

世界の証券清算・決済インフラを 取り巻く動向と取組み

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・決済インフラを取り巻く動きの根底には、二つの機軸があると考えられる。一つは、リーマン・ショック以降の世界的な金融危機を背景とした「資本市場の健全性確保」、もう一つは、事業・投資のグローバル化や投資手法の高度化に伴う市場間競争の激化を背景とした「資本市場の競争力強化」である。

以下、「健全性確保」及び「競争力強化」の二つの観点から、最近の動向を俯瞰するとともに、証券保管振替機関（Central Securities Depository：CSD）・清算機関

〈目 次〉

1. はじめに
2. 資本市場の健全性確保について
3. 資本市場の競争力強化について
4. おわりに

（Central Counter Party：CCP）による取組みについても、触れていくこととしたい。

■ 2. 資本市場の健全性確保 について

(1) 規制強化の主な動き

資本市場の健全性を確保するため、欧米を中心に様々な規制が導入または検討されている。具体的には、米国のドッド・フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）や欧州市場インフラ規制（European Market Infrastructure Regulation：EMIR）があり、例えば金融危機の主因となった店頭デリバティブ取引については、これらの中でCCPの利用義務付けといった規制強化が図られている。

証券の清算・決済に関する規制強化の世界的な動きとしては、国際決済銀行の支払・決済システム委員会（Committee on Payment

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

組織全般	原則1	法的基盤
	原則2	ガバナンス
	原則3	包括的リスク管理の枠組み
信用・流動性リスク管理	原則4	信用リスク
	原則5	担保
	原則6	マージン
	原則7	資金流動性リスク
決済	原則8	決済のファイナリティ
	原則9	資金決済
	原則10	現物引渡し
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
	原則12	価値交換型決済システム
破綻管理	原則13	参加者破綻手続
	原則14	分別管理と勘定移管
ビジネス・オペレーショナルリスク管理	原則15	ビジネスリスク
	原則16	保管・投資リスク
	原則17	オペレーショナルリスク
アクセス	原則18	アクセス・参加要件
	原則19	階層的参加形態
	原則20	金融市場インフラ間の連携（リンク）
効率性	原則21	効率性と有効性
	原則22	通信の手順と標準
透明性	原則23	規則・主要手続の開示
	原則24	市場データの開示

(出所) CPSS・IOSCO

and Settlement Systems : CPSS) と証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions : IOSCO) 専門委員会の「金融市場インフラ (Financial Market Infrastructure : FMI) のための原則」(以下「FMI原則」) があげられる。CPSSとIOSCOは、従来から資本市場の健全性確保を目的として証券決済システム、資金決済システム及び清算機関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、世界的な金融危機を契機にこれらの統合を含む内容の見直しを進めている。FMI原則は、FMIが充足すべき水準を多面的に引き上げるとともに、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ており、その概要は(図表1)のとおりである。2011年3月にはFMI原則の市中協議報告書が公表されており、今後、新原則が確定・公表される予定である。さらに、その後はFMI原則が各国規制当局の監督の枠組みに組み入れられることから、CSD・CCPは、各原則に適合するために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、適切な行動をとることが求められることになる。

また、欧州では、各国CSDに対する規則の共通化が進められており、欧州委員会は2012年3月に、欧州各国のCSDに対する共通規則

(図表 2) 株式に係る決済期間

米州	アメリカ	T+3
	カナダ	T+3
	メキシコ	T+3
欧州	イギリス	T+3
	フランス	T+3 (2010年10月に、T+2への変更に係る法案を可決)
	ドイツ	T+2
アジア	シンガポール	T+3
	日本	T+3
	中国	T+3 (海外投資家向けのB株) T+1 (国内投資家向けのA株)
	インド	T+2
	タイ	T+2
	香港	T+2
	台湾	T+2
	韓国	T+2

(出所) 各種情報から作成

案を公表した。今回の提案は、証券決済の安全性・効率性向上を目的として、決済期間の短縮化とフェイルの削減、証券の電子化、域内CSDへの競争導入等が掲げられている。

(2) リスク管理強化・削減に向けた取組み

① 資産の分別管理・移管

資産の分別管理・移管については、前述のEMIRにおける規則のほか、FMI原則において、金融危機発生時においても顧客の資産が保護されるよう、CCPに対して、参加者の顧客に帰属するポジション・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との原則が定められることが想定されている。こうした動きに関連する取組みとして、例えば、Eurex Clearing (ドイツのCCP) は、顧客ポジションの分別管理制度を導入することを予定している。また、Strate (南アフリ

