

欧州決済制度調査ミッション  
－ 調査報告書 －  
～欧州コマーシャルペーパー市場の決済制度・システム～

平成13年1月

企業の資金調達の円滑化に関する協議会（企業財務協議会）

<目次>

エグゼクティブ・サマリー

1. はじめに

1. 調査の目的
2. 訪問先

2. フランス国内CPの決済制度・システム

1. フランスCPマーケット
2. フランスのCPIに関する法制度
3. フランスにおけるCP決済の仕組み
4. フランスにおける現状の課題と今後の方向性

3. ユーロCPの決済制度・システム

1. ユーロCPマーケット
2. CPIに関する法制度
3. CP決済の仕組み
4. 現状の課題と今後の方向性

4. 英国内CPの決済制度・システム

1. 英国CPマーケット
2. CPIに関する法制度
3. CP決済の仕組み
4. 現状の課題と今後の方向性

5. 日本におけるCP決済制度・システムへの示唆

1. 欧州における決済制度改革の戦略的背景
2. 日本のCP市場活性化に向けた制度改革
3. 日本における決済制度改革への考慮ポイント

6. まとめ

---

## エグゼクティブ・サマリー

企業の資金調達円滑化に関する協議会(企業財務協議会)では、日本におけるペーパーレスCP市場の創設に向けた取組みの一貫として、先進的な取組みがなされているフランスのシコバム(SICOVAM)をはじめとする欧州決済機関等を視察した。

本視察では、欧州におけるCP市場および証券決済の実態調査を目的としており、決済制度・決済システムの現状に加え、市場全体の仕組みおよび、現在の状況に至った経緯を理解するため、決済機関だけではなく、ディーラー、IPA (Issuing & Paying Agent)、発行体、等さまざまな関係者を訪問し、非常に示唆に富む情報を得ることができた。

今回の調査対象はフランス国内市場、ユーロ市場、そして英国国内市場とした。この中でもフランス国内市場では、事前調査においてある程度の認識は持っていたものの、予想以上に決済制度・決済システムが進んでいることを実感した。具体的には、1) T+0決済(オーバーナイトCPの発行)が可能、2) 中央銀行の資金による証券決済が可能、3) 完全な無券面化、の3点であり、これらは欧州市場の中でもフランスのSICOVAMのみが実現できている。これ故、欧州最大の発行体であるGE Capitalはグローバルのキャッシュマネジメントおよびファンディングのオペレーションを2年前にパリに移している。

フランス国内市場における取組みで特に印象に残ったのは、フランス中銀(Banque de France)とSICOVAMが密接に連携しており、法制度と決済システムが「通貨統合後」の戦略的優位性を念頭に構築されている点である。1998年の“Financial Activity Modernization Act”および同年のRGVシステム(SICOVAMのリアルタイムDVP証券決済システム)稼働は、1993年における無券面化法制への移行の総仕上げとして、通貨統合の年に完成している点は見逃せない。

次に、ユーロ市場におけるCP決済だが、現状のT+2決済を短縮するために、ユーロ市場のCSD(Central Security Depository)であるEuroclearとClearestreamとの連携によって銘柄コード(ISIN Code)の採番・配信の仕組みおよび両者の証券口座移動情報をリンクする仕組みなどを構築中である。これらのシステムが完成することによって、ユーロCP市場は2~3倍の規模になることが見込まれている。なお、完全無券面化については実現される事が望ましいという認識はあるものの、ユーロ市場における発行体と投資家の所在国が多岐に亘ることから、現実問題として一律無券面化することは困難であると考えている。よって、無券面化をせずにT+0を実現する方策をとっており、市場参加者もシステム面・オペレーション面いずれにおいてもT+0の実現は困難な事ではないと捉えている。

英国国内市場におけるCP決済だが、法制度面の状況はほぼ日本の現状と同じで、今の所、物理券面(Definitive Note)による発行しか認められておらず、券面はディーラーもしくはカストディアンが保持するケースが主流である。しかしながら、1999年にイングランド中銀から「マネーマーケット証券はすべて無券面化(de-materialize)すべき」との答申が出された事を受け、2002年には決済制度改革が実施される予定になっており無券面化が実現される見通しである。これと合わせて、短期証券の決済システムであるCMO(Central Money Market Office)を2002年までに新Crestシステムに統合し、リアルタイムDVP決済(含、イングランド中銀口座との連動)を実現する予定となっている。結果として、英国が目指している仕組みは、フランスとほぼ同様の仕組みになると考えられる。なお、英国の法律事務所の見解では、英国では商慣習上「契約」で詳細事項を定めることとなっている関係上、証券保有構造の階層化実現等には制度改革だけではなく「契約」によりそのような枠組みを設ける必要があるとのことである。ユーロ市場についても(商慣習上発行プログラマが英国法に準じていることから)基本的に同様の考え方で証券保有構造の階層化を実現することになる。この点は、フランスや日本における商慣習とは大きく異なる点であり、日本としては法制度の運用面でフランスの方がより参考になると思われる。

欧州の三市場を視察して共通していたのは、いずれの市場においてもヨーロッパにおける市場間競争を視野に入れた改革を推進していることである。また、各市場のプレーヤー(ディーラー、IPA、CSD)も、CPのT+0化は十分実現可能という認識を持っており、システム面・事務面いずれにおいてもCPの無券面化およびT+0決済の実現は当然の流れであり、それに対応することは特別コストがかかる事ではない(逆に、メリットの方が大きい)と捉えていることである。

さらに、既に無券面化を実現しているフランスと、これから無券面化を実現しようとしている英国いずれにおいても、中央銀行と決済機関が一体となって証券決済インフラの統一を推進している印象を強く受けた。特に英国においては1998年に短期証券の決済システムであるCMOを、1999年には国債等の決済システムであるCGOをイングランド中銀からCrestCoに移管し、英国の証券決済システム統一化を推進している点については、日本における証券決済インフラの今後の方向性を考える上で参考になるものと考えられる。

各国における取組みに加え、欧州の証券決済インフラ全体として、EuroclearとSICOVAMの合併、EuroclearとClearstreamによるシステムの共同開発、等継続的に変革が進められている。この流れの根底には汎欧州市場を米国市場に匹敵するものとするという共通目標があるように感じられた。日本においても先進市場の動向を見据え、明確なビジョンに基づき決済制度改革が進めることの重要性を改めて感じた次第である。

---

## 1. はじめに

### 1. 調査の目的

企業の資金調達円滑化に関する協議会(企業財務協議会)では、ペーパーレスCP市場の創設に向けた取組みを行ってきたが、関係者の間でフランスのシコバムのシステムが先進的内容をもつ事が明らかとなり、専門家の手で実際に視察する必要があるとの議論が進んでいた。今回、東京大学法学部神田教授にフランスシコバム視察に同行頂けることとなり、平成12年12月4日から5日間、フランスシコバムを初めとして欧州CP市場の実態調査を行った。

