

ユーロシステムにおける決済制度の統合

松 浦 一 悦

目 次

はじめに

第1章 TARGET改革—ECBのグロス決済制度の取り組み

第2章 証券決済制度の統合—民間銀行のグロス決済制度の取り組み

第3章 ネット資金決済制度の動き

第4章 決済制度の統合の含意—結びにかえて

はじめに

1999年1月に西ヨーロッパ11カ国に欧州単一通貨ユーロが導入されて、約6年が経過した。その後、2001年にギリシャがユーロを導入し、さらに2007年1月にスロベニアが導入し参加国は13になった。ユーロは欧州中央銀行（ECB）が発行し、現在13カ国の中央銀行（NCBs）とそれらの市中銀行から構成される決済制度を通じで流通する。本稿の課題は、ユーロの流通の保証するインフラストラクチュアとしてのユーロシステムの決済制度について、現状と課題を明らかにすることである。最初に、本稿の課題に接近するための問題意識を少し敷衍しておこう。

ユーロシステムの目標は、ユーロ価値の安定とユーロ圏の信用制度の維持を保証することであり、ユーロ圏の信用制度の中核を成すのが決済制度である。ユーロを市場に安定的に供給するためには、まずもってユーロ圏の決済制度が安定していなければならない。

銀行制度は決済制度を通じて市場に必要な通貨を供給し、経済主体は決済制度を利用して商品取引の決済を行う。決済制度が安定することによって、決済通貨の迅速な流通が保証される。逆に言えば、決済制度に支障を来たすと、商品取引が滞り、一国の経済は混乱するであろう。このようにみると、決済システムは資金を経済全体に安全かつ円滑に流していくという役割を担っており、再生産を支えるインフラストラクチュアである¹⁾。

ところで、ユーロシステムの決済制度はこれまでどのように構築されてきたのであろうか。1999年1月以降、12カ国のユーロ圏が誕生したが、ユーロ圏とはユーロを国民通貨とする単一の国民経済を意味するのではなく、12の国民国家によって構成されている単一通貨市場圏のことであり、国家間においてはユーロ建取引の国際決済が行われている。そして、ユーロ参加国はそれぞれ独自の決済制度を有しており、それらが組み合わさることによってユーロシステムの決済制度が形成されているのである。したがって、ユーロシステムは一国の決済制度とは性格が異

なる特徴を有している。

ECBの前理事、パドア・スキオツパはこれまでのユーロ圏の統合された決済制度への取り組みを次のように述べている。1990年代、EMUの初期において、単一決済システムへのインセンティブと必要性にもかかわらず²⁾、またマーストリヒト条約で謳われている規定にもかかわらず、ユーロの単一の効率的かつ安全な決済制度へ向けた動きは、障壁に妨げられて前進することが困難であった。決済制度の発展は、歴史的に見て、競争だけで前進するのではなく、協調、公共政策および競争の特徴的な組み合わせによって進歩するものである。しかも、市場参加者間の協力は、公共の通貨当局が積極的な触媒的役割を演じることなしには実現しない。各国の決済制度間において、協調、公共政策および競争の接点を見出す任務は、神の見えざる手によっては殆ど達成できない³⁾。EUにおいて、ユーロシステムはECBと各国NCBによって構成されているが、NCBは国家機関として現在のTARGET（汎欧州即時グロス決済）の擁護者となり続ける限り、ユーロ圏の統一的決済制度は前進できない。しかし、1999年1月のユーロ導入と共に、ユーロシステムのイニシアティブの下で、ユーロ圏の決済システムの改革が徐々に進められてきた。

決済制度は、グロス決済制度とネット決済制度に大別できるが、ユーロシステムの決済制度については、ECBのTARGETがグロス決済の中心となり、TARGETにユーロ参加国の国内決済制度、すわわち、貨幣市場決済、手形交換決済、証券決済、外国為替決済などが結びついている（図1を参照）。それに加えて、民間銀行同士の国際ネット決済制度が存在し、民間の決済制度は各国の中央銀行に繋がっている。このようなユーロシステムの決済制度がどのように統合されてきて、どのような構造変化が起きているのか。本稿の第1の目的は、このような点を明らかにすることである。

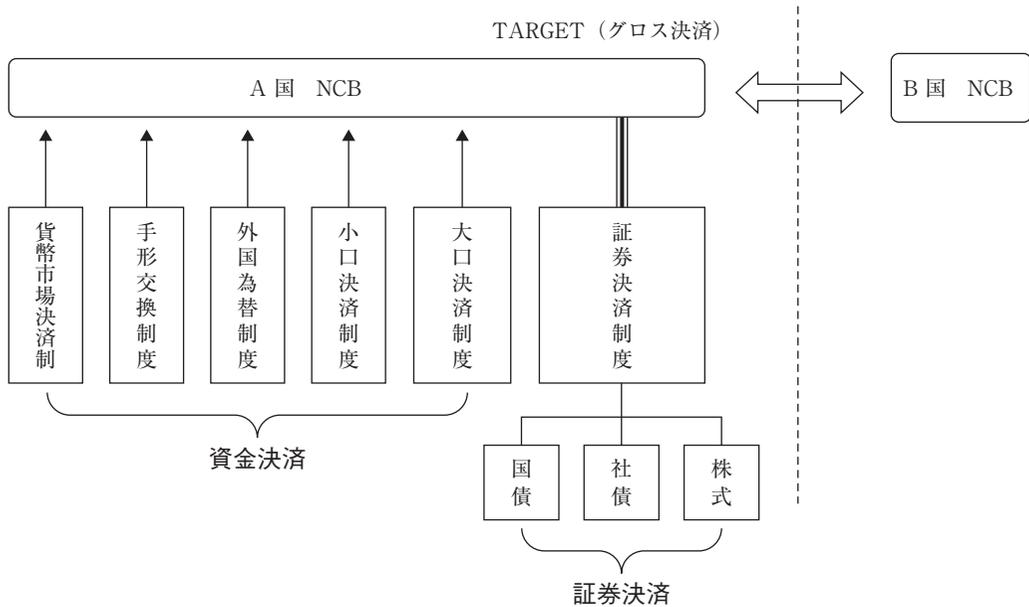
第2の目的は、ユーロシステムにおける決済制度の統合の含意をECBの金融政策との関連で考察することである。換言すれば、ユーロシステムの決済制度の統合に対して、ECBはどのような金融政策をとり、そのことがユーロシステムの決済制度にどのような影響を与えるのかを問うことである。ユーロシステムにおける決済制度の統合が進めば、決済制度に安定性もたらされるのであろうか。確かに、規模の経済によって取引コストが削減され、迅速でかつ機動的に資金が供給されることによって、決済制度の効率性は増すが、決済制度が安定するとは必ずしもいえない。むしろ、決済制度の統一が進めば、決済制度の不安定性が増大するかもしれない。

本稿では以上述べた問題意識の下で、第1章においてグロス資金決済の統合化の過程をユーロ決済即時決済システム（TARGET）改革を中心に考察し、第2章で証券決済制度の統合の動向を、証券取引所、清算機関ならびに決済機関のそれぞれのレベルで整理して述べる。第3章では、民間のネット決済制度の動きを概観する。そして、第4章でユーロシステムの決済制度の問題点を、金融政策の関連において取り上げて、効率性を追求する反面、流動性を機動的の供給する仕組みが作られていることの意味を考えたい。

第1章 TARGET 改革—ECB のグロス決済制度の取り組み

1. TARGET とは

図1 ユーロシステムの TARGET の構造



ユーロ導入前の1990年代、EUの加盟国における資金決済制度および証券決済制度は、金融自由化およびコンピューター・情報通信技術の発展の下で根本的な変化を経験した。このような金融環境の中で、加盟国中央銀行は自行の業務を再構成して、市場参加者との間の協力関係を築きながら、システミック・リスクを最小化するための規制条件を導入し、その一つの方策として国家的な即時グロス決済システム (RTGS) を開発した。

