

第4章 日本の証券決済システムの現状と課題

神田 秀樹・神作 裕之

1. 日本の証券決済システムの現状

日本の証券決済システムは、その歴史的な経緯等を反映して、証券の種類ごとに別個のシステムが存在するという状況にある。すなわち、国債、社債（一般債）、株式は、それぞれ別個の法制に基づき別個の決済システムで運営されている。なお、国債には現物債、登録債、振込債が、社債には現物債と登録債が、株式には現物と保管振替制度に属しているものがある。また、CP、CDについては、その電子化は未だ検討中であって実現していない。

このような日本の証券決済システムについては、とくに1989年のG30の勧告および1995年のISSAの修正勧告の実現が世界的な潮流となっているなかで、その抜本的な改革へ向けた議論が行われ始めている。自由民主党の金融問題調査会の債券市場問題小委員会は1999年8月に「証券決済システムの改革に向けて」と題する報告をまとめ、これを受けて金融審議会でもワーキンググループを設けて精力的な審議が行われている。

2. 日本の証券決済システムの問題点

現在の日本の証券決済システムについては、さまざまな問題点あるいは改善を要すると考えられる点がありうるが、何よりもまず、どのような観点から問題を検討すべきかという検討の視点を明確にすることが重要である。なぜなら、検討の視点に応じて対応策も異なりうると考えられるからである。また、法制度面での改正を要する事項と実務上の対応で改善可能な事項とを整理する必要もある。上記の金融審議会等における審議においては、米国が2002年6月ころをめぐりにT+1の実現を目指す方針を明らかにしていること等を受けて、主としてT+1、DVP、STPの実現を目標に、証券決済システムの改革のあり方について法制度面を含めて幅広い検討を行っている。

円の国際化の推進という観点から考えると、とくに日本およびアジア地域における使い勝手のよい効率的な証券市場（とくに債券市場）の存在が重要であり、そしてそのためには効率的で欧米等との競争力の高い証券決済システム（とくに債券決済システム）の存在ということが重要であると考えられる。この場合における「効率的」なシステムとは何かについては意見は分かれうるころではあるが、基本的には、上記G30およびISSAの勧告に沿った形でT+1、DVP、STPの実現を可能とするシステムであることが求められるものと考えられる。また、このほかに重要な点として、各国の法制が異なることを前提とすれば、クロスボーダーでの証券取引（とくにアジア地域での国境を超えた証券取引）をスムーズかつ効率的に行うことができるよう各国の証券決済システム間の連携のあり方を検討することと、各証券取引（決済面も含む）への適用法規に関するルール（国際私法ルール）を改善することが、重要な課題であると思われる。

3. 日本の証券決済システムの今後のあり方

以上のような問題意識に立つと、日本の証券決済システムの今後のあり方としては、第1に、T+1、DVP、STPの実現を可能とするためのインフラ作り、第2に、各国の証券決済システム間のリンケージのあり方、第3に、各証券取引（決済面も含む）への適用法規に関するルール（国際私法ルール）の改善について検討を行うことが求められていると考えられる。以下では、これらの点について、法制上の課題を指摘することとしたい。なお、以下では、円の国際化の推進という観点から債券決済システムの改善に焦点をあてて検討を行うこととするが、一般債で登録社債のものの決済システムを例にとって検討することとしたい。ただし、以下に指摘する論点は証券全般にあてはまる場合が少なくないことを付言する。

(1) 主要な課題その1：民事基本法制の見直し

T+1、DVP、STPの実現を可能とするための法制上の課題としてはいろいろなものがあるが、民事基本法制（金融審議会での用語法でいえば「取引ルール」）の見直しということが一番重要と思われる。これには、大別して①債券に表章されるべき権利の私法上の性質を再検討し、そのような権利の発生・移転・消滅の私法上の要件を再検討することと、②債券（それ以外の証券も含む）に表章されるべき権利の担保に関する私法上のルールを改善することとの2つの課題がある。①は、T+1、DVP、STPの円滑な実現のために是非とも必要なことであり、②は、DVPの円滑な実現のために是非とも必要なことである。

