するCSDを含め、参加者に日中と信を行うCSDは、最低限、最大の支払債務を有する参加者が決済不能となった場合でもタイムリーな決済を確保するリスク管理策を備えるべきである。最も信頼できるリスク管理策は、担保徴求と与信限度を組み合わせることである。

#### 勧告10 資金決済に利用される資産

証券取引から生じる最終的な支払債務の決済に利用される資産は、信用リスクと流動性リスクがほとんどないか、または全くないものであるべきである。仮に中央銀行マネーが利用されない場合、当該決済に利用される資産を提供している資金決済機関の破綻から生ずる潜在的な損失と流動性逼迫からCSD参加者を保護するための措置が講じられなければならない。

### (オペレーショナル・リスク)

#### 勧告11 運行面の信頼性

クリアリングと決済のプロセスにおけるオペレーショナル・リスクの源は、適切なシステムや管理および手続の整備を通じて特定され、かつ最小化されるべきである。システムは、信頼でき、かつ安全であるべきであり、また十分な処理能力を持つべきである。運行のタイムリーな復旧と決済プロセスの完了が可能となるように、緊急時の対応計画 (コンティンジェンシー・プラン) とバックアップ設備が確立されるべきである。

### (カストディ・リスク)

#### 勧告12 顧客の証券の保護

証券を保管する主体は、顧客の証券を完全に保護するような会計実務と保管手続を採用すべきである。顧客の証券がカストディアン の債権者の請求権から保護されることは、必要不可欠である。

### (その他)

#### 勧告13 ガバナンス

CSDとCCPの組織運営 (ガバナンス) の取極めは、公益の要請を満たし、かつ所有者と利用者の目的を実現するように設計されるべきである。

#### 勧告14 参加基準

CSDとCCPは、公正かつ開かれた形での参加が可能となるよう、客観的で公表された参加基準を設けるべきである。

#### 勧告15 効率性

証券決済システムは、運行面の安全性を維持する一方で、利用者の要求を満たすようにコスト面で効率的であるべきである。

#### 勧告16 通信手順および標準

証券決済システムは、クロスボーダー取引の効率的な決済を容易にするために、関連する国際通信手順と標準を利用または受容すべきである。

#### 勧告17 透明性

CSDとCCPは、市場参加者がCSDやCCPのサービスを利用することに伴うリスクとコストを特定し正確に評価できるように、十分な情報を提供すべきである。

#### 勧告18 監督とオーバーサイト

証券決済システムは、透明で効果的な監督とオーバーサイトに服すべきである。中央銀行と証券監督者は、相互に、また他の関係当局と協力すべきである。

#### 勧告19 クロスボーダーのリンクに係るリスク

クロスボーダー取引を決済するためにリンクを設けるCSDは、クロスボーダー決済に伴うリスクを効果的に削減するように、当該リンクを設計し運営すべきである。

発展ないし修正している点があります。たとえば、勧告8・決済のファイナリティのタイミングや、勧告9・参加者の決済不履行に対するCSDのリスク管理、勧告10・資金決済に利用される資産、といった勧告は、決済リスク管理の領域において、G30勧告当時には意識されていなかった、あるいはコンセンサスがなかった具体的なリスク管理上の要件やポイントを明確化したものと言えると思います。

なお、CPSS/IOSCO勧告は最低基準という性格を持つことから、たとえば、勧告3・決済サイクルについては、T + 3より短い決済サイクルを求めるところまではいっていません。ただ、同勧告の説明においては、T + 3がもはやベスト・プラクティスとみなされていないと述べられています。主要国でもとくに国債についてはすでにT + 1やT + 0決済が実現していることも含め、この点には留意しておいた方がよいと思われます。

#### (勧告の実現状況の評価について)

CPSS/IOSCO勧告に関してもう一点ご紹介しておきたいのは、勧告の実現状況の評価、実現に向けた取組みをどのように行うかが明確に意識されているということです。具体的には、各国・各市場の証券決済システムがCPSS/IOSCO勧告をどの程度実現しているかを評価するため、明確かつ包括的な評価の方法が別途策定されています。CPSSとIOSCOが昨年11月に公表した『証券決済システムのための勧告』の評価方法」がそれです。

この評価方法については、まだご存知ない方も多いかもしれませんが、ポイントだけ申しますと、勧告ごとに、その実現状況の評価するための「鍵となる質問」が設けてあり、これに答えることで、

その勧告の実現の度合いが「実現している (Observed)」、 「概ね実現している (Broadly observed)」、 「部分的に実現している (Partly observed)」、 「実現していない (Non-observed)」、 「適用されない (Not applicable)」の五つに分類される、というものです。

なお、この五つのカテゴリーへの当てはめについては、客観性が重視されていることに留意しておく必要があると思います。たとえば、勧告7のDVPについてみますと、「実現している (Observed)」というためには、鍵となる質問への回答として、「証券の振替がその代金のファイナルな振替が行われる場合にのみファイナルになることが、技術的、法的、そして契約上の枠組みによって確保されている」という一般的なDVPの要件に加え、「CSDの直接参加者間の取引(金額ベース)の95%以上が実際にDVPで決済されている」ことが求められているといった具合です。

本評価方法は、主に、証券決済システムの監督やオーバーサイトに責任を持つ各国当局が、自国について自己評価を行うのに用いられることを意図しています。各国当局は、本評価方法に沿って自国の証券決済システムの勧告実現状況の評価し、その結果に基づき、必要に応じて勧告実現に向けた行動計画を策定することが求められています。また、本評価方法は、IMFや世銀等が各国に対して行う外部評価に用いられることも想定しています。

---

---

### 3．スタンダードに照らした日本の現状・課題

#### (1) スタンダードに照らした日本の現状

さて、本日ご紹介したスタンダードに照らした日本の状況や今後の取組みについて、簡単に述べます。

まず、日本の場合、国債以外の証券については、現時点でも1989年に策定されたG30勧告を実現できていない点が残っているということ、認識しておく必要があると思います。これらはいずれもすでに対応が予定されていますが、たとえば取引所取引以外の株式のDVPや、CPのCSDとDVPが実現していないことは、1990年代のスタンダードに適合できていない点だと言うべきでしょう。

