

基調講演：証券決済システム改革について

金融庁総務企画局市場課証券決済法令整備準備室長 山崎晃義氏

本日は、証券決済制度改革推進フォーラムでお話しする機会をいただき、大変ありがとうございます。私の記憶する限り、一昨年のT + 1セミナー、昨年の証券決済制度改革セミナーと、徐々にたくさんの方々に参加していただけており、また参加いただいている業種についても、従前はストリートサイドの方々が大変多かったのですが、本日は、カスタマーサイドをはじめ様々な方に参加していただいているということで、証券決済システム改革自体がかなり進展してきたということを改めて実感しております。

つい先日、3月5日に、先週、私ども金融庁は、株券のペーパーレス法案を国会に上程しました。証券決済システム改革の目的自体については極めてシンプルであり、効率的で、かつ安全な証券決済システムを作り、我が国の証券市場の国際競争力を高めていこうということに尽きると思います。

ただ、こう一言で言うのは大変簡単ですが、おそらく、この証券決済システム改革に本当に携わっている方々、皆様が共通してお持ちになっていると思うのは、実際にこの証券決済システム改革に取り組んでみると、目的自体はシンプルだが、実際に実行・実現することは大変複雑で難しいということ。また、実際に行う段階で、大きな隠れた困難が始めて発見されがちなこと。こうした感覚を皆様がお持ちになっていると思いますが、こうしたことが、まさに証券決済システム改革に係る課題の難しさかと思っています。証券決済システム改革は法律だけの世界ではなく、むしろ、法律の世界は極めて限定された世界で、システムや実務慣行の変更、実際に証券の決済・受渡を行っておられる人員をどう配置するかといった、様々なマネージメント的な改革等々が含まれており、これがむしろこの改革のコアな部分になると思います。本日は、このコアな部分を支える、特に法律の観点から御説明させていただきたいと思います。

今回の法律自体の意義、そういう意味では極めて単純で、決済リスクを削減するために、株券をペーパーレス化していくという一言に尽きますが、例えば株券にも様々な種類があり、また、株券類似の有価証券も様々な種類があるということで、この法律だけを取っても、だいたい600ページ前後の分量になります。前回の社債、国債についても、だいたい400ページ程度ということで、実はペーパーレスの法案といっても、たぶん使ったペーパー

の量で量れば、今回政府が提出している法案の中でも、まさに 1、2 を争うような分量の法案ではないかと思います。

証券決済システム改革に携わっている方々は、日夜、御努力されており、例えば、現在検討されている国債清算機関についても、日々、手弁当で皆様に集まっていただき、国債清算機関をうまく立ち上げようと御努力いただいております。我々法令を作成している人間も、正直同じような感覚を持っており、自らプロジェクトXのような感覚で仕事をしていて、本当に、やっと、国会にこの法案を提出させていただいたということで、これまでに助けていただいた皆様にまず御礼を申し上げたいと思っております。

本日は、国会に法案を提出させていただいたばかりという状況下で、ハイな気分なものですから、やや感想めいたことから始めさせていただこうと思います。また、私自身、この仕事に携わり 3 年目になりますが、最近、いろいろと個人的に感じていることを、3 点ばかり、申し上げさせていただこうと思います。

1 点目は、この後、こちらの表で、証券市場改革の推移ということで、法整備の歴史を簡単にお話しさせていただこうと思いますが、証券決済システムにかかる時間軸の問題、まず、スピードの速さを御理解いただければと思っております。証券決済システム改革は、基本的には、地道に市場の効率化に向けて努力を重ねていくというプロセスだと思います。無理なく、むらなく、ムダがないような形で事務フローを作っていくという、極めて継続的な取組ですが、えてしてこういった長期的な取組というものはなかなか地道にやypeいけない傾向があって、しかも、特にここ数年、金融証券システムはかなり厳しい状況に置かれていたこともあり、今そこにある危機をどうやって回避するかということが一番の課題になりがちであったという状況があったと思います。しかし、こうして目の前の課題ばかりを追いかけているのは、いわば、人間が一生懸命毎日徹夜仕事をしているような状態で、一見仕事は進んでいるが身体をむしばんでいく、そして、結果として実際の体力が衰えていくようなものです。これと同じように、目の前の課題ばかり追いかけていて、証券決済システム改革のような長期的な取り組みをさぼっていると、いずれ、我が国証券市場の国際競争力も衰えていくことになるわけで、このような状況を作り出してはいけなと、昨今、痛切に感じている次第です。

