

特別セッション：パネルディスカッション

証券決済制度改革の今後の展望 - 市場参加者サイドからの考察 -

モデレータ：大和証券ＳＭＢＣ株式会社 経営企画部次長 吉田聡氏

パネリスト：株式会社ＵＦＪ銀行 決済業務部次長 曾我一彦氏

住友信託銀行株式会社 証券決済業務部主任調査役 巽文夫氏

フィデリティ投信株式会社 計理部部長 徳本進氏

モルガン・スタンレー証券会社 証券管理本部オペレーション部門

Ｉグゼクティブディレクター 中嶋典子氏

日本証券業協会 証券決済制度改革推進センター課長 杉本高啓

吉田 本日は、現在進められている証券決済制度改革、すなわち、国際競争力あるマーケット決済インフラの構築に向けた我々市場関係者の取組みについて、現時点でのレビューを行いながら、今後の課題や方向性等について、パネラーの皆様と一緒に考えていきたいと存じます。

初めに、証券決済制度改革の現在の進捗を確認したいと思います。お手元の資料における「主要マイルストーン」の概要について、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターの杉本さんから御説明いただきたいと存じます。

この後、「１．わが国証券決済制度改革の主要マイルストーン」(資料１)についての説明に引き続き、以下のような意見交換が行われた。

吉田 2000(平成12)年に金融審議会の報告書が出され、証券決済システム改革が本格化して約4年になりますが、特にＳＴＰという面では、証券保管振替機構を中心とした関係者の努力もあり、既に発展フェーズに入っております。各種制度対応も、清算・決済インフラの組織の見直しが実現し、これからはシステム面も実現フェーズに入りつつあります。そこで、新制度への期待、実務の現場にて日頃感じている優先課題、さらに使い勝手がよい制度実現へのポイントといったものについて、御意見をいただきたいと存じます。

曾我 ＵＦＪ銀行決済業務部の曾我と申します。私は、日銀のＲＴＧＳ導入の頃から、資

金・証券の両面での決済制度改革について携わってきましたが、我々商業銀行という立場からは、制度改革へのアプローチにおいて、決済の階層構造化を通じた裾野の広がりという点に強い関心を持っています。やはり裾野が広がらなければ、実務も円滑に回らないということにつながり、制度改革そのものの成否にも関わるものと思います。そうした観点から、最近感ずることとして2点ほどあります。1つは国債の清算機関です。皆様も御存知のことと思いますが、長い助走期間を終え、当行も含め市場参加者が出資し新会社を設立し、来年に稼働を控えるというところまで来ました。ただ、市場インフラとしての機能を十分に発揮するには、現在の参加者以上に裾野を広げなければならないと考えております。現在のみならず、将来的に国債の決済等でのT+1化ということを視野に置けば、利用不可欠なインフラであると思いますし、できるだけ幅広い業態の方々に活用いただきたいと希望しております。また、このインフラがSTP化の推進なり、T+1化に向けた一つの大きなきっかけになればと期待している次第です。そもそも、何がベネフィットなのかという点は、いろいろ御意見があると思いますが、決済リスクの削減という最大のベネフィットを受けるために、それなりのコスト負担を皆でしていかななくてはならないという考え方も重要と思います。

もう一点は、一般債の振決化という言葉で我々は呼んでいますが、現在、登録制度の下で取引・発行されている一般債が2006(平成18)年1月からは、証券保管振替機構を振替機関とした決済制度の下に入っていく予定です。国債にしる株式にしる、もちろん制度改革のインパクトは大変大きいと思いますが、一般債の制度改革が最もインパクトが大きいのではと感じています。その理由は、関連業務が非常に多岐に渡っており、受託登録業務・社債管理業務・口座管理機関業務・元利金支払業務のようなそれぞれの業務のパラダイムが、今回の振決化では、ほぼ根底から変わるようなイメージを持っており、その影響範囲は非常に大きいものと想定されます。さらに、実際の業務のことを考えた場合に、証券保管振替機構に金融機関各社が直接的に参加するとなると、あらゆる業務を各社が自前でこなさなければならなくなり、これでは本当にうまく制度移行が図られるのかということも懸念されます。また、一般債については、ペーパーレス化により一般債自体の商品性も大きく変容すると思われ、セカンダリーの取引自体もかなり活発化していくことが期待されています。例えば、レポ取引、一般債のGC取引(非特定銘柄取引)のようなものも十分可能性があるのではないかと考えられますし、こうした形で一般債の取引が増えていくと、

