

<レポート> 米国におけるSTP化の進展

米国の証券業界は、SIA(米国証券業者協会)を中心としてSTP化実現に向けた取組みを続けている。かつての、決済期間短縮のような一斉に移行させるための議論から、STP化に向けた個別テーマへの対応を優先させ、その実現化に向けた各種のアプローチを進行させている。

本稿では、5月19日・20日に開催されたSIA STPカンファレンスで公表された内容をもとに、無券面化や機関投資家取引の改善など、米国で着実に進展するSTP化を考察した。

<全体の概要>

1. 無券面化への取組み

米国の大手発行会社AT&Tは、株式併合を機に無券面化を実施。DTCCの取組みなどを背景に、着実に無券面化が進められている。

2. 機関投資家取引のSTP化に向けた取組み状況

機関投資家取引小委員会を中心に進展するSTP化の取組みでは、引き続きバイサイドの動向に注目が集まっている。バイサイド小委員会は、様々な運用機関への調査結果を公表。規模や対象資産の異なる運用機関が多数存在する中、機関投資家取引のSTP化の今後の方向性が考察されている。

3. 米国のSTP化は継続的な活動に

SIAは参加者の声をもとに、株式取引のみならず、債券取引についても、TBMA(米国債券市場協会)と一致協力してSTP化を進めている。様々なプロジェクトが進展するにつれ、STP化は2000年問題のような業界が一斉に対応を迫られる期限の制約があるものではなく、将来的に継続する取組みとしての性格を強めつつある。

1. 無券面化への取組み

(1) 無券面化によるベネフィット

無券面化のベネフィットとして、コストとリスクの削減という2点が挙げられる。SIA券面小委員会は、2003年3月に券面コスト分析の結果を公表¹しており、米国内における現物券面の維持コスト(名義書換、郵送、印刷、紛失券面の再発行等)が、年間2億3,500万ドルに達することを示した。

¹ 証券決済制度改革推進センターのホームページ「海外証券決済制度改革関係情報 - その他」に邦訳を掲載。
(<http://www.kessaicenter.com/kaigai/sonota.html>)

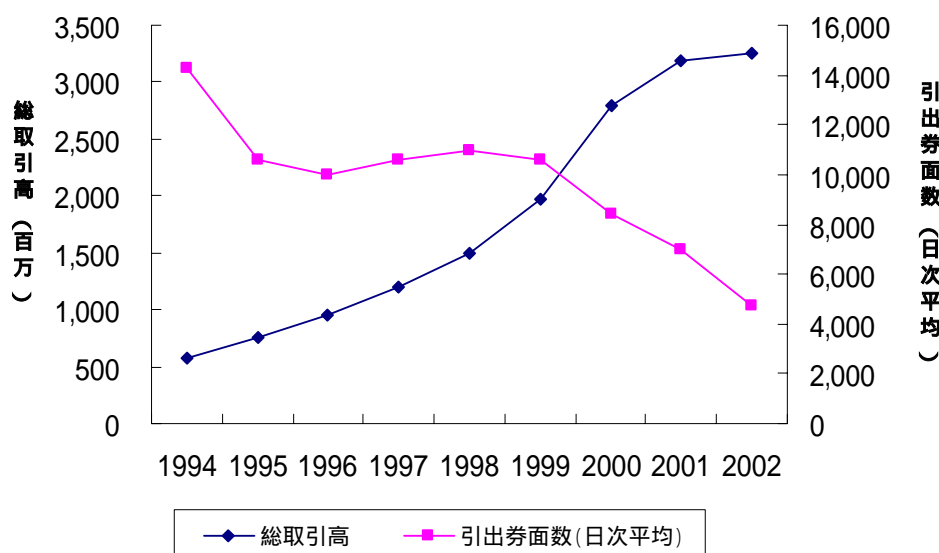
また、2001年まで年間に平均170万の券面が窃盗や紛失、破損にあった。最近では、最良の年だった2002年度でも、75万券面、最悪だった2001年度は250万券面が喪失した²という。2002年度の19万券面の代替コストは約5,000万ドルにも上るものである。これらは、無券面化の実現により回避可能なものであり、最終的に投資家のコストとして負担されることは許容されるべきではないとされている。グローバルに見ても、2003年1月に公表されたG30の勧告において、第1のリコメンデーションとして、「紙ベースの現物証券の発行、使用、移動、保有を速やかに排除すべき」という内容が挙げられており、SIAはこれに賛同する姿勢で、無券面化を進めている。

