

II. 資本市場インフラ編

1. クロス・ボーダー決済実務の現状と課題

吉田 聡*

1. はじめに

我が国金融資本市場の国際競争力強化、特に、アジアにおける中核市場としてのステータスの向上は喫緊の課題であり、2008年2月23日開催のアジア・ゲートウェイ戦略会議（首相官邸）で報告されたNIRA研究会報告書²等の提言に記された通り、我が国金融資本市場の国際標準化をはかりつつ、官民レベルでアジア各国との対話を深め、ビジネス面・インフラ面の連携を地道に強化していくことが必要である。

近年、我が国の決済システムのレベルアップは著しく、2009年には株券まで含めた主力商品の完全ペーパーレス化が実現する見通しであるが、アジアに貢献できる中核市場としての位置付けを日本が本気で目指すならば、決済システムを含め我が国の市場インフラ全体の効率性・安全性を一層追求し、欧米に劣らないコスト競争力の確保を目指していくことが重要であると考えられる。

そのためにはビジネス中心の取組として、日本物の海外取引を拡大させ海外（特にアジア）投資家の取込をはかる（これによりマザー市場たる日本市場の取引の厚みを増やす）、あるいは逆に、アジア物の日本市場における取引を拡大させ豊富な金融資産を有する国内投資家向けに品揃えの充実をはかる、といった取組が必要と考える（いわゆる「クロス・ボーダー取引」

の拡大）。

コスト競争力向上とビジネス拡大はいわゆる「ニワトリと卵」の関係にあると考えられ、一旦動き出せば相乗的な効果をもたらすものと考えられる。しかし、誰かがキックしないと動き出さない関係でもあるため、我が国だけでなく、アジアの金融資本市場関係者、行政当局が問題意識と共通理解を持ち合い、具体的に動き出せるようなポテンシャルを確保する必要があるだろう。

各国の市場慣行・取引および決済システムは各国特有の事情により様々であり、海外投資家や外国証券の取込を直ちに拡大させることは容易ではない。また、クロス・ボーダーの証券決済は様々なパターンがあるため理解が難しく、各国の多数の当事者における課題を調整または吸収し、コストを抑える仕組みを具体的に構築していくことも容易ではない。本レポートはクロス・ボーダー証券取引の多様な類型と認識されている課題を整理しつつ、クロス・ボーダー取引インフラ、および（国内外の接続性向上の観点で）国内市場インフラにそれぞれ望まれる要件を考え、共通理解の一助になることを目指すものである。

2. クロス・ボーダー取引の定義と分類

(1) クロス・ボーダー取引の定義

「クロス・ボーダー取引」は直訳すると「国境

* 大和証券SMBC(株) IT統括部部長

1 本稿の内容は筆者の個人的見解であり、大和証券SMBCの正式見解ではない点、ご留意いただきたい。

2 <http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/180/186/pdf/01ver2.pdf>

<表1：本稿におけるクロス・ボーダー証券決済の分類>

取引分類		説明	日本国内の口座保有		海外の口座保有形態		
外国証券取引（対外証券投資）			(下層) ←————→ (上層)				
			国内加トディア (含証券会社)	国内 CSD	現地加 ト・ NCSD 型	ICSD ダ・ル外 型	加ト・現地 預託機関 型
国内店頭取引	証券会社相手の相対取引	○	▲	○	○	○	
海外委託取引 (外国取引)	証券会社に現地市場での取引を委託する取引	○	▲	○	△	▲	
国内委託取引	証券会社に国内上場外株の取引を委託する取引	○	○	○	○	○	
海外決済取引	業者間取引および機関投資家取引による海外決済	○	▲	○	○	▲	
非居住者取引（対内証券投資）			(上層) ←————→ (下層)				
			国内 CSD	国内加トディア	グローバル・加トディア		
海外現法取引	海外市場で国内証券会社の現地法人相手に行なわれる取引	-	○	○			
ダイレクト取引	海外投資家が国内市場に直接発注し国内で保管・決済を行なう取引	○	○ (含証券会社)	○/-			
預託証券			日本国内		海外		
国内預託証券 (e.g. JDR)	国内投資家による預託証券形式の対外証券投資	国内預託証券として国内株式と同様に取引・決済		(現地原株保管銀行)			
海外預託証券 (e.g. ADR)	海外投資家による預託証券形式の対内証券投資	(国内原株保管銀行)	海外市場で現地預託証券として取引・決済				

凡例：○一般的、△例外的、▲なし（理論的にはありうる）

を跨いで行われる取引」である。国内³投資家が国内証券会社等を通じて外国証券を売買するケース（外国証券取引）、海外投資家が本邦市場で発行される国内証券を売買するケース（非居住者取引）等が該当する。

なお、国内企業の海外現地法人が海外市場で（現地の投資家として）行う取引については、本稿においてクロス・ボーダー取引の対象にしていない。あくまで投資家が属する国に証券取引口座が存在するケースをここでは想定している。

東証の外国株市場等の取引等、発行者の属する国以外で上場するケースは「クロスエクスチェンジ」取引と呼ばれ、投資家の取引・決済は国内完結となり、狭義の「クロス・ボーダー

取引」に該当しないとも考えられる。しかし、国内投資家による「外国証券」への投資という点では「クロス・ボーダー」であるので、本稿においては検討の対象としたい。DR（預託証券）についても同様に考え、検討の対象としている。

なお、外国証券は発行地が国外であるものとし、いわゆる「サムライ債（円建外債）」のように国内発行となるものは、取引・決済は国内物と同一であるため、本稿の対象としていない。当該サムライ債を非居住者が売買する場合はクロス・ボーダー取引として考えることになる。

3 本稿では、「国内」は「日本国内」を意味する。「海外投資家の国内市場投資」は非居住者による日本物への投資と理解いただきたい。

＜用語説明＞

カストディアン (グローバル・カ ストディアン)	投資家の代理人として証券や資金の管理業務（カストディ業務）を行なう。常任代理人とも言う。日本では大手都銀・信託銀行がカストディ業務を行なっている。海外ではステートストリート、JPモルガン・チェース、シティバンク等が有名であり、規模のメリットの観点で集約化が進んでいる。カストディアンが国際的に業務展開し、各国の決済システムに直接もしくは（現地カストディアンを通じて）間接的に参加することにより、多数の外国証券の決済を可能としている場合は、「グローバル・カストディアン」と呼ばれている。上記の海外のカストディアンが該当する。
CSD (NCSD) (ICSD)	“Central Securities Depository”（証券集中預託機関）。参加者（証券会社・銀行等）口座間の決済を行う。券面ある有価証券については券面預託に伴う集中保管が行われる。その国を代表するCSDはNCSD（“National CSD”）と呼ばれる。国際的に業務展開しクロス・ボーダーの決済システムを提供する場合はICSD（“International CSD”）と呼ばれる。
預託機関 (保管機関)	発行された証券の保管・管理を行なう会社。この点CSDも預託機関たりうるが、本稿ではCSD以外の銀行等が券面保管を行なう場合を指している。

(2) クロス・ボーダー証券決済の分類

クロス・ボーダーの証券決済は、多様な取引手法、各市場における証券の保有形態の違いから、様々なパターンが考えられ、一概に説明することは困難である。代表的なパターンに絞って説明することは可能であるが、それでは既存の枠組みを述べるに留まり、本稿の目的にはそぐわない。

日本の国内投資家が行なう取引手法（店頭取引、海外委託取引、国内委託取引、海外決済取引）の違いは、主に国内関係者の構成と役割に関連するものである。海外での決済が発生する／しない等の違いがあっても、海外市場における証券の保有形態に大きく左右されるものではないと考えられる。また、海外の証券の保有形態の違い（後述）は海外市場の特性（歴史的経緯等）に基づくもので、基本的に国内の保有形態に影響を与えるものではないと考えられる。理論的にはどの海外市場の外国証券であっても、国内のいずれの取引手法も選択可能である。

