

欧州中央銀行の進める証券決済インフラ統合の動き*

—「ターゲット2証券プロジェクト」の概要について—

中島 真志

はじめに

1999年1月に、欧州通貨統合（EMU：Economic and Monetary Union）がスタートし、欧州単一通貨「ユーロ」が導入されてから、約9年が経過した。この間の欧州の証券決済インフラの状況をみると、証券取引所（stock exchange）、証券決済機関（CSD：Central Securities Depository）、清算機関（CCP：Central Counterparty）において、一部に合併や統合の動きがみられたものの、基本的には、国ごとに分断されたかたちで証券取引や証券決済が続いている、ユーロの導入前に想定されたような「欧州単一資本市場」（pan-European capital market）や「汎欧州証券決済インフラ」（pan-European securities infrastructure）はできていない。各国では、独自の証券取引所や証券決済インフラへのこだわりがあることや、大国の覇権主義に対する警戒感を有していることなどから、証券市場の統合化は、必ずしもスムーズには進んでいないのが現状である。このまま各国市場の実質的な分断状態が続ければ、非効率な証券の取引・決済が継続し、ユーロを導入したメリットが十分に發揮されないことに

なる。

こうした市場の分断状態に対しては、EUの行政執行機関である「欧州委員会」（European Commission）や欧州議会、そして欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）などの当局サイドから、折に触れて不満の声が聞かれているところである。また、こうした当局サイドでは、証券市場の統合を進めるべく、様々な施策を打ち出してきている。こうした動きのなかで、特に注目されるのが、ECBが進めている「ターゲット2証券プロジェクト」（Target2-Securities：以下、「T2Sプロジェクト」という）である。

T2Sプロジェクトは、欧州各国のCSDの証券口座をECBの資金決済システムである「TARGET2¹⁾」に集約して、TARGET2のプラットフォーム上で、資金（中央銀行マネー）と証券とのDVP決済²⁾を行おうとする計画であり、2006年7月にECBが構想を発表し、実現に向けて準備を進めている。

すなわち、現在は、各国CSDで分散して行なわれているユーロ建ての証券（株式、国債、社債、投資信託など）の決済を、TARGET2に集中して行おうとするものであり、「汎欧州中央証券決済プラットフォーム」（pan-

*本稿の作成にあたっては、麗澤大学経済社会総合研究センターより助成を受けたことを記し、謝意を表したい。

1) TARGETは、ECBが運営するユーロの大口資金決済システムであり、EU各の中央銀行が運営するRTGSシステムを結んだ「分散型の構造」となっている。次期システムである「TARGET2」では、決済処理を「共通プラットフォーム」に集約化した中央集権型のシステムとなる。TARGET2は、2007年11月から2008年5月にかけて、順次EU諸国に導入される。

2) Delivery Versus Payment。資金と証券との同時決済。

European central settlement platform) を構築しようとするプロジェクトである。

これは中央銀行が、これまで各国CSDが行ってきた証券決済機関としての業務の一部を、いわば「取り上げる」ことになるため、かなり革新的かつ壮大な計画である。機能を奪われる形となる各国CSDサイドからは、当初かなりの反発もあったが、ECBではこうした反対論を抑えて、プロジェクトを進めている。T2Sプロジェクトの実現は、欧州の証券決済インフラのランド・スケープを大きく変える可能性があるため、以下では、T2Sプロジェクトの概要についてみたうえで、そのインパクトについて論ずることとする。

1 T2S プロジェクトの概要

(1) T2S プロジェクトの経緯

ECBでは、まず2006年7月に「ユーロシステム³⁾による証券決済サービス提供の可能性について」という素案を公表するとともに、ECBの「決済システム委員会」(PSSC : Payment and Settlement Systems Committee)に対して、T2Sの基本設計と詳細なフィージビリティ調査を行うことを求めた。これを受け PSSCでは、市場関係者から意見聴取を行うとともに、プロジェクトの詳細な検討を行い、2007年3月に「基本設計書」(The Blueprint) およびフィージビリティ・スタディを公表した。

「フィージビリティ・スタディ」には、①機能面、CSDとの役割分担、決済の仕組みなどに関する業務的なもの(Operational Feasibility)、②ITやインフラ・デザインに関する技術的なもの(Technical Feasibility)、③コストやペネフィットについての経済的なもの(Economic Feasibility)、④法的な分析

や決済のファイナリティなどについての法律的なもの(Legal Feasibility)の4種類が含まれていた。

こうした検討結果を受けて、2007年3月に、本プロジェクトの決定権限を有する ECB の理事会 (Governing Council) では、T2S プロジェクトを次のフェーズ(プロジェクト・フェーズ)に進めることを認める決定を行った。この「プロジェクト・フェーズ」においては、①ガバナンス体制の決定と、②ユーザー要件についてのパブリック・コンサルテーションが行われることとされた。

2007年4月には、まず、ガバナンス体制(後述)が決定された。また、2007年末にかけて、ユーザー要件の取りまとめ作業(この中で、適宜ミニ・コンサルテーションを実施)が行われ、2007年12月には、ユーザー要件の最終案についてのパブリック・コンサルテーション(期間3ヶ月)が開始された。

コンサルテーションにおいて寄せられたコメントについて検討を行ったうえで、2008年5月には、ECB理事会がT2Sシステムの構築についての最終決定を行い、システム開発がスタートする見込みである。T2Sプロジェクトは、システム・デザインや開発・テスト等に約6年間を要することを見込んでおり、T2Sの稼働開始は、2013年を計画している。

この間、T2Sプロジェクトにより自分達のビジネスの一部が奪われることになる各国の証券決済機関(CSD)では、当初かなりの反発を示し⁴⁾、欧州のCSDの団体である「欧州CSD協会」(ECSDA : European Central Securities Depositories Association)などが公式に反対の立場を表明していた。一方、こうしたCSDのユーザーの立場にある欧州の銀行界では、コストの引下げ、利便性の向