また、無券面化の進展は、投資家によるコーポレート・アクション手続きの迅速な処理などにつながるものであり、STP化という観点からも、重要な取組みと言える。

(2) 株券の不動化・無券面化の進展状況

米国における不動化・無券面化への取組みは、1969年のペーパークライシス以降、長年にわたって継続されてきたものである。【図表1】に、DTCCにおける券面の総取引高と名義書換時の引出券面数(日次平均)の推移を示す。総取引高の増加する中、券面の引出しは1994年時点の約14,000件から、現在は、その1/3程度の水準(4,755件)へと、着実に減少していることが分かる。また、大券化などを通じて、DTCに預託される券面数も、1990年の3,000万件超から、現在では、510万件と、実に1/6の水準まで、削減されている【図表2】。

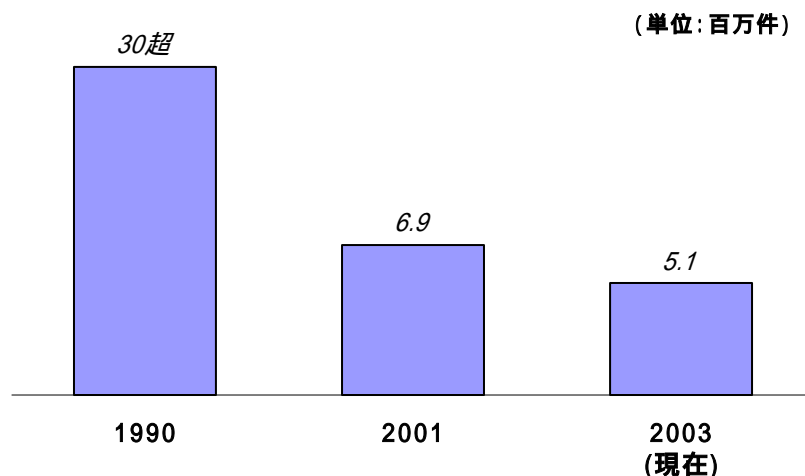
【図表1】 名義書換時の引出券面数と総取引高推移
(1994-2002)



(出所)DTCCの資料をもとに野村総合研究所が作成

² 2001年は、世界貿易センターのテロ攻撃により、約160億ドル相当の現物券面が喪失している。

【図表2】 DTC 預託券面数推移



(出所)DTCCの資料をもとに野村総合研究所が作成

しかしながら、無券面化については、投資信託や債券などで進められてきたものの、株式については、発行体が多岐に渡ることや、担保、寄付・寄贈用³に券面を必要とする投資家への対応などが課題であった。

このような状況下、無券面化に大きく貢献しているのが、DTCCのDRS(Direct Registration System、電子記帳方式)や、NFE(Networking for Equity)である。

DRSは、DRS適格証券に関する直接の電子記帳登録を、投資家の名前において名義書換代行機関のブック上に行うものである。ここでは、DTCCがコミュニケーション・ハブとなり、名義書換代行機関上の投資家名義と証券会社名義間の電子的な株式の振替を可能にする。また、その振替処理に伴うリスクの削減のため、名義書換を保証する1件あたり300万ドル(約3.6億円)からの保険を掛けることも可能(Profile Surety Program)となっている。

一方、NFEはNetworking for Mutual FundsとDRSの機能を基に作られた、既発行株券を無券面化するためのものであり、現在、パイロット・サービスが提供されている。もともとは、制限内容が券面上に印刷されているために現物券面保有の比率が圧倒的に高い、譲渡制限付証券⁴の電子記帳化を促すものとして開発されたが、目下、譲渡制限付証券以外にも、その適用範囲を拡げられようとしている。

DRSとNFEの違いは、DRSでは、投資家はその名義書換を指示することを前提としているのに対し、NFEは証券会社が代理人となって、名義書換代行機関への指示を行えることである。そのため、顧客との多様なリレーションシップを深めたいとする証券会社に対して、サービス利用の大きなインセンティブを与えているといえよう。

