

アジアにおける証券集中決済機構

— ASIAN CLEARの創設構想 —

清水 和 夫*

The Proposal for the Establishment of Asian Clear

Kazuo SHIMIZU*

はじめに

金融の自由化・国際化が進展するなかで、わが国およびアジア諸国の証券市場も急速に国際化が進んできている。証券取引の国際化、証券取引量の増大化を背景に、世界各国において、証券の受渡を現物等の移転を伴うことなく、帳簿上の口座間の振替によって行う「証券決済システム」の構築が、リスク管理上からも、ますます重要性を増している。しかしながら、アジア諸国はもとより、わが国の証券決済については、欧米主要国の証券決済機構に比べて、制度的に遅れているのが現状である。そこで、この認識に立ったうえで、わが国を中心とした、ASIAN CLEAR創設のための提言を以下に述べることにする。

1 主要な証券振替決済機構の実情

(1) アメリカ

アメリカには大きく分けて二つの証券決済機関（CSD：Central Securities Depository）がある。一つはDTC、もう一つはFedwireである。アメリカにおける証券保管振替制度の仕組みをみると、証券取引所や店頭市場で成立した売買については、員数・金額の照合などのコンファメーションからデリバリーに至るまでの清算業務は、各証券取引所等の清算機関で行われている。その決済を口座振替で行う場合は、株券・債券等の現物を委託された預託機関が行っている。この預託機関がDTC（The Depository Trust Company）である。一方、Fedwire（Federal Reserve's wire transfer system）は、アメリカの中央銀行制度である連邦準備制度によって提供されている決済システムであり、資金決済、財務省証券等を対象とした証券決済を行っている。DTCは、株券および社債を中心としており、Fedwireは国債などの財務省証券等を取り扱っている（表1）。

* 日本トラスティ・サービス信託銀行、大阪電気通信大学金融経済学部専任教員（2010年4月就任予定）

表1 DTCとFedwireとの比較

項 目	D T C	Fedwire
目 的	証券業者間の受渡決済中心	連 銀 中 心 シ ス テ ム
取扱可能証券	証券業者間の受渡決済中心	国債（財務省証券）等
参 加 資 格	米国内にある証券・銀行	F R S 加 盟 銀 行

<DTCの概要>

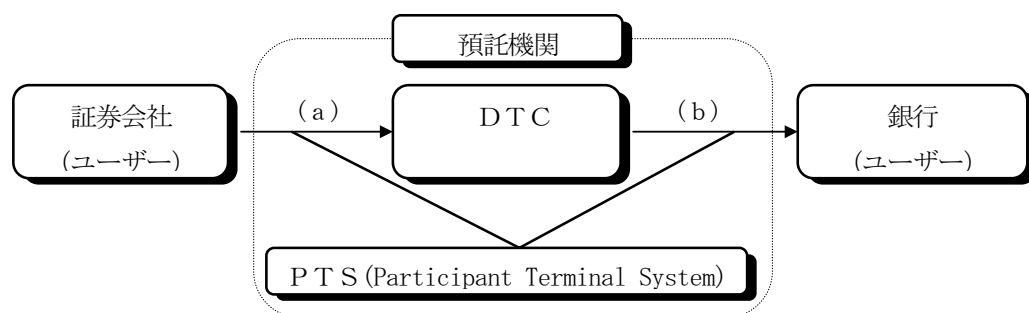
DTCは1973年に設立された世界最大の証券決済機関である。ニューヨーク州銀行法上の目的限定の信託会社（Limited Purpose Trust Company）として設立されているため、連邦準備銀行内に口座を有しており、Fedwireを通じた資金決済が可能になっている。さらに、DTCはSEC（証券取引委員会）の管轄下にあり、FRB（連邦準備理事会）やニューヨーク州銀行局の規制・監督を受けている。その主たる目的は、参加者（Participant）から証券の預託を受け、参加者からの指図に基づいて、証券の移転および代金の決済を行うことにある。2007年末現在における証券の保管残高は、約40兆ドル、取扱銘柄数は、350万銘柄に達している。実際にはその決済件数の80%以上が株式によって占められている。また、Fedwireと同じく幅広いネットワークを有しており、証券会社・銀行をはじめ、機関投資家やカストディアン（保管銀行）など10,000社以上がネットワークでリンクされている¹⁾。

なお、DTCにおける証券の保管形態は、発行された券面の保管はなされているものの、権利の移転はすべて電子振替記帳（Book Entryブックエントリー）によって行われている。

<主な機能>

- ・常任代理人（Standing Proxy）*と保護預り（Safekeeping）サービス
- ・約定照合から決済照合までの一貫した照合システムサービス
- ・資金決済（参加者ユーザーParticipant間によるネット決済）サービス
- ・配当金・利子等の受払いや登録・情報、アンダーライティング・サービス

<DTCによる証券決済のフロー>

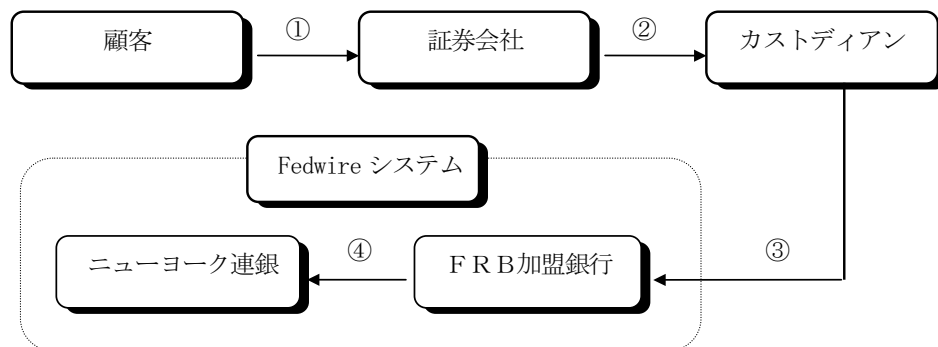


* 有価証券の保管、受渡決済、権利保全、議決権行使などの幅広いサービスを行う代理人のこと。

- ① D T Cとユーザーを端末で結び、日々の取引に対応している
- (a) ブローカーが約定成立後、株数・価格等の約定内容をD T Cに連絡する。
- (b) D T Cは顧客宛てにコンファーム（確認）を行う。このコンファーマーションが正しければ、ユーザーはD T C宛てにAffirmation（確認書）を送付する。受渡日には、売り手のD T C内にある証券アカウントから自動的に買い手のアカウントに振替記帳される。P T Sと呼ばれるD T Cのコンピュータ（I Dシステム）によって、日々スムーズに取引が行われている。日本では、米国内にある日系証券および銀行が多数これに参加している。
- ② Fedwireシステムによる証券決済