更に申し上げれば、証券システム改革は、それほど長期的な課題ではなくなってきてしまっている。実は、思ったよりも早く改革は進んできているのではないかと思います。そ

いう意味では、もう既に長期的課題ではなく、むしろ短期的な課題になりつつあるというのが、たぶん現状認識ではないかと思います。

ビジネスの判断として、先延ばしを図るという選択ができればよいのですが、たぶん、もう既にそういった問題ではない。しかも、特に担当されている方にはよく分かると思いますが、実際に証券決済システム改革を進めだすと、これは結構難しくて、時間がかかるものが多い。今回の法案でも、株券のペーパーレスは基本的に5年後になっておりますが、おそらくその5年はあっという間に来ってしまうのではないかと推察しております。そういう意味では、既にこのペースで行ってよいものかどうか、やや危機感を煽るようですが、現在、アラートの状態が出ていると言っても過言ではないと思っています。

2点目の証券決済システム改革の難しさは、様々な関係者がいらっしゃる、極めて複雑な調整プロセスが必要になるということです。本日のフォーラムに、これだけ多数の方に御参加いただき、また、様々な業種の方がここに参加されています。証券決済システムの特徴は、証券の発注をされている、アセットマネジメント業務をされている方から、証券取引から決済まで様々な当事者の方がいらっしゃいます。資料でも71ページに、証券取引のプロセスということで、取引の執行・取引照合・清算・決済と様々な分野で、それぞれの分野でこういったような方が参加しているかというような極めて単純な絵を付けておりますが、まさにこういった様々な方々の間で、どうやって関係を調整していくかといったような問題は、今後、証券決済システム改革が実現に移ることによってますます顕在化してくるものだと思います。

アメリカの例などを見ても、S I Aにおけるカンファレンスなどで、カスタマーサイドとストリートサイドで、お互いどちらが問題だというようなことをやりあっているような場面も見受けられたとの感想を述べられていた方もありましたが、我が国ではそういったようなことがなく、是非とも国民的なインフラということを十分踏まえていただいて、今後のシステム改革が進んでいけばと期待しているところです。

また、関係者が多いという中で、たぶん他業種ということだけにとどまらず、社内においても、かなりの認識のギャップがあるのではないかと思います。実際に、証券決済システムの関係、実務を担当して本当に苦労している方と、トップマネジメントとの間には、やはり話をしているとずいぶんギャップを感じることもあります。実際に株券の保管業務を行う時に、例えば金庫の中に入る際にもいちいちチェックをしたり、株券を輸送する際

も保険をかけて、株を搬出するときに枚数を数え、また搬入するときに枚数を数え、そうやって苦労している方々がたくさんいらっしゃいますが、たぶんマネジメントレベルでは、そういった本当の実務に携わっている人間の苦労はなかなか到達しない面もあります。

証券決済システム改革に携わる我々は、この改革の意義を十分、社内でも他業界でも、いろいろなところでそういった難しさを説明していかなければいけないと思っています。

3点目に、難しいと思っているのは、証券決済システム改革が単に証券の受渡に係る、いわゆるバックオフィスの業務としてとらえるという問題では既になくなりつつあるのではないかという点です。いわば、業界の構造を全面的に変えていくといった問題で、おそらく各機関が将来を見据えて、どういうビジネスモデルをもって自分の機関が発展していくかということを、戦略的にとらえるような時期に来ており、この中で証券決済システム関連の業務をどう位置づけていくかという問題に、もはやなっていると思います。おそらく、具体的には、いったいどこまで証券決済に係る業務をアウトソースしていくのかといったような問題でもあり、また、人員配置や組織の在り方をどう考えるかという問題も含んだ問題でもあると思います。

法律上も、前回の社債、国債の時から多層構造化の振替決済システムが構築できるようになっているので、そういう意味ですと、今までフルセットですべて証券決済関係の業務をやらなければいけなかったことが、他の口座管理機関にぶら下がっていくといったようなことも可能になってくるというわけで、ある意味では、証券決済業務のアウトソース、極端に言えば、完全にアウトソースしてしまうということさえもできるようになってきているということです。いわば、各機関がフル装備で持っていた証券決済に係る機能をアンバンドリングしていくといったようなことが可能になる環境が整ってきたということではないかと思っています。

また、やや証券業の部分に特化した話ではありますが、この4月から証券仲介業という制度が導入されます。証券仲介業は、いわば、自分ではお金・口座などを持たないという業務で、そういう意味ではフロント業務に特化した証券業ですが、例えばこういった証券仲介業的な業態の発展の可能性も出てきますので、様々なビジネスの選択肢が生まれてきている状況だと思います。