国債とは違って、証券は証券保管振替機構で決済し、資金は日本銀行のネットワークを使い、一本一本グロス決済するという枠組が決まっているので、資金繰りをうまく回しながらどうやって対応していくのかという点は、我々銀行サイドもそうですし、証券会社の方々も、どうやって決済機関に直接参加をしながらやっていくのかというところは非常に懸念しているところであり、一方で妙案がないのも事実です。

異 住友信託銀行証券業務部の異と申します。私自身、証券決済制度改革については、2002（平成14）年に現在の「証券決済制度改革推進会議」の前身である「証券決済制度改革の推進のためのワーキング・グループ」のメンバーとなり、2002（平成14）年11月に取りまとめられ、先ほど説明のあった資料の元になっている「証券決済制度改革の推進に向けて」という報告書の取りまとめ作業に参加させていただきました。この2年間を振り返ると、特に先ほどの報告書の取りまとめ段階では、今後のマイルストーンを作り、未解決の課題は何があるかについて洗い出し作業をしましたが、2年経ってそれなりにいろいろな骨格が固まり道筋ができてきたのではないかと感じています。そういう意味では、あの当時はかなり想定ばかり置いていたというものが、現実の路線なり日程なりというものが具体的に固まり、法律制度を含めて非常によく整備されてきたと思いますし、これは一重に関係者の皆様の御努力の賜物であろうと考えています。

信託銀行の立場から、今後の取組み課題等について述べたいと思いますが、これはあくまでも私個人の意見である旨お含み置きください。先ほど、国債清算機関についてのお話がありましたが、実は信託銀行は国債清算機関の出資、あるいはその設立準備段階に1行も参加していないのが実状です。何も、業界の申し合わせでそうなっているというわけではなく、結果として若干距離を置かせていただいているという状況にあります。信託銀行は、いわゆる投資家の事務処理・証券管理・決済を代行する形でビジネスをさせていただいておりますが、これに照らして国債清算機関の有り様を考えた時に、やはり現在の国債清算機関で考えられている部分が、いわゆるストリートサイドの決済の方に軸足が向いていると感じています。基本的には、決済リスクという観点からいくと、国債に関してはRTGSを使うことによって決済リスクの削減は可能になっています。その他のメリットとしては、事務の効率化、いわゆる資金効率を上げるといった点が考えられます。資金効率に関しては、実は投資家の決済では、元々先にモノがある、おカネがあるという状態で決済をすることが多いので、現在でもそれほど苦労をしていないところがあり、是非、清算

機能を使って資金効率を上げなければいけないという状態にないので、そのところは投資家事務を代行する立場としては、あまりメリットを感じていないのが実情です。あとは、事務効率という点において、効率化で得られるメリットと清算機関の利用に係るコストを両天秤にかけて、参加について検討していくということだろうと思っています。どの信託銀行も、おそらく最終結論を出しているわけではないと思いますが、利用コストは、正式には清算機関側から御提示がないので、そういう意味では、信託銀行として今後参加するか否かについては、決断をしていないところが多いと思われます。信託銀行は、あくまでも信託報酬をいただいているいろいろな事務サービスをやっていますので、当然信託報酬から手数料を払うことになりますため、利用させていただくことのメリットとコストを考えた時に、なかなか参加しますということで踏み切れない理由かと思います。

もちろん清算機関は参加者の裾野が広がる方が、より決済効率上がるものですから、投資家サイドが入ること自体は、おそらく決済効率を上げるために望ましいというのは理解していますので、国債清算機関としても、投資家向けの清算を行う時の料金をリーズナブルな水準にしていいただきたいというのが個人的な感想です。

それから一般債については、先ほどもインパクトが大きいというお話がありましたが、まさにそうだと思います。一般債のペーパーレス化が、初めて国内で、階層構造を伴う振替制度を本格的に適用することになるだろうと思っています。これまで、証券保管振替機構の小委員会を通じていろいろ実務検討が行われてきましたが、ここでは、直接口座管理機関と証券保管振替機構という振替機関の間の実務問題を中心に検討しています。その中で、例えば階層構造になって、直接口座管理機関と間接口座管理機関の間はどのように事務をやっていくのか、あるいはデータを流していくのか、資金決済をどのように行うのかといった部分は、各々の直接口座管理機関でのサービスレベルの問題と位置付けられています。ただ、ビジネスエリアでの問題となりますと、検討がいろいろ進んでいるところ、進んでいないところがあるため、逆に間接口座管理機関としての御利用を想定されているところとしては、全体がよく見えないということで、若干不安感をお持ちになられている向きもあるのではないかと感じています。この部分は、私ども信託銀行としてどういったサービスが提供できるのかという点についてももちろん検討させていただいており、大手の都市銀行では、既にクリアリング・バンク的な機能提供を表明されているところもあります。察するに、ここのサービスのレベルは、非常に付加価値の高いレベルから簡便なも

