

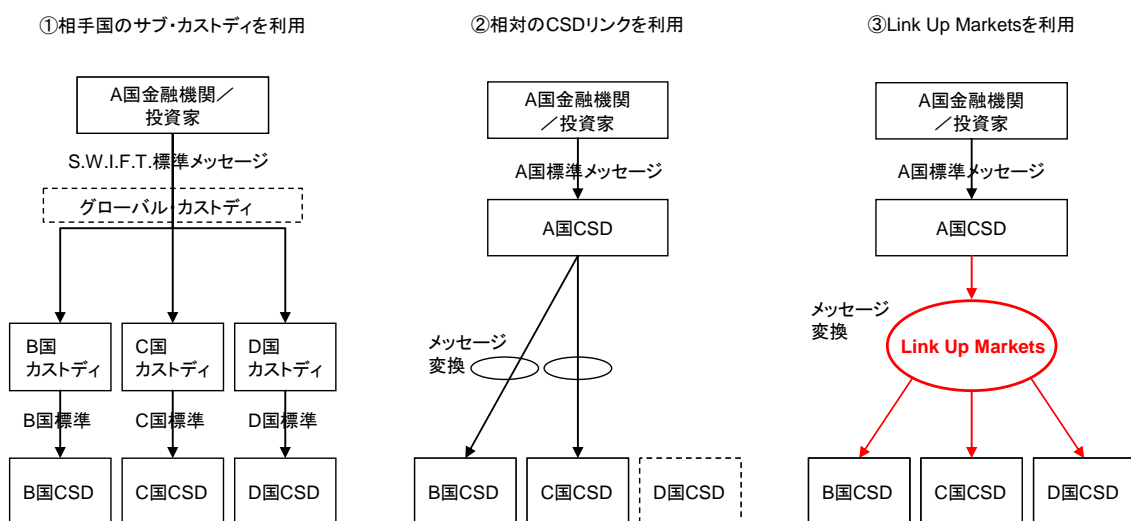
## 欧州クロスボーダー証券決済に新しい動き ～7つのCSDが相互リンクJV：Link Up Markets 設立へ～

2008年4月2日、欧州で7つのCSD(証券保管振替機関)が、クロスボーダー証券取引の決済処理の効率化を目的とするジョイント・ベンチャー(JV)：Link Up Marketsを設立することで合意した。これに参加するのは、ドイツのCSDであるクリアストリーム・バンキング・フランクフルト(CBF)とギリシャのHellenic Exchanges、スペインのIBERCLEAR、オーストリアのOeKB、スイスのSIS SegaInterSettle、デンマークのVP Securities Services、ノルウェーのVPSである。

### CSDリンクの共通インフラとなる Link Up Markets

Link Up Marketsは、参加各国のCSDを低コストでリンクする共通のインフラを提供する。具体的には、CSDが取り扱う全てのアセット・クラス(デリバティブを除く)について、各国のCSDで異なる通信手順の違いを吸収する機能を提供する。その効用を、他のクロスボーダー証券決済手段と比較すると次のとおりである。現在、クロスボーダー証券決済のもっとも一般的な手段は、①投資家側(A国)の金融機関が、相手国の規制や税制等の理解や情報収集能力に優れた金融機関をカストディとして利用するものである。これには、各国カストディとそれぞれ契約する形と、中間にグローバル・カストディを置いて、各国カストディ(サブ・カストディ)の管理を任せる形の2つがある。いずれも、投資家側の金融機関はS.W.I.F.T.標準などのメッセージで決済指示を行うことで済み、各国のカストディが当該国CSDの標準に変換して決済処理を行うほか、権利配当や税対応等も担う(図表1の①)。もっとも、この手段では取引量が少ない場合でもカストディとの契約に相応の固定費がかかる。そのため、代わりに、A国のCSDと相手国のCSDが相対の決済リンクを直接結んでいる場合は、これを活用することも可能である(図表1の②)。