本調査の目的は、欧州におけるCP市場の法制度および決済システムの動向(現状、現状に至った背景、今後の変革予定)を調査し、日本におけるペーパーレスCP実現に向けた法制度および決済システム整備の方向性検討に資する認識整理を行うことにあった。詳細は後述するが、実際に視察調査を行って、欧州(特にフランス)の法制度および決済システムの整備がユーロ市場、英国市場と比較しても進んでいること、他の市場においても市場拡大のための方策を着実に打っていること、決済機関、IPA、ディーラーいずれも今後の展開に対してポジティブであること、等、今後の日本における証券制度改革全体を考える上で参考になる生の意見を得ることができ、調査の目的は十分達成できたものと考えている。

### 2. 訪問先

市場全体を俯瞰するために、今回の訪問においては決済機関に加えて、CP市場に関係する様々なプレイヤーを訪問した。[以下に訪問先とその位置付けを示す\(注1\)](#)。

#### 決済機関

- SICOVAM SA: フランスのCSD(フランス中銀の方も同席頂いた)
- Euroclear: ユーロ市場のInternational CSD(今回の訪問先はブラッセル本社)
- Clearstream: International CSD(今回の訪問先はロンドンオフィス)
- CrestCo: 英国のクリアリングハウス

#### 発行体

- GE Capital: 欧州最大のCP発行体(訪問先はパリトレーディングセンター)

#### ディーラー

- Goldman Sachs: ユーロ市場および英国のCPディーラー
- UBS Warburg: ユーロ市場および英国のCPディーラー

#### IPA

- BNP Paribas: フランスおよびユーロ市場のIPA
- HSBC: ユーロ市場および英国のIPA

#### その他

- London Stock Exchange: 英国の証券取引所(CrestCoとの関係確認)
- Field Fisher Waterhouse: ロンドンの法律事務所(英国の法改正の動向確認)

決済機関、発行体、ディーラー、IPAに対しては、前もって[質問状\(注2\)](#)を送付し、その内容に準じて打ち合わせを行った。SICOVAM、Euroclearをはじめとして多くの訪問先で、当方の訪問趣旨に沿ったプレゼンテーション資料等を準備して頂き、効率的な打ち合わせおよび[情報収集を行うことができた。\(注3\)](#)

以降において、各プレイヤーから得た情報を集約する形で、フランス国内、ユー

口市場、英国内それぞれのCP決済制度・システムに関する調査結果を整理し、最後に日本に対する示唆をまとめとして整理する。

(注1) : 訪問先の詳細については、資料編「訪問メンバー・訪問先一覧」参照。

(注2) : 資料編「AGENDA Settlement Regulation and Infrastructure in Europe」「Questions for CP Broker/Dealers」参照。

(注3) : 打ち合わせの詳細については、資料編の各議事録を参照。

---

## 2. フランス国内CPの決済制度・システム

### 1. フランスCPマーケット

#### 市場規模

フランスのCP (Billets de Tresorerie ≡ BTs) は [Negotiable Debt Securities \(Titres de Creances Negociables - TCNs\)](#) (注1) の1つとして1985年に誕生した。1998年に施行されたFinancial Activity Modernization Actにより商品性が大幅に改善され、1999年以降欧州通貨統合のタイミングと相まって発行残高が急速に伸びている。2000年6月現在におけるCP発行残高は約640億ユーロ、11月末時点では750億ユーロとなっており、ヨーロッパにおいて [最大の国内CPマーケット](#) (注2) となっている。

#### 主な発行体および投資家

CPの主な発行体は事業会社(発行シェア67%)で、最大の発行体はGE Capital (2000年11月現在の発行残高は約120億ユーロ)である。GE Capitalはトレジャリー&キャッシュマネジメントのオペレーションをパリに集中しており、各国でプールされた資金尻をCPを利用したオーバーナイトファンディングにより調整している。GE Capitalは2年前までロンドンにおいてユーロCPを用いたトレジャリーマネジメントを行っていたが、欧州通貨統合に伴い、ヨーロッパ内で最も効率的なマーケットであるフランスに拠点を移し現在に至っている。

現時点における主な投資家は銀行(保有シェア62%)であるが、UCITS (Undertaking of Collective Investment in Transferable Securities: 投資信託と同義、現時点では保有シェア20%)による投資制限が今年撤廃されたことから、米国と同様にMoney Market FundによるCPの保有残高が大きく伸びるものと考えられている。

#### CPの取引市場

フランスのCP発行はダイレクトペーパー、ディーラーペーパーいずれも可能であるが、直接発行を行っているのはGE Capital等少数の発行体のみである。CP発行にあたってはIPA(フランスではDomiciling Agentと呼ぶ)の設置が [制度上](#) (注3) 義務付けられている。IPAは発行/支払事務の代行を行うだけでなく、制度要件の確認やフランス中銀への報告を行う。

フランスのCP流通市場は事実上存在せず、基本的にBuy & Holdである。これは、発行時に発行体が投資家の条件(格付、金利、期間)に合わせてCPを発行するためであり、ディーラーがBuy-backすることはあり得るものの稀である。

## 2. フランスのCPに関する法制度

### CP無券面化への流れ

CPは1991年よりAccount KeeperもしくはCustodianのブック上で所有権の管理がされるようになり、その後1993年に完全無券面化されている。なお無券面化は、国内法人が国内市場で発行する場合には必須となるが、例えば外国法人がフランス国内でCPを発行する場合には大券(Global Note)が用いられるケースが多い。これは発行体所在国の法制度上無券面化が認められていないことにより法的リスクを避けるためと考えられる。また、逆にフランスの法人がユーロ市場でCPを発行する場合には大券が用いられるのが一般的である。(ユーロ通貨のCPであればSICOVAMでの取扱いが可能である。)

### CPの商品性にかかる制度

CPを含むNegotiable Debt Securitiesは、その誕生当初においては明確なレギュレーションが存在していなかった。1991年7月のAct.91-716に始まり、1992年2月のデクレ92-137およびその改訂である1994年9月のデクレ94-848、1998年12月のデクレ98-1316、そして1998年12月Banking and Financial Regulations CommitteeによるRegulation98-09、Conseil des Marches FinanciersのGeneral Regulationにより今日のCP法制度の枠組みが出来上がっている。

これらの法制度整備を経て、CPは制度上の裏付けがありかつ当局の監督下にあるMoney Market Instrumentとなり、特に直近のInvestment Funds (UCITS)

Directive)においてフランス国内CPに対する投資制限が緩和され、マーケットにおいて「安全な」商品であると認知されるようになっている。

## CP市場にかかる制度

CP市場はフランス中銀およびCommission des Operations de Bourse (COB:証券取引所の監督機関)の監督下にある。すべてのCPプログラムはフランス中銀への届出が義務付けられており、届出書類の内容により必要に応じてCOBが指導を行うことになる。また、格付が公表されていないプログラムについては発行にあたりCOBの承認が必要となる。Negotiable Debt Securities Marketの状況についてはフランス中銀は、定期的に公表することが定められている。(注4)