また、CPSS/IOSCO勧告とその評価方法にざっと照らしてみますと、法的枠組みについては株式のペーパーレス化を可能にする法制整備、約定確認に関しては照合インフラの整備と利用の浸透、CSDについても株式や社債等のペーパーレスでの集中保管、DVPの利用拡充、通信手順及び標準に関してはISO(アイ・エス・オー)の国際標準に準拠した電文の利用可能性の確保、など、勧告を実現できていない、あるいは実現状況に改善の余地がある、とみられる点があるように思われます。

#### (2) 勧告実現状況の改善の必要性

こうしたことから、まずは国債以外の証券について、G30勧告の完全な実現を急ぐ必要があります。

す。また、すでに述べたとおり、CPSS/IOSCO勧告は最低基準との位置付けですので、これが実現できていないと評価されれば、国際的な証券投資・取引がわが国の市場から遠ざかったり、場合によっては、そうした評価がわが国の金融システムの健全性・安定性に対する懸念材料とされる可能性もないとは言い切れません。このようにCPSS/IOSCO勧告が未実現の状況は、日本の証券市場にとってもマイナスであり、当面は、同勧告が設定する基準に適合した証券決済システムとなるよう改善を進めていくことが重要だと思われます。私どもとしましても、CPSS/IOSCO勧告を念頭に置いて、証券決済システム全体の安全性・効率性の向上に向けた取組みや関係者への働きかけを行ってまいりたいと考えております。

### 結びに代えて

#### (1) スタンダード適合に向けた取組みにおける留意点

しかし、CPSS/IOSCO勧告の実現は、それ自身が目的ではないことに留意する必要があると思います。勧告はスタンダードであり、スタンダードはあくまで金融システムの健全性の維持や競争力の強化といった目的達成のための「手段」だからです。このため、スタンダードへの適合を図っていくにあたっては、わが国なりの政策・戦略に適合するように、また、わが国の置かれた状況や制度的適応力を踏まえつつ、取り組んでいくことが必要だろうと思います。

なお、その際には、スタンダードというものが、

環境変化に応じて継続的に見直されていくことにも留意しておく必要があるでしょうし、証券決済システムの側についても、それが取り扱う取引や決済金額、あるいはその利用のされ方などの変化に応じて、スタンダードへの適合をどこまで求めるべきかを考えていく必要があると思われま

す。こうしたことを考えますと、証券決済システムの改善・改革は、どこか一時点でCPSS/IOSCO勧告を実現すればそれでおしまい、というようなものでないことは明らかだと思います。証券決済システムをどのように改革していくかという方向性は、勧告実現を通じて、またそれを超えて、わが国の金融資本市場や金融サービス業のあり方、その国際的な位置付けとして、何を指すかに深く関係していると思われま

## (2) 改革の方向性、進め方

そうした方向性として、昨年、日本証券業協会が取りまとめた報告書にあるように日本がグローバルな金融資本市場の一角を担うことを目指すのであれば、おそらくはCPSS/IOSCO勧告というスタンダードを超えて、制度面の国際的整合性を高めるとか、決済期間のさらなる短縮、システムの信頼性やコスト競争力の強化、インターオペラビリティの向上等を図り、他市場と比較して安全性・効率性に優れた証券決済システムに発展させていく必要があるだろうと考えま

す。また、証券決済システム改革を進めるにあたっては、それを金融システム全体の改善・改革の中に位置付けることも重要ではないかと思いま

す。定着しているように窺われ、決済に関する法制整備なども、自国の金融資本市場や金融サービス業の発展や安定性強化といった明確な政策的観点から行われているように見受けられます。また、そうした政策的観点は、税制や会計制度、ディスクロージャー制度等の制度設計等にも共通しており、全体がいわばパッケージのように進められている印象があります。

この点、わが国においても、先の証券決済システム改革法のような法整備が行われるようになったことは、非常に重要な機運だと思います。こうした機運、取組みを一過性のものにせず、関連する諸制度も含めて、金融システム全体に関する政策として改革を継続していくことが重要ではないかと考えま

す。最後になりましたが、私どもとしましては、市場参加者やシステム運営主体、協会、関係官庁等様々な方々と協力しながら、今後とも証券決済システム改革に貢献していきたいと考えていま

( 本稿は、日本証券業協会証券決済制度改革推進センター及び当研究会共催による講演会(平成15年2月17日 東京証券会館)における講演の要旨である。 )

# 証券保管振替機構の 現状と今後の課題

証券保管振替機構 常務取締役 むら い ひろ み  
村井 博美

証券保管振替機構は、証券決済制度改革のほとんどすべての分野に、主体となる担い手として、あるいは間接的にお手伝いする立場として、何らかの形で関与しています。本日は、これらのうち主なものをご紹介します。

## 1 株式会社化

証券決済制度改革の一環として実施されたものに、証券保管振替機構の株式会社化があります。

### 目次

- 1 株式会社化
- 2 一般振替 DVP の実現
- 3 決済照合システムの拡充（STP の推進）
- 4 電子 CP 制度の創設
- 5 一般債及び投資信託受益権の振替決済制度
- 6 株式のペーパーレス化（不発行）
- 7 結び

保管振替事業は、平成3年（以下、年号は平成）以来、財団法人証券保管振替機構が行ってまいりましたが、日本証券業協会での議論などで、株式会社形態が望ましいとされ、13年の証券決済システム改革法に関連規定が盛り込まれました。

株式会社証券保管振替機構（以下、「保振」）は、財団法人から事業を譲り受け、昨年6月に営業を開始しました。

経営方針は、利用者本位で透明度の高い運営、海外 CSD に比肩し得る機能の提供、安全性が高くコストが低廉なサービスの提供、です。

利用者、参加者の意見を反映する仕組みとして、取締役16名中10名は参加者代表であり、取締役会の諮問機関として業務委員会を、その下に既存業務、一般振替 DVP、照合等テーマごとの小委員会を設置しています。業務委員会や各小委員会での検討状況は、インターネットで公表しています。