図表1 クロスボーダー証券決済とCSDリンク



出所：野村総合研究所

この、相対のCSDリンクにも課題がある。それは、CSDリンクの要となるメッセージ変換・伝達機能の整備に、CSDがかなりの初期投資を求められることである。そのため、ある程度の需要が見込める二国間やアセット・クラスでしかCSDリンクが張られていない。

そこで、CSDリンク構築にかかる初期投資額を引き下げ、メッセージ変換・伝達機能を、二カ国間の個別ではなく、数多くのCSDが共同開発するために、Link Up Marketsが設立されることになった<sup>1</sup>(図表2の③)。同社の会長に就任する、CBF会長のJeffrey Tesslerは、現在のクロスボーダー証券決済コストを最大80%引き下げる潜在力を持つ環境を我々は作り上げる、と述べている。ちなみに、同社は2009年第1四半期よりソリューション提供することを予定している<sup>2</sup>。

### 保管サービス対応の充実

Link Up Marketsが提供する予定のサービスを見ると、証券決済サービスだけでなく、基本的なアセット・サービスや株主サービス、流動性管理サポート、レポーティングなどの保管サービスの充実が指向されていることが注目される(図表2)。保管サービスの提供には規制や税制の理解力と情報収集力が求められ、故に各国の現地カストディがその付加価値を訴求してきた。一方で、クロスボーダー証券投資のポスト・トレード(取引後)処理に係るコストの8割近くは、カストディが担う業務に係るものであるとのレポートも出されている<sup>3</sup>。そのため、コスト全体の引き下げには、保管サービスの効率化が避けて通れない。今回、部分的にせよ、保管サービスの充実をCSD連合が指向していることは、トータルのコスト引き下げをとおして、クロスボーダー証券投資を担える金融機関・投資家の裾野を広げることが期待されよう。

図表2 Link Up Markets が 2009 年に予定するサービス

サービス分野		主な内容
証券決済サービス		中央銀行資金による証券決済サービス
保管 サービス	基本的なアセット・サービス	カストディ/コーポレート・アクション
	株主サービス	株主総会に関するサービス 例え株主投票支援
	流動性管理サポート	キャッシュおよび証券ポジションの予測サービス
	レポーティング	当局報告、市場ガイド、ドキュメンテーション

出所: Link Up Markets プレス発表資料より野村総合研究所作成  
(注)参加する幾つかの CSD では保管サービスを既に提供している。

### ユーロクリアや TARGET2-Securities との関係

ところで、クロスボーダー証券決済の効率化では、これまで、ユーロクリア・グループによるプラットフォーム一本化の活動<sup>4</sup>や、ECBによるTARGET2-Securities(以下、「T2S」)構想<sup>5</sup>が打ち出さ

<sup>1</sup> 正式名称は Link-Up Capital Markets S.L. 本社はスペインのマドリッドにおかれる。

<sup>2</sup> JV 設立発表からソリューション提供まで期間が短いことを鑑みると、既存の CSD リンクの営業資産(メッセージ変換サーバや通信ネットワーク契約など)が Link Up Markets に移管されることもありうるかと推察される。

<sup>3</sup> Deutsche Boerse Group 2005 “The European Post-Trade Market”

