

# 國學院大學學術情報リポジトリ

EUにおける証券決済の改善および証券決済機関に関する規則の制定：証券決済法制としてのCSDRの意義

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2023-02-05 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 川瀬, 裕司 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://doi.org/10.57529/00000837">https://doi.org/10.57529/00000837</a>

# EUにおける証券決済の改善および 証券決済機関に関する規則の制定

## —— 証券決済法制としての CSDR の意義 ——

川 瀬 裕 司

### キーワード

証券決済法制 クロスボーダー CSD FMI 原則

### はじめに

EU は、2014年7月に証券決済の改善および証券決済機関に関する規則（Regulation on Securities Settlement and on Central Securities Depositories ないしは CSDR 等と略記されており、本稿では以下 CSDR と表記する）<sup>(1)</sup> を採択した。

CSDR は、EU 域内市場において、証券決済機関（Central Securities Depository、以下「CSD」という）の定義や行動基準を統一するほか、決済期間の統一、決済不履行（settlement fails）の処理、発行者が CSD を選択する権利の許容といった、証券決済法制の重要な改正をも行うものとなっている。

EU という枠組みの中ではあるが、CSDR は CSD や証券決済法制をクロスボーダーで規律するものとなっており、他国の法制にはない視点を有するものとなっている。

### 第1章 EUにおける証券決済法制検討の経緯

今日に続く EU における証券決済法制調整の議論は、2001年および2003年に公表されたジョヴァンニーニ・レポートに端を発している<sup>(2)</sup>。2001年公表の「EUにおけるクロス・ボーダーの清算・決済システム」<sup>(3)</sup>は、クロスボーダーの証券取引が関係者が多く複雑なもの

となっており、かつ国内取引に比して高コストであることを示したうえで、その原因となる、①技術的要因・市場慣行に関する10の障害、②税制に関する2つの障害、および③法的確実性に関する3つの障害の、合計15の障害（「ジョヴァンニーニ・バリア」と呼称される）を明らかにしている（表1参照）。

その後、ジョヴァンニーニ・バリアを除去すべく、関係各機関の検討・ルール整備が行われてきたが、このうち、法的確実性に関する障害を除去する方法を検討すべく、2005年に欧州委員会によって設置されたのが、Legal Certainty Groupである<sup>(4)</sup>。

ジョヴァンニーニ・レポートでは、障害13、14および15を法的確実性に関する障害としていたが、Legal Certainty Groupは、障害3、9および13を取り扱っている。すでにある決済ファイナリティ指令<sup>(5)</sup>および金融担保指令<sup>(6)</sup>が倒産や担保の局面でネットティングや準拠法の問題を取り扱っていたことや、証券の権利に係る準拠法を取り扱うハーグ条約<sup>(7)</sup>の批准の問題が当時議論されていたことから、障害14および15が外され、他方、コーポレート・アクションに影響を与える国内法上の相違に取り組む必要があり、また、発行者による証券の所在地の選択権は国内法によって制限されていることから、障害3および9が対象に加えられている<sup>(8)</sup>。

表1 ジョヴァンニーニ・バリア

技術的要因・市場慣行に関する障害
1 情報技術およびインターフェイスに関する各国の相違、2 国ごとに清算・決済システムの利用を義務付ける各国の規制、3 コーポレート・アクション、実質所有者の権利およびカストディに関する各国ルールの相違、4 日中の決済ファイナリティの欠如、5 清算・決済システムに対する国外からのアクセスに関する実務上の障害、6 決済期間に関する各国の相違、7 稼働時間および決済の締切時間に関する各国の相違、8 証券発行慣行に関する各国の相違、9 証券の預託・登録先に対する各国の規制、10 プライマリー・ディーラーおよびマーケット・メーカーの活動に対する各国の規制
税制に関する障害
11 外国の口座管理機関に不利になる国内の源泉徴収税制、12 国内決済システムを通して機能的に徴収される取引税
法的確実性に関する障害
13 証券上の権利を取り扱う EU 全体のフレームワークの欠如、14 金融取引におけるバイラテラル・ネットティングの法律上の取扱いに関する各国の相違、15 国際私法の適用の不統一