( 図表 ) 証券決済システム改革を巡る主な動き ~ 保振の取組み ~

	平成13年	平成14年	平成15年	平成16年	平成17年以降
法制その 他の動き	(12年6月) 金融審「21世紀に向けた 証券決済システム改革に ついて」 統一的な証券決済法制 の整備 STP化 DVPの実現等 クロスボーダー取引の 決済の円滑化	改正保振法施行(4月) 短期社債等振替法施行 (4月) 証券決済制度改革推進 センター設置(4月) 日本証券クリアリング 機構設立(7月) 改革推進WG報告書 (11月)	社債等振替法施行 (1月) 加入者保護信託(1月) 証券取引法改正(清算 機関)(1月) 日本証券クリアリング 機構業務開始(1月) 株式のペーパーレス化 法案提出(秋)	株式のペーパーレス化 法案施行(春) 米国SIA、T+1実施の 意思決定(16年)	社債等登録法廃止 (最長20年1月)
保振全般		保振の株式会社化 (6月) (株式のペーパーレス化検討)			
一般振替 D V P	取引所DVP決済の導入 (5月)	一般振替DVP要綱とり まとめ(6月)	保振子会社の設立 (夏目途)	一般振替DVP稼働 (5月目途)	
照 合	第1期第1フェーズ稼働 (株式、9月)	第1期第2フェーズ稼働 (CB・非居住者取引、2月)	第1期第3フェーズ稼働 (国債売買、投信、先物・ オプション、5月)	第2期稼働(5月目途)	
C B	CB取扱開始(11月) (元利金事務取扱開始)				
C P	実務検討WG設置 (12月)	CP基本要綱とりまとめ (3月)	振替機関指定(1月) 振替制度/DVP実施 (3月)		
一般債		小委員会設置・検討開始 (7月)			振替制度/DVP実施 (17年央~未目途)
投 信		小委員会設置・検討開始 (9月)			振替制度への移行完了期限 (最長20年1月)

( 注 ) 印を付した事項は実施済みまたは実施が確定しているもの。 印を付した事項は実施の時期等が未確定のもの。



---

---

## 2 一般振替 DVP の実現

一般振替 DVP は、株券等の振替決済のうち、取引所取引の決済のため日本証券クリアリング機構を相手方として行う決済以外のものに、DVP の仕組みを導入しようとするものです。G30勧告や ISSA 修正勧告は、「すべての証券取引の決済に DVP を採用する」としており、保振としても、証券決済に伴うリスク排除の手段として、DVP の確立が最重要課題であると位置付けています。

諸外国の主要 CSD は、DVP の長い運用実績があるのに対し、保振は、証券の受渡と対応関係にある資金の動きには関与してきませんでした。諸外国の決済インフラと比べて、大きく見劣りしていることは否定できません。

保振は11年末に制度要綱の試案を発表し、清算機関法制を整備する証券取引法の改正などを受け、14年6月に制度要綱を決定、12月にシステム接続仕様書を公表し、システム開発を進めています。

一般振替 DVP は、グロス = ネット方式を採用します。振替は請求1件ごと、グロスベースで処理されます。その都度、対応する支払金額や受取金額を記録しておき、資金決済は、参加者ごとにそれらの金額をネットアウトして、差引額を1日の終わりに授受します。この方式は米国の DTC で採用されており、証券決済リスクを効果的に削減し、多数の決済の効率的な処理が可能なスキームです。

このスキームは、資金ネットリングに伴うリス

クをいかに抑制するかがポイントで、いくつかの仕組みを用意しています。

一つ目は、清算機関を設立して、ネットリング、相殺の関係を DVP 利用者と清算機関の2者間の関係に整理し、法的な安全性を確保する仕組みです。清算機関は、保振における DVP を実施する目的でつくるものですから、原則として保振の100%出資の子会社をつくることを考えています。

二つ目は、万一、資金支払の不履行が発生した場合に、不足額をカバーするための資金を準備しておく仕組みです。資金流動性の準備は、DVP の利用者からの預託により設ける基金と、銀行からの融資枠により行う予定です。

三つ目は、準備資金を使用した場合に、それを回収する仕組みです。証券の振替の都度変化する DVP 参加者の資金に関する差引ポジションをリアルタイムで把握し、支払いのポジションにある場合には、その額に相当する処分可能な資産を清算機関が確保している状態を維持します。清算機関の確保資産は、参加者が預託する基金、振替の対象である証券の評価額、参加者が担保として差し入れる証券の評価額の三つの合計で計算します。

DVP 利用の場合は、証券が渡方から受方に直接振り替えられるのではなく、資金支払が確実な状態になるまで清算機関の口座に留保され、万一、証券の受方が資金決済不履行となった場合には、清算機関は証券を売却して資金を回収します。

四つ目は、資金決済不履行が発生しても、その規模を準備している流動性資金の範囲内に抑える

---

---

ため、DVP 参加者ごとに、資金支払ポジションの上限（差引支払限度額）を定める仕組みです。

以上のリスク管理方法の採用により、証券決済制度に関する国際的な勧告に照らしても遜色のないDVPシステムを確立したいと考えています。

ところで、DVPを行うためには、証券振替と資金授受を一般振替DVPの仕組みに乗せて行うことを、受方と渡方の双方が確認した上で、その情報が振替決済システムへ伝達されなければなりません。したがって、一般振替DVPの稼働の際には、決済照合システムと口座振替システムの連動が不可欠です。

DVP自体、STPの最終部分を形成し、証券取引を締めくくる重要な過程ですが、一般振替DVPの導入は、現在は分離された別個のプロセスである照合と振替決済を結びつけ、STPの推進という観点からも、決済システムを大きく前進させるものになると期待しています。このような仕組みが、将来、決済期間の短縮を行う場合の前提条件となります。

一般振替DVPを利用するには、清算機関の参加者になり、参加者基金を預託し、リスク管理の仕組みに沿う対応をしていただくこととなりますが、インフラ側とユーザー側の事務フローがある程度整備されると、確保資産の評価額や差引支払限度額などインフラ側から提供されるデータをチェックしつつ、高度にSTP化された環境で証券決済を行うことが可能になると期待しています。

一般振替DVPは、システム移行に要する日数も考慮して、平成16年5月の連休明けに実施する予

定で準備を進めています。

### 3 決済照合システムの拡充 (STPの推進)

決済照合システムは、株券等の売買が成立した後に、約定や決済に関する情報を、機関投資家、証券会社、信託銀行等の中で電子的に照合するシステムで、注文から決済に至るすべてのプロセスについて、人手を介さず行う仕組みをサポートするものです。

