

第2節 英国の証券決済機関と清算機関

1. CRESTの証券決済システム概要

(1) 英国の証券決済システム

① CREST

CRESTはロンドン証券取引所 (London Stock Exchange)、アイルランド証券取引所 (Irish Stock Exchange)、Tradepoint証券取引所 (Tradepoint Stock Exchange) および店頭取引市場において取引された株式および社債の決済システムで、CRESTCoが運営している。1993年3月にロンドン証券取引所が英国の社債・株式のdematerialization (証券券面の廃止) を狙って開発したTaurusシステムに多くの問題が導入直後から発生したため、新たに1993年8月にBank of Englandの主導の下でCREST projectが立ち上げられた。CRESTシステムはTaurusシステム失敗の教訓を生かし2度と同じ轍を踏まぬよう開発され、1996年7月に稼働した。英国の証券決済システムの電子化はこのような苦い経験を味わったが、他国にやや遅れた分優れた情報技術が導入されたため、欧州で最も進んだシステムに生まれ変わっている。CRESTシステムの特徴は、①完全なdematerializationを実現していること②証券の法的所有者の名前が帳簿に記載されること③リアル・タイム電子決済を実現していること④DvPを効果的に実現していること一等に求めることができる。CRESTはこのように通常の証券預託機関とは違って、預託された証券の所有者にはならないという特徴がある。

② CGOおよびCMO

英国にはCRESTの他にイングランド銀行が運営していたCGO (Central Gilts Office) とCMO (Central Moneymarket Office) という証券決済機関があったが、それぞれ1999年5月24日と9月20日にイングランド銀行からCRESTに運営が移管された¹。

③ CRESTの監督官庁

CRESTはFinancial Services Act 1986によって決済機関 (ClearingHouse) の認可を受けており、Financial Services Authorityが監督官庁である。

(2) 英国における証券のdematerialization

英国のCompany Act 1985 Section 183(1)では、「株式や債券の移転を示す適切な書類の

¹ Central Gilts Officeは英国政府が発行した長期国債 (fixed bonds、floating bonds、indexed-linked bonds) および若干の地方公共団体債、社債、国際機関債などに対し、book entry systemによる決済サービスを提供する証券決済機関で、1986年に設立されイングランド銀行が運営していた。Central Moneymarket Officeは英ポンド建およびユーロ建のmoney market instruments (Treasury bills、bank bills、Certificates of Depositsおよびcommercial paperなど無記名で流通性があり代替不能 (non-fungible) な有価証券) に対し、証券の集中化 (immobilization) による決済、株式貸借取引や銀行融資の際の担保管理サービスを提供する証券決済機関で、CGOと同様イングランド銀行が運営していた。1998年9月にイングランド銀行は、①CMOの運営をCRESTに移管すること②CGOはCRESTに併合させること一を勧告した (Bank of England, "Securities Settlement Priorities Review", September 1998)。CGOとCMOのCRESTへの運営移管は既に完了し、現在はCGOのシステムをCRESTのシステムに併合する作業が進められている。この併合作業は2000年7月3日に完了する予定である。

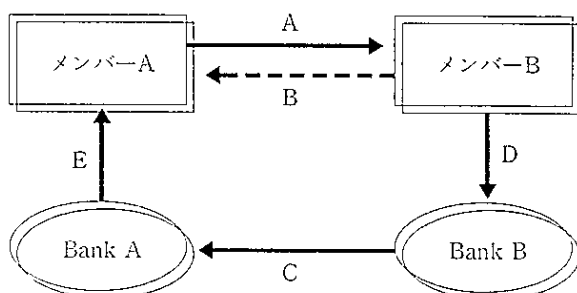
提示（実務的にはStock Transfer Formの提示）がなければ、会社はこれら証券の移転を帳簿に記載してはならない。」こと、同Section 185では「会社は株式あるいは債券の割当に際しては券面を発行すること」が求められている。また一般的に英国法では、「証券所有の証拠は券面によること、証券の移転にはその旨を示す書面の証拠を要すること、これらは当該証券の発行要項として規定されていること」が求められている。これに対しCompany Act 1989 Section 207では「証券の所有の移転を書面による証拠無しに行うために」英国大蔵省に規則を策定する権限を与えるとともに、これらの規則は国会の承認を要することを規定した。このCompany Act 1989 Section 207に基づき、英国大蔵省が無券面証券に関する規則（Uncertificated Securities Regulation 1995）を策定し、この規則によりCompany Act 1985で規定されている券面の発行、書面による移転の通知などを行わずにbook entry systemで証券決済を行う道が開かれた。現在では、市場で取引される株式価額の98%がCRESTで決済されているほか、英国およびアイルランドで発行された証券の80%がCRESTにおいて券面不発行の形態で（dematerised form）で決済されている。

