欧米で進展する 証券決済・デリバティブ決済改革の動き

麗澤大学 経済学部 教授 中島 真志

【要約】

本稿では、証券決済、デリバティブ決済に関して、最近の注目される動きについて述べる。 1つは、欧州の証券決済の統合に関する動きである。ユーロの導入から10年以上が経過しているにも関わらず、国ごとに分断されたかたちで証券決済が続いており、これに対して、ECB (欧州中央銀行)がしびれを切らしたかたちで、自ら証券決済の統合に乗り出している。 2つ目は、リーマン・ショック後の金融危機を受けた金融規制強化の動きである。欧米とも、店頭 (OTC) デリバティブ市場の改革に乗り出しており、清算機関 (CCP) の利用義務付けや、取引情報機関 (レポジトリー) への取引報告の義務付けの方向で動いている。これを受けて、関係する機関が対応に動き始めている。

わが国では、2000年ごろから進められてきた「証券決済システム改革」の動きが、2009年1月の株券電子化によって一段落し、その後は小康状態となっている。

一方、欧米では、証券決済インフラの統合化を目指す動きや、金融危機を受けた規制強化の動きを受けて、証券決済・デリバティブ決済に改革の動きがみられている。本稿では、こうした欧米での決済改革の動きについて紹介することとする。

1. 欧州における証券決済の統合に向けた動き

(1) T2Sプロジェクトの概要

欧州中央銀行(ECB: European Central

Bank)では、欧州証券市場の統合を進めるべく「T2S¹」というプロジェクトを進めている。同プロジェクトは、欧州各国の証券決済機関(CSD: Central Securities Depository)の証券口座をECBの資金決済システムである「TARGET 2²」に集約して、TARGET 2のプラットフォーム上で、資金と証券との「DVP決済³」を行おうとするものである。

現在、ユーロ建て証券 (株式、国債等)の決済は、各国のCSDにおいて分散して行われている。このため、せっかく単一通貨「ユーロ」を導入したにも関わらず、証券決済のコスト (特にクロスボーダー分)が高止まりしており、ユーロを導入したメリットが十分に活かされていない。

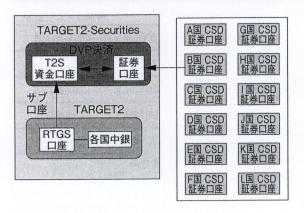
ECBの意図は、統合された証券決済インフラを提供することによって、こうした状況を改善する

¹ TARGET2-Securitiesの略。

² ECB (欧州中央銀行) が運営するユーロの大口決済システムである。1999年に稼動した第1世代の「TARGET」は、各国のRTGSシステムをネットワークで接続した分散型の構造となっていた。2007年から稼動したTARGET2では、プラットフォームを共通化した中央集中型のシステム構成となっている。

³ Delivery Versus Paymentの略。資金と証券との同時決済。

[図表1] T2SにおけるDVP決済(概念図)



(出所)中島 [2008]

ことにある。つまり、EU内のクロスボーダー証券 決済を、国内の証券決済と同じ条件・コストで行 えるようにして、EU内における証券決済の効率 性を高めることにある。

これまでECBでは、証券決済インフラの統合は市場の自主性に任せるアプローチをとってきたが、ユーロクリアがいくつかのCSDを合併した程度で、ユーロ導入から10年が経過しても市場インフラの統合が遅々として進まないため、中央銀行自らが統合に乗り出したものである。

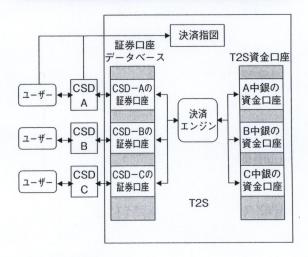
(2) T2Sの仕組み

T2Sでは、参加CSDの証券口座の残高が一括され、T2Sシステムにおける「証券口座データベース」において集中的に管理される。T2S内の証券口座の記録が、あくまでも「マスター・データベース」であり、CSDの証券口座データのコピーや一時的な移管ではない点には注意が必要である。