3) ECBとEU各国の中央銀行を合わせて、「ユーロシステム」と呼ぶ。

4) 特に、傘下に多くのCSDを抱え、CSDの統合をリードする立場にあったユーロクリアが一貫して強硬な反対姿勢を示した。一方、T2Sの対象外となるICSD(国際的なCSD)業務が主体のクリアストリームでは、途中から柔軟姿勢に転じた。

欧州中央銀行の進める証券決済インフラ統合の動き

上につながることから、条件付（要件設定に対する自分達の関与、T2Sへの直接参加）ながら、プロジェクトへの積極的な支持を表明している⁵⁾。当初は、「中銀による民業圧迫である」として反発していた各国CSDでも、主要株主でもあるユーザーの声を無視するわけにはいかず、渋々ながら徐々にプロジェクトを容認せざるを得ない展開となった。その後は、プロジェクトが急ピッチで進行する中で、各国CSDもプロジェクトのガバナンス組織（後述）の中にメンバーとして参加せざるを得ない状況となり、ユーザー要件の取りまとめ作業等に関与した。

表1 T2S プロジェクトの経緯

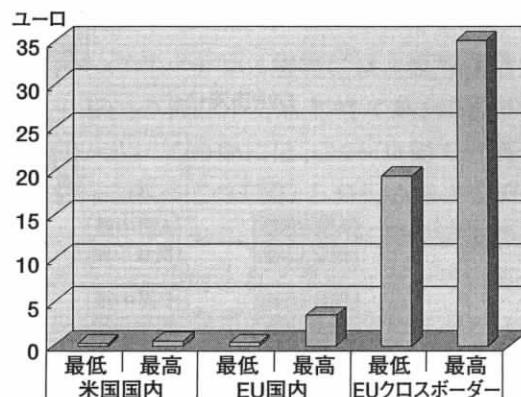
時 期	内 容
2006年 7月	ECB が、T2S プロジェクトの構想を発表
2007年 3月	PSSC が、基本設計書とフィージビリティ・スタディを公表
2007年 3月	ECB 理事会が、T2S プロジェクトを次期ステージに進めることを承認
2007年 4月	T2S プロジェクトのガバナンス体制を決定
2007年 4月	ユーザー要件の取りまとめ作業を開始
2007年12月	ユーザー要件の取りまとめを終了
2007年12月	ユーザー要件の最終案に関するパブリック・コンサルテーションを開始（2008年4月締切り）
2008年 5月 (予定)	ECB 理事会が、システム構築についての最終決定を行う
2013年 (計画)	T2S システムの稼働開始

(2) T2S プロジェクトの背景

ECB が T2S プロジェクトを進めている背景には、①前述のように、欧州における各国CSD の統合がなかなか進展しないこと、②それに伴って、EU における証券決済のコスト（特にクロスボーダー分）が高止まりしていることがある。EU におけるクロスボーダーの証券決済コストは、米国の2.5倍～5

5) 2007年4～6月に行われた「プロジェクトの原則と概要」に対するパブリック・コンサルテーションにおいては、65%の先が T2S プロジェクトに賛成を表明した。これに対して、一部反対は20%、すべて反対は6%に止まった。

図1 EU と米国の証券決済コスト



出所： “The Blueprint”, March 2007, ECB

倍となっており、また EU の国内決済のコストの10～15倍にも達している（図1を参照）。

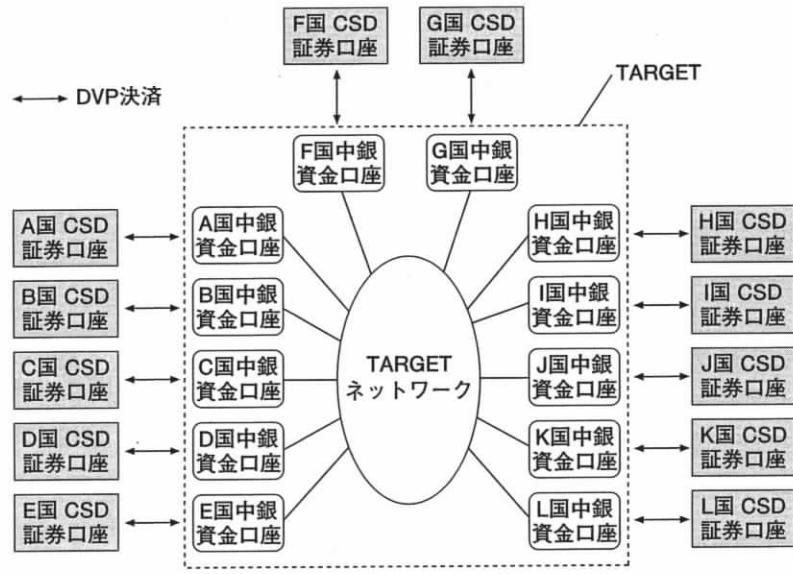
ECB の意図は、こうした状況を改善することにある。すなわち、統合された証券決済インフラ（integrated securities infrastructure）を実現することによって、EU 内のクロスボーダー証券決済を国内の証券決済と同様の条件（コスト）で行えるようにして、EU 全域にわたる証券決済の効率性を高めることにある。これは、「EU 全域を国内市場にする」（Delivering a domestic market for EU）といった言い方で表現されることもある。市場の自主性に任せたままでは、市場インフラの統合が遅々として進展しないことに痺れを切らせた ECB が、いわば「自ら統合に乗り出した」ものと言えよう。

(3) T2S プロジェクトの基本コンセプト

これまでユーロの資金決済を行ってきた「TARGET」は分散システムであったため、各国の CSD では、「中銀マネーによる DVP 決済」を行うためには、各国の中央銀行の口座においてユーザーとの決済を行うことが必要であった（図2を参照）。

