

証券決済システムの改革及びこれに伴う投資家保護策について

1 今回の改革の方向性

証券取引のグローバル化の下、証券市場の国際競争力を左右する基盤である証券決済システムをより安全で効率性の高いものにしていくことが喫緊の課題となっている。

当審議会においても、我が国における証券決済改革の在り方について検討を行うため、平成11年9月、第一部会の下に「証券決済システムの改革に関するワーキング・グループ」が設置され、平成12年6月、「21世紀に向けた証券決済システム改革について」と題する報告書（以下「WG報告書」という）がとりまとめられた。WG報告書においては、証券決済に係るリスクとコストの低減を図るとともに、使い勝手のよく我が国証券市場の国際競争力の強化に資する証券決済システムを構築することを改革の目標とし、次に掲げる具体的方策に取り組むことが必要であるとの提言が行われている。

- (1) 統一的な証券決済法制の整備
- (2) STP化
- (3) DVPの実現等
- (4) クロスボーダー取引の決済の円滑化

先の通常国会においては、「短期社債等の振替に関する法律（CP法）」及び「株券等の保管及び振替に関する法律の一部を改正する法律」が成立し、コマーシャル・ペーパー（CP）についてペーパーレス振替法制が実現したほか、証券保管振替機関の組織形態の見直しが行われる等、証券決済改革への動きは着実に進んできた。

しかしながら、証券決済システム改革については、引き続き取り組むべき課題も多く、次に掲げる点について、早急に実現を図っていく必要がある。

(1) 対象証券を、C P から社債、国債等に拡大

WG 報告書においては、「有価証券の種類や証券決済機関の担い手の如何にかかわらず、共通のルールの下で決済が行われるための統一的な証券決済法制を整備することが必要である。」と提言されている。

対象証券については、「既存の制度からの円滑な移行に配慮しつつ、関連する諸制度との関係を整理しながら、可能な方式・有価証券から法制整備を行っていくことが適当」であり、C P に続く第二弾として、社債、国債等のペーパーレス振替制度を整備することが適切である。また、株式等についても、引き続き検討を進めることが必要である。

(2) 単層構造から、多層構造への発展

C P 法においては、振替機関に投資家が直接リンクした単層構造のシステムとして制度が構築されたが、制度をより利便性の高いものにしていくためには、振替機関と投資家の間に、銀行・証券会社といった口座管理機関が介在する多層構造のシステムを構築していくことが必要である。

なお、多層構造のシステムを構築するに当たっては、ある口座管理機関の誤記録が他の口座管理機関及び投資家に影響を及ぼすことを極力避ける観点から事務リスクを遮断する等の工夫を行う必要がある。

この場合において、多層構造のシステムにおける責任と負担の関係を明確化するためには、現行の「株券等の保管及び振替に関する法律」で定められているような無過失連帯補てん責任をそのまま導入することは避けることが適切である。

(3) 決済リスク削減等のための清算機関法制整備

WG 報告書においては、「決済リスクを低減させるため、すべての取引の決済においてDVPを実現する必要がある」とし、決済の効率化等の観点から「売り手と買い手の間に清算機関が当事者として入る」ことが提言されている。

清算機関は、実質的なマルチラテラル・ネットティングの実現やSTPの実現、決済事務量の削減等、決済の効率化や決済リスクの削減のために重要な役割を果たすものである。清算機関の定義や機能を明確化し、清算機関の十分なリスク管理能力と損失処理能力を確保するとともに、証券決済における基盤的サービスの提供者としての公共性を確保するため、清算機関について一定のルール整備を行うことが必要である。

(4) 投資家保護の在り方

金融審議会第一部会答申「21世紀を支える金融の新しい枠組みについて」においては、「利用者が安心して金融取引を行い得る環境を整備することにより、金融の円滑化や市場の活性化が実現する。」ことが指摘されている。

新たな証券決済システムの構築にあたって、利用者が安心して、証券決済システムを利用しえるよう、その信頼性を維持することを目的として、何らかの形で一般投資家を対象としたセーフティー・ネットを設けることも検討する必要がある。投資家保護の在り方については、本ワーキング・グループにおいても、以下のような様々な議論がなされたことから、関係者においても、本ワーキング・グループにおける検討を踏まえた枠組みを構築することを期待したい。