資金口座としては、TARGET 2のメイン口座 (「RTGS⁴口座」)のサブ口座である「T2S資金口座」が用いられ、T2Sの証券口座とT2S資金口座 との間でDVP決済が行われる(図表1参照)。

T2Sの証券口座データベースには、参加してい

[図表2] クロスCSD決済の概念



(出所)中島 [2008]

るすべてのCSDの証券口座のデータが集められているため、T2Sに参加する2つのCSD間の決済(これを「クロスCSD決済」という)を、単一CSD内における決済と同じように行うことができる(図表2参照)。たとえば、ドイツのCSDとフランスのCSD間での決済(ドイツの金融機関がフランス国債を買った場合など)が、国内(例えばドイツ国内)での証券決済と同じように処理されるのである。換言すれば、クロスボーダー証券決済が国内証券決済と同じように効率的に処理されることになる。

こうしたクロスCSD決済により、CSDのユーザー(金融機関)は、どこか一つのCSDに口座を開設すれば、そのCSDを通じて、すべてのユーロ建ての証券について、他のすべての市場参加者との決済が可能となるのである。

(3) T2Sへの参加CSD

T2Sへの参加は、強制ではないとされたが、結局、すべてのユーロ導入国を含む28ヵ国の30CSDが、T2Sへの参加に関する覚え書 (MoU: Memorandum of Understanding) に調印を

⁴ RTGSとは、Real Time Gross Settlementの略で、即時グロス決済ともいう。

[図表3] T2Sの覚書への調印国

	国 名
ユーロを導入済み (ユーロ圏:17 ヵ国)	ドイツ、フランス、イタリア、 スペイン、ベルギー、オランダ、 ルクセンブルク、オーストリア、 フィンランド、ポルトガル (2)、 アイルランド、ギリシャ (2)、 スロベニア、キプロス、マルタ、 スロバキア、エストニア
EU加盟国だがユーロは未導入(8ヵ国)	英国、スウェーデン、デンマーク、 ルーマニア、ラトビア、リトアニア、 ポーランド、ハンガリー
EU域外国(3ヵ国)	スイス、アイスランド、ノルウェー

(注1) 2011年1月時点

(注2) ポルトガルとギリシャからは、2つのCSDが参加。

(出所) ECB資料をもとに筆者作成

行っている。

この内訳をみると、ユーロ導入国が17ヵ国、ユーロ未導入のEU加盟国が8ヵ国、そしてEU 域外国が3ヵ国となっている(図表3参照)。

非ユーロ圏やEU域外国が含まれていることを 奇異に思うかもしれないが、これらのCSDの参加 者は、やはりT2Sを通じてユーロ建て証券の決済 を効率的に行うことができるようになるのである。

このように、T2Sでは原則としてユーロ建ての証券の決済が行われる。ただし、デンマーク、リトアニア、スウェーデンの3ヵ国については、ユーロ建て証券のほか、各国の国内通貨建ての証券の決済も、T2Sに移行することを決めている。このため、T2Sは、ユーロ建てのみならず、「マルチ・カレンシー」の証券決済を取り扱うことになる。

ただし、影響が大きいことから注目されていた 英国の「ポンド建て証券」については、結局、参 加が見送られることとなった⁵。このため、欧州最 大の証券市場であるロンドン市場は、事実上 T2Sの枠外に置かれることとなり、EU証券市場 の真の統合は実現されないことになる。

[図表4] T2Sのプロジェクト・フェーズ

フェーズ	時期		
準備フェーズ	2006年7月~2008年7月		
要件設定フェーズ	2008年7月~2010年1月		
開発フェーズ	2010年2月~2013年12月		
テスト・フェーズ	2014年1月~2015年9月		
導入フェーズ	2014年9月~2015年9月		

(出所) ECB資料をもとに筆者作成

(4) プロジェクト・フェーズと稼働予定

T2Sは、要件設定フェーズを経て、すでに 2010年からシステム開発のフェーズに入っている。 2014年からは、各種のテストを行うフェーズに入る 予定である。

こうした準備を経て、T2Sが稼働を開始するのは、2014年9月~2015年9月とされており、この間にCSDごとに順次T2Sへの移行が行われる。これが終了した時点で、欧州の証券決済が一元化されることになる(図表4参照)。