これまで、感想として申し上げた3つの点、スピードが重要だということ、調整が困難だということ、それから証券決済システムと言っても証券の受渡だけではなく、ビジネス

モデルという広い観点から検討していかなければいけないということ、これらの点を考えれば考えるほど、証券決済システム改革は、ますます難しい時期にさしかかってきたというのを実感している次第です。

ただ、強調しておきたいのは、この証券決済システム改革は、おそらく、現在我々が想定している以上の大きな意義を持ってくるのではないかと思います。これまでの証券市場改革の中では、やはり金融システム改革は大変大きな改革でした。ただ、金融システム改革のような大きなトップダウン的な改革とは違って、地道な草の根の改革であるという点で性格は異なったものですが、この証券決済システム改革は、むしろ「静かなる金融革命」とも言うべき大きな改革になっていくのではないかと、このことを、本日ここにいらっしゃる方と共有できれば、私の本日のスピーチの大きな目的は、達成されたものと思っておりますし、これが、本日のスピーチのメッセージであります。

以上、感想めいたことを先に申させていただきましたが、本題に入らせていただこうと思います。お手元には、だいたい30ページぐらいの資料を配布させていただいておりますが、今回、お話しする内容は、基本的に、最初の2ページを中心にお話しさせていただきます。それ以降の資料については、特に、通常の業務では、法律などはあまり見る必要がないと思われるので、法律のコンメンタールの意味で、御参考までに付けさせていただきます。なお、後半の部分は現在の社債等振替法を基に作っておりますので、今後、株券のペーパーレス法案が成立すると、若干、条項などがずれてくることに御留意いただければと思っております。

最初に、証券決済システム改革を、歴史的に少し広い目で、位置づけてみようと思います。証券市場改革がどのように行われてきたかは既に御案内のとおりですが、復習的にお話しさせていただくと、証券市場改革に関し、戦後から様々な施策が取られてきました。我が国においては、戦後一貫して、さらに遡れば明治の頃から、銀行中心の間接金融主体の金融構造が維持されてきました。我が国においても、株式市場とか債券市場が存在しましたが、あくまでも補完的・限界的なものということで、なかなか改革が進んでこなかったというのが実情だったと思います。

このスクリーン（証券市場改革の推移）の左手側、平成8（1996）年までの改革をざっと並べていますが、例えば適債基準の撤廃も、証券・銀行のそれぞれ業際的な調整が必要であったこともあって、極めて漸進的に行われてきましたし、株式等の委託手数料の引下

げについても、いわゆる業界の事情に配慮しながら、ゆっくりと進んできました。それから、一番下にある銀証の相互参入についても、それぞれの業態の調整を経て、これも平成4（1992）年から8（1996）年と時間をかけて、ゆっくりと進んできたということで、総じて極めてスピードのゆっくりとした証券市場改革が行われてきたというわけです。

これを一変させたのが、平成9（1997）年から10（1998）年に行われた金融システム改革です。平成8（1996）年の11月、橋本総理の東京市場をニューヨーク・ロンドンと並んだ国際競争力の強い市場にしようという指示の下に、ある意味では極めてトップダウンで行われたのがこの改革であります。基本的な理念は、今までの漸進的な規制緩和の手法から抜本的な市場改革を行っていこうということで、競争できる環境を整備したり、自己責任原則を徹底して、市場原理を徹底した改革が行われました。

この改革は、例えば証券会社が登録制になるなど、大変大きな改革で、これをもって、現在の金融資本市場の原形が完成し、ある意味で、システム改革が目標としていた目標は、制度としてはほとんど一つの完成の域に達したという状況になっていると思います。

すなわち、この金融システム改革でいろいろとお骨折りをいただいた蛸山先生が、舞台は整った、あとはプレイヤーがプレイをするだけだとおっしゃっておられたように、これ以降については様々な業態が、いろいろな形でいろいろな業務ができるようになったということになると思われます。

その後、若干それを補完するような、例えば金融商品販売法とかSPC、REITなどを可能とした投信法の改正や、証券取引所を株式会社としてガバナンスを強めるといったような法案が成立しておりますが、基本的には、この金融システム改革で、ほぼ制度的な改革は終わったということになると思います。

一方、この金融システム改革以外で、若干残っていたのが、この証券決済システム改革であります。金融庁は英語でFSAですが、Forward-looking, Speedy, Aggressive と、我々はこの姿勢でやらなければいけないと肝に銘じており、未来を先取りして、スピーディに、しかもアグレッシブにやっていくというスタンスの中で、金融庁が新しい組織として立ち上がって、一貫して、大きな力を注いできたというのが、この証券決済システム改革となります。