つまり、国内の保有形態は国内の取引手法、海外の保有形態はその市場特有の事情により概ねパターン化が可能であり、外国証券取引の分類は、それらの組合せとすることが可能であると考えられる。実務上は外国証券の種類や海外

市場の違いにより、国内の取引手法は絞られるようであり、全ての組合せが実務として行なわれている訳ではない。

なお、逆向きとなる非居住者取引については、取引方法の違いにより整理することが可能である。また、DR（預託証券）については、これまで日本株式を海外上場させるパターン（e.g. ADR＝後述）の他、海外株式を日本市場に上場させるパターン（JDR＝後述）の実現が目ざされており、双方向のパターンとなる。以上の考えに基づき、クロス・ボーダー証券決済のパターンを整理すると、下表ようになる。

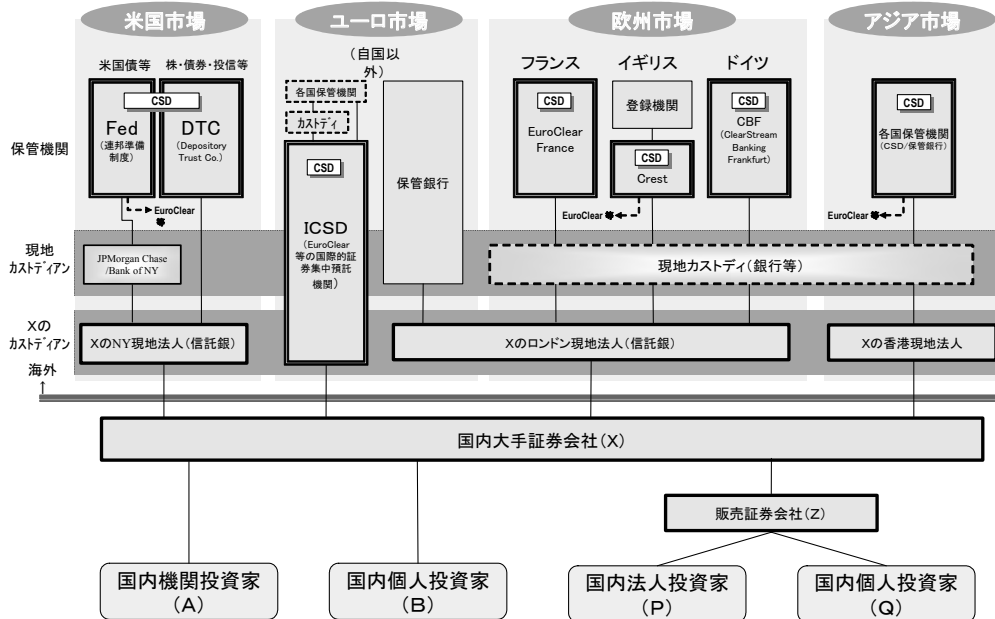
3. 海外の証券保有形態

国内投資家が国内証券会社を通じて行なう外国証券投資における、保有構造の代表例を図1に示す⁴。

ここでは投資家が国内証券会社を国内カストディアンとして利用（保護預り）しているケースを例示している。投資家が個人や事業会社の場合、このように国内証券会社を通じて外国証券投資を行うケースが多い（投資家は購入先の証券会社にそのまま預託する）。機関投資家の場合は自社が指定する国内カストディアンを用

4 図1は国内大手証券会社での取扱を例にしており、また、外国証券取引の全てを網羅している訳ではない点、ご留意いただきたい。

<図1：国内証券会社における外国証券取扱いの概念図（例）>



注)上図はすべてのケースを網羅していません。また、国内取引所外国株券振替決済制度は省略

いるケースが多い。なお、国内委託取引（後述）は、国内証券会社または国内カストディアンから取引所の指定する国内CSDを介して海外にリンクする形になる。

ここで、外国証券の海外（現地）での保有形態について図1を基に分類すると以下のように整理される。

(1) 現地カストディアン・NCSD型

現地CSD（NCSD=National CSD）を頂点とする証券保有構造となる外国証券の場合、現地における証券管理を現地実務に習熟した現地カストディアン（サブ・カストディアン）が行なうことが一般的である。（ユーロ市場を除き）多くの外国証券の現地保有構造はこのパターンである。

<特徴>

① 国内カストディアンは現地カストディアンに口座を保有

国内カストディアンは国境を越え現地カストディアンに口座を有する。国内カストディアン（国内証券会社）は当該現地カストディアン⁵に保管の（再）委託を行うことになる。

② 現地カストディアンはNCSDに口座を保有
 現地カストディアンは現地NCSDに口座を有し残高を有することで重層型証券保有構造が構成される。なお、現地カストディアンが複数（直列）となるケースもある。

(2) ICSDダイレクト型（ユーロ債タイプ）

ユーロ債等はEuroclear等の国際的CSD（ICSD=International CSD）が発達しているため、現地カストディアンを介さない保有構造となるケースが多い。

5 国内大手証券の場合、欧米であれば当該証券会社の現地法人が現地カストディアンとなるケースが多い。

<特徴>

① 国内カストディアンはICSDに口座を直接保有

国内カストディアンが大手証券会社・銀行の場合、多くはユーロクリア等のICSDに直接口座を有しており、国内から決済指図を行なうことが可能である。直接ICSDに口座を持たない場合は、大手証券会社や都銀等を通じて間接保有するケースもある。

② ICSDはCSDと同等の決済を行う

ICSDは券面を保管しておらず、現地預託機関（CSDや保管銀行）に預託された券面に対する権利を有する。つまり、券面は現地預託機関で不動化され、ICSDがCSDと同等の決済を行っている。日本国内でもICSDの端末等を利用可能であるため、（時差の問題を除くと）円滑な決済オペレーションが可能になっている。

(3) カストディアン＝現地預託機関型（ユーロ債私募タイプ）

流通を前提としない私募のユーロ債については、保管コスト削減等の理由により、ICSDを利用せず、また、現地NCSDも利用せず、国内カストディアン（この場合、国内証券会社）の指示に従い特定の現地預託機関のみで保管・管理するケースも見受けられる⁶。オーダーメイドの私募債（仕組債）等でこのような形態が存在するようである。

4. 海外市場における決済制度の現況

欧米ではCSD（証券集中預託機関）が発達しており、連携も盛んである。市場間競争のためには決済の効率化が必須であり、市場関係者が長年にわたり柔軟かつドラステック⁷に取組んできた結果であると考えられる。

(1) 米国の決済システム

米国においては、財務省証券、連邦機関債（フリディ・マック、サリーメイ）、国際機関債は、Fed（連邦準備制度）がCSDとなり、最上層のブックエントリーを管理している。Fedの参加者は銀行のみに限定されているため、証券会社は銀行経由で間接的に決済システムに参加している。ビジネス競争の結果、大手カストディ銀行2行（決済効率を高める役割を担っており、クリアリング銀行とも言われる）に実質的に決済は集約されており、証券会社は銘柄によりいずれかを利用する形になっている⁸。それ以外の証券（社債、株式、投信等）については、持ち株会社DTCC（“The Depository Trust and Clearing Corp.”）傘下のDTC⁹（Depository Trust Co.）がCSDとなり保管およびDVP¹⁰決済を行っているが、同じくDTCC傘下にNSCC（“National Securities Clearing Corp.”）等の清算機関が存在し、CCP¹¹として債務引受・ネットティング決済を行っており、決済の効率性・安全性の向上を果たしている。我が国の清算・決

6 この場合、NCSDやICSDを利用していないために、別のカストディアンを利用する投資家との決済を円滑に行うことは困難であると考えられる。転売の可能性がゼロでないならば、私募であってもユーロクリア等のICSDを利用することが望ましいと考えられる。

7 欧州委員会や業者団体等が日常的に資本市場の効率化に向けた提言・要望活動を行っている。

8 証券会社はFICC（“Fixed Income Clearing Corp.”：DTCC傘下の清算機関）の利用も可能であり、RTTM（“Real-Time Trade Matching”：約定照合システム）等のインフラも整備されている。