³ 米国では株式をプレゼントとして送付するような慣習も存在している

⁴ 公開前に購入された私募証券や従業員持ち株会の株券など

(3) AT&T における株券の無券面化

1999年以來 DRS を利用していた AT&T は、2002年11月18日の株式併合を契機に、すべての株式を DRS に切替え、完全無券面化を実施した。

旧株を廃止し、新株に切り替える必要があったことに加え、NYSE が規則変更により完全な無券面化への移行を認めたこと、また、以前からの DRS 利用により、その利点を十分に理解していたことなどが、この決定を促したとされている。

AT&T は、流通する 270 万の株券のうち、極少数を除いて市場から現物券面を回収し、電子的株券の権利を株主に付与した。切替え前に流通していた 270 万株券の 40% が発行から 20 年以上経過した古い株券で、また、全体の 30% が 10 株以下の小口の株券という状況であった。

無券面化では、しばしば単純に券面の印刷・郵送等にかかる費用が議論されるが、そのようなコストは AT&T において、年間平均 10 万ドル(約 1,200 万円)程度であった。一方、上記のような様々な券面が存在する中、コーポレート・アクションに伴う旧株券の回収等にかかるコストは多額であり、無券面化によるコスト削減効果は約 1,500 万ドル(約 18 億円)にもおよぶ。

なお、無券面化の実行に伴う課題として、株券を電子化した際の寄付 / 贈物等への対応方法の構築、また、株主からの苦情対応などが挙げられた。苦情については、名義書換代行機関による一次対応の結果、AT&T が直接対応せざるを得なかった相手は、250 件と少数に抑えられた。

米国の大企業である AT&T が下した決断は、未だ無券面化を実現していない企業にとって、大きなインパクトを与えたといえる。実際、AT&T は、他企業からも無券面化に関する問合せを受けている状況にあり、今後、米国内の他の発行体にも同様の動きが広まっていくことが期待される。

(4) これからの無券面化

米国では、投資家からの要求があった場合の現物券面供給を規定している州が 7 つ⁵存在し、現在も無券面化を進めるための障壁となっている。DTCC の関係者からも、無券面化を規制変更によって実行することは容易ではないとの発言が聞かれた。しかし、DRS や NFE の利用メリットについて関係者の理解を得てゆくことや、券面引出時の手数料を高額とする金銭的な逆インセンティブ導入などにより、無券面化を達成するというような強い意志も示されており、今後も精力的な取り組みにより、米国の無券面化は着実に進展していくことが期待される。

現在、日本でも、2009 年までに株券不発行制度への移行を図るための中間試案が公表されるなど、無券面化の更なる進展が見込まれている。企業再生のための M&A (企業合併・買収) や事業提携など、様々な手法の活発化が想定される日本の発行体にとっても、株式併合というコーポレート・アクションのコストへの対応が動機であった AT&T の事例は、コスト削減やその取り組み姿勢といった点で、参考になる事例といえるのではないだろうか。

⁵ 特に、デラウェア州では、税制上の優位からペーパーカンパニーが多数存在しており、無券面化の大きな課題として認識されている。なお、NY 州法は現物券面の発行を要求していないことから、AT&T (NY 州の企業) の無券面化の実現が可能となった。

2. 機関投資家取引のSTP化に向けた取組み状況

(1) 機関投資家取引におけるSTP化の検討

機関投資家取引全体の取りまとめ役である機関投資家取引小委員会(Institutional Over Sight Committee)は、2002年秋のカンファレンス以降、下記のような取組みを実施した。これは、実務を担っている商慣行・照合導入小委員会(Code of Practice)および、標準・行為規範小委員会(Business Practices & Matching Implementation)とともに取り組まれたものである。各小委員会では、個別具体的な検討がなされており、機関投資家取引全体のSTP化に向けた着実な進展がうかがえる。

また、機関投資家取引小委員会は、8月にはその役割を全うし、一旦活動を終了する予定⁶であるなど、STP化に向けた活動は、より実務者側にバトンタッチされつつある。これも、その順調な推移を示しているといえよう。

その一方で、資産規模や対象商品(資産)の異なるバイサイドの参加促進という、いまだ解決されていないビジネス面の課題の存在も指摘されている。STPプロジェクトを推進する中、バイサイドの運用機関がSTP化の推進に賛成していないとの見方や、以前の白書では小規模運用機関の意見が反映されていないとの意見である。今後、機関投資家取引のSTP化を一層促進するためには、そのような疑念を払拭する必要がある。