(出所) ジョヴァンニーニ・レポートに基づき筆者が作成。

表2 Legal Certainty Group による勧告

ブックエントリーの法的効果（ジョヴァンニーニ・バリアの障害13）に係る勧告
1 将来の EU 法制の範囲、2 中心となる要素および技術、3 口座提供者の中心的な役割、4 振替決済証券、5 振替決済証券およびその権利の取得ならびに処分の有効性、6 有効性および取消し、7 取消しに対する取得者の保護、8 優先権、9 発行の完全性、10 指図、11 差押え
コーポレート・アクション手続に関する国内法上の相違（同障害3）に係る勧告
12 コーポレート・アクション手続の法制の範囲、13 コーポレート・アクション手続のための異なる保有形態の承認、14 コーポレート・アクション手続における口座提供者の調整された役割
証券の預託・登録先に対する制限（同障害9）に係る勧告
15 あらゆる加盟国での新規記録

（出所）Legal Certainty Group の第2次勧告に基づき筆者が作成。

2008年に Legal Certainty Group が公表した第2次勧告<sup>(9)</sup>では、ジョヴァンニーニ・バリアの障害13に対応する11の勧告、障害3に対応する3つの勧告、および障害9に対応する1つの勧告の、合計15の勧告を提言している（表2参照）。

Legal Certainty Group が提言した15の勧告に基づき、2009年および2010年に、EU 域内の証券の権利に関する実質法の調整を行う証券法指令（Securities Law Directive）の採択に向け意見照会が行われたが、その後、証券法指令採択に向けての動きはみられていない。ただし、2010年の意見照会において、勧告15は証券法指令では取り扱わず、他の作業で取り扱うとされており<sup>(10)</sup>、その対応は CSDR に引き継がれている。

## 第2章 CSDR 採択前の証券決済の状況

欧州委員会は、欧州議会および EU 理事会に CSDR 案を提出するに際して、CSD に関する現状の問題を分析した欧州委員会スタッフ調査報告書（以下「調査報告書」という）<sup>(11)</sup>を添付している。

調査報告書は、証券決済が、国内取引に比してクロスボーダー取引のリスクが高く、コストも高いうえに、CSD のサービスの事業領域が不均衡である根本的な要因として、第一に、証券決済の組織に係る市場慣行の違い、第二に、EU 内の CSD に関するルールの違い、第三に、CSD とのアクセスに関する障害の3つを挙げている<sup>(12)</sup>。

問題の前提となる証券決済のコストに関しては、2009年の時点で、クロスボーダー取引

は国内取引に比して、①CSDの清算・決済コスト(取引ベース)は2.6倍(株式では3.3倍、債券では5.6倍)、CSDの口座管理・資産サービスのコスト(保管証券額ベース)は3.8倍(株式では3.1倍、債券では4.7倍)、②取引業者に課される保管業者の手数料(指数ベース)に係る清算・決済コストは4.23倍、保管手数料は2.16倍、③ファンドマネージャーに課される保管業者の手数料(指数ベース)に係る清算・決済コストは2.01倍、保管手数料は1.31倍、および④他の保管業者に課される保管業者の手数料(指数ベース)に係る清算・決済コストは3.45倍、保管手数料は2.54倍になっており、いずれもクロスボーダー取引のコストは国内取引のそれを大きく上回る<sup>(13)</sup>。この傾向は、2001年公表のジョヴァンニ・レポートの頃と基本変わっておらず<sup>(14)</sup>、依然としてクロスボーダー証券決済が国内の証券決済に比して非効率であることを示している。