9 NY州銀行法に基づく限定目的の信託銀行であり、200万以上の銘柄を扱っている。

10 証券決済と資金決済が相互に結び付けられ取りはぐれない決済。一件ずつ即時にDVP決済する方式をRTGS（“Real-Time Gross Settlement”）と言い、Fedや日銀の国債決済はこの方式である。日本の保振機構の株式決済やDTCの決済は、証券は一件ずつ、資金はまとめて（ネット）決済する方式であり、予め差入れられた担保や基金に基づき決済機関が履行補償を行う形で、DVP決済が実現されている。

11 “Central Counter Party”：決済当事者（参加者）の間に入り債務引受を行うとともにネットティングを行うことで、決済額の圧縮およびリスクコントロールを実現する。参加者は担保や清算基金を提供する必要がある。

済システムは米国をお手本（モデル）として発展してきたが、効率性の観点では米国の域に達していない¹²。

(2) ユーロ市場の決済システム

「ユーロ市場」はユーロ地域の市場ではなく、特定の国を発行地としない「国際的金融資本市場」の代名詞であるが、取引は主にロンドン、決済はICSDであるEuroclear（ブラッセル）またはClearstream（ルクセンブルグ）で主に行われている。ICSD自体は証券の保管は行わず、発行された券面（通常、大券1枚）は発行地の現地預託機関（主に発行代理人たる銀行）に預託され、預託証券に対する口座管理はICSDが行う仕組みとなっている。

ClearstreamとEuroclearは発祥の経緯が異なり競争関係にあるが、互いに決済リンクを構成しており、EuroclearをICSDとして発行されたユーロ債であっても、Clearstream利用者がClearstreamシステムから決済指図を行なうことが可能である。

また、ICSDはユーロ市場のみをターゲットとして発行した証券だけでなく、現地ローカル市場とリンケージを構築し、いわゆる「グローバル物」の取引を可能にしている。具体的には、米国FedをNCSDとして発行される「世銀グローバル債」については、Euroclear決済が可能であり、ユーロ市場のインフラで取引が可能である。

(3) 欧州市場の決済システム

欧州各国は各国内に清算・決済機関が存在するが、国際的な連携・統合が進んでおり、フランスのSICOVAMやイギリスのCRESTといったNCSDは、現在、ICSDであるEuroclearに経営統合されグループ企業となっている。さらに

システム面での単一プラットフォームへの移行が進められている。また、ドイツのNCSDはICSDであるClearstreamの傘下にある。欧州委員会や各国規制当局、主要参加者もEU域内の証券決済システムの効率化に積極的であり、全体的に現実性の高い取組みとなっているように思える¹³。

なお、最近は取引所の国際的な連携・統合も進んでおり、欧州域内のみならず、欧・米間の統合も実現（ニューヨーク証券取引所とEuronext）しており、クロスエクスチェンジ取引により、さらに決済機関のボーダーレス化が進むと考えられる。

このように欧米市場は域内のみならず大陸間でもボーダーレス化が進展中という状況にある。

(4) アジア市場の決済システム

アジア市場は欧米のようなボーダーレス化が進展していない。それはアジアの主要各市場の規模が大きくなく、資本規制等のバリアが存在しているためであるが、単独で世界第二の市場規模を誇る日本の金融資本市場が国内市場に安住しアジアをリードして来なかった結果とも言えなくもない。しかし昨今のアジア経済の発展に伴いアジア金融資本市場の発展が見込まれるため、各国の国内市場の強化のみならずボーダーレス化のニーズが今後さらに強まることが予想される。

現在の証券保有形態は、CSDが整備されている国については欧米と同様であるが、現地カストディアンとなる現地金融機関が発達していないケースが多いために、実質的に欧米のグローバル・カストディアンが現地決済システムにおける有力参加者となっている。したがって、決済分野では欧米の金融機関がプラットフォームの一翼を担っているのが現状であろう。

12 DTCは資金ネットリング決済が可能であるが、NSCCとの間で相互保証を行い、さらなる資金決済額の圧縮が可能である。また、両者は担保の相互保証を行っており、利用者は効率的な担保管理が可能となっている。

13 欧州中央銀行は2006年7月、欧州各国CSDの決済機能を集約し既存のRTGS資金決済システム（TARGET2）とリンクさせたDVP決済システムT2S（TARGET2-Securities）構想を提示した。現在、関係者でフィージビリティの検討が進められている。

<表1より抜粋>

種類	取引分類	説明
外国証券取引 (国内→海外市場)	国内店頭取引	証券会社相手に行なう相対取引
	海外委託取引 (外国取引)	証券会社に現地市場での取引を委託する取引
	国内委託取引	証券会社に国内上場外株の取引を委託する取引
	海外決済取引	業者間取引および機関投資家取引による海外決済
非居住者取引 (海外→国内市場)	海外現法取引	海外で国内証券会社の現地法人相手に行なわれる取引
	ダイレクト取引	海外投資家が国内市場に直接発注し国内で保管・決済を行なう取引

近年、日本は証券決済制度改革が進展し、DVP決済システムやペーパーレス決済法制、さらには投資家保護政策ではアジアで一日の長があると思われる。日本はアジア市場インフラのレベルアップと標準化にもっと貢献できるのではないだろうか。

5. クロス・ボーダー取引手法の類型 (DRを除く)

上記2のクロス・ボーダーの証券決済の分類(表1)は、取引手法の類型をベースに上記3の代表的保有構造パターンを組み合わせ整理したものである。順序は逆になるが、ここでは取引手法の類型について整理することとしたい。

(1) 外国証券取引

国内投資家が国内取引証券会社を通じて行なう外国証券取引については、国内法または口座契約等により規定されると考えられる。

日本においては、外国証券はペーパーレスの振替制度の対象となっていない¹⁴。証券会社経由で外国証券投資を行う場合、投資家は各証券

会社の定める口座契約である「外国証券取引口座約款」¹⁵への合意が必要であり当該約款にしたがって取引が行なわれることになる¹⁶。

当該約款には、発注・取引の基本ルールの他、保管・決済、株式や社債の権利(配当金、利金、分配金、議決権行使)についての取扱いが定められている。ここでは、「国内委託取引」と「国内店頭取引」および「外国取引」(海外委託取引)が定義されそれぞれの適用ルールが明示されている。

(補足説明I) 外国証券取引口座約款

昭和46年、大蔵省(当時)より「対外証券投資の自由化について」が公表され、外国証券投資の自由化に向けた検討が行われた。その後、48年2月に証券取引審議会(当時)が「証券市場の国際化に伴う証券関係法制の整備について」(報告書)を取りまとめ、外国証券投資スキームの法律上の枠組みが明示された。当該スキームに基づき「外国証券取引口座約諾書」が策定され、同年12月に日証協公正慣習規則(協会員たる証券会社の一般的取引ルール)4号におい

14 正確には「外国債券」は振替法の適用対象たりうるが保振機構が取扱いの対象としない限り振替社債にならない。また、「外国株式」はそもそも振替法の適用対象となっていない。これは、株式は共益権(議決権等)が重要であるが、共益権は発行国の法管轄となる可能性があり権利義務関係が不安定となる可能性があるため、振替法の立法に際し、適用対象外とされたため(高橋・尾崎「【逐条解説】新社債、株式等振替法」38頁)と考えられている。

15 日本証券業協会のモデル約款を参考に作成されているが、取引証券会社固有の事情により若干の内容の差異は見られる。

16 証券会社との取引は当該約款に従うが、買付した外国証券を取引証券会社ではなく投資家の指定する(国内)カストディアンに寄託する場合、当該外国証券の保管・決済はカストディ契約に従うことになる。