(3) CRESTにおける資金決済の概要

① Cash memorandum account

CRESTに参加するメンバー²は証券決済資金の授受に関してCRESTに参加する銀行（CREST Settlement banks）の中から取引銀行を決めることが求められる³。CRESTはメンバーに当座預金を提供することはできないが、その代わりに備忘目的のための口座（cash memorandum account、以下CMAと略称）を提供している。CMAの記録は毎日取引が開始する前にゼロにセットされるが、その後はメンバーが受領した累積金額と支払った累積金額の差額である残高が記録される。

図1 CRESTにおけるAssured Paymentの概念図



(出所) CREST, "The Legal Framework", March 1998

② Assured payment

CRESTにおける資金の支払いは、CRESTの参加銀行でもある当該メンバーの取引銀行（以下「取引銀行」という）が負う取消不能且つ無条件の支払債務であり、assured payment（確実な支払い）と呼ばれる（図1参照）。

(a) Assured payment債務の発生

決済日には、証券の売却者（メンバーA）と購入者（メンバーB）の証券

² CRESTでは、CRESTに証券口座を持ち資金の受け払いを行うカストディアン銀行、ブローカー・ディーラー、ノミニー会社、機関投資家、個人をメンバーと定義している。メンバーは証券の適法な所有者で、その名前は証券の発行者（あるいはその代理人）が作成する名簿に記載される。

³ CRESTは銀行免許を持っておらず、参加メンバーから預金を受け入れることが出来ない。参加メンバーはCRESTに参加している自分の取引銀行と個別に、当座貸越による赤残供与額、無担保による借入額、担保による借入額などの日中信用を受ける条件について取り決めを締結する。

口座間で当該証券の「引き落とし (=debit)」記帳と「振り込み (=credit)」記帳が行われる (矢印A) と同時に、両者のCMA間で資金の付け替え (上記とは逆の矢印B) 記帳が行われる。CRESTの規則により、証券購入者CMAの引き落とし (=debit) と証券売却者CMAへの入金 (=credit) が行われて始めて、証券の購入者が売却者に負う債務が完全履行される。証券購入者のCMAを通じた支払い債務は直ちに同購入者の取引銀行が証券売却者の取引銀行に支払う取消不能且つ無条件の債務に置き換えられる (矢印C)。

(b) CRESTメンバーと取引銀行の債権・債務関係

CRESTメンバーと取引銀行との取り決めは個別に行われCRESTCoは関与しない。メンバーが当該決済日の決済終了時点で証券のネットの購入者であれば、取引銀行に対してメンバー自身の債務を履行することになる (矢印D)⁴。他方、メンバーが当該決済日の決済終了時点で証券のネットの売却者であれば、取引銀行が当該メンバーの口座に資金を入金することになる (矢印E)。

(c) 取引銀行間の債権・債務関係

決済日当日の決済時間が終了時点で、CRESTがネットの英ポンドおよびアイルランド・ポンド建Assured paymentの債権・債務額を計算し、その結果を取引銀行、イングランド銀行、アイルランド中銀に連絡する。取引銀行はこれらのネット額をそれぞれの中銀に持つ互いの当座預金間で資金を決済する⁵。

(4) CRESTにおける証券決済の概要

CRESTにおける証券決済の概要は下記の通りである (図2参照)。

① 取引の照合と残高の確認

証券の売買取引が成約するとそれぞれの取引当事者は自身の端末からCRESTに対し決済日を含む明細とともに決済指示を送る。CRESTはこの指示を受領すると直ちに取引の照合を行い、不突き合いとなった取引はその旨をコンピュータ画面に表示する。