なお、事業法人の発行するCPのうち一定の格付けを取得しているものについては、フランス中銀のオペおよび担保に利用することが可能となっている。結果的にECB TARGETの日中流動性担保として用いることも可能となっている。(これは後ほど説明するが、担保として利用できる制度上の裏付けがあることにより、決済システムで自動的に日中流動性担保に用いる事ができるようになっている。)

## その他の制度面での特徴

フランスのCPは債券と異なりNon-fungibleな証券である。これは、CPを含むNegotiable Debt Instrumentはプロフェッショナルマーケットで“Public”な証券ではなく“Private”な証券としてBi-lateralベースでのみ取引されることから、Fungible即ちPoolされた形で取引される可能性がほとんどないためと考えられる。

## 3. フランスにおけるCP決済の仕組み

### CPの登録

CSDへの登録(注5)は制度上義務づけられていないが、CSDを利用しない場合にはIPAがCSDと同様の義務を果たす必要がある旨定められている(CPIは必ずCSDもしくはIPAに登録される)。決済機関では、発行されたCPの残高が、各Account Keeper/Custodian口座にブックされている残高合計と必ず一致することを保証することが求められている。

口座管理の利便性、DVPによる決済等の観点から、フランスで発行されるCPのSICOVAMへの登録率は90%以上(残高約720億ユーロ、管理銘柄数2035)となっている。SICOVAMへ登録されないのは、発行体・投資家いずれもが同一のディーラー、IPAの顧客となっており、CSDでの決済を必要としないようなケースのみである。

### CP決済プロセス

フランスにおける一般的なCP発行のプロセスは以下のとおりである。

- ・ qディーラー(もしくは発行体)と投資家との間で取引条件を決定する。
- ・ ディーラー(もしくは発行体)がIPAに対してInstructionを送る。
- ・ IPAは発行体からのConfirmationを受け、SICOVAMのCP決済システムであるRGVに対しCP発行のInstructionを送信する。
- ・ RGVはCP発行のInstructionを受けISIN Codeを自動採番しディーラーに通知する。(このタイミングでメンバーは発行されるCPの内容を知ることができる。)
- ・ IPAは投資家のAgent BankとRGVを介してPre-matchingを行い、内容が一致したものについてCP決済のInstructionを送信する。同時にAgent BankもRGVに対してCP決済のInstructionを送信する。
- ・ RGVでIPAおよびAgent Bankからの決済Instructionをマッチングする。
- ・ RGVは受渡日が到来したマッチ済みInstructionをリアルタイムDVPで決済する。(T+0の場合にはマッチングと同時に決済が行われる。)

フランスにおけるCP決済すなわちRGVの特徴は、ISIN Code採番およびメンバーへの通知が自動的に行われている事(これに要する時間はMax5分程度)、および決済がT+0決済可能かつフランス中銀の決済システムTBFとリンクしている事である。

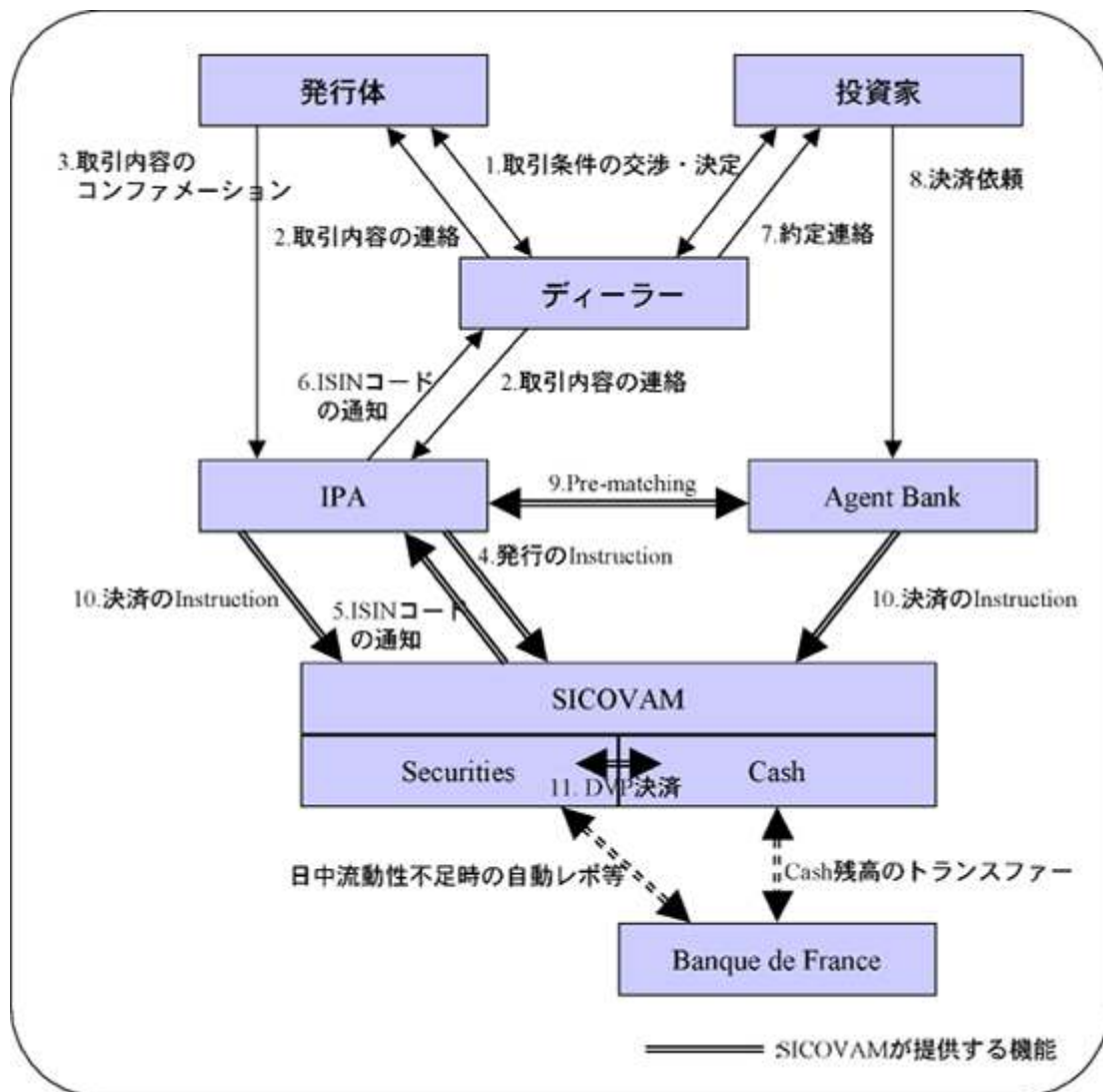


図1はディーラーペーパーのケースにおけるCP発行・決済プロセスフローであるが、決済に関係する部分は殆どSICOVAMが提供するシステムによりカバーされており、ディーラー・IPA自身のシステムと合わせて、CP発行のSTP化が実現されている。