て当該約款の遵守が義務付けられている。

当該約款の法律上の枠組みは「混蔵寄託契約」に基づく契約であり、内容としては、投資家が証券会社に外国証券の保管の委託を行う場合、当該外国証券は混蔵寄託により当該証券会社に寄託され、当該寄託証券は証券会社名義で保管機関に寄託し、当該現地保管機関において当該国の諸法例及び慣行に従い保管されることになる。基本的に発行者との権利関係に着目し、発行国の属人国法という整理になっており、これまで約35年間ワークしているが、今まで実務上の大きな問題は生じていないと考えられている。

なお、混蔵寄託の法理によるため証券のモノ（券面）の存在が前提となっており、完全無券面の外国証券について、どのように適用できるか議論になることがある。

（補足説明Ⅱ）ヘーグ間接保有証券準拠法条約について

証券の保管および振替は、CSDと、カストディアン、証券会社等の口座管理機関（仲介機関）からなる「間接保有構造」（ブックエントリー）が一般的であり、クロス・ボーダー取引も例外ではない（図1参照）。

この場合、投資家の権利は口座管理機関の口座簿の記録に基づくことになるが、国内投資家A、Bや、業者X・投資家B間等の取引をクロス・ボーダーで行なう場合、当該取引の準拠法をどの国にするか（この

ケースの場合にはAないしBの所在国である日本か、または券面の所在地か）が問題になる。これまでは券面の所在地国になると法律上は解釈されていたが¹⁷、国際分散投資が一般的になる中、投資家が保有する多数の銘柄について券面の所在をトレースすることは無理があり、また、準拠法が円滑に特定できないことは法的安定性を欠くという問題意識が欧米中心に強まってきた。そこで、証券決済の準拠法を定める条約として、「ヘーグ間接保有証券準拠法条約」が制定されている¹⁸。

ヘーグ間接保有証券準拠法条約の元々のコンセプトは“PRIMA”（Place for Relevant Intermediate Approach）であり、投資家の属する口座管理機関の所在地の準拠法を原則として適用しようという考え方である。しかし、条約制定時の議論の結果、（PRIMAを意識するものの）口座管理機関と投資家の口座契約等による合意に基づくことが原則とされている。

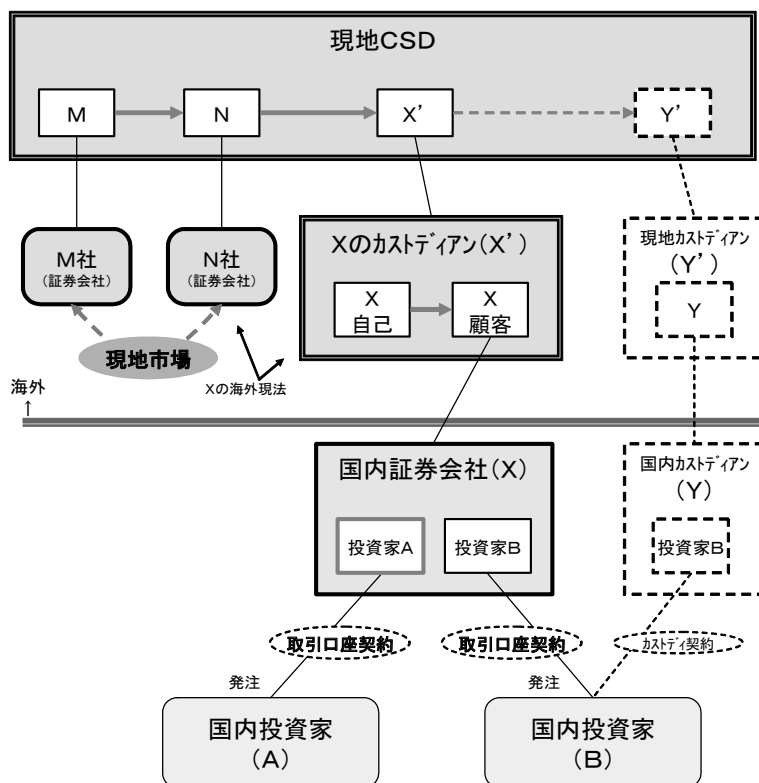
なお、同条約の準拠法ルールは法の適用関係の予測可能性を高める効果はあるが、準拠法のギャップを埋めることにはならず、クロス・ボーダー取引の法的安定性を高めるためには、国内法レベルの標準化を進める必要がある、という問題意識も生じている。この点、UNIDROIT（国際私法統一協会）において証券決済法制の標準化のための条約の制定に向けた検討が別途進められている¹⁹。

17 従来日本の投資家が海外業者等と直接取引を行なうケースは少なく、実務上あまり意識されてこなかった。例えば、仮に日本の投資家が米国株を海外業者と直接取引し、決済相手とトラブル（記帳の巻戻し等）が発生した場合、「法の適用に関する通則法」第13条（旧「法例」10条）に従い券面所在地である米国法で裁かれる可能性があるが、そのような意識は薄いと思われる。

18 正式名称は、“Convention on the Law Applicable to Certain Rights in respect of Securities held with an Intermediary”（口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約）。現在、米国等は批准に向けた準備中であるが、欧州では批准すべきか議論になっている。日本では間接保有証券準拠法部会（前出）において、「EUにおける検討の帰趨を見極めた上で、適切と考えられる時期に、我が国も批准すべき」と結論付けている。

19 ヘーグ間接保有証券準拠法条約の制定、および、UNIDROITにおける条文検討のいずれも、東京大学の神田秀樹教授が国際会議でキーパーソンとして活躍されている。

<図2：国内店頭取引，海外委託取引，海外決済取引>



① 国内店頭取引

国内投資家Aは国内証券会社Xより，外国証券を相対取引（店頭取引）で購入する。購入に際しては価格提示が行われる。株式に比べ値動きの少なく，銘柄数の多い外国債券はほとんどこの形式で取引される。

AはXに保護預り口座を有することが前提であり，当該取引によりXの自己ポジション（自己残高）が減少し，Xの顧客口座簿におけるAの記帳が増額される。Xが日本であればXの現地カストディアンX'において自己分と顧客分の残高の分別管理が義務付けられているため，他の取引分と合算の上，X'における自己と顧客の残高調整が行なわれる。

② 海外委託取引（外国取引²⁰）（図2参照）

国内投資家Aが，国内証券会社Xに現地市場での売買の委託注文を行い，XはXの海外現地法人等²¹（N）を通じて現地市場で取引注文を執行する。

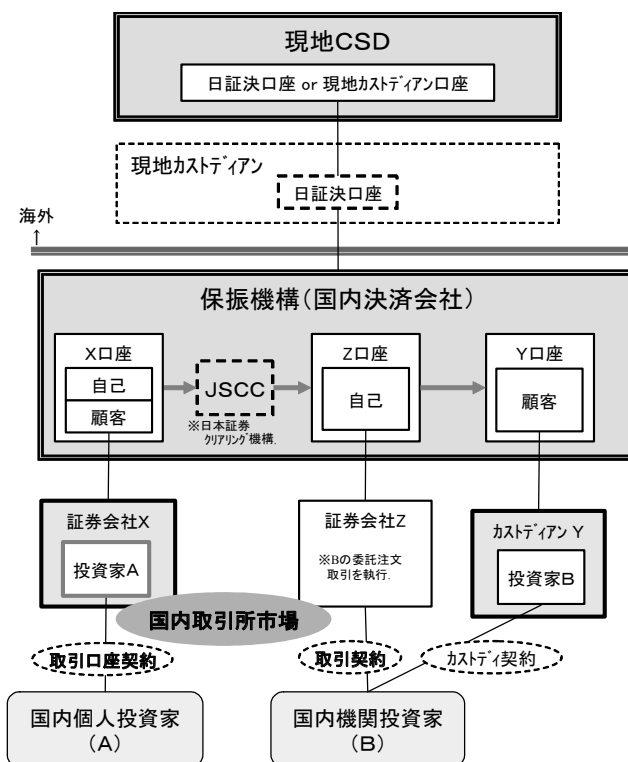
具体的には，現地市場での買付を例にとると，Xは現地市場に直接参加していないため，Xの海外現地法人等であるNがXの指図を受けて取引を執行し，現地の決済システムにおいてNとXの現地カストディアンX'との間で決済が行われる。Xの顧客Aの注文であるので，現地カストディアンX'においては，Xの顧客分の残高として記帳が行われる（Xが日本法に従う場合）。