もちろん現行法制のもとでも、これらの点については一定のルールがすでに存在しており、そのような現行のルールのもとでT+1、DVP、STPの実現を目指すという行き方も考えられなくはない。しかし、金融審議会等における検討で明らかかなように、理想をいえば、①、②について現行法制を改正して思い切ったルールを構築することが望ましい。以下、ポイントとなると考えられる点について検討する。

(2) 権利の私法上の性質

T+1、DVP、STPの実現のためには、券面が存在するかどうかにかかわらず、権利の発生、移転、消滅についての現行私法ルールを改善することが望ましいと考えられる。その前提として、券面が存在しない場合には、発行会社に対する権利の法的性質をどのようなものと法律上構成すべきかという根本問題がある。有価証券という券面がある場合には、それが表章する権利は、「証券債権」であって「指名債権」ではない。すなわち、そのような権利の発生、移転、消滅は、有価証券法理により決定される。券面は存在するが流通しないような場合（たとえばCSDに預託されているような場合）において、投資家その他の者がどのような権利を有するかについては、現行法のもとでは、預託されている証券（券面）のプールに対する共有持分ないし準共有持分を有すると考える見解と債権と考える見解がありうる（株券保管振替制度は前者の考え方を採用している）。券面が存在しない場合には、特別の規定がないかぎり、現行法のもとでは、指名債権であると解されている。

これらの点について、立法論としてどのように構成すべきかが問題となる。結論としては、券面が存在しない場合であっても、指名債権という性格づけはやめて、証券債権またはこれに準じた特別の債権と構成することが適切である。なぜなら、指名債権は、その譲渡方法が煩雑であって（民法467条参照。なお債権譲渡特例法参照）、効率的な「決済」（権利移転）に向かないからである。

なお、このような性格づけをめぐる議論は、そのような議論自体を抽象的にすることにはあまり意味はなく、次に述べる権利の発生、移転、消滅の要件を明らかに定めることができれば、それですむ問題のようにみえるかもしれない。しかしながら、法的には、権利の発生、移転、消滅以外の局面において権利の性質が問題になりうる場合も少なくないので（強制執行などの局面がその例）、権利の性質を明らかにしておくほうが望ましい。

(3) 複数権利者の権利の性質

上記のような権利を複数の者が保有する場合、権利者の権利をどのように構成するかという問題がある。この場合に問題となるもっとも基本的な点は、券面が複数預託されているような場合に、預託されている券面をfungibleなものと構成すべきかそれぞれの券面に個別性を認めるべきかという問題である。

現在の社債登録制度は登録により券面を廃棄するものの、投資家の権利の性質については、後者の考え方（個別性を承認するという考え方）に立っている。これに対して、株券保管振替制度では、法令上、混蔵寄託された券面プールへの共有持分という構成が採用され、有価証券法理が維持されている結果として、代替性(fungibility)が承認されている。

この点については、T+1、DVP、STPの実現のためには、代替性を承認するほうが望ましいと考えられる。そしてその場合において、「階層保有」状態の場合については（以下、CSD—金融機関—投資家という構造で考える）、金融機関が倒産したようなときには、投資家が「勝つ」、すなわち投資家の権利は破綻した金融機関の倒産財団に属しないことを承認するとともに、万が一CSDまたは金融機関の帳簿上その他における債務（ととりあえず呼んでおく）が投資家の権利に不足したような場合（券面が預託されている場合には券面の一部が紛失したような場合）には、その損失はどのようなルールによって投資家間で負担されるかを決めておく必要がある。後者は、一般法の解釈で対応することもできなくはないが、株券等保管振替法におけるように法律上明定しておくほうが、法的不確実性を除去する意味で望ましい。なお、関係者の損害賠償責任が問題となりうることはいうまでもない。

(4) 権利の発生、移転、消滅

有価証券法理を推し進めると、券面が預託されて不動化状態の場合であれ、券面が存在しない場合であれ、権利の発生、移転、消滅は、いずれも債務者または第三者が保管する帳簿上の記載（あるいは一定の電子データへの一定の処理）を要件として生じることとするのが簡明かつ明快である。現在検討中のCPの電子化スキームにおいてはこのような方向を目指している。もっとも、株式や社債の場合には、券面がある場合であっても、権利の発生と消滅は無因ではなく、たとえば券面の作成によって証券債権が発生することになっているわけではない（なお、無記名社債については無因性を肯定する見解もある）。し