- ・ 照合に対する規制バックグラウンドのレビュー
米国には、すでに照合に関する規制が整っているとの認識から、更なる規制や、STPに対する規制による義務付けは必要ないとの結論に達した。
- ・ ITPCモデル⁷に関連する未解決課題等への取組み(商慣行・照合導入小委員会)
プライムブローカレッジ⁸やWI取引⁹など、照合システム(MU)を活用したプロセスが明確でない個別課題に対し、具体的な推奨方針を示した。
- ・ 機関投資家取引の標準・行為規範の開発(標準・行為規範小委員会)
現在の環境下(T+3)の最低限の対応必須事項として、以下の5つの基準を示し、T+3環境下における次なるステップを、レベル2¹⁰照合の実現とした。(レベル1照合については、T+1環境下の目標)また、6月末を目標に、機関投資家の標準・行為規範マトリックスを完成させる予定である。

⁶ 機関投資家取引小委員会の活動は、商慣行・照合導入小委員会および、標準・行為規範小委員会により継続される予定。

⁷ 米国の機関投資家取引の処理フローモデル。

⁸ 証券会社が、主にヘッジファンドなどの機関投資家に提供しているカストディ・清算などをセットにしたサービス。

⁹ 発行前で、決済日が設定されていない証券の取引。

¹⁰ レベル2の照合では、証券会社および機関投資家間で2度の照合が必要。(1度目は売買手数料等を含まないグロスの約定通知(NOE)で照合。その後、口座配分済のNOEで照合。)レベル1はこれらを1度に完了する。

取引相手と協働し、最終金額アロケーションの取引日当日(T)の電子的送付を実現
 照合システムを利用し、約定承認プロセスを不要にする
 取引日当日(T)の95%以上の約定承認率を実現
 標準プロトコル/メッセージの採用
 企業間に共通の取引後処理環境への移行

(2) バイサイドの取組み状況

バイサイド小委員会では、そのような見方・意見に対し、各運用機関の STP に対する見方、優先順位、課題を探り、意見を収集する必要があるとの認識に基づき、間もなく白書の公表を予定している。カンファレンスでは、その中間報告として、運用残高が 50 億ドル(約 6,000 億円)未滿から 500 億ドル(約 6 兆円)超、運用対象資産が株式や債券、デリバティブ、為替であるなど、規模や運用内容が多岐にわたる 18 社の運用機関への暫定的なインタビュー調査結果を公表した。

それによれば、全ての機関が SIA の方針の本質的な部分に対し賛同しているものの、STP の理解や照合システムへの取組みには、下記のようなバラツキがある。

- ・ STP の対象範囲
 - 一般的に STP の対象範囲は、執行前の投資意思決定からリコンシリエーション(バックオフィスでの突合)までと理解されているが、顧客セールスから顧客へのレポートイングまで、幅広く捉えている機関も存在した。また、中にはコーポレート・アクションなど関連取引処理まで定義を拡大している運用機関も存在する。
- ・ 対応レベル
 - 6 社(33%)が、取引日(T)の100%電子的な承認、4 社(22%)が取引日(T)の100%電子的な口座配分が達成間近であると回答¹¹する一方、照合を証券会社やカスタディー銀行に頼ることが、STP 化のボトルネックになっていると回答した機関も 6 社(33%)存在する。
- ・ 照合システムへの取組み
 - 6 社(33%)が、米国株式での照合システム採用を検討もしくは実行していると回答している一方、いくつかの運用機関は、既にブローカーとの個別接続などにより、一定レベルの STP 化を実現しているため、方法を変更するインセンティブがない¹²と回答している。なお、債券取引については 5 社(28%)、グローバルな取引は 4 社(22%)が、標準的なソリューション提供が必要と感じている。

SIA のカンファレンスに参加するような運用機関は限られており¹³、STP 化への理解は、資産運用業界に十分に浸透しているとは言い難い。また、米国には、運用会社が約 7,600 社存在し、そ

¹¹ Omgeo の OASYS / OASYS Global ユーザ、もしくは手作業でも取引日時点の迅速な処理が可能な、小規模の運用機関

¹² STP 化対応がなされている運用機関が MU に移行する際に、自社の ROI が課題となる

¹³ 中～大規模の参加がほとんど(小規模な運用機関はほとんど参加しない)