なお、T2Sシステムの開発および運営については、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの4つの中央銀行が共同で行うことになっている。

(5) T2Sの料金体系

残された課題として市場の注目を集めていたのが、T2Sの料金体系 (pricing) であったが、これは、2010年11月に決定された。

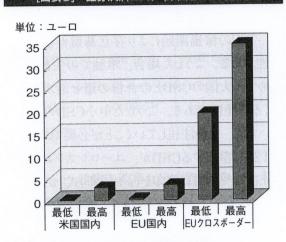
まず、料金設定の前提として、「フルコスト・リカバリー」の方針が打ち出された。これは、T2Sの開発・運営の費用をすべてユーザーからの利用料金によって回収するということを意味しており、公的なインフラではあるが、中央銀行からの補助金などは投入されないということである。

また、将来の証券取引量の予測が置かれ⁶、

⁵ 英国の中央銀行であるイングランド銀行 (BOE)では、自国がユーロを導入していないこともあって、ECBの進める決済インフラ統合の動きには、一定 の距離を置いて対応している。ちなみに、BOEでは、EU内のユーロの資金決済システムであるTARGET2にも参加していない。

⁶ T2Sの稼働開始までは+4.7%、T2Sの稼働開始後は+6.3%と予測されている。

[図表5] 証券決済コスト(米国とEUの比較)



(出所) "The Blueprint", March 2007, ECB

費用の按分期間は、2022年までの8年間とされた。 さらに、VAT (付加価値税) は課されない (当局 と合意済み)。

こうした前提に基づき、T2Sの利用料金は、「1件あたり15ユーロセント」(1ユーロ110円換算で約17円)とされた。しかも、月額の固定料金は、基本的に課されないことになった。市場では、この料金体系について、「非常に低料金である」として好意的な受け止め方である。

EU内でのクロスボーダー決済のコストが、1件 あたり20~35ユーロもかかっていること(図表5参 照)を考えると、これは実に100分の1以下であり、 劇的な低下となる。EU内の証券決済コストの低 減というECBの狙いは確実に実現されることになる。

ECBでは、2014~2018年までは、この料金体系を固定したうえで、2019年からは、さらに20%以上引き下げるという意欲的な計画を示している。

また、ECBでは、将来の証券取引量予測についても、「固めの予測である」として自信を示している。 論拠の一つが、ユーロ以外の通貨 (noneuro)の決済ボリュームをユーロ建て証券の20%と想定していることである。実際には、それ以上のウェイトがあることが確実であるとしている。

なお、T2Sの利用料金については、各国の CSDが自分のコスト分を上乗せしたうえで、各

[図表6] T2Sと保振機構の料金体系

	T2S	保振機構
1件あたりの 決済手数料	15セント	20円
月額基本料金	なし	口座管理手数料

(出所) ECBと保振機構の資料より、筆者作成。

ユーザーから徴収することになっている。今回、T2S分のベースコストが判明したことにより、市場での議論は、各CSDのチャージ(上乗せコスト)はどうあるべきかという次のステージに移ってきている。

ここで、T2Sの料金体系をわが国の証券保管振替機構(保振機構)のそれと比較してみることとしよう(図表6参照)。1件あたりの料金で、T2Sの方が15%程度(為替レートにもよるが)割安になっているほか、保振機構では、取引量に応じた口座管理手数料が必要になっている分だけ、割高な体系となっている。T2Sでは、取り扱う証券のボリュームが欧州の28ヵ国分であり、しかも株式のほかに国債等も含んでいるため、スケール・メリットが大きく出た料金体系となっているものと言えよう。

(6) ガバナンス問題

もう一つの残された課題として、T2Sのガバナンス問題がある。T2Sには、大きく分けて、4つの「ステークホルダー」(利害関係者)がいる。

第1は、「ユーロシステム」であり、これはECB とユーロを導入している17の中央銀行から成るが、実質的にはECBであるとみてよいであろう。第2 は、ユーロ未導入国の中央銀行である。これらの中央銀行も、T2Sの運営への一定の参画を求めている。第3には、T2Sに参加する各国CSDである。彼らにとっては、T2Sの運営方針は死活問題であるだけに、関与の要求は強い。そして第4には、マーケット参加者であり、最終ユーザーのニーズを反映させてほしいという要求も根強い。