保振は、13年9月、国内機関投資家の株式等取引を対象に、決済照合システムの第1フェーズを稼働させました。

14年2月には第2フェーズとして、非居住者取引、募集・売出取引、転換社債型新株予約券付社債(CB)を追加しました。

本年5月6日には、第3フェーズが稼働する予定です。先物オプション取引と国債の売買取引を追加し、投信委託会社から信託銀行への投信基準価額及び設定・解約情報の送信をサポートします。

現在、決済照合システムに参加する証券会社、信託銀行が多いのに対し、運用会社は6社です。

運用会社が少ない理由は、信託銀行への連絡をFAX送信等で行う会社が多く、運用指図を電子的に送信するニーズが希薄なこと、決済照合システムの対象商品が十分ではないこと、料金などコスト面に不満があること等が考えられます。

対象商品は、第3フェーズでの対象商品追加によりほぼ満たされるのではないかと考えていま

---

---

す。料金体系は、運用会社について、基本料金、端末利用料金の固定部分及び約定照合における従量制部分の合計で月額上限10万円のキャップ制料金を採用します。これらの対応により、第3フェーズから、新たに10社以上の運用会社に参加していただける予定となっています。

なお、設立準備中の国債清算機関に関連して、『利用者の利便性や既存インフラを活用できる点等を考慮すると、保振の決済照合システムを活用することが望ましい』との方向性が示された経緯もあり、保振が国債清算機関の照合部分の機能を担っていくことになると考えています。

## 4 電子 CP 制度の創設

CP（コマーシャル・ペーパー）の振替決済制度の早期実現は、産業界からの強い要請もあり、保振では、本年1月10日に社債等振替法に基づく振替機関の指定を受け、本年3月31日の電子CPシステム稼働に向け、日本銀行、制度参加予定会社とともに、システムの総合テストを実施しています。

CPの振替制度は「CPを完全にペーパーレスにし、権利の発生、移転、消滅を振替口座簿上の記録により行う」ことが目的です。従来、CPは手形券面を作成し、決済の前提として交付、呈示等を行う必要がありましたが、これを振替口座簿に電子的に記録することとしました。

従来は、券面作成・授受が必要で、券面の配送リスクや保管コストが生じるほか、即日決済や

DVPが難しく、券面単位の流通が前提となる等の問題が指摘されてきました。新しいCPは、券面作成や授受が不要で、決済期間の短縮化、日銀ネットを利用したDVP決済の実現が可能になります。

手形CPは、券面単位の流通で、印紙税が手形ごとにかかるため、手形1枚当たりの金額が大きい傾向があります。新しいCPは券面の制約を受けないので、より小さい金額単位での発行や、流通段階での小口化が可能になり、流通の促進にも資すると考えられます。

制度利用者は、発行者（代理人を含む）と投資者です。投資者は機構加入者、つまり、保振に口座を開設した口座管理機関等を含む加入者が直接の当事者となります。利用者は、汎用パソコンから公衆回線でCPシステムに接続し、各種の申請や確認を行います。当社は、CPに関する権利関係を確定する振替口座簿上の記録等を行います。

DVP決済は、日銀ネットとCPシステムが連携をとり、グロス＝グロス型で実現されます。この場合、銀行等の資金決済会社を通じて日銀ネットを利用することになります。

大規模災害等が生じた場合に備え、大阪バックアップセンターに回線を切り替えて、システムの継続的な運営が可能な仕組みにしています。

社債等振替法の下では、発生のおそれは極めて小さいと考えられるものの、権利が過大記録され、それを第三者が善意取得する事態も考えられます。仮に、その修復過程で、関係する口座管理機関が破綻すれば、投資家に被害が及ぶおそれがあります。こうした事態に備え、投資者保護の資金

---

---

を用意する目的で、加入者保護信託を設けることとされており、保振は、本年1月17日に住友信託銀行と加入者保護信託契約を締結しました。総額100億円で、財団法人証券保管振替機構の残余財産40億円のほか、振替機関・口座管理機関が毎年度12億円ずつ5年間計60億円を拠出します。

## 5 一般債及び投資信託受益権の振替決済制度

ペーパーレス有価証券である一般債と投資信託受益権は、制度要綱策定に向けて検討中です。

従来、社債の大部分は登録債として、実質ペーパーレス化されていましたが、登録機関が160社に上り、証券記番号等に関連づけた社債登録簿上の移転で決済されてきました。新制度は、ペーパーレスを維持しつつ、社債を一つの振替機関に集中して、電子CPと同様に、口座簿上の振替という数量ベースでの管理の仕組みに改め、決済事務の効率化を図り、社債の流通性を高め、将来的な決済期間の短縮にも備えようとするものです。

現行の社債登録法は、社債等振替法施行日（本年1月6日）から5年以内に廃止され、その後は、新法の下での振替社債か、商法の原則に戻って現物債か、いずれかの形で発行されることとなります。既発行の社債は登録債としての存続が可能ですが、発行者と投資者の同意により、振替社債への移行が可能です。また、登録社債は、指定金融機関等が源泉徴収不適用でしたが、20年以降、振替社債のみが源泉徴収不適用になります。

現在は、一般債小委員会で、取扱対象範囲、発行、流通、償還及び各々に対応するDVP決済、元利金の支払い等実務処理、既発行債券の新制度への移行方法等について議論しています。

一方、投資信託は、伝統的な個人の貯蓄商品であり、最近は法人の資金運用ニーズに合った商品提供を行う他、401(k)プランの運用対象にもなるなど、その重要性と存在感を一段と強めています。

投資信託受益権（以下、「投信」）の振替決済制度は、設定、保管、解約等を行う際に現物の受益証券が存在するため必要であったプロセスを省き、実務処理の合理化を図ろうとするものです。

基本的な制度は、CPや一般債と共通で、投信の設定、移転、解約などが、帳簿上の記録により行われます。加入者保護信託の仕組みも適用され、経過措置による税制上の優遇措置が、20年に終了する予定であることなども同様です。

投信小委員会では、取扱対象範囲、設定、流通、解約の実務処理及び各々に対応するDVP決済、収益分配金の支払い等実務処理、すでに発行されている約200万枚とも言われる受益証券の新制度への円滑な移行方法を議論しています。

