

International Economic and Financial Review

国際経済金融論考



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

April 1st, 2002

「欧州証券市場統合の進展と将来像」¹

—ジョバニーニ・グループの報告書を巡って—

調査部長 森純一

(Junichi Mori)

e-mail: junmori@iima.or.jp

欧州金融市場の統合が進んでいる。金融市場全般の統合は **2005** 年、証券市場の統合の目標は **2003** 年初めとなっているが、金融市場の統合は多くの複雑な問題を解決する必要がある。そのなかで民間の目から欧州証券市場の統合について欧州委員会に対してさまざまな諮問を行っているジョバニーニ・グループの活動は注目に値する。ユーロ導入後の激しい競争のなかで再編が進む欧州の証券市場の今後を考える上で、また欧州のみならず世界の証券市場の将来を考えるにも有用であるからだ。欧米における証券市場の進歩に遅れぬよう、アジアにおいてもアジア版ジョバニーニ・グループのような民間イニシアティブが必要である。

1. 欧州証券市場の統合スケジュール

(1) 金融サービス統合計画

EUでは **1980** 年代における域内市場プログラムの開始にしたがって域内各国金融市場の統合への努力が行われてきた。その目的はEU金融市場の効率化を高め、継続的な高成長と雇用を生み出すことである。

89 年には欧州閣僚理事会により「銀行統一指令」が出され、また **93** 年には「投資サー

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 **1083** 号 (**2002.4.1** 号) に掲載されたものに加筆したものである。

ビス指令」が出されており、域内の銀行および証券分野における、ユニバーサルバンク、単一免許、本国政府による監督の原則が明確になっていた。

ユーロの導入は特に投資家の国境を越えての投資を促進し、域内金融市場の完成への努力を一段と促すこととなった。欧州委員会は **1999** 年、金融市場統合の青写真として金融サービス統合計画 (**Financial Services Action Plan “FSAP”**) を発表した。この金融市場統合計画では 3 点が重点戦略目標として取り上げられている。第一は、卸売市場の統合、第二は小売市場の統合、そして第三点は規制監督の強化である。

2000 年のリスボンおよび **2001** 年のストックホルムにおける欧州理事会において、**2005** 年を **FSAP** の最終期限として、それまでに欧州理事会が欧州議会の同意を得て、必要な指令(**directive**)を採用し、かつ各国がそれぞれの国での法制に組み込むことを定めている。またストックホルム理事会においては、各国首脳が特に証券市場の統合を **2003** 年までに早めることを目標とすることに合意した。²

(2) 金融サービス統合計画 (“FSAP”) の特色

FSAP の特色はその遂行を促進するためのメカニズムが織り込まれていることである。**FSAP** の進展状況を検討するために、各国財務大臣の個人的代表からなる金融サービス政策グループ (**Financial Service Policy Group “FSPG”**) が組成されている。**FSPG** は年二度の会合を持ち、メンバー国の大臣間において金融サービス規制についてのコンセンサスを作り、また将来の課題を見出し、戦略を練り、そして優先付けを行う。また **EU** 委員会が **FSAP** の技術的な問題を検討することを助けるために市場の専門家からなる 6 つのフォーラム・グループが組成されている。欧州委員会、欧州理事会、そして欧州議会の間で協力関係を促進するために 3 者間の「**2005** グループ」も組成されている。

欧州委員会は、進捗状況報告書(**Progress Report**)のなかで **FSAP** の進捗状況を評価し、さらに明確に次期目標を定めることが義務付けられている。進捗状況報告書は欧州委員会によって作成されるが、その内容は **FSPG** における検討を反映したものである。進捗状況報告書は **1999** 年 **11** 月に第 1 次報告書が出され、**2000** 年 6 月に第 2 次、同年 **11** 月に第 3 次、**2001** 年 6 月と 11 月にそれぞれ第 4 次、第 5 次の報告書が出されている。