しかし、次世代の「TARGET2」は統一プラットフォームとなるため、TARGET2 上の單一口座（single TARGET2 account）に

図2 TARGET環境下での中銀とCSDとのDVP決済

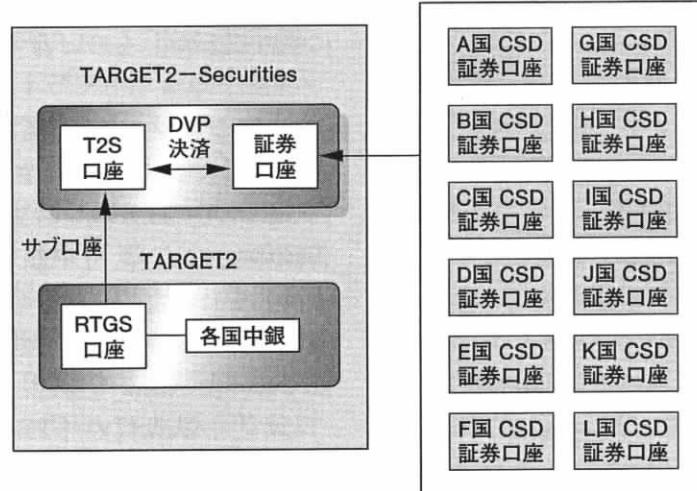


において、ユーロ域内の資金決済を一括して行うことができるようになる。

資金決済と証券決済とを一括して行うためには、2つのオプションがありうる。1つは、中銀口座をCSDにアウトソースすることである。ユーロクリアが進めている「ESES」(Euroclear Settlement for Euronext-zone Securities)というプロジェクトにおいては、こうした方法により、ユーロクリア側のシステムにおいてDVP決済が行われる⁶⁾。一方、

もう一つのオプションが、CSDの証券口座を中銀にアウトソースする方法である。前者の方法では、グローバルな市場参加者にとっては、ユーロの流動性が各国CSDごとに分散してしまう(fragmentation of liquidity)という欠点がある。一方、後者の方法であれば、資金・証券ともに、1カ所に集中して決済を行うことができる。これは、前述のように、資金サイドについては、中銀口座がTARGET2上に集約されているためである。

図3 T2SにおけるDVP決済（概念図）



6) ECBの関係者に聴取したところによると、T2Sプロジェクトのアイデアは、もともとESESから来たとのことがある。すなわち、ESESと同じこと（口座のアウトソース）を逆の方向で行えば、資金・証券の集中的な決済が実現できることに、ECB関係者が気がついたことが発端となっているとのことである。

欧州中央銀行の進める証券決済インフラ統合の動き

この後者の方法が、まさに T2S プロジェクトの目指している世界である（図 3 を参照）。

CSD との関係について、ECB では「T2S は CSD ではなく、決済プラットフォーム（settlement platform）にすぎない⁷⁾」、「中銀マネーとのDVP決済を可能とするためのIT プラットフォームにすぎない」と説明しており、T2S では、証券決済サービスのみが提供される。このため、顧客との関係（契約、報告など）はこれまで通り各国 CSD が管理することになるほか、決済以外の業務（non-settlement activities）である証券の登録業務（notary function）、カストディ業務（custody function）、資産管理業務（asset servicing function）、証券貸借サービス、顧客対応などは、各国 CSD が行うこととなる。

（4） T2S プロジェクトのガバナンス

T2S プロジェクトのガバナンスについてみると、本プロジェクトにおいて最上位にあり、最終的な意思決定の権限を有するのは、ECB 理事会である。その下に、「アドバイザリー・グループ」（AG）が置かれており、この AG が意見集約に向けた中心的な役割を果たす。同グループは、中央銀行、CSD、ユーザーの 3 つの業界の代表（各 14 名）によって構成されており、62 の機関から 72 名が参加している（議長と事務局は ECB が務める）。

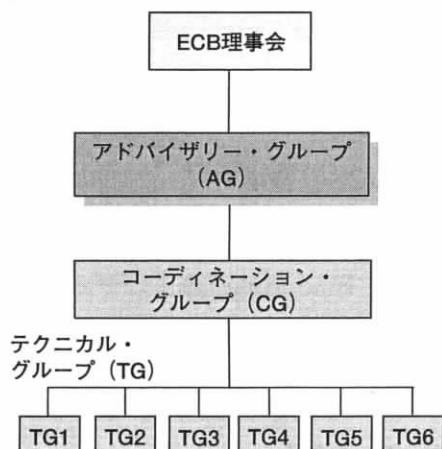
アドバイザリー・グループの下には、「テクニカル・グループ」（TG）とこれらを統括する「コーディネーション・グループ」（CG）が置かれている。TG は 6 つが置かれており、それぞれが、①範囲とスケジュール、②ライフサイクル管理と照合、③決済の機能、④データ、⑤インターフェース、⑥機能面以外の要件、を分担して、各 10~15 名のメンバーによりユーザー要件の詳細な検討が行われている。CG は、AG の議長と各 TG の議長に

よって構成されており、各 TG の作業間の調整を行う。

これらのガバナンス組織には、証券決済に関連する 80 の機関から合わせて約 190 名が参加している。この中には、ユーロ建てで証券決済を行うすべての CSD と 33 行のカストディ銀行が含まれており、欧州の証券決済業界が一丸となって検討を行う体制となっている。

このほかに、18 カ国に「ナショナル・ユーザー・グループ」が組織されており、TG の提案などに対して各国業界としてのコメントを作成することになっている。また、ECB 内には、準備の実働部隊として「ECB プロジェクトチーム」が置かれている。

図 4 T2S プロジェクトのガバナンス



（5） T2S システムの開発・運営主体

T2S システムの開発および運営については、独、仮、伊、スペインの 4 つの中央銀行が共同で行う意向を示している。資金決済システムである「TARGET2」は、3 中銀（独・仮・伊）が開発・運営を行っており、T2S については、これにスペイン中銀が加わったかたちとなっている。このため、これらの 4 中銀は、「3 CBPlus」（3 中銀 プラス）と呼ばれている。

