

## 欧州の証券決済機関を巡る動き

99年11月23日、フランスの証券決済機関であるクリアネットとシコバムが、国際決済機関最大手のユーロクリアとの提携を発表した。同年5月に発表された、ドイツの証券決済機関とセデルの合併に続く動きである。欧州のクロス・ボーダーの証券取引を一層効率的に行うために、欧州各国の決済機関の統合、再編を求める声が高まっている。

### 1. 欧州決済機関を取り巻く環境

#### 1) 拡大するクロス・ボーダー証券取引

通貨統合後、欧州の資本市場は大きく変化している。例えば、社債の発行が増加し、発行規模も大型化している。オリベッティがテレコム・イタリアの買収資金調達のために発行した債券の発行額は、180億ユーロに達した。このような大型起債が可能となったのは、発行体が通貨の壁を越え、広く機関投資家にアクセスできるようになったからである。

クロス・ボーダーの大型 M&A も次から次へと起きており、国境を越えた産業の再編も進んでいる。現在、英国のボーダフォンが検討しているドイツのマンネスマンに対する敵対的買収の金額は、1,350億ユーロに達すると見られ、成功すれば過去最大規模となる。

また、クロス・ボーダーの証券投資も増加している。国ごとのトップ・ダウンによるアセット・アロケーションから、EU加盟国の企業をセクターごとに横比較することによる投資も進んでいる。

このように、クロス・ボーダーの証券取引が拡大する中で、依然として決済が各国の決済機関を通じて行われているために、その取引の効率性を大きく下げていることが、重要な課題としてクローズ・アップされてきた。

#### 2) 求められる決済機関の再編

EU加盟15カ国には、合わせて30弱の決済機関が存在する。各国にそれぞれ決済機関があり、さらに英国やベルギー、スペインなど、株式と債券で決済機関が別々である国があ

る上に、国際決済機関もあるためである<sup>1</sup>。加えて、国によって、決済期間や手法が異なることが、円滑なクロス・ボーダー証券取引を妨げている。

決済機関が再編、統合され、EU 諸国の証券の売買を決済するのにアクセスするポイントが少なくなれば、これまで一部の市場にしかアクセスしていなかった証券業者や投資家にとって、対象を新たに広げる時のコストが格段に小さくなる。わざわざ新たに決済機関の会員になったり、カストディを探したりする必要がなくなるからである。また、すでにほとんどの市場にアクセスしている証券会社や投資家にとっても、証拠金や流動性の管理を少ない個所に統合できれば、それだけ効率的に管理することができる。決済担当者を各拠点に置いておく必要がなくなること一つを取っても、その利便性は明らかである。

市場参加者の増加、証券取引の効率化、コスト削減などによる大きな効果が予想されるため、決済機関の再編に対する市場関係者からの期待は大きい。決済システムの効率化を後押しすることを目的として、欧州では、主要金融機関が 99 年 5 月に、ESIUG (European Securities Industry Users' Group) というグループ組織を設立した (表 1)。特に、現存する決済機関がそれぞれに自らのシステム改良を目指すと、それに対応する金融機関側のコストが高まるので、この二重三重の投資負担を回避したいという意図が、設立のきっかけとなった。ESIUG は 4 つの基本方針に基づいて、決済機関との対話を、中立的な立場から進めている (表 2)。

表 1 ESIUG 参加メンバー

ABN Amro	Goldman Sachs
Banca IMI	HSBC Holdings
Barclays Bank	ING Baring/BBL
Citigroup	Merrill Lynch
Credit Suisse Group	Morgan Stanley Dean Witter
Deutsche Bank	野村インターナショナル
Dresdner Bank	Chase Manhattan
Fortis Bank	UBS

(出所) ESIUG

<sup>1</sup> 英国では、現在株式と社債を決済しているクレストと、国債を決済している CGO、短期金融商品を決済している CMO が、2000 年 7 月にも統合する予定。ベルギーでは、国債、短期金融商品の決済を中央銀行が運営する NBB Clearing、株式と社債の決済を CIK が行い、スペインでは、国債は中央銀行の SACDE、社債は Espaclear、株式は SCLV で決済されている。この他、イタリア、ポルトガル、アイルランドにも 2 つの決済機関がある。なお、アイルランドの株式は英国の決済機関であるクレストで決済されている。