なお、RGVシステムは夜8時から夕方6時まで(当日決済のデッドラインは夕方5時まで)の22時間にもわたって連続稼動しており、夜8時に翌日決済分の処理がスタートする仕組みとなっている。

### 決済のファイナリティと日中流動性の確保

RGVにおける決済は巻き戻し不可能(ファイナル)であり、かつ決済された資金はフランス中銀の資金として即利用可能である。これに法的な裏付けを与えるために、SICOVAMとフランス中銀の間には特別な契約が取り交わされている。(注6) (同時に、この契約によって、フランス中銀の資金決済システムTBFの稼働時間(注7)外における即時グロスDVP決済が可能となっている。)

RGVにおいては、決済不履行が発生しないように決済途上の証券も含めた Purchasing Powerの管理が行われている。ここで言うPurchasing Powerとはキャッシュ残高+担保利用可能証券残高(注8)である。受渡に必要なCashが不足している場合には自動的に「受取途上にある証券」を担保として日中流動性が提供される。(もし受取る証券が担保利用不可能である場合には、口座にある他の利用可能証券が自動的に担保となる。)このような仕組みによって、1998年のRGV稼動以来CPの受渡不履行発生件数はゼロである。(SICOVAMでは日中流動性確保のための自動担保および自動レポの仕組み以外、決済不履行に対するセーフティネットは特に用意していない。)

なお、担保として利用可能な証券の範囲はSICOVAMと会員間で予め定められており、さらに会員と顧客の間においてもSICOVAMにおける担保の取扱いに関する契約が顧客口座管理契約の一部として締結されている。これにより、担保提供に関して都度顧客の同意を取る必要はない。

### CPの保有階層

SICOVAMでは発行時に発行体のIPA口座をマイナス記帳、投資家のAccount



Keeper／Custodian口座をプラス記帳する。SICOVAMで管理しているのはあくまでも会員の口座残高のみであり、最終所有者の残高を管理する責任はAccount Keeper／Custodianにある。これにより、SICOVAMとAccount Keeper／Custodian間の決済とAccount Keeper／Custodianと最終所有者間の決済は完全に切れた関係となっており、善意の第三者取得の場合を含め、一旦RGVで決済されたものについては、決して巻き戻されることはない。(会員と顧客間の決済不履行、善意の第三者取得等により生じた損害の補償は、SICOVAMでの決済とは切り離れた形で行われる。)

#### 4. フランスにおける現状の課題と今後の方向性

##### Euroclearとの統合

SICOVAMはEuroclearと合併するが、その中においてSICOVAMは「ユーロ通貨」のCSDとして現Euroclearと住み分けることを想定している。(SICOVAMの観点では、)EuroclearはCommon Depository機能を持つ銀行であり、中央銀行資金による決済機能を提供しているわけではないことから、ユーロ通貨ベースの証券決済についてはSICOVAMが持つ機能、他の通貨ベースの多通貨証券決済についてはEuroclearが持つ機能を利用することで、相互補完関係が構築できると考えている。(SICOVAMとEuroclear間にはリアルタイムリンクが構築されている。)

SICOVAMは現時点においてヨーロッパ内で最も効率的な証券決済システムを持っていることは市場関係者の一致した見方であるが、ユーロ通貨でのDVP決済し **かできない(注9)** 点が唯一のデメリットであると言える。この点に対して、Euroclearとの合併はひとつの解を出していると言えよう。

##### Euronextとの関係

フランス・オランダ・ベルギーの各取引所が統合されEuronextとなることが決まっているが、これに伴い現段階ではEuronextの取引所取引に対する中央清算機関(Central Counterparty)としてClearnetが用いられる事が決定されている。なお、各国のCSDであるSICOVAM・Necigef・CIKの決済システムについては現時点で統合される予定にはなっていない。しかしながら、Euroclear－SICOVAM連合としてはヨーロッパのキャピタルマーケットにおけるPrime Clearing Organizationを目指していることは明らかである。

(注1)：CP、CDおよびMTNがこの分類に含まれる。これらは、Investment Service Directiveでは有価証券ではなく、Money Market Instrumentの一部として定義されている。

(注2)：2000年6月現在、ヨーロッパの国内CP発行残高第2位は英国で約250億ユーロ、次いでスウェーデン約170億ユーロ、ドイツ約120億ユーロとなっている。

(注3)：“Order of Dec.31,1998 Art3”, “CRBF Regulation of Dec.7,1998 Art7”, “General Regulation of the conseil des Marches Financiers Title VI”

(注4)：デクレ92-137(Article16)

(注5)：日本における「登録」とは異なる点に注意。フランスは完全無券面であるため「寄託」という言葉がそぐわないことから「登録」としている。

(注6)：誤解のないよう付け加えると、SICOVAMはあくまで決済機関であり、取引内容そのものを保証しているわけではない。ファイナリティの裏付けを「与えている」のはフランス中銀である。

(注7)：TBFの稼働時間はECBのTARGET稼働時間と同じになっており現地時間の朝7時から夕方6時である。

(注8)：CP、CDおよびMTNがこの分類に含まれる。これらは、Investment Service Directiveでは有価証券ではなく、Money Market Instrumentの一部として定義されている。

(注9)：SICOVAMではフランス国外の証券管理が可能だが、ユーロ通貨以外での決済はできない。

### 3. ユーロCPの決済制度・システム

#### 1. ユーロCPマーケット

##### 市場規模

ユーロCPの発行は1980年代中盤に始まったが、90年代前半はマージン／流動性とも低かったこともあり、あまり活発に発行されていなかった。しかし、フランス国内CPと同様、1999年1月の欧州通貨統合をきっかけに急激に発行が増加しており、2000年11月末時点におけるユーロCP残高は2170億USDに達している。これは1999年初に比較して60%を越える成長となっている。参考までにユーロMTNもユーロCPと同様にここ2年で年率40%の成長となっており、2000年11月現在で1.7兆USDとなっている。

##### 主な発行体および投資家

ユーロCPの主な発行体は金融機関(発行シェア56%)で、最大の発行体はDeutsche Bank(発行シェア17%)である。フランス国内においてCPは原則として事業会社が発行するものであったが、ユーロ市場では主体は銀行である。なお、発行通貨はUSDが53%、ユーロが27%となっている。

ユーロCPの主な投資家はAsset ManagerおよびMoney Market Fund(MMF)である。(MMFは米国ほどには発達していないが、UCITS Directive(後述)の緩和によりMMFによる投資の拡大に伴い、ユーロCP市場も拡大することを見込んでいる。)これに次いで、政府系機関、事業会社となっている。最近では事業会社のシェアが拡大してきている。