第一の要因である、証券決済の組織に係る市場慣行の違いについては、決済の規律に係る慣行の違いと決済期間の違いの2つの領域が存在する<sup>(15)</sup>。

決済に関する市場の規律は、「決済不履行」(誤った意思疎通や、運営上の問題、続けざまの取引による他の取引からの証券の受渡しの失敗または受渡しを保証する証券の借入れの際の担保不足による売主の失敗等により生じるもの)の防止や取扱い方法に関するものであり、①効果的な取引確認手続(目安の一つは取引日の照合)、②効果的な照合手続(目安の一つは決済日の前営業日までの照合)、③終日継続する決済(目安は少なくとも毎時1回の決済処理)、④速やかな決済の推進、⑤不履行の監視、⑥証券の貸出、⑦決済日の買入れ、⑧決済不履行のペナルティ、⑨買入手続(目安は決済日の8営業日後の買入れ)、および⑩業務停止に分類され、ESCB/CESR(European System of Central Banks/Committee of European Securities Regulators: 欧州中央銀行制度/欧州証券監督者委員会)の勧告等がその基準を示しているが、EU市場の対応は様々である<sup>(16)</sup>。

例えば、⑥証券の貸出については、取引所取引が不履行になりそうな場合に証券の借入れが義務付けられるものや(ハンガリー、ポーランド、スペイン)、会員が利用可能な貸出サービスをCSDが行う形になっているものがあり(同3か国およびドイツ、ギリシア、イタリア)、また、⑧決済不履行のペナルティについては、形式(再利用料・違約金)や、対象(取引・証券)、金額(指図ごと固定・取引額の一定割合)、不履行(証券の不足・資金の不足)、および対象者(CSDの直接の参加者・下位の階層の者)に違いがあり、さらに、⑨買入手続については、開始時期は、決済日の3営業日後(オーストリア)から決済日の7営業日後(ベルギー、フランス、北欧諸国)まで、ペナルティ額も、対価または最終価格の20%(ベルギー、フランス)から100%(ドイツ)までと様々であり、清算機関(Central Counterparty、以下「CCP」という)が執行する場合(CCPが清算する取引)もあれば、

証券取引所が発動する場合（CCPが清算しない取引所取引）もある<sup>(17)</sup>。

取引所で取引される株式の決済期間については、取引日（trade date）の2営業日後（T+2、ドイツ、スロベニア、ブルガリア）以外は取引日の3営業日後（T+3）であり（ただしイギリスは取引日の10営業日後まで可）、国債や社債、店頭取引については、取引日決済もあるが、取引日の3営業日後が多い<sup>(18)</sup>。国内取引と異なり、クロスボーダー取引では、決済期間の違いは、オペレーショナルリスクや後方事務コストの増加や、決済不履行の増加を招いたり、コーポレート・アクションに問題が生じる（例えば、取得した株式が権利付であったり権利落であったりする）こととなる<sup>(19)</sup>。

第二の要因である、EU内のCSDに関するルールの違いについては、CSDサービスの定義の違いや、認可・監督体制の違い、共通の健全性に係るフレームワークの欠如が挙げられている<sup>(20)</sup>。

CSDサービスの定義は様々であり、例えば、直接保有システムでは、三つの中核機能（証券の公証人、決済および集中保管）は、付随サービス（証券の貸出、担保管理、コーポレート・アクション手続、株主名簿管理、下位の証券口座の開設および銀行機能）も含めて区別されておらず、他方、間接保有システムでは、集中保管を公証人機能と結びつけるものもあれば（フランス）、決済機能と結びつけるものもあるほか（イギリス）、付随サービスに関しても、特に銀行サービスは、多くの加盟国ではCSDが提供するものとなっていないが、不可欠な要素である国もある（ドイツ、ベルギー）<sup>(21)</sup>。中核となるCSDサービスの定義が欠如しているために、例えば、保管銀行がCSDに代わり自らの顧客間の決済を行う形で（これをinternalisationという）、CSDとしての認可を得ていない者が決済サービスを提供する状況が生じている<sup>(22)</sup>。このほか、リスクの高い銀行形式のサービスの提供を許可された者とそうでない者がある等、CSDについての共通の定義がないことは、CSDの事業領域に影響を与えている<sup>(23)</sup>。