1967年から70年にかけて、公共債の取引量の増大、いわゆるペーパー・クライシスに遭遇したため、取引の円滑化を担う目的で、1968年に財務省証券をFedwireシステムに切り替えた。Fedwire システムには、F R B加盟銀行のみ参加出来る*。このシステムは、D T Cが証券ブローカー間の証券決済を目的に作られたのとは異なり、ニューヨーク連銀を中心とするシステムである。実際の証券決済の大半は大手米銀によって行われている。Fedwireと加盟金融機関はオンラインでの接続がなされており、資金決済に関しては、連邦準備銀行内の当座預金でのR T G S **が行われている。一般的にFedwireは、全米的な銀行間資金決済システムとして知られているが、1967年以降、証券決済サービスの提供も行われており、その利用状況は、1日平均の取引件数にして9万件以上、金額にして1.7兆ドル以上という膨大な量のものであり、同取引に参加している金融機関も9,100行以上にのぼっている。また証券の保管残高は、2007年末現在において、約43.3兆ドルにも達している²⁾。

<Fedwire システムのしくみ>



- ①顧客は、有価証券を証券会社経由で売却。
- ②証券会社は、カストディアン（保管銀行）に対して受渡指図（インストラクション）を実行。
- ③カストディアンからF R S加盟銀行に連絡。

* 連邦準備制度（Federal Reserve System, FRS）は、連邦準備制度理事会（Federal Reserve Board, FRB /Board of Governors of the Federal Reserve System）が全国の主要都市にある連邦準備銀行（Federal Reserve Banks, FRB）を統括する組織形態を特徴としている。

** RTGSは Real Time Gross Settlementの略称で、例えば、国債の売買、レポ取引（現金担保付きの債券貸借取引）などによる資金決済と証券決済を売買、レポ取引など1件ずつ、即時にグロスで行っている。

- ④ニューヨーク連銀のコンピュータと即時に連絡。連銀は有価証券の帳簿残高を移行し、資金を移転するための操作を行う。

<DTCの収益性>

Consolidated Statements of Income and Retained Earnings

Dollars in thousands for the years ended December 31	2007	2006
Revenues	\$ 185,466	\$ 201,527
Trading services	230,290	210,027
Custody services	44,533	41,130
Network services	20,405	18,993
Other services	134,312	109,498
Interest income		
Total revenues	615,006	581,175
Discounts and other refunds to Participants	(320,344)	(178,775)
Net revenues	294,662	402,400
Expenses	150,747	255,323
Employee compensation and related benefits	22,353	31,925
Information technology	60,445	51,265
Professional and other services	23,757	30,065
OccupancyInterest expense	21,027	21,285
Other general and administrative	8,757	9,086
Total expenses	287,086	398,949
Income before income taxes	7,576	3,451
Provision for income taxes	3,389	883
Net income	4,187	2,568
Retained earnings beginning of year	47,200	47,200
Dividends on preferred stock	(4,187)	(2,568)
Retained earnings, end of year	\$ 47,200	\$ 47,200

(出所 : DTC annual report 2007)

(2) ヨーロッパ

ヨーロッパにおいても、国際金融資本市場が急成長したことにより、債券やCDの安全な保管とスムーズな証券の受渡が求められるようになった。1999年1月の欧州通貨統合（EMU）を機に、欧州の資金・証券決済制度に大きな変化が訪れ、単一通貨ユーロ（EUR）の登場により、ユーロ圏内11カ国のクロスボーダー決済は活性化し、ユーロ建証券の取引量は一気に急増した。こうした流れのなかで、各国のCSD（証券決済機関）の合併・統合とは別に、国際的な決済機能を果たすCSDの存在・役割も徐々に大きくなっていった。ユーロ圏内における国際的なCSDは、EuroclearとClearstreamの二つの大きなグループである。

この両決済機関に共通しているのは、①コンピュータにより、証券と資金決済が大量に処理できること、②ユーロ債は各国ごとの源泉課税がないため、効率的な画一システム処理が行えることの2点である。ここでは、Euroclearの現状を述べておくことにする。

<Euroclearの概要>

Euroclearグループは、欧州最大のCSDであり、国際的なCSDであるEuroclear Bankと、かつてフランスのCSDであったSicovamが名称変更して組成されたEuroclear Franceから構成されている。国際的なCSDとしての歴史は古く、ユーロ市場の拡大化を背景に、1968年にモルガン銀行（Brussels支店）の一部門としてスタートし、1972年に独立した組織として、Euroclear Clearance System Public Limited Company（ECS plc）が設立された。2000年からは、現在のEuroclear Bankとして、モルガン銀行からは独立した立場になっている³⁾。

株主資本は31億ユーロ（2007年末）。株主構成は世界各国の銀行・証券会社等が参加している。日本の銀行、証券会社とも資本参加している。株主の中から24名の役員が選出され、取締役会が開かれている。邦銀では三菱東京UFJ銀行、みずほ信託銀行が各1名役員に選出されている。

2007年末現在、Euroclearグループの証券保管残高は、約19.2兆ユーロ、取扱銘柄数は20万銘柄を超えている。取引高（Turnover）は、2006年の451.7兆ユーロから2007年の561.8兆ユーロと年々増大している（表2、表3、表4）。

<主な機能>

Euroclear Bankにおける決済方法は、大きく三つに分類することができ、決済件数では、①のInternal Settlementが全体の約70%を占めている。

①Internal Settlement

Euroclearの参加者同士の決済

②External Settlement

Euroclearの参加者と各国の参加者との間の決済

③Bridge Settlement

Euroclearの参加者と、Clearstreamの参加者との間の決済

保管有価証券はユーロ債、ユーロCP、ユーロノート、ユーロCDが中心であるが、日本の円建外債（サムライ・ボンド）や非居住者向けの米国財務省長期証券（Treasury Bond）および Yankee債の一部やDRも取り扱っている*。

利用状況としては、Euroclear参加者の90%以上がEuclid**と呼ばれるコンピュータシステムを利用して、受渡インストラクションを行っている。

* 円建外債（サムライ・ボンド）は、外国の政府や法人が、日本国内で発行する円貨建て債券のこと。Yankee債はアメリカ国内で、非居住者が発行する債券のこと。DRはDepository Receipts預託証券のこと。