T2S システムは、ユーロシステム（ECB

7) これに対して、日本銀行や Fed は、各国における国債の CSD となっている。

+ユーロ参加国の中央銀行) が保有し (full ownership)、運営するものとされており、ユーロシステムが開発・運営をこれらの4中銀に委託 (アウトソース) することになる⁸⁾。

T2Sシステムは、TARGET2のシステム (Single Shared Platform) 上に構築されることになっており、これを「T2S on T2 approach」(TARGET2上にT2Sを構築する手法) と呼んでいる。これにより、TARGET2のシステム的なリソース (サポート人員、バックアップ・サイト等を含む) をそのまま利用できるため、コストを節減することができる。

T2Sのシステム開発は、テクニカル・グループ (TG) によるユーザー要件の取りまとめを受けて行われることになっており、これを「ホワイト・ページ・デザイン」と呼んでいる。

2 T2Sの機能

以下では、2007年3月に公表された基本設計書 (The Blueprint) およびフィージビリティ・スタディをもとに、T2Sの機能についてみることとする⁹⁾。

(1) T2Sの対象証券

T2Sに参加する各国CSDが決済を行っているすべての証券が、T2Sにおける決済サービスの対象となる。すなわち、株式、国債、社債、投資信託、ワラントなどである。

外貨建て証券であってもユーロで決済されるものについては、対象となりうる。このことは、T2Sの参加CSDが、T2S対象外のCSDとリンクを有する場合には、T2S外で発行された証券もT2Sでの決済の対象になることを意味する。

(2) 参加CSDの範囲

ユーロの中銀マネーで決済を行うすべてのCSDが、T2Sに参加することができる (eligible) ものとされている。すなわち、ユーロ圏外のCSDであっても、ユーロの中銀マネーで決済を行う場合には、T2Sに参加することができる。

各CSDのT2Sへの参加は、「強制ではない」(not mandatory) ものとされており、各CSDがビジネス・ニーズに応じて判断することとされている。ただし、これはあくまでも建前であって、ECBでは、「市場参加者の強いプレッシャーにより、すべてのCSDが参加するものと確信する」(Jean-Michel Godeffroy 決済総局長) として、ユーロ圏のすべてのCSDが参加することに対する強い期待感を表明している。

なお、ユーロクリア・バンク、クリアストリーム・ルクセンブルクなどのICSD (国際的なCSD) は、T2Sの対象外とされている。

(3) 証券口座と資金口座

① 証券口座

証券口座は、法的には各国CSDが保有し、口座の開設、維持管理、閉鎖などは、CSDの責任において行われる。一方、その証券口座の残高は、T2Sシステムにおける「証券口座データベース」(Securities Account Database)において集中的に管理される。証券口座は、「法的にはCSDに開設され」(legally opened at the CSDs)、「技術的にはT2S内で管理される」(technically managed in the T2S environment) といった説明がなされている¹⁰⁾。

証券口座における残高の変更は、すべてT2Sの中で行われる (つまり、T2S内の証券口座データベースが「マスター・データ

8) これは、TARGET2について、ユーロシステムが3中銀にアウトソースしているのと同じ形態である。

9) その後の検討作業やパブリック・コンサルテーションにより、多少の変更が加えられる可能性がある。

10) このため、証券決済のファイナリティについても、CSDが所在する国の法律に準拠するものとされている (Legal Feasibilityによる)。ただし、EU域内においては、「決済ファイナリティ指令」(SFD : The Settlement Finality Directive) によって統一されている。

図5 T2S 口座と RTGS 口座



ベース」となるのであり、CSD の証券口座データのコピーではない）。このため、決済以外の要因で証券残高が増減する場合には、CSD が T2S にその指示を行うことになる。

証券口座のコード体系は、T2S レベルでの統一的な口座コード体系 (account codification) がとられ¹¹⁾、ユーザー（証券会社等）が、自己保有分と顧客保有分とを分別管理できるものとなる。

② 資金口座

資金口座としては、TARGET2 のメイン口座である「RTGS 口座」(T2 RTGS account) のサブ口座である「T2S 資金口座」(T2S cash account) が用いられる。RTGS 口座と T2S 資金口座との間の流動性の移動 (liquidity transfer) は、ユーザーの指示により、いつでもリアルタイムに行うことができ、また予め金額を指定しておく「自動流動性移動機能」(automated transfer facility) も設けられる。営業日の終了時点になると、T2S 口座の残高は、準備預金の算定等のためにメイン口座 (RTGS 口座) に戻される。

T2S 資金口座は、証券口座の保有者のものでなくてもよい。つまり、資金決済を「支払代理人」(paying agent) である他行に委託することができる。直接参加者¹²⁾は、資金口座を自己の流動性と間接参加者の流動性に分けて管理することができる。

T2S における DVP は、すべて中銀マネーによる DVP となる。コマーシャルバンク・マネーによる（民間銀行の口座における）決済は、T2S の対象外である。

通貨の種類は、当面、ユーロに限定される。ただし、「技術的には、ユーロ以外の通貨を T2S に追加することは可能である」として将来の取扱い通貨の拡大に含みを持たせている。その場合には、①当該通貨を発行する中央銀行からの要請があること、②同中銀が資金口座の管理 (technical operation) をユーロシステムに委託すること、が前提条件とされている。ユーロ以外の通貨としては、特に、欧州最大の証券市場であるロンドン市場における決済通貨となっている英ポンドを強く意識しているものとみられる。