平成9（1997）年、10（1998）年に金融システム改革が行われたあと、13（2001）年、14（2002）年、15（2003）年と、我々が言うのはおこがましいのですが、証券決済システ

ムの法制面について精力的に検討させていただいて、法律のいわゆるプラットフォームが完成しつつあるのが現状だと思います。

次に、今回提出させていただいた法案の概要について、証券決済システム改革法案はいつたい何をやろうとしてきたかということについて、このスライド(「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」の概要)に従って御説明させていただきます。まず、証券決済システム改革が行われる以前の段階においては、有価証券の種類ごとに、決済の法制が異なっていたという状況にありました。例えば国債については、既に日銀の国債系のネットが稼働はしておりますが、法律的に見ると、これは、かつてはあくまでも民事上の契約に基づいて、また、国債二関スル法律は明治時代の法律ですが、この法律に基づいた形で登録、移転が行われておりました。社債については、こちらの昭和 17 (1942) 年に作られた、ちょうど戦時中、紙が貴重だった頃の社債等登録法に基づいて保有や移転が行われており、これは約 160 近くの登録機関が、社債の原簿を管理しているというような状況になっておりました。また、株式については別途、株券保管振替法に基づいて株券の預託が行われているということで、証券の受け渡しに係る法律関係や手続きがそれぞれ異なっているという複雑な仕組みになっていたという状況にありました。

例えば社債の場合ですと、社債の流通性はなかなか高まらないとかつてから言われておりましたが、その要因の一つには、そういった社債等登録制度に基づいた登録機関が分離していることが問題ではないかなど、かなり長い間、議論がされていました。こういった複雑な仕組みをなるべく統一的なものにしていこうということで、この証券決済システム改革の法律整備が行われてきたわけです。

また、こういった統一的な証券決済法制を作ることにより様々な有価証券、今後も、たぶん有価証券の種類などが増えてくる可能性があります、こういった様々な有価証券にも対応できるような形で法制を整備していこうということも、この統一的な証券決済法制を作っていく目的でもあります。

この改革に向けた取組みは、一步一步進んできました。まず平成 13 (2001) 年の通常国会に、短期社債等の振替に関する法律という法律を出させていただいております。こちらは、コマーシャルペーパーのペーパーレス化を実現した法律です。世の中に対するインパクトとしては、必ずしも大きくないかもしれませんが、法律的には極めて大きな意義を持つ

ており、有価証券を必ず占有して、権利を移転するということから、口座の書換によって権利を移転することができるようになったのは大変大きな法制上の転換であったと思います。

この間、様々な商法の先生、岩原先生、江頭先生、神田先生、前田先生、法務省の原田管理官など、様々な方々が知恵をしばり、御苦労なさって、有価証券法理から脱却するという法制を整備していただき、しかも決済で大変重要なファイナリティーを確保するために善意取得の制度を設けていただきました。有価証券法理から脱却し、ペーパーレス化法制の基礎を築いたという点で、平成 13 (2001) 年に通った C P 法は、画期的な大きな意義を持ったものであると思っております。

ただし、この時点では、まだ振替制度は、単層構造ということで、振替機関の下に口座管理機関が単に単層としてぶら下がるというだけにとどまっておりました。これは、やや時間的な制約などもあって多層構造まで到達できなかったということですが、平成 14 (2002) 年になると、社債、国債のペーパーレス化を実現させていただきました。

この法律については、対象を社債・国債に広げたほか、多層構造の法制を整備させていただいたとともに、それからこの後、日本証券クリアリング機構の藤澤さんがお話しになりますが、清算機関法制を整備して、従前、証券取引所の中にあった清算機能をアウトハウス化できるような形の法制整備を行っております。

更に、投資者保護の観点から、ほとんどこういった証券決済システムで事故が起こらないことを祈っていますが、仮に事故が起こった場合であっても、投資家保護の観点で、加入者保護信託というセーフティネットを設け、対処するという制度整備も併せて行っております。

このような経緯をたどって、ついに、今回の通常国会で、株式のペーパーレス化という最終段階を迎えたわけです。その株式のペーパーレス化については、かなり長い慎重な審議が行われてきました。一昨年の 9 月から法制審議会でも審議を開始していただき、昨年の 9 月に答申をいただいております。この間、一番議論になった点は、上場株券を一斉にペーパーレス化することがよいのかどうかという点であります。