1999年に設立された TARGET (汎欧州即時グロス決済) はユーロ参加国の RTGS を繋ぐことによってスタートした。TARGET と呼ばれる EU 独自の決済制度を操作することは、ESCB における中央銀行にとってユーロ圏における決済制度の安全で効率的な機能を向上させるための一つの手段である。TARGET は中央銀行券による決済のための機構を提供するユーロ建の即時グロス決済制度である。支払取引は一つ毎連続ベースで行われ、支払指図の処理はほぼリアルタイムで完了する。支払指図の処理が完了すると、支払完了通知が、支払指図を送信した中央銀行に送られる。TARGET は、大口資金取引の決済を主たる目的として構築されたものであるが、支払金額には下限が設けられておらず、TARGET により小口の決済を行うことも可能である。また、取引の種類にも特に制限はなく、顧客取引に掛かる決済を行うことも可能である⁴⁾。

現在、ECB の支払い機構に接続されているのは、15カ国の RTGS から構成される分権的制度

である。ユーロを採用している全ての国はTARGETに参加しなければならない。他方、デンマーク、スウェーデンおよびイギリスはユーロに参加していないが、TARGETに接続している。TARGETは、大口銀行間支払いを例とする卸売り取引にとっての決済制度であり、銀行に加えて、幾つかの参加グループが国民制度に接続することを認められている。それらは、①貨幣市場で活動しているユーロ参加国の中央政府と地方政府の大蔵省、②顧客勘定の保有が当局によって認められたユーロ参加国の公共部門、③承認を受けた金融当局によって認められ、かつ監督されている欧州経済領域 (EEA) に設立された投資会社、④金融当局の監督下にある支払いおよび決済サービスを提供する機関である⁵⁾。

TARGETにおいて、中央清算機関 (セントラル・カウンターパーティー, CCP) は存在しない。クロスボーダーのTARGET支払いはRTGSを通じて処理され、中央銀行間の双務的關係において直接取り引きされる。ユーロ参加国のRTGSとECB支払いメカニズム (EPM) はインターリンクングと呼ばれる情報通信ネットワークを通じて接続されている。このシステムに参加する信用機関は中央銀行に最低準備を保有することが義務付けられており、その準備は当日決済目的で利用される。それに加えて、日中信用の供給には手数料が課されない。これらの両者によって、流動性は非常に柔軟にかつ低コストで管理されることが可能である⁶⁾。

TARGETは各国の中央銀行の機能や既存システムを最大限活用し、ECBが基本ガイドラインを定め、各国のRTGSシステムが業務を遂行するいわば「連邦制」のシステムである。その構造ゆえに、システムの非効率性および高い利用費用という点などの課題を抱えていることが明らかになった。先ず、現行のTARGETでは、クロスボーダーTARGETを利用する際の手数料は、全RTGSシステムで共通であるが、国内TARGETの手数料は各国のNCBが独自に設定しているため、国毎に異なっている。このクロスボーダーTARGETと国内TARGETの手数料格差、および国内TARGETの手数料の各国間格差が存在するため、ユーロシステムはクロスボーダー取引の無差別条件を達成できず、常に参加行の不満をかきたてた⁷⁾。この点をスキオッパは、「銀行は手数料を統一しようとするれば、費用と比べて手数料を過大に設定するか、過少に設定することになるだろう。そして、国家のRTGS間に、すなわちユーロ・決済制度を構成する主体の間に競争を強いる奇異なモデルを導入したのである」⁸⁾と論評している。

以上のような問題を克服するために、2002年秋、ECB政策理事会は、新たな技術を駆使するインフラを提供し、新たなルールと価格基準をもつ第2世代TARGETを設計した。新しいTARGETは2007年後半に導入される予定である。このTARGET IIの下で、今まで各国RTGSシステムが独自に保持していたIT (情報通信) プラットフォームが全て単一共有プラットフォームに移行される。そして、これまで各NCBが保持・管理してきた直接参加行のRTGS口座は、単一共有プラットフォームで勘定が管理される。こうした単一の共有可能なプラットフォームが開発され、全てのNCBは任意で参加することができるし、独自のプラットフォームを所有することも可能であることが決定された⁹⁾。

2. TARGET II について

① 価格設定

図 2 TARGET の使用料金

オプション A (期間手数料プラス取引費用)		ユーロ	
フラットレート		0.8	
固定費用	月々	100	
オプション B (期間手数料プラス取引費用)		ユーロ	
固定費用	月々	1,250	
(バンド)	月々取引高 (から)	(まで)	(価格)
1	1	10,000	0.60
2	10,001	25,000	0.50
3	25,001	50,000	0.40
4	50,000 以上		0.20

(出所) [S. P. R. T. 2] p. 3.

TARGET II のコア・サービスにとっての価格設計は、(ア) 中小金融機関による直接参加を促進させる広範囲のシステムへのアクセスを保証すること、(イ) 現在の TARGET I での取引の大部分の比重を占める主要な市場参加者にとって魅力的であること、以上の 2 つを目的としている。そして、RTGS モードにおけるそれらの決済処理はユーロ圏の金融の安定性に貢献し、妥当な価格での費用回復を可能にすることが見込まれている¹⁰⁾。価格案は図 2 の通りである。

TARGET II では、決済がクロスボーダーであるか国内で行われるかにかかわらず、共通の料金体系が適用される。オプション A は、低額の月額基本料金と高めの一件毎料金を基本としている。月額固定料金は 100 ユーロであり、それにプラスして支払指図一件毎に 0.8 ユーロが加算される。この場合は、利用者は支払指図を何件送付しようが、0.8 という額は保証されている。オプション B は、支払指図が増えるほどに安くなる一件毎料金および高額の月額料金を基本としている。月額基本が 1250 ユーロで、それ以外に徴収される支払指図一件毎の料金は、その参加行が同一月間に何件の指図を送付したかで決まる。例えば、1 件から 1 万件までの支払指図 1 件毎に 0.6 ユーロ、1 万 1 件から 2 万 5000 件までに 0.5 ユーロが課される。以上のように、オプション A は中小の参加行に、オプション B は大銀行に好条件で利用できると見られている。

② 日中流動性のプールの管理

十分な流動性を利用できることは、決済の実行に不可欠である。TARGET II において流動性の供給源として利用できるのは、RTGS 勘定の残高、日中流動性の供給ならびに相殺支払資金である。現在の TARGET I 制度と同様に、日中流動性の信用供与は、それぞれの NCB による適格担保に対して参加者に提供されることになる。

TARGET II への移行に伴い、ユーロ参加国 NCB は仮想勘定 (VA) を利用することによって、日中流動性をプールできるようになる。つまり、現行制度ではユーロ圏の参加行はそれぞれ域内の NCB に個々の RTGS 口座を保有しているが、TARGET II ではそれらの RTGS をグループ化でき、そのグループ内で利用可能な日中流動性をプールできるようになる¹¹⁾。

ECB は日中流動性のプールについて、次のように評価している。第一に、グループ全体で利用可能な日中流動性の限度額までの利用が可能となり、1つの口座で利用できる日中流動性よりも、はるかに柔軟に対応できると考えられる。第二に、同グループ内の勘定において全体の流動性が利用できるため、流動性信用に対する必要性はより弱くなるであろう。その結果として、担保の必要性ならびに流動性危機のリスクは低下するであろう¹²⁾。以上から、流動性をプールするという特徴は、TARGET II において決済を行う付属制度のスムーズな運営にも資するといえる。

さらに、ECB は TARGET II の担保管理の効果について次のように評価している。すなわち、流動性をプールすることによって、部分的には流動性管理を担保管理から切り離す効果が生じる。なぜならば、流動性は担保移動なしで全てのグループ勘定に利用できるからである。そのことは結果的に TARGET II の利用者にとってコストを節減させるのである¹³⁾。もっとも、担保の移動なしで流動性を利用できるのは、流動性のプール部分であって、日中流動性を信用で入手する場合には、それぞれの NCB が適格担保の保有者に対して流動性を提供する。

③ 補助的決済制度 (ancillary settlement system)

