

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～
＜資料編＞

平成13年1月

企業の資金調達の円滑化に関する協議会（企業財務議会）

＜目次＞

1. [AGENDA Settlement Regulation and Infrastructure in Europe](#)
 2. [Questions for CP Broker/Dealers](#)
 3. [訪問メンバー・訪問先一覧](#)
 4. 議事録
 - 決済機関
 - a. [SICOVAM SA](#)
 - b. [Euroclear](#)
 - c. [Clearstream](#)
 - d. [CrestCo](#)
 - 発行体
 - e. [GE Capital](#)
 - ディーラー
 - f. [Goldman Sachs](#)
 - g. [UBS Warburg](#)
 - IPA
 - h. [BNP Paribas](#)
 - i. [HSBC](#)
 - その他
 - j. [London Stock Exchange](#)
 - k. [Field Fisher Waterhouse](#)
 5. [配布資料\(抜粋\)](#)
 6. [\(参考資料\)日本におけるCP等短期金融市場残高推移](#)
 7. [\(参考資料\)米国CP残高推移](#)
-

AGENDA

Settlement Regulation and Infrastructure in Europe – Focusing on Commercial Paper –

A. Purpose of Our Visit

1. Objective and Visiting Members

- a. A working group was established to change/define new regulation aiming at dematerializations of CP as well as other financing instruments.
- B. Visiting members are the representatives from a group of leading practitioners who are engaged in the regulatory changes.
- C. Objective of this visit is to run a survey on regulatory framework and settlement infrastructure of leading countries mainly focusing on, but not limited to, CP as a basis for advising the working group.

2. Overview of Japanese CP Market

- a. Current outstanding balance of domestic CP is approximately 17 trillion Yen. (Cf. CD: 37 trillion Yen, Call Money Market: 25 trillion Yen)
- b. CP markets was established in 1987 and it is expanding after lifting stamp tax and allowing non-banks to issue CP for lending money but it is still one tenth of US CP market.
- c. Regulatory framework of CP is historically same as that of commercial notes. As such, clearing and settlement mechanism of CP is different from corporate bond or other securities.

3. Issues of Japanese CPs

- a. CPs are issued in paper format. (Non-paper CP is not legally allowed.)
- b. CPs to be endorsed to transfer ownership. (Manual settlement only.)
But usually transferred in blank format.
- c. There is not central depository or central clearing agency for CP. (Lack of common infrastructure makes DVP impossible.)
- d. T+2 settlement cycle.

4. Challenges

- a. Dematerialization of CPs. (Paper-less CPs)
- b. Developing SAFE and EFFICIENT settlement system.
- c. Regulation and other infrastructure modification as a basis to make the system work.

B. Questions

1. CP Market Size

- a. Statistics of CP market e.g. average outstanding balance.
- b. Is CP a major financing instrument? What are other instruments for short-term financing?
- c. Who are the issuers, dealers, investors and IPA? How are they related?
- d. Is the market expanding? What are the major factors of market expansion?

2. CP Market Scheme

- a. How is CP issued? What does the primary market trade flow look like?
- b. How is CP traded? What does the secondary market trade flow look like?

- c. How is CP redeemed? Who are holders of CP at the time of maturity and how do they receive repayment?

3. Regulation

3-1. Background of CP Dematerialization

- a. What are the major driving factor of dematerializing / immobilizing CP and other instruments?
- b. How are regulations changed? What was the major obstacle to change regulations?
- c. Do they require a special legal treatment for CP? Why?
- d. Which regulation rules Central Depository and Central Counter Party?

3-2. Regulation of CP (Legal Definition of CP)

- a. What are legal characteristics of CP compared with corporate bonds? What is the governing law of CP?
- b. In whose name are CPs registered, depository or beneficial owner? What does the layers of ownership look like? (e.g. CSD ≍ Clearing house ≍ Broker ≍ Investor)
- c. How is real ownership legally guaranteed?
- d. What about protection of bonafide holder(s)?
- e. Is the same domestic regulation also applied to cross-boarder trade & settlement with non-resident?

3-3. CP Settlement

- a. Who guarantee the finality of CP transfer and fund transfer? How are the ownership layers and settlement finality defined from legal perspective?
- b. What kinds of legal obligations does each layer (i.e. CSD, broker) have? To whom?
- c. How does settlement process proceed in each layer?
- d. In what kinds of occasions can settlement processes be unwound or revoked? Are they limited to one layer or across layers?
- e. What are the differences between domestic settlement and cross-boarder settlement?

3-4. CSD Participants

- a. What are the qualifications to participate in CSD?
- b. How many participants by institution types?

4. Settlement Operations

4-1. Operational Scheme

- a. What kinds of business functions does your organization provide and who else offer the same services in the market place?
- b. Does your organization manage both securities account as well as cash account? How are cash accounts linked to Central Bank accounts?
- c. How are trades matched between sellers, buyers and CSD/CCP?
- d. Are CP transfers processed as book entry within CSD?

4-2. DVP and Settlement Risk Control

- a. Does your organization provide funds transfers in conjunction with CP transfers(CP DVP)?
- b. Is each transfer linked to trades on trade-by-trade basis or net basis? (Gross ≍ Gross, Gross - Net, or Net ≍ Net?) If your organization supports more than one method of DVP, how are they used?
- c. What if a transfer is unwound? Is security registration also revoked?

- d. Does a transfer occur on real time basis or batches?
- e. What kinds of safety net is in place in case of participant default, collateral, participant funds, loss sharing, or something else?

C. Change Directions

1. Regulatory Environment
 2. Consolidation and Alliance of CSD / CCP
 3. Other challenges (GSTPA, T+1 Settlement, etc.)
-

Questions for CP Broker/Dealers On European CP Market and Settlement Infrastructure

1. Objective

Japanese 株式会社日本証券業協会 is working on regulatory changes toward CP dematerialization.

Members of this visit are representatives of those association and also practitioners from leading Japanese corporation.

Our primary purpose of this visit is to survey regulation and infrastructures of CP settlement. In order to deepen our understanding, we are planning to visit not only CSD / CCP who provide settlement services to market players, but also CP broker/dealers to figure out if the current settlement regulation and infrastructures are easy to use and protect market players appropriately.

2. Questions

We put together a tentative questionnaire for CSDs. (Please see attached 日本証券業協会 AGENDA. Please note that it is still a draft version.)

We would like to ask the same questions on 日本証券業協会 B.1.CP Market Size and 日本証券業協会 B.2.CP Market Scheme on the AGENDA because CSDs representatives may not be familiar with Market overview.

Additional questions to be asked are as follows.

Use of current regulatory framework

- a. Are there any issues on the current regulation?
- b. What are the challenges from market players' perspective?
- c. What kinds of regulatory changes are planned or required? Why?

Use of current settlement infrastructure including CSD

- a. Are there any issues on the current infrastructure?
- b. What are the challenges from market players' perspective?

Impact of CSD consolidations

- a. Do consolidations and alliances among CSDs have major impacts to market players? How?
- b. Do market players welcome such moves? What are pros and cons?

Impact of global trends, i.e. cross-border links, shorter settlement cycle and so on

- a. What are the hot issues of market players in financial industry especially related to settlement operations?
-

訪問メンバー・訪問先一覧

訪問メンバー（敬称略）

○ 企業財務協議会の派遣メンバー

三菱商事 犬飼 重仁
 日立製作所 佐藤 良治
 オリックス 矢野 人磨呂
 トレードウィン 藤本 守（Agent／Consultantとして参加）

○ その他のメンバー

東京大学法学部 神田 秀樹（SICOVAMに同行）
 日本銀行パリ事務所 成毛 建介（SICOVAM、GE Capital、BNP Paribasに同行）

訪問先一覧

日時	訪問先	訪問先の位置付け	訪問相手	役職
12.4 15:00-18:00	Euroclear	ICSD	Phillippe Laurensy Cindy Van Hyfte Oko Kiwaki	Vice President Vice President （日本法人担当）
12.5 9:30-12:10	SICOVAM （Banque de France）	CSD （中央銀行）	Jean-Marc Eyssautier Dan Toledano Fabrice Arlais C.M. Sahatdjian	Directeur Senior Manager, International Development Directeur Adjoint
12/5 15:00-16:30"	GE Capital	発行体	Tony Marcello	Assistant Treasurer and Manager, Corporate Treasury European Funding Operations
12.5 17:00-18:00	BNP Paribas	ディーラー IPA	Olivier Varon Patrick Pernet Chantal Peyre de Fabregues	Commercial Paper Trader, Fixed Income Commercial Paper Trader, Fixed Income Sales and Relationship Management, Securities Services
12/6 13:00-13:45"	London Stock Exchange	取引所	James Woodley	Executive, Global Business Development
12/6 14:00-15:30"	Goldman Sachs	ディーラー	Per Ake Nyberg Wayne Bartlett one more person	Executive Director, Fixed Income, Currency and Commodities Executive Director, Fixed Income Operations
12.7 9:30-11:00	Clearstream	ICSD	Dan Kuhnel one more person	Senior New Issues Business Manager
12.7 11:30-12:30	HSBC	IPA	Sue J Borrett Robert King Ian Hames Koji Yoshikawa	Senior Sales & Marketing Manager, Issuer Services Deputy Manager, Operations, Issuer Services Relationship Manager, Issuer Services Relationship Manager, Japan
12.7 13:30-15:00	UBS Warburg	ディーラー	Sam Cowan Christine Kassab Gary Wayte	Associate Director, Head of STCM Trading Associate Director, EMTN and ECP Origination / Product Management Associate Director, Operations
12/7 16:00-17:30"	CRESTCo	決済機関	Mike Jones	Domestic Settlement Policy （Secondary from Bank of England）
12/8 10:00-11:30"	bolero.net	貿易情報インフラ （ペーパーレス化 の参考）	Tony Yoshimi	Global Support Manager
12.8 12:00-14:00	Field Fisher Waterhouse	法律事務所	Jon Fife Guy Usher Christopher Bond one more person	Partner Partner Partner