のまで、いろいろなサービスレベルがあるのだらうと考えています。高いレベルのものとしては、アメリカのクリアリング・バンクなどが提供しているような、本格的な資金管理とか、あるいは日中流動性の供給まで組合わせたようなサービスもあると思います。その際には、システム的にもクリアリング・バンクの端末を入れて、そこで全部操作をやっていただくというようなケースもあるでしょうし、逆に、特に最初は一般債であり取引の回転は限られているということから、簡便なサービス、低料金でやって欲しいというようなニーズもあろうかと存じます。

もう一点は、資料のマイルストーンに言及されている投資信託の振替制度の検討についてです。一般債と投資信託は同じ時期に稼働という旨を書いていますが、実際には、投信に関しては、まだ制度の大枠自体を検討している段階です。制度移行の期限が2008（平成20）年ということで区切られていますので、今後早急な検討を進めることが、当面の大きな課題だろうと思っています。

中嶋 モルガン・スタンレー証券の中嶋です。社内では、居住者及び非居住者に係る株式の業務、約定から決済まで含めてのSTP化を担当しております。この3年ほど、がむしゃらに証券決済制度改革についてきたというのが正直な感想です。これまでの改革に接し、実務の現場からはある程度メリットを感じられる部分が出てきていると思います。メリットを感じている部分は、主に非居住者の取引についてですが、取引所取引のDVP化と証券保管振替機構の決済照合システムの導入が大きいと思います。これにより、まず内部の業務の効率化がかなり進んだと思います。その要因としては、やはり業界としてプロセスの標準化ができたこと。それから非居住者は、やはり参加のプレイヤーが限られているので、ある程度、参加者全員が共通した意識で取り組むことができたこと、また、当然新制度に参加していただけたこと。それらによって例外処理がかなり削減できたということで、システム化・効率化のメリットを享受することができたと思います。目に見える形としては、やはり残業が減っているとか、人員自体も減らすことができたことです。ここ3年ほどでも、たぶん非居住者の取引量は倍か、それ以上の処理をしていることになると思いますが、実際には、3年前よりも少ない人員数で対応できているというところで実感しています。

一方で、投資コストの方はまだメリットを上回っていると感じるのが、国内の取引の方です。これは、システム投資にそれなりの負担が伴いますが、参加者の参加度合いにまだ

ばらつきがあり、それぞれの取組みや対応することから得られるメリットの求め方も、あまり統一できていないのではないかと感じています。ですから、システム化に着手する以前に、本来STPとはどうあるべきかという部分から少し考え直さなければいけないのではないかと感じています。

業界全体としては、決済制度改革の全体像を証券決済制度改革推進センターを中心にまとめていただき非常に分かりやすくなったと思いますが、それを社内に持ち込んだ時に、制度改革の全体像を眺みながら社内体制やシステム構築のあり方をいかに見直していくかが、重要ポイントといえます。

そもそも証券決済制度改革については、G30 勧告などをきっかけに、業界としてのリスク管理の水準を高めていこう、グローバル化していこうというようなところから始まって、むしろトップダウンで進めてきた部分もあると思いますが、実務を担当している立場上、どうしてもそこからメリットを取りたいという気持ちがあります。メリットが何かと言うと、やはりコスト削減だと思うので、今後は実務の面でいかにしてメリットを享受するかを、特に国内取引を中心に考えていきたいと思っているところです。

徳本 フィデリティ投信の徳本です。日頃は計理部で、投信・投資顧問それぞれのバックオフィス業務全般を見ております。バイサイドという立場から、本日の議論に参加させていただきます。証券決済に対しては、一般的に運用会社は、直接的な決済の当事者ではないということで、各社によって制度改革への対応意識は千差万別だと思います。