T2Sのガバナンスには、これらの関係者のバラ ンスをとることが求められている。ECBとしては、 ユーロシステムのコントロール権を強くしておきたい というのが本音であろうと思われる。この問題に ついては、現在調整中であり、2011年中には結 論が出る見込みである。

(7) T2Sのインパクト

T2Sの稼働開始により、欧州の証券決済には、 以下のような影響が出るものとみられる。

第1に、EU域内の証券決済の集約化がなされ ることである。これにより、EU内の証券決済の 分立状態が解消され、中央に集約化された形で 行われるようになる。

第2には、EU内におけるクロスボーダーの証 券決済のコストが大幅に低下することである。上 述のように、T2Sの料金体系をもとにすると、100 分の1程度にまで低下することになる。ECBでは、 こうしたコスト削減効果は、年間30~50億ユーロ にのぼるものと試算している。

第3に、T2Sに参加するCSD間の証券決済が、 「DVP決済」となることである。これまで、クロス CSD決済には、ほとんどDVPが用いられていな かったため、これは証券決済の安全性の面では 大きな進展となる。

第4に、欧州におけるCSDの淘汰につながる 可能性があることである。各国CSDにとっては、 決済ビジネスをT2Sによって、いわば「奪われる」 ことになる。特に欧州の中小CSDにおいては、決 済ビジネスによる収入のウェイトが高いものとされ ており、こうした先ほど、T2Sが稼動を開始する と収益的には苦境に立たされることになる。こうし た先の選択肢としては、次の2つがありうる。1 つは、決済ビジネス以外のカストディ・ビジネスや 資産管理ビジネスなどの決済以外の業務にビジネ スを拡大することによって、生き残りを図っていくこ とである。いわば、業務の多角化による生き残り 策である。もう1つが、大手のCSDとの合併・経

営統合による生き残りである。中小国のCSDでは、 上述のような業務多角化にも限界があるものとみら れ、T2Sの稼働開始により存立基盤が揺らぐ可 能性がある。こうした場合、単独での生き残りを 諦めて、大国のCSDとの合併の道を選ぶ先も出 てくる可能性がある。こうした中小CSDの動きに ついては、今後注視していくことが必要であろう。

T2Sに参加するCSDが、ユーロシステムとの間 で正式な契約書に調印を行う「調印式」が、2011 年夏ごろに行われる予定である。この頃に、T2S が再び脚光を浴びるかもしれない。

2. OTCデリバティブ決済をめぐる動き

(1) 金融危機後の規制強化の動き

日米欧では、「クレジット・デフォルト・スワップ」 (CDS) を始めとする「OTCデリバティブ取引」に ついては、比較的規制が緩く、当事者が個別に 取引や決済を行うかたちとなっていた。しかし、 リーマン・ショックに端を発する世界的な金融危 機においては、OTCデリバティブ市場の脆弱性 が明らかになり、各国で規制の必要性が認識さ れた。

このため、米国では、2010年7月に成立した 「ドッド=フランク法」においては、OTCデリバティ ブ取引について、清算機関(CCP: Central Counter Party)の利用義務付け、トレード・レ

[図表7] ドッド=フランク法におけるOTCデリバティブ規制

対象	CDS、金利スワップなど
取引	「スワップ執行ファシリティ」(取引所または 電子取引システム)での取引を義務付け
清算	「デリバティブ清算機関」(CCP)での集中清算を 義務付け 集中清算されない取引については、最低資本規 制、マージン規制などが課される。
報告	「スワップ取引情報機関」 トレード・レポジトリーへの取引報告を義務付け