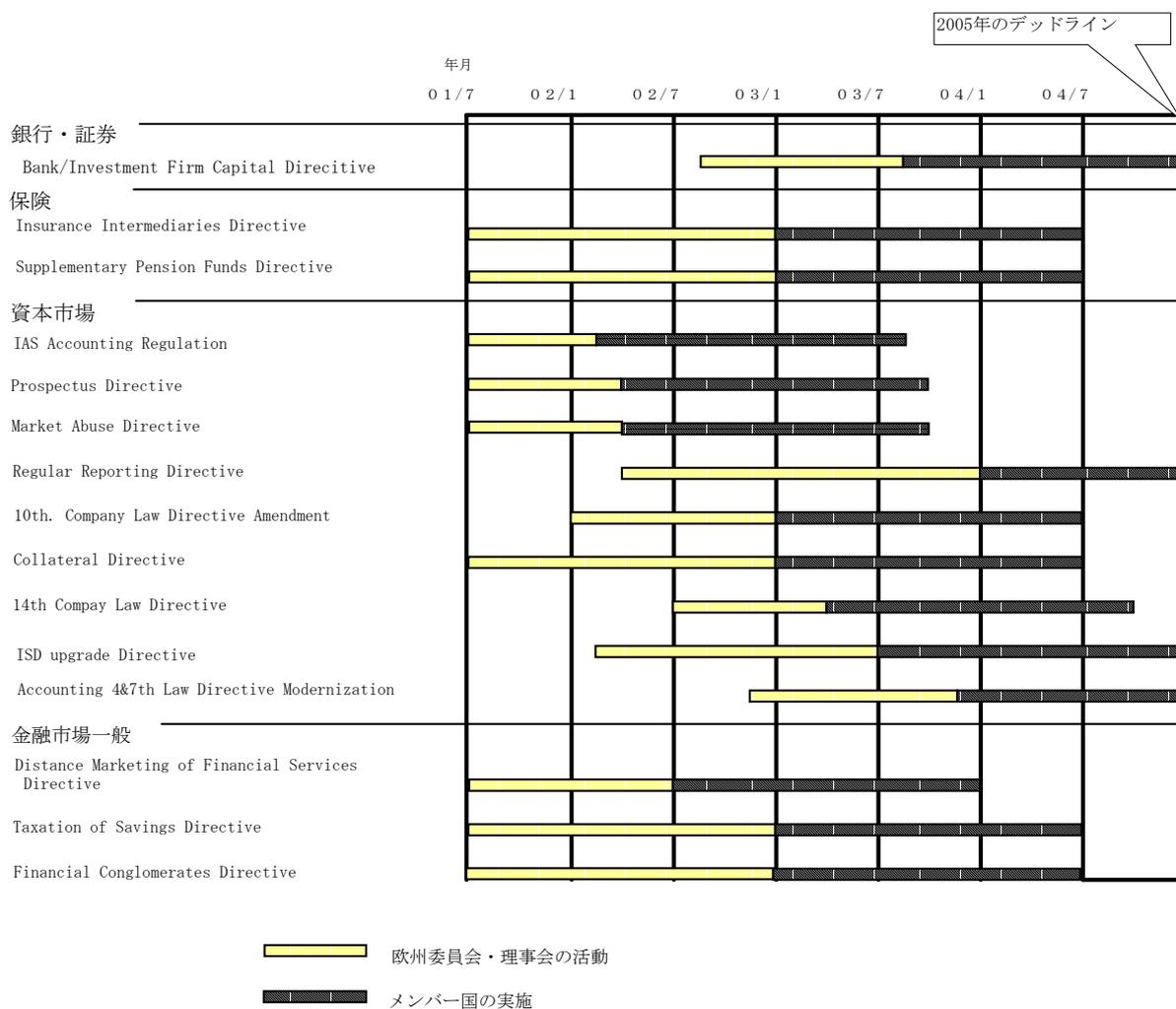
第 5 次報告書によれば 42 の政策項目のうち、25 項目については既に昨年 12 月の半