たがって、あるべき法制としても、権利の発生と消滅については、私法の一般法理または当事者間の契約で決まることとしておくことでも大きな問題は生じないとも考えられる。

これに対して、権利の移転（とくに譲渡および担保提供）については、一定の者が保管する帳簿上での記載（あるいは一定の電子データへの一定の処理）を要件とすることが、T+1、DVP、STPの実現のためには是非とも必要である。この場合、帳簿上での記載（あるいは一定の電子データへの一定の処理）を権利移転の効力要件かつ第三者対抗要件とすべきか（有価証券法理）、効力は私法の一般法理または当事者間の契約（通常は当事者間の意思の合致）で生じることとし、帳簿上の記載（あるいは一定の電子データへの一定の処理）は第三者対抗要件にとどめるかという選択肢がある。両者であり実際上の違いは生じないと思われるが、簡明さという点では、帳簿上の記載（あるいは一定の電子データへの一定の処理）を権利移転の効力要件かつ第三者対抗要件とするほうがすぐれていると思われる。

この点に関連して、帳簿上（あるいは一定の電子データ上）権利者として記録されている者に権利者としての推定効を認めることが考えられる。また、権利行使については、原則として帳簿上（あるいは一定の電子データ上）の記録を基準としてすることにすることが考えられる。後者の点については、債務者以外の第三者が帳簿（あるいは一定の電子データ）を保管する場合については、債務者が権利行使のための基準となるべき帳簿等を別途作成する仕組みも考えられるが（株券等保管振替法はそのような実質株主名簿の作成を発行会社に義務づけ株主の権利行使はこれを基準に行うことにしている）、現在英国のCRESTシステムについて政府が提案中のスキームのようにCSDの帳簿のみを基準とするシステムも検討に値すると思われる（債券の場合についても権利行使は問題となる）。

(5) 善意の取得者の保護

無権利者からの善意の譲受人（重過失もないものとする。以下同じ）を保護すべきかという問題がある。券面が存在し有価証券法理の適用があればそのような譲受人について「善意取得」が認められるのが通常である。そこで、券面が不動化されている場合や券面が存在しない場合にこの点をどうすべきかが問題となる。株券等保管振替法は、善意取得を認め、社債等登録法はこれを認めていない。諸外国のルールは分かれているが、同じ国の中で証券によってルールが異なるのは適切とはいいがたく、どちらかにそろえることが妥当である。株券等保管振替法が善意取得を認めるところまで徹底していることにかんがみると、日本では、すべての証券について（券面不動化、券面不存在の場合を含めて）善意取得を認めるほうにそろえることでよいのではないかと考えられる。もっとも、原権利者の状況等にかんがみると（券面があり預託されていない場合には紛失等は自己責任の問題といえるが、第三者が保管する帳簿における書換え等による事故については原権利者の自己責任の問題とはいいがたい面がある）、なお検討が必要である。

換言すれば、上述したような権利の移転を帳簿上の記載（あるいは一定の電子データへの一定の処理）を要件として生じることとするという意味は、有価証券法理を継承するという発想で考えることができるほか、記名証券＝債務者登録証券、すなわち債務者の帳簿等への登録を移転の要件（第三者対抗要件とするか効力要件かつ第三者対抗要件とするかは立法例は分かれている）とする証券で、善意取得は認められないものと構成する発想で

考えることも可能である。

(6) 階層保有の場合

階層保有の場合については（以下、CSD—金融機関—投資家という構造で考える）、上層（金融機関間）における権利移転のルールのほか、下層（投資家間）における権利移転のルールを明確に定める必要がある。この場合、下層における投資家の金融機関に対する権利の性質をどのようなものとして構成すべきかという難問がある。日本の現行法制からはかなり遠い発想となるが、米国の法制（1994年改正後の統一商事法典）のように、これを上層、すなわち金融機関の発行会社に対する権利と切り離された権利（米国ではsecurity entitlementと呼ぶ）と構成するやり方も、抜本改革をするのであれば立法論としては十分に検討に値するようと思われる。