議事録(SICOVAM SA)

1. 日時 2000/12/5 9:30-12:10

2. 出席者 (敬称略) SICOVAM SA Jean-Marc Eyssautier, Directeur
Dan Toledano, Senior Manager
Fabrice Arlais
Banque de France C.M. Sahatdjian, Directeur Adjoint
企業財務協議会 神田教授、犬飼、佐藤、矢野、藤本
日銀パリ事務所 成毛

3. 配布資料 The French Negotiable Debt Securities Market (by Banque de France)
Issuance and settlement of Commercial Paper in Sicovam SA
(以上は当日のために用意されたプレゼンテーション資料)
(以下はBanque de Franceから参考資料として配布されたもの)
Negotiable Debt Securities Applicable Laws and Regulations
(January, 1999)
Main features of Commercial Paper at 1 January, 2000
The French Commercial Paper Market (20 November, 2000)
Weekly Situation of the Negotiable Debt Securities Market
(November, 2000)
Commercial Paper Data and Chart (November, 2000)
Cahier Des Titres De Creances Negocialbles (October, 2000) (フランス語)

4. 質疑応答事項

<Banque de Franceからのプレゼンテーション>

(Ms. Sahatdjianによる資料説明の中で適宜質疑を行った。説明内容はほぼ資料通りに行われているので、資料「The French Negotiable Debt Securities Market」を参照。)

CPマーケットについて

- フランスではCPは基本的に事業会社が発行するもの。(フランス語ではCPではなくBillets de Tresorerie(略してBT)と言う。)1998年のFinancial Activity Modernization Actにより、運用会社によるCP発行が解禁されたが、メインはMTN。
- CPを含むNegotiable Debt Security(CP、CD、MTN)はMoney Market Instrumentであり、(Publicではなく)Privateに発行される(発行体と投資家の相対で取引される)証券となっている。
- CP発行に際しては、Banque de Franceに書類(Financial Presentation Programme)の提出が義務付けられており、発行には監督機関(Commission des Operations de Bourse)の承認が必要である。それ故、CPは担保適格証券と見なされている。
- 現在CPはRegulated instrumentと見なされているため、(以前は制約のあった)UCITSによる投資制限はなくなった。(ECPとの最大の違い。)
- フランスのCPマーケット規模は、(国内CPマーケットとしては)米国、日本に次ぎ3番目。(BAIレポートによる。)フランス国内での最大の発行体はGE Capital。
- 全発行残高のうち25%は非居住者の発行。ちなみに日本法人の発行シェアは7%。
- CPプログラムには固定レート(70%)のものと変動レート(30%)のものがあるが、おそらく殆どのものがゼロクーポンで発行されていると思われる。

Negotiable Debt Instrumentsについての質問

- Q. MTNと通常の債券との違いはどのようにとらえているか? どちらも中・長期のDebt Instrumentだが、MTNの方が一般的に規制がゆるく、発行体からすると

MTNの使い勝手の方が良いと思われるが、フランスではどうか？

A. MTNはPriceとFlexibilityの面で勝っており、Bondは投資家層および価格透明性の面で勝っていると考えられる。これを勘案して発行体がいずれの商品として発行するのかを決めている。実際のオペレーションの観点からは特別大きな違いはなく、法制度面での違いが大きい。

Q. CSDの利用度合いは？

A. 90%以上のCPはSICOVAMをCSDとして利用している。SICOVAMを利用することにより、DVPや中央銀行でのリアルタイム決済といったメリットを受けられるため、殆どの場合はSICOVAMを利用している。

Q. CSDを利用しない残りの10%弱は、そのようなケースか？

A. A. 発行体、投資家とも同一金融機関の親密顧客であり、CSDのメンバー間での決済を必要としないようなケースにおいては、必ずしもCSDを利用する必然性がないことから、そのようなケースであると考えられる。(CSDを利用しないでも無券面化は可能。)

その他

- フランスのCPは1991年からAccount KeeperもしくはCustodianのBook上でOwnershipを登録管理することになった。無券面化は1993年に実施。
- フランスCPではIPA(フランスではDomiciling Agentと言っていた。)の設置が義務付けられている。(Direct IssuerがIPAを兼務するようなことはできない。)

<SICOVAMからのプレゼンテーション>

(Mr. EyssautierおよびMr. Toledanolによる資料説明の中で適宜質疑を行った。説明内容はほぼ資料通りに行われているので、資料「Issuance and settlement of Commercial Paper in Sicovam SA」を参照。)

SICOVAMの提供するサービスについて

- 1993年の無券面化を受け、1998年RGVシステムが稼動。
- SICOVAMは現時点で「CSDの9つのStandard」すべてをクリアしている唯一のCSD。その意味では、EuroclearやClearstreamのようなCommon DepositoryはCSDではなく銀行。またCrestCoは登録機関。
- (端的に言うと)CSDでは、発行証券の100%を管理しているが、Common Depositoryでは必ずしも100%ではない。(発行時に発行体のIPAのAccountをDebitし、投資家のAgentのAccountをCreditするため、ある銘柄の証券残高すべてが把握できる。)
- SICOVAMでは国内だけでなく海外の証券も取り扱うことが可能。元利払や権利処理も行う。
- 発行体もSICOVAMのメンバーとなっているが、これはCPの発行体ではなく債券等。CPは必ずIPAを利用することが義務付けられているため、CPの発行体が直接会員となることはない。(IPA自身がCPを発行するケースはあるため、その場合は例外的にCPの発行体がメンバーということになる。)
- SICOVAMの証券預り残高は3兆ユーロで、これはClearstreamの約3倍。管理銘柄数は約2万。このうちCPの残高は720億ユーロで、銘柄数は約2000。
- SICOVAMはリアルタイムDVPサービスを提供しており、Cash口座は中央銀行であるBanque de Franceと連動しているが、会員は必ずしも中央銀行に口座を持っているわけではない。中央銀行に口座を持っていない会員のCashは、銀行の中央銀行口座を借りて決済が行われる。
- 償還時においても、投資家のAgentから発行体のIPAに中央銀行口座による決済が自動的に行われる。

CPの決済について

- RGVを利用して夜8時より、夕方5時までの21時間、連続してリアルタイムDVP決済が可能となっている。
- 中央銀行の決済システムTBFの稼動時間は朝7時から夕方6時まで(ECBのTARGET稼動時間と同じ)だが、夜8時から朝7時までの間においては、SICOVAM内のCash口座を利用した即時グロス決済が行われている。

- 中央銀行稼働時間外の決済にFinalityを持たせるために、SICOVAMとBanque de Franceの間で特別に契約が交わされている。
- DVP決済においてDay-lightのOver Draftが発生するケースがあるが、RGVでは自動的に担保の設定を行いレポによる手当てが行われる。自動担保設定を可能とするために、SICOVAMと会員間で契約が取り交わされている。また、自動レポによるCashの手当てを可能とするために、会員とBanque de France間でも契約が取り交わされている。
- 自動的に担保を設定するにあたって、会員は担保設定の優先順位を前もって設定しておくことが可能である。このように、個別のインストラクションがなく担保の設定が行える点はRGVの付加価値サービスとなっている。このような手当てにより、非常に進んだPurchasing Power(決済可能金額)管理機能を提供している。
- ○担保として利用できるのはフランス国内の証券だけではなく、中央銀行において適格と認められた外国証券も利用することが可能である。
- Day-lightのOver Draftについては一日終わった段階(夕方5時)にクリアされ、Cash残高は中央銀行の口座に反映されることになる。(当然のことだが、中央銀行の口座残高はマイナスになることは許されない。)

今後の決済機関の動向について

- SICOVAMはEuroclearの子会社となるが、両者は補完関係にあると見ている。すなわち、EuroclearはCommercial Bankにおいて多通貨の決済を提供するサービス機関であり、SICOVAMは中央銀行においてユーロ決済を提供するサービス機関であり、その用途は異なるものと認識している。
- 英国においてはSICOVAMと同様な方向で改革を進めている模様。

決済制度に関する質問

Q. 顧客の証券を担保とすることは可能なのか？日本においては顧客の証券を顧客の同意なく担保として利用することは現状できないが。

A. まず、決済途上にある証券(当日受け取り予定となっている証券)については、当該取引の決済資金を手当てする目的で何の制約なく担保とすることが可能。それ以外のケースについては、日中のレポが用いられることになるが、基本的に顧客と会員との間でSICOVAM内での担保取扱いに関する契約を締結している。