(4) マッチング機能

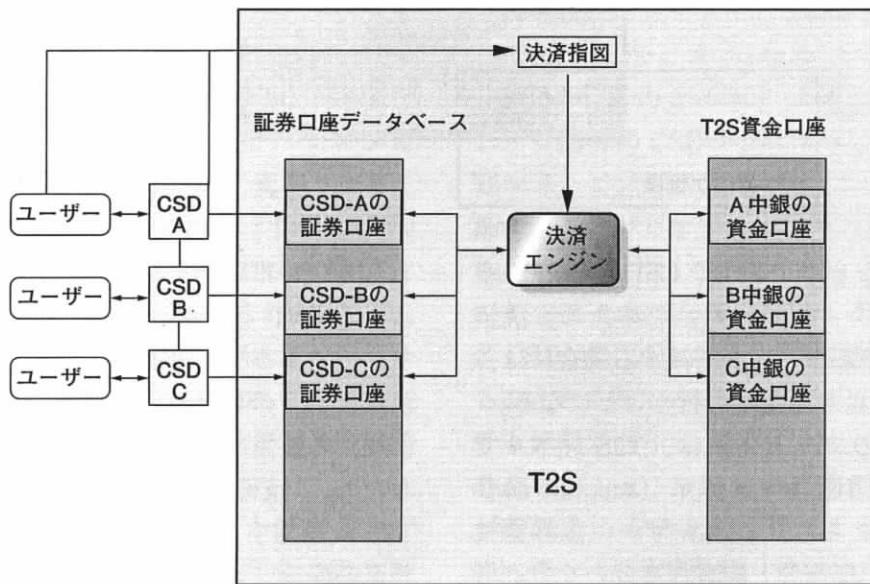
ユーザーからの決済指図については、CSD のレベル、あるいは T2S レベルでマッチング (照合) を行うことが必要である。T2S では、複数の CSD にまたがる「クロス CSD 取引」については、マッチング機能を提供することになっている。また、それ以外の「単独 CSD 取引」についても、証券取引所、電子取引システム、CCP などからの照合済みの取引を除いては、T2S が中央でのマッチング機能を提供する方向で検討が進んでいる¹³⁾。

11) T2S の口座コード体系は、すべての参加 CSD が、それぞれの証券口座の体系をマッピングできるように定められる。

12) 因みに、TARGET2 では、直接参加者を通じた間接参加が認められている。

13) ただし、各国 CSD では、自らのシステムでマッチングを行いたいとの要望も根強い。

図 6 決済エンジンの役割



(5) 決済処理の機能

T2S の決済方法は、「最適化 DVP 決済」(optimized DVP settlement) と呼ばれる。すなわち、決済指図は、基本的に¹⁴⁾リアルタイムで DVP 处理される¹⁵⁾が、これは、「同時担保」と「決済の最適化」とを組み合わせて実施される。「同時担保」(self-collateralization) とは、購入した証券を担保として中銀から資金を借り入れ、借り入れた資金によって証券を受け取るための支払を行うことである¹⁶⁾。また、「決済の最適化」(optimization) とは、いくつかの決済指図 (back-to-back 取引やループ取引の場合) を組み合わせて決済処理を進めることであり、これが連続的 (continuous) に実施される。

また、ペンドティングとなっている決済指図を対象とした「ネットティング処理」(multi-lateral technical netting) も行われる。ネットティング処理は、決済効率を高めるために、1 日に少なくとも 3 回（夜間決済処理のスタート時、夜間決済処理の終了時、日中決済処理の終了時）にわたり実施される。ネット

ティング処理のみがバッチ処理であり、これ以外は、すべてリアルタイム処理となる。

このほか、①キュー (待ち行列) の管理 (sequencing)、②決済指図の優先順位付け (prioritization)、③決済未了の決済指図について繰り返し決済を試みる「リサイクル」(recycling)、④部分的な処理を可能とする「部分決済」(partial settlement)、などの機能が盛り込まれる予定である。これらは、すでに欧州のいざれかの CSD によって提供されている機能である。T2Sへの移行によって、欧州における証券決済の機能が低下しないようにすることが基本的な方針となっているため、こうした機能が盛り込まれるものである。

(6) T2S の決済エンジン

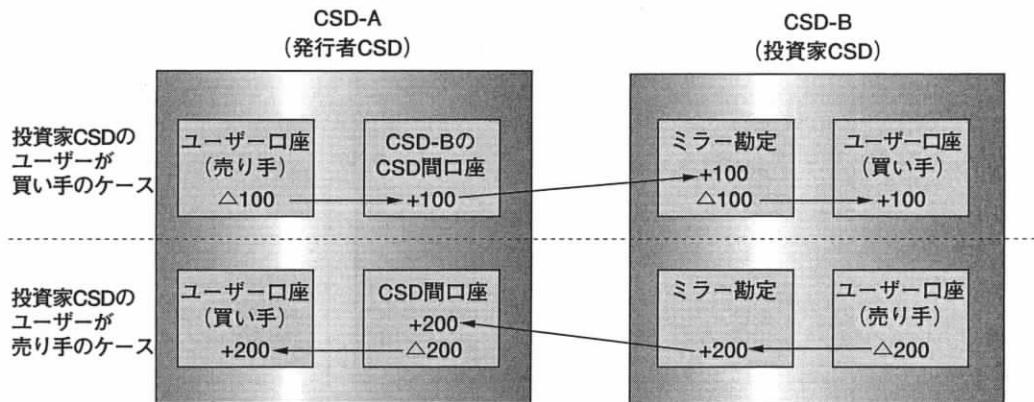
T2S では、「決済エンジン」(T2S Settlement Engine) により決済処理を進める。決済エンジンは、決済指図を受け取ると、買い手の T2S 資金口座と売り手の証券口座データベースにおける資金・証券の残高を確

14) 必要な場合には、非 DVP 決済 (FOP settlement) も可能である。

15) したがって、資金・証券ともにグロス・ベースの「モデル 1 型 DVP」となる。

16) 日銀ネットにおける「国債 DVP 同時担保受払機能」は、同時担保の一種である。

図7 発行者 CSD と投資家 CSD との間のクロス CSD 決済



認し、十分な残高があれば、DVP 決済の処理を進める。

(7) クロスCSD決済

T2Sに参加する2つの異なるCSD間における決済を「クロスCSD決済」(cross-CSD settlement)という。クロスCSDには、①発行者CSDと投資家CSD間で決済が行われるケースと、②2つの投資家CSD間で決済が行われるケース、の2通りが考えられる。

