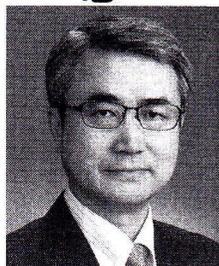


# 世界各国で進展する 証券決済期間の短縮化の動き

## すでにインド・韓国・香港でも株式等のT+2が実現

世界的に、国債や株式など証券の決済期間の短縮化に向けた機運が高まっているなか、2015年6月に二つの大きな発表があった。一つは、18年春をメドにわが国の国債決済をT+2からT+1に移行するというもの。もう一つは、17年第三四半期にアメリカが株式等の決済期間のT+2化を行うというものだ(ヨーロッパは14年に実現済み)。わが国においても、国債決済のT+1化の準備を進めるとともに、国際的な市場間競争の観点から、株式等のT+2化の議論を早急に進めていくことが求められる。

麗澤大学  
教授 中島 真志



### リーマンショックを受けて 決済リスクの削減が課題に

わが国における国債決済期間の短縮化の議論は、リーマン・ブラザーズの破綻時(2008年9月)にフェイル(証券の受渡しが決済期限までに行われないうこと)が前例のない規模で急増し、国債市場が大きな混乱に陥ったことを教訓として始めら

れた。つまり、決済期間を短縮化することにより、決済リスクを削減することが主眼とされた。この時点では、わが国の国債決済が「T+3決済」(約定日の3日後決済)であったのに対し、米英の市場では、すでに「T+1決済」(約定日の翌日決済)となっていたことから、決済期間の短縮化による東京市場の国際競争力の強化の観点も強く意識された。

こうした問題意識のもと、国債の決済期間短縮化に関するワーキング・グループ(WG)が設置され、業界関係者が一丸となって検討が進められてきた。このWGの検討に基づき、12年4月には、まず国債の「T+2決済」(約定日の翌々日決済)が実現した。その後も引き続きT+1化に向けた検討が行われ、14年11月には「T+1化に向けたグラウンドデザイン」(注1)が

公表され、基本的な対応方針が決まった。今回の発表は、この方針に基づいたT+1化の実施時期が示されたものであり、基本的には「18年度の上期」とし、具体的には3連休が確保可能な4月または5月を念頭において準備を進めるものとしている。また、それに向けての「マイルストーン」(準備作業のスケジュール)も同時に公表された。これ

主要国における国債の決済期間

〔図表1〕

ヨーロッパ	アメリカ	日本
T+1 (ロンドン市場)	T+1 (ニューヨーク市場)	T+3 (従来)
		↓
		T+2 (12年4月から)
		↓
		T+1 (18年度上期) (予定)

(注) 1. アウトライト取引(売買取引)  
2. シャドープ部分は、6月の発表分。

**国債決済のT+2とT+1で  
準備対応は大きく異なる**

により日本の国債決済は、欧米市場と同様のT+1を達成することになる(図表1)。

T+3からT+2への移行が行

12年4月には国債決済期間の

われたが、大きな混乱もなく、円滑に移行した。これは、基本的にT+3からT+2への短縮化は、市場関係者が照合などの取引後のプロセスを迅速化し、時間短縮を図ることによって対応が可能であり、業務フローの大幅な見直しを伴うことがなかったためである。

一方、T+1化に向けては、システムや業務フロー上のいくつかの対応が求められる。第一に、アウトライト取引(売買取引)をT+1化する

するために、それに伴って、決済資金を円滑に調達するための「GCCレポ」(資金調達を目的としたレポ)を「T+0決済」(約定日の当日決済)にすることが不可欠であり、このために、従来の取引・決済の手法を抜本的に変更する必要がある。具体的には、短時間での対応を

可能とするために「銘柄後決め方式」(注2)による「GCCレポ取引」(T+0決済)が導入される。そのために、日本証券クリアリング機構(JSCC)が「銘柄後決めGCCレポ清算・銘柄割当システム」を構築することとされている。このように、新たな市場インフラの整備が必要となるほか、各社でもシステム開発等の対応が求められることになる。

第二に、レポ取引の取引形態を、現在の主流となっている「現担レポ取引」(注3)から「新現先取引」(注4)に移行する「取引形態の一本化」が行われる。これは、2種類のレポ取引が混在すると事務が煩雑となり、新しい市場インフラへの移行にあたって、オペレーショナル・リスクが高まる懸念されるためである。