##### CPの取引市場

ユーロCPの発行もフランスと同様にダイレクト発行が可能であるが、一部の発行体を除いて、流動性を確保するためにディーラーを通じて発行している。ユーロCPの発行にあたっては、あるディーラーでは、インターネット上にマーケットプレースを構築し、投資家が希望に合った発行条件を選択することにより、(通貨SWAPも含めて)自動的にディールが締結されるような仕組みを提供している。(米国におけるCPMarket.comのようなツールに近い。)これにより、取引成立までのSTP化は既に実現されている。

ユーロCPの流通市場はフランスと同様事実上存在しておらずBuy & Holdである。但し、ディーラーは投資家からの要求により買い取ることがある。(ダイレクトペーパーの場合には基本的にこのようなことはない。)

#### 2. CPIに関する法制度

##### CP無券面化への流れ

ユーロCPは現在ほとんどが大券の形で発行されており、先に述べたとおりフランス国内で発行される場合においても、発行体がフランス国外の法人である場合は無券面ではなく大券が一般的である。

ユーロCPの無券面化は各発行体の居住国の法制度に依存し、現状バラバラであることから現実的には完全無券面化となることは当面ないと考えられる。無券面化となることは望ましいものの、実務上Euroclear、Clearstreamにおいては、大券を用いても無券面化とほぼ同等のオペレーションを実現することは可能と見ており、その方向で改革を進めている。これらのICSDにおいては無券面化そのものではなく「決済の集中化」が市場の効率を高めるために重要であると見ている。

##### CPIにかかる制度

ユーロCPを規定する統一的な法制度というものは、ユーロ市場の性格上存在していないが、ユーロCPプログラム(Dealer Agreement等の契約)自体は標準化されており、一般的には英国の法制度に基づいている。これは、ユーロCPプログラム組成に際してロンドンの法律事務所が重要な役割を果たしているためと考えられるが、実際は法制度そのものではなく「契約」によって発行されるCPを詳細に規定している。なお、英国居住の発行体の場合には、Banking Act 1987(Exempt Transactions) Regulations 1997に従うことが定められている。(英国非居住者が発行する場合にはこの限りではなく、各発行体居住国の制度が適用されることにな

る。)

このように、ユーロCPには統一的な法制度上の裏付けがないことから、Non-regulated Instrumentsであると見なされ、UCITS DirectiveによってMMFによる投資制限(10%まで)が課されている。但し、来年にはこの制限が緩和される見通しである。

また、投資家がよりSecureな商品を要求するようになって来ている事を受け、主要ディーラーで組織するECPA (Euro Commercial Paper Association) は、ユーロCPに対する何らかのレギュレーションを整備する方向で検討を進めている。(しかしながら、現実問題として、発行体の所在国毎に法制度が異なることから一律の制度変更は難しいと考えられる。) 1つの方法として、ユーロボンドと同様に、ユーロCPのフランクフルト取引所、ルクセンブルグ取引所への上場することによりRegulated Instrumentとする事が検討されている。

なお、ユーロCPの取引は実行後30分以内にTRACSにインプットすることが定められている。

### その他制度面での特徴

CPはBearer Instrumentであることから、券面が存在する限り決済のファイナリティを制度面で保証することはできない。よって、ユーロ市場においては、ICSDとカストディアン間の契約によって、ICSDの口座において管理される証券の所有権がICSDにより保証されることになる。同様に、決済の階層構造についても、商慣習上レギュレーションにより定めるのではなく契約によって規定している。これは、フランス(および日本)とは大きく異なるアプローチである。

## 3. CP決済の仕組み

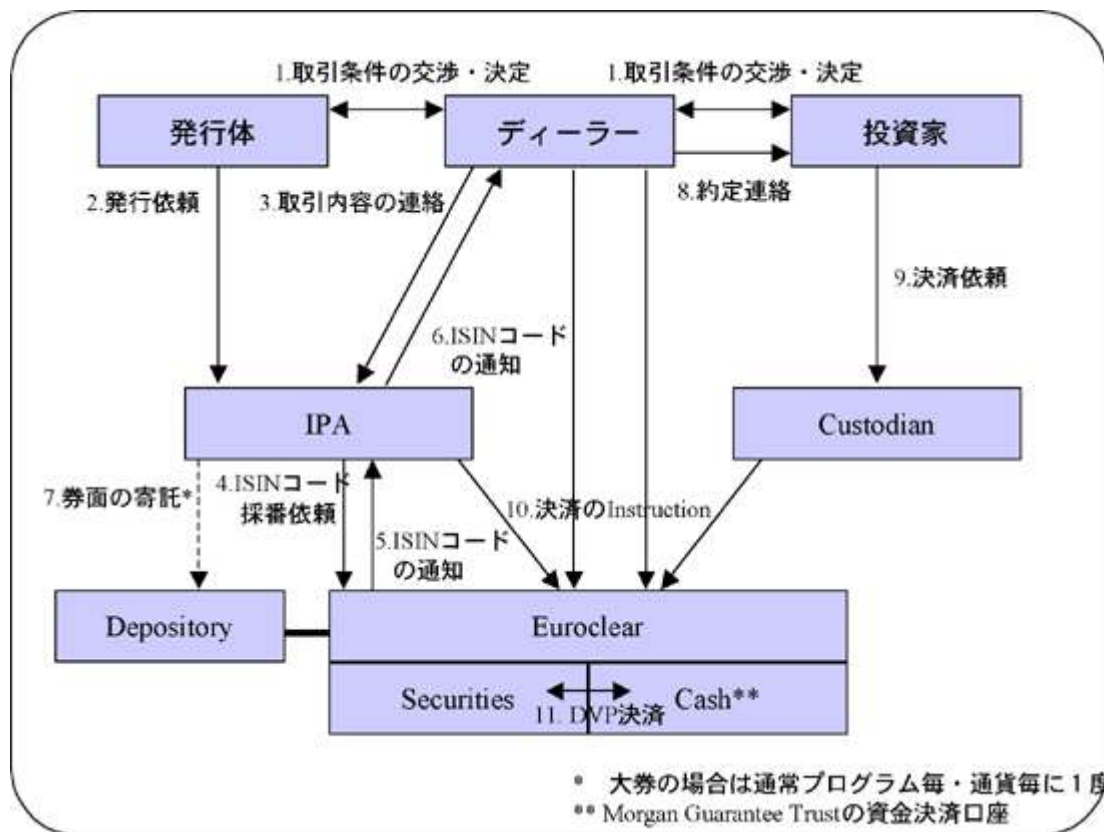
### CPの寄託

ユーロCPは通常大券が発行されるが、これはEuroclearもしくはClearstreamに寄託(注1)され、決済はこれらICSDの帳簿上の振替(Book Entry)により行われる。このような形で振替決済される割合は99.9%である。なお、最終投資家の保有残高は会員会社の顧客口座上でのみ管理される。

