

株券電子化後の証券決済制度改革

2009年1月にはじまった上場会社の「株券電子化」により、90年代から続く証券決済制度改革は一つの区切りを迎えた。しかし世界的な信用危機を契機に、OTCデリバティブ取引や証券貸借取引などへ改革の検討対象が拡がり、グローバルな金融システムの安定性確保への貢献が期待されている。

証券売買取引を中心とした改革の進展

日本の証券決済制度改革は、1999年頃より本格化した。大蔵省（当時）の金融審議会や業界の懇談会を軸に議論が進められ、証券決済のリスクとコストを低減するため、統一的な証券決済法制の整備や、証券決済機関の在り方の見直し、事務処理のSTP化¹⁾、証券と資金を同時に受け渡すDVP²⁾の実現が推進された。

電子化では、関係する発行体や投資家の数が限られる短期社債（CP）や国債など債券が先行した。個人向け国債といった新しい小口商品の実現には、電子化による事務コスト低減が少なからず貢献したといえる。株券については、発行体や投資家の数が多く、会社法の改正など日本の資本主義制度の根幹に深く関わるため、より多くの時間をかけて議論された。結果的に、電子化の最終準備が世界的な信用危機の中で進められることになったが、大きなトラブルなしに実現された。関係者の入念な

準備と、発行体や投資家の理解の賜物であろう。主要先進国の中で、株券の電子化まで実現したのはフランスと日本だけである³⁾。株券電子化により、上場証券の売買に伴うリスクとコストは大きく低減され、日本の証券決済制度改革は一つの区切りを迎えたといえよう。

もっとも、店頭（OTC）で取引されるデリバティブや証券貸借取引については制度改革の余地が残されている。米国発の信用危機では、特にOTCデリバティブ取引に関する当局監視が不十分であったと世界的に認識されることとなった。欧米では当局が規制監督を強める中で、証券決済インフラが果たす役割も拡大しつつある。日本においてはどのような検討が必要であろうか。

OTCデリバティブ取引の規制監督強化と清算機関

米国財務省は2009年3月に、システムリスクに焦点を置いた金融規制改革の枠組みを発表した⁴⁾。個々の金融機関の破綻に備えるだけでなく、金融システム全体

図表 日本の証券決済制度改革の道程

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	今後の検討分野
証券売買	国債					▲ (新振替制度)		▲ (非居住者取引)						電子化 清算機関・決済機関の機能向上や国債の決済期間短縮など
	短期社債 (CP)					●								
	一般債								▲					
	投信受益権					▲ (設定解約)				●	● (ETF)			
	株式等			▲		■ (統合)						●		
証券貸借	国債 (レボ・現先)							○ (一般振替DVP)				○ (5日決済の廃止予定)		OTC取引に係る制度改革の推進
	一般債													
	株式等									▲ (約定照合)				
OTCデリバティブ	金利スワップ											研究会・検討会		● (予定)
	CDS													
上場デリバティブ	先物・オプション					▲								決済の効率化等

凡例：▲決済照合システムの稼働 ●電子化（振替制度）実現 ■清算業務の開始／統合 ○電子化関連（DVP化）
（出所）野村総合研究所

NOTE

- 1) Straight Through Processing. 機関投資家取引STP化の要となる。約定・決済の電子的照合システムは、証券保管振替機構が整備し、各種証券取引に提供している。
- 2) Delivery versus Payment.
- 3) 米国や英国、ドイツは証券を当該国の預託機関で集中保管して振替決済する不動化であり、券面引き出しの可能性がゼロではない。
- 4) 発表された枠組み全体については、関雄太「米国財務省が提案した金融規制改革とシステム・リスク」(月刊資本市場2009年5月)が詳しい。
- 5) 具体的には、①CDSを含むOTCデリバティブを規制対象とすること、②取引金融機関に対する強力な規制監督の実施、③標準的なOTCデリバティブ取引について清算機関(CCP)の利用義務付けと上場デリバティブ利用の推奨、④標準的でないOTCデリバティブ取引について記録機関への報告を義務付け、⑤取引量やポジション統計の開示方針を示している。
- 6) 同書簡では、OTC市場における金融システムに脅威を与えるような取引の抑制、OTC市場の効率性と透明性の向上、市場操作・不正・その他市場の悪用の防止、OTCデリバティブ商品を洗練されていない投資家に販売しないようにする投資家保護策の徹底が謳われている。
- 7) 詳しくは、金融ITフォーカス2009年4月号「欧米における複数のCDS清算機関設立」を参照。
- 8) 日本銀行決済機構局「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓」(2009年3月)。
- 9) フェイル残高は9月末に概ね解消したという(同上)。