② 決済の実行

決済日が到来するとCRESTは証券売却者の証券口座に当該取引決済に必要な証券が十分に存在するか、証券購入者のCMAに十分な資金があるかを確認する。取引当事者の証券口座あるいはCMAにそれぞれ決済に必要な残高が無い場合には、決済に必要な証券あるいは資金が確認できるまで、決済をペンディングとする⁶。

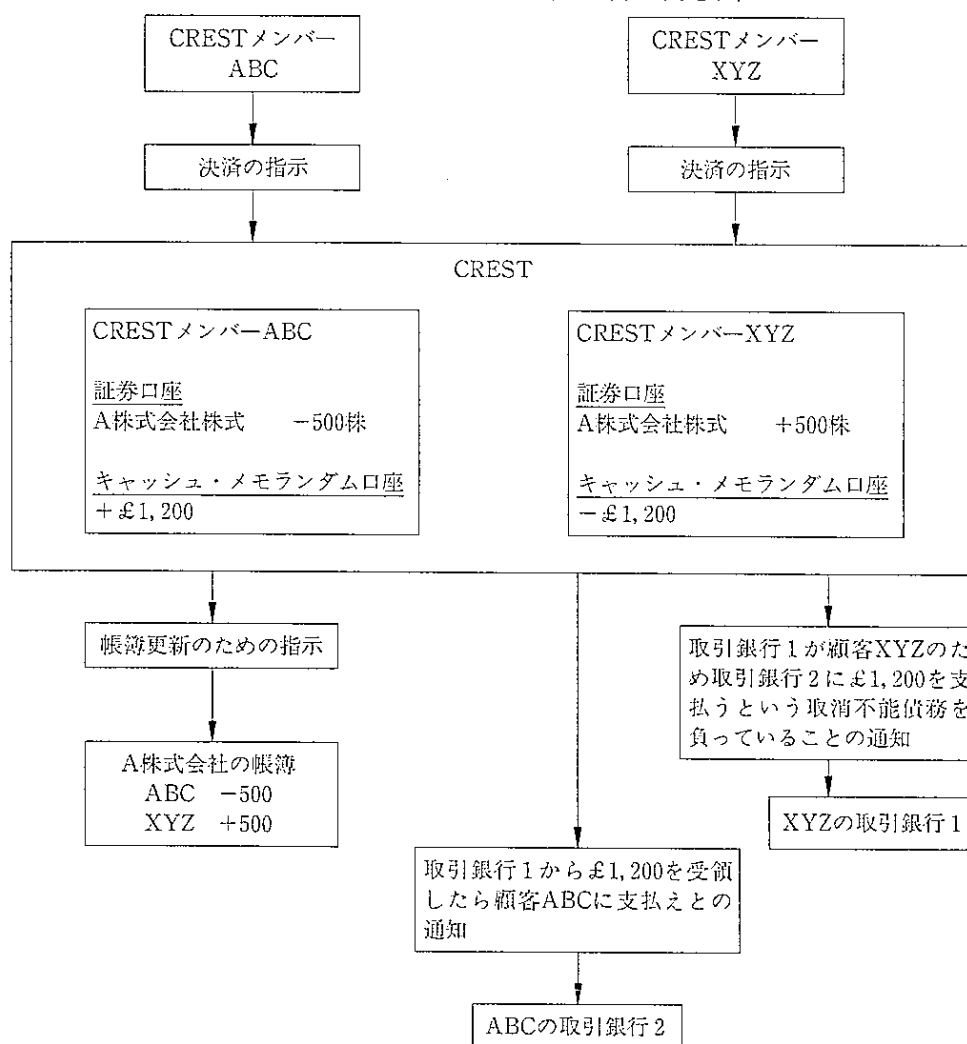
CRESTは証券購入者の口座に十分な資金があることを確認した後、下記の処理を行う。

⁴ メンバーは取引銀行に対し、①証券決済が行われる前に資金支払いを実行する、あるいは②証券決済が行われた後速やかに資金支払いを実行する、あるいは③取引銀行との間で取り決めた当座貸越契約や借入契約に基づいて当該資金を借りるなどの方法で、メンバーが取引銀行に負う債務を履行する。