### CPの決済プロセス

ユーロCPの決済プロセスは大枠フランスCPと同じであるが、ユーロCPの決済は通常T+2に行われる。また、ユーロCPでは券面発行を伴うため、IPAは決済InstructionのICSDへの送信に加え、券面を作成しローカルデポジットリへ持ち込むことが必要である。

図2はユーロクリアを利用したCP発行時の決済プロセスフローの一例(ディーラーが仲介業者としてCPを一旦買い取る形態)である。図中2~6のプロセスは現在FAXもしくは電話で行われており、発行依頼がディーラーからIPA、IPAからICSDに伝えられ、採番されたISINコードがその逆をたどってディーラーに戻ってくるまで、最低でも15分・最高2時間程度を要する。(これを解決するためのシステムを現在開発中である。)



Euroclear/Clearstream内の決済はグロス・グロスDVP決済となっており、現段階ではリアルタイムだけではなく決済日前日夜間バッチおよび当日夜間バッチによる決済が行われている。(現時点でリアルタイム決済が可能なのは主要4通貨のみであるが、来年の中頃にはバッチ決済をリアルタイム決済に切り替えていく予定。)なお、EuroclearとSICOVAMの合併により、両者間にはリアルタイムのリンクが張られており、フランス国内CPについては、当日取引決済を行うことが可能となっている。

### 決済のファイナリティと日中流動性の確保

Euroclear、Clearstreamにおける決済は巻き戻し不可能(ファイナル)である。これは中央銀行の資金での決済が行われたためではなく、両機関が「銀行」として決済を保証しているためで、決済により受取った資金については即利用可能となっている。通常「ファイナリティ」という言葉は中央銀行における決済の意味で用いられるが、ユーロ市場は元々オフショア市場でありその性格上中央銀行は存在していないことから、ユーロ市場の決済機関であるEuroclear、Clearstreamが実質的に中央銀行の役割を果たしていると言える(注2)。

Euroclearにおいては日中残高がショートした場合には自動的にEuroclearを相手方として自動的にLending取引が発生し、決済不履行が発生しないようになっている。万が一、決済不履行が発生した場合のセーフティーネットとして、まず会員によるロスシェアリング、それでまかなえないようなケースには保険によりカバーすることになる。

### CPの保有階層

ユーロCPの決済は階層毎に切れた関係となっているが、これは制度上ではなくICSDと会員間および会員と顧客間の契約により規定しているものである。ICSDは会員口座管理を保証し、会員は顧客口座管理を保証することにより、各階層毎の決済は切れた構造となっている。これにより、会員と顧客間の決済が完結しているか否かにかかわらず、ICSDと会員間の決済は完結することが可能となっている。なお、善意の第三者取得は保護され、Euroclear(実際にはローカルカストディアン)の責任において詐欺を働いた当事者に対して補償を請求することになる。この場合、決済が巻き戻されるということはない。

### 会員の倒産に対する措置

万が一会員会社が倒産した場合は、倒産が判明する時点以前の決済はあくまでファイナルとなるが、それ以後の決済はすべてストップされ、口座にある証券すべてがEuroclearにより保全される。日中流動性確保のためのLending等が実行されていた場合には、Euroclearが一時的な立替を行うことにより、システミックリスクの

発生を防いでいる。このような措置はEuroclearが純粋なサービスプロバイダとしての決済機関ではなく、銀行であるために可能となっているものである。(フランスのSICOVAMはサービスプロバイダであり、このような機能は存在しない。)

実際にはこのような事態が発生することがないよう、会員の資格審査基準を設けている。

#### 4. 現状の課題と今後の方向性

##### T+0化への取組み

T+0化を実現するにあたって解決すべき課題は、以下の2点である。

- a. ISINコードの採番および通知
- b. 物理券面の発行

1点目については、現在EuroclearとClearstreamが共同でDTCCのPIMS(Pre-Issuance Messaging System)をベースとしたシステムEPIMを開発中であり、来年秋にはユーロCPのISINコード採番・配信システムが完成する予定である。これにより、既にシステム化されている取引締結のためのフロントシステム、決済指図のためのバックオフィスシステムを含めたトータルでのSTP化が実現される見込みである。

2点目については、マーケットプレーヤー毎に受け止め方がやや異なっているものの、各国毎に法制度がバラバラである状況は当面変わらないという見方は一致している。ディーラーおよびCSDは無券面化を完全に法制度上の問題と捉えており、実務面では無券面化と同等の仕組みを何らかの形で実現できれば良いと考えている。IPAは現在券面作成を行っている関係上、無券面化による事務効率化のメリットは大きいと考えているが、T+0化自体は無券面化が実現しなくても可能であると見ている。

1点目のISINコード採番・通知システムが稼動することによって、無券面化されるか否かにかかわらず、実質的にT+0化はスタートする見込みである。また、これにより取引規模が2~3倍にはなるとというのが、マーケットプレーヤーの一致した見解である。

##### ICSDの連携

市場効率化には、投資家が好む場所で決済できることが望ましいが、実際にはICSD間の証券移動が容易にできないのが現状である。これを解決するために、EuroclearとClearstream間で決済情報のReal-timeリンクシステムを構築しており、これが稼動すればユーロCPの流動性が高まる(T+0化も容易になる)と考えられている。

マーケットプレーヤーは(現実的には難しい)2つのICSDの統合よりも、システムの共通化・連携が図られる方が現実的に市場効率化の効果が大きいと考えている。ECPA(Euro CP Association)、International IPA Associationでは、両ICSDのシステムが標準化される方向を押ししており、実際にその方向に向かってシステム開発が進められている。

(注1): 実際はICSDのローカルカストディアンに券面は寄託される。券面は大券の場合プログラム毎・通貨毎に作成されるのが一般的である。通貨によっては(Sterlingポンド等)個別券面(Definitive Note)が作成される場合もある。券面の形態は、すべて発行プログラムの中で規定される。なお、物理的に券面を作成・廃棄するのはIPAである。

(注2): EuroclearおよびCedel(Clearstreamの前身)は、ユーロ市場における決済の円滑化および決済リスク低減を目的として、ユーロ市場で調達・運用を行う金融機関により「ユーロ市場の中央決済機関」として設立されたものである。よって、ユーロ市場参加者にとっては、これらICSDにおける決済はファイナルと見なされる。

## 4. 英国内CPの決済制度・システム

### 1. 英国CPマーケット

#### 市場規模

英国のCP発行は1986年から始まったが、他市場と比較すると市場規模はあまり大きくない。しかしながら、フランスやユーロCP市場と同様に1999年に50%近く発行残高が増加し、2000年11月現在の発行残高は170億ポンドに達している。なお英国では、ディーラー、IPAとも(国内市場よりはるかに規模が大きい)ユーロCP市場をメインマーケットと考えているようである。

