

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～

欧州では、域内クロスボーダー証券取引に係るコストの高さが以前より業界課題となっている。課題解決に向けて、欧州委員会(EC)による法整備を筆頭に、各国CSD¹やSWIFT等の業界団体によって様々な取り組みがなされてきた²。そのような中、2006年7月、欧州中央銀行(ECB)は新たな欧州決済システムの構築を検討していると発表し、賛否両論、市場に議論が沸いた。

ECBの新システム構想は、現在は検討フェーズにあり、正式決定には至っていない。だが、ECBは着々と実装に向けた準備を進めており、様々な側面から実現可能性を研究している。本稿では、2007年1月にECBより発表された新システム導入によるコスト評価のレポートを中心に、ECBの考える欧州の新決済システムを概観する。

資金決済システム「TARGET2」と証券決済システム「TARGET2-Securities (T2S)」

ECB が考案する新証券決済システムは、欧州の資金決済システムとの密接な連携が想定されている。まずは当該資金決済システムの構造について、簡単に触れてみたい。

欧州では、1999年の通貨統合を機に、ユーロ建の大口資金決済を行う TARGET³という資金決済システムが導入されている。TARGETは、各国中央銀行⁴のRTGS(即時グロス決済)⁵システムを連結させて稼動する。ECBの統計によると、2006年中にTARGETを通じて決済された年間処理件数は約690万件、金額にするとおよそ45兆ユーロとなり、欧州では欠かすことのできない資金決済システムとなっている。TARGETは更なる欧州域内の統一化(ハーモナイゼーション)を目指して、2007年11月、TARGET2へとグレードアップが予定されている。この次期システムのもとでは、単一共有プラットフォーム(SSP: Single Shared Platform)⁶が提供される予定であり、従来の分散型のシステム構造から中央での集中管理型へと移行する。各国のRTGSシステムは当該SSPへ情報をつなぐことでクロスボーダーの資金決済を行うことが可能となる。

ECBの新証券決済システムは、このTARGET2で実現される中央管理機能の利用を前提に考えられており、TARGET2-Securities(T2S)と名付けられており、システム稼動のターゲットは2013年とされている。より効率的なDVP決済⁷の実現を目的に、現在は各国CSDが担っている証券決済業務をT2Sが一手に引き受ける構想となっている。ECBの説明では、T2SはCSDの機能全てを担うものではなく、あくまでも証券決済のためのプラットフォームであると言う。つまり、T2Sは

¹ 証券決済機関、Central Securities Depository の略。

² 2005年7月のマンスリー・レポート、「欧州証券市場における清算・決算システムの検討状況」を参照のこと (<http://www.kessaicenter.com/kaigai/monthly28.pdf>)。

³ Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System の略。

⁴ TARGET発足当初はEU15カ国が参加国であったが、現在は16カ国が参加している。今後も参加国は増えることが想定されている。

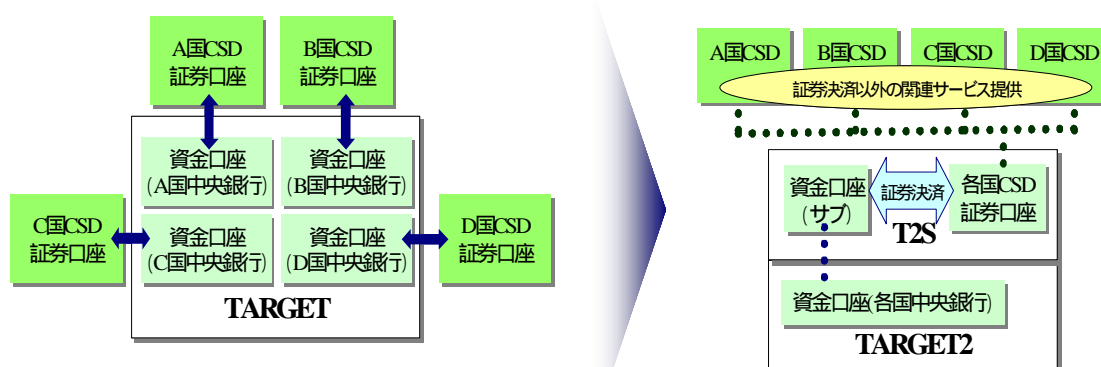
⁵ Real Time Gross Settlement の略。中央銀行が金融機関からの振替指図を1件ずつ即時に決済する方法。

⁶ イタリア、フランス、ドイツの中央銀行によって運営される。

⁷ 証券の引渡し(Delivery)と代金の支払(Payment)を同時に行い決済する方法。

DVPのための決済業務を担当するが、現在CSDが行っている証券決済に付随する関連サービス、例えば資本異動で発生する配当金の払い出し等の業務は引き続きCSDが行い、T2SとCSDの情報連携で証券決済業務は進められると想定されている(図表1参照)。

(図表1) T2Sを用いた証券決済の仕組み(TARGETからTARGET2以降後)