この点に関しては、パブリックコメントを昨年の 3 月から募集をさせていただきましたが、上場株式については一斉にペーパーレス化をする方が望ましいのではないかという意見が圧倒的多数でありまして、一斉に移行すべきではないという意見はほとんどなかった

こともあり、上場会社の株券については一斉にペーパーレス化するというので、この法案を作成させていただいております。

なぜ一斉のペーパーレス化が望まれるかという点についてですが、一番の大きな理由は、それぞれ上場会社が選択して、この会社についてはペーパーレス、この会社についてはペーパーレスではないと分けていると、投資家の皆さんが混乱するのではないかと、いうもので、第二に、2つのシステムを並存させることは効率的ではない、ということでありました。

今回の法律の内容は、権利の移転については、基本的に社債等振替法と全く同じと、ほぼ御理解いただいて間違いないと思いますが、振替口座簿へ記載することによって株式の保有や移転が行われることとなります。

上場株式については、一律ペーパーレス化ということですが、現在、大きく分けて、2つのタイプで株式が存在しております。1つのタイプは、現在も約60%近くが預託されております、保管振替機関に預託されている株式です。このタイプについては、そのままペーパーレス化、特段大きな手続きを経ることなく、取引している証券会社等の証券口座に入っただけでペーパーレス化されるという意味で、一番簡略なペーパーレス化の方法になると思います。

一方、もう1つのタイプとして、依然として株券が手元にあるような場合があります。これについては、発行会社が口座管理機関に開設した特別の口座に入るということで、株主名簿の記載に従った形でペーパーレス化されます。ただ、これはあくまでも株券が手元にあって、流通することを目的としていない方のためであり、株式を売却しようというような場合においては、証券会社等の口座にいったん振替を行って、それから売却を行っていただくというような手続きになります。

それから、やや誤解があるのは、中小会社の株券についてで、中小会社の株券も一斉にペーパーレス化されてしまうのではないかと、というような誤解もありますが、中小会社、いわゆる流通がほとんど行われていない上場会社以外の会社については、引き続き株券の発行が可能となっております。商法の規定では、当然、株式会社は基本的に株券を発行しなければいけないとなっておりますが、特に中小会社の場合、事実上、あまり株券が発行されていないというようなこともあり、今回の改正の背景にもなっております。今回の商法改正の主要点としては、一つは、定款を変更して株券を廃止できるという改正と、1つは、株券については、株式会社は遅滞なく発行しなければいけないということになっている現

行の規定を、譲渡制限会社の場合については、株主の請求があるまで、株券の発行は不要とするという改正を行っております。

そのほか、株式類似の様々な有価証券がありますが、これについても、今回の株券の振替法に乗るような形で制度整備を行っているところです。

こういったいろいろな法律の整備を提案させていただいておりますが、実際に株式が無券面化する段階においては、様々な課題が出てくると予想されます。国会で御審議いただいて、この法律案が通過いたしましたら、円滑な制度移行を目指して、我々としても様々な活動をしていかなければいけないと考えております。

その中で、やはり大きな課題としては、預託率を向上させていくということがあります。預託率に関しては、平成 13（2001）年の初めにはだいたい 40% ぐらいの預託率でしたが、昨年末で、だいたい 60% を超えているということで、大変大きな進展を見せております。株券のペーパーレスを行う際に、保管振替機構に預託されている株式であれば、全く何の手続きもなく自動的にペーパーレスに移行するものですから、この預託率を、是非ともこの 5 年間の間に、限りなく 100% 近くまで向上させていきたいと考えております。

また、IT 化を進めていくという観点から、単に証券の決済・受渡に係るものだけではなく、必要があればその他の様々な政省令の整備なども積極的に行っていきたいと考えております。この 3 年間の間でも、例えば各種書類の電子交付化、システム障害があった場合の事故類型の追加、長年皆様から要望があった平均単価制度による取引報告書制度の導入、また、現在検討中ですが、一括注文の導入といったようなことを行っております。えてして規制当局は、規制の重さは、実感できない面がありますので、そういった意味で、こういった既存の規制は大変障害になっているというようなことがあれば、是非とも教えていただければ助かると思っております。

これまで、法案作成に全精力を傾注していたということで、なかなかマーケットの声を聞くということができなかったのは自分としては反省しているところですが、今後とも、この証券決済システム改革が成功していくために、努力していきたいと思っておりますので、是非よろしくお願いしたいと思います。本日は、大変拙い説明で恐縮ですが、御清聴どうもありがとうございました。