A. RGVにおけるCash Settlementは中央銀行口座とLinkしており、即時にFinalとなる。つまり、RGVで受け取ったCashは中央銀行のCashとして即時利用可能である。

Q. ある取引が法的に無効であると判断された場合に決済はどうなるのか？

A. 一旦決済されたものはFinalであり、巻き戻されることはない。これは会員が倒産した場合も同じ。無効となった取引に関する補償は決済のFinalityとは別の話。

その他の質問

Q. EuroclearでISIN Numberの付番が問題という話を聞いたが。

A. ISIN Numberの付番はRGV上でリアルタイムでSTP化が実現している。(CP以外のすべてのDebt Instrumentについて実現済み。)IPAが新規発行するために要する時間はISIN Numberの付番にかかる時間を含めMax5分程度。ユーザーのオペレーションを効率化するために、予め15種類のPre-formatをInstrument Type毎に用意してある。

A. IPAは発行単位での付番だけでなく、予めIPAに対してAllocateされているコードを利用することも可能。これは発行前のIPA内での処理に利用する目的で設けられた仕組みではあるが、新発でもMax2分でコードが採れることから、実際にはPre-Allocated Codeはあまり利用されていない。

今後の方向性について

- 法制度面では発行体、投資家双方にベネフィットがある方向に変革が進んできている。特にCPについては、制度的にSecuredな商品とした点が発展につながっていると思う。

- CP以外の商品におけるGSTPA等の対応については、内部のシステム(RGV)が既にT+0~T+100までに対応済みであることから、特に問題となるようなことはない。接続についてもFlexibleに対応可能である。

<追加確認事項>

- Q. CPについて新たに法制度の枠組みを作った理由は？
 - A. それ以前にはCPを規定する法律がまったくなかったためである。法制度の整備によって、安心して取り扱える商品になった。
- Q. SICOVAMの設立根拠法は？
 - A. SICOVAMは一般的な株式会社として存在しているが、別途CSDを規定している法律が存在している。SICOVAM以外にもこの法律に基づきCSDを設立することは可能だが、実際にはないだろう。なお、SICOVAMはあくまでサービスプロバイダーであり、取引・決済の内容を保証するような機能はない。
- Q. Q. CPはFungibleかNon-fungibleか？日本ではこれが法律上の大きな議論の1つとなっている。
 - A. CPを含むNegotiable Debt SecuritiesはBondとは異なりFungibleな証券ではない。これは、Negotiable Debt Securitiesのマーケットはプロフェッショナルマーケットであり、Fungibleである必然性がないためと考えられる。(商品性を考えるとBondのようにPoolされて取引される可能性がほとんどないと考えられるため。)
- Q. Q. CPの保有構造は？
 - A. 階層構造となっており、各階層は切れた関係になっている。各階層ごとにOwnerの管理が行われている。
- Q. Q. フランス国外のCPの取扱いは？
 - A. ユーロ通貨のものであればフランス国外のIssueについても取扱い可能である。
- Q. Q. 決済が巻き戻されるようなケースは有り得るか？
 - A. 有り得ない。
- Q. 決済不履行に備えたセーフティーネットはどのようになっているか？
 - A. B特に設けられていない。先に述べた自動担保、自動レポの仕組みで十分。1998年のRGVの稼働以来、決済不履行はゼロである。

以上

議事録(Euroclear)

1. 日時 2000/12/4 15:00-18:00

2. 出席者 Euroclear Philippe Laurensy, Vice President
(敬称略) Cindy van Hyfte
Oko Kiwaki, Vice President

企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本

3. 配布資料 Euro-Commercial Paper(今回のVisit用に作成された資料)

4. 質疑応答事項

<Euroclearからのプレゼンテーションに対する質疑>

(Ms.Hyftelによる資料説明の中で適宜質疑を行った。)

マーケット全体について(資料P2,3)

- CPは“安い”ローンの代替として生まれたもの。その意味では、発行体にとってより良い(=低い)レートでの調達手段として発達した金融商品。銀行のバランスシート圧縮ニーズもあり発展して来ている。
- 90年代においては、流動性・マージンともに低かったため、マーケットは低迷していたが、99年の通貨統合に伴いマーケットが拡大。但し、当初想定されていたほどには発展していないという認識。
- Maturityは平均1ヶ月程度。金利形成が不確定であることから、期間のバリエーションはあまりない。米国ではMMFが主たる投資家となっており、マーケットの厚みがあるが、ヨーロッパにおいてMMFは発展途上である。
- 決済は発行日+2日(T+2)が一般的である。ユーロクリアとしてはT+0への対応は可能であるが、IPA(Issuing and Paying Agent)はT+0の実現にあまり積極でないように思われる。(IPAはECPの発行体でもある。)
- ECPは通常ディーラーペーパーであるが、GE Capitalのような大手発行体は、Direct Issueに移行する傾向にある。

発行国について(資料P4)

- ECPの主な発行体は金融機関。
- オーストラリアでの発行が15%と最大のシェアを持っている。(欧米金融機関の豪州現地法人と考えられる。)多分、税務上のインセンティブがあるのだと思う。発行通貨はUSDが最大。
- (「オーストラリアのような極東地域における発行では資金決済上不利になるようなことはないのか?」という質問に対して)資金決済指図は(時差の関係上)決済日の前日に出す必要はあるが、決済されるのはあくまでも決済日であり、1日分の金利を損するという事はない。
- Brusselsの決済システムは5:00amにスタートするが、これは日本時間では同日の13:00pmになる。よって、日本における当日決済を行うことは(日本の朝の時間にシステムが稼動していないことから)不可能。必ず前日にインストラクションをもらう必要がある。
- 参考までに、日本におけるEuroclearのLocal CustodianはIBJとBTM。

その他の短期証券について(資料P7)

- (2000年11月現在のECP残高US\$206billionに対して)CDはUS\$97billion、MTNはUS\$1.744trillion。(資料中ではUS\$1744trillionとなっているが誤り。)
- MTNのマーケットはここ2年間年率40%も拡大しており、非常に大きなマーケットとなっている。Euro BondからEuro MTNにシフトする傾向にある。

発行時のプロセスについて(資料P9,10)

- CPに対するISIN Numberの付番方法はBondと基本的に同じ。
- 発行時にISIN Numberを付番する。これはDepositoryが決めることになっており、ユーロマーケットのCommon DepositoryであるEuroclearおよびCedel(現Clearstream)は、EXSMで始まるISIN Numberを付番する。(国内マーケットの

ものはUSD、FRF、JPY等でスタートするコードが付番される。)EuroclearとClearstreamは1つの付番用DBを共有している。

- EuroclearとCedel両方に預託される等Depositoryが複数にまたがるようなケースもあるが、Master Depositoryが必ず1つなので、そちらが採番する。
- 発行体とDealer間で発行条件が決定した後、Dealer—IPA—ICSDの間でISIN Number付番のための情報がやりとりされるのに、15分から2時間かかる。これは各社間の連絡が主に電話・FAXで行われているためである。
- 実際の発行には、IPAが発行体よりConfirmationを受け取る必要がある。IPAによっては、発行体がデータをインプットし内容をマッチングするシステムを提供している。
- ちなみにDirect Issuerの場合は、IssuerがDealerとIPAを兼ねる事ができる。Direct IssuerはGE Capital等に限定されており、実際にはDealerだけを兼ねるケースがほとんど。
- プログラムのディスクロージャーについてもIssuer自体が行うことになるが、実際には法務部門・法律事務所が面倒を見ている。プログラムの内容は事前にディスクローズされているため、発行時には投資家にコンファメーションを発行するだけである。これはCP自体がMTNとは異なりPlain Vanillaな商品であることにもよる。但し、ABCPに関しては、より詳しいドキュメンテーションが必要かもしれない。
- Dealer—IPA—ICSD間をシステムでつなぐためのシステム(MQベースのインターフェースシステム)をEuroclearとClearstreamが共同で開発しており、来年夏頃にはリリースできる見込み。
- このシステムは会員以外のCSDやDealerにも利用可能とする予定。当初はCPのみサポートするが、順次他の商品にも拡大する予定。
- ユーロマーケットでは、Special Delegated Accountとして、(ルーチンでECPを発行できるように)IPAに対し予めISIN Numberを割り振っておくことができる。
- ECPとEuroCDの取扱いはほぼ同じ。商品性の違いはあまりないが、ECPの方がレートが高いため、発行高が大きい程度。(ちなみに国内ものでは、例えばLondon CDはCPに比べて非常に大きいマーケットであり、ユーロマーケットとはかなり事情が異なる。)

無券面化(Dematerialization)について

- (フランスでは無券面化が義務付けられているが)本当の無券面化が実現できているのは、フランスの発行体がフランスの法律に基づき発行する場合のみ。フランス国外の発行体の場合には、大券(Global Note)をSICOVAMIに預託しているケースが多い。これは、発行体が非居住者の場合、発行国の法律に準拠するケースが多く、フランス国内で発行するからといって必ずしもフランスの法律に準拠する形にはならない。
- 無券面化かGlobal Noteかの違いはEuroclearのオペレーションには大きな差は無く、基本的に法制度上の問題と受け止めている。
- GE Capitalの場合は買収したフランスの銀行が発行体となっていることから、無券面化している。
- 無券面化の場合であっても、発行時に何も紙がないということではなく、確認書(Accounting Letterと言っていたが正式にはフランス語でそれを示す単語があるようだ)を発行する。そう言った意味ではGlobal Noteを用いた発行と事務的な違いはあまりない。

決済のタイミングについて(資料P11~13)

- Euroclearでは以下の3つのパターンで行われる。
 - 1) Pre-release
発行日前日までに発行情報が確定されたものは、前日夜のバッチ処理により発行が行われる。
 - 2) Over-night
上記と同様にバッチ処理で行われるが、こちらの場合は発行日当日の夜に処理される。1)と異なるのは、こちらの場合backdateで発行されたこととなるため、1)より発行が1日早くなる点。