なお，XがAのために買付証券を取得した後は①の国内店頭取引と決済・保管の委託の取扱

20 外国証券取引口座約款上は「外国取引」として規定されている。海外委託取引と同義である。

21 海外営業基盤を持たない中小証券会社やネット証券は，現地証券会社と提携するケースが多い。

<図3：国内委託取引>



いは同じである。前述の「外国証券取引口座約款」も①②の取扱いはセットで記述されている。

③ 海外決済取引（図2参照）

国内証券会社間の取引（業者間取引）、投資家と上記の店頭取引・海外委託取引の結果、利用するカストディアンの違いから現地CSDや現地カストディアン内で決済が発生するケースが海外決済取引となる。

例えば、上記①②の取引において、国内投資家が機関投資家の場合（Bのケース）、BはXに取引口座は有するが、そのままXに保護預りしてもらうのではなく、Bの資産管理を行う国内カストディアン（破線部のY）へ残高振替を行う²²。これにより、海外の現地カストディアンやCSDレベルで決済が発生する場合、①②の取引に続いて海外決済取引が発生することになる。

この場合、投資家が主体的に行なう取引ではないため、特段、外国証券取引口座約款に海外決済取引に関する事項は規定されていない。

外国証券については海外のカストディアンやCSDへの振替指示に時間がかかるため、X証券会社の自己分からダイレクトにBの国内カストディアンYに振替を行なうのではなく、Xは決済に際して通常の保護預り顧客と同様に一旦XにおけるBの保護預り口座に記帳し、その後速やかにBのカストディアンであるYに残高振替を行なう運用が一般的となっている。この場合は短時間ではあるがBはXのカストディリスクを負っていると考えられる。

④ 国内委託取引（国内取引所取引＝クロスエクステンジ取引、図3参照）

日本国内取引所上場の外国株式の売買取引が

22 証券会社と機関投資家間の振替決済は保振機構において「一般振替」と呼ばれている。

<表2：日本における外国証券取引プロセス> (図2, 図3参照)

	投資家	投資家口座	国内決済	現地決済
国内店頭取引 海外委託取引	個人等A 機関投資家B	証券会社X	X社 (X⇔A or B)	—
海外決済取引 を伴う場合	機関投資家B	証券会社X カストディアンY	X社 (X⇔B) X社⇔Y社の預け 替えに伴う記帳	X社, Y社の現地カストディアンが異なる場合, 現地CSDでの現地カストディアン間の口座振替 同一の場合は共通の現地カストディアンでのX⇔Yの口座振替
国内委託取引	個人等A 機関投資家B (一般振替)	証券会社X カストディアンY	X社 (X⇔A) 保振口座 (Z⇔Y) Y社 (B) の記帳	—
海外決済取引 を伴う場合	非居住者C	現地カストディアン	保振口座 (Cの国内カストディアン)の預託, 返戻	現地CSD (又は預託機関)での保振と現地カストディアン間の口座振替

凡例：X社 (X⇔A) …口座管理機関XにおけるX自己口座とA口座の振替

該当する。同取引の決済は、取引所の指定する決済会社（保振機構）の定める規定（「外国株券等の保管及び振替決済に関する規則」その他）に従い行なわれ²³、国内上場株式と同様に帳簿上の決済が行われる²⁴。なお、保振機構は兼業業務として同制度を取扱っている。

国内株式同様に国内投資家Aは国内証券会社Xに委託注文を行い、Xが当該取引を国内取引所で執行する。Xを通じて国内投資家Aが取得した外国証券は、前出の「外国証券取引口座約款」に従い、国内証券会社Xに寄託（混蔵寄託）される。当該外国証券は決済会社である保振機構に混蔵寄託される。さらに、保振機構は現地預託機関（現地CSDもしくは現地カストディアン）²⁵と預託契約を締結しており、当該契約に従い、保振機構名義で現地預託機関に保管される

ことになる。

上記②の海外委託取引は海外市場で取引が執行されるため、取引、決済ともに関係者が多く煩雑になるが、国内委託取引は外国証券に国内取引所同様の円滑な市場取引を確保すべく用意された仕組みであり、国内株式と遜色ない決済が可能である。

なお、保振機構の外国株式等保管振替決済制度の参加者は国内株式の保振制度の参加者および保振機構に認可されたカストディ銀行等²⁶である。機関投資家や非居住者は国内株式同様に国内取引証券会社で買付けた外国株式を自己利用のカストディアン（制度参加者）に一般振替を行なうことも可能である。

さらに、上記③の海外決済を結びつけることも可能である。保振機構に対する「預託・返戻」

23 前述の「外国証券取引口座約款」の国内委託取引の項に投資家が当該制度に従う旨の規定がある。なお、取引所が行う決済業務は、取引所の定める外国株券等振替決済制度に基づき、取引所・日本証券決済（旧決済会社）・取扱証券会社の三者による事務委任契約により日本証券決済に委託されていたが、2006年4月以降は、取引所の振替決済制度は廃止され、取扱証券会社（およびその顧客）は取引所が決済会社として指定する保振機構の定める規則に従う形になっている。

24 2006年4月に外国株式の決済会社は日本証券決済（日証決）から保振機構に移行したが、システムは日証決のものを継続利用している。2009年1月の国内株式のペーパーレス化と同時に、振替決済のシステムは国内株式と統合され、一般振替におけるDVP決済も実現する予定である。

25 米、カナダ、ドイツ、フランス等は保振機構が現地CSDに直接口座を開設している。

26 カストディアンは2004年10月から国内決済会社（当時は日本証券決済）への参加が認められ、機関投資家や非居住者取引における取引証券会社との間の一般振替が可能となった。

と呼ばれるもので、海外預託機関において保振機構と他のカストディアンとの間で振替が発生するものである。

具体的に東証単独上場²⁷となる外国株式の場合、海外（特に現地）投資家は（現地証券会社経由で）東証参加証券会社を通じ東証で売買を行なう形が考えられる。発行地はあくまで現地であるので現地投資家の売却時には当該外国株式を保振機構の「外国株券等保管振替決済制度」に参加するカストディアンに預け替える必要がある。また、買付時には当該決済制度にいつまでも留めておく理由はなく、現地のカストディアンに預け替えることが想定される。このように保振機構の「外国株券等保管振替決済制度」に対する「預託」と「返戻」が発生するが、これらは海外取引の一種であると言える。

（補足説明Ⅲ）口座の記録方法の違い（自己分、顧客分）

我が国では証券取引法の自己・顧客の分別義務に従い、Xが保管の委託を行っている現地カストディアン（またはICSD）においても、自己分、顧客分で口座簿を分別している。つまり、顧客と証券会社との取引が行われると、当該現地カストディアン等における証券会社の自己分口座から顧客分口座への残高振替が発生することになる。

米国の場合、カストディアンXにおけるX名義口座は一本である（自己分と顧客分は分かれていない）。Aとの取引に伴いX内部では顧客口座簿とX自ら管理する自己ポジション残高との増減記録は行われるが、XにおけるX名義口座は一本であるため、Xにおいて口座記帳は発生しないことになる。

口座管理機関Xが破綻した場合、顧客資産の保護の観点では、分別管理が上位機関

の口座簿においても常時行われている日本の方式が望ましいように思えるが、米国の場合は顧客資産が凹んだ場合に破綻口座管理機関の自己分は顧客資産に充当される仕組みがあり²⁸、一概に日本が優れているとは言いきれない面があろう。日本の振替法は過大記録により顧客資産に不足が生じた場合、口座管理機関に調達・消却義務を課しているが、必ずしも口座管理機関の自己分が充当される保証はないと考えられる。