2 新振替システムにおける投資家保護の在り方

(1) 投資家保護が必要なケース

イ 新振替システムにおいては、投資家が、直接、発行者に対して権利を保有する構成となる。したがって、権利を管理している振替機関又は口座管理機関(以下「振替機関等」という。)に破綻が生じたとしても、基本的には投資家の権利に何ら影響が及ばないものとなっている(これ自体が一種の分別管理とも言える。)

ロ また、仮に、振替機関等が振替口座簿に誤った記録を行ったような場合でも、他の投資家が振替社債等を当該誤記録に基づき善意取得するまでは振替口座簿の記録の修正が可能であり、他の投資家が振替社債等を善意取得したときも、振替機関等が自己の負担において当該誤記録に係る消却義務又は損害賠償義務を果たすことによって、投資家の損害を回復することができることとなっている。

ハ したがって、新振替システムにおいて、振替機関等の誤記録により投資家が被害を被り、これを回復できないという事故が生じる可能性は、極めて低いものと考えられる。

ニ しかしながら、振替機関等が振替口座簿に誤った記録を行い、かつ、当該誤記録に係る消却義務又は損害賠償義務を負う振替機関等がこれを果たさずに破綻するという事態が生じることも想定しえないわけではない。こうした事態が生じる可能性は限界的なものと考えられるが、

新振替システムへの信頼性を維持する観点から、このような場合の投資家保護制度の是非やその在り方について検討を行ったものである。

(2) 投資家保護の必要性についての考え方

投資家保護の必要性については、大きく分けて二つの考え方がある。

イ 投資家保護の必要性の検討に当たって、新振替システムを効率的かつ強固なものとしていくためには、このシステムに参加する全ての者に対して自己責任原則の考え方を徹底していくという考え方がある。

すなわち、

振替機関等にとっては、責任と負担の結びつきが明確になり、これにより、振替機関等が投資家の信頼を維持すべく、新振替システムの適正確保に最大限の努力を払うことになることが期待される。

投資家も、自己の責任において口座管理機関の選択、モニタリングを行うこととなり、これにより、口座管理機関の適正な選別が行われ、新振替システムが強化されることが期待される。

このような形でシステムが強化されることが投資家保護にもつながっていくという考え方である。

ロ 一方、全ての投資家に対して、あらゆる場合に口座管理機関の選択、モニタリングを求めることは必ずしも妥当ではなく、セーフティー・ネットを準備しておくことが適切とするのも一つの考え方である。

すなわち、

投資家が直接現物を保管するものでない以上、モニタリングには自ずと制約がある。

特に、一般投資家に対して、常時、口座管理機関の管理能力等のモニタリングを求めることには限界がある。

という考え方であり、セーフティー・ネットを準備しておくことが新振替システムへの参加の促進、発展にもつながっていくという考え方である。

これらの考え方を議論した結果、当ワーキング・グループにおいては、自己責任原則の考え方も踏まえつつ、一定の範囲内においてこれを修正し、何らかの形で一般投資家を対象としたセーフティー・ネットを設けることが適切であるとの意見が大勢を占めた。

なお、新振替システムは、多層構造の下、今後、国境を超えて展開していくことも考えられるが、セーフティー・ネットとしては、国内の投資家を対象とするものとして構築することが基本と考えられる。

(3) 保護対象となる事象

セーフティー・ネットが保護すべき対象となる事象の範囲についても複数の考え方が存在する。

イ オペレーションミスによって投資家の権利に変動が生じるケースは、大きく分けて二つ考えられる。一つは、各投資家の振替口座簿の減額記録を伴う誤記録の場合である。他の一つは、各投資家の振替口座簿の減額記録は行われずが口座管理機関が別途の口座に過大記録を行い、この分を他の第三者が善意取得することにより、結果として、各投資家の権利に影響が生じる過大記録の場合である。前者の場合はモニタリングによるチェックが可能であるが、後者の場合はモニタリングによってもチェックは困難である。したがって、保護対象となる事象をどの範囲とするかについても考え方が分かれてくる。