² EU Commission “European Economy 2001” Chapter 4

ばの段階で完了している予定であり、9項目については欧州議会と欧州理事会において指令の内容について検討を行っており、8項目については現在指令案を準備中となっている。

図1は金融市場統合のためにFSAPの定める法的措置が必要な項目について、欧州委員会、欧州理事会が指令を出し、そして各国がそれらを各国法に盛り込み実践していくためのスケジュールを示している。この図からは外れているが、先に欧州議会が否決した企業

図1 FSAPの進捗状況（出所）欧州委員会、FSAP進捗状況報告



買収にかかわる株式公開買付指令についても本年もう一度新しい提案を行うべく、会社法の専門家を集めての検討が行われている。

このように速いテンポで進捗する金融市場統合プロセスのなかで、民間によるイニシアティブが重要な役割を果たしている。これを典型的に表す例としてジョバニーニ・グループの活動を取り上げてみたい。

2. ジョバニーニ・グループ

(1) ジョバニーニ・グループの目的

ジョバニーニ・グループは **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グループであり、メンバーは民間の金融機関、証券決済機関などから構成されている。これらのメンバーは機関代表というよりは証券業務を知り抜いた個人としての資格で参加している色彩が強い。グループの事務局は欧州委員会が務めている。

(2) ジョバニーニ・グループの報告書

ジョバニーニ・グループはこれまでに4本の報告書を提出している。³

①ユーロの導入が資本市場に与える影響（1997年7月）

このレポートはユーロ導入が資本市場にどのような影響を与えるかを検討したもので、各国の国債のユーロ建てへの切り替えを共通の手法で行うこと、そして欧州での証券の共通規格の確立を推奨している。

②欧州レポ市場—変化へのチャンス（1999年10月）

ユーロ導入後においても欧州におけるレポ市場が統一されておらず、自由な資本移動の大きな妨げになっていることを指摘し、共通レポ市場の発展のために域内のレポについて

³ 原文名は以下のとおり。なお邦訳名は筆者による。いずれもEUのホームページから閲覧が可能。

1- “The impact of the introduction of the euro on capital markets” (July 1997)

2- “EU repo markets: opportunities for change” (Oct 1999)

3- “Coordinated public debt issuance in the euro area” (Nov 2000)

4- “Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union” (Nov 2001)

の統一的、標準的な取り扱いを目指すべきとした。⁴

③ユーロ圏における調和ある公債発行（2000年11月）

このレポートは各国のユーロ建て国債の発行をより効率的なものとするために、ユーロ圏各国の国債発行を調整、統合する可能性を検討した。

④EUにおける国境を越えての清算・決済（2001年11月）

この報告書はユーロの国際資本取引の清算・決済のあり方についての報告書であり、次節にてこの報告書の内容をより詳しくみてみたい。

このようにジョバニーニ・グループは、資本市場のさまざまな問題点を、特に技術的あるいは実務面からみて非効率と考えられる側面について、欧州委員会からの委託を受けて検討を行ってきている。そのカバーする範囲は広範でかつきわめて合目的である。優れた専門家から構成されているだけに、その内容は証券市場の実態に深く切り込んだものとなっている。たとえばレポ市場についての報告は、欧州におけるレポを含む担保差し入れの有効性を確保するための指令として本年にも発行される予定であり、具体的な貢献となっている。

3. ジョバニーニ・グループの第4次報告書の内容

2001年11月の報告書の内容は国際証券清算・決済についての報告である。なぜ第四回目のレポートに証券清算・決済が取り上げられているのだろうか。ユーロの導入のなかで欧州の金融市場の一体化が進み、国際清算・決済の円滑な機能が証券市場の効率にとって緊急の課題だからである。⁵

このテーマに取り組むに当たってジョバニーニ・グループは株式市場、債券市場、そしてデリバティブ市場を分析する3つのワーキング・グループを組成した。各グループは以下の共通の課題を持っている。