TARGET II は、全ての種類の補助的決済制度にとって中央銀行券における現金決済サービスを提供する。補助的決済制度は現在 100 以上存在し、その内代表的なものが、小口決済制度、大口決済制度、外国為替決済制度、貨幣市場決済制度、手形交換所、並びに証券決済制度である (図 1)。補助的制度にとっての TARGET II の主要な利点は、それらの決済制度は標準的インターフェイスを媒介にしていずれの勘定にもアクセスできることである。TARGET II は補助的制度 (2つのリアルタイム・モードと4つの一括処理モード) の決済のため6つの決済モデルを提供するものであり、また、TARGET II に組み込まれる補助的制度を通じて入金される現金ポジションの決済は、補助制度の所在地に関わらず、単一決済制度における参加行の RTGS ポジションの中で直接実行される¹⁴⁾。

第2章 証券決済制度の統合—民間銀行のグロス決済制度の取り組み

1. ユーロ圏の証券決済の統合は何故必要か？

証券決済制度は全体の決済制度の最もダイナミックな構成要素であり、近年、ECB にとってユーロ圏における証券決済制度の統合は、金融政策の運営ならびに金融制度の安定性という視点から中心的問題となっている。この点については、第4章で詳しく論じているが、問題の意義について説明しておこう。

取引取引における証券移転と最終決済は同時に行われる傾向があるので（いわゆる DvP）、証券取引によって生じる決済資金フローは銀行の日中流動性管理の一部となる。流動性の供給は、適格手形の事前配達あるいは同時配達によって条件付けられるので、ユーロシステムは通常証券決済制度を利用する。もし証券決済が利用できないか、あるいは機動的に機能しなければ、ユーロシステムは金融政策の実施を準備することが不可能になるであろう。あるいは RTGS 制度のスムーズな機能にとって必要な日中流動性を供給することができないであろう¹⁵⁾。このように、効率的かつ安全な証券清算決済制度は、資本市場の統合、健全な金融政策の運営、および金融安定性の確保にとって必要条件といえる¹⁶⁾。

パドア・スキオッパによれば、証券決済制度の分野においてユーロシステムが直面している課題は、小口決済や大口決済と同様に、ユーロ圏を有効性、効率性ならびに安全性を兼ね備えた単一の国内決済制度に変換することである。これまで、この変化の過程は市場および政策力の組み合わせによって促進され、また同時に妨げられてきた。

証券決済にはネットワークの外部性効果、規模の経済のような自然独占の特徴が幾つか存在し、そのうちの規模の経済は、ほとんどの国において1つないし2つの制度の併合へと導いている。他方、ユーロ圏の証券決済制度は国ごとに高度に分割された状態である。というのは、EMUの最終段階までは、証券決済制度は中央銀行の国家的管轄であったため、ユーロ導入後もその性格を引き継いでいるからである。域内における全ての証券がユーロ建になったことによって、ユーロ圏は単一の証券市場となったが、ユーロ建の証券にとって、ユーロ圏レベルの決済制度統合に向けた格闘を依然として続けている¹⁷⁾。

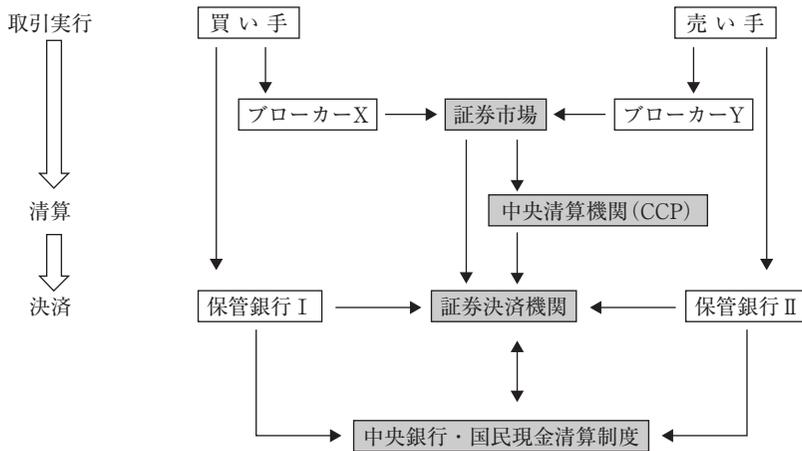
1999年1月のユーロ導入後、ユーロシステムは構成国に固有の証券決済制度をユーロ圏レベルで統合する作業を主導する立場にある。それは、金融政策の効率的なトランスミッションを保証するため、また証券市場の効率性を達成するため、そして、決済制度、清算制度において引き起こされるかもしれない流動性問題に対処するために、ユーロ圏の証券決済制度の統合が中心的プラットフォームを提供するからである。

2. 証券取引、清算・決済産業の最近の傾向

① 証券決済のプロセス

EUにおける証券決済制度の統合を論じる前に、証券決済の経過について予め説明しておく方が有用であろう。図3に示されるように、証券取引は、売買が成立して、第一の段階は取引実行の段階であり、証券の買い手と売り手を結び付ける。それは、正式な証券取引所、ブローカーあるいは両者が直接に取引を行うマッチング・システムを仲介して行われうる。第二の段階は清算であり、正確に取引を完了させるために必要とされるプロセスである。清算過程は、2つの要素から構成される。1つは、買い手と売り手が価格および値段等の取引の詳細について合意したことを確認する取引対照である。もう1つは、証券と支払現金の転送先となる勘定の証明である。

図 3 証券決済における原則的なステップ



清算は双務的に生じる場合もあり、あるいは中央清算機関（Central Counterparty、以下 CCP と略す）を利用して生じる場合もある。清算の過程では、CCP が買い手と売り手の間に立ち、そして実際には全ての売り手にとって買い手、全ての買い手にとっての売り手となり、債務不履行のリスクを最小化する。もし買い取引と売り取引が相殺されるか、あるいは清算されれば、それらのリスクはさらに低下する。

第三のステップが決済である。この段階で証券と現金が交換される。実際に物的証券を保有する代わりに、その期間、殆どの参加者の取引される証券の所有権は、証券決済機関（Central Securities Depository、以下 CSD と略す）によって維持される簿記の記帳制度によって電子処理される¹⁸⁾。

技術の進歩と欧州レベルでの法律の調和の進展は、決済機構のさらなる合併を進めてきた。その結果として、ユーロ圏におけるクロスボーダーの取引および清算・決済について、それらの件数と金額は増大した。しかしながら、クロスボーダー取引は国内の取引および清算・決済に比べて費用が多く掛かる。その理由の 1 つは、ある国（A 国）の業者が他国（B 国）の業者と取引する際に、B 国の業者は自国の取引、清算・決済制度を利用して A 国の業者と取引を行うため、クロスボーダーの取引および送金業務は、異なる制度間の取引、清算および決済になるからである。欧州委員会の提出された A.Giovannini 報告書の中で、証券のクロスボーダー取引には様々な障壁が存在し、それらの障壁のため、スムーズな取引が妨げられていることが指摘されてきた¹⁹⁾。

しかし、投資および貿易を通じた経済統合が進み、単一通貨が導入されることによって、市場はさらに国境の障壁を取り除こうとする力を増すと考えるのは自然である。M&A ファンドやヘッジファンドなどの投資ファンドあるいは機関投資家による海外投資の拡大は、決済制度の障壁を絶えず削減しようとする動員力となる。その点で、証券市場インフラストラクチャ（とり

わけ、株式取引所、CCP) と CSD の国際的な合併は、クロスボーダー取引の決済過程における障壁を取り除こうとする作用をもつため、増大する国際取引を円滑に進める基盤をつくる。実際に、過去 2,3 年の間に、証券市場インフラの統合の手段としての合併が、EU において構造変化および戦略的措置の両方の形態において、一定程度進んだ²⁰⁾。