カのCSD) は、ある口座管理機関が破綻した場合、投資家があらかじめ選任した「第二順位」の口座管理機関を通じて、同機関に投資家の資産が速やかに移管される制度を導入した。

② 決済期間の短縮化

決済期間 (取引を行ってから決済までの期間) を短縮すると、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。その取組みとして、日本では、2012年4月23日約定分から、国債のアウトライト取引に係る決済期間をT+3からT+2 (取引日の2営業日後の日に決済を行う) に短縮する予定であるが、欧州では株式についても決済期間短縮の動きがみられる。具体的には、前述の欧州委員会による各国CSDに対する規則の共通化において、決済期間のT+2への統一・短縮化を図る動きがあり、これが実現すれば米国や日本にも影響が及ん

でくるとみられる。なお、決済期間については、市場規模や海外投資家の投資状況や海外市場との時差等が異なることから、単純に比較はできないものの、主な市場の株式に係る決済期間は（図表2）のとおりとなっている。

■ 3. 資本市場の競争力強化について

(1) 取引・清算・決済における主な動き

市場間の競争が激化する中、競争力強化や成長の確保に向けた証券市場インフラの取組みとして、規模の拡大や新興国市場への進出が続いている。また、事業・投資のグローバル化に伴い、証券発行・投資のクロスボーダー化が進展しているが、その一方で、クロスボーダーの清算・決済コストの削減も求められるようになってきた。

このような背景のもと、証券市場インフラの競争力強化に向けた取組みとして、証券の「取引」「清算」「決済」の各プロセスにおいて、以下のような動きがある。

① 取引：取引所間の連携

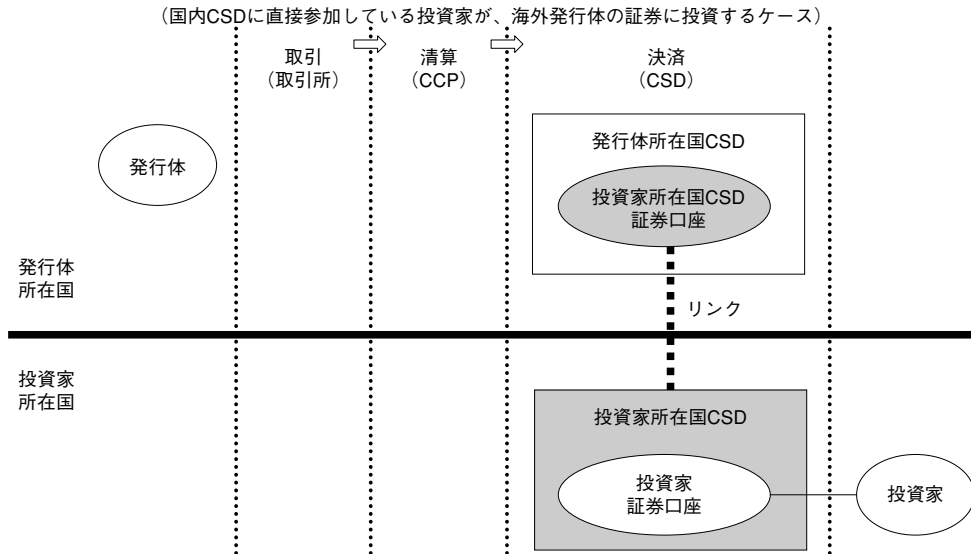
これまでは合併等を追求する動きがあったものの、独占禁止規制やナショナリズム等の事情で、それらの動きが頓挫し、戦略を切り替えていく必要性が生じてきている。例えば、2012年2月に、NYSEユーロネクストとドイツ取引所の合併について、欧州委員会はEUの独占禁止法に違反すると判断し承認しなかつたことから、両者は合併を断念すると発表した。このように、取引所の合併が難しくな

ってきている中、自社システム・サービスの新興国市場への導入や業務提携等の動きは、証券市場インフラ自身の収益機会拡大の追求と相俟って、継続している。

他方、相対的に規模の小さい証券市場が、成長を促進し影響力を拡大するため、取引所間の連携強化を図る動きが活発化している。例えば、2011年5月に、チリ・コロンビア・ペルーにおいて、取引所間の注文回送ネットワークを導入し3市場の統合を図る、ラテンアメリカ統合市場（MILA）が発足し、2011年12月には、メキシコ証券取引所がMILAに参加する意向を示した。MILAの参加国の国内投資家が自国のブローカーを経由して、発行体所在国の銘柄について注文を出し、当該国にて約定・決済を行う、といった仕組みである。

