

# 世界的な金融規制改革と 証券清算・決済インフラの動向

株式会社 証券保管振替機構  
国際部 課長

松本 正紀



## 1. はじめに

世界の証券清算・決済インフラに関する動向の多くは、2008年9月のリーマン・ショック以後のグローバルな金融危機を教訓とした、世界的な金融規制改革の影響を受けていると考えられる。

以下では、先ず、グローバルな規制改革について、証券の清算・決済に関する動きを中心に概観し、次に、証券決済機関（Central Securities Depository：CSD）・清算機関（Central Counterparty：CCP）に関する動向について、述べていくこととしたい。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. 世界的な金融規制改革
3. 金融市場インフラのための原則
4. 証券清算・決済インフラの動向
5. おわりに

## 2. 世界的な金融規制改革

リーマン・ショック後の世界的な金融危機の主な特徴として、以下の2つが挙げられる。

- ①金融取引のグローバル化に伴い、危機が世界的に拡大し、また、個々の市場参加者にとどまらず、金融システム全体に波及した。
- ②投資手法の高度化に伴い、店頭デリバティブ等の金融取引が複雑化し、リスクの所在・規模を把握することが困難になった。

上記①を踏まえ、金融資本市場の国際的な監視体制強化が喫緊の課題として認識され、2009年4月のG20ロンドン・サミットにおいて、従前の金融安定化フォーラムが、より強固な組織基盤を有する金融安定理事会（Financial Stability Board：FSB）として改組され、金融資本市場の安全性・健全性強化を図ることとなった。

また上記②に対応して、G20/FSBは、金

---

融危機発生の主因となった店頭デリバティブ取引において、CCPの利用、及び取引情報蓄積機関（Trade Repository：TR）への報告義務付けに取り組むこととなった。

### ■ 3. 金融市場インフラのための原則

このような金融危機以降の世界的な取組みを踏まえ、前述のCCP・TRやCSD等、金融市場インフラ（Financial Market Infrastructure：FMI）を強固なものとするのが、より一層重視されることとなった。そして、証券の清算・決済に関する主な規制改革として、国際決済銀行の支払・決済システム委員会（Committee on Payment and Settlement Systems：CPSS）と証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions：IOSCO）が新たな国際基準として策定した「金融市場インフラのための原則」（以下、「FMI原則」）があげられる。

CPSSとIOSCOは、従前から、資金決済システム・証券決済システム・CCPに対する勧告を個別に策定し、関係機関に自主的な対応を推奨してきたが、これらを統合して世界各国のFMIに対する監視・規制の整合性向上を図るとともに、FMIを金融危機に耐えうる強固なものとするべく、FMIが充足すべき水準を多面的に引き上げ、さらに資産の分別管理・移管や参加者破綻以外のビジネスリスクへの備え等に関する基準を新設し、FMI原則とし

て2012年4月に確定・公表した。FMI原則は24の項目で構成され、その概要は（図表1）のとおりである。

世界各国の規制当局は、FMI原則を採用し、可能な限り早期にその適用を開始することが求められており、法規制の改正を行い、監督の方針・基準・ガイドラインを策定している。例えば米国は、ドッド・フランク法に基づく対応の中で、2012年12月にSECが、FMI原則に準拠した清算機関のリスク管理とオペレーションに係る新規則を採用した。また欧州では、EU域内CSDの共通規則（Central Securities Depository Regulation：CSDR）及び欧州のCCP・TRに係る規制（European Market Infrastructure Regulation：EMIR）に、FMI原則の内容を反映させている。そしてオーストラリアでも、2012年12月に既存の規制の枠組みにFMI原則を取り込む形で改正し、詳細な基準を策定している。

さらにCPSSとIOSCOは、「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」を策定したFSBと協働し、システミックな混乱を伴わない破綻対応をFMIについても実現するために、2012年7月にFMIの再建と破綻対応に関して、市中協議を実施した。