のうち預かり資産が100億ドル(約1.2兆円)未満の運用会社が6,600社以上存在すると言われており¹⁴、上記のようなパラツキは、当然のこととも考えられる。しかし、機関投資家取引のSTP化促進には、運用機関の理解・意識の統一が必要であることも、また、事実である。

実際の調査結果により、運用機関の意識や理解、具体的な懸念、優先事項を明確化したという点で、バイサイド小委員会の取組みは十分に意義深いものであったといえる。

(3) 機関投資家取引のSTP化促進に向けて

個別具体的なSTP化の検討が進む機関投資家取引であるが、バイサイドについては、引き続き何らかの対応が必要なことが明らかとなった。

しかし、重要なことは、具体的な取組みの方向性が示されつつあることである。

運用機関全体の理解・意識統一には、バイサイド小委員会が中心となり、各機関との情報共有や、継続的な教育を行うなどの対応が考えられる。また、バイサイドの懸念事項や優先事項に対しては、セルサイドや照合システムプロバイダーなど、関連団体が、各プロジェクトの範囲を柔軟に調整するような対応も可能であろう。

バイサイド小委員会の白書公表により、より具体的な取組み課題が明らかとなる。これに対し、各参加者が適格なアクションを実行することで、機関投資家取引のSTP化促進が期待されよう。

<参考> バイサイド小委員会のその他の調査結果(抜粋)

様々なプロバイダーとの接続の必要性から、代表的なSTPプロジェクトの第1位には、データハブ・ミドルウェアの装備が挙げられた。一方、STP以外のプロジェクト上位には、トップラインの成長(市場シェア・販売促進)やコスト削減が並ぶなど、競争が激化する中、運用機関各社が戦略的な投資を優先する状況が見て取れる。

代表的なSTPプロジェクト

1	データハブ・ミドルウェアの装備	7社(39%)
2	OMS ¹⁵ の装備およびアップグレード	6社(33%)
3	コーポレート・アクションの自動化	3社(17%)
3	新規口座開設対応の自動化	3社(17%)
3	外部コミュニケーションの迅速化	3社(17%)

代表的なSTP以外のプロジェクト

1	コンプライアンス(規制対応・会計対応)	6社(33%)
1	トップラインの成長(市場シェア・販売促進)	6社(33%)
3	コスト削減	5社(28%)
4	ビジネス・コンティニュイティ(業務継続対策)	4社(22%)
4	コンプライアンス(投資ガイドライン対応)	4社(22%)
4	ポートフォリオマネジメントプロセスの改善	4社(22%)

¹⁴ SIA 資料による

¹⁵ Order Management System. 運用機関のフロント業務の一部をサポートするシステム。

3. STP 化は継続的な活動

(1) SIA と TBMA の協働

米国における STP 化への取組みは、SIA が業界全体の取りまとめを行うことで、一致団結して進められてきたという印象が強い。

その一方で、今まで SIA が株式取引に係る STP の推進に注力する中、TBMA は債券取引に注力するなど、その活動が資産ごとに分断されるという課題も存在していた。

これに対し、SIA は TBMA との協働により、各プロジェクトの直近の状況をまとめた小冊子¹⁶を作成し、2003 年 5 月に開催したカンファレンスで公表した。各参加者の STP 全体像の把握・理解を施すためには、STP に係るすべての情報を一ヶ所に集中した方が効果的との認識に基づいたものである。この小冊子には、主に以下のような内容が含まれている。

SIA と TBMA の組織とプロジェクトの背景

STP トップ 10 プロジェクトとそのタイムライン / マイルストーンなど

STP トップ 10 プロジェクトの詳細と委員会組織図と委員会の目標

STP 達成済項目の総覧(前回のカンファレンス以降)

情報入手先への Web リンク

< STP のトップ 10 プロジェクト >

STP のトップ 10 プロジェクト	SIA	TBMA
1. 機関投資家取引照合モデル(ITPC)		
2. コモン・メッセージ・ハブ		
3. 業界技術標準		
4. リファレンス・データ		
5. 無券面化		
6. 支払手段の電子化		
7. 証券貸借		
8. コーポレート・アクション		
9. DTCC 業者間取引プログラム		
10. 規制変更		