** Euclidシステムとは、カストディアン（保管銀行）の通信照会システム。カストディアンに対し、指図の発信や各種取引状況の照会（証券保管明細、受渡決済状況、ファーム、受渡指示、権利情報、取引履歴など）を行うシステム。

表2 Growth of Euroclear, Turnover 2004-2007

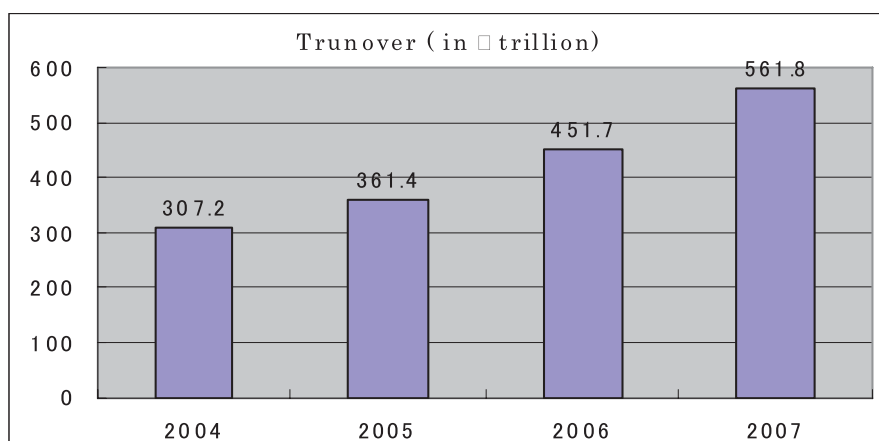


表3 Growth of Euroclear, Value of securities held 2004-2007

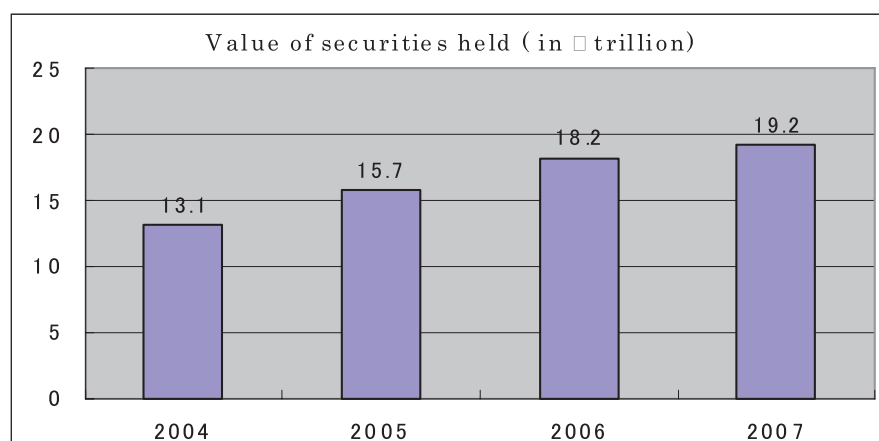
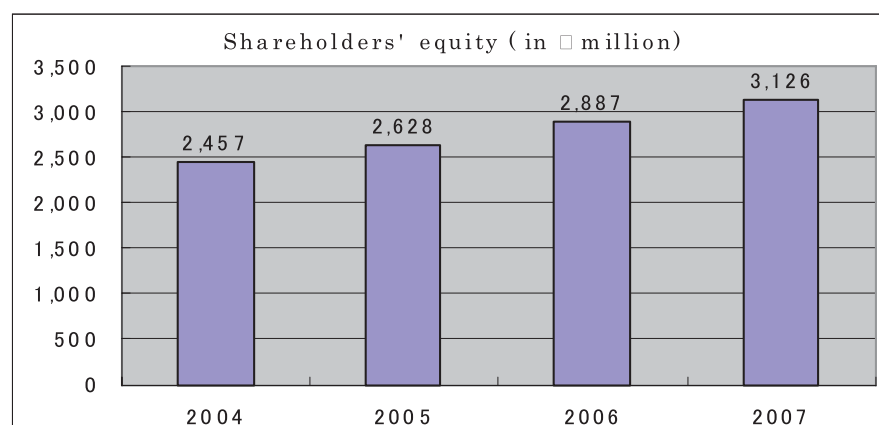


表4 Growth of Euroclear, Shareholders' equity 2004-2007



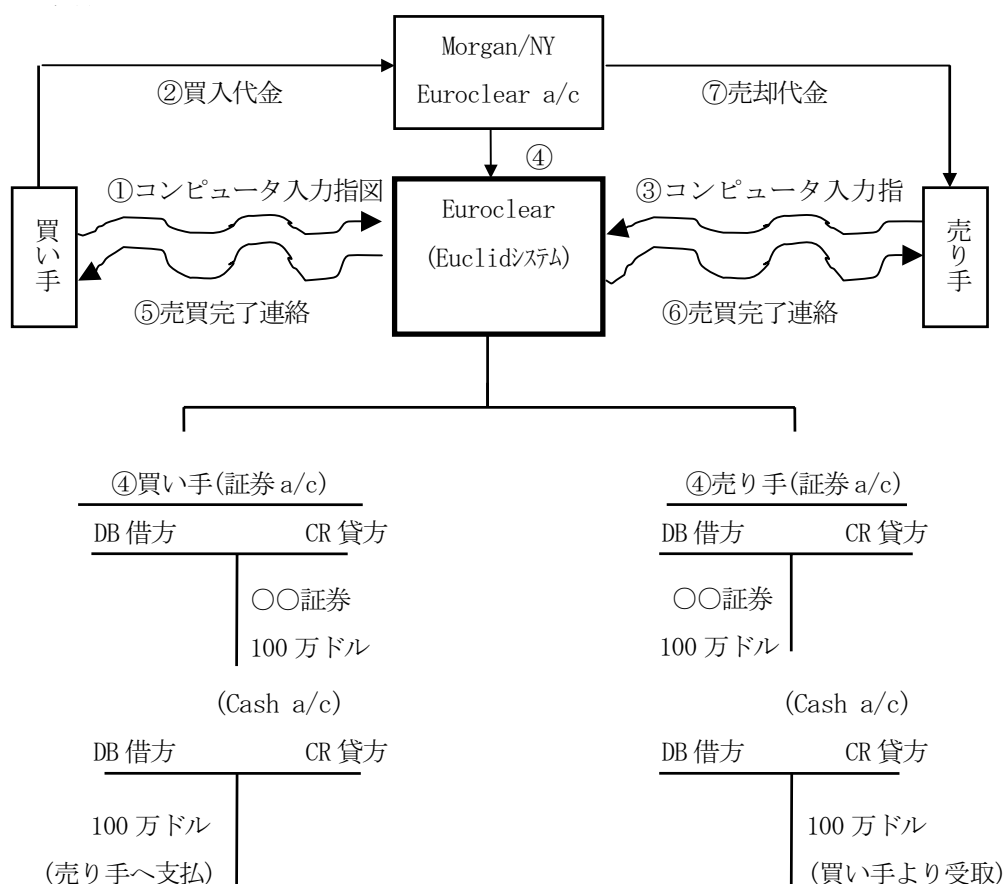
(出所 : Euroclear annual report 2007を基に作成)