⁵ CRESTは2001年末までに中銀のマネーを使った即時グロス決済に移行する方向で準備を進めている。またCRESTのシステムを使ったレポ取引の導入を検討している。(CREST Newsletter, February 2000)

⁶ CRESTでは一日に500回以上これらの残高を自動的に確認するようシステムが構築されている。

図2 CRESTにおける証券決済の概念図



(出所) CREST, "The Legal Framework," March 1998

- (a) 証券売却者の証券口座から当該証券の額を引き落とす。
- (b) 証券購入者の証券口座に同額を受け入れ記帳する⁷。
- (c) 証券購入者のCMAから購入代金を引き落とす。
- (d) 証券売却者のCMAに同代金を入金する。
- (e) Registrar (証券の発行者あるいはその代理人) に対して、当該証券の所有権を証券売却者から同購入者に移転するよう指示を出す。
- (f) 証券購入者取引銀行が同売却者取引銀行に負う取消不能且つ無条件の債務を発生させる。

③ Registrarに対する当該証券の所有権移転の連絡

CRESTは決済完了とともに、Registrarに対して当該証券にかかる所有権の移転を指示

⁷ 照合済みの取引の場合直ちに決済が完了するので、証券口座に振り込まれた証券やCMAに入金された証券売却代金などは直ちに次の取引に利用出来る。

する。RegistrarはCRESTからの指示受領後2時間以内に所有権の移転を帳簿に記載する。証券売却者が決済の後破綻した場合等に備え、証券購入者はRegistrarが所有権の移転を帳簿に記載するまで、当該証券に対する所有権を保持する⁸。

④ 税務当局への印紙税の計算

CRESTは英国およびアイルランドの税務当局のために印紙税を計算し、明細を報告する。

⑤ 証券取引所および監督当局への報告

CRESTは監督当局に対し、証券決済にかかる各種報告を定期的にまとめ報告する。

(5) 英国における現行の証券決済期間と改善に向けた動き

① 現行の証券決済期間

英国における決済期間は現在次のようになっている。

- (a) 国内株式はローリング決済による5日目決済 (T+5)
- (b) 国内社債はローリング決済による5日目決済 (T+5)
- (c) 国債はローリング決済による翌日決済 (T+1)
- (d) Money market instrumentは当日決済 (T+0)
- (e) 外国証券の決済はそれぞれの国の慣行に従い決済される。

② 証券決済期間改善に向けた動き

現在CRESTは国内株式および証券の決済期間を2001年2月にT+5からT+3に短縮する方向で準備を進めている⁹。(なお、T+1への短縮は長期的な目標としている。)

(6) CRESTと他国CSDとの証券決済リンク

CRESTはECSDAモデルに従って他国のCSDとの決済リンクを構築している。プロジェクトが最も進行しているSIS Sega Intersettle AG(スイス)との決済リンクのほかにDTC(米国)、Deutsche Börse Clearing(現Clearstream)、Necigef(オランダ)、VPC(スウェーデン)との決済リンク構築が進行しているが(現段階ではいずれも資金の授受を伴わないfree of payment方式)、これらの決済リンクの進捗状況は下記の通りである。

① SIS Sega Intersettle AG(スイス)との決済リンク

SIS Sega Intersettle AG(SIS)との決済リンクは1999年8月から実現しており、CRESTとSISの間でスイスの証券を決済することが可能となっている。

② DTC(米国)とのリンク

2000年3月に決済リンクを構築する方向で準備が進められている。英国からNASDAQ株式やS&P500に含まれる米国の優良会社の株式などを決済することが可能となる。

⁸ 英国証券に限ってはRegistrarによる所有権の移転の記載を待たず、CRESTでのbook entryが完了した時点で証券の所有権を法的に移転する仕組み(Electronic Transfer of Title)が英国大蔵省と検討されている。(The Crest News-letter, July 1999)

⁹ 1999年11月23日、イングランド銀行、ロンドン証券取引所、CRESTは合同で「2001年2月にT+3決済へ移行すること」を提案した。

③ Deutsche Börse Clearing (現Clearstream) とのリンク

Desdner Bankをドイツ側のカストディアンとして、Deutsche Börse Clearingへの参加メンバーとCRESTとの間でドイツの証券を決済することが1999年10月から可能となっている。