英国内の短期資金市場という観点では、London CD市場が発達しており、発行残高は2000億ポンドである。

#### 主な発行体および投資家

英国CPの発行体の3分の2は非居住法人であり、次いで国内事業法人(発行シェア17%)となっている。また、英国CPの投資主体も50%が非居住法人であり、次いで国内事業法人(20%)となっている。

### 2. CPIに関する法制度

#### CP無券面化への流れ

英国CPは現時点では個別券面(Definitive Note)での発行しか認められていない。券面は通常“London Good Delivery”の標準に則った形で発行される。CrestのCMO(Central Moneymarket Office)に券面を寄託し不動化する場合(この場合決済は振替決済となる)は、必ずしもこの標準に従う必要はないが、現実にはそのようなケースはほとんどなく(注1)物理券面の受渡により決済が行われている。

無券面化については、1999年11月にイギリス中銀のワーキンググループによりCPを含むMoney Market Instrumentsを無券面化しCrestに取り入れるべきであるという答申が出されている。これを受け、2001年中に法制度整備が行われ、2002年には決済制度改革が実施される見込みとなっている。

#### CPIにかかる法制度

英国CPはイギリス中銀が1997年3月に発行した“Exempt Transaction Regulations: Issues of Commercial Paper”(Banking Act 1987への改訂)に準拠して発行される必要がある。この他、CP決済に関係する制度(およびそれに準ずるペーパー)は以下の通りである。

- The Financial Services Act 1986, Sch I, paragraphs 13A and 16A
- The Financial Services (Notification by Recognized Bodies) Regulation 1995
- Consultation Paper 39: Financial Services Authority RIE and RCH Sourcebook (January 2000)

英国CPは日本と同様に物理券面により発行されるBearer's Securityであり、CPの所有権は物理的な券面の所有者に帰属することになるため、帳簿上の保有数量は制度上保証されているものではない。この点はユーロCPと同様であり、投資家とディーラーもしくはカストディアンとの契約により規定されるものと考えられる。

なお、券面は通常ディーラーが投資家のために保護預りするもしくは、(非居住者投資家の場合は)Common Depositoryに寄託される(決済はEuroclearかClearstreamで行われる)ことになる。

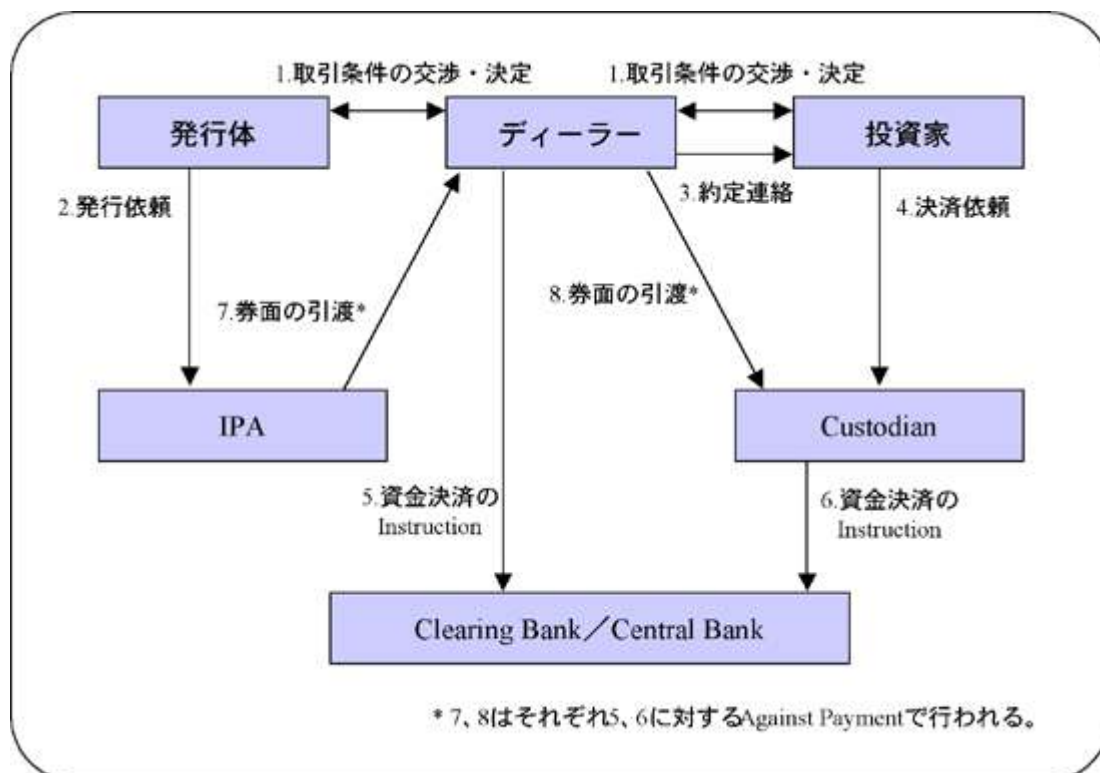
### 3. CP決済の仕組み

#### CPの決済プロセス

英国CPは物理券面を用いた決済となるのが一般的であり、通常Against Paymentで券面の受渡が行われる。図3に投資家がカストディアンを利用する場合におけるCP発行時の決済プロセスフローを示す。投資家が非居住者で、EuroclearもしくはClearstreamを利用して決済する場合には、基本的にユーロCPの決済と同

様のプロセスフローとなる。(この場合、券面はCommon Depositoryに寄託される。)

CMOを利用した決済も可能であるが、この場合にはCMO内でグロースグロスのDVP決済が行われることになる。但し、現時点ではCMO内のCash(Cash Memorandum Account)にはファイナリティがなく、日次の受払いネット金額が各会員のClearing Bankが持つイギリス中銀口座で決済される。



#### 4. 現状の課題と今後の方向性

##### CrestCoの取組みと決済制度改革の方向性

CrestCoの決済システムは、1988年の“Security Settlement Priority Review”を受けて整備が進められている(注2)。CrestCoでは2002年に実施が予定される決済制度改革に合わせて、現在運営している3システム(Crest、CMO、CGO)を統一化し、新Crestシステムを稼動する予定でシステム構築を開始している。新システムでは、イギリス中銀のRTGSシステムとのリンクを含め、ファイナリティのあるグロスDVP決済サービスを提供する予定である(注3)。(目指している方向性は、フランスのSICOVAMが提供するサービスとほぼ同じ。)

CPに関しては先に述べたとおり、現状は券面の受渡を伴う決済が主流であるが、新システムの稼動により、CrestCoを利用した無券面化および決済のT+0化が実現される方向である。また、新システムにおいてはIPA機能も合わせて実現される予定である。