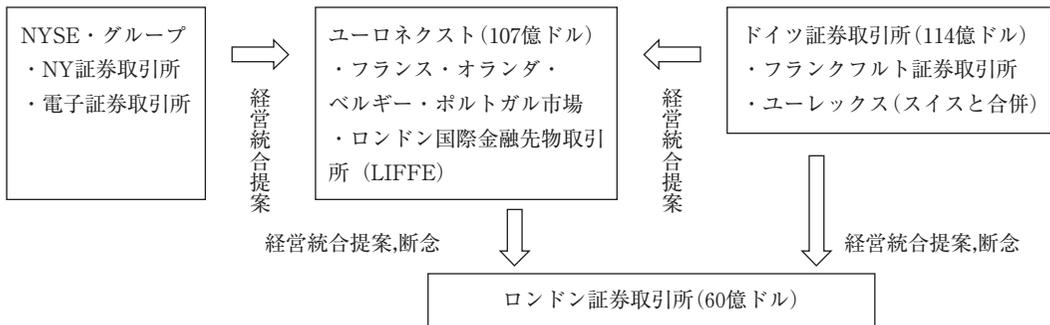
取引、清算・決済産業における合併の種類は次の通りである。

- (a) 水平的統合 : 2つあるいはそれ以上の証券決済制度による合併のような、異なる市場あるいは分野における共通のサービスを提供する機関あるいは制度の法的な合併をいう。
- (b) 垂直的統合 : 単一の機関あるいは機関グループにおける証券取引チェーンに沿って進められる異業種の活動の統合に見られるような、異なるが統合されるサービスを提供する機関の法的合併を含む。
- (c) 側面的統合 : 証券取引・清算および決済に関して、サービス、技術、特別機構および枠組みを設立すること、あるいは共有することである。例えば、DvP 制度の改善、中央精算機関機能の拡大あるいは中央銀行貨幣決済機能の改善などがある²¹⁾。

以下、3つのレベルの統合がどのように進んでいるのかを述べてみよう。

② 証券取引所について

図4 EUにおける証券取引所の再編の動き



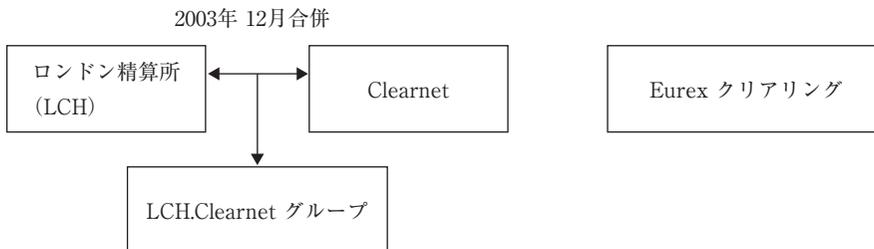
証券取引所は急速な転換と再構成の時期を経験した。1999年から2004年までの証券取引所および派生的取引所の統合の動きをみてみよう。異なる証券取引所の数は1999年1月の31から2004年10月の22へ減少した。国家レベルで最近の合併の多くは地域的取引所の合併(例、ドイツ)と現金市場と派生取引市場の間の合併である。2002年8月に、アテネ証券取引所とアテネ派生商品取引所が合併し、アテネ取引所を形成した。現金市場と派生商品市場の統合はまた、さらなるクロスボーダー統合への道を前進させた。ポルトガルでは1999年時点で既に証券取引所と

派生商品市場は統合されていたが、2002年2月にポルトガル取引所はユーロネクスト・グループに加わり、同グループに完全に所有される子会社となった。もう1つの国家的合併イニシアティブは全てのスペインの市場をカバーする新たな単一の持ち株会社の創設である。今日、EUにおける証券取引所は、ユーロネクスト、ドイツ証券取引所およびロンドン証券取引所の3つに統合され、さらに、2006年12月、ユーロネクストはNY証券市場を運営するNYSEと統合することを決定した(図4を参照)。

③ Clearing (清算)

証券取引所の展開と同様に、近年、証券取引転記のインフラストラクチャにおける統合が起きている。次に、CSDと並んで証券市場のインフラを構成するCCPの統合を見てみよう。

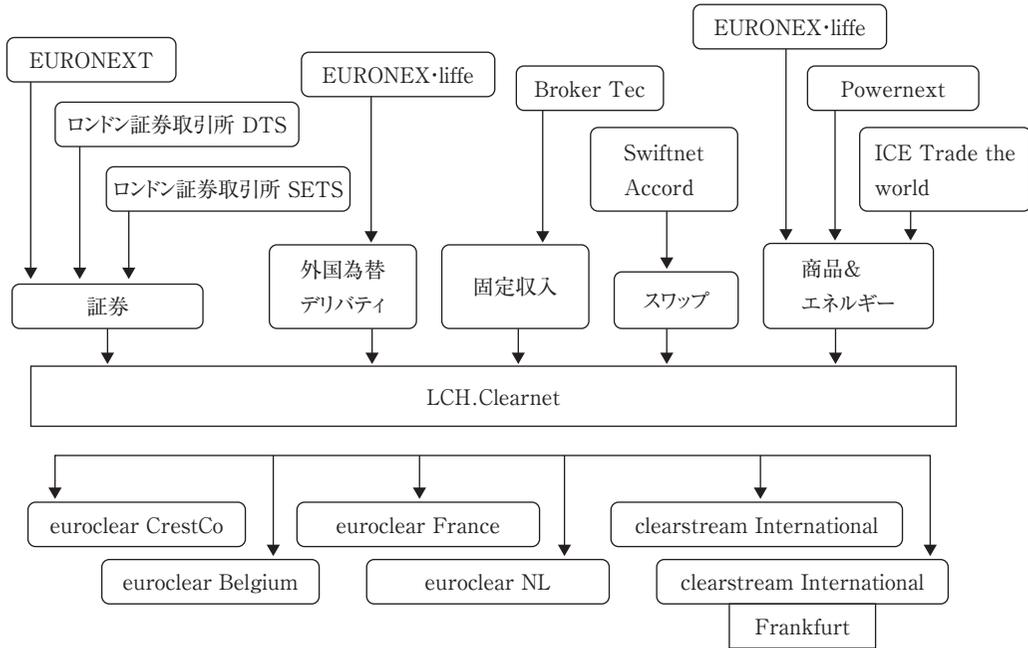
図5 CCPの業界図



証券取引の清算は、一般に中央清算機関(CCP)の利用を通じて行われる。CCPは不履行のリスクを最小化するのに役立つ。また、CCPのもう1つ利点として、相殺による流動性の節約効果も挙げることができる。

しかし、CCPは健全なリスク管理制度を必要とするため、CCPを確立するには多くの費用を負担しなければならない。リスク管理制度には、加盟者の定期的なモニタリングと同様に、健全な収益政策、担保管理処理および豊富な自己資本が含まれる。それに加えて、CCPは加盟者がリスクを管理するインセンティブを持てる方法で構成しなければならない。費用効果を上げるには、最低限の可能な収益と担保の効果的利用を保証するために、CCPはリスクを迅速に評価する手続き方法を持つ必要がある。全ての保険制度と同じように、CCPはモラルハザートと逆選定のような情報の非対称性による市場の失敗にさらされる。さらに、CCPは分散した市場における個々の業者に対するリスクよりはむしろオペレショナル・リスクに集中するので、能力に欠ける業者の破綻の波及効果はより大きな脅威となるであろう²²⁾。

図6 LCH.Clearent グループの取引関係



ユーロ導入後のEUにおけるCCPの統合過程は、証券市場および決済の分野より相対的に顕著といわれている。ヨーロッパでは、近年まで国際的なCCPとして機能する精算所はほとんどなかった。しかし、証券取引所のクロスボーダー合併の出現と清算・決済制度の統合に伴い、主要なCCPの分野に3つの極が出現した。すなわち、①ロンドン精算所(LCH)、②Clearentおよび③Eurexクリアリングである(図5を参照)。LCHは分割された所有と統治構造を長く維持しているが、ロンドン証券取引所とCrest、すなわちイギリスのCSDと業務を密に連携していた。近年、CCPプロジェクトは、ロンドン証券取引所、LCHならびにCrestによる共同の企画として確立されており、証券決済のためのCCPを設立することになった²³⁾。