(出所)筆者作成

	[図表8] CDSの清算機関								
	*	国	欧州			日本			
CCP	ICE Trust	CME Clearing	ICE Clear Europe (英)	Eurex Clearing (独)	LCH.Clearnet SA (仏)	日本証券 クリアリング 機構 (JSCC)			
開始時期	2009年3月	2009年12月	2009年7月	2009年7月	2010年3月	2011年4月 (予定)			

(出所)筆者作成

ポジトリーへの報告義務などが課されることとなった(図表7参照)。また、欧州の「OTCデリバティブに関する規制案」(2010年9月)や、わが国の「金融商品取引法等の改正」(2010年5月)においても、同様の規制が盛り込まれている。

欧米のCCPやCSDでは、こうした規制強化を一種のビジネス・チャンスと捉えており、新たなサービスの提供に向けて動き始めている。

(2) CDSの清算機関設立の動き

上記のような規制強化の動きをにらんで、欧米のCCPでは、CDSの清算業務に乗り出している。

すでに、米国では、ICE TrustとCME Clearingの2社が、また欧州では、ICE Clear Europe(英)、Eurex Clearing(独)、LCH. Clearnet(仏)の3社が、2009~2010年からそれぞれCDSの清算業務を開始している(図表8)。

米国勢は、北米インデックス指数や北米のシングルネームを、欧州勢は、欧州インデックス指数や欧州シングルネームを対象としており、地域別に住み分けがなされているのが特徴である。これは、デフォルト発生時に、それぞれの国の倒産法制に照らした取扱いが必要となるためである。

わが国でも、日本証券クリアリング機構 (JSCC) が2011年4月を目途に、日本企業のインデックス指数 (iTtraxx Japan) を対象として 清算業務を開始する予定である。

わが国を除いては、いずれも供給過剰気味であり、Liffe (英)のように、すでにCDSの清算業務から撤退した (2009年7月) 先もあることから、

これらのCCPがすべて業務を継続していけるのか については、疑問の声もあるところである。

(3) トレード・レポジトリーを巡る動き

OTCデリバティブを巡るもう一つの競合分野と して、取引の登録を行う「トレード・レポジトリー」 がある。取引所で行われる取引については、日々 の取引額や取引残高は簡単に把握することができ るが、個別の参加者間で相対で取引が行われる OTCデリバティブは、市場全体の取引額や参加 者ごとの取引残高を把握することが極めて困難で ある。とりわけリーマン・ショック時には、OTCデ リバティブ (特にCDS)の取引残高がどれだけある のかが誰にも分からず、当局では、対応に苦慮し た。こうした反省を踏まえて、中央取引登録機関 ともいうべき「トレード・レポジトリー」を作って、 そこに各市場参加者の取引を登録させ、非常事 態が発生した際に、取引残高・取引内容を迅速 に把握したうえで必要な対応がとれるようにすると いうのが今回の規制の主眼である。つまり、トレー ド・レポジトリーが収集する情報の最終的なユー ザーは、各国の監督当局ということになる。こうし た規制の動きに対し、従来から取引の照合などを 行ってきた証券決済関連の機関では、自らのビジ ネスをさらに上流工程に拡大できるビジネス・チャ ンスとして捉えて積極的な対応を行っている。

①DTCCの動き

米国の証券決済機関であるDTCC (Depository Trust & Clearing Corporation)では、すでに2006 年から「TIW」(Trade Information Warehouse) と呼ばれるCDS取引の登録サービスを提供して いる。TIWでは、「gold record」と呼ばれる照合 済み (matched and confirmed) の法的に有効 な記録や、「copper record」と呼ばれる取引の一 方の当事者から (single-sided) の報告用のデー タなどが蓄積され、これを元に、市場関係者や 監督当局に対して、取引額や想定元本額が定期 的に報告される。また、gold recordについては、 「ライフサイクル・イベント処理」(Lifecycle Event Processing) と呼ばれる決済額の算定、決済額 のバイラテラル・ネッティング、クレジット・イベン トの処理などの後工程のプロセスにも利用される。 TIWには、2009年末時点で、想定元本ベースで 29.8兆ドルの取引が登録されている。