＜Euroclearによる証券決済のフロー＞

ベルギーのブラッセルにあるEuroclearのオペレーションセンターでは、実際の有価証券は保管しておらず、世界各地に置かれているサブカストディアン（保管銀行）にて保管されている。日本では、三菱東京UFJ銀行、みずほコーポレート銀行が円建外債（サムライボンド）の預託銀行（Depository Bank）になっている。Euroclearの保管方法はすべてFungible（混蔵保管）である。

決済方法は、売り手および買い手が、各々の指定する証券口座に、コンピュータにより受渡内容を指図することにより行われる。相互の指図内容（銘柄・額面・約定金額等）が一致していれば、受渡が実行される。図1は受渡の流れを示したもの。

図1 受渡フロー



- ①買い手は、売買約定内容をインプットする。
- ②買い手は、買入代金をDepository Bank（預託銀行）経由で、Euroclearにある買い手自身のcash a/cに送金する。
- ③売り手は、売買約定内容をインプットする。
- ④Euroclearは、売買代金を確認した後、買い手および売り手の員数・金額の内容が正しければ、それぞれのa/cを貸借記する。
- ⑤⑥Euroclearは、買い手・売り手に対して、売買完了の連絡を行う。
- ⑦受渡日に売り手は、売却代金を受取る。

< Euroclearの収益性 >

Euroclear plc consolidated, For the year ended 31 December (in million)

	2005	2006	2007
Operating income	960.3	1,085.4	1,244.0
Annualised fee(ICSD)	N.A.	40	100
Rebates*	N.A.	45	45
Operating profit before tax	364.2	418.2	435.3
Net earnings per share	N.A.	83.2	86.3
Dividend per share	21.4	24.2	25.6
Total assets	N.A.	14,057.0	16,328.5
Subordinated liabilities	N.A.	547.4	297.9
Shareholders'equity	2,627.9	2,886.7	3,126.0

(出所：Euroclear annual report 2007を基に作成)

2 Asian Clearの創設構想

(1) 創設の意義

国際資本市場の急速な発展に伴い、アメリカ、ヨーロッパに次ぎ、日本を中心としたアジア・マーケットの拡大が顕著である^{4) 5)}。すでに述べてきたとおり、ヨーロッパの場合は、EuroclearやClearstream、アメリカの場合はD T Cという証券集中保管決済機構が発達しているにもかかわらず、わが国では、2009年1月に証券保管振替機構による株券の電子化のスタートにより、一通りの証券振替決済制度が出来ているものの、アジア・マーケットにおいては、まだまだ発展途上である。アジア・オフショア市場が進展している今日、日本を含めアジア・マーケットの証券決済制度の遅れは、将来において国際金融資本市場の発展のための重要なキー・ポイントとなっている(表5)。

証券の集中決済については、議決権の行使、各義書換、源泉課税など難しい問題が存在する。近年、アジア・マーケットの証券売買が飛躍的に増大しており、当然のことながらわが国を含めた、アジアでの統合的な集中決済機構の出現が望まれている。

わが国では、1984年12月に財団法人証券保管振替機構が設立され、証券決済制度の必要性が充分認識されてきた。2004年には、この証券保管振替機構は株式会社化され現在に至っている。なお、この制度は、諸外国においても広く採用されており、証券取引所を有するほとんどの国が保管振替機関を有している。古くから株券の名義書換や議決権行使などの証券代行業務を有する信託銀行が、この分野に進出するのは、極めて馴染みやすいところであり、また早ければ早いほどビジネスチャンスは大きい。従って、このAsian Clearの創設により、リスクのないフィードビジネスの展開と収益の拡大を狙う意義は極めて大きいといつてよい。

表5 アジアのオフショア市場

市 場	成立時期	形 態	市場規模(億ドル)	源泉徴収税
シンガポール	1968年11月	特別勘定	4,810	なし
香 港	1972-1973年	〃	7,959	〃
東 京	1986年12月	〃	8,932	〃

(注1) 市場規模 (1995年7月～11月)調査時期が異なる。

(注2) 預金準備率、金利、為替管理などの規制は各市場とも原則としてない。

(2) アジア諸国への投資状況

アジア諸国では、産業構造の高度化に伴い、社会資本整備のために大規模なプロジェクトが計画されている。これら膨大な資金需要を国内貯蓄だけでカバーすることは、極めて難しく、アジア各国は金融・証券市場両面での育成策を促進し海外からの資本の導入を積極化せざるを得ない。クロスボーダー取引における資本の流れは、過去10年間でおよそ3倍になり、2005年には世界のGDPの14.5%に相当する6.4兆ドルに到達した。同年、世界の株式市場の時価総額は38兆ドル、債券市場残高は45兆ドルであった。アジア諸国の株式市場は、急速に拡大してきている。アジア主要7カ国の株式時価総額は、2002年末1.87兆ドルから2007年末には、約7倍の13.26兆ドルとなり、世界全体に占める割合は8%台から20%台に跳ね上がっている。株式発行額も、中国、インド、香港で拡大してきている(表6)。

表6 各国株式市場の推移

(単位: 10億ドル)