ここで、「発行者CSD」(issuer CSD)とは、証券が発行され、登録・保管されているCSDのことであり、「投資家CSD」(investor CSD)とは、発行者CSD以外のCSDのことである。以下、2つのケースでどのようにクロスCSD決済が行われるかを見る(ここでは、証券の受渡しサイドのみを見る。資金サイドについては、T2S資金口座で受払いが行われる)。

なお、こうしたクロスCSD決済が可能となることにより、ユーザーは、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(T2Sの対象証券)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¹⁷⁾。これは、CSDのユーザーにとっては、国内での決済(domestic settlement)と同様に、EU域内

でのクロスボーダー決済(cross-border settlement)を行うことができるようになることを意味する。すなわち、T2Sの主眼は、クロスCSD決済を、単一CSD内の決済(domestic settlement)と同じように効率的に行うことにあるのである。

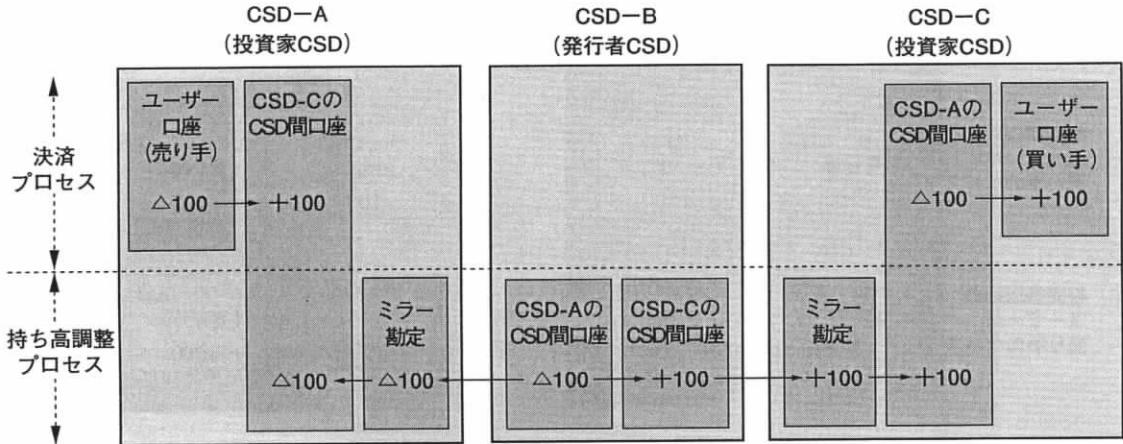
① 発行者CSDと投資家CSDとの間のクロスCSD決済

まず、投資家CSDは、発行者CSDに「CSD間口座」(inter-CSD account)を開設する必要がある。これは、投資家CSD(およびそのユーザー)が保有する証券をまとめて管理するオムニバス口座である。投資家CSDは、内部にCSD間口座の残高を管理するための「ミラー勘定」(mirror account)を有する。

こうした関係において、投資家CSD(CSD-B)のユーザーが買い手である場合には、証券は、発行者CSD(CSD-A)において、売り手の口座から、CSD間口座に移管される。投資家CSD(CSD-B)においては、CSD間口座の残高を反映するミラー勘定を払い出して、買い手の口座に証券を入れる。投資家CSD(CSD-B)のユーザーが売り手である場合には、この逆の順で、証券は、売り手の口座から、CSD間口座を通じ

17) 「a single account with a single CSD to settle any security available in T2S with any other user」と説明されている。

図8 2つの投資家CSD間のクロスCSD決済



て、買い手の口座へと移管される。これらの処理は、リンクした処理として、同時並行的に行われる（図7を参照）。

② 2つの投資家CSD間のクロスCSD決済

発行者CSDでない2つの投資家CSD間で決済を行う場合には、まず、それらの2つの投資家CSD（CSD-AとCSD-C）は、それぞれ発行者CSD（CSD-B）にCSD間口座を開設する必要がある。両方の投資家CSDは、内部にCSD間口座の残高を管理するミラー勘定を保有する。これに加えて、2つの投資家CSD（CSD-AとCSD-C）は、相互にCSD間口座を持ち合う。

こうした関係において、証券決済は、ユーザー口座とCSD間口座を通じて行われる。すなわち、売り手サイドであるCSD-Aにおいて、証券が、売り手口座から買い手サイドであるCSD-BのCSD間口座に移される。CSD-Bでは、CSD-AのCSD間口座を払い出して（この口座の残高はマイナスになる）、買い手の口座に証券残高を増やす。

ところが、このプロセスには、発行者CSDであるCSD-Bが関与していないため、売り手サイド（CSD-A）と買い手サイド（CSD-C）のCSDの持ち高を正確に反映していない。このため、そのための「持ち高調整」（realignment）が必要となる。この調整は、発行者CSDにおいて、CSD-Aの口座

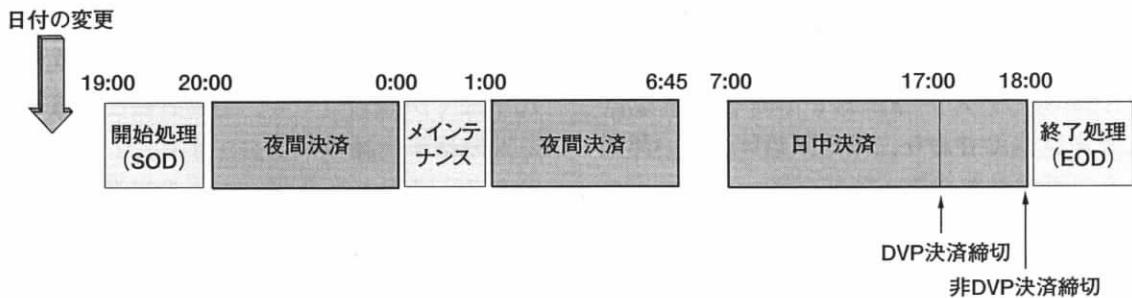
からCSD-Cの口座への付け替えを行うことによって実施される（図8を参照）。これを受けて、CSD-AとCSD-CにおけるCSD間口座の残高はゼロになる。この持ち高調整は、当面は1日の終わりに実施される予定である（将来的には、リアルタイムの持ち高調整を導入することを検討している）。