の安定性の確保が重要と強調している。改革案の中で証券決済制度改革に関係が深いものとしては、まず、OTCデリバティブ市場に対する監督・保護・情報開示の包括的なフレームワークがあげられる。すべてのOTCデリバティブ取引の情報を清算機関や記録機関に集中し、詳細を監督当局が随時把握できるようにすると共に、統計情報を広く開示し、透明性を高めることを目指している⁵⁾。米国財務省は5月に議会へ送った書簡で、商品取引法および証券取引法の改正により、OTCデリバティブ取引に係る連邦政府の権限強化を訴える⁶⁾と共に、新規制が有効に働くよう、外国にも同様の規制導入を働きかけるとしている。日本も例外ではないと見られる。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引については既に、欧米で複数の清算機関が2008年末から2009年にかけて稼動し⁷⁾、日本でも2010年の稼動を目標に整備が進められている。日本市場ではCDS取引実績が少なく、独自の清算機関整備に疑問の声もあるが、清算機関の整備をとおして、投資家から見た安心感や事務手続き上の利便性が高まれば、市場の拡大発展につながる事が期待される。

証券貸借取引に係る決済リスクの低減

米国財務省の改革案で、もう一つ興味深いのは、短期の証券・資金貸借市場に対する規制権限の明確化である。短期市場は、日本でも信用危機の影響を強く受けた。

日本銀行によれば⁸⁾、日本の主要な短期市場の一つである国債レポ市場において、リーマン・ブラザーズの破綻後、取引相手を選別する動きや取引自体を停止する動きが広がったという。破綻直後から、リーマン・ブラザーズの不履行を

起点に、国債の受渡不能(フェイル)が連鎖的に広がったことで⁹⁾、市場参加者が決済不履行リスクへの懸念やフェイルに対する不安感を高めたためとされる。日銀は、国債の決済リスク低減のためには、レポ市場における主要な取引参加者の日本国債清算機関への参加率を高めることや、清算機関の機能向上が課題と見ている。また、国債決済サイクルの短縮も決済リスクの更なる抑制に有効としている。

リーマン・ブラザーズの破綻は、株式貸借の決済にも影響した。株式貸借ではDVPが実現されていないため、株式は引き渡されたが見合いの資金を受け取れないという事態が生じたのである。信用危機後、売付けの際に株の手当てがなされていない空売りを世界各国が禁止した。その後、米英などは禁止を解除したが、株を手当てする手段である貸借取引の受渡の安全性向上への関心は、海外でも高まっているものと推察される。実際、欧州では米DTCC傘下の清算機関であるEuroCCPが、2009年第3四半期を目処に、株式貸借の清算機能整備を進めている。日本においても、株式貸借取引に係る決済のDVP実現や、清算機能の整備は重要な検討課題の一つと考えられる。

これまで見てきたように、世界の証券決済インフラは、信用危機で顕在化した新たな課題への対応を進めている。日本も、グローバルな金融システムの安定性確保に資する改革の実現に向け、海外の規制当局や清算・決済機関等、そして内外の市場参加者との対話を一層進め、制度改革への相互理解を深めてゆくことが重要となろう。

Writer's Profile



片山 謙 Ken Katayama
 金融市場調査室
 上級研究員
 専門は証券決済システムおよびオペレーション改革
 focus@nri.co.jp