国 名	株式時価総額		上場企業数(国内)		年間取引額/ 時価総額(%)		株式発行額	
	2002年	2007年	2002年	2007年	2002年	2007年	2002年	2007年
中 国	463	4,479	1,223	1,530	83.9	228.3	8	101
イ ン ド	243	3,479	6,566	6,217	63.2	45.7	6	45
香 港	463	2,654	978	1,241	39.7	75.5	14	70
韓 国	216	1,123	683	1,757	254.4	170.5	6	7
台 湾	261	664	641	703	217.4	142.7	2	2
シンガポール	101	539	501	762	53.8	67.9	1	10
マレーシア	123	325	861	986	24.9	51.6	3	2

(注) 中国は上海取引所・深圳取引所のみ

(出所: World Federation of Exchanges、環太平洋ビジネス情報RIM 2008 Vol.8 No.29)

* Euroclear参加者(Participant)への利益還元。

特に、香港やシンガポールのような市場解放の進んだマーケットを中心に、世界的に投資熱が広がってきている。わが国投資家の対アジア諸国への投資の海外に占める比率も、年々高まってきている。アジア各国の上場会社数の合計は、すでに10,000社を超え、上場企業の業種は、国によって異なるが、金融、食品、繊維、不動産関係などが一般的に多くなっている。アジア諸国のマーケットの整備が進めば、さらに上場企業も増加すると考えられる。

主要国別・地域別（アジアのみ）対外直接投資実績でみても、台湾、韓国、シンガポール市場が著しく増加している（表7）。

ただし、アジアの金融・証券市場の状況は、国ごとにその差が大きい。インフラ整備や市場取引ルールのうちでは、基本的にシンガポールや香港では、現在ほとんど問題なく運営されているが、中国、インド、フィリピン、インドネシアなどでは、まだまだ問題点が山積している。

表7 主要国別・地域別対外直接投資実績 (単位：件、億円、%)

年 度 国又は地域	2003年度			2004年度			
	件 数	金 額	構成比	件 数	金 額	構成比	増減率
中華人民共和国	332	3,553	49.1	361	4,909	48.6	38.2
タ イ	65	711	9.8	52	1,273	12.6	79.0
韓 国	39	321	4.4	60	908	9.0	183.1
シンガポール	23	634	5.0	31	768	7.6	111.1
香 港	36	447	6.2	42	687	6.8	53.7
台 湾	18	172	2.3	30	515	5.1	199.1
フィリピン	21	222	3.0	12	341	3.4	53.5
インドネシア	47	732	10.1	40	334	3.3	-54.3
マレーシア	6	523	7.2	10	135	1.3	-74.2
ベトナム	11	79	1.1	17	117	1.2	48.6
イ ン ド	7	99	1.4	7	104	1.0	5.2
モンゴル	2	11	0.2	—	—	—	—
アジア計	607	7,233	100.0		10,091	100.0	39.5

(出所：財務省 対外及び対内直接投資状況2004年度)

また、一方で、最近ではヘッジファンド*への投資が急成長している。アジアのヘッジファンドは、2001年の220億ドルから2007年3月末には1,460億ドルと大幅に拡大している。ヘッジファンドは、アメリカまたは英国を本拠地としている。ヘッジファンドの多くは、発展途上国向けのアジア諸国へ集中している。アジアのヘッジファンドのなかでも、特に香港とシンガポールでは、運用資産残高全体の4～5%ほどをヘッジファンドが占めている。このほか、アジア諸国の中央銀行による外貨準備金の運用や、産油国を中心とする政府系ファンドの拡大により、発展途上国から先進国への資本の流れが拡大していることも見逃せない⁶⁾。

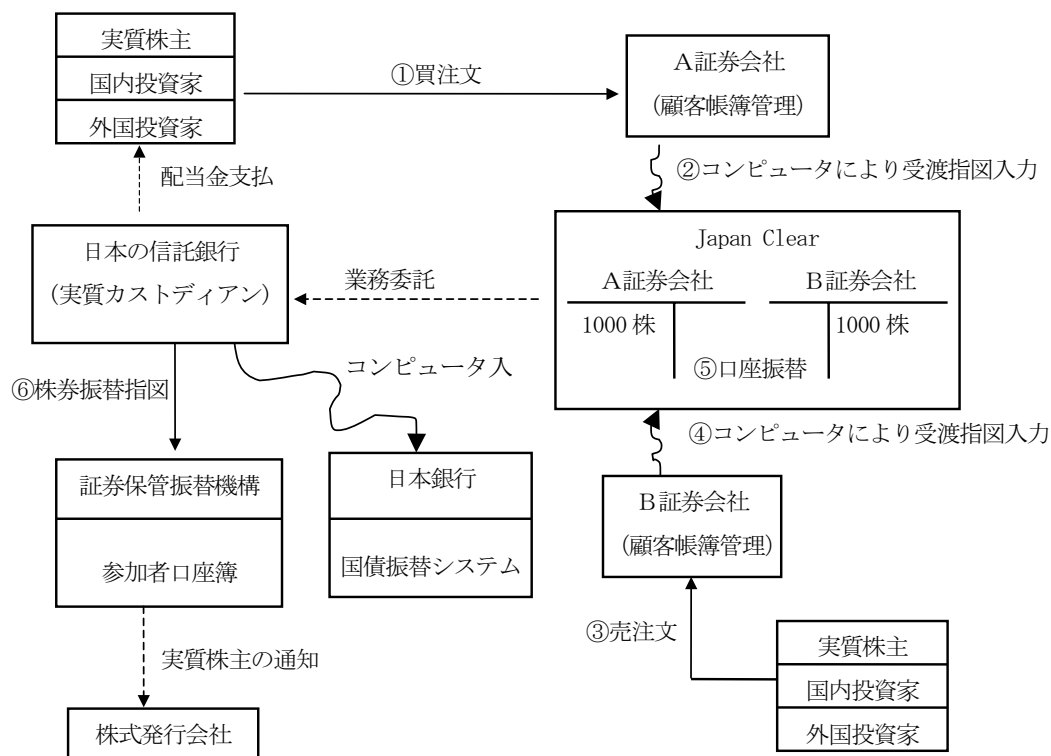
* ヘッジファンドとは、アメリカで生まれた特定・少数の投資家や金融機関などから出資を受けた私的な投資組合の一種で、取引規制の及ばないタックスヘブン（租税回避地域—ケイマン諸島、バミューダ諸島など）に設立する投資会社が多い。