第三に、T+1に向けた「市場共通タイムスケジュール」が策定されるため、各市場参加者は、これに間に合うように社内の事務体制やシステムを整備することが必要となる。

このように、国債決済のT+

**欧米で進む  
株式等のT+2化の動き**

1化に向けては、システム開発を始めとする数多くの準備が必要となる。今後約3年間にわたり、今回公表された「マイルストーン」に沿って、システムの開発・テスト、市場慣行の整備、業務フローの見直しなどを行う必要がある。

国債の決済期間短縮化については、前記のように欧米市場にキャッチアップできる見通しがあった。しかし、残念ながら、これで「めでたし」という状況になつたわけではない。

欧米では、国債に引き続き、株式等(株式、社債、地方債、投資信託等)の決済期間の短縮化に動いている。具体的には、従来のT+3決済からT+2決済への移行だ。これに対して、わが国では、とりあえず国債のT+1化の検討に注力してきたことから、株式等の決済期間短縮化については本格的な検討に至っておらず、大きく出遅れた状況となっている(図表2)。

# 証券決済期間の短縮化の動き

〔図表2〕 主要国における株式等の決済期間

ヨーロッパ	アメリカ	日本
T+3 (従来)	T+3 (現在)	T+3 (現在)
↓	↓	↓
T+2 (14年10月から)	T+2 (17年3Q) (予定)	?

(注) シャド一部分は、6月の発表分。

## ヨーロッパでは統一的な証券決済システムを構築

以下では、欧米の動きについてみてみることにしよう。

ヨーロッパでは、株式等の決済期間は原則T+3であったが、14年10月にイギリスを含む27カ

国がいつせいにT+2決済に移行した。この背景には、ユーロの導入をバネとして「欧州単一資本市場」をつくらうという強い意志が働いている。

そのため、統一的な証券決済インフラとして、欧州中央銀行(ECB)が「T2S」(TARGET2-Securities)という証券決済システムを構築して

おり、15年6月に一部の国を対象に稼働が開始した。T2Sにより、ユーロ圏内では国をまたいだ証券決済が可能になる(注5)。

また、こうした証券決済インフラ改革の動きと並行して、取引慣行などの「証券取引のハーモナイゼーション」も進められてきた。この一環として、欧州委員会により「CSD規制」(注6)が策定され、このなかで、決済期間のT+2化が義務付けられた(注7)。欧州市場のT+2化は、こうした法的な義務付

けに基づいて、強制力のあるものとして実施されたのである(注8)。

## アメリカも17年3Qに株式等のT+2実施へ

こうした欧州の動きに刺激を受けたのがアメリカであり、12年ごろからT+2化に向けた検討に乗り出した。実は、アメリカにおける株式決済期間の短縮化の取組みはヨーロッパよりも早く、98、02年ごろに「株式決済のT+1化」に向けて意欲的な検討が行われていた。しかし、ITバブルの崩壊や同時多発テロの発生により、このプロジェクトはいったん断念された経緯がある。

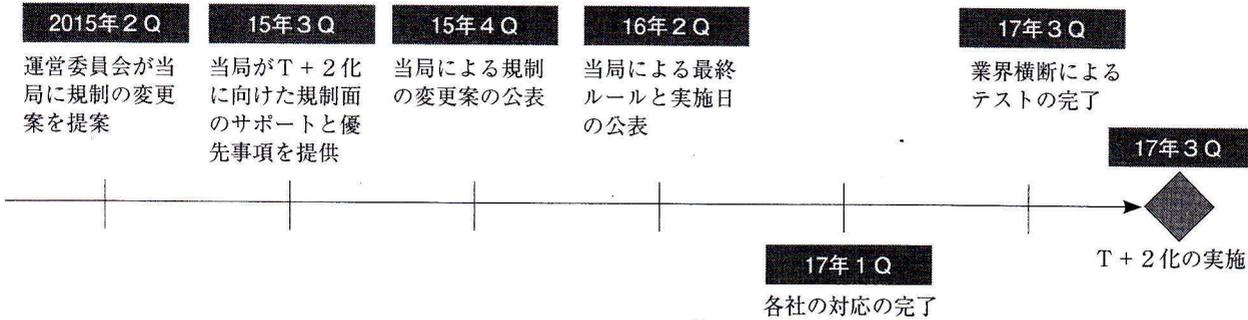
今回は、アメリカの証券決済機関であるDTCCが、12年に決済期間の短縮化に向けた「ホワイト・ペーパー」を発表したことによって検討が本格化した。これを受けて行われた費用便益分析により、T+2化が望ましいとの結論が出された(T+1化は便益に比して投資コストがかなりすぎるとされた)。この