④ Necigef (オランダ) とのリンク

Necigef (オランダ) とCRESTの間で英国の証券を決済することが、1999年10月から可能となっている。

⑤ VPC (スウェーデン)

VPC(スウェーデン)がCRESTのメンバーとなり、英国の証券を決済することが、1999年9月から可能となっている。

2. London Clearing House

(1) London Clearing HouseとRepoclear

London Clearing Houseは1888年に商品取引業者およびマーチャント・バンカーを会員にインジゴ、茶、絹などの商品契約の清算 (clearing) を行う組織として設立されたLondon Produce Clearing Houseがその前身である。その後砂糖、ココア、胡椒などの商品取引、オプション取引などを清算の対象に加えていったが、1972年にInternational Commodities Clearing Houseに、さらに1991年に現在のLondon Clearing Houseに名称を変えた。1986年に施行されたFinancial Services ActによりSecurities Investment Boardから認可を受けた清算機関(Clearing House)となった。その後1997年のFinancial Services Authorityの発足とともにFSAがLondon Clearing Houseの監督機関となった。

London Clearing Houseは現在、London International Financial Futures Exchange (LIFFE)、London Metal Exchange(LME)、International Petroleum Exchange(IPE)、それにTradepoint Stock Exchange (Tradepoint) の4つの取引所で取引されている193種類におよぶ様々なfutures取引やoptions取引についてCentral counterpartyの役割を果たし、ネットィングと清算業務を行っている。

London Clearing Houseは上記業務に加え1999年8月20日から、今後市場が大きく発展し、取引の増加が見込める欧州の国債のレポ取引について、Central counterpartyの役割を提供するRepoclearを立ち上げた。国債のレポ取引にCentral counterpartyを導入して多角的ネットィングを行い市場参加者の利便性を高めていこうとするこのような動きは、今後欧州各国のCSDを巻き込み大きく発展していく可能性を秘めている。以下ではRepoclearの概要を説明したい¹⁰。

¹⁰ RepoClearに加え、London Clearing Houseは1999年9月24日から、4つの通貨 (米ドル、日本円、ユーロ、英ポンド) について、店頭市場における期間10年以内の銀行間金利スワップ取引、FRA (forward rate agreements) 取引に対してCentral counterparty機能を提供するサービス(SwapClear)を開始している。

(2) Central counterpartyがレポ取引に望まれる背景

Central counterpartyがレポ取引に望まれるのは、Central counterpartyが下記のようなサービスを提供できるからである。

① 多角的ネットティングによるレポ残高の減少効果

レポ取引はオン・バランスの取引である。このためレポ取引の主要な参加者である銀行のバランス・シートはレポ取引残高の増加に伴って膨れ上がり、BIS自己資本比率が低下するなどの弊害が指摘されている。レポ取引にCentral counterpartyが介在すれば多角的ネットティングを行うことにより銀行のレポ取引関連の残高は大きく減少する。特に長い期間のレポ取引を行うとき、この方式による残高減少の効果は大きい。

② クレジット・ラインの使用を節約する効果

Central counterpartyが介在することにより、銀行（購入者）対銀行（売却者）のレポ取引が、銀行（原購入者）対central counterparty（売却者）、central counterparty（購入者）対銀行（原売却者）のレポ取引に分解される。この結果銀行はともに互いの信用リスクを取る必要が無くなるので、クレジット・ラインの使用が節約できる。

③ マージン計算の集中化によりマージンの効率的使用が実現する効果

Central counterpartyが毎日全てのレポ取引を評価し必要なマージン額を計算の上、不足額の取り立て、過剰な額の解除、マージン額に対する利息の支払いなどの事務を代行する。この結果、銀行はレポ取引のつど相手の銀行とマージン額を決めたり、必要マージン額を送金したりするなどの手続きから解放される。また銀行のバック・オフィスの効率化、事務のStraight-Through-Processing化に役立つ。