表2 ESIUGの掲げる基本方針

1. 欧州における証券取引の決済プロセスを統合する。
2. 統合された決済プロセスにおいては、①高い信頼性、統一性、規模の経済、②リスク削減、③投資コスト、運営コストの削減、を実現する。
3. 適切な技術を用い、今ある技術で対応できるものは最大限利用し、今後取引が急増しても、追加的な投資を行うことなくそれに対応できるようにする。
4. 統合された決済機関が一つになれば、競争がなくなるので、統合した後の決済機関のガバナンスを注視する。その際、①一金融機関や一組織が大きな発言力を持たないようにする、②トレーディングや資金決済とは異なったガバナンス体系を確立する、③決済機関の大部分は証券業界が保有する、の3点を重視する。

(出所) ESIUG ホームページ

### 3) T+1 への移行の要請

決済機関の統合、再編に関する問題の解決が優先され、T+1 への移行は、欧州ではまだあまり盛り上がっていない。確かに、決済期間の短縮が円滑に行われれば、決済に関するリスクやコストは低下するだろう。しかし、T+1 に移行するには、各市場参加者に大きなシステム投資負担がかかる。取引の成立から決済の完了までのスケジュールが極めてタイトになるために、徹底した STP 化が必要となるだけでなく、現在は T+2 で行われている外国為替取引の決済も見直さなければならない。

このため、これまでのところ、T+1 への移行時期を具体的に示した欧州の証券取引所、決済機関は、スイス証券取引所とセガ・インターセトル (SegaInterSettle) のみである。両者は、この5月に T+1 への移行計画を公表し、取引所及び決済機関のシステム対応はすでに終えているが、実際に実施時期は他の取引所の動向を見極めた上で決める予定で、まだ、具体的には決めていない。この他では、ロンドン証券取引所とクレスト (CrestCo、英国の中央証券保管振替機関) が、最近発表した T+3 への移行に関するコンサルテーション・ドキュメントの中で、2003年に T+1 に移行する可能性があることを示唆した程度である<sup>2</sup>。

ただ、米国で、2002年第2四半期までに T+1 に移行する予定になっていることから、欧州でも T+1 への移行を検討せざるを得なくなっている。

<sup>2</sup> 現在、英国株式の決済は、T+5 または T+10 で行われている。クレストに預託されている証券の売買は T+5 で決済されるが、個人投資家を中心とする券面を保有している投資家の売買は、T+10 で決済される。クレストは、2001年2月までに T+5 の決済期間を T+3 に短縮し、大陸欧州諸国のほとんどが現在採用している期間に合わせることを内容とするコンサルテーション・ペーパーを11月末に発行した。

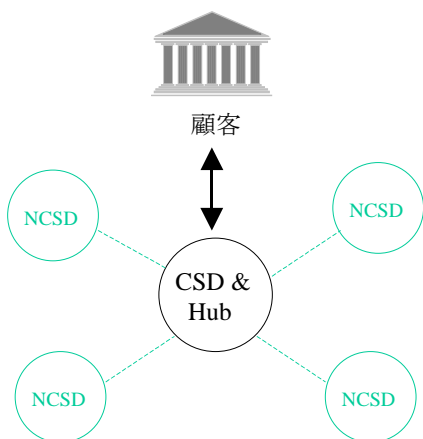
## 2. クロス・ボーダー決済の効率化

### 1) 決済機関の統合を巡る動き

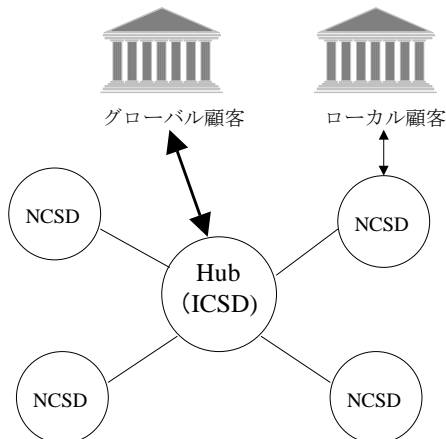
クロス・ボーダーの証券取引を決済する方法としては、①各国の中央証券保管振替機関（Central Securities Depository、CSD）を統合し、単一のCSDを設立する、②各国のCSDをリンクし、利用者は自国のCSDを利用する、③決済のハブを設立し、各国のCSDがそこにリンクする、④各利用者が、各国のCSDを利用する、の4通りが考えられる（図1）。このうち、④の方法では利用者のコストが高く付き、なるべくアクセス・ポイントを少なくしたいという利用者のニーズに応えることができない。