3) Real-time

USD、CSD、EUR、GBPと限られた通貨のみだが、日中リアルタイムで発行処理が可能。(入力時間は当日13:00pmまで。)

- EuroclearとSICOVAM(RGV)間にはReal-time Linkがあり、日中のリアルタイム決済が可能。(決済データはEuroclear、SICOVAMそれぞれでインストラクションマッチングが行われる。)

満期支払について(資料P14,15)

- マチュリティ前日のClosing後にANIR(Advanced Notice of Income & Redemption)が出力される。
- マチュリティ当日にはIPR(Income Payable Report)が出力される。

制度について(資料P16,17)

- 無券面化というのは完全に法律上のチャレンジであって、オペレーション上の障害はない。(事務処理上はいつでも対応可能で、各国の法律家が決めてくれれば良いと言う感覚。)決済は(効率を高めるために)より集中化すべき。
- Euroclearは銀行であり、Euroclearでの他通貨DVP決済はいずれもFinalである。(巻き戻し不能。)銀行であるということは、決済されたお金はすぐ使えるということ。
- 投資の制約がUCITS(Undertaking of Collective Investment in Transferable Securities)にはある。また、すべての取引を実行後30分以内にTRAXIにインプットしなければならない。

リアルタイム決済について

- リアルタイム決済システムでは、決済タイミングのコントロールはできない。インストラクションがマッチした瞬間にDVP決済が実行される。もしインストラクションが決済日前日にマッチ済みであれば、決済日当日のシステムスタート時に決済が実行される。
- (現時点ではバッチ決済が可能であるが)来年の中頃以降はリアルタイム決済が必須となる予定。もし、日中の残高がショートするような場合には、自動的にLendingが発生する。(もちろん予め設定されたCredit Limitの範囲内で。)

<当方からの追加質問事項>

CPマーケットについて

- Q. ECPマーケットの流通市場は?
- A. ECPが流通市場で取引されることはまれ。ほとんどがBuy & Hold。

法制度について

- Q. CP無券面化を実現するための制度変更に対する障害は?
- A. ユーロマーケットとしてのレギュレーション整備。(現在ECPA(Euro Commercial Paper Association)で検討されている。)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思う。
- Q. Euroclear自体の準拠法は?
- A. Euroclear Operation Centerはベルギーの国内法に準拠。
- Q. ECP自体はどこの法律に基づいているか?
- A. (ユーロの性格上どこの国の法律に基づいているというのではないと思うが)大枠英国の法制度がベースになっている。これは、ディーラーおよび弁護士事務所(発行プログラム組成には不可欠)が主としてロンドンにいるためと考えられる。
なお、ECPはBearer Instrumentである。
- Q. ECPの所有者の管理・保護は?
- A. Euroclearでは会員毎の残高管理までで、最終投資家の管理責任はEuroclearには無い。(ちなみに、会員は複数の口座を持つことができるが、Euroclearとしてはどのような分別管理をするかの縛りは設けていない。)会員会社の口座保護についてはEuroclearの責任。

- Q. 善意の第三者取得は保護されるか？
- A. 保護される。一旦Euroclearで決済されたものは巻き戻されないため、詐欺を働いた当事者に対して補償を請求するのはEuroclear(実際にはCustodian)の責任で行うことになる。
- Q. クロスボーダー・非居住者取引の扱いは？
- A. それぞれの居住国の法制度に準拠する。
- Q. 決済は所有階層毎に完結するか？
- A. 完結する。Euroclearと会員口座との決済はFinalであり、会員と顧客との間の決済とは無関係。
- Q. 会員の資格基準は？
- A. 会員となる必要性、財務状況、技術力、バックオフィス整備、等の審査基準がある。会員は、Broker/Dealer、Custodian、Investment Managerおよび他のCSD、各国の中央銀行である。

決済オペレーションについて

- Q. Euroclearが提供するサービスの範囲は？
- A. Euroclearは会員に対するカスタディサービスを提供している。決済に加えて、資金移動、外国為替、税務、議決権行使を含む権利代行、等のサービスを提供している。
- Q. ECPの決済は実際どの位の割合が振替決済(Book Entry)となっているのか？
- A. 99.9%振替決済。
- Q. DVPIはBISのモデルではどれにあたるか？
- A. Gross-Gross決済。
- Q. 会員が倒産した場合はどうなるか？
- A. (基本的に決済の巻き戻しは行わないが)倒産した会員の決済はストップした上、会員口座にある証券すべてを保全する。倒産により一時的な立替が発生する可能性があるが、これはEuroclearが処理する。(Euroclearは銀行であるため、このような処置が可能。)それ以降は倒産会社の清算人との交渉に依存するが、会員会社の証券を保全しており、Euroclearがそれをリリースしない限りは財産処分が不可能であることから、立替分を取り戻すことは特に難しいことではない。
- Q. 決済不履行へのセーフティーネットは？
- A. 会員によるロスシェアリング。(会員による補償ファンドは無い。)それでまかなえないようなケースでは、保険でカバーすることになる。

今後の変革見通しについて

- Q. CSD統合の動きについてEuroclearとしての対応は？
- A. Clearstreamと共同でMQベースのシステム(前述のCP発行時におけるISIN Number採番システムのこと)、および決済情報のReal-timeリンクシステムを構築中。
- A. また、SICOVAMとの合併を皮切りに、(Euronextとの関係から)オランダ、ベルギーのClearingも手がける方向で考えている。最終的にはEPrime Clearing Organizationとなることが目標。

以上

議事録(Clearstream)

1. 日時 2000/12/7 9:30-11:00
2. 出席者 (敬称略)

Clearstream	Dan Kuhnel, Senior New Issues Business Manager 他1名
企業財務協議会	犬飼、佐藤、矢野、藤本
3. 配布資料 European Commercial Paper Cooperation
(EPIMS: Euro-Pre-Issuance Messaging SystemのMarket Player向けプレゼンテーション資料)

4. 質疑応答事項

Clearstreamの取り組みについて

- Euroclearと共同で、効率的なユーロマーケットを実現するために活動をしている。
- (現時点では無券面化は実現されていないため) 券面管理に関しては、Clearstreamの各国Local Custodianが実際の事務処理を行っている。Clearstreamが提供するサービスは基本的にLocal Custodianを通して提供される。
- ISINコードの採番と伝達は現在すべて電話のプロセスとなっており、DealerがIssuing Agentに発行情報を連絡～Issuing Agentが発行体のコンファメーションと突合せ確認～マッチングしたものについてClearstreamへ連絡～Clearstreamで採番の上Issuing Agentへ連絡～Issuing AgentからDealerと発行体へ連絡、という一連のプロセスに30分から2時間を要している。
- このプロセスをシステム化することによって通常時5分、MAXでも10～15分に縮める予定。新たなシステムでは、DealerからCSDに直接発行情報を連絡して採番することも可能となる。(但し、IPAによる照合・承認前に採番して問題ないか否かの検討は必要。)
- 採番のシステムとして、DTCで使用されているPIMSをベースとする予定である。PIMSをベースとする理由としては、1) 米国で既に利用されているためProvenな仕組みである、2) ユーロCPのIPAはCiti、Chase、Bank Oneといった米国系のプレーヤーが多いためPIMSの仕組みに慣れている、ことである。
- システムの整備とは別途、ECPA(Euro Commercial Paper Association)がユーロCPをRegulated Instrumentsと認知されるように活動している。これにより、現在のユーロCP発行件数(300/日)を米国なみ(5000/日)に近づける事を目指している。
- 以上については、まずユーロ市場を対象にして進めているが、ゆくゆくはヨーロッパ各国の国内市場に対しても展開可能と考えている。
- 参考までに、ユーロと米国の採番体系の違いは、前者が予め銘柄コードのブロックを割り振っておくのに対し、後者は商品タイプ、マチュリティ等により定められたルールに従って採番される点である。

日本におけるCP決済制度について

(この後、Clearstreamサイドより日本におけるCPの法制度および決済の仕組みについて知りたいとのことで、当方より制度上の問題、日本におけるCP流通形態、日本にはIPAが事実上存在していない事、CP無券面化に向けた法制度整備の検討状況、等について説明を行った。それを受けて、Clearstreamサイドより以下のコメントを受けた。)

- CP無券面化に向けた制度変更が予定されているとのことだが、制度が変更されたとしても、それまでに効率的な決済システムが完成していなければ、マーケットが飽和してしまうのでは。(システムの制約により流動性がなく発行が頭打ちになってしまうのでは。)
- (ICSD間の競争があるため) Clearstreamでは、IPAやDealerより常に改善のプ

レッシュャーを受け、決済システムがボトルネックになるようなことがないよう改善に努めている。

フランスの決済制度について

- （当方からの「SICOVAMは非常に効率的なシステムを持っているが、どのよう
に見ているか？」との質問を受けて）確かにフランスでは無券面化、同日決済
が実現されており、英国ではそれらがまったく実現できていないのは事実。但
し、フランスのマーケットはClosedなマーケットであり、プレーヤーはフランス
中銀の規制を受ける。