また、2011年11月に、ASEANの7取引所（マレーシア・ハノイ・ホーチミン・インドネシア・フィリピン・タイ・シンガポールの各証券取引所）間のクロスボーダー取引を可能とする共通プラットフォームである「ASEAN Trading Link」の導入計画が公表された。取引所間をリンクし、注文回送・執行を行うネットワークの稼働後、2012年6月に、マレーシア・シンガポールの取引所との接続が完了し、2012年8月に、タイの取引所が加わり、その後、ハノイ・ホーチミン・インドネシア・フィリピンの各取引所が、ネットワークに参加する予定である。

(図表3) CSDリンクのイメージ



(出所) 各種情報から作成

② 清算：CCP間の相互運用の導入

CCP間の相互運用は、市場参加者が清算を行う際にCCPの選択を可能とする仕組みである。CCPにとって自身の清算業務の対象範囲拡大につながることから、相互運用導入に向けた動きがある。例えば、2011年7月に、Euro CCP（ロンドンに設立されたCCP）が、UBS MTF（UBSが運営する電子取引システム）における相互運用の選択対象となること、英国金融監督庁から認可された（UBS MTFにおけるそのほかの選択対象は、スイスのCCPであるx-clear）。また、2011年11月に、LCH.Clearnet（欧州のCCP）が、Turquoise（汎欧州の株式取引プラットフォーム）における相互運用の選択対象として、清算業務を開始した。

③ 決済：CSD間の決済リンクの導入

クロスボーダー証券決済の安全性・効率性向上の観点も踏まえてCSD間の連携を強化するために、CSDリンク（図表3）を開設する動きが出ている。例えば、2011年9月に、Monte Titoli（イタリアのCSD）は、Euroclear UK & Irelandと決済リンクを開設した。また、2011年10月に、Strate（南アフリカのCSD）とSIX SIS（スイスのCSD）はCSDリンク開設に向けた覚書を締結した。

(2) CSDの業容拡大・効率化に向けた取組み

このほか、地域・CSD個別のプロジェクト等を踏まえた、業容拡大・効率化に向けた以下のような動きがある。

① 欧州各国のCSDによる、

コア業務以外のサービス拡充の動き

欧州では、Target2-Securities (T2S) の導入が、2015年に予定されている。T2Sとは、欧州各国CSDの証券口座をECBの証券決済システム (T2S) に集約し、資金決済システム (TARGET2) との間でDVP決済を行うプロジェクトであり、導入された場合、保管機能は引き続き各CSDが担うものの、各CSDの決済機能はECBに集約されてしまうため、欧州各国のCSDは、競争力強化のため、保管・振替等コア業務以外のサービスを拡充する動きを活発化させている。例えば、クリアストリームは、担保管理サービスを積極的に拡充しており、同分野において新興国も含めた海外CSDとの連携を相次いで発表している。

② 米国DTCCによる、

コーポレートアクション情報処理の 効率化に向けた動き

DTCC (米国のCSDなどの持株会社) は、コーポレートアクション情報処理の効率化、国際標準化を図るため、現行の独自メッセージ・フォーマットを、次世代の国際標準であるISO20022に2015年までに移行するプロジェクトを進めており、2011年11月に、コーポレートアクション情報の通知に係るメッセージ・フォーマットにISO20022を適用することを実現した。

■ 4. おわりに

これまでみてきた世界の動向・取組みとともに、証券保管振替機構 (ほふり) は、安全性の高いサービスの提供や決済リスクの削減を図るため、貸株取引に係るDVP決済の実現に向けて、また、効率性の高いサービスの提供や国際標準化の推進を図るため、ISO20022の導入やSWIFTネットワークによる接続の実現に向けて、取組みを推進している。

今後も、資本市場に対する規制強化・市場間の競争激化・証券取引のクロスボーダー化といった流れが続くことが見込まれ、そうした流れを受け、リスク管理強化・競争力強化・インフラ間の連携強化への取組みを求められる証券清算・決済インフラの果たす役割は、ますます重要になってくることになろう。