投信は、販売会社、委託会社、受託会社という、他の証券にない当事者関係があります。上場投信を除けば流通市場での取引は稀で、発行・償還に相当する設定・解約で投下資金の回収を図る実務が広く定着しています。こうした背景も踏まえながら、投信の振替決済制度の早期実現に向け、検討を進めていきたいと考えています。

---

---

一般債と投信の振替決済制度の稼働時期は、関係者のシステム対応も考慮しながら、今後決定していくこととなりますが、20年1月の経過期間満了がいわば締切ですから、現行制度からの移行期間を考慮し、その2年程度前、平成17年末頃までには稼働させる必要があると考えています。

## 6 株式のペーパーレス化 (不発行)

株式のペーパーレス化は、いわば有価証券のペーパーレス化の総仕上げになります。株式が最後になったのは、CPや社債と違い議決権等の共益権があること、極めて多数の株主が存在し、株券自体を保有している株主も多いため、影響が格段に大きいので、慎重な検討が必要であるためです。

かつて、昭和61年に、株式の譲渡制限のある会社の株券不発行が検討されましたが、導入は見送られました。今回、法務省の法制審議会会社法（株券の不発行等関係）部会での検討は、公開会社を含むすべての会社を対象として検討されています。

平成13年4月に法務省が公表した「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案の解説」は、株券を発行していない会社が非常に多いのが実態であり、株券不発行の許容を求める意見が強いこと、上場・公開会社については、投資者や株主自身が株券を交付して譲渡するのは極めて稀であり、多くの投資者が保護預かりの形で証券会社に株券を預けたり、保管振替制度を利用することで、現実

に手元に株券を保有せず、株券の交付や移転なしに株式の譲渡を行っていることを指摘しています。

法制審では、商法における株券不発行制度の導入、不発行制度採用会社の株式に関する振替制度の構築という二つのテーマが議論されています。

現在の保管振替制度は株券の存在を前提とするもので、不発行制度の下での振替制度は、実務面でも異なる取扱いが必要になります。円滑に移行できて、使い勝手の良い制度をつくることが重要です。

法制審の議論のうち、不発行制度の導入方法に関するものをご紹介しますと、13年の中間試案は、各社が定款で株券不発行を定めて不発行にする任意選択案でした。現在は、これに加え、公開会社は法律で一斉に株券不発行制度を導入する案も検討されています。一斉導入案は、任意選択の場合に想定される、券面のある会社と券面のない会社の併存による振替システムの二重投資や投資家の混乱等を回避しようとするものです。

また、既発行株券の扱いについて、中間試案は、会社が株主から株券を回収する案でした。現在は、株券を回収しない案も検討されています。事務負担や膨大なコストを回避しようとするものです。

今後、法務省は、部会での審議をまとめて中間試案を公表し、広く意見を求める予定です。本年秋に臨時国会があれば、株券不発行制度の導入に係る法律改正案を提出し、国会での成立後、早ければ、来年4月にも改正法を施行したい意向のようです。公開会社について実際に株券不発行制度

---

---

が導入されるのは、振替制度・システムの準備の関係で、改正法施行後一定の期間をおいてからになるでしょうが、遠くない時期に株券のペーパーレス化が実現するものと考えられます。

いずれにしても、膨大な数の株主や関係者がおられるわけですから、制度の周知を十分に図り、国民的なコンセンサスの下で進めていくことが肝要です。また、株主の混乱を回避するためにも、ペーパーレス化を実現するまでに、株券の不動化を十分に図る、すなわち、保振への預託率（現在60%）を相当程度高めておくことが必要です。保振として精一杯の努力をいたしますが、関係者の皆様にもご理解とご協力をお願い申し上げます。

## 7 結び

証券決済システムの改革は、現実的な制度化、システム開発の段階に進んできています。改革を通じた決済システムの安全性・効率性・利便性の向上を実現できるかどうかは、関係者の努力にかかっています。証券保管振替機構は、全力を挙げて取り組んでまいります。皆様方におかれましても、なにとぞ、ご理解とご協力を賜りますよう、お願い申し上げます。

（本稿は、日本証券業協会証券決済制度改革推進センター及び当研究会共催による講演会（平成15年2月17日 東京証券会館）における講演の要旨である。）

# 統一清算機関の稼働と 今後の課題について

日本証券クリアリング機構 事務統括長 藤沢 広一

## はじめに

日本証券クリアリング機構の藤沢でございます。

これより、「統一清算機関の稼働と今後の課題」と題し、この度、先月14日から、東京証券取引所（以下、「東証」）や大阪証券取引所、ジャスダック等各市場における有価証券の売買に係る清算業務を一元的に行う統一清算機関として業務を開始しました。私ども、日本証券クリアリング機構（以下、

「クリアリング機構」）について、統一清算機関の稼働の意義、弊社の事業概要等についてご説明したいと存じます。

## 清算機関とは

証券決済システムは、証券市場の国際競争力を左右するインフラであり、証券取引のグローバル化が進む情勢の下、この証券決済システムをより安全で効率性の高いものに改革していくことは、私ども清算、決済に係る者のみならず広く市場関係者等において、重要な課題と認識されます。

そうした中、関係各方面において、証券決済システムの改革に向けた取組みが進展しているところであり、後ほど述べることとしますが、いわゆる証券決済システム改革法等、法整備も着実に進められているところとなっています。