(8) インターフェース

ユーザーは、基本的には、各国CSDに接続したうえで、そのCSD経由でT2Sに決済指図を送る「間接接続」（indirect connect）を行うことが想定されている。この場合、各国CSDは、T2Sサービスへの入り口（gateway）として機能することになる。ただし、ユーザーは、必要な場合には、T2Sシステムに直接接続して決済指図を送る「直接接続」（direct connect）を行うことも可能とされている。直接接続ユーザーがT2Sに送った情報は、関係するCSDにも送られるため、接続方法は、CSDには特に影響を与えない（ただし、この点についての各国CSDの反発は強い）。

T2Sとやり取りを行うメッセージは、証券メッセージの次期国際標準である「ISO 20022」に準拠するものとなる。当初は、現行の国際標準であるISO 15022との併用が検討されたが、重複対応のコストを減らすため、当初からISO 20022に一本化することとなっ

図9 T2S の稼働時間



た。ISO 20022 のメッセージ作りを進めているSWIFTでは、2010年11月までに、最終的なT2S用のISO 20022メッセージを提供する予定である。なお、各国CSDとユーザー間の情報交換については、他のフォーマットのメッセージによって行うことも可能であるが、その場合には、CSDが責任をもってISO 20022への変換を行ったうえで、T2Sへの送信を行うこととされている。

(9) T2Sの稼働時間

T2Sの稼働日、稼働時間は、DVP決済を確保するために、資金決済システムであるTARGET2と同一となっている。T2Sの稼働時間は、①夜間決済時間(night-time settlement period)と②日中決済時間(daytime settlement period)に分けられている。

夜間決済時間は、システム上の日付の変更(date change)と開始処理¹⁸⁾(SOD: start of day processing)が行われたあと、決済日の前営業日の夜間(20:00)に始まり、メインテナス時間(0:00~1:00)をはさんで、早朝(6:45)に終了する。日中決済時間は、早朝(7:00)にスタートし、DVP決済は17:00に、非DVP決済(FOP決済)は18:00が締切りとなる。

夜間決済時間には、主として「先日付入力取引」(決済日よりも前に入力された取引、

「T+N settlement取引」と呼ばれる)¹⁹⁾の処理が行われる¹⁹⁾。すなわち、夜間決済時間のスタートと同時に、それまでに入力されていた決済指図が、まとめてバッチ処理のかたちで処理される。すべての処理は、「決済日日付」で処理される。夜間決済が終了する時点で未決済となっている決済指図は、日中決済時間に繰り越し(carry over)される。

日中決済時間には、主として「当日入力取引」(決済日の当日に入力された取引、「T+0 settlement取引」あるいは「same-day settlement取引」と呼ばれる)の処理が行われる。日中決済時間帯には、RTGSベースで決済が行われる。

(10) 運営コストと利用料金

ユーロシステムは公的部門であるため、T2Sは、「フル・コスト・リカバリー」(すべてのコストをユーザーからの利用料金で賄う)、「非営利」(not-for-profit)の方針に基づいて運営される。

決済サービスの料金については、国内決済とクロスボーダー決済で、同じ水準の料金が設定されることになる見込みである。また、サービス料金については、「コード・オブ・コンダクト²⁰⁾」に準拠するかたちで、個別のサービスごとに分けて設定される。

18) 開始処理では、新しい口座の開設や新しい証券銘柄の登録など、決済のための準備作業が行われる。

19) このほかに、コーポレート・アクション対応や新規発行対応などが含まれる。

20) 2006年11月に、FESE(欧州取引所連盟)、EACH(欧州CCP協会)、ECSDA(欧州CSD協会)の3業界団体が発表した欧州における証券の清算・決済に関する機関が遵守すべき「行動規範」(European Code of Conduct for Clearing and Settlement)のこと。

3 T2Sの開発スケジュール

T2S プロジェクトは、システム・デザインや開発・テスト等に約6年間を要する²¹⁾ことを見込んでおり、稼働開始は、2013年ごろと計画されている。

開発フェーズは、3つのフェーズに分けられている。第1フェーズ（2007年ⅡQ～2009年ⅢQ）では、ユーザー要件の設定とシステム・デザインが行われる。第2フェーズ（2009年ⅣQ～2011年ⅢQ）では、システムの開発と実装が行われる。第3フェーズ（2010年ⅣQ～2013年ⅠQ）では、各種のテストが行われる。

表2 T2S の開発スケジュール

フェーズ	期間	開発作業の概要
第1フェーズ	2007年ⅡQ～2009年ⅢQ	ユーザー要件の設定とシステム・デザイン
第2フェーズ	2009年ⅣQ～2011年ⅢQ	システムの開発と実装
第3フェーズ	2010年ⅣQ～2013年ⅠQ	各種のテストの実施

4 T2S のインパクト

T2S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考えられる。

(1) EU域内の証券決済の集約化

まず、各国ごとに分立したCSDにおいて分散して行われている証券決済が、T2Sにおいて、中央に集約化された形で行われることになることである。これにより、ユーロの導入以来、長年の課題であったEUにおける証券決済の分立状態が、解決されることになる。

欧州における証券インフラの統合は、基本的には、行政によるトップ・ダウンの形をとらず、共通ルールを整備したうえでマーケットの選択に任せるとする市場の自主性を尊重

するアプローチ（market solution approach）をとってきたために、必然的に息の長いプロセスとなってきた。ただしユーロの導入から10年近くが経過しても、当初の目指す姿である「欧州単一証券市場」がまったく見られないということであれば、市場の自主性に任せるとばかり言っている訳にはいかず、政策当局としても、いわば「強権を発動」せざるを得なかったものと言えよう。