なお、新Crestシステムの開発は2002年に予定されている決済制度改革に歩調を合わせた形で進められており、CPの保有階層、セーフティーネットについても、ほぼフランスと同様なフレームワークが実現される予定である。但し、法制度の生い立ちがそもそも英国とフランスではまったく異なることから(注4)、フランスがCPを含むNegotiable Debt Securities用に新たな法制度を用意したのとは異なり、英国においては現行の法制度で規定されている金融商品と同様の性質を持ちつつ無券面化を実現できるような制度を付加する方向で検討が進められているようである。

(注1): 英国の国内CPは通常“Same-day Value”で発行されるが、これには“London Good Delivery”標準に則って券面が作成されている必要がある。現時点ではこの標準に則った券面を発行し受け渡すことにより、“Same-day Value”での決済が行われることになっているため、CMOへ寄託するメリットはないと考えられている。

(注2) : イギリス中銀から1998年にCMOを1999年にCGOをCrestに移管したのは、このシステム整備の一貫である。

(注3) : CPのグロスDVP決済稼動は2002年の予定であるが、その前にCrestは来年秋よりイギリス中銀の口座を用いたリアルタイムDVP決済を開始する予定である。

(注4) : ユーロ市場の所で述べたとおり、英国では法律で詳細が定められるわけではなく、契約で詳細が定められるのが慣例である。よって、無券面化や保有構造の階層化については法律の整備だけではなく、契約に新たな決済ルールを盛り込む必要がある。

---



## 5. 日本におけるCP決済制度・システムへの示唆

### 1. 欧州における決済制度改革の戦略的背景

今回、フランス、ユーロ市場、英国の3つの市場を対象として調査を行ったが、いずれにおいても、現状の問題を解決することに加え、「ヨーロッパにおける優位性」をいかにして確保するか、それによっていかにして市場拡大を図るか、という観点から提携／合併を含めた戦略的取組みが進められている。

特に、現時点においてヨーロッパで最も先進的な決済制度・システムを持つフランスは、1980年代においては「1ローカルマーケット」としてのプレゼンスしかなく、ヨーロッパの金融センターとしてはロンドンやフランクフルトに対して明らかに劣勢にあった。しかしながら、欧州通貨統合へ向けた検討が開始された1990年代初頭より、金融法制度改革と決済インフラ整備が車の両輪となって改革を推進したことが、今日につながっていると見える。特にフランス中銀とSICOVAM(およびパリ証券取引所)は一体となってユーロ通貨圏における優位性を確立するための制度改革・インフラ整備を推し進めてきている。

一昔前までは、ヨーロッパの金融センターを自負していたロンドンにおいても、ユーロ通貨統合にともなう汎欧州市場の出現とともに、これまで持っていた優位性が薄れて来ていることはGE Capitalがオペレーションセンターをパリに移転したことから明らかである。現在行われている制度改革への取組みは、この劣勢を取り返すためにも重要と考えられている。

### 2. 日本のCP市場活性化に向けた制度改革

現在日本が置かれている状況は英国の状況に類似しているのではなかろうか。CPの発行残高だけ取ってみれば、日本は米国に次ぐ第2位の市場である。しかしながら、市場拡大に必要となる制度改革を推進しなければ、発行体だけではなく投資家もより流動性が高く使い勝手の良い市場にシフトして行くリスクが大きいと思われる。

今回、決済制度・システムに焦点をあてた調査を行ったわけだが、これは日本のCP市場効率化に重要な要素ではあるものの、これだけではCP市場が活性化することにはならないことを念頭に置き、マクロ的な観点から制度改革を進める必要があると思われる。フランスにおいては、企業の資金調達の円滑化(および投資家の保護)を制度上確保するために、従来から存在していた社債の枠組みを使わず Negotiable Debt Securitiesという新たな商品の枠組みを構築している。このように新たな制度を設けたことによって、市場の発展に伴い実態に沿った形で適時改訂を加えることが容易となっていると考えられる。このような先見性のある制度の整備が日本においても必要とされているのではないだろうか。

### 3. 日本における決済制度改革への考慮ポイント

CP市場におけるフランスの先進的な決済制度・システムと、(出遅れている)英国が目指している決済制度・システム、そしてほぼその中間点にいるユーロ市場の決済システムはいずれも以下の方向に収束して行くと考えられる。

- ・ 完全無券面化
- ・ T+0決済
- ・ ファイナリティのあるDVP決済
- ・ 保有の階層化(CSDは会員口座管理しかせず、CSDでの振替決済はファイナル)
- ・ ISINコード採番・通知を含む決済システムインターフェースの標準化
- ・ CSD間の口座残高情報リアルタイムリンク

これらの制度・システムは、米国市場においてもほぼ同様の仕組みが実現されていることから、グローバルマーケットとして備えるべき要件(すなわち、マーケットプレーヤーが市場に対して求める要件)であると言える。日本においても、これから

具体化に入る決済制度・システム整備において、グローバル先進市場の一員としての要件が満たされるような仕組みを構築する必要がある。

---

## ・ まとめ

今回の調査においては、CSD以外のマーケットプレーヤーの意見を多々聞くことができた。その中で共通していたのは、決済機構、ディーラーおよびIPAといった金融サービス提供者は、最終的に発行体および投資家の利便性を高める方向で改革に取り組むべきであり、取組みが正しかったか誤っていたかはマーケットが決めることである、という根本的な共通認識を持っていたことである。よって、どのプレーヤーも制度・システムを変更するにあたっては、発行体・投資家を含むマーケットプレーヤーの意見を重視していた。日本においてはどうしても、金融機関(証券会社および銀行)中心の発想により改革が進みがちではあるが、まずは発行体、最終的には投資家の利便性を高めることを中心に据えた決済制度改革および決済システム整備が進むことを切に願う次第である。

現在、日本においては法制度審議会での検討を受け、証券決済制度立法化の作業がまさに進んでいる段階である。この作業の中において、法律を守るための法律ではなく、日本の金融システムを欧米に伍するものとするという「ビジョン」に基づく法律の制定が望まれる。日本が金融マーケットとして生き残る条件は、

- (1)すべての市場参加者にとって効率的であること
- (2)そこでのルールが明確であること

の2点である。また、ルールの設定に関しては、市場参加者の自主的な取組みだけでなく、政府によるイニシアティブが必要であり、有効であることはフランスの実例が証明している。その意味で、特に、フランスにおける決済制度・決済システム整備は大いに参考にして頂きたいと思う。本調査報告が、日本における「あるべき姿」を実現するための一助となれば幸いである。

最後になるが、今回の調査にあたりお忙しい中お時間を割いていただいた東京大学神田教授、フランスシコバムの訪問アレンジ等を頂いた日本銀行フランス事務所の大山所長、成毛氏、そして企業財務協議会事務局としてサポート頂いた財団法人企業活力研究所の佐藤氏に、この場を借りてあらためてお礼を申し上げます。

以上

---