

欧州証券市場における清算・決済システムの検討状況 ～各エンティティ(民間・公的機関)の主張を踏まえ～

汎欧州でのハーモナイゼーションという目標の下、欧州域内の多国間での課税制度なども含めた各種規制において変容が生じており、証券の清算や決済に関連する分野においても例外ではないと考えられている。この分野における検討は、1999年頃から開始され、数多くの検討体が分析・検討を進めてきている。EUにある25もの国家が関与する点など、米国等その他の国とは異なる事情があるためと考えられるが、5年以上が経過した現在においても、未だ具体的な成果が出ているとは言いづらい。

本稿では、現段階での民間の企業や業界団体、及び欧州委員会などの公的な検討体の各々の主張を記し、そこから浮かび上がる実情や、今後の方向性についての概観する。

本来の目的

欧州の単一の国内取引に関する清算・決済にかかるコストは、米国内のそれと比べて3～8倍かかり、欧州域内での多国間クロスボーダー取引における清算・決済にかかるコストは、更に大きなものとなる、というロンドン市当局が出すレポート¹に記されている(図表1)。

図表1: 上場株式取引における清算・決済に関連する欧米コスト比較

欧州 自国内	0.35ユーロ～0.80ユーロ
欧州域内 多国間	0.57ユーロ～3.5ユーロ以上
米国国内	0.10ユーロ

この数字の意味するところは、次のようなものである。

投資家が欧州域内で自由に投資を行うには、自国での取引に比べ高コストとなる。

結果的に、欧州の証券市場が投資家としての魅力に欠ける市場となり、ひいては発行企業にとっても資金調達の間としても魅力を失うこととなる。

魅力的な企業が市場から立ち去ることにより投資家からの資金供給は更に細るという悪循環が生じる。

また、図表1の欧州域内の多国間取引におけるコストの上下幅が大きいのは、図表2のように欧州域内各国の清算・決済に関連する機関が多数存在し分断が生じていることに起因している。同一ICSD内での清算・決済が行われる場合にはコストが極小で済むが、それ以外の場合にはCSD間での清算・決済を行うこととなり、それが大きなコストの要因となる。

清算・決済関連の業務サービスを提供する市場関係者にとっても、欧州域でのクロスボーダー取引効率化には大きなコストを要する。そのコストを投資家や発行企業へ転嫁され大きな負担となれば、クロスボーダー取引の妨げとなってしまう、結果的に非効率性を助長することとなる。

¹ NERA Economic Consulting 2004 “The Direct Costs of Clearing and Settlement: An EU - US. Comparison” (http://www.cityoflondon.gov.uk/Corporation/business_city/research_statistics/research_publications.htm)
本調査では、取引ボリュームなどに関する各種シナリオを策定して算出した1取引当たりのコストとなっている。

このような悪循環を生じさせる構造に変革をもたらすべく、欧州域内でのクロスボーダー取引市場を、自国内の取引と同様に効率化された市場としていくことが望まれており、特に、関係者(CSDやカストディアンバンクなど)間の相互運用性を効率的に保証していくことなどが求められてくる。

図表2: 欧州主要国の清算・決済に関連する機関

国	CCP	ネットィング	清算	決済
ベルギー	Clearnet	Clearnet	Clearnet	BXS-CIK
デンマーク	-	VP	VP	VP
ドイツ	Eurex	Eurex	Eurex	Clearstream FFT
ギリシャ	-	-	CSD SA	CSD SA
スペイン	-	Iberclear	Iberclear	Iberclear
フランス	Clearnet	Clearnet	Clearnet	Euroclear France
イタリア	CC&G	Monte Titoli	Monte Titoli	Monte Titoli
ルクセンブルク	-	-	Clearstream Bank ルクセンブルク	Clearstream Bank ルクセンブルク
オランダ	Clearnet	Clearnet	Clearnet	Euroclear Nederland
オーストリア	Wiener Bourse	-	OeKB	OeKB
フィンランド	-	-	APK	APK
スウェーデン	OM	OM	OM	VPC
イギリス	LCH	CREST	LCH	CREST
スイス	SIS x-clear	-	SIS x-clear	SIS Sega InterSettle

検討経緯と各検討体の主張

欧州委員会は1999年5月、欧州での金融市場の統合を目指した「金融サービス行動計画(FSAP(Financial Services Action Plan))」を公表した。その後、2000年3月のリスボン特別欧州閣僚理事会において2005年初頭までにFSAP全体の完全実施を目指す旨の合意がなされた。