<sup>4</sup> マンスリー・レポート 2007 年 12 月号「ユーロクリア・フランスがプラットフォームを一本化」を参照。

<sup>5</sup> マンスリー・レポート 2008 年 1 月号「TARGET2 Securities の経済インパクト分析」等を参照。

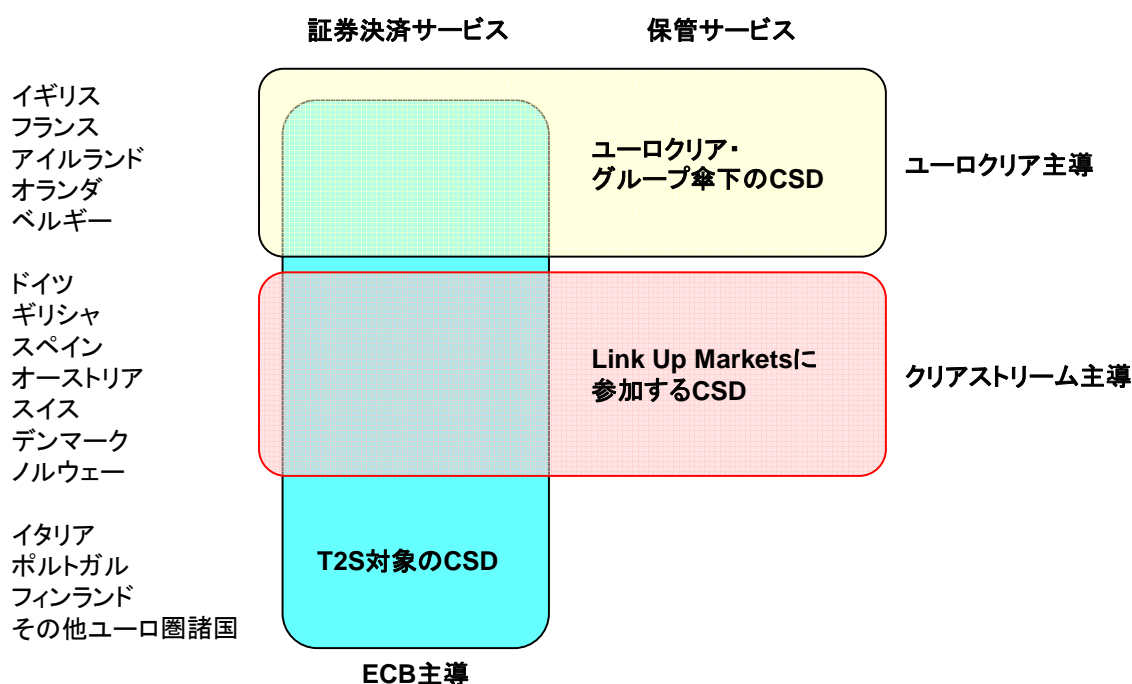
れてきた。そこで、Link Up Marketsと、これらの類似点、相違点を整理しておきたい。

まず、ユーロクリア・グループであるが、証券決済サービスと保管サービスの両方を対象とするという意味で、Link Up Marketsは正面から競合する存在である。もっとも、前者はフランス、英国、アイルランド、オランダ、ベルギーのCSDとユーロクリア・バンクを合併し、対象国における市場慣行の摺り合わせや、データ・センターやネットワークの統合など、手間のかかるプロセスを踏んできた。これに対し、後者は既存のCSD間を低コストで連携させることに重点を置いているようにも見える。規制や税制など市場間で業務環境の違いが大きい保管サービスについて、クリアストリーム主導のLink Up Markets陣営が、どこまで本格的に取り組むのかがポイントとなろう。

次に、T2Sは、証券決済サービスの効率化に焦点を絞っており、保管サービスについて引き続き各国のCSDに委ねる姿勢を示している。従って、Link Up Marketsの活動と証券決済サービス部分では競合するものの、保管サービスを含めれば互いに補完的な存在になりうる。事実、Link Up Marketsは設立発表において、自社の活動を、欧州における当局のイニシアチブ、例えばMiFIDやT2Sを支持するものであると主張している。

このように、欧州ではクロスボーダー証券投資のポスト・トレード処理コストを削減する手段として、3つの異なるアプローチが示されるようになった。日本においても、海外証券投資の裾野を広げる上で、決済インフラ面で更なる整備の余地がないか、参考となろう。

図表3 Link Up Markets が 2009 年に予定するサービス



出所：野村総合研究所

(注)デンマーク、ノルウェーはユーロ圏ではないため、現在のT2S構想への参加は想定されていない。

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市場研究室が作成したものである。