第二の極、ClearentはEuronextの確立とともに形成された。すなわち、Euronextはパリ証券取引所、アムテルダム証券取引所の共同プラットフォームのことであり、Euronextはベルギー、フランス、オランダにおける水平的統合の形態といえる。後に、ポルトガル証券取引所もEuronextに参加した。EuronextにとってClearentがCCPの役割を果たすこととなった。図6はLCH.ClearentグループにおけるCCPの取引関係を鳥瞰したものである。CCPは証券取引の清算ばかりでなく一般の商品・エネルギーおよび派生的取引等の清算も行っている。そして第三の極は、Eurexクリアリングをもつドイツ証券取引所である。それらに加えて、スペインのMEFF、イタリアのCC&C、Virt-Xと取引されたポジションを相殺するために確立されたX-Clearのような他の小さなCCPも存在する。

2003年12月に、LCHとClearnetが合併し、LCH.Clearnetグループを形成し²⁴⁾、ヨーロッパで最も巨大で多様な機能をもつCCPとなった。さらに、LCH.Clearnetグループはイングランド銀行と決済協力関係を結んだ。これによって、LCH.Clearnetグループの現金決済ならびに差益支払は保護支払制度(Protected Payments System; PPS)を通じて行われる。PPSはグループの加盟者に代わって資金の受け払いを行う多くの決済銀行によって構成されており、PPSの中心に集中銀行が複数存在する。その1つは、ポンドとユーロのための銀行、1つはドルのための銀行、そしてもう1つが他の通貨のための銀行である。イングランド銀行は、LCH.Clearnetグループにとって、ポンドとユーロ建支払のための集中銀行となったのである²⁵⁾。

④ 決済 (settlement)

証券取引における取引の実行と清算後の最後の段階が決済である。この段階で、証券と現金が交換される。証券の現物を実際に保有する代わりに、ほとんどの参加者の正式な取引証券の所有権は証券決済機関(CSD)に維持されている簿記の記帳制度によって電子処理される。ところで、証券決済制度と資金決済制度の間には相違点がある。

- ・ 商業銀行間で生じる決済では、中央銀行は資金決済制度において、証券決済におけるCSDほど積極的な役割を果たさない。
- ・ 証券決済は余剰資金準備と証券の両方の利用を準備する必要があり、それゆえ順番待ちの機会を増やす。
- ・ 原則として、現金のように証券は代替可能ではなく、類似した商品がポジションのネットティングのために必要とされる。

清算・決済制度は、信頼と効率性の高い基準を満たす必要のある証券市場のパイプラインとしばしば呼ばれる。毎日処理される巨額の取引があるので、支払いや仕向け地への証券の配達を妨げるか、あるいは遅らせる混乱が生じると、深刻な流動性圧力や損失が引き起こされ、そして極端な場合には証券市場全体が不安定化するであろう²⁶⁾。

クロスボーダーの証券決済には、原則として4つのオプションが存在する。第一に、もっとも広く利用されているオプションは、地方代理店の利用である。原則として、地方代理店は国民CSDの会員である金融機関である。地方代理店は非居住者に十分な決済サービスを提供し、十分な顧客層をもつ地方代理店は域内における顧客間取引の決済も行う。かれらは、国民CSDと国際的CSDを間接的に連結させることによってまた、このサービスも提供する。

第二に、クロスボーダーの証券決済を行う別のオプションは、証券が発行される国における国民CSDを直接利用することである。ユーロ圏を構成する諸国に存在するCSDの数は、1999年の23から2004年18へ減少した。これは、ユーロ圏における国際的なCSDの統合を示すものである。それぞれのCSDはその国特有の歴史、制度、技術的および法的環境をもち、単一のCSDは全体の証券産業の活動を支援するものの、幾つかの国においては、それぞれのCSDの役割は

市場のある一定の範囲（例、公債、株式、地方自治体債の決済）に制限されている傾向がある。ほとんどの国民CSDの国家的特徴は、取引転記産業の分割を招き、それによって産業はEU市場の国境を超えて業務を行う参加者の必要性を適切に満たすことができなかった²⁷⁾。CSDを通じた汎ヨーロッパ清算・証券決済インフラストラクチャは依然として分断されたままである結果として、証券産業はEU市場の国境を超えて業務を行う参加者の必要性を適切に満たすことができなかった。それゆえ、EU域内のクロスボーダーの証券移転は広範囲に代替的なチャンネルの使用、すなわち保管銀行あるいはICSD（後述する）に依存してきたのである。

第三に、株式取引業者間で好まれるオプションは保管銀行（Custodian）の利用である。株式は確定利付き証券より雑多な金融商品であり、発行企業と株式保有者の間の持続的な情報交換を必要とする企業行動に関して、特に管理することがより複雑である。このことは、クロスボーダーの清算・決済を挑戦的なものにする。保管銀行とは、海外投資家に対し国内CSDの保管および決済サービスを提供する仲介機関である。CSDとは異なり、保管銀行は第一次的保管業者としては行動しない。海外銀行と国内CSDの間の連絡をスムーズにする能力、ならびに地域の専門知識を提供するという地方保管銀行の能力は、過去30年間以上、証券のクロスボーダー取引の向上に大きく寄与してきた。グローバルな保管銀行は、例えば、いくつかの市場をカバーするために一連のサービスを拡大してきたが、準保管銀行（地域地点を含む地方営業所）のネットワークを利用し、多くの国におけるクロスボーダー・ポートフォリオの決済を設定するための単一窓口を機関投資家に対し提供している。グローバル保管銀行はまた、彼ら自身の勘定の中で行内の証券決済を行うが、保管機能により特化しており、それゆえ顧客に代わって広い範囲の資産を保有する²⁸⁾。ヨーロッパにおける主導的な保管銀行は、2004年時点で資産規模において世界6位のUBSであり、続いてBNP Paribas（世界第8位）、HSBC（世界第9位）であった。近年において、大陸ヨーロッパの小規模の企業は、幅広くかつ洗練された商品を地理的広範囲に取り扱うことのできる巨大アメリカ銀行に対し地位を奪われてしまうことに強い脅威を受けているため、グローバルな保管銀行は、競争密度の高い分野となっている²⁹⁾。

最後のオプションは、国際証券決済機関（International Central Securities Depository, ICSD）を利用することである。当初、2つのICSDがユーロ債市場における決済を目的に1960年代後半にヨーロッパで創設された。それらがCedelとEurolear銀行であり、越境する有価証券の決済に関する後方支援の問題点を克服することを意図していた。2つのICSDは次の2つの技術を導入した。1つは物理的な証券の移動の代わりに果たす移転の簿記登録であり、2つ目は、一連の個々の債券を明記することなく、ICSDにおける勘定保有者は一定額の証券によって保管銀行内の勘定の預金に信用貸しされるという代替可能性の概念である。

2000年にルクセンブルグを拠点とするCedel銀行はドイツbörsen手形交換所と合併し、それぞれ50%の株式保有でClearstream Internationalを設立した。2002年7月にドイツbörsenはCedelの保有株の50%を取得した。持株会社Clearstream InternationalはClearstream Banking

ルクセンブルグ、Cleanstream Banking フランクフルトおよび Cleanstream サービス・ルクセンブルグという3つの主要な子会社を所有し、主な金融センターに共同の代表事務所を置いている。Clearstream International は33の市場で38通貨における証券取引を清算・決済を行っている³⁰⁾。

もう1つのICSDであるEuroclear銀行はブリュッセルに拠点を置き、EuroclearPLCによって所有されている。Euroclearグループは、2001年にEuroclearとフランス国民CSD Sicovamの合併によって形成され、2002年にオランダのNecigefと合併し、同年にCrest(イギリス)と合併し、さらに2005年にベルギーのCIKと合併した。Euroclearはまた2000年にアイルランド政府債の決済制度(CBISSO³¹⁾)の機能を引き継いだ³²⁾。