なお、このほか、上述したように、第1に、階層保有状態の場合において金融機関が倒産したような場合には、投資家の権利は破綻した金融機関の倒産財団に属しないことを承認する必要がある。また第2に、万が一CSDまたは金融機関の帳簿上その他における債務（ととりあえず呼んでおく）が投資家の権利に不足したような場合（券面が預託されている場合には券面の一部が紛失したような場合）には、その損失はどのようなルールによって投資家間で負担されるかを決めておく必要がある。米国におけるsecurity entitlementという新概念の導入は、これらの法的効果を導くための優れた工夫であると見受けられる。

(7) 主要な課題その2：証券担保法制の改善

DVP実現のためには、法制度面に限定しても、いろいろな論点がある。とくに、RTGSを採用しない場合あるいは採用できない場合には（一般債の場合）、DVP実現とともに証券決済にファイナリティを付与することが必要である。資金の支払がない場合には決済した（引き渡した）証券を事後的に戻すといった巻き戻し処理を認めるとシステムリスクが生じるおそれがあるので、そのような巻き戻し処理は極力認めないほうが望ましい。そのように証券決済にファイナリティを付与するためには、資金の未決済分についてnet debit capの設定が必要とならざるをえないが、それとともに、資金決済を確保するために決済プロセスの途中にある他の証券について未決済資金残高を被担保債権とする担保権の設定を承認することが望ましい（少なくとも米英ではそのような仕組みが採用されている）。これを実現するためには、誰が担保権者となるか（とくにCSDを担保権者とするのが適切か）、金融機関は顧客の証券を担保に出せるか等々の細かい難問を解決する必要がある。基本的には、現行法制のもとでの担保権制度を前提として検討を行うのでは十分とはいえず、現行法制を改正して対応する必要があると考えられる。その詳細は別の機会に検討することとしたい。

(8) 主要な課題その3：国際私法ルールの見直し

日本の現行の国際私法のルールによれば、証券債権の移転や担保供与の効力の第三者對抗要件は、券面がある場合には券面の所在地法により決定され、券面がない場合には、一般に発行会社の所在地法による（発行会社と引受会社が準拠法を定めた場合はそれによる）と解されているようである。しかし、このルールでは、証券債権が階層構造で、かつクロ

スポーダーで保有されているような場合には、実務上大きな支障を生じる。すなわち、たとえば、日本在住の金融機関Aが日本在住のBから証券を担保にとる場合、その証券が海外のP国所在のカストディアンを通じて保有されているような場合（券面はQ国所在、発行会社はR国所在とする）、券面があればQ国法に従わないとAはBに対する有効な（第三者対抗要件を備えた）担保権を取得できないし、券面がなければR国法に従わないとAはBに対する有効な（第三者対抗要件を備えた）担保権を取得できない。しかし、現実には、多数の証券を担保にとる需要があり、またAやBは取引の相手方であるカストディアンについての状況は把握可能であるものの、Aに各証券債権について券面の存否やその所在国あるいは発行者の所在国およびその法制の調査を要求することはあまりに過大な負担を求めめるものであり、このような国際私法のルールを維持していたのでは、日本の金融・証券市場は使われなくなり、日本の金融・証券市場の国際競争力を著しく減殺することとなるおそれが大きいといわざるをえない。

この問題は、各国とも深刻であり、米国をはじめ、近年、先進諸外国は次々と法改正（国際私法のルールの改正）をして対応をしてきている。たとえば、ドイツでは、昨年12月8日の寄託法改正により、「権利を根拠づける効果を有する帳簿に記載された有価証券または混蔵証券に対する持分権の処分は、その監督下で登録がなされた国であって、処分を受けた者のために直接に権利を根拠づける記載がなされた国または処分を受けた者に対し権利を根拠づける記載を行った受寄者の口座を管理している本店もしくは支店が存在する国の法規に従う」旨の規定を新設した。これは1998年5月19日のEU指令を国内法化したものであるが、これにより、登録された権利の法的性質のいかんにかかわらず、適用される法規が明確となった。これは、券面所在地や発行者所在地が複数の国にまたがる場合であっても、帳簿の所在地法が適用法規となることを意味する。日本でもこの問題については国際的に通用するようなルールに改正することが必要である。