(図表1) : CPSS-IOSCO 「金融市場インフラのための原則」の概要

組織一般	原則1	法的基盤 金融市場インフラ (FMI) は、関係するすべての法域において、業務の重要な側面についての、確固とした、明確かつ透明で執行可能な法的基盤を備えるべきである。
	原則2	ガバナンス FMIは、明確かつ透明なガバナンスの取極めを設けるべきである。そうした取極めは、FMIの安全性と効率性を促進し、広く金融システム全般の安定などの関係する公益上の考慮事項と関係する利害関係者の目的に資するものであるべきである。
	原則3	包括的リスク管理制度 FMIは、法的リスク・信用リスク・資金流動性リスク・オペレーショナルリスクなどのリスクを包括的に管理するための健全なリスク管理制度を設けるべきである。
信用リスク管理 と資金流動性 リスク管理	原則4	信用リスク FMIは、参加者に対する信用エクスポージャーや、支払・清算・決済の過程で生じる信用エクスポージャーを実効性をもって計測・モニター・管理すべきである。FMIは、各参加者に対する信用エクスポージャーを高い信頼水準で十分にカバーできるだけの財務資源を保持すべきである。また、より複雑なリスク特性を伴う清算業務に従事している清算機関 (CCP)、または複数の法域においてシステム的に重要なCCPは、極端であるが現実起こり得る市場環境において最大の総信用エクスポージャーをもたらず可能性のある2先の参加者とその関係法人の破綻を含み、かつこれに限定されない広範な潜在的ストレスシナリオを十分にカバーするだけの追加的な財務資源を保持すべきである。他のすべてのCCPは、極端であるが現実起こり得る市場環境において最大の総信用エクスポージャーをもたらず可能性のある参加者とその関係法人の破綻を含み、かつこれに限定されない広範な潜在的ストレスシナリオを十分にカバーするだけの追加的な財務資源を保持すべきである。
	原則5	担保 FMIは、自らまたは参加者の信用エクスポージャーを管理するために担保を要求している場合、信用リスク・市場流動性リスク・マーケットリスクの低い担保を受け入れるべきである。FMIは、保守的な掛目と担保資産の集中に関する上限を適切に設定し、実施すべきである。
	原則6	証拠金 CCPは、リスク量に基づいて運営され、定期的に見直しされている、実効性が確保された証拠金制度を通じて、すべての清算対象商品について参加者に対する信用エクスポージャーをカバーすべきである。
	原則7	資金流動性リスク FMIは、資金流動性リスクを実効性をもって計測・モニター・管理すべきである。FMIは、極端であるが現実起こり得る市場環境において最大の総流動性債務をもたらず可能性のある参加者とその関係法人の破綻を含み、かつこれに限定されない広範な潜在的ストレスシナリオについて、同日中または必要に応じて日中・複数日の支払債務を高い信頼水準をもって決済できるだけの十分な流動性資源をすべての関連通貨について保持すべきである。
決済	原則8	決済のファイナリティ FMIは、最低限、決済日中に、ファイナルな決済を明確かつ確実に提供すべきである。FMIは、必要または望ましい場合には、ファイナルな決済を日中随時または即時に提供すべきである。
	原則9	資金決済 FMIは、実務に適しかつ利用可能である場合には、中央銀行マネーで資金決済を行うべきである。FMIが中央銀行マネーを利用していない場合には、商業銀行マネーの利用から生じる信用リスクと資金流動性リスクを最小化するとともに、厳格にコントロールすべきである。
	原則10	現物の受渡し FMIは、金融商品やコモディティの現物の受渡しに関する債務を明確に規定すべきであり、そうした現物の受渡しに関連するリスクを特定・モニター・管理すべきである。
証券集中振替 機関と価値交換型 決済システム	原則11	証券集中振替機関 証券集中振替機関は、証券の完全性の確保に資する適切な規則と手続を設けるとともに、証券の管理と移転に関連するリスクを最小化し、管理すべきである。 証券集中振替機関は、帳簿上の記載による証券決済 (振替決済) のために、不動化または無券面化された形式で証券を保持すべきである。
	原則12	価値交換型決済システム FMIは、2つの結び付いた債務の決済を伴う取引 (例えば、証券取引や外国為替取引) を決済する場合、一方の債務のファイナルな決済を他方の債務のファイナルな決済の条件とすることにより、元本リスクを除去すべきである。
破綻時処理	原則13	参加者破綻時処理の規則・手続 FMIは、参加者の破綻を管理するための実効的かつ明確に定義された規則や手続を設けるべきである。こうした規則や手続は、FMIが、その損失と流動性の逼迫を抑制し、債務の履行を継続するために適時の行動を取れるよう設計されるべきである。
	原則14	分別管理・勘定移管 CCPは、参加者の顧客のポジションとこれらポジションに関してCCPに預託された担保の分別管理と勘定移管を可能とする規則と手続を設けるべきである。
ビジネスリスク 管理とオペレーショナル リスク管理	原則15	ビジネスリスク FMIは、ビジネスリスクを特定・モニター・管理するとともに、潜在的な事業上の損失が顕在化した場合に継続事業体としての業務とサービスを提供し続けることができるよう、こうした損失をカバーする上で十分な、資本を財源とするネットベースの流動資産を保有すべきである。さらに、ネットベースの流動資産額は、不可欠な業務とサービスの再建や秩序立った撤退を確実にするために常時十分なものとすべきである。
	原則16	保管・投資リスク FMIは、自らと参加者の資産を保全するとともに、これらの資産の損失やアクセスの遅延のリスクを最小化すべきである。FMIによる投資は、最小限の信用リスク・マーケットリスク・市場流動性リスクを持つ商品に対して行われるべきである。
	原則17	オペレーショナルリスク FMIは、オペレーショナルリスクをもたらし得る内部・外部の原因を特定し、適切なシステム・手続・コントロール手段の使用を通じて、その影響を軽減すべきである。システムは、高度のセキュリティと事務処理の信頼性を確保するよう設計するとともに、適切かつ拡張可能性を持った処理能力を備えるべきである。業務継続体制は、広範囲または重大な障害発生時も含めて、事務処理の適時の復旧とFMIの義務の履行を目的とすべきである。
アクセス	原則18	アクセス・参加要件 FMIは、公正で開かれたアクセスを可能とするよう、客観的かつリスク評価に基づいた参加要件を設定し、公表すべきである。
	原則19	階層的参加形態 FMIは、階層的な参加形態から生じるFMIに対する重要なリスクを特定・モニター・管理すべきである。
	原則20	FMI間リンク FMIは、単独または複数のFMIとリンクを構築している場合、リンクに関連するリスクを特定・モニター・管理すべきである。
効率性	原則21	効率性・実効性 FMIは、その参加者と業務を提供する市場の要件を満たす上で効率的・実効的であるべきである。
	原則22	通信手順・標準 FMIは、効率的な支払・清算・決済・記録を促進するため、これに関連する国際的に受け入れられた通信手順・標準を使用し、または最低限これに適合すべきである。
透明性	原則23	規則・主要手続・市場データの開示 FMIは、参加者がFMIへの参加に伴うリスクと料金などの重要なコストを正確に理解できるよう、明確かつ包括的な規則と手続を設けるとともに、十分な情報を提供すべきである。FMIの関係するすべての規則と主要な手続は、公表されるべきである。
	原則24	取引情報蓄積機関 (TR) による市場データの開示 TRは、関係当局と公衆に対して、各々のニーズに沿って、適時かつ正確なデータを提供すべきである。