⁴ 詳細については国際金融2001年11月15日「レポ市場とアジアの債券市場改革」森を参照。

⁵ “Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities market” Feb. 2001 欧州資本市場についての規制監督を対象とした「賢人委員会報告」でも、欧州金融統合の広範な範囲における経済的な便益を受けるための効率的な清算・決済の仕組みの重要性を強調し、欧州決済機関の一層の統合とその統一的な監督機関が必要としている。

①EUにおける国境を越えた清算・決済の現在の枠組みを分析する

②現システムを代替できるシステムの要件を考える

③これらの市場における将来可能性のある清算・決済のための仕組みを考える

今回のレポートは3つのワーキング・グループにおける検討を経ての現状認識のまとめであり、本年半ばに出される次のレポートにおいては将来のEUにおける証券決済システムが満たすべき条件、そのための各国が取るべき施策などについてより踏み込んだ内容となる予定である。

以下ジョバニーニ・グループの報告書の内容にあるEUにおける清算・決済機関の問題点を考えていこう。

(1) 国境を越える清算・決済の特殊性

国境を越える証券取引の清算・決済は国内における証券取引に比して複雑であり、その結果として、大きなリスクと高いコストを伴うこととなる。

たとえば一例として、株式取引の国内決済と国際決済の取引を比較してみよう。第2図は国内株式取引の例である。

図 2 株式取引の国内決済 (出所：ジョバニーニ・グループ報告書)

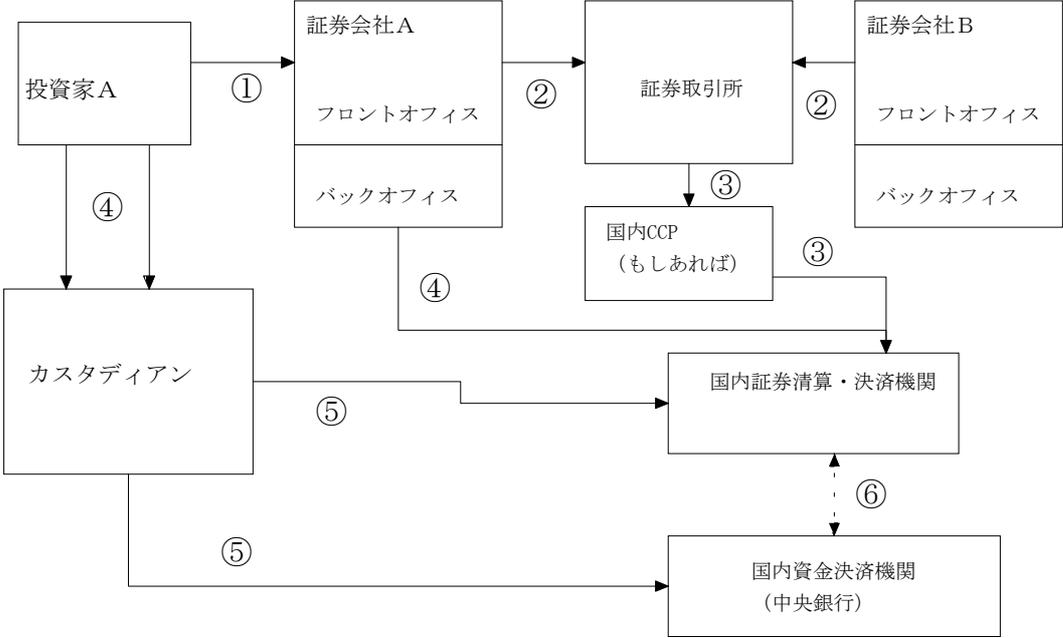


図 2 の説明文

国内株式投資の流れ

- ① 投資家の注文
- ② 証券会社の注文
- ③ 注文のマッチングと決済の指図
- ④ 投資家からカスタディアンへの指図と送金、証券会社から清算決済機関への指図
- ⑤ カスタディアンは株式の受領と資金のデリバリーを指図
- ⑥ 資金決済の終了で取引終了