そこで、その証券決済システム改革法の施行により、清算機関は、証取法においては証券取引清算機関として位置付けられ、弊社は、わが国最初

## 目次

はじめに

清算機関とは

統一清算機関設立の経緯・効果

清算機関関連法整備の概要

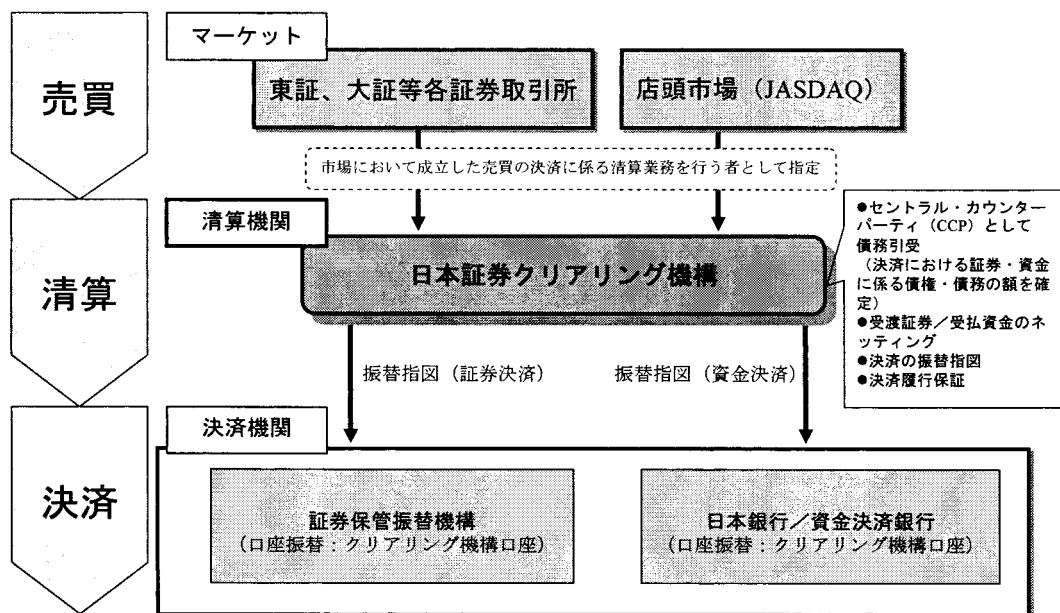
弊社の事業概要等

弊社の課題

おわりに

(図表1) 売買～清算～決済における各機関の機能/役割

— 取引所市場の株券等に係る売買・清算・決済 —



の証券取引清算機関として有価証券債務引受業の免許を本年1月7日に取得し、業務を開始したわけではありますが、まず、この清算機関というものについて、「清算」と「決済」の関係などを含め、かい摘んでお話したいと存じます。

株券等の売買に係る決済については、その機能・役割から、清算機関と決済機関に分けられます。たとえば、東証など取引所市場や店頭市場において成立した売買については、実際に、証券や資金が授受されて、すなわち、「決済」されて終了することになります。証券や資金が授受される機関が「決済機関」であり、証券決済に関しては証券保管振替機構等の保管振替機関が、資金決済に関しては日本銀行または資金決済銀行（弊社では6行）が当たり、それぞれにおける口座の振替により決済が完了します。その決済を円滑かつ安全に行うために必要となる機能が「清算」であります。

証券市場における売買は、複数の相手方と売り、買いが連続して行われますが、その決済においては、マルチラテラルの関係をバイラテラルの関係に置き換え、ネットティングを図ることが有効であり、その一方の当事者として決済履行を保証する主体となるのが「清算機関」であります。

清算機関は、原約定取引の相手方に代わり、証券の受渡、資金（決済代金）の受払についての債務引受を行い、決済の相手方として、「決済機関」に対し証券や資金の振替指図を行います。こうした参加者を相手方として決済を行うことから、セントラル・カウンターパーティ (CCP) と呼ばれています。清算機関は、CCPの機能を発揮するために、清算基金といったファンド等を維持するなどして、決済履行保証のスキームを構築しており、参加者は本来の相手方の信用リスクを考慮せず、安心して取引が行えることとなります。たと



---

えば、東証市場の売買の決済について言えば、従前は東証自身が「清算機関」として機能してきたわけですが、弊社の稼働以降、弊社が担っているというものであります。

一方、決済機関については、清算機関からの振替指図に基づき、口座振替により決済のための証券や資金の授受を行うものであります。そのため、「清算機関」は「決済機関」に口座を開設し、その口座と参加者の口座との間の振替処理が行われることとなります。

## 統一清算機関設立の経緯・効果

### 1．設立の経緯

では次に、弊社、クリアリング機構の設立経緯ですが、わが国における証券決済制度改革の議論の一環として、これまで証券取引所ごとに行われてきた「清算機能」を統合すべしとの意見が多数であったことなどを踏まえ、主な証券会社及び市場開設者による実務的検討体を組織し、一昨年3月より、統一清算機関創設へのコンセンサスの形成、基本機能の確定等の統一清算機関創設に向けた検討を行ってまいりました。

そして、統一清算機関の概要や基本的機能等を市場運営者が中心となって取りまとめ、一昨年11月に証券受渡・決済制度改革懇談会に報告した後、昨年1月に、各市場開設者が共同して設立することを機関決定し、「統一清算機関設立要綱」を公表しました。その後、さらに検討を進め、昨年6月には「設立準備要綱」を公表、併せて参加者向け

説明会も実施し、そして、昨年7月1日に、クリアリング機構として会社設立を行い、本年1月14日より、業務を開始したところであり、弊社が、市場における株券等の売買に係る清算を統一的に行うものであります。