CleanstreamとEuroclearの他に、次のような動きがEUレベルで見られる。2003年にスウェーデンのOMグループはフィンランドのHEXグループの全てと合併する提案を成功させ、OMHEXを形成した。その新しいグループの目的は、ノルウェイとバルチック諸国にとっての統合された証券インフラストラクチャを早く作ることであり、それゆえ水平的統合の方法によって、その地域の取引転記機構に効率的な利益をもたらすことを期待している。ラトビアとエストニアのCSDと共にAPK(フィンランドのCSD)は、2005年にOMHEXに所属している。また、垂直的統合の機運は、ドイツ、イタリアおよびスペインなどの国レベルで見られる。ドイツとイタリアでは、証券取引所がそれぞれの清算・決済制度の主要な株主あるいは独占的な株主となった。スペインでは、証券取引所と記帳取引制度が単独のBolsasy Mercados Españoles(BME)の下で今日統合されている³³⁾。

CleanstreamとEuroclearの利用は、利付債券市場において決済が最も広く利用されているオプションである。彼らの顧客はクロスボーダー市場における全ての主要な参加者を包摂しており、その市場によって彼らはEU域内の多くの取引を決済できる。CleanstreamとEuroclearはICSDと銀行という地位から利益を享受している。とくに4つの欧州CSDを所有するEuroclearは、そのいずれも独占体であるので、ヨーロッパの銀行を主導することによって多くの批判をあびている。つまり、子会社間のクロス取引と不公正な競争の創出を指摘して、市場の公共性と商業業務という二重の役割を悪用しているという主張である³⁴⁾。

第3章 ネット資金決済制度の動き

ユーロ圏のネット決済制度として、EURO 1、ドイツのEAF(Euro Access Frankfurt)、フランスのPNS(Pairs Net Settlement)およびSTEP 1がある。EURO 1は唯一のEU規模の大口決済制度であり、それらの中で取引量と金額の点で最も規模が大きい。これは、ユーロ銀行協会(EBA)、すなわち、EUベースの商業銀行と非EU銀行の支店によって構成される機関であり、ユーロの支払いとユーロ建取引の決済にかかわる資金移動にとっての共同場である³⁵⁾。この制度は、ECBにおける中央銀行券でその日の終了時に決済を行う。参加銀行はECBとの信用ライン

の確立およびスタンド・バイ流動性プールの維持を義務付けられていることが、信用リスクおよび流動性リスクを抑制する働きをしている。参加決済銀行は決済資金を確保するため、各行の均等割りで合計 10 億ユーロの流動性基金 (Liquidity Pool) を ECB における EBA Clearing の口座に維持している。この基金は、負けポジションについての不払行が発生した場合に備えるためのものであり、このため各行の支払限度額 (debit cap) と被仕向限度額 (credit cap) は、この 10 億ユーロを超えることができない³⁶⁾。

このように、ECB は EURO 1 に対し最終的な資金の受け渡しを行う決済サービスを提供する代わりに、EURO 1 は ECB に 10 億ユーロの担保流動性を保有しなければならない。また、ECB は EURO 1 に対する監督当局である。

EURO 1 は 2006 年 5 月時点で、EU 21 カ国 EU 域外の 5 カ国 (オーストラリア、日本、ノルウェイ、スイスおよびアメリカ) の計 26 カ国から 137 行が参加している。表 1 で示されるように、EURO 1 の加盟銀行は 2000 年から 2006 年までに、EU の中東欧への拡大もあり、大幅に増加し

表 1 Euro 1 の参加行数

国名	2000 年 9 月 参加行数	2006 年 5 月 参加行数
オーストラリア	1	1
オーストリア	2	4
ベルギー	3	4
デンマーク	2	2
フィンランド	2	4
フランス	8	23
ドイツ	6	6
ギリシャ	1	3
アイルランド	2	3
イタリア	9	22
日本	1	1
ルクセンブルグ	3	6
オランダ	3	5
ノルウェイ	1	3
ポルトガル	4	12
スペイン	7	12
スウェーデン	4	4
スイス	1	1
イギリス	7	11
アメリカ	3	4
エストニア		1
ラトビア		1
ポーランド		2
スロベニア		1
ハンガリー		1
合計	70	137

(出所) EBA

表2 EURO 1の取引額 (単位: 10 億ユーロ)

	1日平均取引量	1日平均取引金額
Sep-06	186,570	198
Aug-06	167,407	182
Jul-06	187,802	194
Jun-06	190,267	195
May-06	192,348	187
Apr-06	200,369	196
Mar-06	186,784	175
Feb-06	180,442	173
Jan-06	167,972	166
Dec-05	199,172	177
Nov-05	183,327	165
Oct-05	186,497	166
Sep-05	181,657	167

(出所) <http://www.abe.org/>

た。EURO 1の最近の取引量をみると、2005年9月から2006年9月までの1年間で、1日平均の取引件数はほとんど変化はないが、1日平均取引金額は167億ユーロから198億ユーロへと増加した(表2)。しかし、ECBの資料によって5年間を見ると、EURO 1の1日平均の取引件数は増大したが、1日平均の取引金額はほとんどかわっていない。

EBAは大口決済システムであるEURO 1に小口決済モードを作ることにより、クロスボーダーの小口決済制度を創出した。それがSTEP 1である。STEP 1は翌日決済を行うクロスボーダーの小口決済制度である。STEP 1では、EURO 1への直接参加銀行であるEURO 1銀行のほかに、小口決済だけを行うSTEP 1銀行が追加される。各STEP 1銀行は、EURO 1銀行の中から決済銀行を指定して、STEP 1における自行ポジションの清算を委託する³⁷⁾。

STEP 1と平行して、2003年4月にSTEP 2 (Straight Through Enterprise Processing) が営業を開始した。STEP 1とは異なり、大口の商業および小売り支払いを処理し、清算・分類機能を提供する。参加銀行は全ての小口支払を1決済日に単一のファイルに送り、STEP 2は受取人のファイルを開き、受取人に応じて支払を分類する。そしてそれらのファイルを確認してから、翌日の決済のためEURO 1システムに送る³⁸⁾。STEP 2を通じて処理される支払数は急速に増大し、2004年1月には5万7千、同年3月には8万1千になった。この制度に直接的および間接的にアクセスする銀行は約1100行に上る。

EAF (Euro Access Frankfurt) は、ドイツのヘッセン州中央銀行が運営する決済システムである。1990年よりマルクのネット決済システムとして稼動を開始し、貨幣市場、外為市場、顧客

の支払い、コルレス銀行取引などに関わるマルク取引の決済を行ってきたが、ユーロ導入に伴って、ユーロの決済システムとなった³⁹⁾。その後、①ユーロ導入により、EAFの決済量が半減したこと、②これにより、EAFのネットイング効率が低下したことと、③先行きについても、CLA銀行の稼動により、さらに決済量の減少が見込まれることから、自国の決済制度の効率性を高めるために、ネット決済システムであるEAFとドイツのRTGSシステムであるELS (Euro Link System)を統合して、RTGS^{plus}という新たな決済システムを構築した⁴⁰⁾。その結果として、EAFの取引はRTGS^{plus}に吸収された。

PNS (Paris Net Settlement) は、CRI (Central des Reglements Interbancaires: 銀行間決済センター) が運営するフランスのネット決済システムである。PNSは1997年2月より、フランスのネット決済システムとして稼動していたが、ユーロ導入に伴い、ユーロの決済システムとなった。PNSは1999年4月より、決済の仕組みを変更し、1日1回のネット決済から、日中に連続的にネット決済を行う仕組み (continuous settlement system) となった⁴¹⁾。

SEPI (Servicio Espanol de Pagos Interbancarios) は、マドリッド手形交換所が運営するスペインのネット決済システムである。SEPIは1997年5月より、スペイン・ペセタのネット決済システムを行っていたが、ユーロ導入に伴い、ユーロの決済システムとなった。スペインのSEPIは決済量の低下傾向が止まらず、事実上取引額はなくなっている。

ユーロ導入に伴い、ユーロ参加国のネット決済システムはグロス決済システムに統合される傾向にある。フランスのPNSの場合、ネット決済を日中に連続する制度に変更されており、ネット決済がグロス決済化している。ドイツの場合、ネット決済システムのEAFはグロスシステムに組み込まれた。もっとも、グロス決済システムに統合されても、ネットシステムは消滅しているのではなく、並存する形で稼動を続けている。