Clearstreamが利用しているLocal Custodianについての質疑

- Q. ClearstreamがT+0に対応できたとしても、各国のLocal Custodianの対応が遅
れていれば現実問題としてT+0の決済サービス提供はできないと思うが？
- A. 例えば、ChaseはCapital Net社のIssue Linkを利用して、Cedelからの発行情
報を自動的に確認できるような仕組みを作っていると聞いている。T+0の実現
には、関係するすべてのプレーヤーがSTPを実現することが必須であると認
識している。
- Q. 日本においてT+0を実現するにあたっては、今のところまだそのような仕組み
を実現しているCustodianはないと思うが。
- A. Clearstreamは各国でベストなサービスを提供するCustodianを選択している。
よって、T+0に対応できるCustodianをその時点で選択すれば良いと考えてい
る。

以上

議事録(CrestCo)

1. 日時 2000/12/7 16:00-17:30
2. 出席者 CrestCo Mike Jones, Domestic Settlement Policy
企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本

3. 配布資料 なし

4. 質疑応答事項

CPマーケットについて

- イギリス中銀の数値では、英国の国内CP残高はUS\$17billion、ユーロCP残高はUS\$221billion。(ちなみに、London CDの残高は200billionポンド。)
- 国内CP市場も拡大してきており、主なディーラーはBarclays、Natwest、等である。
(ロンドンのCPマーケットについてはBBAが出版している「London Market Guidelines—Commercial Paper」を参照して欲しいとのこと。)

CP取引形態について

- CPの流通マーケットは事実上存在していない。
- 取引形態は、1) 物理券面、2) 不動化しCrestで口座振替、3) ICSDに寄託し振替、のいずれかであるが、CPについては2)のケースはほとんどない。

CPの無券面化への動向について

- イギリスでは現在の所CPの不動化までは実現できているが無券面化はできない。
- 決済システムは、1988年の“Security Settlement Priority Review”を受け整備が進められている。1998年にCMOを1999年にCGOをBank Of EnglandからCrestCoへ移管し、システム統一化を進めている。(CrestCoはCrest、CMO、CGOの3システムを運営している。)
- CrestとCGOは無券面化されFungibleな証券を、CMOは物理券面でNon-fungibleな証券を扱っている。
- 2002年に決済制度改革が行われる予定だが(スケジュール化されている)、システムサイドでもそれに合わせてCMOのCrestへの統合(New Crest)を進めている。この内容については、マーケットプレーヤーに対してリリースしている。

CrestCoとしての対応方針

- CrestCoはクリアリングハウス(決済サービス提供会社)でありCSDではないが、いずれはICSDと競合するかもしれない。(ちなみに、CrestCoはFSAの監督下にある。)
- 現時点におけるCrestCoのトッププライオリティは国内の決済システム統一である。CMOはコンパクトで良いシステムだが1990年に開発されたシステムであるため古いことから、リプレースする方針である。
- 新たなシステムではポンド決済におけるRTGS、DVP(Gross-Gross)と、IPA機能が実現される。

SICOVAMのRGVとCMOの違いについて

- CMOの資金決済はCash Memorandum Accountを使用していることから、SICOVAMのように中央銀行の資金を使った決済ではない。現在のCMOでは、取引毎に決済された資金をネットして、Bank of Englandに口座を持つ清算銀行間でファイナリティのある決済が行われる。(Net決済のInstructionがCMOからBank of Englandにインターフェースされる。)
- (銀行の倒産等により)Bank of Englandでの資金決済が不履行となった場合においても、CMOの決済が巻き戻されることはない。CrestCoは決済に関してはプロセッシングサービスプロバイダであり、決済指示に従ってデータ処理をするだけであり、決済のファイナリティに責任は持たない。

- 来年の秋にはCrestシステムでBank of Englandの口座を用いたリアルタイムDVP決済を扱えるようになる予定。

Fungibilityについて

- 英国の法律ではGlobal NoteによるCP発行が認められおらず、基本的にFungibleではない。
- ユーロMTNのようにGlobal Noteになっているものは、Fungibilityがあるのでは？

CPのOwnershipについて

- CMO上では会員口座の数量しか管理していないことから、最終投資家の情報は管理していない。但し、法律により自己口座と顧客口座は分けることが義務付けられている。
- 会員は顧客の口座残高を管理する義務がある。もし、会員が倒産した場合にはCrestCoでは当該会員の口座をサスペンドする。
- CMOで決済を行っている会員数は約30。CrestCoは会員審査を行っていないが、清算銀行しか会員になれないため、清算銀行の資格審査(これはBank of Englandが行う)に準拠していることになる。

今後の改革の方向性

- 現在検討されている新たな法制度では、従来の金融商品と同様の性質を持ちつつ無権面化できるような新商品の枠組みを定義しようとしている。(まったく新たな法律を作るのではなく、既存の法律に準拠しつつ新たな枠組みを定義しようとしている。)これによって、無権面化かつFungibleな商品が実現可能である。
(話を聞いた印象としては、フランスのように中央銀行と決済機関がいったいとなって新たな決済制度・システムを構築しようとしているように感じられた。)

以上

議事録(GE Capital)

1. 日時 2000/12/5 15:00-16:30
2. 出席者 (敬称略) GE Capital Tony Marcello, Assistant Treasurer and Manager
企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本
日銀パリ事務所 成毛

3. 配布資料 なし

4. 質疑応答事項

GE Capitalのトレジャリーオペレーションについて

- GE CapitalのFundingオペレーションをパリで行っている理由は、SICOVAMが効率的なシステムを提供しているため。
- GE Capitalではディーリングルームをグローバルで3ヶ所(スタンフォード、インド、パリ)に集約しており、パリではGE Capital全体のファンディング(一部GE本体のファンディングを含む)をユーロ通貨ベースで行っている。
- GE Capitalはヨーロッパにおける最大のCP発行者である。
- パリには現在7名のディーラーがおり、世界50ヶ国、約200の投資家に対してGE Capitalが発行するCPの直接販売を行っている。GE CapitalではCP発行に際して投資銀行は使っていない。
- パリでのオペレーションを開始したのは2年前。それまではロンドンで同様のオペレーションを行っていた。
- 従来はヨーロッパで調達した資金をすべてUSDにSWAPしていたが、通貨統合以降は特に現地通貨のファンディングニーズが高まっていることから、ヨーロッパでのオペレーション規模は拡大基調にある。(現時点でのCP発行残高は120億ユーロ。)

フランスのCPマーケットについて

- フランスのマーケットは(世界的に見て)最も効率的な市場である。調達サイドから見たメリットとしては「確実に同日ベースの資金調達が可能」である点が最も大きい。現時点でSICOVAMのみが、このようなサービスを提供できている。
- GE Capitalでは日々のCash Balanceが原則としてゼロになるよう、オーバーナイトのCPを発行することにより調整している。日々の調達額はおよそ5000万~2億ユーロである。
- (Central Fundingを行わずに)各国のCash Balanceをそのままにした場合、つまりOver Draftチャージ支払(マイナスの場合)/預金利息受取(プラスの場合)を行った場合と比較して、6bp程度資金効率が向上する。(ちなみに調達はオーバーナイトと変動金利ベースのファンディングの組み合わせ。)
- 短期調達/運用手段として、投資家および投資銀行の観点からも、シンプルで確実なCPへのニーズは高い。
- フランスのMoney Marketはヨーロッパで最大だが、CPはフランス国内だけでなく世界50ヶ国に販売されている。GE Capitalではフランスで発行するCPの50%をフランス国外で消化しており、この比率を今後更に高める予定。(ちなみに、GE Capital以外の発行体は、ほとんどを国内マーケットで消化している模様。)
- CPの流動性をより高めるために、SICOVAMに加えEuroclear、Clearstreamを通じて、(イタリアを除く)主要国で決済できるようになっている。
- ユーロCPではなくフランス国内CPである点については、投資家は特に気にしていないように思われる。(それをもってどちらが優位ということではなく、期間/レートといった基本的な発行条件が同じであれば商品性に差はないという認識。)

GE Capitalで利用しているシステムについて

- Financial Science社のATOMを經理および財務管理にグローバルベースで利用している。
- プロセスの品質向上にはシステムのSTP化がキーである。特に外国為替やCPにおいては自動化が肝である。(GE Capitalでは1日約4500件のトレードを処理している。)
- GE Capitalはバックオフィスを持っていない。取引の決済はIPA(パリではBNP Paribas)に任せている。(システム間接続により手作業は基本的に無い。)

フランスにおけるCP発行の仕組みについて

- フランスにおいてはすべてのCPプログラムはフランス中銀の認可を受けなければならない。ユーロCPにおいてはこのようなレギュレーションはない。
- 実際のオペレーションフローは、以下のとおり。
 - GE Capitalサイドで発行条件等を投資家と決定し、その情報をBNP Paribasに送信する。
 - BNP ParibasからSICOVAMに対して1) CP発行のインストラクション、2) CP決済のインストラクションを送信する。

フランスCP市場のユーロCP市場に対する優位性について

- フランス市場の優位性は大きく3点。1) 無券面化、2) T+0決済、3) レギュレーション。
- まず、無券面化すなわちペーパーレスであることにより発行コストが低減できる。またISINコードの付番も速い。ユーロCPマーケットではGlobal Noteの発行が必要であり、トレードあたりのコストはフランスの方がユーロの4分の1から8分の1くらい少ないと思う。
- 次にT+0は先に述べたとおりSICOVAMが提供する機能である。ユーロCPはT+2決済となっている。
- レギュレーションについては「フランス中銀の監督下にある」ということが一部の投資家に対してメリットとなる。逆にそのようなレギュレーションの存在がデメリットになっていることはまったくない。(ユーロCPはレギュレーションがない。)