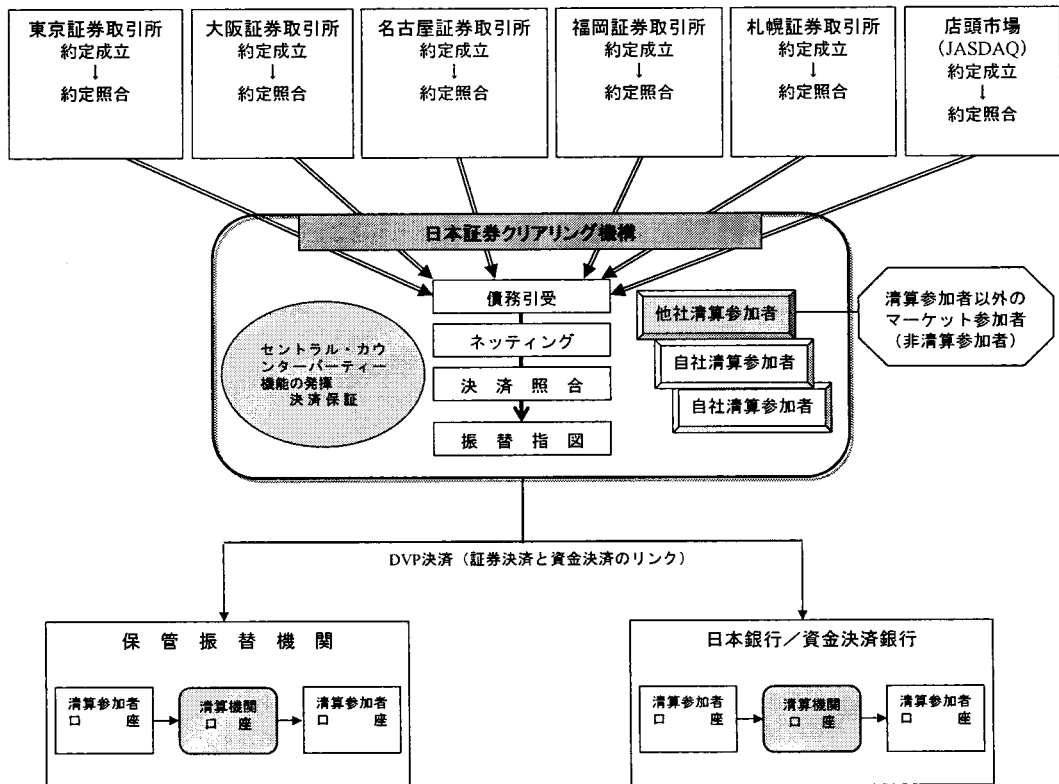
### 2．設立の効果

そして、統一清算機関である弊社が、清算・決済インフラとして、どのような効果を持つのかについてですが、弊社の設立については、従来市場ごとに行われていた清算機能を市場横断的に一元的に提供することにより、アクセスポイントの一元化（事務の標準化、バックオフィス部門の負担軽減）を実現、市場参加者の利便性、効率性を高め、もってわが国の証券市場全体の機能向上を図ることにつながると捉えています。弊社の稼働によって、これまで地方取引所や店頭市場といった単独では導入ができなかったDVPが実現することになり、さらに、店頭市場についてはネットィング導入による貸借取引の実施が将来可能となるといった利便性の向上や、弊社によるネットィングにより、決済量を大幅に圧縮して参加者の資金効率の向上を図るとともに、リスク管理上必要な担保である清算基金等を一元化して参加者の負担感を軽減しつつ安全性を確保していくことができ、また、決済履行保証スキームを構築した上で、実現できることとなりました。

## 清算機関関連法整備の概要

次に、先ほども少し述べましたが、清算機関関連法整備についてであります。

(図表2)統一清算機関(日本証券クリアリング機構)稼働後の清算・決済のイメージ



昨年、統一的な証券決済法制の対象の拡大（CPから社債、国債等）多層構造の振替決済制度の創設及び安全かつ効率的な決済のための清算機関に関する制度整備等を行うことにより決済の一層の迅速化・確実化を図るべく証券市場の整備のための所要の改正を行う「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」（証券決済システム改革法）が、昨年6月に法案が可決、成立し、本年1月6日に施行されました。その中で、清算機関関連の法整備が行われたところであります。

これは、証券取引法において、DVP（Delivery Versus Payment:証券決済において、証券の引渡しと資金の支払いとが相互に条件付けられて行わ

れる仕組み）の導入を促進する観点から、その重要なインフラとなる清算機関に関連する制度を整備したというものであります。

具体的には、証券取引清算機関について、法律上の根拠を明確化し、かつリスク管理の徹底を図るための必要な規定を置いています。すなわち、証券取引清算機関については、有価証券債務引受業を営む者として、証取法上免許制が定められ、その組織形態は株式会社となります。

この有価証券債務引受業とは、証券会社、外国証券会社、登録金融機関または証券金融会社を相手方として、有価証券の売買等対象取引に基づく債務の引受けを行う営業であり、有価証券債務引受業の免許を受けた者が証券取引清算機関となり

ます。

そして、より効率的な清算システムを構築するため、証券会社、外国証券会社または登録金融機関が証券取引清算機関に清算業務を取り次ぐための有価証券等清算取次ぎに関する規定の整備が行われています。すなわち、証券業に有価証券等清算取次ぎが追加され、証券会社は、清算機関に対象取引の債務を引き受けさせることを条件に、他の証券会社に代わって取引を成立させることができるようになり、証券会社のビジネスチャンスが広がったわけであります。こうしたことを受け、現在のところ、弊社においては、清算取次ぎを行える参加者（他社清算参加者）が5社となっています。また、現物取引についても銀行等の登録金融機関も、清算機関の参加者となることのできるようになりましたので、今後、銀行等のビジネスモデルの展開に資すると期待されます。

また、証券取引清算機関は、有価証券債務引受業を適切に遂行するために清算参加者の決済不履行等により損害が生じた場合でも当該損失の全部を清算参加者が負担することを求め、そうしたことを業務方法書に定めています。これは、証券取引清算機関が清算参加者の債務不履行により損害を受けた場合は、損害を与えた清算参加者が清算機関に預託している清算預託金について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を有するとともに、有価証券債務引受業により損害が生じた場合への対応として、いわゆるロスシェアルールを確立しておくことなどにより、清算機関自体が破綻することのないようにするための手当を行うものです。こうしたロスシェアルールにおいては、清算参加者による不履行に対しては、まずもって清

算預託金など参加者の自己責任原則（デフォルト・ペイ）により処理されることが一義的ではありますが、万が一それによってもなお清算機関に損害が生じた場合には、清算機関の経営破綻によるシステムリスクを回避する必要性から、他の参加者による相互保証制度（サバイバーズ・ペイ）を適用することを清算機関の業務方法書に盛り込むことにより法の要請に応えるものであります。

なお、従来から債務引受けによる清算が行われていた市場開設者については、たとえば、東京証券取引所について、弊社の業務開始以降での位置付けを見ますと、先物・オプション取引、すなわちデリバティブ取引の清算機関として機能することになりますが、これは、先述の有価証券債務引受業の免許との関係では、証券決済システム改革法の施行（本年1月6日）の時点で、すでに有価証券債務引受業を営んでいる証券取引所として、証取法上の承認を受けたとみなされるものであります。

## 弊社の事業概要等

### 1．弊社の事業概要

#### （1）運営方針

弊社は、統一清算機関として、公共性・中立性、利用者ニーズを踏まえて事業運営を行い、十分な安全性の確保、効率性を追求したサービス提供、国際水準を見据えた制度、機能の具備、新規ニーズへの迅速かつ柔軟な取組みに努めてまいります。

## (2) 出資

弊社は、各市場が共同して設立した株式会社でありまして、出資の比率については、各市場における清算業務の規模に基づき決定しています。また、弊社の機能は、実態的に各市場の清算機能を集約したものと位置付けられるため、株主は市場開設者に限定していますが、一方、市場参加者サイドに立ったガバナンスの観点から、取締役の半数以上を参加者代表・公益代表とする構成により、弊社の公共性、中立性を幅広く確保するためのガバナンス体制を整えているところであります。