運用会社は、基本的に受託会社、すなわち信託銀行に対して、執行した約定を指図するという立場にあるため、制度改革にどこまで協力するのかということについて明確なコンセンサスが形成されていないのではと感じられます。バイサイドの人間について、いかにして証券決済制度改革に当事者意識を持って参加させるのかという点は、米国でも議論になっているようですが、業際的なコンセンサスを醸成するに足る議論が足りない、あるいは運用会社の当事者意識が自ら沸き上がってくるのを待つという対応になっているのではないかと懸念されます。

STPについて簡単に運用会社の対応を申しますと、証券決済の問題というよりはフロントの発注行為、マネージャーからトレーダー、トレーダーから証券会社、証券会社からまた信託銀行へ情報を流すという、我々の競争力の源泉、すなわちフロントの運用のパフォーマンスの問題ということになります。決済情報を的確に信託銀行に届けるという点

がポイントになりますが、やはり、メインの問題意識という点では、微妙に意識がずれてしまっているのが現状かと思います。今後は、そういう点にも業界として着目し、どれだけ全体的に当事者意識を持たせられるのかという議論が必要になってくるのではないかと思います。

もう一点、先ほどお話が出ました投信については、これはまさに当事者に当たりますが、大枠の制度論議が進行中ということですので、一刻も早く成案を示していただきたいと思います。投信の受益証券についてはいろいろな特殊性があり、そもそも株式や債券を投資対象とする二次的な商品であり、根幹となる株式等の制度がまとまらないと話が進まないという点や、投信の設定・解約をDVP化してどういうメリットが得られるのかなど課題となるポイントが多岐にわたるものと推察されます。これまでは、実際に受益証券を発行するものの実質的には流通しないという点に鑑み、多業態の参加者が究極的にコストを削減しながら実務を回してきたという歴史的な経緯もあるため、それを株式同様の仕組みに乘せていくことに関して、コストとメリットというバランスがなかなか取りづらいなどといったこともあるのではないかと思います。現在、証券保管振替機構にて議論が進められているということですので、当面はその議論の動向を見守りたいと思います。

吉田 ただ今、個々の問題意識、課題について御意見をいただきましたが、共通点が一つあると思うのはコストということで、結構切実な問題ではないかと感じます。あとは、やはり新たな制度への参加の裾野を広げるという点も大きな課題と思います。裾野が広がれば逆にコストは下がるという、いわゆるニワトリと卵のような相関関係になっており、そのあたりを納得性のあるものへと持っていくことがポイントではないかと思います。

それでは、次の議論に進みたいと存じます。次の資料にありますように、資料では「想定される将来像」になりますが、マクロ的な視点からわが国の証券決済制度システムの方性について、御議論いただきたいと思います。

日本の金融機関の場合、制度対応については、従前からどちらかというと受身の色彩が強かったのかもしれませんが、ここ数年の証券決済制度改革での議論では、民間サイドからもこうして欲しいという議論を積み重ねて来たように感じられます。その結果が、現在の方向性につながっている部分も多分にありますし、また、ある意味では、欧米に肩を並べたという部分もあると思われます。ただ、依然として本当に国際標準に追いついたと言えるのかどうかという点は気になるところでして、特に事務の効率化、資金の効率性など、

いろいろな意味でまだ改善すべき部分もあるのではないかと思います。まず、商品横断的な課題等も含め、資料の内容について、杉本さんから御説明ください。

この後、「２．想定される将来像（全体俯瞰図）」（資料１）についての説明に引き続き、以下のように意見交換が行われた。

吉田 資料の全体俯瞰図を見ると、横の統一性という点で、照合の部分は証券保管振替機構のインフラできれいにまとめられてきていると言えます。また、振替の部分については、国債以外の部分は証券保管振替機構でほぼまとまっており、これが中心軸になっていると思います。一方で、清算インフラの部分は、ややバラバラかという印象もありますが、この点について何か御意見はございますでしょうか。