これに対して国際証券取引の例においては、図3のとおりとなる。

図3 株式の国境を越えての取引 (出所：ジョバニーニ・グループ報告書)

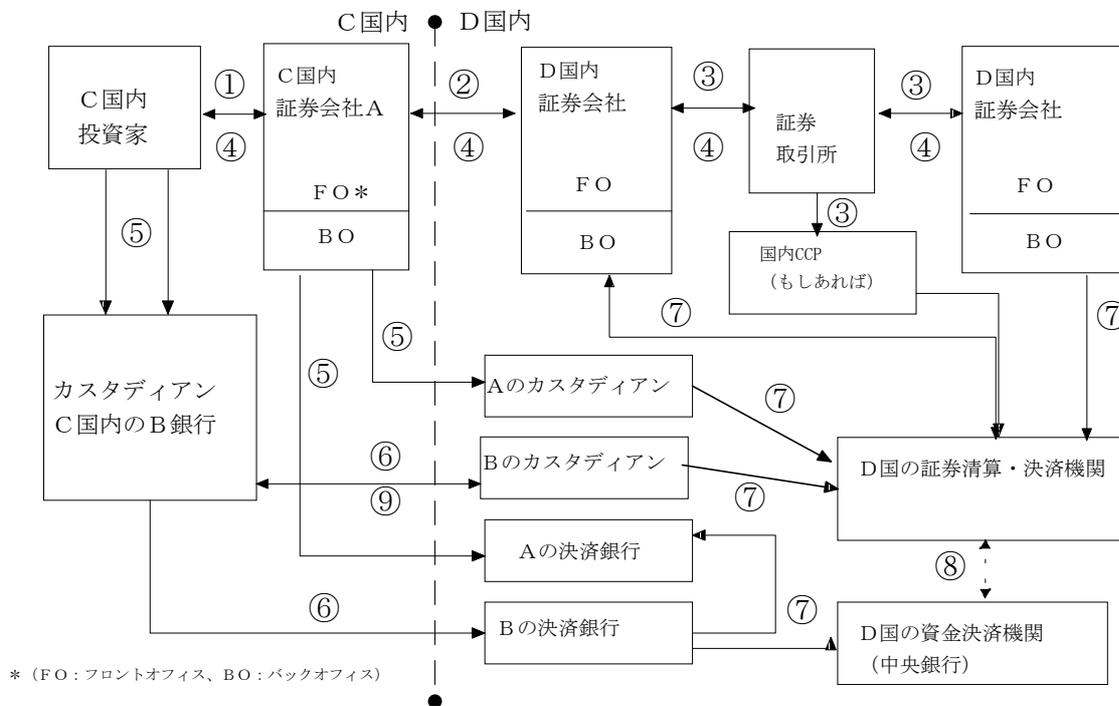


図3の説明文

国境を越えての株式投資の流れ

- ① 投資家の注文
- ② C国証券会社はD国証券会社へ発注
- ③ 取引所への発注、マッチングと決済の指図
- ④ 各仲介業者からのコンファメーションの送付
- ⑤ C国証券会社は自社のD国カスタディアンに証券と資金の決済を指図。投資家はC国カスタディアンに株式受取と資金の支払いを指図、資金を送金
- ⑥ C国カスタディアンはD国カスタディアンと銀行に株式と資金の決済を指図し、資金を送金
- ⑦ D国証券会社は清算決済機関を通じ株式を受領し、これをAのカスタディアンに振り替え指図、AのカスタディアンはBのカスタディアンに振替。決済銀行は資金を支払い
- ⑧ 資金決済の最終決済で取引は終了
- ⑨ カスタディアンから必要なコンファメーションが送られる

この場合には仲介機関の数は **11** 以上となり、指図の数も最低 **14** 以上となる。国内決済に比べてはるかに当事者が増えて、指図の数、それも手作業が増えれば、事故の数も増え、しかもカウンターパーティーのリスクも増加する。この過程を図の中で追っていただくなれば国境を越えての証券清算・決済が非常に複雑な過程であることが分かる。