## (3) 業務概要

弊社の事業は、大きく、有価証券の売買その他取引に係る清算業務、また、その附帯業務として、東証からの先物・オプション取引に係る清算事務の受託が挙げられます。

弊社の清算参加者については、従来の東証の清算参加者である証券会社はもとより、東証以外の参加者も対象となりますが、その参加者の基準は、現在の東証のものに準拠することにより業務開始しており、参加者への円滑な移行を進めました。なお、先述のとおり、本年1月の証券決済制度改革法の施行により、登録金融機関も清算参加者となることが可能となりました。

そして、弊社の本業である清算業務については、まず、清算対象となる取引の範囲を各市場開設者が開設する市場における有価証券の売買（貸借取引を含む）及びその他業者間取引等（PTSなどを含む）の有価証券の売買として、弊社は当該売買について、売買当事者（弊社に直接参加しない者を除く）の相手方として債務の引受を行い、決済履行を保証するものですが、決済履行保証制度に

おいては、現在、各市場において留保されている違約損失積立金等を活用することとしています。

## (4) その他

最後に、財務の基本方針等についてですが、弊社は、経営基盤の安定性・財務体質の健全性の維持を基本として運営するものとし、中長期的な取扱商品範囲の拡大やサービス内容の拡充等に備え、弊社の利益は、当分の間、内部留保することとし、配当については、経営の安定性、業績等を勘案し実施を検討することを考えています。

また、手数料ですが、業務開始の時点では、債務引受に係る清算手数料は、各市場開設者から徴収することなどとしています。ただ、この清算手数料については、将来的には、今後の市場における取引手数料体系の整理などを踏まえ、清算参加者から直接徴収する方式に移行する予定です。

## 2. 弊社の業務概況

弊社の稼働後の状況についてですが、弊社の参加者の数は、業務開始時点において、自社清算参加者が121社、他社清算参加者が5社の計126社となっています。ちなみに、弊社の稼働に併せて、従来の証券代行専業会社2社が証券業登録を行い、弊社の参加者となっています。

次に、業務開始以降1月の状況を見ますと、まず、債務引受の金額ベースでは、市場内取引及び貸借取引等の合計額として、1日平均で1兆2,000億円強、うち市場内取引分については約7,300億円、また、株数ベースでは、市場内取引等全体で1日平均約17億5,000万株、うち市場内取引分については約10億5,000万株に上ります。一方、ネットティング後の実際の受渡は、大幅に圧縮され、そ

---

---

の比率は、資金では、債務引受額に対して約5%、株券等証券では、債務引受数量に対して約27%となっています。

## 弊社の課題

最後に、弊社の課題について、進展する証券決済制度改革との関係も見据えながら若干ご説明します。

今後の証券決済制度改革についての予定を見ますと、2002年度から2004年度にかけて、CP振替制度や一般振替DVPなどが導入される予定となっており、また、株券の不発行化について、今後の法改正に向けて、現在、法制審議会等において検討が行われ、この春にもその方向性が打ち出されようとしています。

一方、決済期間については、「T+1」導入に前向きだった米国がトーンダウンしており、決済期間短縮よりもDVP、STP実現を優先すべきとして、引き続き検討が進められています。また、取引所市場の売買、DVP決済においては、取引所、弊社そして参加者間では基本的にすでにSTPが実現していますが、市場参加者内部及び機関投資家間とのSTP化が今後の決済期間短縮の実現の上でも必要となります。そうした点では、保振機構の一般振替DVPの実現や照合システムの利用率向上がSTP実現に向けての重要案件と言えます。

このように証券決済制度改革が進展する中で、弊社は、統一清算機関として、業務を安定的に稼働しながら、今後も、利用者の利便性の向上や、決済の安全性・効率性の高め、使い勝手の良いマ

ーケット・インフラの構築に向け鋭意努めてまいりたいと存じます。

そうした中で、弊社の今後の課題についてですが、まず、先ほども触れましたが、「手数料の清算参加者からの直接徴収への移行」がございませう。この点については、今後、清算参加者や市場開設者といった弊社のユーザーからの声を幅広く伺いながら、移行の時期等について検討してまいりたいと考えています。

また、「清算対象取引の拡大」が挙げられます。弊社は現物の有価証券の売買を清算対象として業務開始しましたが、今後、現行に加えて業務範囲を拡大していく点についても、市場利用者のニーズを的確に捕捉しながら、対応できるよう、準備を進めていくことが重要と考えています。

さらには、「清算機関間の連携・統合」が挙げられます。わが国における清算インフラの構築について見ますと、改革を迅速に進めていく観点から、現状としては、商品ごと、制度ごとに清算機関の設立の検討を進めていく流れとなっていると捉えています。こうしたアプローチは、米国においても当初より複数の清算機関が存在してきたように、インフラ整備における現実的な対応として、実効性の高いものを迅速に構築する観点から推進されているものと思われます。一方、たとえば、今後、清算機関が徒に複数設立されることになれば、証券決済制度改革の総合的な推進に反する側面も否定できず、市場参加者にとっての効率性・利便性やインフラ維持のためのコスト削減の観点から、制度・システム間の調整、連携・統合の模索が今後の重要課題となってくるとも考えています。

---

---

いずれにしましても、海外清算機関との連携を含め、証券取引のグローバル化を踏まえつつ証券決済制度改革を総合的に推進する観点から、わが国のインフラとして最適のモデルを検討し構築していくことが肝要と考えます。

## おわりに

以上、本日は、統一清算機関の意義、弊社の業務概要や今後の課題について述べさせていただきます

ましたが、弊社は、わが国資本市場における清算インフラであり、極めて公共性の高い存在としての社会的使命を強く意識して、業務に取り組んでまいりたいと存じます。まだ本格的に稼働したばかりでもありますので、引き続き、関係者の皆様方のご助力、ご支援の程、お願い申し上げまして、本日の私からのお話を締めくくらせていただきます。

（本稿は、日本証券業協会証券決済制度改革推進センター及び当研究会共催による講演会（平成15年2月17日 東京証券会館）における講演の要旨である。）