図1 クロス・ボーダー決済の4モデル

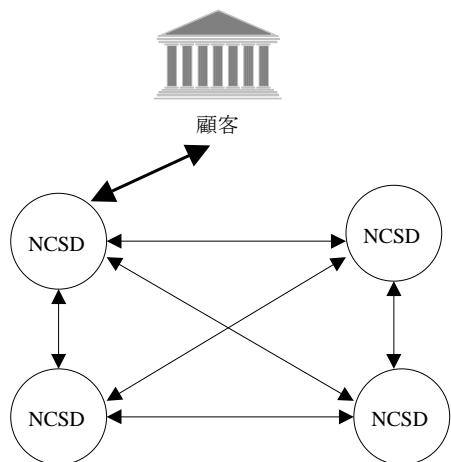
①決済機関統合



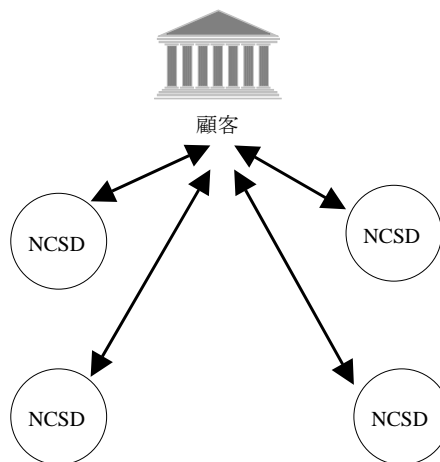
②ハブ・アンド・スポーク



③NCSD間リンク



④各NCSDへのリンク



(出所) Euroclear, "The hub and spokes clearing and settlement model"

アクセス・ポイントを1つにすることができる、①～③の案の中で、EU 域内のクロス・ボーダー証券取引の決済を最も簡単に行う方法は、①の、各国の CSD を統合し、一つの CSD を新設することである。しかし、この方法を一足飛びに実現するのは容易ではない。各国の法制度が異なるため、実現には各国の国内法の改正など、様々な手続きが必要となるためである。例えば、イタリアや英国では、自国の上場株式は自国の CSD に預託しなければならないという国内法上の定めがあるし、ドイツの証券取引所規則は、上場銘柄の決済は自国の CSD を通じて行わなければならないと規定している。フランスでは、配当支払いは自国の銀行を通じて行わなければならないという規定がある。さらに、新 CSD の持ち分をどう配分するかなどの諸点を巡り、各 CSD 間の政治的な駆け引きも大きな障害になることが予想される。

このため、各国の国内法に制約を受ける CSD の機能は、各国の CSD が引き続き担うこととし、クロスボーダー取引の処理の部分だけを統合しようという動きが見られるようになった。各国の CSD をお互いにリンクしようという ECSDA (European Central Securities Depository Association) の構想と、国際決済機関が中心 (ハブ) となり、各国の決済機関を結ぶというユーロクリアの構想、の二つである。

## 2) ECSDA の構想

1997 年に設立された ECSDA には、現在、ルクセンブルグを除く EU 諸国とスイスの計 15 カ国の CSD が加盟している。リアル・タイムで情報をやり取りすることができる高速ネットワーク (Financial Superhighway) で、各国の CSD をリンクすることにより、クロス・ボーダーの証券取引の決済を効率化することを目指したものである。

ECSDA のリンク構想では、株主名簿の管理や利子、配当支払いの処理など、国内の CSD が行った方が効率的であるサービスは、引き続き各国の CSD が行い、証券の国際取引の決済に関する部分のみを、リンクによって効率化することを目指している。

この構想では、証券会社は、一つの CSD に口座を開設すればよい<sup>3</sup>。証券取引の決済は、売買を仲介した証券会社がそれぞれ口座を持っている CSD 間で行われる。買い手からの資金の払込と同時に、株式が無条件で移転するようにすることにより、DVP を実現する。そして、毎日、取引終了時に、証券を保管している CSD において、各 CSD の保有残高を調整する。証券を保管する CSD は証券の発行体が属する国の CSD とする。

現金の決済については、ECB が運営する中央銀行間の資金移転システムである TARGET を利用する方法も含め、3つの案が提案されており、まだ決定には至っていない。

当初の案では、ECSDA の会員である 15 の CSD が、それぞれお互いにリンクを結ぶことを検討していた。しかし、これではリンクの数が多すぎるというユーザー側の批判に<sup>4</sup>、