（2）非居住者取引（海外投資家から国内証券への投資）

① 海外現法取引

海外投資家による国内証券（日本物）取引は海外市場（ロンドン、ニューヨーク等）で海外ブローカー（欧米の主要証券会社、日本の大手証券の海外現地法人等）との間で行なわれる。海外投資家はカストディアンを利用するのが一般的であるが、国際分散投資を円滑に行なうため、多数の国における証券決済が可能な「グローバル・カストディアン」を利用することが多い。

このような構成を図示すると下図のようになる（国内取引所取引のケース）。

海外投資家Aの委託注文をXの海外現地法人Xが受け、XはX'に取次ぎを行なう形となる。なお通常、AはXに保管の委託を行わず、Aのカストディアン（グローバル・カストディアン）Yに決済指図を行うことになる。

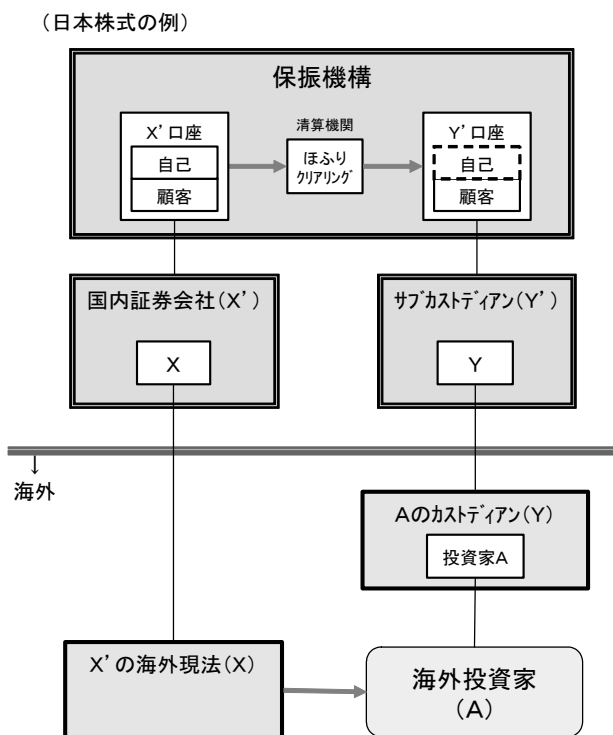
Yは、日本国内の株式決済のため、保振機構の参加者である日本のサブカストディアン（日本の現地カストディアン＝大手都銀等）Y'に口座を開設している。

日本における証券決済は、海外現地法人Xの

27 新華ファイナンス、アジアメディア、チャイナ・ボーチ、等

28 財団法人証券経済研究所証券取引法研究会における東大神田秀樹教授講演録（2007年3月23日）「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」参照。

<図4：非居住者取引>



取次ぎを行う国内証券会社X'と、当該サブカストディアンY'との間で行なわれる²⁹。

(考察) 海外委託取引と非居住者取引の違い

非居住者取引は前述の海外委託取引の逆向きの取引になるため、図2の国内と海外を入れ替えれば同じ構成になりそうであるが、実態はやや異なっている。

図2の海外委託取引は国内証券会社の投資家口座との決済を行った後、投資家が国内カストディアンを別途利用している場合、国内証券会社の保護預り口座と国内カストディアン口座との残高の預け替えが発生す

ることになる(図2の点線部分)。つまり、カストディアンを利用する機関投資家が行なう海外委託取引については、証券会社との取引の後、海外決済取引が付随的に発生する形になっており、海外市場における決済と同時に進められる形になっていない。

その理由として、海外決済取引を行なうためには決済指図の伝達や決済照合に手間がかかること、また、伝統的に国内証券会社が外国証券取引とセットで保護預りを安価に提供してきたことが考えられる。また、逆に日本株式の非居住者取引については、国内取引所における海外投資家取引の拡大に際し、海外投資家のニーズに応じる形で、

29 取次ぎ(エージェンシー取引)の他に、XとAの間で「決め商い」(プリンシパル取引)が行なわれるケースもある。後者の場合は、Xのポジション(Xの自己残高)をカバーするミラー取引がXと国内証券会社X'との間で発生するが、その他はエージェンシー取引と同様の決済となる。

日本の大手証券、現地カストディアン（大手都銀等）が決済慣行・システムを積極的に整備してきたため、国内投資家を上回る大量の決済が可能になっているとも考えられる。

② ダイレクト取引

海外投資家が国内証券会社X'に口座を開設し取引を行なうケースが該当する。日本では外為法（外国為替及び外国貿易法）の報告義務の関係で、国内証券会社において国内投資家と明確に分離して管理することが求められている。日本市場での直接取引となるため、時差の少ないアジア・オセアニアの投資家で（わずかながら）実例が見られる程度である。

6. DR（預託証券）について

DR（Depository Receipt：預託証券）は、外国企業の株式を国内で流通させるために、国内の預託機関（通常は銀行）が、本国において保管される原株式を見合いに国内で発行する代替証券をいう。日本企業の国内上場株式等を、海外市場（米国等）に上場させる目的で発行される海外預託証券（e.g. ADR）が1960年代³⁰から実現している。

現在、外国企業の株式を日本国内で流通（上場）させる目的で、日本国内で発行される“JDR”（Japanese DR）の実現に向けた検討が進められている。

DRは、米国において、外国株式への投資を容易に行うことを目的に、ADR（American DR）として創設された（1928年）。海外企業は米国市場での知名度向上を狙いNY市場にADRを上場させることが多い。米国においては、外国株式

を海外市場で購入するのは主に機関投資家であり、個人投資家を扱うリテール証券会社は（コストを嫌って）原株をあまり取扱っておらず、個人投資家はADRを購入する形で外国株式に投資するのが一般的であるようである。

日本企業の株式について米国市場でADRを発行する場合、米国の預託機関（銀行）が預託契約に従い、日本の保管銀行に保管された原株式をもとに預託証券（米ドル建て記名式譲渡可能預かり証券）を発行する。当該預託証券は米国株式と同様に、現地CSDであるDTCに預託され、米国株式と同様に取引所等で取引・流通が行われる形となる³¹。預託証券は原株式への転換が可能であるため、ADRの株主は原株式の株主として会社に対し議決権その他の権利を行使することが可能である（株主名簿上は預託銀行の名義となるが、預託銀行がADRの最終保有者の名義を管理し、権利行使の代行を行う形となる）。

このようにDRは外国株式等について、原株式を直接扱うのではなく「預託証券」という代替証券を国内で組成し、国内市場で（国内物と同じように）取引・決済を行う仕組みである。アジア等の新興国企業が欧米の主要市場で資金調達を図る上で有力なツールになっており、また、主要取引所にとっても品揃えの充実に繋がる魅力がある。近年はADRだけでなく欧州市場で取引されるGDR（Global DR）市場も拡大している。

日本においては、行政当局、東証、保振機構等においてJDR（Japanese DR）市場創設に向けた検討が進められている。JDRは根拠法が明確ではなく、保振制度や振替制度で取扱うことは容易ではないと考えられていた³²が、（改正）信託法の枠組みを利用する等により、国内株式