巽 投資家の立場からすると、決済のために支払える手数料というのがポイントになります。決済だけではなくて証券の保管管理も含め、この部分で支払ってもよいとする手数料は非常に限られているといえます。そのために、手数料が高いということは、対投資家との関係ではどうしてもネックになるため、やはり決済に係るコストは、できる限り低減していくのが望ましいと思います。清算インフラの部分では、現在、日本証券クリアリング・ほふりクリアリング・日本国債清算機関、という３機関が並立しております。取引の種別、取扱対象商品、清算方式が各々異なっているので、現在に至った経緯については、まず時間を優先して早く清算機構を作るというアプローチは当然のことと認識しています。実際に海外を見渡しても、当初、清算機関は各種商品ごとにバラバラに作られるのが通常です。ただ、できるだけ決済に絡むコストは低減していくのが望ましいという観点に立つと、将来的には、もっと効率化していくことを考えなくてはならないだろうと思います。例えばアメリカでは、ＧＳＣＣ、ＥＭＣＣ、ＭＢＳＣＣなる、債券関係の分野にて３つの機関が別個に存在し、資本関係もバラバラだったものが、ＤＴＣＣの子会社という格好で一旦集約し、2003（平成 15）年にはＧＳＣＣとＭＢＳＣＣが合併してＦＩＣＣ（Fixed Income Clearing Corporation）というような会社に統合されてきたという経過があります。

日米では細かな事情に違いはあるでしょうが、投資家の立場からすると、清算においてはリスク対応はきちんと設けていただきたいのですが、一方で、担保の効率化とか、あるいは清算機関のガバナンスを統一することによって全体的コストの節約を図っていただく

余地はまだ残されていると思いますので、次なる目標としては、そういうことを目指す必要があるものと考えています。

吉田 取り急ぎ基本的な骨格を作らなければいけないという現実的なアプローチの中で、各々出来上がってきましたが、日本証券クリアリング機構とほふりクリアリングの間では具体的な業務提携なども実現しており、今後、国債清算機関も交えてそういった検討をどんどん進めてもらい、マーケット参加者の利便性をもっともっと上げていただきたいと期待しております。

また、資金決済という領域では、資料の図の中にも言及されていない細かな部分もあるかと思いますが、そのあたり曾我さんはいかがお考えでしょうか。

曾我 資金決済という点でRTGS導入がまず挙げられますが、その後はどちらかと言うと、証券の分野での決済制度改革に集約された形で進んできました。今後は、資金決済制度の効率化という点に注目し、資金決済の分野での改革の動きが出ることにも期待を寄せています。また、先ほど横軸でかなり統一化されてきた旨の御指摘もありましたが、参加者の立場に立った場合には、多様な事務を商品種別ごとにやっていかなければならないことに変わりはないため、それなりの事務負担は伴うものと想定されます。取引約定後の処理について、資料の縦軸、横軸すべてを補完するサービス提供、いわゆるクリアリング・バンクのようなサービスがイメージできますが、こうした新たなサービス提供が、今後、日本では求められていくのではないかという気がします。振替制度の中では、振替機関に口座を開設する直接の口座管理機関が、間接の参加者に対して事務サービスを積極的に提供するという構図になるうかと思いますが、振替機関での各種の決済に絡む資金の流動性の管理もまとめて行うことが可能となるため、資金効率にも大きく寄与するものと考えられます。アメリカなどでも、トレジャリーの部分で相当量を伴う決済が、T + 1で円滑にこなすことができる大きな要因の一つには、クリアリング・バンクで決済を集約することの効率性にあるという点は無視できないと思います。

吉田 それでは、引き続き、これまでのミクロの面、マクロの面での議論を踏まえ、お手元の資料「3. 主要課題（一覧）」をベースに、今後の課題という点について改めて整理したいと思います。過去に、私どもメンバーが属する「証券決済制度改革推進会議」、あるいはこの資料の元となっている一昨年の秋に証券決済制度改革の推進のためのワーキング・

グループにて取りまとめた報告書（「証券決済制度改革の推進に向けて」）の作成時点で、当時、重要課題であると認識してマッピングしたものがここに掲載されています。今後の取組み課題を解決するに当たっては、やはりある程度優先順位を付けていかなければならないと思われますが、皆様の御意見を伺っていると、コストの面と参加者の裾野の拡大という部分に相当程度集約されるように感じました。あとは中嶋さんから御指摘いただいた、「早くメリットを享受したい」ということが大きいと思いますし、この点は私も全く同感です。

特にS T Pの推進という観点では、いろいろと重要課題があるのではないかと考えておりますが、社内のS T P化に携わっておられる中嶋さんは、何か御意見ございますでしょうか。