<sup>3</sup> 通常は、主となる拠点が存在する国の CSD。

<sup>4</sup> 全 CSD を相互にリンクするのは、スパゲッティ・モデルと揶揄されている。

有力CSDを4つほどリンクさせ、さらに、そのCSDに、その他のCSDがリンクを張るという方向で検討を進めている。

ECSDAを主導しているクレストは、スイスのCSDであるセガ・インターセトルと、すでにスーパーハイウェイでリンクし、リアル・タイムでの決済処理が可能であることを確認済みである。

### 3) ユーロクリアの構想

国際決済機関であるユーロクリアが99年5月に発表した、「ハブ・アンド・スポーク」構想は、ユーロクリアがハブとなり、EU各国のCSDとリンクするというものである。

この構想の下では、国際的な大口投資家はハブを利用し、ローカルな小口投資家は、自国のCSDを利用する。国際的な投資家同士の決済はハブの中で行われる。国際的投資家とローカル投資家の取引はハブと各国CSD、ローカル投資家同士のクロス・ボーダー取引は、ハブを通じて各CSD同士で決済される<sup>5</sup>。ハブとスポークの間はDVPでリンクされる。

ハブは、国際的な投資家による証券取引の決済を行うだけでなく、セントラル・カウンターパーティーとなると同時に、ネットィングを行い、決済の効率化を行うほか、短期的な与信も行う。また、ユーロ債を中心とする国際的な証券の預託機関としても機能する。

一方、スポークのリンク先である各国のCSDは、各国の国内取引の決済を引き続き処理する。また、税務当局、証券発行体向けサービスは、各国のCSDが引き続き提供する。

### 4) 国際決済機関と国内決済機関の合併

国際決済機関がハブになるという案を推進していたユーロクリアは、セデルを吸収することを念頭に置いていた。しかし、99年5月には、セデルがドイツ・ベルゼ・クリアリングと合併して、ヨーロッパ・クリアリング・ハウス（European Clearing House、ECH）を設立することを発表した<sup>6</sup>。ECHが国際決済のハブになろうとすれば、他との提携関係を持っていないユーロクリアは、ジリ貧となることが予想された。そこで、ユーロクリアはフランスの決済機関と提携交渉を開始し、当初はECHへの参加を検討していたクリアネット（CLEARNET）、シコバム（SICOVAM）との提携を決めた<sup>7</sup>。

ECHでは、セデルの決済システムを踏襲したシステムに一本化するのに対し、ユーロクリアとフランスの証券決済機関の提携では、双方の決済システムを平行して利用する。前

<sup>5</sup> 大口国際投資家が、ハブとローカルの両方を利用することも考えられる。その際には、どちらを利用して決済するかを事前に指定する。

<sup>6</sup> その後、ドイツ取引所は名称をユーロ・ボード（Euro Board）に改めることを決めており、積極的にドイツだけでなく、EU全域の証券取引の核になろうとしている。

<sup>7</sup> セデルとドイツ・ベルゼ・クリアリングは合併を発表した時点で、パリ取引所、シコバムとも参加を前提とした交渉を行っていることを発表していた。

者ですんなりと一本化することが可能となったのは、ドイツ・ベルゼ・クリアリングが、ここ数年、システムの改良にほとんど費用を使っていなかったためである。ユーロクリアとフランスの決済機関は、共に最近投資を行ったばかりであるので、それぞれのシステムを容易に捨てられないという事情があった。

ECH も、ユーロクリアとフランスの決済機関の連合体も、どのように機能させていくかについて、まだ詳細を公表していない。ただ、ECH とシコバムの交渉が決裂した背景には、ECH 側がシコバムに対して、合併した上で決済システムも統一することを求められたという事情があったと言われている。ECH は、一気に単一決済機関を設立しようと目論んでいるようである。

一方、ユーロクリアとシコバムは合併や決済システムの統一を考慮せず、ハブ・アンド・スポーク・モデルを推進することになりそうである。

### 3. T+1 への取り組み

#### 1) 国内取引の T+1 決済に向けた動き

英国やフランス、ドイツなど、欧州の主要各国では、CSD 側の T+1 決済に対する技術的な対応は、すでに終わっている。しかし、決済期間を T+1 に短縮するには、投資家とカストディ、証券会社の間での、取引フォーマットの標準化や取引照合の効率化を推進することによって、取引の成立から決済指図までを迅速に STP 処理することが必要となる。まだ、この3者間の取引情報の照合が、完全には STP 化されていない。

しかし、トムソン社など民間業者が ETC (Electronic Trade Confirmation) と呼ばれる取引照合のためのネットワークを提供しており、ETC の利用が普及すれば、T+1 による決済に関する障害は相当程度緩和される。そうなれば、あとは市場参加者が T+1 決済への移行を望むかどうか、という問題だけになる。

