

アメリカにおける決済機関統合の動き

福本 葵

1 はじめに

一九九九年三月二日、The Depository Trust Company (以下、DTC) と National Securities Clearing Corporation (以下、NSCC) は、二つの会社を統合する計画を発表した。そこで、本号では、DTC、NSCCのそれぞれの設立経緯、機能、現状を説明し、なぜ、この度、二社が統合するに至ったか、新たな組織はどのようなものかについて、その概要を述べたい。

2 DTCとNSCCの機能

(1) 証券決済の四プロセス

証券売買が完了するためには、売買約定後その契約が履行されなければならない。約定された取引は、計算、照合、清算、振替(又は、受渡)という四つのプロセスを順番に踏襲する。この四つのプロセスが完了してはじめて、売買された取引は完了する。このプロセスのうち、主に、照合と清算を担当するのが、NSCCを代表とする清算会社であり、保管振替制度における振替を担当するのがDTCを代表とする預託機関の役割である。

(2) DTCの機能

DTCはアメリカにおける証券保管振替制度の中央預託機関である。日本では、財団法人証券保管振替機構が類似的機能を担っている。DTCを代表とする中央預託機関は、証券決済のうち、振替のプロセスを担う。

アメリカにおける保管振替制度は、一九六〇年代後半に起こったパークライシスを契機に導入された。パークライシスとは、当時の株式売買高の急成長に、約定後の業務を担当するバックオフィスが対応しきれなかった事態をいう。急激に拡大した未決済の取引を処理するため、一週間に一度は市場を閉鎖しなければならなかった。これでは、市場自体が機能しない。そこで、バックオフィスの処理を合理化するため、物理的な券面の移転を必要としない保管振替制度の導入が急務となった。

保管振替制度とは、まず、証券を保有する顧客は、ブローカーに証券を預託し、ブローカーは顧客の口座を管理する。次に、ブローカーは、顧客から預託を受けた証券と自己の証券と共に中央預託機関に預託する。中央預託機関では、参加者であるブローカーの口座を管理する。証券の移転は、中央預託機関にある参加者口座間の振替による。この保管振替制度によって、物理的な券面の移転は必要なくなる。

この中央預託機関の中で、最も大きいものがDTCである。一九六八年、DTCの前身であるCCIが設立された。組織変更の後、一九七三年、DTCが設立された。現在、DTCは、二〇兆ドル近くの資産を持っており、株式のみならず地方債、その他の証券を取扱っている。ニューヨークに拠点をもち、その参加者である、ブローカー、ディーラーや銀行、証券会社によって株式を保有されている。DTCは、ニューヨーク銀行法の下にある限定目的信託会社であり、Federal Reserve Systemのメンバーである。また、SECに登録されているclearing agencyである。昨年は、七七兆ドル以上と評価された一億六四〇〇万回以上の取引のブックエントリーによるデ

リバリ―（口座間の振替）を処理した。

(3) NSCCの機能

NSCCは、清算会社である。先の四つのプロセスでは、主に、照合と清算を担当する。清算会社というシステムは、アメリカの証券決済制度に特有のものである。清算会社は、日本やヨーロッパには見られない。清算会社の存在しない国においては、その機能を別の機関が担わなければならない。日本において、清算は、証券取引所が担う機能の一つである。

清算会社の主な役割の特徴は、清算会社が取引のカウンターパーティになることによって、取引の保障を行うことにある。これにより、取引をした参加者は、当初の相手方と証券や代金のやり取りをするのではなく、清算会社を相手に、証券および代金の受渡を行うこととなる。清算会社が取引のカウンターパーティとなり、リスクを負担することによって、清算会社の参加者は、売買取引の相手方の財務状況を懸念する必要がなくなる。

NSCCは、一九七六年、ニューヨーク証券取引所（NYSE）、アメリカン証券取引所（AMEX）、店頭市場（NASDAQ）の三市場の清算会社として設立された。NSCCはそれまで、NYSE、AMEX等それぞれの市場が独自で保有していた清算機構を統合し設立された。それまで、各取引所で行われていた清算業務を標準化し、集中化した。NSCCは、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、NASDAQによって株式を所有されている。

NSCCは、株式、債券、投資信託、ミューチャルフアンド、年金の売買取引後の照合、取引の保証、取引のネットティング、情報サービスを提供する。現在、NSCCは、二〇〇〇以上の参加者を持っている。その参加者には、ブローカーディーラー、銀行、投資信託会社、保険会社を含む。昨年は、四四兆六千億ドル以上の取引を清算している。