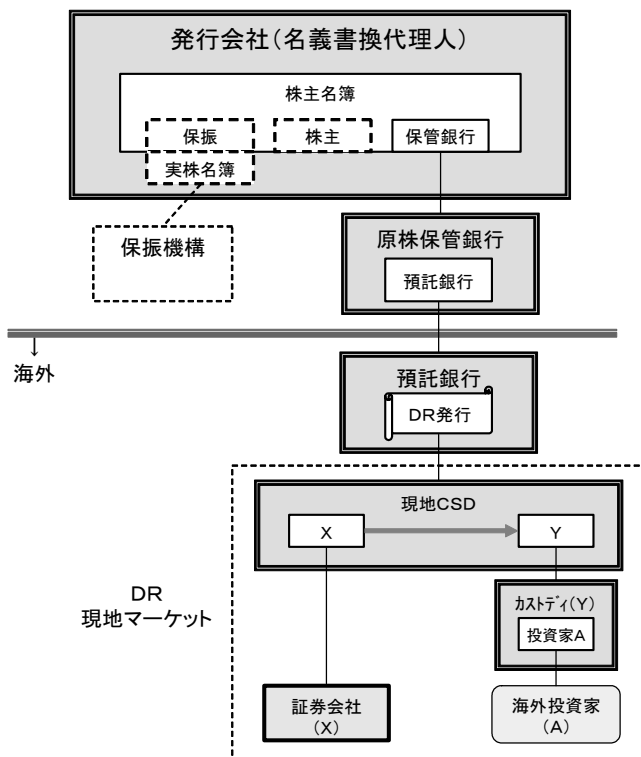
30 1958年に東証上場したソニーが、1961年に日本企業として初めてADRを発行した（ソニーは1970年にニューヨーク証券取引所に上場）。

31 当該ADRを投資家が預託銀行（米国）に持ち込めば、原株式との交換も可能である。

32 昭和48年2月の証券取引審議会「証券市場の国際化に伴う証券関係法制の整備について」報告書（補足説明[参照]）においては、同審議会においてJDRも検討されたが、証券取引法上の有価証券性やJDR発行者たる預託銀行の監督、開示制度の適用について継続的な検討が必要とされ、差し当たり外国株式の国内取引所での取扱については、当面、取引所および決済会社の定める外国株券振替決済制度の枠組みで行うこととされた。

<図5：預託証券の構成例～ADRの場合>

(日本株式の例)



と同様に取引所取引が可能になる予定である。

なお、日本における外国株式取引は歴史的経緯から外国株券振替決済制度³³にしたがって国内委託取引が行われており、また、証券会社の品揃え次第では海外委託取引や国内店頭取引も可能である（5. (1)参照）。これらは後述のクロス・ボーダー証券決済のレベルアップ等により効率性とリスクの軽減をはかることが可能であり、「DR：預託証券」方式は、これらに取って代わるものではないように思われる。「DR：預託証券」方式には、投資商品の品揃え拡充としての役割を期待することが適当と思われる。

7. 日本におけるクロス・ボーダー証券決済実務の課題と将来像

(1) メッセージング等の標準化

クロス・ボーダー取引の証券決済は複数国において多数の関係者により決済が行われる。各国の決済システムにおける各種メッセージ（決済指図等）のフォーマット、各種マスター情報（銘柄コード情報、決済銀行情報等）が極力標準化されることが望ましいことは言うまでもない。この点、グローバル団体として金融機関のメッセージング機能を提供するSWIFT³⁴の存在は大きい。

33 2006年4月以降は保振機構における「外国株券等の保管及び振替決済制度」（脚注23参照）。

34 Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication: 金融機関間の金融取引のメッセージをやりとりする国際的インフラを提供する非営利の国際団体。

SWIFTは現在、欧米だけでなくアジアに着目し、機能の拡充および利用の拡大を図るべく注力している。SWIFTは元々銀行により組成された団体であり、日本でも全銀協がサポート活動しているが、証券メッセージその他に関する要望等について、日本はもっと業界横断的にサポート活動すべきであろう。

(2) 機関投資家取引の拡大

我が国で伝統的な外国証券投資である国内店頭取引や海外委託取引は、証券会社で取引・決済が完結するものであり、特に決済に関してカスタディアン利用が一般的な機関投資家取引の拡大に対応した規定になっていない。国内委託取引（東証外国株）における国内決済をカスタディアンが利用可能となったのも近年（2004年10月）であり、今後、機関投資家取引を前提とした制度・システム整備がはかられることが望まれる。

また、我が国のカスタディアンが（間接的にも）グローバル・カスタディアンとしての機能を拡充できれば、機関投資家が行う外国証券決済（特に海外決済取引）の利便性が更に向上すると考えられる。

(3) プラットフォームの統合もしくは相互接続性の拡充

クロス・ボーダー証券決済の効率性の観点では、現地保有形態がシンプルかつ効率的な決済システムで構成され、国内保有形態も国境部分で出来るだけ集約され国内取引市場における外国証券取引が効率的に行えることが望ましいと考える。この観点でアジア域内の証券決済インフラのあり方を検討することとしたい。

前述3で整理した外国証券の海外保有形態のうち、顧客との決済事務を行う国内証券会社および国内カスタディアンにとって、ICSDダイレクト型は利便性が高い。これらの国内口座管理

機関が直接ICSDにアクセスでき、ICSDにおいてもリアルタイムのDVP決済が可能であるため、利用カスタディアンが異なる機関投資家との取引により発生する海外決済取引、海外市場での取引の結果発生する海外決済取引についても、ある程度の利便性と決済リスク低減が確保されている。（カスタディアン・NCSD型は現地実務に詳しい現地カスタディアンが介在するが、決済コストはかかる）

ローカル市場がある限りNCSDが消滅することはないが、欧州のようにICSDにNCSDが経営的に飲み込まれるのは国際市場間競争の時代の流れでもある。また、取引市場の連携統合（NYSEとEuronextのような）も進んでおり、NCSDとICSD、またはNCSD同士の体系的な関係において、プラットフォームの統合、もしくは、相互接続性の拡充によるリンケージの確立といった流れが進んでいくと思われる。上記(1)「メッセージング等の標準化」の考えをさらに発展させた形で、物理的な結びつきが求められるように思われる。

アジア市場における外国証券の決済をEuroclearやClearstreamのような欧州のICSDで行うことは、時差の問題や、そもそもICSD取扱可能通貨かといった問題が韓国の有識者から指摘されている³⁵。さらに、ICSD的な機能を提供できるプラットフォームとして“AsiaSettle”構想のように、アジアのICSDを設立する提言が出されている。

また、国内取引市場、国内照合・清算システムとの連携を意識し、国内CSDをカスタディとして現地CSDとリンケージさせる案(e.g. “Dual-Core CSD Approach”)³⁶や、各国CSDをリンクする“Core”かつ“Simple”な“Inter-Regional CSD”を設立する案もある。これらは、国内保有形態として、NCSDが日本における上場外国株の国内委託取引と同様の機能を提供するものであるが、これをCB（新株予約権付社債）や主に店頭

35 NIRA報告書「アジア域内国際債市場創設構想」（犬飼編、LexisNexis刊）7-3-IV参照

36 NIRA報告書「アジア域内国際債市場創設構想」（同上）4-3-III参照。

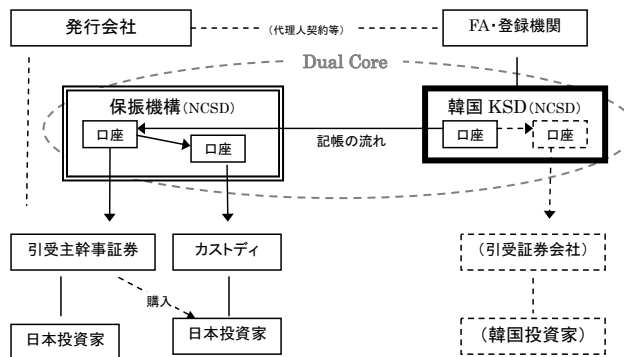
※アプローチの例

<(再掲) 表1：本稿におけるクロス・ボーダー証券決済の分類>

取引分類	説明	日本国内の口座保有		海外の口座保有形態		
		国内加ディア (含証券会社)	国内CSD	現地加ト・NCSD型	ICSD ダイヤル外 型	加ト・現地 預託機関 型
外国証券取引 (対外証券投資)		(下層) → (上層)				
国内店頭取引	証券会社相手の相対取引	○	▲	○	○	○
海外委託取引 (外国取引)	証券会社に現地市場での取引を委託する取引	○	▲	○	△	▲
国内委託取引	証券会社に国内上場外株の取引を委託する取引	○	○	○	○	○
海外決済取引	業者間取引および機関投資取引による海外決済		▲	○	○	○
非居住者取引 (対内証券投資)		(上層) ← (下層)				
		国内CSD	国内加ディア	グローバル・加ディア		
海外現法取引	海外市場で国内証券会社の現地法人相手に行なわれる取引	-	○	○		
ダイレクト取引	海外投資家が国内市場に直接発注し国内で保管・決済を行なう取引	○	○ (含証券会社)	○/-		
預託証券		日本国内		海外		
国内預託証券 (e.g. JDR)	国内投資家による預託証券形式の対外証券投資	国内預託証券として国内株式と同様に取引・決済		(現地原株保管銀行)		
海外預託証券 (e.g. ADR)	海外投資家による預託証券形式の対内証券投資	(国内原株保管銀行)		海外市場で現地預託証券として取引・決済		