フランスへの移転を決定した経緯について

- GE Capitalは米国において45年の歴史を持っており、米国市場における1.5兆ドルの残高がある。これに対し、ヨーロッパでの歴史は浅く、調達ニーズも大きくなかった。
- フランスに移転する2年前までは、ユーロCPプログラムを設定し、ディーラーを通して11カ国から資金調達を行っていた。(必要なのはドル資金であるため) 11通貨でSWAPを行う必要があった。
- ヨーロッパでの資金ニーズが高まってきたことから、次の4つの観点からオペレーションセンターの選定が行われた。1) 統合通貨ユーロを採用していること、2) 取引に必要なインフラが整備されていること、3) 投資家の層が厚いこと、4) 発行のためのVehicleが存在すること。
- 前記4点目に関係するが、GE Capitalは1994年にフランスにおいてSOVACという銀行を買収し子会社化しており、これもパリを選択した要因の1つ。
- なお、GE CapitalのCPは法的にはフランスの金融機関であるGE SOVACが発行した事になっている。(ちなみに、Central Fundingを行うためにCash Pooling用の法人(ペーパーカンパニー)が各国に設けられている。)
- まず1点目についてだが、GE Capitalは米国の会社であることから、ヨーロッパのCapital Marketでの調達を行うには、ユーロ通貨をベースとする国の金融機関が必要であった。ロンドンは通貨統合第一陣に入っていなかったことから、まずこの条件にあてはまらなかった。
- 3点目についてだが、フランスにはSICAV(MMFに相当)がある。当時、ヨーロッパでMMFとして十分な実績があるのはSICAVくらいであった。またフランスは保険会社・事業会社と投資家の層が厚い。
- 上記と関連するが、UCITSにかかるレギュレーションではユーロCPはNon-

regulated Instrumentであり投資制限がある反面、フランス国内CPは Regulated Instrumentであるため制限が無い。(なお、ユーロボンドについては上場されている場合Regulated Instrumentと見なされ投資制限はない。)

SICOVAMのシステムが優れている点について

- パリでオペレーションをスタートして以来、1日3~4000件のオーバーナイトファンディング取引を実行しているが、これまで決済がフェイルしたことは1度もない。非常に優れたシステムを持っていることがSICOVAMの強み。
- 唯一の欠点をあげるとすれば、通貨がユーロのみである点。
- 決済システムに求められる成功要件は、標準化、スピード、品質の3つである。
- 処理コストの観点では、SICOVAMといえどもまだ米国よりは高いため、その点は改善余地があると思う。(米国での取引処理コストは1件平均3.57ドル。)

以上

議事録(Goldman Sachs)

1. 日時 2000/12/6 14:00-15:30

2. 出席者 (敬称略) Goldman Sachs Per Ake Nyberg, Executive Director
Wayne Bartlett, Executive Director
他、オペレーションの現場担当者1名
企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本

3. 配布資料 Key Differences Between the US and Euro Commercial Paper Markets
(プレゼンテーション用ではなく、参考資料として配布)

4. 質疑応答事項

ユーロCPマーケットについて

- ユーロCPマーケットが拡大する要因は以下の4つと考えられる。
 - ヨーロッパの複数国にまたがるファンドプール管理ニーズ。これにより、企業は銀行借入れよりCapital Marketでの直接調達を選択する。
 - レギュレーション。(ユーロCPをある程度レギュレートすることで流動化を高めるため。)
 - MMFの購買力が増大。
 - 通貨統合による投資家層の拡大。(いずれユーロマーケットがユーロ通貨圏の国内マーケットに取って代わる可能性もある。)
- デイラーも大手に集中する傾向にある。具体的にはDeutsche、Citi、Barclays、Goldman Sachsの4社。

決済改革について

- ECPA (Euro Commercial Paper Association: 主だったBroker/Dealer、IPA、ICSDで構成される協議会)が中心になって検討を進めており、T+0(含むオーバーナイト)決済ができるようになれば非常に大きなマーケット拡大機会となるという認識でいる。
- T+0を実現するにあたっては以下の3つの問題がある。
 - ISINコードの配布:これは現在電話で行われている。
 - ISINコードの付番:これはCSDが行っている。
 - ユーロCPの券面:これはIPAが保管している。
- 現在ECPAは緊急性の観点から1点目と2点目にフォーカスしている。3点目については取引ボリュームが増加すればクリティカルな問題となるが、今のところ緊急の課題ではないと認識している。
- ISINコードの付番方法としては以下の3通りが考えられる。当初はフランス方式が検討されたが、現段階ではCSDによる付番とする方向。
 - 米国のCusipコードのように定められた数式にあてはめて決定する方法。
 - フランスのように予め割り当てられた番号を利用する方法。
 - これまでのユーロマーケット通り、CSDが付番する方法。
- ISINコードの採番方法については、ANA (Association of National numbering Agency: 世界65のCSDの集まり)においても検討されている。
- ISINコードの配布が問題なのは、プロセスがシーケンシャルであるため非常に遅いことである。これを解決するために以下の2つのシステムが現在テストされている。
 - Capital Net (ソフトウェア会社)が提供するWebベースのソリューション。現在DeutscheとGoldman Sachsがテストしている。
 - EuroclearのPIMS (Pre-Issuance Messaging System) はDTCCのソリュ

ーションをベースとしたもの。

- これらのソリューションが導入され付番と配布の問題が解決することによって、マーケットの規模は一気に2~3倍にはなる。
- さらに無券面化が実現されれば、マーケットの規模は現在の10倍になると考えている。なお、無券面化の実現については、Dealerのオペレーションには何の影響もない。IPA、CSDにとっての問題である。

英国の決済制度変更について

英国の制度変更はスケジュールされている。(法律改正の予定リストに入っており、既にBank of England主導で内容の検討が開始されている。)

完全無券面化(Full Dematerialization)、大券化(Global Note)、不動化(Immobilization)の違いについては、Broker/Dealerの立場としては大差ない。問題は発行時のデリバリーが発生することであって、これはIPAの業務の範疇。

もし流通市場(これは現在非常に小さいが)で取引を行うということになれば、Broker/Dealerにとっても問題となるかもしれない。

CPのFungibilityについて

(「CPはFungibleな証券か?」という質問に対して)制度面は良くわからないが、実際にFungibleなCPの例を見たことがない。

BondはFungibleだが、CPは(基本的に流通しないことから)はNon-fungibleだと思う。

以上

議事録(UBS Warburg)

1. 日時 2000/12/7 13:30-15:00

2. 出席者 (敬称略) UBS Warburg Sam Cowan, Associate Director
Christine Kassab, Associate Director
Gary Wayte, Associate Director

企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本

3. 配布資料 A Guide to Euro Commercial Paper(ミーティング内では特に使用せず)

4. 質疑応答事項

ユーロCP市場をフランス国内CP市場と比較して

- CP市場をフランス国内CP市場と比較して (GE Capitalがロンドンからパリへ拠点を移したという話しを受けて) GE Capitalがロンドンから去った理由はフランスの決済制度・インフラにある点は承知している。
- GE Capitalの場合はDealerを使わないが、Dealerを使う場合との最大の違いとして、Dealerは投資家からの証券買取請求に応じる点をあげることができる。これは投資家にとってのメリットである。(通常の発行体は流動性を持たせるためにDealerを使うのが一般的。)
- 発行体から見た場合、発行コストが安くかつ、投資家へのプレゼンスを高められる市場において発行を行う。この点から考えると、ユーロ市場の方がフランス国内市場と比較してはるかに有利であると考えられる。
- 投資家としてはイールドが高い方が良いわけで、例えばA2/P2の格付けであればフランス国内CP市場ではLIBOR-3bp程度だが、ユーロCP市場ではLIBOR+5bp程度の利回りが期待できる。この点から考えるに、(投資家はユーロ市場を選好すると考えられる事から)国内の市場はいずれユーロ市場に吸い込まれるのではないか。
- UCITSの制度変更も来年予定されており、ユーロCPへの投資制限が緩和されることから、ユーロCP市場の拡大が期待できる。
- 更に、ユーロCPの上場がフランクフルト取引所でスタートし、続いてルクセンブルグ取引所でもスタートする予定である。しかしながら、現在の所上場コストが高く(ルクセンブルグ取引所では1issueあたりUS\$3,000)、発行コストが高くなる問題がある。
- GE CapitalはCPのCash Managementへの利用を重視していたため、フランスのCP市場を選択したが、CPで調達した資金はUni.-Leverのように企業買収し金として活用するケースや、さらに一般的には各種短期つなぎ資金として利用するケースが多いため、(GE Capitalのように)必ずしもフランスでの発行が有利とは限らない。

決済制度に関する課題について

- 現在ユーロCP市場では98%がT+2決済となっている。もしこれがT+0決済になれば、それだけ市場規模はすぐ2倍にはなる。
- T+0決済実現のための障害は2つ。1) ISINコードの採番が非常に遅い事(これを解決するためにあと6ヶ月後くらいにICSDの新しいシステムが導入される予定)、2) IPAが物理的に券面を作成しなければならない事。
- ISINコードの採番に関しては、発行体も現在の効率の悪い仕組み対しフラストレーションが溜まっている。
- 別の課題としては、1つのCSDから他のCSDに容易に証券を移動することができないこと。つまり、投資家にとって都合の良い場所で決済できるようにするには、CSD間のリンクが必要である。
- なお、当日発行に関してはイレギュラーな方法ではあるが現時点のユーロCP市場でも可能である。具体的には、発行日当日にAmendによりレート、金額を