中嶋 先ほども申し上げましたとおり、決済の部分、すなわちバックオフィスのS T Pはある程度進んでいる手応えを感じています。逆に、上流部分である取引執行のフロント部分については、やはり現状では、どの業界においても、各社、コスト削減のプレッシャーがあるため、自社の効率化要求の下でS T P化に取り組んでいるものと思われます。問題は、個社ごとの対応に留まっているという点ですが、非居住者取引の場合、特に注文回送においては、F I Xという業界標準のプロトコルを運用会社中心に構築し、ある程度それが普及しているという形で標準化に寄与しています。国内取引においては、まず注文回送の部分で標準化ができていませんので、今後の課題としては、決済へのつなぎの処理の領域で、いかに標準化を図っていくかが重要と思います。証券会社の立場から見た場合、取引所での執行が終わった後、顧客への約定連絡、また口座への配分から決済処理の手前までの所はかなりバリエーションがあるという状況にあるため、この部分は、海外もある程度問題意識を持っておりますが、国内はさらに問題が大きいのではないかと実感しています。国内取引においては、現在法制整備を受け導入中ではありますが、平均単価での約定処理がまだ機能していないため、事務処理負担が重く、かつ、各社での対応にもバラツキが見られます。今後、平均単価の導入が本格化した場合、導入の裾野の拡大と処理の標準化を業界として取り組む必要があるのではないかとと思います。

そういった意味で、S T Pについては、単なるシステムマタ - の話ではなく、問題の本質には、お互いの事務処理の標準化・統一化というところにあるものと考えています。現在、電話なり、ファックスなり、または手入力なりで、それぞれ違った事務処理にて対応

されているものを、いきなり業界としてシステム化しようと思っても、それはなかなか受け入れられるものではなく、仮に対応したとしても、システム化の対応方法が例えば 400 種類ぐらいあって、コスト的にとても見合わないというような事態に陥ってしまうことを非常に懸念しています。このあたりの問題は、いわゆる行政主導にはなじまないものであると思いますし、やはり参加者、実務を担当している方同士で、お互い合理的な妥協点を見出しながら、個社だけのメリットではなく、マーケット全体でのメリットが発揮できるよう取り組むべき課題だと、私自身は理解しています。

それから、私の経験上、よく外国の関係者に質問される日本の特殊慣行の代表例として、「なぜ 1 円まで絶対に合わせなければならないのか？」という点、もう一点は、「フェイルは、なぜ行ってはいけないのか？」という点があります。海外の考え方では、リスク管理はもちろん重要ですが、リスクを無くすことが目的ではなく管理できていれば構わないということ、すなわち、ある程度の誤差、コントロールできる範囲であれば、むしろ効率を優先する方が適切という考え方が一般的といえます。こうした見方からすると、国内取引においては、事務効率とリスク管理のバランスがうまく取れていない面があるのではないかと思います。

吉田 フェイルについてはかなり浸透しつつあるようにも思われますが、もう一点の御指摘のトレランス（許容誤差）の問題については、実務者サイドでどの程度まで思い切るかにかかってくる問題かと思っています。また、標準化の推進については、アメリカの S I A での取組みが非常に参考になると思いますが、プロジェクト的に検討し、Code of Practice（標準的行為規範）のガイドライン策定も行われており、日本でもこうした取組みは不可欠なものになってくるのではないかと感じています。さて、重要課題という点では、先ほども投信の問題が挙げられましたが、今後の議論における課題について何か留意すべきことはありますでしょうか。

巽 投信については、私もメンバーに加わり議論を重ねてきました。その目標とするところは、振替制度と D V P 決済の仕組みをどのように構築するかという点にあります。先ほども投信の特殊性について御指摘がありましたように、投信の問題は、販売会社、投信委託会社、受託者である信託銀行というような多業態の関係者にまたがるため、振替制度の中での口座管理機関の役割と既存の業務との整合性や、また、D V P 決済についても、他の証券のような流通市場のそれではなく、いわゆる発行時の D V P に相当する、投信の

設定・解約時におけるDVPの導入という点をコアな問題点として議論を行ってきました。投信でのDVPの場合、扱う金額の単位が非常に小さい、すなわち個々の販売会社から受託者に送られてくる資金は、1件当たりの平均が100万円台というものも珍しくないため、DVPを行うための事務負担・コストとリスク削減効果のバランスをどのように考えるべきかなど、いろいろな検討要素が膨らみ、現時点では成案にまで至っていない状況にあります。そうは言っても制度移行の期限もあるため、各業態間で知恵を出し合いながら、コストの低減化にも工夫を施し、早急に問題点を詰めていきたいと思っています。