(出所) CPSS-IOSCO

---

## ■ 4. 証券清算・決済インフラの動向

このような金融危機後の金融資本市場の安全性・健全性強化に向けた動きに対応して、世界各国の証券清算・決済インフラは、リスク管理のより一層の強化や財務資源の十分な確保等、適切な対応をとることが求められているが、その中でも主な動きを紹介したい。

### 財務資源の確保

FMI原則において、参加者に対するリスクエクスポージャーを十分にカバーできるだけの財務資源を保持すべき（原則4）、また、参加者破綻以外のビジネスリスクが顕在化し損失が発生した場合においてもFMIの業務を継続できるよう、当該損失をカバーできるだけの十分な、ネットベースの流動資産を保有すべき（原則15）である旨、定められている。

これを受け、例えば、SGX（シンガポール取引所グループ）は、傘下のCCPについて、FMI原則を遵守するだけの十分な資本を確保している旨を、2013年1月に公表した。また、CDS（カナダのCSD）は、FMI原則を受けて十分な資本を確保すべく、手数料の割戻し・ボリュームディスカウントを実施・導入しないことを、2013年1月に決定した。

### 資産の分別管理・移管

FMI原則において、金融危機が発生し参加

者が破綻した場合においても、顧客の資産が保護されるよう、参加者の顧客のポジションに関してCCPに預託された担保の分別管理・勘定移管を可能とする規則・手続を設けるべき（原則14）である旨、定められている。

これに関連する動きとして、例えば、Eurex Clearing（ドイツのCCP）は、顧客担保の分別管理を可能とする清算モデルを、英国市場において2013年3月に導入した。