(3) わが国を中心としたAsian Clearの具体的なスキーム

(a) Japan Clearの基本的なしくみ

外国投資家による対日投資分については、図2のJapan Clearの基本的なしくみを使う。

図2 Japan Clearの基本的なしくみ



①投資家はA証券会社に株式の買付注文を行い、買付けた証券を証券会社に保護預けする。

②A証券はJapan Clearの参加者であるため端末により受渡内容を指図する。

③④同じく、投資家より売付注文を受けたB証券会社も、受渡入力を行う。

⑤Japan ClearはA証券会社およびB証券会社の受渡内容が一致していれば、証券会社間の口座振替により証券の移動を行う。

⑥信託銀行はJapan Clearの委託を受け、証券保管振替機構に株券振替の指図を行う。

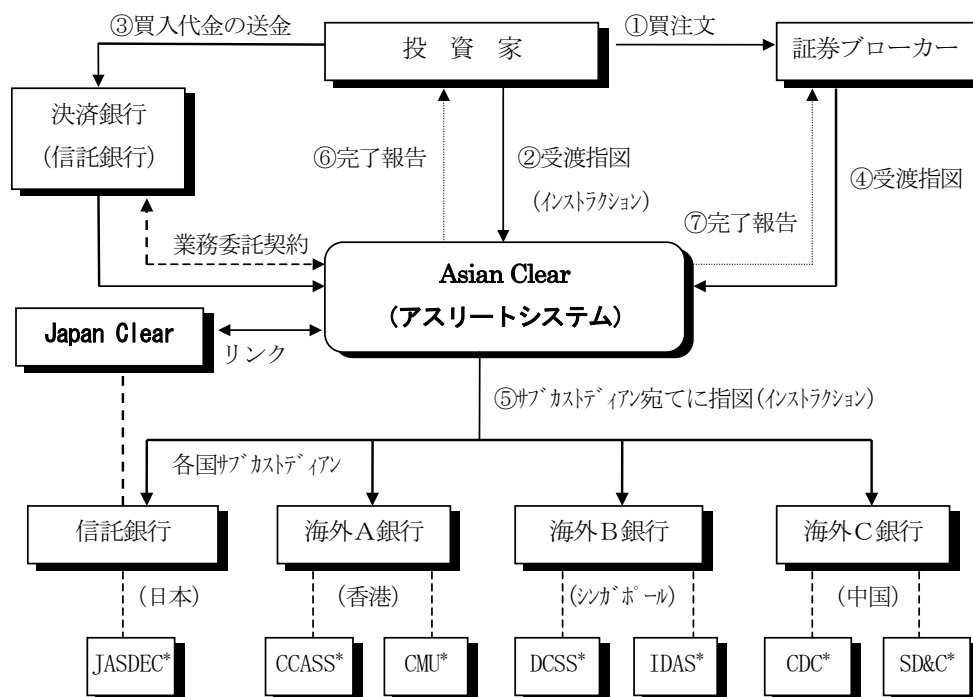
本しくみは、現行の保管振替制度を基本的に維持することからスタートし、まずは、Japan Clearに証券会社・銀行等を加盟させる。加盟者の資格は、居住者・非居住者を問わない。対象有価証券は、株式・公社債・投資信託などで、記名式・無記名式も可能。Japan Clearは加盟者の顧客口座毎に、非課税・課税口・分離課税口・総合課税口・租税条約締結国の非居住者口をホストコンピュータにより分別管理することにより証券の集中管理（ブックエントリー）を行う。

将来的には、技術的な面をクリアできれば、内外の投資家の立場や資金決済の効率性からみても、現行の証券保管振替機構の振替システムと日本銀行の国債振替システム^{7) 8)}をJapan Clear内にて、すべて統一化されるのが一番望ましい。

(b) Asian Clear創設構想のしくみ

各国にサブカストディアン（保管銀行）と業務委託契約を締結し、相互にアクセスできる独自のシステム（アスリートシステム）を通じて決済を行う。図3はAsian Clearの基本的なしくみである。アスリートシステム（仮称）は、EuroclearのEuclidに代わるもので、コンピュータによる受渡等の専用インストラクションにより、自動的に貸借記するシステムを採用するもの。

図3 Asian Clearの基本的なしくみ



- ①投資家は証券ブローカーとの間で買入の約定を行う。
- ②投資家はAsian Clear宛てに受渡指図（インストラクション）を行う。
- ③買入代金の送金を行う。
- ④証券ブローカーはAsian Clearに受渡指図を行う。
- ⑤サブカストディアン宛てにインストラクションを入れる。
- ⑥ ⑦で受渡完了報告の連絡を行う。

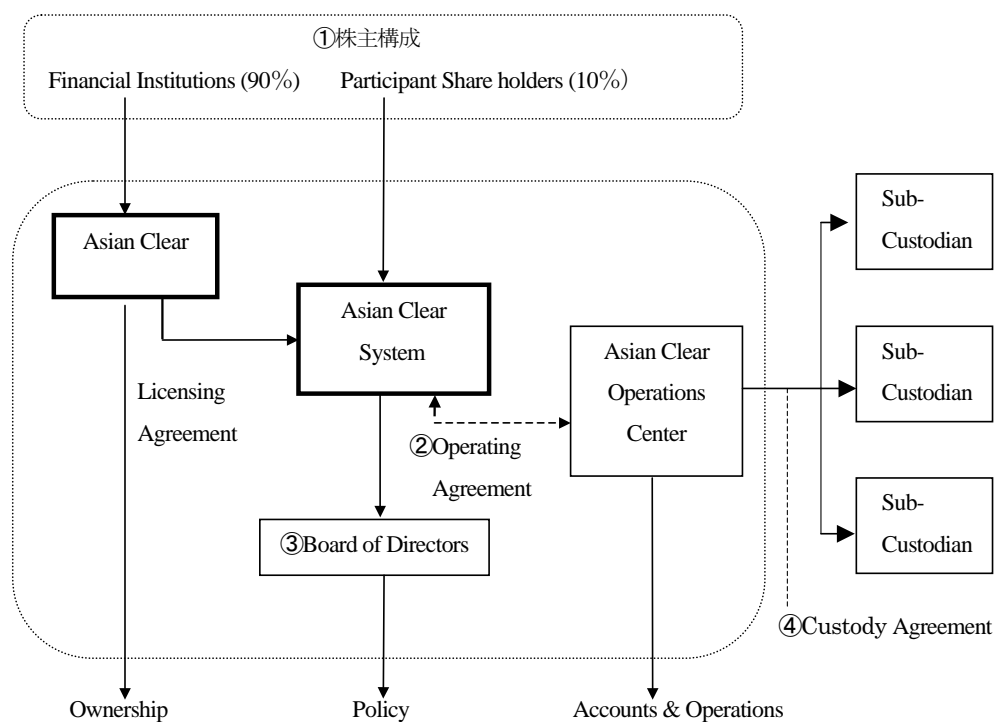
* JASDEC (Japan Securities Depository Center Inc) : 日本の保管振替機構、CCASS (Central Clearing and Settlement System) : 香港の株式決済システム、CMU (Central Moneymarkets Unit) : 香港の債券決済システム、DCSS (Debt Securities Clearing and Settlement System) : シンガポールの債券決済システム、IDAS (Institutional Delivery Affirmation System) : シンガポールの株式決済システム、CDC (China Government Securities Depository Trust and Clearing Co Ltd) : 中国の国債・社債等の保管振替決済機関、SD&C (China Government Securities Depository Trust and Clearing Corporation) : 中国の株式等の保管振替決済機関。