徳本 ただ今の御指摘の旨は理解できます。今後、投信という商品自体が広く受け入れられ純資産も増大するなら、コスト面での問題も解決されてくるでしょうが、現在はその過渡期ということで、もちろん、制度的な仕組みも必要であることは認識していますが、リスクとコストの削減について、現在の参加者のコンセンサスが得られるレベルのものを成案化していただきたいと希望します。

吉田 2008(平成20)年1月という期限もあるため、投信については、とにかく早くペーパーレスに持って行く道筋を示していただきたいと思います。もう一点、ペーパーレス化については、実務界で大変注目している株券不発行制度の導入についても、関係法案が去る3月5日に国会に提出されました。この株券ペーパーレス化について御意見はございますでしょうか。

中嶋 株券不発行制度の導入については、大変関心を持っています。新制度への移行に当たっては、いろいろな実務上の問題を検討しなければならないと思いますが、非居住者の立場から見た場合、まず、外国人名義書換制限銘柄への対応がどのようになるのかという点があります。外国人投資家で株主として積極的に株主権の行使をしたい方々には、名義書換での処理など、なかなか理解していただけない部分があります。また、通例の取引でも、外国の主要マーケットでは見られないものですが、基準日には決済を行わないルールになっています。これらは券面があることによって影響を受けているところもあると思われますので、無券面化法制の下では、対外的には説明がしやすいスタンダードなものに移行していけることを期待しています。

吉田 外国人名義書換制限銘柄への実務対応については、いずれ絶対に解決しなければならない事項と認識しています。実務者サイドでも、十分協力しながら円滑な制度移行に努めることが重要と思います。

曽我 銀行という立場からは、意外に大きな課題として、商取引における株券担保の処理をどのような形で新しい仕組みに移行させるかという点に関心があります。現在は株券の存在を前提として実務処理が行われてきましたが、今後は券面がなくなるため、いわゆる権利の移転や質権の設定といったものがすべて振替口座簿上の残高の振替に依拠するものとなります。法制審議会の場でも議論がなされ、現制度と比較して利便性の部分でかなり工夫をしていただいていますので、金融機関としては、融資・与信の処理を含めた実務フロー等について考えていかなければならないと思っていますし、銀行業務以外への影響についても留意する必要があるのではないかと感じています。

吉田 担保の問題は法制審議会でもいろいろと議論がありましたが、今後は実務サイドにてより効率的な運用を目指した検討を行っていかねばならないと思います。それから決済期間の短縮化についても若干触れておきたいのですが、国債については、清算機関(J G B C C) が稼動すれば S T P も同時に整備されることにつながり、決済インフラは既に R T G S が動いているため、かなりの環境整備が進むものと思います。次なるステップとしては、国債の T + 1 化が目標になると思いますが、とりあえず国債に絞って、その可能性、フィジビリティーについてどなたか御意見があればお願いしたいと思います。

曽我 国債に絞ってという前提では、英米では既に T + 1 化されており、これまで日本では、特に米国の証券制度、決済制度を一つの大きなお手本として行ってきた点も否めないため、日本での国債の T + 1 化もいずれ議論の俎上に上ってくるテーマであることは異論のないところと思っています。できれば早目〃〃に検討に着手することが望ましいと個人的には思いますが、各種関係者も交えての話しにもなるため、議論開始に当たってはそうした関係者の協力・理解も不可欠だと思います。

吉田 さて、これまでの御意見にて、いろいろな重要課題について御指摘をいただきましたが、主要な検討体の一つである「証券決済制度改革推進会議」でも、こうした重要課題を整理しながら解決に向けての働きかけを行っていくことがやはり大切な役割ではないかと思っています。同会議での今後の取組み方について、日本証券業協会の杉本さんに、一言コメントをいただければと思います。

杉本 今後の運営におきましては、やはりメンバーの皆様の御要望を基本に進めて行きたいと思っています。特にこれまでは、インフラ面の改革が中心テーマだったと言えますし、実際、行政当局におかれましては、数次にわたる証券ペーパーレス法制的構築に取り