### 担保の管理

金融規制改革において、店頭デリバティブ取引に係るCCPの利用が義務付けられ、当該取引を行うためにCCPへの担保差入が必要となる等、担保に対する需要が増加している。他方、金融危機後の市場環境の変化を受け、質の高い担保証券が不足する等、担保の供給が減少している。このように担保の需給が逼迫する中、担保の有効活用や担保繰りの効率化がより一層重要な課題となり、また、担保不足からクロスボーダーで担保を調達する必要性も増してきている。

こうした状況に対応し、ユーロクリアやクリアストリームは、クロスボーダーの担保管理サービスの拡充や他のCSDとの連携を図るといった動きがみられる。

### 決済期間の短縮

金融規制改革において、リスクの管理・削減が主な課題の一つになっているが、決済期間（取引を行ってから決済までの期間）を短

(図表 2) 米国市場における「決済期間短縮の費用便益分析」の概要

	T+2 に短縮した場合	T+1 に短縮した場合
所要投資額	5億5,000万ドル	17億7,000万ドル
オペレーションに係るコストの削減額 (年間)	1億7,000万ドル	1億7,500万ドル
投資回収期間 (所要投資額÷業務コスト削減額)	約3年	約10年
清算基金削減分の再投資による収益 (年間)	2,500万ドル	3,500万ドル
未決済残高の削減によるバイサイドのリスクエクスポージャー削減額	2億ドル	4億1,000万ドル

(出所) DTCC

縮すると、その分未決済残高の累積が回避されることから、決済リスクを削減する有力な手段となる。また、決済期間短縮に伴って、業務効率化が促進され、コストの削減も期待される。現在、米国・欧州において、決済期間の短縮に向けた動きがみられる。

米国においては、DTCC (米国のCSDなどの持株会社) が、株式・社債・地方債等の取引に係る決済期間の短縮がもたらす影響について、SIFMA (米国の証券業協会) と協働しつつ、ボストン・コンサルティング・グループに調査・分析を委託し、2012年10月に「決済期間短縮の費用便益分析」を公表した。現在、米国市場における決済期間はT+3 (取引日の3営業日後の日に決済を行う) であるが、分析の対象をT+2及びT+1とし、分析結果の概要は(図表2)のとおりである。前述の、未決済残高の削減によるリスクエクスポージャー削減額について、T+2に短縮した場合は2億ドル、T+1に短縮した場合は4億1,000万ドルと推計している。また、投資回収期間(所要投資額÷業務コスト削減額)

は、T+2に短縮した場合は約3年、T+1の場合は約10年と試算されている。現在、DTCCは米国の金融業界関係者に対して分析結果の周知を図っており、今後、業界関係者は当該分析結果を踏まえ、決済期間を短縮するのか否か、短縮する場合T+2あるいはT+1とするのかについて、決定するとみられる。なお分析結果によれば、T+2に移行する場合、業界がその旨決定してから、移行に約3年を要する見込みである。

また、欧州においては、欧州委員会が主導する形で、域内の決済期間のT+2への短縮・統一を図る動きがある。欧州委員会が提案した前述のCSDRにおいて、EU域内の決済期間をT+2に統一することが掲げられており、CSDRは現在、欧州議会で審議中である。そして、T+2への統一に関する規則の効力発生は2015年1月とされているが、域内の市場参加者において、例えば、T+2への移行を2015年1月より早期に行うことを検討するといった動きもみられる。

---

## グローバルカストディアンのCSD設立

2013年1月、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションは、ノンバンク子会社としてCSDを設立することについて、ベルギーの規制当局から認可を取得した。

この動きの背景には、前述のFMI原則やCSDRといった規制改革があると考えられる。例えば、CSDを設立することにより、カストディ銀行としての顧客間の証券振替が、これらのCSDに係る規制に裏付けられたものとなり、決済の安全性強化といった観点もあると考えられる。

## ■ 5. おわりに

今後も、金融資本市場の安全性・健全性強化は重要な課題であり、世界的な金融規制改革推進の流れが続くとみられ、市場のリスク管理等において証券清算・決済インフラの果たす役割は、引き続き重要になると見込まれる。そして、証券保管振替機構においても、FMI原則への対応など、金融資本市場の安全性・健全性強化に向けた動きに、適切に対応していく。