NSCCで清算された取引情報は、DTCに送られ、DTCの口座間の振替が行われる。このように、DTCとNSCCは、これまでも密接に関連していた。

3 合併の目的

新たな組織のCEOとなる Jim M. Conidine氏によると、合併の目的は概ね以下のよう⁽¹⁾に述べられている。「NSCCおよびDTCは、過去二〇年以上に渡り、高い効率性と確実性を市場にもたらすという役割において、大きな成功を収めてきている。我々の行動（統合）は、NSCCおよびDTCのそれぞれを強化し、アメリカ国内および海外において変化している金融サービスをサポートすることのできる組織を作るよう、将来のために備えるものである。」

また、現在、NSCCのCEOであり、新たな組織の vice chairman となる David M. Kelly氏による統合の目的の概要は「決済サイクルの短縮化、新たな技術および金融サービスの融合は引き続き行われる。取引量の拡大に対処し、処理を合理化し、リスクを削減し、経費を下げ、新たなサービスをサポートするために、過去においてこの産業のインフラストラクチャーを拡大してきたのと同程度に効率的に、決済サイクルの短縮化、新たな技術および金融サービスの融合を達成すべく備えなければならない。」というものである。

4 議論の経緯

統合についての話し合いは、NSCCとDTCの管理者チーム、取締役会、および参加者間で、一九九八年七月、非公式に始まった。これらの事前協議の議題は、国内外の市場で起こっている変化に集中した。続く八月までに、DTCの取締役会が指名した七名の参加者代表と、NSCCの取締役会が指名した七名の参加者代表による一四名の参加者代表が、統合に関する利益とリスクについて、正式に議論を始めるように依頼された。

同年一〇月に、一四名のグループは、取締役会の支援を受けて、Deloitte & Touche (D&T) を組織した。この組織の目的は、統合の利益とリスクを研究するものである。D&TはDTC、NSCCの管理者、参加者に対し調査を行っている。一二月に、D&T報告が取締役会に提出された。この報告書は、双方の参加者の多くが統合に賛成しているということを示している。

NSCCとDTCの管理者チームは統合の計画に対し、共同して取り組んでいる。統合の提案は一九九九年二月取締役会によって承認された。統合には、SECによる承認を受けなければならず、この承認が下りるには、一九九九年末までかかるであろうと予想されている。

5 新しい組織

(1) 管理構造

DTCとNSCCの統合は、持株会社という形態をとる。一九九九年七月一四日、持株会社の名称は、The Depository Trust & Clearing Corporationと決定した。経営管理チームは単一であり、DTCとNSCCの業務をサポートするため、中央集権化された企業サービスを提供する。この構造は、相乗作用、調和した計画および統一、一貫したアプローチをもたらし企業努力を支援する。中央集権化された持株会社が、法律、人的資源、金融、戦略、会計といった一般的な管理業務を行うことになる。

(2) 別々の運営子会社

業務のレベルでは、DTCとNSCCは、現状のまま稼動しつづける。従って、DTCとNSCCはともに、先に述べた持株会社が株式を保有する別々の運営子会社という形態をとる。これは、DTCとNSCCの金融商品およびサービスが異なり、規制の条件が異なることを考慮している。更に、NSCCは、参加者のカウンターパーティとなり、その決済不履行リスクをファンドで吸収するが、DTCは、そのようなリスクを想定していないというように、リスクの局面が異なるということを考慮しての結果である。

(3) 単一の取締役会

これまで、DTCとNSCC取締役会は、二四名の参加者からの代表者と一四名の管理者の代表という合計三八名の取締役で構成されていた。参加者がNSCCとDTCの両方の取締役会において代表業務を行う場合は、一方の取締役会を選択するように依頼されていた。

今年六月、DTCとNSCCの取締役会で、DTCとNSCC、持株新会社の三法人の取締役会で取締役を務める一つのグループを設立する計画が認められた。DTCとNSCCの株主によるこれらの取締役の選挙は、今年七月に行われ、取締役は法的な根拠を持つものとなった。この取締役のグループには二十七名いる。NSCCの取締役会は、二十七名の投票メンバーを有しているが、DTCは、適用される連邦法によって、取締役の人数

を二五名に限定されているため、二名のNSCC取締役会のメンバーが投票権のないアドバイザーとして出席している。これは、二二名の参加者代表と二名の取引所代表、三名の管理者で構成される。取締役会の統合によって、構成員の数は、三八名から二十七名となった。

6 なぜ、今まで統一しなかったか

では、なぜ、今まで統合しなかったか。NSCCは、今まで統合しなかった理由を概ね以下のように述べている。⁽²⁾

アメリカにおいて、預託機関と清算会社が別々の機関となっているのは、その方が効率的であるからという理由よりも、歴史的な理由によるところが大きい。預託機関を設立する際、預託機関は、銀行を参加者とし、その銀行に保有されている株式を預託機関に預けることを必要とした。預託機関の参加者である銀行は、清算会社が被るリスクを、負担することを回避した。清算会社は、カウンターパーティとなって、決済の不履行を保証する。つまり、参加者の決済不履行の際には、そのリスクを負担しなければならない。DTCとNSCCが単一の機関となってしまうえば、NSCCの被るリスクはDTCの参加者にも及ぶ可能性がある。DTCの参加者である銀行はこれを、良しとはしなかった。

