

証券決済の効率性向上に向けた 取り組み

株券電子化後の証券決済制度改革について中長期的に考える動きが出てきた。その論点は多岐に亘るが、その一つとして、証券決済の効率性向上に向けた各国の取り組みがある。我が国でも、一般債の市場規模が拡大した暁には、その決済の効率性を向上する仕組みの整備について、検討機運が高まろう。

株券電子化後の証券決済制度改革を 考える動き

我が国における証券決済制度改革は、2009年1月実施予定の株券電子化で一区切りを迎える。読者の中には、「株券が『無効』に!!」と題されたパンフレットを受け取った方も少なくないのではないだろうか。1999年に証券受渡・決済制度改革懇談会が設置されてから株券電子化まで丸10年。その間、当局や業界は①国際競争力を持つ最先端の、ペーパーレス化されたDVP決済の実現や、②システム全体での効率化を図り競争力を高めるSTPの実現などに取り組んできた。

株券電子化の実現が見えてきたことで、当局側には、中長期的な課題として、株券電子化後の証券決済制度改革を考える動きが出てきた。例えば、金融審議会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」は、2007年6月に出した中間論点整理で掲げた検討課題の中で、その他の制度インフラとして決済システムをとりあげた¹⁾。そこでは、「我が国金融・資本市場の国際的な競争力を強化するためには、情報通信技術の高度化、金融・資本取引のクロスボーダー化等の流れに対応し、決済システムの安全性、効率性及び利便性をより一層向上させることが重要である」と述べられている。

決済システムに関する論点は多岐に亘り、紙幅の関係からその全てを一度で紹介することは難しい。そこでまずは、照合から清算、振替決済といった要素機能のうち、清算機能がまだ整備されていない一般債をとりあげたい。

政府保証債や財投機関債、社債、短期社債（CP）などを含む一般債は、2003年に施行された社債等の振

替に関する法律により、(株)証券保管振替機構が2006年1月より振替決済を担うようになった。既発債の振替債への移行を含め、2008年1月には移行完了の見込みである。

ここで、一般債の振替方式には、証券と資金を一取引ずつ決済するグロス・グロス方式が採用された。この方式は、ある当事者の決済不能による影響が他の当事者に波及しにくい特長を持つ。一方で、決済に必要な資金（流動性）が多く、参加者が流動性調達コストを抑えるため意図的に流動性を手当てしない行動をとると決済全体の進捗が滞る可能性を内包している。

ちなみに、国債取引では、この問題への対応が既に図られている。国債の決済インフラである日銀は、2001年のグロス・グロス方式（即時グロス決済：RTGS）への移行時に、「国債DVP同時担保受払機能」を整備した。これは、国債の譲受人である金融機関が、譲渡人から受け取る国債を担保に、日本銀行から日中の当座貸越しを受けることで、必要な流動性を節約する仕組みである。また、2003年には、国債取引参加者の共同出資により、日本国債清算機関が設立され、2005年に業務開始した。これにより、決済の効率性が大きく高められた。

しかし、一般債については、これまで取引量が多くないことなどから、決済に必要な資金を節約する仕組みは特に導入されていない。

幅広い証券を対象とする 欧州の同時担保受払機能

一方、欧州主要国においては、一般債の一部を含めた、同時担保受払機能の導入が進みつつある。まず、フ

NOTE

- 1) 規制環境としては、取引所における取引商品の多様化や海外企業の株式の国内での取引機会の拡大、プロに限定した取引の活発化、グリーンシート市場の改革などが掲げられた。
- 2) どちらの場合も、証券の振替記帳は証券保管振替機関（ユーロクリアUK & アイルランド、2007年にクレストから名称変更。）が行っている。
- 3) 欧州中央銀行制度はジャンボ・ファンドブリーフや伝統的ファンドブリーフをオベ適格証券としているが、ドイツ連銀は同時担保の適格証券としてMortgage Bondsを例示している。

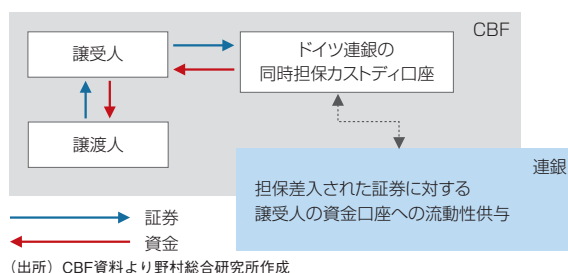
ランスでは、1998年に、それまでフランス中銀が決済機関となっていた国債やCP、CDが証券保管振替機関（ユーロクリア・フランス）に移管されたが、グロス・グロス方式の決済を行う上で、参加者の余剰ポジションおよび決済途上の証券を担保として、中銀が日中流動性を供給する仕組みを導入した。その対象証券は欧州中央銀行制度が指定する担保適格証券であり、国債のほか、企業が発行するCPなどが含まれている。

次に、英国では、2001年に、それまでの決済銀行の資金を用いた証券決済システムから、英国中銀の資金を用いたグロス・グロス方式に切り替えた際に、同時担保受払機能を導入した²⁾。ここでも、対象証券には、国債のほか、英国や他の欧州諸国の金融機関やノンバンクが発行する債券が含まれている。

ドイツでも、2007年10月に同時担保受払機能を導入した。担保となる証券は、欧州中央銀行制度の適格基準に沿っているが、国債に加えて、地方債や、ドイツで普及しているファンドブリーフ債（不動産担保などのプールを裏づけとする債券）を含めている³⁾。このように、欧州では国債だけでなく、幅広い証券（債券）を対象とした同時担保受払機能が整備されてきている。

ここで、同時担保受払機能の具体的な仕組みについて、ドイツの例で見てみたい。ドイツでは、国債を含めた証券の振替機関をクリアストリーム・バンキング・フランクフルト（以下、CBF）、資金の決済をドイツ連銀（以下、連銀）が担っているが、同時担保受払機能を実現するため、CBF上に連銀がカスタディ口座を設置している。そして、譲受人が機能の利用を希望した取引について、CBFが自動的に当該証券を連銀のカスタディ口座に振り替えることで、連銀が譲受人の資金口座へ流

図表 同時担保機能における証券と資金の動き



動性を供与している。なお譲渡人の証券残高不足などにより、証券がすぐに受渡されない場合でも、譲受人が別の取引で同種の証券を受け取ることができれば、それを連銀に差し入れることが可能となっている。

このようにして得た日中流動性を、譲受人（参加者）は、証券決済における流動性のバッファとしてとりおく、あるいは、証券決済用資金を減らすことに活用できる。

なお、ドイツでは、決済方式がグロス・ネットとグロス・グロスの選択性であるため、債券をグロス・グロスで決済するフランスや英国ほど流動性への要求が厳しくなかったが、それでも、決済の効率性を求める声次第に高くなる中で、このほど、同時担保受払機能の整備に踏み切ったものと推察される。我が国においても、将来、一般債の市場規模が拡大した暁には、証券決済の効率性を高める仕組みの整備について、検討の機運が高まるのではないだろうか。

Writer's Profile



片山 謙 Ken Katayama
 金融 ITイノベーション研究部
 上級研究員
 専門は金融 IT 調査
 focus@nri.co.jp