それから5年の間に、EU域内での効率的な証券・清算・決済システムの構築を目指し、様々な検討体による調査・分析が行われており、代表的なものだけでも図表3に示すような各種報告書として世に出されている。

各検討体が検討する分野・範囲を明確にした上で、障害を取り除きつつ前進していこうという動きがある。民間イニシアチブのジョバニーニ・グループ²などの動きがそれに当たる。グローバルな清算・決済における15項目の課題を「報告書1」にて示し、その1つめとして「各国間のインターフェースの多様性から生ずる非効率性排除のため、標準化された共通のプロトコルを利用すべき」という課題を挙げていた。これに対し「報告書2」では、具体的に「最初に取り除くべき障害であり、2年以内にSWIFTが欧州域内のプロトコル共通化に向けて推進していくべき」という提案がなされていた。これを受け、SWIFTは、本課題に関する各市場参加者・各国へのアンケート調査などを実施し、この7月14日には提言のアウトラインが報告され、今後も検討を進めると述べている。

² ジョバニーニ(Alberto Giovannini)氏が議長を務めるFSAPについての専門的、技術的な問題についての欧州委員会の調査を支援するために組成された諮問団体。

図表3: 代表的な検討体による報告書等一覧

発表時期	検討体	レポート内容
2001年11月	CPSS/IOSCO ³	『証券決済システムへの提言』 (欧州の清算・決済システムに対する提言を記載)
2001年11月	ジョバニーニ・グループ (報告書1)	『EUのクロスボーダー清算・決済に関する報告書』 (EUの清算・決済に存在する課題を明確化)
2003年 第1四半期	G30	『グローバルにおける清算・決済についての勧告』 (グローバルな問題点について勧告を行う)
2003年4月	ジョバニーニ・グループ (報告書2)	『EUのクロスボーダー清算・決済に関する報告書(2)』 (1つめのレポートにおいて明確化された問題点に対する具体的なアクションを提示)
2004年5月	欧州委員会	『EUにおける清算・決済システム』 (欧州委員会が欧州金融市場の改革に向け(間接的に)推進させるため)
2004年9月	CESR ⁴	『EUにおける証券清算・決済システムのスタンダード』 (CPSS-IOSCOのグローバルスタンダードを解釈した上で、欧州版のスタンダードを提示)

しかし、様々な検討体による活動が存在していることから分かるように、現実には欧州域内が一枚岩となっているわけではない。欧州の清算・決済関連のカンファレンス⁵が先日開催されたが、その中での各機関の発言からもそのことが読み取れる。

国際決済機関である Euroclear は、検討体が多く重複した検討が行われていることのオーバーヘッドの存在を悲観視し、ヨーロッパスタンダードではなく Euroclear スタンダードを目指す可能性を示唆していた。また、民間業界団体としての LIBA⁶からは、実務を重視すべきとの観点から規制当局(CESR)主導の推進には懐疑的であるとの意見があった。一方、CESR からは各国の監督官庁による規制による強制力を標準とすべきという発言もあった。

今後の方向性

欧州の効率的な証券清算・決済システムの実現に向けては、民間分野での競争原理と、公的な法的規制による強制力とのバランスを取りつつ、今後の方向性を定める必要があり、共同で進める重要性も認識されてきている。しかし、オペレーションの時間や決済時限の統一など、根本的で、かつ、国レベルで解決すべき領域が残っていることもあり、その実現への道りは平坦ではない。調査会社⁷が5年～10年の期間(2010年～2015年)が必要だと見ているように、緩やかとならざるを得ない部分もある。今後は、民間・公的機関が適切な役割分担を行った上で、投資家・発行企業の立場からも有意義な議論を行った上での進展が期待される。

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、榊野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部が作成したものである。

³ Committee on payment and settlement system in BIS/International Organization of Securities Commission

⁴ CESR(The Committee of European Securities Regulators): 欧州証券規制当局委員会。EU加盟各国の証券規制当局で構成。

⁵ 「International Securities Settlement 2005」(2005年3月14～16日、ロンドン)

⁶ The London Investment Banking Association: ロンドン シティの投資銀行協会(約48社が参加)

⁷ TowerGroup 社による。