市場参加者にとって、どの国の証券を売買するかによって、利用する ETC が異なるのは不便である。したがって、統一した ETC を導入しようという動きが出てきてもおかしくない。その意味で、注目されるのが GSTPA (Global Straight Through Processing Association) の主導する、グローバルな決済に関する TFM の導入である<sup>8</sup>。TFM の開発が成功するかどうか、関係者の間には懐疑的な見方も少なくないが、もし成功するとなれば、一気に普及する可能性もある。TFM がどれほど使い勝手のよいツールになるかにかかっている。

#### 2) 国際的な取引の T+1 決済に関する動き

<sup>8</sup> GSTPA の T+1 実現に向けた動きについては、淵田康之「新たな市場間競争時代の到来と市場インフラ高度化の必要性」、「グローバルな証券取引の電子化と GSTPA」『資本市場クォーターリー』99 年夏号参照。

GSTPAは、国際的な証券取引のSTP化を実現することを目的として組織された機関である。GSTPAのエグゼクティブ・コミティには、欧州の有力金融機関も名を連ねている。

GSTPAでは、国際証券取引について、投資家とカストディ、証券会社の間での、取引内容の照合を行うTFM(Transaction Flow Manager)というファシリティを構築することを提唱しており、99年12月17日には、TFMの設計を、米国のDTCC、IBM、セガ・インターセトル、スィフト(S.W.I.F.T.)、TKSテクノソフト/タタ・コンサルタンシー・サービス(TKS Teknosoft SA/TATA Consultancy Services)の5者の連合に委託することが発表されたところである。今後、TFMの開発が順調に進むかが注目される。

なお、現在は外国為替取引がT+2で決済されているという問題は、CLS(Continuous Linked Settlement)銀行の稼動により、解決されるものと見られている。これまで、外国為替取引の清算は、それぞれの通貨ごとに行われていたため、例えば円の払込みが終了しているのに、ドルの受取りが終了していないという時間帯が生じ、その間、決済リスクを負うことを余儀なくされた。このようなリスクをなくすため、受取通貨と支払通貨を同時に決済する仕組み(Payment versus Payment、PvP)を構築しようという民間銀行主導の試みの結果、生まれたのがCLS銀行構想である。2000年の10月の稼動に向けて、現在準備が進められている<sup>9</sup>。

#### 4. 展望

当面、欧州の決済機関は、再編、統合を巡る問題に主眼を置くことになるだろう。現状、英国のクレストが主導するECSDA、ECH、ユーロクリアとフランス証券決済機関の連合体、の3者が、提携相手を奪い合うという展開になっている。イタリアのCSDは、去る9月から、ECHとの提携交渉を始めているが、まだその方針は明らかにしていない。英国、フランス、ドイツ、スイスの4カ国のCSD以外で、方針を固めたところはまだない。

ロンドン証券取引所が、セントラル・カウンターパーティーに指名したロンドン・クリアリング・ハウスがユーロクリア・フランス決済機関連合に参加していたり、スイス取引所がドイツ取引所と取引システムを統合したにも関わらず、スイスの決済機関がクレストとの提携するなど、提携関係は極めて複雑になっている。また、ユーロクリアとシコバムが、ECSDAのリンク構想に参加する可能性を内部者が否定しておらず、今後、どのような展開になるかは予断を許さない。

決済機関の場合、発行体や税務当局向けサービスなどは各国のCSDに残るので、各国のCSDの意向を無視することはできない。ECHの強硬な姿勢を批判する声もあり、一足飛び

<sup>9</sup> 当初は、米ドル、ユーロ、スイスフラン、英ポンド、加ドル、の5通貨を取り扱う予定。日本円の取り扱いには日銀ネットがRTGS化するのを待って2001年初に取り扱いを始める予定。



に、単一決済機関を設立するのは困難であろう。

T+1 決済については、米国に先んじて、移行しようという欧州の市場はない。ただ、前述の通り、欧州主要国の CSD 側の準備は整っている。T+1 に移行するか、移行するとしたら時期はいつにするかは、投資家や証券会社、カスタディアンなど市場参加者の意思次第という面が強い。米国での T+1 決済への移行準備の様子、GSTPA による TFM 開発の進展具合、自国での ECT の普及度を勘案しながら、証券取引所と CSD、各国市場参加者が意見交換して行くことになろう。

(落合 大輔)