(9) 主要な課題その4：複数の証券決済システムの連携

クロスボーダーで証券取引および証券決済を効率的に実現するためには、各国の証券決済システム間のリンクを認めていくことが必要である。この問題については、上述した3つの課題について法制の改善がなされれば、民事基本法レベルでの法制度上の改正を必ずしも必要とはしないとも考えられるが、関係業法上の対応は必要と考えられる。いずれにせよ、リンクを認めるとともにリンクした結果としてのクロスボーダーでの証券決済がスムーズに運営できるようにするための努力が必要である。

なお、このような国際的な証券決済システム間でのリンクを促進し、また上述した適用法規について現実に支障のないルールを採用していくためには、券面を完全に廃止するほうが望ましいのではないかとと思われる。

4. 結びに代えて——アジアにおける証券決済システムのあり方と日本の役割

アジアにおける証券決済システムのあり方を考えると、基本的には、アジアにおいても効率的な証券決済システムの存在と整備が急務であるというべきである。このことは、「円の国際化の推進←効率的な債券市場の整備←効率的な債券決済システムの整備」とい

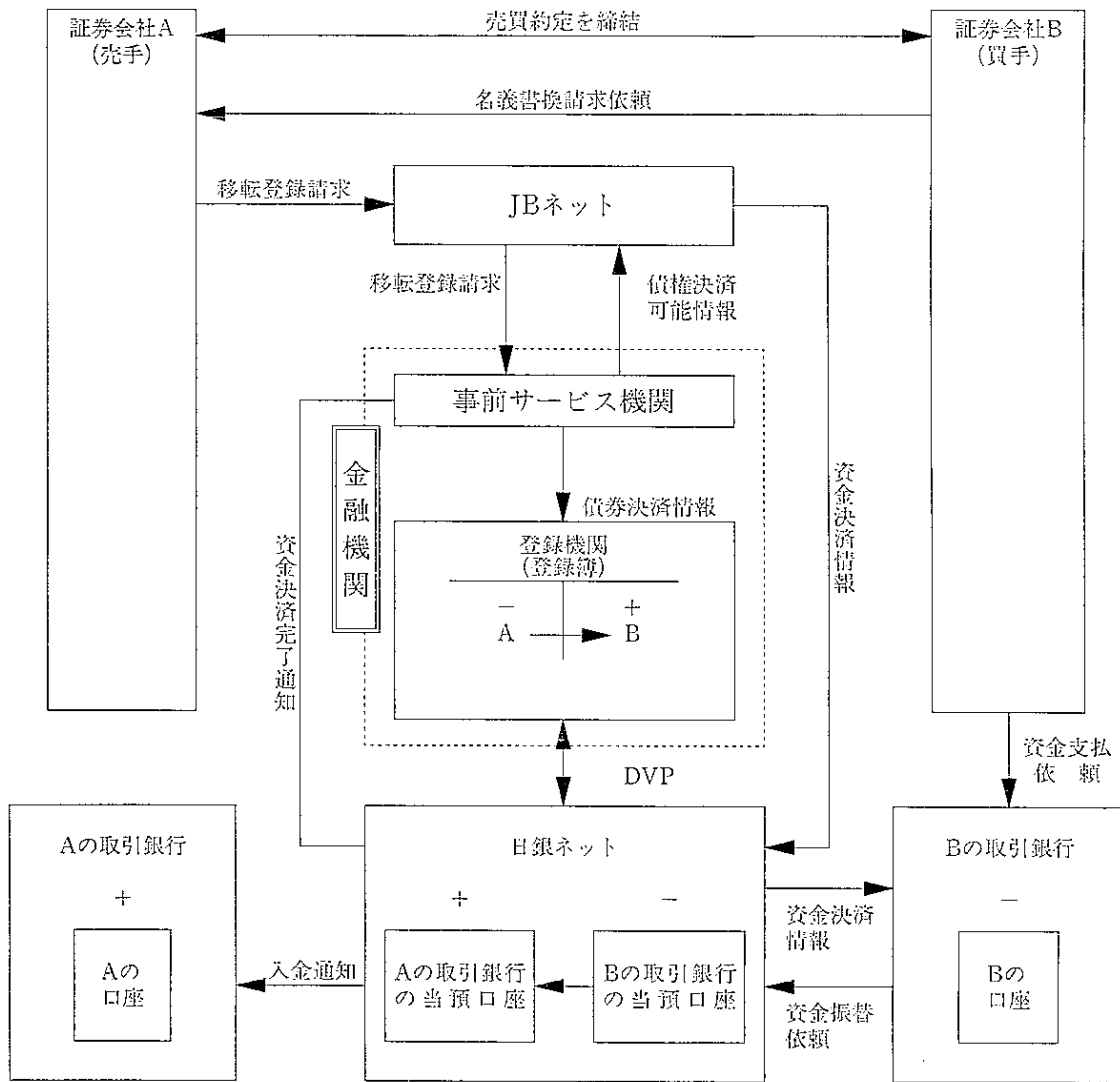
うロジックからも比較的明確に導きうる点である。したがって、日本は、今後、上述した主要な課題を解決することを通じて、自国の債券決済システムを大幅に改善するとともに、そのような証券決済インフラをアジア諸国にも輸出し、アジア諸国における証券決済システムが効率的なものとして整備されるよう積極的な支援と協力をするによりリーダーシップを発揮することが是非とも必要である。そのうえで、アジア地域において各国の証券決済システムが有効かつ効果的に連携することが実現すれば、円の国際化の推進のための1つの重要な制度的インフラが整備されることになると考えられる。