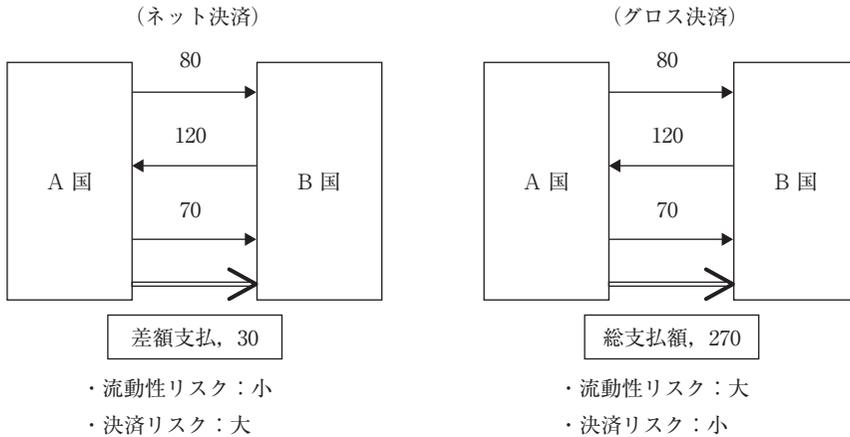
第4章 決済制度の統合の含意—結びにかえて

1. グロス決済制度の意味

EUにおける資金決済ならびに証券資金決済の統合化の動きは、ネット決済からグロス決済を推し進める働きがある。ネット決済からグロス決済によって、確かに決済リスクは削減されるが、逆に、取引ごとにリアルタイムの決済資金のための流動性が必要になることから、流動性リスクは増加すると考えられる。流動性リスクが顕在化すれば、決済制度の破綻を導くシステミック・リスクの恐れが生じる⁴²⁾。ゆえに、EUにおけるグロス決済システムの統合化は、民間の金融機関に流動性リスクを増幅させる作用がある点に留意しておこう。

図7の例で示すと、A国とB国間で3つの決済を行なう場合に、最終的にA国はB国に対して支払差額の30を支払えばよいので、流動性リスクは小さい。しかし、相殺される120については、両国の市中銀行は国内の多くの取引業者からの送金や取立てなどを通じて決済資金を確保しなければならない。もし市中銀行は取引時刻までに資金を用意できなければ、決済できない事

図 7 ネット決済とグロス決済



態が生じる。そうした場合に、決済リスクが顕在化する。

他方、グロス決済の場合、A国とB国の間で取引毎に決済を実行する必要があるので、決済リスクは削減される。しかし、決済毎に必要な流動性を調達しなければならず、図7の場合、総支払額270の流動性が必要となる。今度は逆に、巨額の資金を確保できるかどうかの不安が生じる。EUのグロス決済システムはこのような流動性リスクを常に背負うことになる。

2. 金融政策との関連で

次に問題になるのは、ECBの金融政策のあり方である。中央銀行は金融システムの安定性という観点から、流動性リスクを最小化するために、常に市場へ流動性を供給する立場に立たされる。すなわち、決済制度に必要な決済現金が市場で不足していれば、ECBは貨幣需要にアコモデイトする形で、流動性を供給しなければならない。そうしなければ、決済が滞り、システムミック・リスクが顕在化し、金融システムが麻痺するからである。中央銀行は民間金融機関が適格担保を持っていれば、アウトライイトならびにレポ取引によって、民間からの資金需要の性格如何によらず、流動性を供給するのである。しかしポイントは、どのような目的で民間銀行から資金が必要されるのかという貨幣需要の性格である。

貨幣に対する需要を社会的な貨幣流通としてとらえなおしてみると、(a)再生産という実物の世界からの貨幣需要のほかに、(b)金融流通からの貨幣需要、ならびに(c)不動産流通からの貨幣需要があり、それら三層の違ったレベルでの貨幣需要がある。(b)金融貨幣需要は、例えば、債券流通の世界において、債券という有価証券が売買される際に、その流通が必要となるが、そこで生じる貨幣需要である。債券の価格と取引量が増大すれば、そこで求められる貨幣の分量は増加しよう。さらに、債券価格の変動を見計らって、投資のチャンスが来るまで待機している貨幣が存在する。これは積極的な利益の獲得を目的として、金融資産として保有されるものである。(c)不動産流通からの貨幣需要は、不動産が売買される際に、その流通から必要とされ

る貨幣需要である⁴³⁾。近年一部の EU にみられる住宅価格の高騰の背景には、住宅を個人保有の目的ばかりでなく、転売目的で購入する際に、住宅ローンが利用されることがある。そのように借り入れられる貨幣は住宅物件の流通において必要とされる。

(b) および (C) の金融流通からの貨幣需要において、債券ならびに不動産は一般の商品とは異なる特殊性のゆえに、投機の対象となり、そのため投機を目的として貨幣が必要とされ、銀行制度から証券流通および不動産流通へと供給されることとなる。このような種類の貨幣需要に基づく銀行の貸付は、目的別融資規制でも行われないう限り、継続されるであろう。そして証券市場および不動産市場での取引の決済に用いられる貨幣の分量は増すけれども、貨幣需要の性格は問われることなく、中央銀行は市場の貨幣需要にアコモデイトして、流動性を機動的かつ弾力的に供給するのである。その過程において、特殊な商品としての証券および不動産は投機的様相を見せる。

ECB の金融政策の目標は物価の安定であり、物価の対象は一般物価水準である。直接的には一般物価水準である HICP (総合消費者物価指数) を目標の対象としていて、有価証券価格と不動産価格は政策目標の情報変数としての位置付けしか与えられていない。消費者物価水準が 2% 程度で安定する限り、ECB は貨幣市場に必要な資金を供給し続けている。そこで問題としたいのは、HICP は安定してはいるが、住宅価格あるいは不動産価格は高騰しているという現実である。この問題を、ECB は物価安定を目標とする際の貨幣供給量の管理という点から述べてみよう。

ECB にとって貨幣供給残高は物価安定を達成するための 2 つの柱を成す 1 つであるが、HICP とマネーサプライ M3 との相関関係は薄れてしまい、短期的な操作目標としての M3 としての有効性は意義を失っている。ECB は物価水準の操作目標としての M3 の参照値を 4.5% と公表しているが、実際の貨幣供給残高は 4.5% を大幅に上回っている。物価水準の指標である消費者物価水準と貨幣供給残高との相関関係が薄れてしまった原因として、金融流通からの貨幣需要と不動産流通からの貨幣需要によって貨幣ストックが増大していることが考えられる。フィッシャーの方程式によれば、貨幣供給残高の増加率が物価水準の上昇率が、貨幣流通速度が低下したと見なければならぬ。しかし、方程式の V は本来所得流通速度であるが、先に述べた貨幣の社会的流通の (a) の取引流通における速度と考えられる。その意味での貨幣流通速度が低下したとは考え難い。貨幣流通速度に変化がなければ、異なる要因が作用しているとみるべきである。すなわち、貨幣は金融流通における決済通貨として利用され、あるいは不動産流通の決済通貨としても利用されるため、それらの流通に拘束される貨幣ストックが増大するのである。

アイルランドでは、ユーロ導入以降、2001 年第 3 四半期から 2002 年第 2 四半期までの時期と 2005 年第 4 四半期を除く全ての期間において、住宅価格の上昇率 (対前年同期比) は 10% 以上を記録している。スペインでも、新規住宅価格の年間上昇率は 2003 年 15.9%、2004 年 16.5%、中古住宅価格の年間上昇率は 2003 年 18.4%、2004 年 17.5% と極めて高い伸び率を見せてい

る⁴⁾。

銀行は決済制度を担う貨幣機関であるがゆえに、預金準備率や自己資本規制等の他の金融機関とは異なる規制の下に置かれ、自制を求められる。しかし、そうした規制が銀行にとって他の金融機関と競争する際に重荷となると、さらにそのコストを上回るだけの収益を生み出すために、有価証券投資、不動産投資、あるいはデリバティブ取引のような収益率が高いけれどもリスクの高い分野に進出を図らなければならない。その結果として、銀行の経営基盤が不安定となり、決済制度の基盤が脆弱化することになる。EUの決済制度が統一を進めるほど、グロス決済に必要な流動性を機動的に供給することが求められる。そのことは同時に、ユーロシステムにおける決済制度の存立基盤を弱める作用を生み出しているのである。