(2) 中銀マネーによるDVP決済

第2に、参加CSDのすべての証券決済が、「中銀マネーによるDVP決済」となることである。これに伴い、すべてのEU内の証券決済について、中央銀行マネーによる「日中ファイナリティティ」が確保されることになる。特に、これまでほとんど中銀マネーが用いられることができなかつたCSD間の決済(cross-CSD settlement)についても、中銀マネーによるDVPが確保されることになるため、証券決済の安全性の面では、大きな進展となる。

(3) クロスボーダー証券決済コストの低下

第3に、EU内の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になる。これにより、CSDのユーザー（証券会社、投資銀行など）は大きなメリットを享受することになる。前述のように、ECBでは、クロスボーダー決済についても国内決済と同じ料金体系を適用することを計画しており、これによって、国内決済の10～15倍にも達していたEU内のクロスボーダーの証券決済は、国内取引と同じ条件（コスト）で決済できるようになる。ECBの試算によると、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みられている。

これは、「欧州単一証券市場」の実現に向けた大きな前進であり、また、ユーロを導入

21) ECBでは、TARGET1とTARGET2については、開発スタートから稼動まで約5年を要している。

したメリットを發揮することにもつながる。こうしたコスト面での改善により、EU内でクロスボーダーの証券投資が活発化することが期待できる。

T2Sによって、EU域内の証券市場が実質的に統合されることになるため、①証券の発行者にとっては、より幅広い市場を対象として発行を行うことが可能となること、②投資家にとっては、EU域内での分散投資がより低コストで可能となること、といったメリットも指摘できる。また、金融機関にとっては、EU内の証券決済をすべてT2Sに集中して行うことができるため、ユーロ建ての証券やユーロの資金をシングル・プールとして集中的に管理できるようになることのメリットも大きい。

(4) CSDの淘汰

最後に、EUの各国CSDにとって、T2Sの稼働によって決済業務を奪われることになるが、その一方で、決済業務に要していたIT投資やスタッフなどの費用も削減できることになる。収入の減少分と費用の削減分を差し引いたCSDにとってのトータルのネット効果は、現時点では判断することは難しく、またCSDの規模や業務内容等によって異なるものとみられる。ちなみに、T2Sプロジェクトに反対のCSD（ユーロクリアなど）では、これまでCSDにおいて一括して行われてきた決済業務とカストディ業務が別々の機関によって行われることによって、シナジー効果が失われるため、決済業務がなくなることによるCSDのコスト削減はさほど大きくなことを反対理由の一つとして挙げている。

いずれにしても、決済ビジネスがT2Sの共通インフラに集約されたあとは、各CSDは、決済以外のカストディ業務や資産管理業務などのビジネスに特化して、生き残りを図っていくことが必要となる。

一般に、中小CSDでは、決済業務を主要

業務としている先が多く、カストディや資産管理などの比較的高度なサービスによる収入の割合は低いものとされている。こうした決済業務のウェイトの高い中小のCSDにとっては、T2Sの稼働によって主要業務を失うことになり、存立基盤が揺らぐ可能性がある。このため、T2Sの導入を機に、中小CSDの淘汰が一気に進む可能性も否定できないものと考えられる。こうした面でも、T2Sは、EUの証券決済のランド・スケープを大きく変えるものとなろう。

（麗澤大学教授）

参考文献

- ECB, "TARGET2-Securities Brochure," September 2006
ECB, "T2S Consultation Paper: General Principles and High-Level Proposals for the User Requirements," April 2007
ECB, "The Organisation of the First Phase of the TARGET2-Securities Project," April 2007
ECB, "TARGET2-Securities: The Blueprint," March 2007
ECB, "TARGET2-Securities: Operational Feasibility," March 2007
ECB, "TARGET2-Securities: Legal Feasibility," March 2007
ECB, "TARGET2-Securities: Technical Feasibility," March 2007
ECB, "TARGET2-Securities: Economic Feasibility," March 2007
ECB, "TARGET2-Securities Newsletter No.1," June 2007
ECB, "TARGET2-Securities Newsletter No.2," August 2007
ECB, "TARGET2-Securities Newsletter No.3," October 2007
ECB, "T2S Progress Report," October 2007
ECB, "Target 2-Securities User Requirements," December 2007
Jean-Michel Godeffroy, "Ten Frequently Asked Questions about TARGET2-Securities," September 2006
Marc Bayle, "TARGET2-Securities," November 2007
神山哲也「欧州における清算・決済機関を巡る動き」
『資本市場クオータリー』2006年秋号
中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて』東洋経済新報社、2002年2月
野村総合研究所金融ITイノベーション研究部「欧州証券市場における決済システムの見直し～T2S構築に係る議論～」証券決済制度改革推進センター・ウェブサイト

Summary

Integration of Securities Settlement Infrastructures in EU: Outline and implications of TARGET2-Securities Project

Masashi Nakajima

Around nine years have passed since the introduction of single currency “euro” in EU. However, the securities infrastructures, including exchanges, CSDs (Central Securities Depositories), and CCPs (Central Counterparties), are still fragmented, and EU capital markets are lack of efficient and integrated securities infrastructure that support the operation of a single financial market.

In response to these situations, ECB (European Central Bank) proposed TARGET2-Securities Project (T2S project) in July 2006. T2S project is a new settlement services for securities transactions in central bank money. For this purpose, ECB is planning to build a pan-European central settlement platform, which centralize the settlement of securities settlement in euro area. This paper studies the process, background, basic concept, governance and functional capability of T2S project. These studies are followed by the discussion on the implications of T2S project on EU securities market.

(受付 平成19年11月23日)
(校了 平成20年2月18日)