図4はAsian Clearを機能面からみた組織システム体系である。

主要ユーザー（銀行・証券会社など）によるAsian Clearへの出資形式とし、そのなかから役員15名を選出する。残りの10%は少数ユーザーからの出資を募る。配当は、Asian Clearの毎年の利益から、証券保管残高・使用頻度に応じてリベートとして、出資者に対して利益の分配を行う。各地のサブカストディアンに対しては、保管残高・アクティビティに応じてカストディー・フィーを支払う。従業員は、オペレーションセンターに大半を集中配置する。

各サブカストディアン（Sub-Custodian）とカストディー契約を締結するにあたっては、各国におかれたCSDとの連携を保ち、指図（インストラクション）を送信するための覚書（Operational Memorandum）を取り交わす。

図4 Asian Clear System



①株主構成：90%を主要金融機関（Financial Institutions）、残り10%を参加者（Participant Share holders）で保有。

②Asian Clear Operations Center（オペレーションセンター）：Asian Clear Systemより、Asian Clear Operation Center（新設）に業務を委託（Operating Agreement）。

③取締役会（Board of Directors）：政策決定、リベート支払い、システム開発計画を作成する最高の意志決定機関。

④サブカストディアン（Sub-custodian）：アジア各地にサブカストディアンを選定。

(4) 収益性

(a) Japan Clearの収益（概算）

国内外投資家からの保護預り残高を20兆円として試算（年間）

<収入>

（単位：億円）

①カストディーチャージ（0.03%）	60
②資金運用・レンディングフィー	4

<支出>

①リベート支払	6
②オペレーティングコスト（信託銀行への支払）	40
③その他費用	4
ネット収益（収入－支出）	14

<信託銀行の収益>

①Japan Clearからの収益	40
・預金滞留メリット（預り資産の0.005%）	10
・元利払手数料	5
②人件費・物件費（140人×1,000万円）	14
機械化・ランニングコスト	15
ネット収益（①－②）	26

(b) Asian Clearの収益（概算）

国内外投資家からの保護預り残高を20兆円として試算（年間）

<収入>

（単位：億円）

①カストディーチャージ(0.03%)	60
②資金運用・レンディング	4

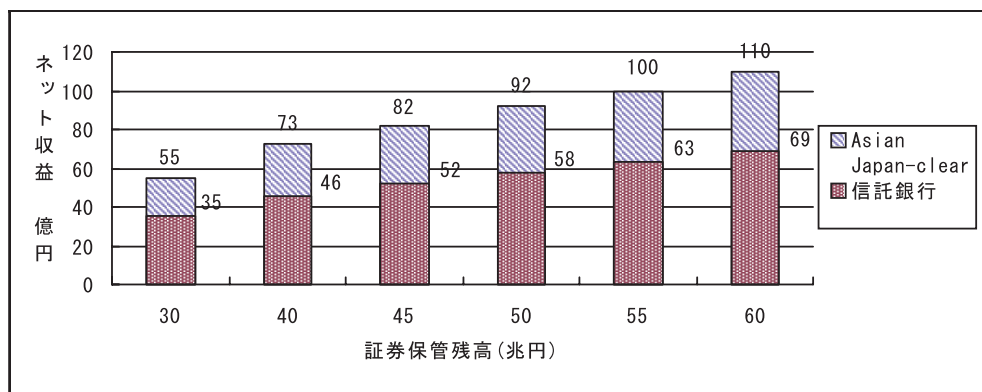
<支出>

①リベート支払	6
②オペレーティングコスト（信託銀行・サブカストディアンへの支払）	40
③その他費用	6
ネット収益（収入－支出）	13

<信託銀行の収益>

①Asian Clearからの収益	40
・預金滞留メリット（預り資産の0.002%）	4
・元利払・配当金取扱手数料	3
②人件費・物件費（100人×1,000万円）	10
機械化・ランニングコスト	17
ネット収益（①－②）	20

(Ⅲ) 今後の収益予想



(5) 創設に伴う問題点

わが国の金融資本市場の国際化を考える時、欧米ではほとんどが、証券集中決済制度を当然のこととしているのにもかかわらず、アジア市場は、まだまだ証券の集中保管および資金決済システムの整備に課題が残されている。最後にまとめていくつかの問題点を列挙しておく。

- ① Asian Clearの出資を1社単独方式にするか、それとも共同出資形式とするのか。外資系および証券会社に出資させるか。準公的機関として位置付けるか。
- ② Japan Clearのほか、アジア諸国をどこまでカバーするのか（中国、香港、シンガポール、韓国、マレーシア、インド、タイ、フィリピンなど）。
- ③ 対象有価証券の範囲をどこまでにするのか（株券、債券、投資信託受益証券、DR、CD、CPなど）。
- ④ 国債日銀振替決済および証券保管振替機構との共存にするのか。いずれ統合するのか。アメリカのFedwireとDTCとの関係と同じにするのか。
- ⑤ 設立地域をどこにするのか（Taxとの絡み）。東京、香港、シンガポールなど。
- ⑥ 迅速かつ正確に大量処理が可能な効率的システムにするためには、資金決済とのリンクまで考慮し、大型ホストコンピュータなど、かなり大きな開発やシステム開発要員の確保が必要。