リスク管理に関する二つの機能を分けるという決断がDTC、NSCCという二つの機関を生み出した。実際、決断は合理的なものではなく、政治的な便宜に基づいていた。その結果、清算会社が、より広い保証を提供するように要求された。

しかしながら、周期的に、業界のトップによって、DTCとNSCCには、機能的に統一されたアプローチが必要であるとの議論がなされている。統一されたシステムは、DTCとNSCCの双方が、(誰が規制を違反したかといった)規制に関する情報を利用することが可能であり、担保は集中的に管理されており、操作の繰り返し、ハードウェアの不必要な繰り返しがない。管理サービス、経済的、法的、人的資源に対するコストが統一の管理下におかれることを保証する。今後は、このような統合も行われるであろう。

7 Global Investment

この度のDTCとNSCCの目的は、国際的な市場間競争に対し、競争優位となることを目的とするものである。アメリカにおいて、NYSEその他の取引所は、国際投資に係る様々な対策を検討している。これには、ロンドン証券取引所等、ヨーロッパの市場との重複上場銘柄が、近年、増大しているという側面と、アメリカにおけるアメリカ以外の会社の上場銘柄取引が急速に拡大しているという側面がある。

一九九八年一月一七日、合併後の新会社ダ임クライスラーが、NYSEにおいて取引を開始した。これと同時に世界中の一六以上の市場で、同社の証券取引が開始された。このように、世界規模の一企業の株式が世界中の複数市場で上場し、世界中の投資家が当該企業の株式取引をする機会は、近年、目に見えて増加している。投資家がどの市場を選択するか判断基準には、価格、取引時間、使用通貨、カントリーリスク等様々である。その中に、取引市場の持つインフラストラクチャーも含まれる。決済に関するインフラストラクチャーも競争要因の一つであり、これを整備することは、競争力の増大に繋がる。

NYSEの計画する取引時間の延長、NYSEの東京支店の創設や、アメリカの市場が計画する決済期間のT+1への移行、STTP (Straight Through Processing)⁽³⁾の実現は、国際的な市場間競争に備えて準備するため

のものである。

8 日本への影響

DTCCとNSCCは、一九九九年三月二二日、共通の持株会社を設立し、それぞれが、その運営子会社となることを発表した。持株会社、DTCC、NSCCといった三つの法人を一つの取締役会が統括し、管理チームも新たに構成する方針である。

これは、国内外の金融市場との競争を念頭においた統合である。証券取引は、国境を越えた、効率的で低コストなサービスを提供することのできる市場にシフトするであろう。証券取引を自国の市場に引き入れるためには、変化する金融環境に対応することのできる安価で効率的なインフラストラクチャーを構築する必要がある。

DTCCとNSCCは、これまでも密接に結びついている。証券取引所で取引された情報のほとんどがNSCCに送られ、NSCCでは、取引の照合および清算が行われる。NSCCで清算された取引情報は、DTCCに送られ、この情報に基づいて、DTCCでは、口座間の振替が行われる。このような情報のやり取りは全て電子的な指示による。統合後は、参加者に対して、更に統一的なアプローチが行われる。今まで、DTCCとNSCCに重複する指示やデータを送っている場合には、これらは統一化され、合理化されるであろう。この統合によって、決済期間の短縮(T+1)やSTPの導入といった市場の求めるニーズに対する対応が進むと考えられる。

では、今回のDTCCとNSCCの統合が果たして、日本にどのような影響を与えるであろうか。日本において、清算会社は存在しない。その機能は取引所が果たしている。日本とアメリカとは、組織形態そのものが大きく異なる。従って、DTCCとNSCCの統合と類似の統合が直ちに、日本の証券市場のインフラストラクチャーにもたらされると考えるのは適切でない。

しかし、少なくとも、この度の統合が日本にもたらす影響について以下のことと言えるであろう。つまり、日本においても、一九九八年二月より、取引所外取引が認められ、取引所が国内の市場間競争に晒されている。また、この度の統合が示すように、アメリカは、ボーダーレスの証券取引を取り込み、競争優位に立つべく自国のインフラストラクチャーを着実に整備している。このような動きからも明らかのように、国外の市場との競争が顕著になりつつある。DTCCとNSCCの統合を進めるアメリカの取り組みは、国の内外の競争を勘案し、日本において、どのような売買約定後のインフラストラクチャーを整備するかを慎重かつ迅速に検討することを促すものである。

(1) <http://www.dtc.org/pressreleases/data/19990322.htm>

(2) <http://www.nsc.com/about/index.html>

(3) 証券取引において注文から決済に至る全てのプロセスの処理がシームレスに行われること。