証券決済の国際標準に関する日本の達成状況

	G30勧告(1989年)－抜粋	ISSA修正勧告(1995年)－抜粋	国債	社債	株式	CP
勧告1：直接参加者の約定照合	・1990年迄に、直接市場参加者の約定照合は、約定の翌日迄に完了させること。	・約定照合は、約定当日に行われること。照合内容は、決済システムとリンクすること。	△	△	△	△
勧告2：間接参加者の約定照合	・1992年迄に、間接参加者は、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。	・間接参加者は、約定の翌日迄に約定内容に関する承認を与えること。	×	×	×	×
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CSDを実現し、関係者をできるだけ広範に参加させること。	左記に加え ・預託商品を広範なものとする ・不動化または無券面化を追究すること ・複数のCSDは同様のルール、慣行下で運営されること。	○	×	○	×
			×	○	×	○
			○	○	○	×
勧告4：ネットインゲ決済	・各国は、ネット清算システムがリスク削減及び効率性に資すると判断する場合、それを1992年迄に実施すること。	・各市場は、RTGSないしラテンファルシー基準に完全に沿ったネット決済の導入により、決済リスクの削減を目指すこと。	○ (2000年末 実現予定)	×	○ (取引所分 のみ)	×
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。	・同左。ここでのDVPとは「証券と現金が日中継続的な同時決済の形で最終的かつ取消し不能で即時に交換されること」とする。	○ (2000年 末実現 予定)	△	△ (2000年度 中目途 取引所分 のみ実現)	×
勧告6：即日資金化	・証券取引決済は、金商品につき金市場で即日資金により行うこと。	・同左。	○	○	○	○
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、1992年迄に決済日をT+3にすること。	・決済日はT+3またはこれより短くすること。	○	○	○	○
勧告8：証券貸借	・決済を容易にする手段として証券貸借を促進すること。その障害となる規制等を1990年迄に排除すること。	・同左。	○	○	○	○
勧告9：統一証券コード等	・各国は、ISOの標準証券メッセージを1992年迄に採用すること。	・同左。	×	×	×	×

(注) ○…ISSA修正勧告達成、△…G30勧告達成、×…G30勧告未達成。

社債に係る決済の概要



JBネットを経由する取引の例

【T (約定日)】

- ・証券会社間で売買約定を締結。

【T+1～2】

- ・売手証券会社は、移転登録請求（債券決済情報、及び資金決済情報）をJBネットに伝送。
- ・事前サービス機関は、JBネット経由で受取った移転登録請求のうち、決済可能な請求をJBネットに通知。
- ・JBネットは、当該請求に伴う資金決済情報に基づき日本銀行に入金を依頼。
- ・日本銀行から資金決済情報の通知を受けたBの取引銀行が資金振替の依頼を日銀に送信。

【T+3】

- ・資金決済は、当預口座の入金・引落による（3時時点処理）。
- ・資金決済完了の通知を受けた後、事前サービス機関は登録機関に移転登録請求を行う。
- ・登録機関が社債登録簿を書き替えることで、証券決済が完了。