(2) EUにおける証券決済の現状

以上の比較は **2** 国間のみの場合であったが、EUにおいては証券決済において多くの機関がかかわることとなる。EUには現在 **19** の集中証券決済機関 (CSD) と2つの国際集中証券決済機関 (ICSD) が存在する。これらの機関はそれぞれに民間会社あるいは公的機関などの異なる組織形態を持っている。これらの機関は異なる技術を用い、また税制や法的な枠組みも異なっている。このため国際証券取引の清算・決済のコストは非常に高いものとなっている。

(3) 国際清算・決済のコスト

それでは国際決済のコストはどの程度、国内決済より高いものとなるのだろうか。ジョバニーニ・グループはこれを二つの方法で推定した。まず第一の方法はそれぞれの国の機関が課す国内決済手数料と、**Euroclear** および **Clearstream** の二つの国際証券保管機関の直接的な決済手数料を比較している。しかし実際に **Euroclear**、**Clearstream** が具体的な顧客に示すであろうコストはさまざまであることから単純な比較は難しい。また国際決済にかかわるコストのうち、直接的な手数料は大きなものではない。国際決済にはこの他に通信費や、金利コスト、カウンターパーティーのリスク軽減のためのコストなど、さまざまなコストがあるはずであり、実際的にどれだけのコストがかかるかは不透明である。

このためもう一つの方法として、各決済機関の総収入と決済件数を比較することにより、一件当たりの収入を推定し、国際決済に関わるコストを推定する方法を試みている。表1はこの結果である。

これを見ると以下のようなことが分かる。

表1 各清算・決済機関の取引件数と収益

国名	機関名	業務収益(千ユーロ)	取引件数(ネット前,千件)	一件当たり業務収益(ユーロ)	取引件数(ネット後,千ユーロ)	一件当たり業務収益(ユーロ)
ICSD	Euroclear Bank	360,590	11,000	32.78	11,000	32.78
ICSD	Clearstream Luxembourg	401,175	12,000	33.43	12,000	33.43
デンマーク	VP	27,122	6,800	3.99	6,800	3.99
ドイツ	Clearstream Frankfurt	268,746	125,000	2.15	125,000	2.15
スペイン	SCLV	45,758	11,000	4.16	11,000	4.16
ギリシャ	CSD	47,805	21,974	2.18	21,974	2.18
フランス	Euroclear France	144,969	135,000	1.07	41,000	6.6
フランス	Clearnet France	125,448	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
イタリア	Monte Titoli	22,175	126,396	0.18	8,784	2.52
ポルトガル	Interbolsa	14,205	8,655	1.64	8,655	1.64
スウェーデン	VPC	43,125	14,633	2.95	14,633	2.95
イギリス	CREST	143,447	58,817	2.44	58,817	2.44
ICSD(スイス)	SIS	103,231	17,746	5.82	17,746	5.82
米国	DTCC	638,262	1,387,500	0.46	n.a.	2.77

(出所: ジョバニーニ・グループ)

(出所: ジョバニーニ・グループ報告書)

まず欧州の国内決済機関の一件当り収入は総じて高くない。それに比べて欧州の国際決済機関の一件当り収入は国内決済機関の約 **10 倍** となっている。**Euroclear** や **Clearstream** のような国際決済機関がそれだけの手数料を取れることは、顧客たる金融機関がもし自ら

国際決済を行えばそれ以上のコストがかかるからこそ、このような国際決済機関を利用している。すなわち国際決済機関は国際決済のコストを内部化しているため、その収入がほぼ国際決済のコストを表していると考えられる、というのがグループの推定根拠である。

この推定は当を得ていると考えてよいであろう。もしこれらの国際決済機関のコストが高すぎるならば、各金融機関はこれらの機関を当然利用しないだろうからである。10倍のコストが国内取引に比べてかかるというのは、ユーロ圏の金融市場統合上、大きな問題である。