結論を受けて、14年に業界横断的なハイレベルの「T+2運営委員会」が設置され、その下に専門家による「ワーキング・グループ」(WG)とさらに分野を限定した「サブ・ワーキング・グループ」(SWG)が組織され、約600人もの各分野の専門家が参加して検討が行われた。SWGの検討結果をもとに、15年1Q(第1四半期)に市場関係者に対する大規模な調査が行われ、その分析に基づいて、6月に「決済サイクルの短縮化・T+2への移行」という報告書が公表された。このなかで、「17年3QにT+2化を実施する」という目標が設定されたのである。

この報告書では、「規制の確実性」(regulatory certainty)という考え方が強調されているのが特徴である。T+2へ対応するためには、システム対応などに相応のコストを要するが、メリットについては平常時には目に見えにくい面もあり、業界関係者のなかには、必ずしも積極姿勢ではない向き(とくに決済リスクには関心の低い機関投資家

〔図表3〕

アメリカのT+2化に向けたスケジュール案

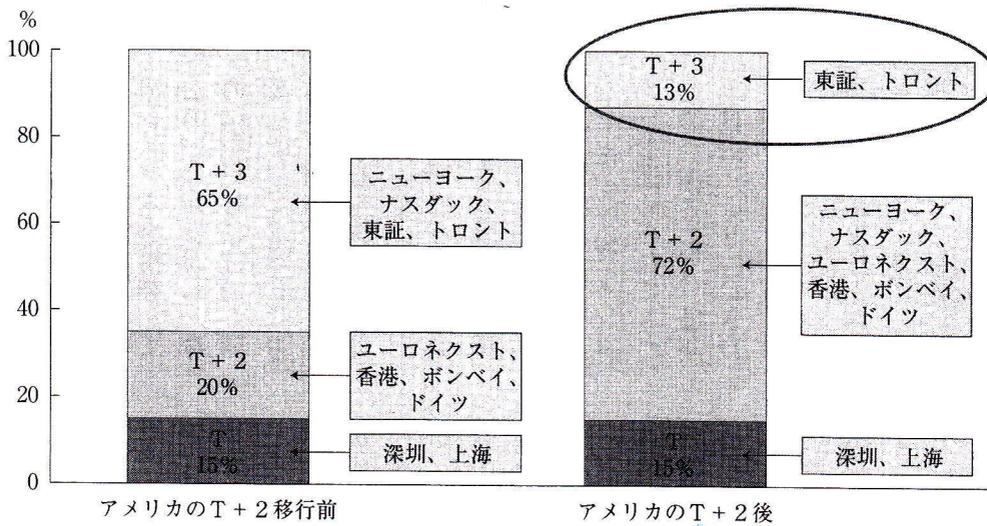


(出所) 「決済サイクルの短縮化：T+2への移行」(T+2運営委員会)(図表4も同じ)

進めていくというアプローチが  
 変更に沿って、業界全体で対応を  
 進めていくというアプローチが  
 進めていくというアプローチが

〔図表4〕

世界の主要証券取引所トップ10の株式決済期間



など)もある。このため、規制  
 当局がT+2化のための規制の  
 変更を前もって明らかにし、そ  
 れに沿って、業界全体で対応を  
 進めていくというアプローチが

(注) シェアは時価総額ベース。

など多岐にわたり、その規模も  
 大手から中小までさまざまであ  
 るため、業界の自主的な動きだ  
 けではT+2化の実施が困難と  
 いう事情によるものである。わ

とられている。  
 実際、今回発  
 表されたT+2  
 化の導入スケジ  
 ュールは、図表  
 3のようになっ  
 ており、規制の  
 変更に関する日  
 程が中心となっ  
 ていることが一  
 目瞭然である。  
 ヨーロッパでも  
 前述のように  
 「CSD規制」  
 という法令で義  
 務づけられたこ  
 とでT+2化が  
 実行に移され  
 ている。このよ  
 うに法律や規制が  
 必要となってい  
 るのは、関係す  
 る企業が機関投  
 資家、証券会社、  
 カストディ銀行

また、アジアにおいても、イ  
 ンド、香港、韓国などがすでに  
 T+2に移行しているほか、シ  
 ンガポールやオーストラリアな  
 どがT+2化の検討を進めてお