各金融機関はそれぞれのプロジェクトに対し、個社状況を把握したうえで、個々のビジネス・ケースを確立することが求められている。

¹⁶ STP Program Update Key Project Deliverables. SIA と TBMA の協働により作成された(下記 HP 参照)。
(<http://www.sia.com/stp/pdf/UpdateProjectDeliverables.pdf>)

(2) STP化は継続的な活動に

SIAでは、2002年7月18日以降、各小委員会のSTPプロジェクトを数ヶ月単位の個別タスクに分割し、着実な取組みを実行してきた。小規模のタスクが活動の中心であることは、STPプロジェクトが、議論や全体の計画を行う段階から、実際に開発を進める段階に移行したことを示している。

また、それぞれのタスクの成果は、2003年と2004年を通じて公開される予定であり、2004年6月時点のSTP化達成レベルは、各タスクの進捗状況に応じて測られることになる。

例えば、機関投資家取引委員会では、取引日における100%取引承認率(または照合)を目標としているが、現時点の承認率は20%程度であり、90%代後半を確保した場合に、達成したとみなされる。

これは、2004年6月が、STP化の一つのゴールである反面、その通過点でしかない、とも捉えられる。SIAは、それを理解した上で、各プロジェクトの期日を明確にし、マイルストーンに沿った取組みを継続することで、着実な歩みを進めている。また、その歩みの中でも、TBMAとの協働に見られるような、参加者の目線に沿った対応を行い、STP化を促進するためのより効率的な方法を模索している。

STPは進化であり革命ではない。これは、達成したと思った時点で、新たなソリューションの出現などにより、より効率的なSTP化が実現可能となる可能性を示している。近年のテクノロジーの進化からすれば、これは、決して驚くべき指摘ではない。

STP化は急激な変化を伴うような改革ではなく、効率化に向けた継続的な活動と言える。

<参考> その他の取組み(抜粋)

コモン・メッセージ・ハブ

TBMA によって計画されている様々なプロバイダーの異なる規格の債券取引に係るメッセージを橋渡しする仕組み。来年の第2四半期に向けて、具体的な内容が検討されている。TBMA がシステム・ベンダーあてに送付した RFI(情報提供依頼書)は TBMA の Web サイト¹⁷に掲載されており、ベンダー数社が RFI に回答を寄せている。

証券貸借・コーポレート・アクション(CA)

FAX 等の手作業が主体となっている証券貸借のリコール処理を自動化する仕組みである ARMS(Automated Recall Management System)、および貸手と借手の間に位置する共同ハブとして機能する DTCC のユニバーサル・ハブにより、証券貸借業務の効率化が進められる。ARMS は、STP プロジェクトの直近の成果であり、現在、ベンダーおよび金融機関が、移行プロセスを進めている段階にある。

また、CA のライアビリティ通知(権利請求)に関しては、米国でも手作業が大部分を占めている。これに対し、DTCC は、現在、業務の効率化を目的として、ユニバーサル・ハブという自動通知システムの開発を進めている。また、4月に米国内で試験的な運行を開始した CA サービスについては、グローバルな展開(GCA: Global Corporate Action Service)を計画している。なお、アジアでの展開予定は2003年11月である。

DTCC 業者間取引プログラム

- ・ 業者間取引のネットिंगのための仕組みである CNS(Continuous Net Settlement)システムの再設計が行われている。7月11日まではフェーズ1のテスト中。リアルタイムのネットिंगが可能となるフェーズ2については、2004年7月が予定されている。
- ・ 証券会社における証券決済の総合的な改善(引渡しの順序やタイミングが管理可能となる)を目指した IMS (Inventory Management System)の構築が進められている。実用化時期については、フェーズ1を2003年9月、フェーズ2は2004年第4四半期を予定している。
- ・ DTCC の子会社で、財務省証券やモーゲージ証券等の清算を行っている FICC (Fixed Income Clearing Corporation)は、社債・地方債・単位型投信を含む全ての業者間取引を対象としたリアルタイム照合システムである RTTM を開発中である。来年には社債や地方債等への適用が予定されている。

本レポートは、日本証券業協会証券決済制度改革推進センターからの委託に基づき、(株)野村総合研究所金融ナレッジ研究部が作成したものである。

¹⁷ RFI については、TBMA の HP を参照のこと。

(http://www.bondmarkets.com/eCommerce/STP_Common_Message_Hub_RFI.pdf)