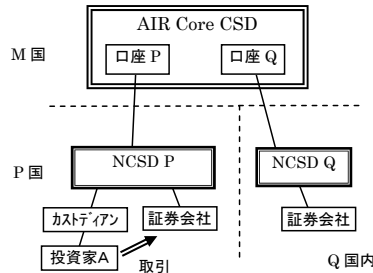
凡例：○一般的，△例外的，▲なし（理論的にはあろうる）

<“Dual-Core Asian Inter-Regional CSD Approach”の例>



※2006/10 NIRA 報告書「アジア域内国際債市場創設構想」より引用

<“Asian Inter-Regional (AIR) Core CSD”の例>



※概念として、Dual-Core案は、役割分担するコアが二つである。“AsiaSettle”（単一の汎アジアCSDを設立する）案はSingle-Coreと考えられる。“AIR Core CSD”案はDual-Core案の代替案であり、単純なSingle-Coreではなく、Hub的な役割を果たすCoreなAIR CSD（シンプルなもの）を市場参加者主導で設立するもので、各国のNCSDとの有機的マルチコアによる決済リンケージを実現しようという考えである。

※例えば一つのイメージとして、M国＝シンガポール、P国＝日本、Q国＝韓国 という想定も可能である。（これら3国は、AIR市場の中核となりうると考えられる）

取引の外国債券を対象商品範囲を拡大させるイメージとなる。

(4) 投資家への周知の問題

近年、我が国においては超低金利が恒常化し、少しでも高い運用成果を求めて外国証券投資が活発化しており、個人投資家向けの品揃えも増加している。しかし、外国証券の購入に際し、外国証券が銘柄により多様な保有構造で管理されている実態や、保管・決済にかかるリスク（カストディリスク）について、投資家はあまり認識していないように思われる³⁷。個人投資家にとって重要なのは、発行会社のデフォルトリスク等であり、カストディリスクは取引証券会社の信用力でカバーされると一般的に考えられており、保有している外国証券が上位の保管機関（CSD、カストディアン）においてどのように管理されているかについてはあまり関心がないようにも思われる。

しかし、海外で保管機関やカストディの破綻が発生し、カストディ・リスク（保管・決済の

リスク）を国内取引証券会社やカストディアンが負う可能性も考えられなくはない。一般的な保有形態の場合は特段の問題はないと考えるが、あまり一般的ではない保有形態となる場合（NCSDやCSDを利用しない「カストディ・現地預託機関型」や、あまり現地の決済制度が整備されていない場合等）は、保有形態の概略等について、投資家に分りやすく説明することも必要であると思われる³⁸。

(5) 資金証券の決済に係る信用供与ビジネスおよび証券レンディングビジネスの可能性

欧州のICSDであるEuroclearでは、取引参加者に対して行なう信用供与および証券レンディングにかかわる収益が、Euroclearのビジネスモデル上極めて重要な意味を持っており、またEuroclear自身が行なう、証券預託者から預かった証券の参加者に対する証券レンディングに係る収益の割戻し、およびICSD利用による証券取引にかかわる「オフショア・ステータス」の付与が、市場全体の流動性の増大と市場

37 筆者は、投資家が証券会社に外国証券取引を申し込む際に交付される口座約款や契約締結前交付書面、目論見書等に、現地保管の仕組やカストディリスクに関し、シンプルに分り易く説明することが必要と考える。

38 CPSS・IOSCO「証券決済システムのための勧告」勧告12参照（日本銀行仮訳<http://www.boj.or.jp/type/release/zuiji/kako02/data/bis0111b.pdf>）

参加者の取引（含む税）コストの低減に寄与している面があると考えられる。日本とアジア域内の場合にはこれまで具体的な検討はなされていないが、このような可能性についても同時に研究の余地があろう。しかしCSDの行う証券レンディングについては保振機構も未実現であり、今後の国内証券において検討が進められることを期待する。

8. おわりに

国際市場間競争が激化する中、日本市場の地盤沈下の回避のため、取引市場の魅力向上をはかりつつ、取引商品の相互乗り入れ等、外国市場との提携をはかるべきとの提言が行われている^{39・40・41}。しかし、取引所に関してはデリバティブ取引中心の取組みであり、投資家のすそ野が広い現物市場（株式、債券）のグローバル化対応は、JDRの実現に向けた検討が進んでいる程度であり、具体的な検討はまだこれからである。アジアに貢献できる中核市場を目指すには、多様な外国証券の取引市場の育成とセットで、効率的で使い勝手の良い「クロス・ボーダー証券決済システム」を地道に整備していく努力が必要と考えられる。

しかし、日本の市場関係者の問題意識や目的意識は未だ醸成されておらず、リーダーシップにやや欠けているように思える。今のままでは、日本においては本稿で解説した（日本国内からの視点でみた）既存の枠組みでの外国証券取引にとどまり、日本とアジア域内の投資家に対し、一段と利便性と信頼性の高いサービスを提供す

ることは難しいように思われる。

冒頭にも述べたように、アジア域内のクロス・ボーダー取引の拡大に向けて、アジアの市場関係者と地道に議論を重ね問題意識を共有していくことが重要である。国内外の決済プラットフォームの統合・連携（相互接続性の拡充、リンケージの構築）に向けて、アジアの市場関係者にとって共有可能なアプローチを見出ししていくことが必要と考える。

例えば、アジア資本市場協議会（CMAA）では、ユーロ債市場型のアジア域内で自己完結するAIR-PSM（Asian Inter-Regional Professional Securities Market = AIR市場）の創設を提唱している。

アジア域内のクロス・ボーダー取引にはそもそも大きな制約（資本規制、課税等）のある国もあり、証券決済の課題を積極的に検討しても無意味ではないかという見方もあろうが、証券決済に代表されるプラットフォーム論はマーケットのあり方の議論とも繋がりやすい話であり、また、やや専門的ではあるが海外の有識者では関心が高いテーマでもある。今後、アジア金融プラットフォームの議論の題材として継続的に取上げることでアジア域内のクロス・ボーダー取引の円滑化に向けた議論が盛り上がることを期待するものである。

39 経済財政諮問会議・金融資本市場ワーキンググループ第1次報告において、「決済システムの戦略的強化」が提言されている。（<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/global/finance/index.html>）

40 首相官邸・アジア・ゲートウェイ戦略会議「アジア・ゲートウェイ構想」（2007/5/16）において、金融資本市場分野の改革提案（10の提案）に、「証券・資金決済を一体として行う集中決済システムを創設」とある。（<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/asia/kousou.pdf>）

41 2007年12月、金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」が公表され、「安全かつ効率的で利便性の高い決済システム等の構築」が市場競争力強化の方針の一つとなっている。残念ながらグローバル化への直接の言及はないが、「決済システムは、金融・資本市場を支える重要なインフラであり、金融・資本市場の国際的な競争力に影響する重要な要素である」と整理されている。（<http://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/01.pdf>）