T+2運営委員会の報告書の  
 分析によると、アメリカがT+  
 2に移行した時点(17年3Q)  
 で、世界の主要証券取引所トッ  
 プ10のうちT+3のままとなる  
 のは、東証とトロント取引所の  
 みとされている(図表4)。カ  
 ナダ(トロント取引所)はアメ  
 リカ市場との結びつきが強く、  
 重複する上場銘柄も多いため、  
 アメリカに歩調を合わせてT+  
 2に移行する方向ですすでに検討  
 を進めている。日本がこのまま  
 手をこまねいていると、主要市  
 場のうち日本市場(東証)だけ  
 がT+3決済のまま取り残され  
 かねない点には注意を要する。

**主要国で日本だけが  
取り残されるおそれ**

が国でも、株式等のT+2化を  
 進める場合には、こうした強制  
 力を有する根拠規定の整備が必  
 要になるものとみられる。

# 証券決済期間の短縮化の動き

〔図表5〕 アジアにおける株式のT+2化の取組み状況

	インド	香港	韓国	シンガポール	オーストラリア
現在の決済期間	T+2	T+2	T+2	T+3	T+3
検討状況	-	-	-	16年のT+2化を検討中	16年のT+2化を検討中

り、アジア諸国のなかでも日本市場が後れをとる可能性があることも念頭においておくべきである（図表5）。

したがって、東京市場の国際競争力を維持し、また国際的に異質なマーケットであるともみなされないようにするためには、

株式等の決済のT+2化について早急に検討を開始すべきである。もちろん、その際には決済期間短縮化のメリットとして、決済リスクの削減、担保負担の軽減といった観点も忘れてはならない。

すでに、日本証券業協会や証券各社などが参加して「株式決済期間短縮（T+2）に関する

勉強会」が開催されているが、これは関係者の自主的な集まりであり、あくまで「勉強会」という位置付けだ。その後、業界横断的な検討組織である「証券受渡・決済制度改革懇談会」の下に「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキンググループ」が7月24日に設置された。この検討のなかでは、前述のように根拠規定の整備が必要となる可能性があり、金融庁など当局がイニシアティブを発揮することも業界の検討を後押しするうえで大きな力となる。

（注）1 「T+1化に向けたグラインドデザイン」の内容については、本誌15年2月23日号の特集「国債決済T+1への展望」を参照のこと。

2 約定時点では、レポ取引の金額（資金の受渡金額）と対象銘柄のバスケットのみを決めておき、決済の直前になってから、レポ取引の対象とする具体的な銘柄の割当を行うって決済する取引手法である。なお、現状では、約定時点でレポの対象銘柄を決める「銘柄先決め方式」となっている。

3 「現金担保付債券貸借取引」のことであり、「日本版レポ取引」とも呼ばれる。現金を担保として、国債等の債券を貸借することにより、資金のやりとりを行う市場である。欧米のレポ市場が売買形式をとっているのに対し、この取引は債券の貸借取引となっており、国際的にみるとやや異なる仕組みとなっている。

4 一定期間後にあらかじめ定められた価格で同一銘柄の債券を売り戻すという売買形式で行われるレポ取引である。リスク管理手法（ヘア・カット、マージン・コールなど）や取引期間中の銘柄差替え（サブステイテューション）などが整備され、欧米でのレポ取引とも整合的な取引方法となっている。

5 T2Sの詳細については、中島真志「欧州中央銀行の進める証券決済インフラ統合の動き」（『麗澤経済研究』08年3月号）を参照のこと。

6 CSDは証券決済機関（Central Securities Depository）のこと。

7 ドイツのほか、ブルガリア、スロベニアについては、

すでにT+2となっていた。主要市場であるドイツがすでにT+2決済となっていたため、欧州全体で決済期間を統一するには、T+2化することが必要であった（ドイツの決済期間をT+3に戻すことは、決済リスクを増加させることになるため、選択肢とはなりえなかった）。

8 T+2化の法的な義務付けの期限は15年1月までとされていたが、15年6月にT2Sの稼働開始が予定されていたため、二つのプロジェクトの重複を避けるため、規制よりも前倒しして14年10月にT+2化が実施された。

なかじま まさし  
81年一橋大学卒。博士（経済学）。日本銀行、国際決済銀行（BIS）などを経て現職。著書に『決済システムのすべて』『証券決済システムのすべて』『金融読本』（共著）、『SWIFTのすべて』『入門 企業金融論』（単著）など。