ECBのフィージビリティ・スタディー

先にも述べた通り、T2S構築の最終決定はまだなされておらず、現在はECBが様々な側面からその導入効果を測っている最中である。今年1月、ECBは4種類のフィージビリティ・レポートを発表した。それらは、リーガル面、経済面、オペレーション面、技術面の4つの観点からT2Sの実現可能性を報告するものであり、中でもT2S導入で得られるコスト・メリットを試算した経済面のフィージビリティ・レポートには注目が集まった。

ECBはまず、各国CSDによって2006年中に処理された決済取引件数を使って、欧州全体の証券決済取引件数を算定した。当該レポートによると、1日あたりの件数は約65万件であり、年間では約1億6千万件となる。次に、T2Sの構築・運営にかかるシステム・コストが見積もられた。T2Sの基盤構築に4,500万ユーロ、アプリケーション開発に1億2千万ユーロ。それに、年間維持費4,420万ユーロと通信費1,800万ユーロが加算され、T2Sの構築で要する年間システム・コストはおよそ9千万ユーロとなった⁸。

これらの金額を用いて、ECBはT2S導入後の1件あたりの平均決済処理コスト(手数料)は0.28ユーロになると導き出している。この金額は、欧州CSDの中でも最も低いレベルにあるイタリアの0.45ユーロ/件を大きく下回っている。既に効率的な仕組みが確立している米国における証券決済システムの手数料とも比較しながら、現在の欧州CSDの手数料がいかに高額であるか、また、T2Sの手数料が米国のそれと比べても十分に妥当性ある金額になっていることを示している(図表2参照)。

ECBは上記の発生コストの見積もりに加えて、T2S導入による削減効果の分析も行っている。T2Sへの移行時には、CSD等の関連参加者は約2億1千万ユーロのコストがかかると算定する一方で、移行後は毎年3億8,500万ユーロから4億5,500万ユーロの削減が可能、との試算も行い、よってT2Sの創設は経済的に見て妥当である、と締めくくっている。

⁸ 基盤とアプリケーションのコストは、投資年数6年で計算されている。

(図表2) 証券決済取引にかかるコスト<各国比較>

	平均手数料(1件あたり)
CSD(イタリア)	0.45 ユーロ
CSD(ギリシャ)	2.8 ユーロ ⁹
DTCC(米国)	0.184 ドル (0.24 ユーロ)
Fedwire Securities ¹⁰ (米国)	0.32 ドル (0.42 ユーロ)
T2S	0.28 ユーロ

出所: ECB 資料をもとに野村総合研究所が作成

T2S の今後の進展

ECB のスケジュールでは、先のフィージビリティ・レポートを発表した後の今年2月に、T2S 実装のための最終合意がなされることになっている。だが、レポートを出した後も尚、様々な方面からの否定的な意見はおさまらず、決定は翌月の3月以降の議会に持ち越されるのではないかと見る向きが強い。

主要な反対勢力は、各国の CSD である。T2S の導入によって、彼等のビジネス規模の縮小は避けられないことが想定されているからである。ECB によると、T2S は CSD と競合するようなものではなく、彼等と彼等の顧客の間に割って入るようなことをしない、と述べているが、CSD は決済業務を行うことで得ていた収益をあきらめなければならないことは容易に理解される。欧州 15 カ国の CSD によって設立された ECSDA(European Central Securities Depository Association) は、ECB のフィージビリティ・レポートの内容は、現時点で T2S の実現可否を決めるには不十分であり、更なる調査と協議が必要だとコメントしている。欧州各国の財務相も慎重な姿勢を見せており、T2S の投資対効果についてのより詳細な検討を ECB に求めている。また、T2S が証券決済の独占的なシステムになることで、長期的な視点から、競争原理が働かなくなることによる弊害も懸念されている¹¹。

しかし、T2S 創設には必ずしも反対意見ばかりが寄せられているのではない。資金決済と証券決済のシステムが統一化された枠組みの中でリンクされれば効率的な仕組みが構築できるとして、ECB を評価する声もある。ECB によると、銀行等の金融機関からは、この構想を実現するための前向きなコメントをもらっていると言う。

T2S 創設にはクリアすべき様々な課題はあるが、最終投資家にとっては、決済コストの削減は一日も早くその実現が待たれる効果である。仮に T2S が否決されたとしても、別のアプローチで欧州の証券決済構造の効率化対策は広く業界に求められるはずだ。今後も変容していく欧州の決済システム動向を注視していく必要があるだろう。

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、(株)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。

⁹ 決済対象はギリシャの国債。

¹⁰ 米国財務省証券や政府機関証券等の DVP 決済を提供するシステム。

¹¹ 複数の参加者が存在することで、コストを下げたり、より良いサービスを提供するための工夫や改善がなされたりすると想定される。競争力のないところでは、時間の経過から発生するサービス劣化等が懸念される。