(4) 国際清算・決済のコスト増要因

なぜ国際決済がこのようにコストがかかるのであろうか。ジョバニーニ・グループはその理由を15項目挙げている(表2)。実務家を中心とする民間人のグループだけに問題点の指摘は具体的である。

問題点は、大きく分けて3つのグループに分かれる。まず技術的な問題およびに各国間の市場慣行の相違にもとづくもの、各国の税制上の相違にもとづくもの、そして各国の法制上の問題である。一例をとれば各国の清算・決済機関の稼働時間の差が既に域内の効率的な決済を難しくしている。金融市場の統合、そして効率的な金融市場を作り上げるにはこのようなマイクロ・ストラクチャーな部分が障害になっていることが多く、実務家としてのグループのみが出来る指摘であろう。

付表2 問題点とその解説

(1) 技術的・市場慣行の問題		
1. 各国間のIT技術の差異とインターフェースの問題	インターフェースの多様性から来る非効率を抑えるため、出来るだけ標準化した通信方法を採用すること。EU共通のプロトコールの採用が望ましい。	
2. 各国の清算・決済の制限が複数のシステムを使うことを強制	清算・決済の場所に関わる各国の規制が国境を越えての投資家の事務的な集約を妨げている。また国境を越えての担保差入れが認められないために余計な資金がかかっている。	

3. コーポレートアクション、配当支払いなどの不統一性	決済終了前の株式にかかわる、オプション、新株の発行などに関わるコーポレートアクションの取り扱いが各国により異なり、また配当の支払いや、税制の不統一が域内での効率的な決済を妨げている。
4. 日中のファイナルディの欠如	日中ファイナリティは汎欧州の清算決済を効率化し、かつシステムリスクを小さくするのに必要だが、国境を越えての取引では現状できていない。
5. 各国の決済システムへのリモートアクセスの事実上の禁止	清算決済に参加するために当該国に拠点を設けることは本来法的にも技術的にも不要なはずだが、それを強制し国外からの参加者に不利になるような仕組みが存在する。
6. 決済期間の相違	欧州内での決済までの期間を標準化すべき。国により T + 2 と T + 3 の決済日があるような場合、参加者の資金コストを増加させる。
7. 日中の稼働時間の食違いと決済の締切り時間の違い	各国間のシステムの稼働時間の相違や、マッチング、デリバリーの締切り時間の相違を EU 内で統一することが国境を越えての取引の増加には不可欠。
8. 証券発行慣行の相違	証券発行の慣習の相違が即日発行を難しくしている。ISIN コードの発行手続きのばらつきも即日発行を難しくしている。
9. 証券の保管場所に対する各国の制限	証券の保管場所について自国に限るという制限や、上場と登録機関を結び付ける規制が、国外での決済を難しくしている。
10. プライマリーディーラーとマーケットメーカーについての各国の制限	国によってプライマリーディーラーあるいはマーケットメーカーとして国内でのオペレーションと決済を義務付けていることがあり、複数の市場で活躍するディーラーの集中化された効率的な活動と決済を妨げている。
(2) 税制に関する障害	
11. 非居住者である仲介者に不利となる国内源泉税	源泉税の減免について国内の証券保管機関に有利になっており、国内・国外の仲介機関を対等の立場に取り扱うことが望ましい。
12. 国内決済システムを通じて徴収される証券取引税	証券取引税の徴収が国内の清算・決済機関の機能と結び付けられる場合においては投資家の国外決済機関の自由な選択を制限することとなる。

(3) 法的な確実性に関わる障害	
13. 証券に関わる権利義務関係の EU 内における統一的枠組みの欠如	EU 内の証券に関わる権利義務関係は著しく異なっており、たとえば担保の設定・行使について国による取り扱いの違いが投資家にとって理解の難しいリスクを生じさせることとなる。
14. 金融取引の当事者間での相殺について国により異なる取り扱い	金融取引の当事者間でのネットィング（相殺）について域内における法的な不確実性をなくすことが必要。
15. 各国間における法の抵触の問題	証券の所有と権利についての国の間の定義の差が抵触法についてのルール適用を難しくしている。