④ ネットティングによる証券移動の減少

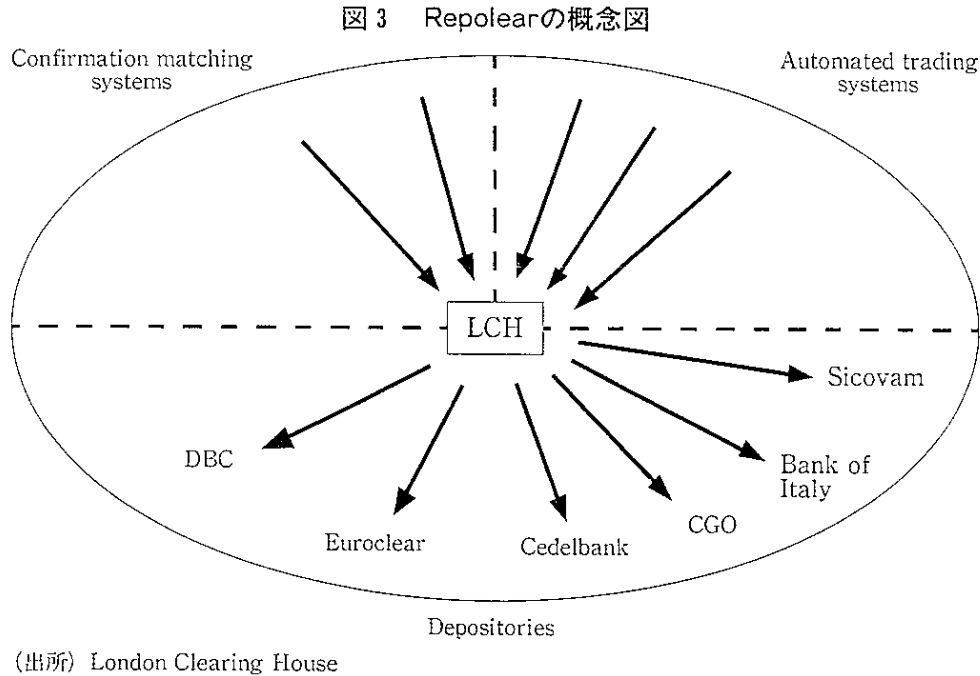
Central counterpartyが毎日多角的ネットティングを行うので、証券決済機関を通じた証券の移動は最小限に抑えられる。この結果、フェイルの件数減少にも資する。

⑤ 匿名取引の確保

参加者がブローカーの提供する自動取引システムを使うことにより、取引の匿名性が確保できる。

(3) RepoClearの業務概要

① 図3はRepoClearが行う役割の概念図である。RepoClearが行う業務には下記のものがある。



(a) Automated Trading Systemからのデータ取り入れ

当初London Clearing HouseはTRAX system (ISMA—International Securities Market Association—が提供する取引照合と定期的報告のためのシステム)を経由した取引をRepoClearで受領していたが、その後Euro MTS社のEuro MTS Repo Trading Facility経由の取引もリアル・タイムにをRepoClearで受領し、清算と決済を行うこととした。

(b) ネッティングによる決済額の算出

RepoClearは全てのレポ取引について、メンバーとLondon Clearing Houseとのネットの決済額を算出し、メンバーに連絡する。メンバーはこの報告と原取引を突き合わせる。London Clearing Houseはこのネット額に基づき資金決済する。

(c) マージン額の計算

London Clearing Houseは、RepoClearのメンバーから当初マージン、可変マージン、デリバリー・マージン、日中マージンなどを毎日算出の上徴収する¹¹。

¹¹ 当初のマージンは会員の破綻が起きたときの価格変動からLondon Clearing Houseを守るもので、レポ取引の双方の当事者から一日の取引後のオープン・ポジションの額に応じて徴収され、現金、銀行の保証状（信用状）、要件を満たした政府の国債等により賄われる。可変マージンは、期日未到来のレポ取引を市場価格で評価し、メンバーの（プラス、マイナスの）ポジションに応じてLondon Clearing Houseから受け取ったり、あるいはLondon Clearing Houseに支払う額を指し、レポ取引が期日を迎えれば返却される。デリバリー・マージンは翌日決済のリスクをカバーするために徴収するマージン額。日中マージンは、市場価格が大きく動いたときに新たに徴収するマージン額。

(d) 証券決済機関による決済

RepoClearが多角的ネットィングを行った後の証券残高に基づいて、London Clearing Houseは証券決済機関に対し決済額を連絡する。証券決済機関はこの連絡に基づき、証券を決済する。