注

- 1) 金融制度の決済制度を社会的インフラストラクチュアとして見たときの意義について、宇沢弘文の論文から引用して述べておこう。宇沢は社会的共通資本を3つに分割して、その中に「制度」資本を位置づけている。すなわち、社会的共通資本は、「自然環境」(大気、森林、河川など)、「社会的インフラストラクチュア」(道路、交通機関、下水道など)、「制度資本」(教育、医療、司法、金融制度など)に分類できる。その中でも、金融制度を含む制度資本は、重要な役割を担っている点を宇沢は次のように指摘する。「社会的共通資本はいずれも、市民の一人一人の人間の尊厳を守り、魂の自立を支え、市民の基本的人権を最大限に維持し、産業の発展と経済循環の安定性をはかるために、不可欠な役割を果たす。とくに産業の発展と経済環境の安定化という観点からは、金融を中心とする制度資本が重要な役割を果たす」。(宇沢公文、2000年、4ページ)。また、金融制度は、それぞれの分野における職業的専門家の専門的知見によって管理・運営されるべきものであって、官僚的基準や市場的基準のみによって管理・運営されるべきものではないと述べ、さらに、社会的共通資本の有り様は、それぞれの国の経済的・社会的構造を規定すると主張する。この引用箇所は、鈴木芳徳、1「制度論の位相と制度設計」(2005年)の中で宇沢の社会共通資本に関する考察において引用されている。本稿の社会資本の一形態としての金融システムの意義についての理解は、鈴木教授に拠るところが大きい。
- 2) 単一通貨の導入による単一の決済圏を創ることは、クロスボーダー決済と国内決済の差異をなくすことを意味する。例えば、ミラノとロンドン間(ユーロ国と非ユーロ国)の取引はクロスボーダー取引であるが、ミラノとブリュッセル間(ユーロ国同士)のユーロ建クロスボーダー決済は国内決済と同じである。そこで、ユーロ圏が単一の決済圏であるためには、ミラノとブリュッセル間の決済の費用、速さ、安全性は、ミラノとローマ間の決済と同じでなければならない。これは中立の条件といわれる。……1999年1月のユーロ導入直後、ユーロ圏は決済の中立の条件を満たすにはほど遠かった。ユーロ圏における国家間の小口資金移転は構造的に、しばしば季節的に、国内の資金移転よりも高価で、遅く、そして信頼性に欠けていた。大口決済についても、TARGETはユーロ圏におけるリアルタイムでの中央銀行券の移転を保証するが、国家間の決済については中立の条件を満たしていなかった。……単一通貨の導入は、欧州共通の決済制度の構築にとっての前提条件となり、かつインセンティブとなった。ユーロ導入によって、国際決済と国内決済の差異に関して、為替リスクの点では障害がなくなった。インセンティブとは、規模の経済の著しい増加と、規模の制限された数多くの制度から単一の巨大なユーロ決済圏へ移行することによって供給されるネットワークの外部効果である。そして、民間の利用者は安価で、かつ安全なサービスを必要とするため、単一の決済システムに対する必要性は強まる。(Padoa-Schioppa, 2004, pp. 125-126.)
- 3) Padoa-Schioppa, 2004, p. 126.
- 4) 中島・宿輪, 2000年, 153ページ。

- 5) Reszat, B., 2005, pp. 97–99.
- 6) Reszat, B., 2005, pp. 98–99.
- 7) 大田, 2006年6月号, 41 ページ。
- 8) Padoa-Schioppa, 2004, p. 133.
- 9) Padoa-Schioppa, 2004, p. 133.
- 10) ECB, Second Progress Report on TARGET 2 [S. P. R. T. 2], p. 3.
- 11) ECB, [P. R. T. 2], p. 2.
- 12) ECB, [P. R. T. 2], p. 2.
- 13) ECB, [P. R. T. 2], p. 2.
- 14) The Eurosystem, *Target 2-Innovation and Transformation*.
- 15) Padoa-Schioppa, 2004, pp. 133–134.
- 16) Schmiedel, H., Shönenberger, A., ECB, *Occasional Paper Series*, No. 33, July 2005, p. 5.
- 17) Padoa-Schioppa, 2004, p. 134.
- 18) Reszat, B., 2005, pp. 110–105.
- 19) The GiovanniniGroup, April 2003.
- 20) ECB, *Occasional paper*. No. 33, p. 10.
- 21) ECB, *Occasional paper*. No. 33, p. 10.
- 22) Reszat, B., 2005, p. 103.
- 23) Reszat, B., 2005, p. 103.
- 24) LCH. Clearnet, Press Release, 'LCH. Clearnet merger completes', 23, December 2003.
- 25) LCH. Clearnet, Press Release, 'HCH. Clearnet Lid establishes payment arrangements with the Bank of England', London, 29, September 2005.
- 26) Reszat, B., 2005, p. 105.
- 27) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, p. 13.
- 28) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, p. 15.
- 29) Reszat, B., 2005, p. 106.
- 30) Reszat, B., 2005, p. 106, ECB. *Occasional paper*. No. 33, p. 14.
- 31) the settlement system for Irish government bonds.
- 32) ECB, *Occasional paper*, No. 33, p. 14.
- 33) ECB, *Occasional Paper*, No. 33, p. 14.
- 34) Reszat, B., 2005, p. 107.
- 35) Reszat, B., 2005, p. 98.
- 36) 中島・宿輪, 2000年, 166–167 ページ。
- 37) 中島・宿輪, 2000年, 199 ページ。
- 38) Reszat, B., 2005, p. 101 および <http://www.sungard.com>. の BEA Step 2 を参照。
- 39) 中島・宿輪, 2000年, 170 ページ。
- 40) 中島・宿輪, 2000年, 181–82 ページ。
- 41) 中島・宿輪, 2001年, 176 ページ。
- 42) Martin, A., *Economic Review*, First Quarter 2005 を参照。
- 43) 鈴木『金融論』, 第3章「金融市場」を参照。
- 44) BANCO DE ESPANA, Summary Economic Indicators, 8-November-2006.

参考文献

BANCO DE ESPANA, *Summary Economic Indicators*, 8-November-2006.
 Bank of England [BOE]. 'Strengthening Financial Infrastructure', *Financial Stability Review*, December,

2004.

BOE. 'Strengthening Financial Infrastructure', *Financial Stability Review*, June, 2005.

ECB. Second Progress Report on TARGET 2 [S. P. R. T. 2], Oct. 2005.

BOE. 'Tearing in UK payment Systems: Credit risk implications', *Financial Stability Review*, December, 2005.

ECB, 'the evolution of Large-value Payment Systems in the Euro Area', *Monthly Bulliten*, August. 2006.

ECB, *Monthly Bulliten*, Oct, 2005, Nov. 2006.

European Commission, '*the Giovannini Group, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*', Brussels, April 2003.

Financial Times, various issues.

Forssbæk, J., Oxelheim, L. (2003). *Money Markets and Politics*, Edward Elgar, Cheltenham.

LCH. Clearnet, Press Prease, various issues.

Martin, A. (2005). 'Recent Evolution of Large-value Payment Systems: Balancing Liquidity and Risk', Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, First Quarter.

Padoa-Schioppa, T.(2004). *Euro and Central Banks*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Reszat, B.(2005). *European Financial Systems in the Global Economy*, John Wiley & Sons, Ltd.

宇沢弘文・花崎正晴編『金融システムの経済学』東京大学出版会, 2005年。

大田瑞希子「ユーロの流通を支えるEU決済システムの進化(上),(下)」『世界経済評論』2006年6月号, 7月号。

鈴木芳徳『現代証券金融論の課題』白桃書房, 2005年。

鈴木芳徳『金融論』ミネルヴァ書房, 1995年。

中島真志・宿輪純一『決済システムのすべて』東洋経済新報社, 2000年。

松浦一悦『EU通貨統合の新展開』ミネルヴァ書房, 2005年10月。