組んでいただき、非常に大きな制度改革が進められたと思います。

したがって、今後は、できあがった制度の枠組みを実務に落とし込んでいくことで肉付けしていき、利便性の高い制度を作り上げることが重要なテーマではないかと思ひますし、先ほど来御指摘いただひているコストの問題にも直結していくものではないかと言ひます。私ども推進センターでは、業態横断的な推進機能という姿勢で活動に臨んでおり、多様な方々のニーズを可能な限り汲み取りながら、また情報もディスクローズして、引き続き関係者のコンセンサス作りのお手伝ひをさせていただけたらと考へております。特に株券不発行制度については、現在法案が国会に上程されていますが、他の証券との関係で見ますと、C P、国債を奇貨として順次導入してきた無券面化の最後の総仕上げという位置付けにありますため、その新制度への移行は、非常に重要な取組みになるものと考えています。したがひまして、商品横断的なS T P化等の諸問題をさらに詰めていく良い機会にもなると思ひれますため、メンバーの皆様のお力添えをいただきながら、精力的な検討を行っていただければと存じます。

また、先ほど投信の検討について、いろいろ御意見がありましたか、例えば、当初の一般振替D V Pについての検討においては、D V Pの形態を決めるのに紆余曲折があり、参加者の方々もいろいろ知恵を絞り、最終的には、やはりマーケットユーザーのコンセンサスの下、グロス＝ネット型の仕組みに落ち着いたという経緯もあったように記憶しています。今回の投信については、先ほど御指摘いただいたような商品特性による困難性があるとのことですが、最終的には、マーケットユーザーの方々の御納得のいく形での成案化が望まれるところと思ひます。またそうしたものが、ひいては改革の推進にもつながっていくのではないかと思ひます。

吉田 証券決済制度改革推進会議としては、我々市場参加者を中心に議論をしていきますが、皆様から御指摘いただひているコストの問題など、いろいろと解決していただひなければならない課題も多いと思ひますので、やはり行政当局並びにインフラ提供者の方々にも御協力いただきながら、推進力を発揮した活動を行いたいと思ひております。

制度のための改革ではなく、この改革自体は、あくまで手段にすぎないものと言ひます。わが国証券市場の国際競争力の向上につながる決済システムの構築に意義があるものと理解しておりますので、是非皆様、マネジメントや実務に携わっておられる現場の方々の両方の御理解と協力をいただきながら、今後の取組みを盛り上げていただければと思ひております。

す。

本日は長時間にわたりありがとうございました。せっかくの機会ですので、会場の皆様から、御意見等がございましたら承りたいと存じます。

質問者 議論の中で、ニワトリと卵の関係という例えで、コストに見合うメリットをいかに享受していくかというお話があり、さらに、新しい参加者が入ってこない中で、既に利用している人たちにとっては、個社の中での効率化がマーケット全体の効率化に結びついていかないという、悩ましさもあるとの意見を伺い大変参考になりました。そうした意味では、新しい参加者が参加しやすい環境として、例えば利用料金の引下げとか、今まで検討に参加してこなかった方々に対して、簡便で分かりやすい制度作りが必要と思われますし、今後次のステージに議論を進めるに当たっても、こうした方向観や、またインフラの中心にある証券保管振替機構等に期待するものとしてどのような点が考えられるかについて、どのような感想をお持ちでしょうか。

吉田 大変悩ましい問題ですが、ニワトリと卵の関係については1つだけ解決する方法があると思っております。すなわち、誰かが犠牲になってどこかで思い切ってコストを下げるということを実行していかないと、きっとその先には進めないのではないかと思います。やはり、基本的にはインフラ提供者にそうした部分を担っていただければと思いますが、そのためにインフラ機関の業績がおかしくなってしまうので、一方で、我々もその出資者という立場もあるため、ビジネスプランも含め市場参加者がしっかりサポートしながら、協力して取り組んでいくことが必要なのではないかと思っています。

巽 今のお話に丁度当てはまる実例として、証券保管振替機構の決済照合システムでの取組みが挙げられます。同システムについては、昨年は、運用者サイドの利用拡大が非常に進んだ年だったと感じています。その背景としては、1つには、証券保管振替機構自身で運用者向けの利用料金を非常に下げてくださいということが挙げられます。もう1つは、運用者サイドの利用しているシステムベンダーにて、そのシステムから直接証券保管振替機構の照合システムにデータを供給する機能を作ってくださいということで、利用料金、それから、システム機能の面で、関係者が方向を一にして改善の方向に動くことができたのではないかと思います。

吉田 本日は長時間にわたり、パネルディスカッションに御参加いただき、誠にありがと

うございました。その他、御意見等がありましたら、証券決済制度改革推進センター事務局あてにお寄せいただければ幸いです。