DTCCでは、2010年8月に、「EDRR」(Equity Derivatives Reporting Repository) と呼ばれ る株式デリバティブの登録サービスを開始してお り、レポジトリー・サービスの範囲を拡大している。 また、DTCCでは、2010年8月に、英国にレ ポジトリー・サービス用の子会社(DTCC Derivatives Repository Ltd) を設立する認可を 英FSAから得ており、米国でのTIWと同様の CDSの登録サービスをロンドン市場に対して提供 していこうとしている。

DTCCでは、「TIWは、52ヵ国からの参加者 が利用しており、40以上の監督当局がそのデータ にアクセス可能」として、すでに「真にグローバル なレポジトリーとなっている」ものと主張している。 このため、自社以外には、レポジトリー・サービ スの提供者は不要であるとの立場をとっている。

②REGIS-TRの動き

こうしたDTCCの動きに対抗していこうとしてい るのが、欧州勢の「REGIS-TR」である。

REGIS-TRは、スペインの証券決済機関 (CSD) である「Iberclear」と国際的なCSDである 「クリアストリーム」(CBL)が50%ずつ出資して、 ルクセンブルクに設立したものであり、欧州におけ るOTCデリバティブの登録業務を行うことを目的 としている。

同社は、2010年12月に、金利を対象に稼働を 開始しており、2011年中には、CDS、コモディティ、 株式、FXなどにも機能を拡大していく予定である。

③欧州でのトレード・レポジトリーを巡る競合 状況

欧州のトレード・レポジトリーを巡っては、前述 したDTCCのロンドン子会社やREGIS-TRのほ かにも、TriOptima (金利スワップに強み)や Markit BOAT (株式取引に強み)など、複数の 企業が鎬を削っている状態にある。

これに対して、ユーザーサイドからは、レポジト リーの乱立を懸念する声が聞かれている。「地域 ごとに、アセットクラスごとに1つのレポジトリーを」 (single repository by asset class) というのが ユーザーのニーズであり、それ以上の乱立は情 報の分散と混乱を招くだけであるというのである。 こうした声を受けて、ユーロクリアのように、レポ ジトリー業務への参入を断念する先もみられてい る。

おわりに

T2Sについては、ECBがかなり割安な料金体 系を打ち出したことから、市場で驚きをもって受け 止められている。こうした点への認識が広がると、 わが国でも、相対的には割高となる証券決済コス トの引き下げに向けた議論に発展する可能性もあ るものとみられる。

トレード・レポジトリーについては、わが国でも、 金融商品取引法等の改正の中で、「取引情報蓄 積機関制度の創設」が謳われているにも関わらず、 レポジトリー業務のスタートに向けた話は一向に 聞かれないようである。「ビジネス・チャンス」と捉 えて、乱立が懸念されるほどの積極姿勢の欧米

勢と、「規制対応」と捉えて最小限での対応で済ませようとする本邦勢との対照が際立っている。

<参考文献>

- 1) 中島真志 [2008]、「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、2008年3月
- 2) 中島真志、宿輪純一 [2008]、『証券決済システムの すべて (第2版)』、東洋経済新報社、2008年5月
- 3) ECB [2007a], "TARGET 2 -Securities: The Blueprint," March 2007
- 4) ECB [2007b], "TARGET 2 -Securities: Operational Feasibility," March 2007
- 5) ECB [2007c], "TARGET 2 -Securities: Legal Feasibility," March 2007
- 6) ECB [2007d], "TARGET 2 -Securities: Technical Feasibility," March 2007
- 7) ECB [2007e], "TARGET 2 -Securities: Economic Feasibility," March 2007
- 8) ECB [2007f], "T2S Progress Report," October 2007
- 9) ECB [2010], "T2S: Half-way to Delivery," October 2010

<執筆者プロフィール>

1981年に日本銀行に入行し、調査統計局、金融研究所、国際局などに勤務。この間、金融情報システムセンター(FISC)調査企画部長、国際決済銀行(BIS)金融経済局などを歴任。2006年より現職。主要著書に『決済システムのすべて(第2版)』、『証券決済システムのすべて(第2版)』、『SWIFTのすべて』、『金融システム論の新展開』、『金融読本(第27版)』などがある。