(出所：ジョバニーニ・グループ報告書、著者が要約)

4. 欧州の清算・決済制度の将来

以上がジョバニーニ・グループの第4次報告の内容である。2002年の半ばにもジョバニーニ・グループは、EUの清算・決済の将来についてのより踏み込み、かつ政策面を強調した第5次報告書を提出の予定である。6日進月歩の感のある欧州証券市場のなかで、どのような報告書となるか大いに期待される。

なぜならば欧州証券市場においては、取引所間の合従連衡の動きが急であり、また清算・決済機関についても激しい動きが起こっているからである。欧州の各国には19の清算・決済機関がある。これは明らかに多すぎ、統合が今後も進んでいくだろう。欧州の国際決済機関であるEuroclearとClearstreamはそれぞれに欧州市場における国際決済の覇権を争っている。しかしジョバニーニ・グループのレポートにもあるとおり、そのコストは国内決済の10倍にもなっている。果たしてユーロ導入の結果、通貨が統一された中で、このような国際決済機関の存在理由はどうなっていくだろうか。各国の法的な差異などが修正されていくとすれば、いずれ米国のDTCのように欧州に唯一の清算・決済機関に統合されていく途中の形態なのだろうか。その場合においては各国の決済機関の存在意義はあるのだろうか。

⁶ 第4次報告書の前書き参照

さらにこのような欧州や米国の清算・決済機関がどのような世界展開を目指していくことになるだろうか。米国市場の証券清算・決済機関の効率性に比べれば、欧州の清算・決済機関の効率性はまだ劣る。IT 技術の進展は遠隔地においても清算・決済業務のサービスを提供することをきわめて容易とするし、法制面・商慣行の問題が次第に低くなっていけば清算・決済機関を各国が持つ理由はなくなってくる。世界中の清算・決済が数箇所のシステムで行われてしまうことになるだろう。現に米国のDTCCが清算業務で欧州に進出をしている。

報告書前書きのなかで、ジョバニーニは欧州委員会のソルベス、およびボルケンシュタイン委員に対して、早期の段階から効率的な証券市場の重要性を理解して様々なサポートを行ったことへの謝辞を述べている。これは欧州の指導者たちがユーロ導入による金融の競争力強化に真剣であることを示しており、清算・決済業務はその重要な一分野である。

5. 我が国とアジアへの示唆

翻って我が国やアジアの現状を見れば、様々な努力が行われているものの、欧米の金融市場の発展に比してそのスピードはまだまだの感が強い。シンガポールや、香港は世界の清算・決済業務の国際的集約を予想して早くから汎用性を想定した清算・決済業務を展開している。我が国はようやく国内の清算・決済業務の集約化をしようとしているが、その動きはきわめて緩慢である。世界の清算・決済業務が一握りのセンターに集約するとき、我が国はその一つに残れるだろうか。あるいはアジアはその清算・決済業務を欧州なり、米国の決済センターに依存するような時代が来るのではないだろうか。そうなれば地域の資金の流れを他地域に依存することになってしまう。それでよいのだろうか。

アジアにおける金融協力の枠組み作りがASEAN+3を中心に進んでいるが、官による金融協力に加えて、より円滑な民間投資の流れを考えることが重要だろう。アジア域内における投資インフラの整備を促進するために、ASEAN+3のベースで、投資実務に通暁したアジア版ジョバニーニ・グループを組成することを提案したい。⁷

(以上)

Copyright©2002 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.

⁷ アジアの債券市場改革と日本の協力については以下の論文に詳細に記述した。"Regional Cooperation in Developing Bond Markets" Nov. 15th, 2001 Tadahiro Asami and Junichi Mori, IIMA Research Paper, http://www.iima.or.jp/pdf/Research_Report2_paper.pdf