（Japan ClearおよびAsian Clear: システム等のイニシャルコスト30～40億円）

- ⑦ オペレーションを行う従業員の確保の問題。

(イ) Japan Clearの人員140人 (ロ) Asian Clearの人員100人 合計240人

- ⑧ Securities Lending & Borrowing（証券の貸借）まで行うのか。
- ⑨ 参加者を銀行・証券会社に限定するのか。
- ⑩ 日銀オンライン、全銀データシステム、各国の資金決済システム、SWIFT*とのリンク検討。
- ⑪ アジア各国のサブカस्टディアンを選択と適切な監督・リスク管理の問題。
- ⑫ アジアマーケットの活性化のため、各国協調によるアジア・달러（源泉税不適用）の検討。
- ⑬ 外国為替法上の各種報告書のシステム化。

* SWIFT：1973年にベルギーにおいて設立された非営利の協同組合。参加メンバー金融機関相互、市場インフラとの通信およびメンバーと顧客間の円滑な情報交換を可能にする情報通信ソリューションを行う機関のこと。

むすび

IMF（国際通貨基金）の統計（2007年）によれば、アジア主要10カ国（中国・インド・タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン・韓国・台湾・シンガポール・香港）に対する国際収支上の資本流入（グロス）額の対GDP比率は、2001年に1.5%だったのが、2004年以降は6.7%～7.7%となっている。確実にアジア諸国における資本流入が増加してきている（表8）。

資本フローが増加した理由の一つに、世界各国の年金基金、保険会社、投資信託などの機関投資家による資産運用が大きく伸び、海外分散投資のウエートが急上昇し、発展途上国向けの運用がさらに拡大したことがあげられる。もう一つは、各国の為替や金利動向に注目し、パフォーマンスを高めようとする動きが強まったことと関連して、アジア諸国の経済動向が、比較的良好な状態で推移し、これを受け入れるための資本市場の拡大やインフラの整備が進んだことである。

2008年に入って、未曾有の出来事ではあるが、米国のサブプライムローンに端を発した景気後退やリーマン・ブラザーズの倒産を背景に、世界中の株式市場が下落することになった。これにより、当面アジア域内の資本流入の低下は避けられないが、今後の経済活動を考えるうえにおいて、中長期的には、いわゆるBRICs*などを中心とした、アジア諸国への株式投資への流れは、今後もしっかりと根付いていくと思われる。

表8 アジア主要諸国の国際収支（対GDP比率）

（単位：％）

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
経常収支	2.6	3.3	4.0	3.8	4.8	5.0
資本流入(グロス)	1.5	1.9	4.9	7.4	6.7	7.7
直接投資	3.1	2.1	2.2	3.0	3.2	3.1
証券投資	0.9	0.4	2.1	1.7	2.1	2.0
その他投資	▲ 2.5	▲ 0.9	0.6	2.7	1.4	2.6
資本流出	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 3.8	▲ 4.6	▲ 5.6	▲ 6.5
直接投資	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.6
証券投資	▲ 2.7	▲ 2.4	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 2.6	▲ 3.7
その他投資	3.1	2.1	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 1.2

（出所：IMF統計2007）

一方、わが国でも2009年1月によりやく始まった株券の電子化、世界各国での集中化されたセントラル証券決済システムの構築、証券の不発行化の進展、決済日数の適正化、決済の短縮化（T+1）**、システムの標準化、税制面での統一化など、資本市場を支えるインフラ整備が今後ますます技術革新とともに進化していくことであろう。

* BRICs :B（ブラジル）・R（ロシア）・I（インド）・C（中国）の4カ国を表す。最後のsは英語で複数形を表す。現在の発展途上国の中で、21世紀に大きな経済成長が見込まれている。

** T+1：売買から決済に至る期間短縮化を目指したもの。TはTrade date（約定日）を意味する。

他方、証券決済の安全性から、証券の引渡しと代金の支払いをコンピュータ・システムにより同時に決済し、リスクを削減するDVP（Delivery Versus Payment）決済がグローバル・スタンダードになっている。リスク面を考慮し、基本的に証券のデリバリーと資金決済のタイミングは、デリバリー・アゲインスト・ペイメント（Delivery Against Payment：同時決済）が原則となっている。アジア諸国における決済において、フリーオブペイメント（Free of Payment）が原則となると、決済当事者の一方が、必ず先払いのリスクを負うことになる。24時間ディーリング体制の確立、証券取引の拡大など、外部環境は変貌しつつあり、完全なるデリバリー・アゲインスト・ペイメントは国際的な証券取引において、リスク管理の面からも重要な課題となっている*。

戦後、日本がアジア地域での国際金融資本市場の発展に貢献していくことは切なる願いであり、最も信用力と経験のある日本の信託銀行が、この分野に進出する最短距離にいることは間違いない。今まさに、日本の信託銀行は、これまで培った経験とノウハウを生かし、受託業務分野での専門性をより深め、経済的・社会的ニーズに対応し、アジア地域でのリーダーシップをとることが真に期待されている。

アジア市場の発展にとって、アジアにおける集中決済機構の統合化は、喫緊の課題であり、Asian Clearの創設は、十分その役割を果たすものとなろう。

註

- 1) 日本トラスティ・サービス信託銀行編『THE資産管理専門銀行（第2版）』（金融財政事情研究会、2006年）424頁
- 2) (1) 前掲書 日本トラスティ・サービス信託銀行編 421－423頁
- 3) 清水和夫『アセットマネジメント用語500』（金融財政事情研究会、2004年）7頁
- 4) 日本証券経済研究所編『アジア証券市場と日本』（金融財政事情研究会、2007年）
- 5) 日本証券経済研究所編『図説アジアの証券市場』（日本証券経済研究所、2004年）
- 6) 清水聡 日本総研調査部環太平洋研究センター『東アジアにおける資本フローの動向と政策』（環太平洋ビジネス情報RIM 2008 Vol.8 No.29）61－66頁、『アジアの国際資本フローと域内金融協力』（同 2004 Vol.4 No.13）
- 7) 中島直志＝宿輪純一『証券決済のすべて』（東洋経済新報社、2002年）
- 8) 中島直志＝宿輪純一『決済システムのすべて（第2版）』（東洋経済新報社、2005年）

* DVP（Delivery Versus Payment）：証券の引渡しと代金の支払をシステム上で同時決済することにより、安全性を高め、決済リスクを削減する取引のこと。Delivery Against Payment は、資金と証券とが同じ場所で同時に決済される最も安全な取引で、Free of Paymentは、証券と資金が別々に決済される取引で、資金の授受を確認せずに証券を引き渡すことになるため、取引相手に対するクレジットリスクが高く、通常は行われない取引。