変更することによって、当日発行と同じ効果を得ることが可能。但し、事務手続きが複雑になりリスクがあるため、あまりお勧め出来ない。

ISINコードの採番システムについて

- Capital Net社がWebベースのシステムを持ち込んで来ている。しかしながら現在の所、動作が不安定であること、価格が高いこと等から、これが業界標準となるかどうかは疑問。いずれにしろ、Euroclear-ClestreamのPIMSかこちらかのいずれには淘汰される。

WebベースのCPTレーディングシステム

- UBS WarburgではWebベースのCPTレーディングを開発した。これにより、予め発行体が登録している条件の中から、投資家が通貨・格付け・マチュリティー等を選択することによって、画面上をクリックするだけでディールができるようになる。通貨SWAPも即時締結可能であり、あらゆる通貨での運用ニーズに応えることができる。
- しかしながら、このシステムでサポートできるのは取引成立までであるため、もちろんISINコード採番や決済の問題は残る。

最近のCP Dealerの動向について

- ユーロCPのディーラーは一旦小数のプレーヤーに絞り込まれたが、最近になって債券やMTNのディーラーがCP市場にも戻ってきている。これは、顧客がフルラインでのサービス提供をディーラーに求めており、短期市場をカバーするためにCPを利用するプレーヤーが増えてきているためである。
- (「競争があるとあまり儲からないのでは?」との質問に対して)ユーロCPディーリングでは商品が単純でかつポジションをキャリーしないため、極端に言えば右から左へ流してコミッションをもらえる商売である。実際、取引ボリュームも増加しており非常に儲かっている。
- (「ディーラーは発行時に流動性のバックアップを付けないのか?」との質問に対して)UBSではCPの発行にバックアップを付けることはしていない。但し、CPだけではなくUBSと顧客とのあらゆる取引の関係上バックアップファシリティーを設けている場合はあると思う。いずれにしろ、顧客毎に決める話。

CP市場におけるeCommerceについて

- UBSはユーロCP市場ではディーラーだが、米国CP市場ではディーラーではなく最大手の発行体である。米国市場では「CPmarket.com」やその他のマーケットプレースが作られており、このようなツールを利用することによって、発行を行うディーラーの人数を減らす事ができる。
- 特に「良く知られたネーム」の発行においては、eCommerceを利用したディスプレイインターミディエーションが進みつつある。

ユーロCPの投資家について

- 投資家は大きい順に、1) Asset Managers (UBS、CreditSuisse、StateStreet、Vanguard、Mercury等)、2) Government Agencies、3) Corporate Investors (保険、石油等)、4) 銀行。最近では3)が増加しており、4)は減少傾向。

CPとCDの違いについて

- ロンドン国内においては、London CDは発行量が多く流動性も高い、かつレートもCPより高いことから国内CPに比べてはるかにポピュラーである。
- ユーロ市場においてはCPもCDも同じ。特に違いはないと思う。

以上

議事録(BNP Paribas)

1. 日時 2000/12/5 17:00-18:00

2. 出席者 (敬称略) BNP Paribas Olivier Varon, Commercial Paper Trader
Patrick Pernet, Commercial Paper Trader
Chantal Peyre de Fabregues, Sales and Relationship Management

企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本

日銀パリ事務所 成毛

3. 配布資料 Commercial Paper Market
Overview of the French Market
(いずれも今回の訪問に合わせて取り纏めた資料)

4. 質疑応答事項

<Mr.Varon(ディーラーサイド)からのプレゼンテーションについて>

- フランスのCP(フランス語ではBT)の残高は2000年11月現在で750億ユーロ。ユーロCPの残高は2100億ユーロ程度で大きな差があるように思われるが、短期証券という観点では国内CD残高が約1360億ユーロあることから、国内CD+国内CPの残高とユーロCPの残高はほぼ同規模、すなわちフランスの短期証券市場の規模はユーロ短期証券市場とほぼ同規模であると言える。
- ユーロCPはブローカーマーケット、フランスCPとは性格が異なる。(フランスCPマーケットおよびユーロCPマーケットの概要が中心だったが、既にSICOVAMおよびユーロクリアで得ていた情報を再確認する形となった。また、特に新たな情報はなかった。)

<Ms. Fabregues (IPAサイド)からのプレゼンテーションについて>

- (GE CapitalがIPAとしてBNP Paribasを利用していることについて)フランスのCPではIPAの設置が義務付けられている。(ユーロCPの場合はDirect IssuerがDealerとIPAを兼ねることが可能。)
- BNP Paribasとして、(GE Capitalが行っているような)Global Cash Pooling Serviceを提供することは可能。(CPの取扱い部門とは別部門で提供しているサービスであるため、詳細は不明。)
- (フランス国内CPとユーロCPにかかるオペレーションコストについて)無券面化による違いは、ディーラーオペレーションについてはMarginalである。しかしながら、IPAのオペレーションについては無券面化というよりSTP化を実現できることによるコスト低減は大きい。(こちらについても、フランスCPマーケットおよびユーロCPマーケットのオペレーションの説明については、SICOVAMおよびEuroclearで受けた説明を再確認する形となった。CPに関連して特記すべき新たな情報はなし。)

<その他質疑応答>

- Q. QGE CapitalのようにDirect Issuerが増えていくと、ディーラーが必要なくなる可能性はないか?
- A. GE Capitalほど知名度のある企業であれば、グローバルベースで投資家と直接取引できる可能性が高いが、実際にはディーラーなしでCPを安定して消化することは難しいと考えられる。

以上

議事録(HSBC)

1. 日時 2000/12/7 11:30-12:30

2. 出席者 (敬称略) HSBC Sue J Borrett, Senior Sales & Marketing Manager
Robert King, Deputy Manager, Operations
Ian Hames, Relationship Manager
Koji Yoshikawa, Relationship Manager

企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本

3. 配布資料 Issuer Services Presentation(ミーティング内では特に使用せず)

4. 質疑応答事項

現在のCP制度の課題について

- ユーロCPに対するレギュレーションは特に存在していないことが、流動性が低い要因となっていると考えられる。レギュレーションがある=Securedなマーケットであると認知される。
- ユーロCPを上場することによりこの課題を解決することも考えられる。なお、ユーロCPについてはTRACSへ報告する義務が課されるようになった。これもレギュレーションを設ける一貫の動きと考えている。

現在のCP決済の課題について

- フランスのCP決済の仕組みは次の3つの点において非常に進んだ仕組みであると言える。1) T+0決済を実現していること、2) 中央銀行の資金で決済されること、3) DVPを実現していること。ロンドンにおいてはこれらのいずれも実現できていない。また、ユーロCPについても(ロンドンよりははまだが)フランスには後れを取っている。
- ユーロCPにおいてはGlobal Noteでの発行が主だが、T+0を実現するには無券面化が望ましい。
- CrestCoでは、現在T+0に向けた取り組みが行われていると聞いている。
- T+0を阻害する最大の要因は物理的な紙が存在することである。物理的な紙がある以上、それを物理的にチェックし、物理的に承認する必要が生じる。
- 現在英国では物理券面(Definitive Note)でCPが発行されているが、これがユーロCPのように大券(Global Note)になるだけでも、6~7倍事務効率が向上すると考えられる。これが更に無券面化されれば更に2倍は効率化できるであろう。
- 決済コストの観点から言うと、基本的にマンパワーがすべてである。(システムコストと比較するとLaborコストの方がはるかに大きい。)無券面化すればコストは大幅に下げることが可能である。

CSD間のAlliance/Consolidationについて

- EuroclearとClearstreamは共同でシステム開発を行っている。DTCCも含めて標準的な仕組みを構築してもらえれば、市場は非常に効率的になると思う。(合併が必ずしも必要ではなく、システムの統一化が実務上の効果が大きい。)
- 現実的には政治的な問題等がありシステムの統一化は難しいと思われるが、最後はマーケットのニーズによって決まる話だと思う。
- EGPA(Euro-CP Association)は標準化される方向を押ししており、International IPA Associationも同様である。
- (「T+0対応が最も大変なのはIPAなのではないか?逆に言えばIPAの対応がボトルネックになることはないか?」という質問に対して)IPAは競争が激しく、マーケットがT+0になるのであればそれに対応するのは必然であって選択の余地はない。IPAでの対応が障害になってT+0化が進まないということはない。
- HSBCとしてはEuroclearとClearstreamのリンクが実現できれば対応可能である。CPのT+0化への対応は金融機関サイドとしては特に大きなコストがかか

るような取り組みではない。

- 現在ユーロCPはT+2決済であるが、(T+2化した際に大幅な効率化を既に実現していることから)これをT+0決済に持っていくことは難しくない。
- 比較の上では、現在進められているCrestシステムの変更による影響ははるかに大きい。Money Marketの決済が中央銀行でのGross決済となることから、かなりの変更が必要になると想定される。
- 英国内CPのT+0化はユーロCPと比較して非常に時間がかかると考えられる。

以上

議事録(LSE)

1. 日時 2000/12/6 13:00-13:45
2. 出席者 London Stock Exchange James Woodley, Executive
(敬称略) 企業財務協議会 犬飼、佐藤、矢野、藤本