ロ この点については、減額記録を伴う誤記録の場合に理論的にはモニタリングによるチェックが可能であるとしても、一般投資家に常時のモニタリングを求め続けることには無理があるのではないかと、いったん新振替システムに入った権利が口座管理機関側のオペレーションミスで被害を受けた場合の投資家保護策としては減額記録を伴う誤記録の場合と過大記録の場合に違いを求めべきではないのではないかと、といった考え方から、両者を保護対象とすることが適切であるとの意見が大勢を占めた。

(4) 保護対象者

セーフティー・ネットの在り方については、自己責任原則の徹底を求める考え方も成立しうるところである。このため、保護対象者としては、情報入手能力の面で不利な立場にある一般投資家(法人を含む。)に限定することとし、口座管理機関等のオペレーション能力一般について情報入手能力を有するとみなしうる機関投資家等についてまで保護対象とする必要性に乏しいという意見が大勢を占めた。

(5) 既存のセーフティー・ネットとの関係

金融商品に係る投資家保護のための制度は、商品の形態の差異や業態毎のそれぞれの歴史的経緯等に基づいて、業態毎にそれぞれのセーフティー・ネットが存在している。

新振替システムは、

銀行、証券会社等の各業態が共同で利用すること、
多層構造の下では、ある口座管理機関の誤記録が傘下の口座管理機関及び投資家に影響を及ぼすことがあり得るところであり、業態毎に保護に差が生じることは望ましくないこと、

新振替システムに係るセーフティー・ネットは、ペーパーレス化された証券の振替に関する信頼性の維持を目的としており、現物の証券を前提とした既存のセーフティー・ネットと目的が異なる面があると考えられること、

から、既存のセーフティー・ネットとは別に、各業態に共通する新たなファンドを設けることが適切である。

なお、新振替システムの利用が進むにつれて、現物の証券からペーパーレス証券への移行が図られていくことが想定されることから、今後、ペーパーレス証券への移行状況を踏まえ、既存のセーフティー・ネットとの一層の調整が必要になってくることもあると考えられる。

(6) 保護水準とファンドの規模

新しいセーフティー・ネットは、一般投資家を対象とするものであり、また、そのコストも最終的には投資家の負担につながるものでもあることから、その水準についても一定の範囲を定める必要がある。

イ 保護水準については、預金保険や投資者保護基金の水準を踏まえて一人あたり破綻した振替機関等に対するオペレーションミスにより生じた債権の額、すなわち、損失の1,000万円程度とすることが妥当であると考えられる。

ロ ファンドの規模については、規模をあらかじめ理論的、定量的に確定することは困難である。一方、あらゆる可能性を想定して補償の規模の上限を設けないこととすれば、負担の範囲も限定がなくなり、別途のリーガルリスクやシステムリスクにつながっていくという問題がある。また、ファンドのコストは、結局、投資家の負担に帰していくものであることも考慮すれば、補償の規模(負担の限度)についても一定の上限を設けることが妥当と考えられる。

ハ 規模の水準については、

投資家の保護それ自体のためには規模が大きい方が望ましい。

一方、規模の拡大は負担の増加と表裏一体のものである。

セーフティー・ネットの発動が想定されるのは限界的な事例と考えられる。

システム管理は銘柄毎に行われるものであり、その意味で事故の波及には一定の制約がある。

といった諸点も考慮し、新ファンドの当面の規模については、過去の投資者保護基金の発動事例が数十億円程度であったことを参考に、これを十分カバーしうるような水準とすることが適切ではないかと考えられる。一定の水準を超える規模の事故が起きた場合、超える部分は自己責任の考え方に立ち返っていくことになるが、この水準の在り方等については、事故の発生状況やシステムの運営状況等を適切にフォローし、必要な対応をしていくことが適切である。

(7) セーフティー・ネットの管理について

事故が生じる可能性は、極めて限界的なものと考えられることから、通常時における運営に係る費用は、最小限に抑える必要がある。新ファンドについては、信託の活用等コスト軽減を工夫したものとすることが適切である。

新ファンドへの出捐については、新ファンドが一般投資家の権利を保護することによって、新振替システムに対する信頼性が向上し、新振替システムの発展につながるものであることから、これに参加する振替機関等が広く負担することが適切であると考えられる。