② Repoclearが今後対象とする取引

London Clearing Houseはまずドイツ国債レポ取引の清算をRepoClearで行うことから業務を始めたが、1999年12月16日にはベルギー国債のレポ取引の清算も開始した。今後はイタリア国債 (Banca d'italia経由)、フランス国債 (Sicovam経由)、ギルト (CGO/Crest 経由) などを清算の対象に取り込んでいくことを計画している。

(4) London Clearing Houseの財政基盤

会員メンバーの破綻に備えてLondon Clearing Houseの財政基盤は順次強化されてきている。London Clearing Houseの財政基盤は以前1億5千万英ポンドであったが、RepoClearの業務を開始する際、5千万英ポンド増加され2億英ポンドとなり、Swapclearの業務を開始する時さらに1億英ポンド増額され、3億英ポンドとなった。このほか最上級の格付けを持つ保険会社で1億英ポンドの保険に加入している。

(5) RepoClearへの入会ルールと現在の会員

RepoClearの会員になるためには、London Clearing Houseによって下記の3つの要件を満たしていることが了承されなければならない。即ち、

- (a) 卸売り市場の参加者 (a wholesale market player) であること (例えば、欧州の一国または複数国で債券市場のprimary dealerであること)、
 - (b) 投資適格の格付けを有していること (例えば、S&Pの格付けでBBB以上であること)、
 - (c) London Clearing Houseのメンバーであること。またはネットの資本金を少なくとも最低限2億5千万ポンド以上持っているLondon Clearing Houseのメンバーと清算にかかる取り決めを有していること、
- である。

1999年12月現在Repoclearに参加している銀行は、Barclays Capital (Barclays Bank PLC)、Chase Manhattan Bank、Credit Suisse First Boston (Europe) Limited、Deutsche Bank AG、Fortis Bank NV-SA、Goldman Sachs International Europe、IBJ International PLC、Lehman Brothers International Europe、Merrill Lynch International、Morgan Stanley & Co. International Limited、Nomura International PLC、Paribas SA、Salomon Brothers Internatinal Limited、Warburg Dilon Read (UBS AG)、の14行である。

(6) Euroclear、GSCC¹²、London Clearing Houseとの提携

1999年11月4日、London Clearing House、EuroclearとGSCCは、それぞれ同一額を

¹² GSCC (Government Securities Clearing Corporation) は1986年に設立された米国国債の取引照合、清算業務を行う機関。

出資することによりESCC (European Securities Clearing Corporation) を設立し (2000年の早いうちに業務を開始)、欧州各国国債のレポ及びアウトライイト取引のネットィングおよび清算業務を行うことで合意したと発表した。これは、欧州各国国債のレポ及びアウトライイト取引について清算と決済業務を一か所で集中的に行う仕組みを作ることにより、duplicationを廃して一層効率性、利便性に優れたインフラを市場参加者に提供しようとするものである。それぞれの機関が果たす役割は以下の通りである。

① ESCC

ESCCは、RepoClearの運営に責任を持つ。役員会は市場参加者から9人、London Clearing House、Euroclear、GSCCから1人ずつの合計12人で構成され、会長を選出する。

② London Clearing House

London Clearing HouseはCentral counterpartyの役割を果たし、清算にかかるリスク管理と業務を担当する。米国で発展してきたレポ取引関係の清算ルールのうち、有用かつ欧州市場にも適合するルールや取り決めをGSCCから取り入れる。

③ Euroclear

Euroclearは国債のレポ及びアウトライイト取引を取り込み (将来的にはRepoClearに対するtrade entry systemとなる)、RepoClearに対して取引を照合する役割を担う。Euroclearはまた自身の持つ証券担保管理の機能をLondon Clearing Houseに提供する。London Clearing Houseはこの機能を利用して提供された担保の管理を行う。

④ GSCC

GSCCとLondon Clearing Houseの双方のメンバーである金融機関が支払う清算関連費用節約のため、将来GSCCはLondon Clearing Houseとの間で相互にマージンを融通する取り決めを締結する。

<参考文献>

1. CREST, The Legal Framework, March 1998
2. London Clearing House, Market Protection, March 1999
3. International Securities Services Association, HandBook, January 1999