3. 配布資料 特に無し(一般的なLSEの日本語パンフレット)

4. 質疑応答事項

<LSEからのプレゼンテーション>

LSEの位置付けの変更について

- LSEは上場審査機能をFSA(金融サービス機構)に今年移管した。(1987年の金融ビッグバンからの流れに沿った変更。)
- LSEに残っているのは、上場認可とディスクロズの規定を定める機能。

LSEの取引システムについて

- LSEには28の日本企業が上場しており、SEAQ Internationalで取引されている。LSEでQuoteされるのは33通貨。(ちなみに、SEAQ Internationalでは非上場銘柄の売買も可能。)
- LSEには以下の4つの取引システムがある。
 - SETS: FT100株式を取り扱うマーケット。Order Bookによる取引で注文は自動マッチング。
 - SEAQ: FT100以外の上場証券を取り扱うマーケット。Bid-Offer Quoteによる取引。実際の執行は電話でマーケットメーカーと行き、マーケットメーカーは取引成立後3分以内に取引データをSEAQに入力する義務がある。
 - AIM/SEATS: 非上場証券を取り扱うマーケット。Bid-Offer Quoteおよび自動マッチされないOrder Bookの組み合わせ。(執行は電話ベース。)
 - SEAQ International: 外国証券を取り扱うマーケット。Bid-Offer Quoteによる取引。
- 1日の取引件数はすべてのマーケット合わせて約15万件。
- 非上場銘柄を取引所で取りするか否かはマーケットメーカーに依存する。
- London Clearing Houseが決済するのは上場銘柄のみ。(上場銘柄はすべてLCHで決済される。)
- MTNやユーロ債も上場されているが、実際に取引されるのはOTCマーケット。上場するのはレギュレーション上の要請によるもので、取引所において取引を行うためのものではない。
- SETSの稼働時間は、7:50amのCall、8:00amから16:30pmのContinuous Order Book、そして16:30pmのCallとなっている。SEATSでは11:00amと15:00pmにOrder Matchが行われる。

LSEとしての今後の課題について

- 英国においては、Trade PointやJiway、英国外ではEuronext、ドイツ証券取引所等がコンペティター。LSEとしてはヨーロッパの証券すべてが取引できるような汎欧州取引所となることを目指している。
- 英国はまだ取引コストが高いことが大きな課題。
- 汎欧州取引を実現するために、CrestとEuroclearのリンクが構築中。
- (「汎欧州取引といことだとClearingに例えばSICOVAMを使うということは可能か?」という質問に対して)LSEは決済に関する検討には特に参加しておらず、現実問題としてLSEとしてはCrestを利用する以外の選択はない。

以上

議事録(FFW)

1. 日時 2000/12/8 12:00-14:00

2. 出席者 (敬称略) Field Fisher Waterhouse Jon Fife, Partner
Guy Usher, Partner
Christopher Bond, Partner
企業財務協議会 犬飼、佐藤、藤本

3. 配布資料 なし

4. 質疑応答事項

最近の決済サービスについて (Mr. Bondより)

- ブローカー、取引所、クリアリングサービスいずれについても電子取引システムの進展によりバリエーションが出てきている。例えばECNのJiwayは決済サービスも提供している。
- ブローカーは「自前」で決済するか、サービスプロバイダーに「つなぐ」かを選択する必要がある。

英国における決済の法的裏付けについて

- 信頼できるカストディアンに決済を委託するのが一般的で、カストディアンとは提供サービスにかかる契約を取り交わすことになる。決済は契約に基づき階層化されるのであって、レギュレーションで階層が定められているわけではない。(Euroclear、Clearstreamはそうなっている。)
- (「TrustもしくはFiduciaryの法的な裏付けは必要か? 日本においては当事者同士の信託契約が必要となるが、英国では事実上の行為によってTrustの関係が発生するということか。」という質問に対して)カストディアンは証券を委託されているが、これは契約に基づく。通常、契約当事者の承認が必要であるが、Deed Pollによってカストディアンサイドより契約相手を特定せずに法的効力を持たせることが可能である。(当事者ではない者も規定できる。)

無券面化に向けた証券の流通方法について

- 米国のように証券ではなく、そのEntitlementを売買することは可能。但し、その場合発行体は最終投資家を知るためにはDepositoryに頼らなければならない。つまり、発行体が投資家に対して何か情報を伝えようとする場合、Depositoryがネックになる。(Depository情報提供サービスは良くない。)
- 銀行レベル(階層の途中で)決済をfinalとすることは、物理券面が存在する場合は難しい。Bearer's SecurityではEntitlementよりも物理券面の方が優先する(元々Bearer's Securityというのは持参人にFinalityを持たせる性格の証券)。
- しかしながら、Entitlementそのものを保証(Guarantee or Insure)することは可能である。CSDがTitleを保証する機能を持てば、(無券面化ではなく)グローバルノートや券面の不動化により階層構造を作ることは可能である。
- 現在検討されている英国の制度改正では、このような保証の枠組みは規定されない。あくまでも商慣習により規定されるものと考えられる。つまり、特別な制度を設けなくても(やろうと思えば今でも)契約によってこのような仕組みを作ることは可能である。

その他

- 完全無券面化となった場合には、税務上の要件に対して準備が必要と思われる。もしかすると、非常に奇妙なことになるかもしれない。
- Negotiable Instrument(移転には同意が必要)とBearer's Instrument(特に何も必要ない)の違いというのは、英国では特に重要ではない。というのも英国における投資と言うのは基本的に契約ドリブンである。契約上規定されていれば保証されていることになる。
- Fungibilityについても、契約毎に規定することが可能。すなわち発行体を選択することができる。(契約で規定すれば何でもできるという認識。)投資家サイ

ドについてもカストディー契約で担保の取扱い等、規定することが可能。
(全体として、英国では歴史的に詳細にわたる法律の規定がないことから、できるだけ細かく契約を作成することにより、商慣習上のルールを作り上げてきており、同様のやり方で新たな決済ルールを規定することが可能という趣旨だった。)

フランスがヨーロッパで最も進んでいるのではという問いに対して

- 英国以外のヨーロッパ各国はどちらかと言えばNationalisticであるように感じる。グローバルなマーケットを考える際にはオペレーションが柔軟であることが重要であり、その観点から国のカルチャーのインパクトは大きいだろう。(ロンドンは今後もグローバルマーケットの中心にある。)
- もちろん、フランスの法制度および決済システムに学ぶべきものは多い。

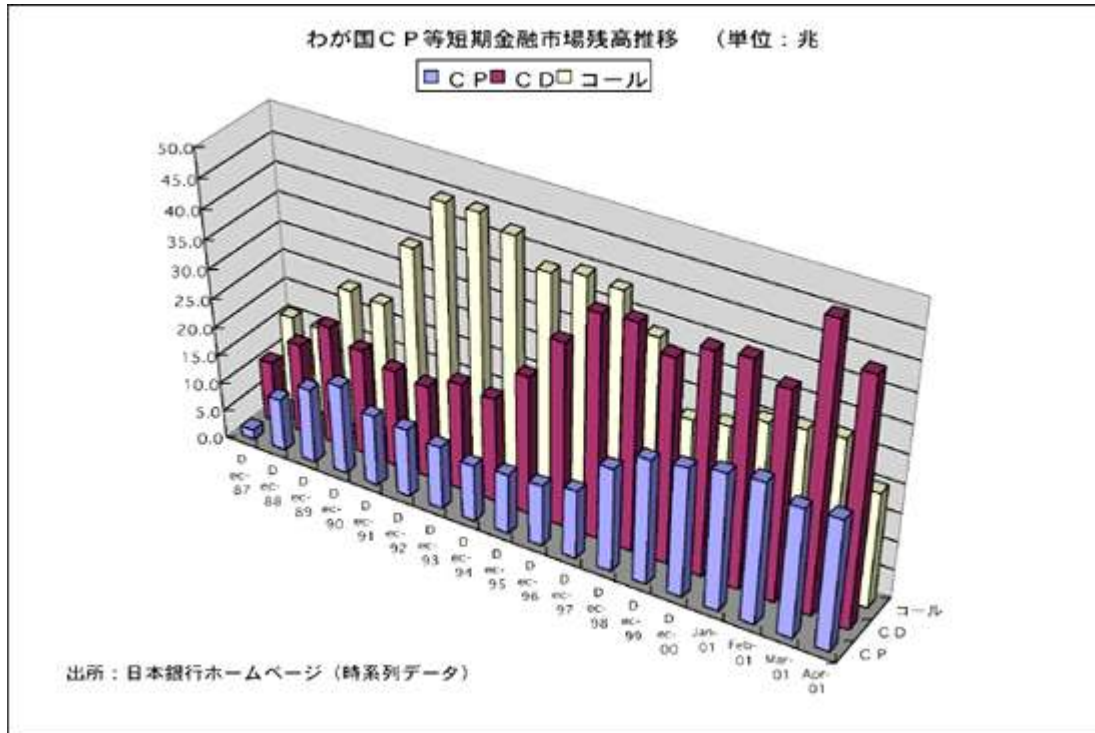
以上

配布資料(抜粋)

- a. "Euro-Commercial Paper" by Euroclear
 - b. "The French Negotiable Debt Securities Market" by Banque de France
 - c. "Issuance and Settlement of Commercial Paper in Sicovam SA"
-

参考資料

日本におけるCP等短期金融市場残高推移



米国CP残高推移