CSDの認可・監督体制について、CSDの機能を規制する規則で対応する国もあれば（イタリア）、直接保有システム下の登録・保管業に関する法律で対応する国（デンマーク、フィンランド、スウェーデン）、銀行の地位で対応する国もある（ドイツ）<sup>(24)</sup>。このような違いは、EUにおける取引後の市場の分裂を生み、クロスボーダー取引の決済がCSDと口座管理機関からなる複数の系統間のリンクに依存する状況を招いており、クロスボーダー取引のリスクとコストが増加する要因ともなっている<sup>(25)</sup>。欧州のCSDは、ClearstreamとEuroclearの2つのICSD（International Central Securities：国際的な証券取引を決済するCSD）のグループに統合されることで、市場の分裂は是正されてきたが、統合してもCSDの数が減少しているわけではない<sup>(26)</sup>。

CPSS-IOSCO (Committee on Payment and Settlement Systems / International Organization of Securities Commissions : 支払・決済システム委員会 / 証券監督者国際機構) や ESCB-CESR の勧告、ECB (European Central Bank : 欧州中央銀行) の技術的基準はソフトローであり、CSD または証券決済システムにミスを経験がなく、規制のないオペレーショナルリスク・財務リスクがもたらす損失が国内市場に甚大な結果を及ぼすおそれがあること、市場の統合により CSD 間のリンクが増加しているが、ネットィング、決済ファイナリティ、所有権および担保権の法制的の違いが追加の法的リスクを生んでいること、CSD に残高照合や分別管理を義務付け、不自然な証券の創出や、仮の証券の移転、顧客の同意のない証券の借用を禁止する必要があること等に対応できていない<sup>(27)</sup>。

第三の要因である、CSD とのアクセスに関する障害については、次のものがある。

まず、CSD に対する発行者のアクセスは、自国の決済制度または登録機関の利用を義務付けているために (ジョヴァンニ・バリアの障害9)、CSD が株式のような一定の証券の公証人機能を独占し、EU における取引後の市場が分裂している<sup>(28)</sup>。

市場参加者は一つの CSD のリンクを通して他の CSD にアクセスしており、その条件は標準的なリンクから提供されるサービスのカスタマイズの程度に依存する中、Target2 Securities (各国の CSD の証券口座を ECB の資金決済システムに集約して資金・証券決済を行うシステム、以下「T2S」という)<sup>(29)</sup> がスタートすることで CSD 間のリンクが増加する反面、その法的フレームワークが欠如しているのは重大な問題となる<sup>(30)</sup>。取引施設<sup>(31)</sup> や CCP は CSD を通して決済データ等にアクセスする必要があるが、これらのアクセス権は、EU または国内の法制上保証されているものではない<sup>(32)</sup>。

調査報告書は、これら三つの要因に対応すべく、クロスボーダー取引の安全性の向上、クロスボーダー取引の効率性の拡大、および CSD サービスに対する均一の事業領域の保証を政策上の目標として掲げており、これらを実現するために、EU 内の決済フレームワークの増強、EU 内の CSD に対する一貫したルールの導入および CSD とのアクセスの障害の除去を図る必要があるとしている<sup>(33)</sup>。

### 第3章 CSDR と世界的な金融規制改革との関係

2008年のグローバルな金融危機を契機として世界的な金融規制改革が進行しているが、証券の清算・決済分野に関する規制改革として、CPSS-IOSCO から、2012年4月に、「金融市場インフラのための原則」(以下「FMI原則」という)<sup>(34)</sup> が公表されている。CPSS-IOSCO の加盟国は、2012年末までに FMI 原則を採用し、可能な限り早期にその基準を遵

守るよう努めることとされており<sup>(35)</sup>、アメリカでは、ドッド・フランク法に基づく対応の中で、2012年にSEC（Securities and Exchange Commission：証券取引委員会）が、FMI原則に準拠したCCPのリスク管理とオペレーションに係る新規則<sup>(36)</sup>を採用し、また、欧州では、EU域内のCSDの共通規則（CSDR）および欧州のCCP・TR（Trade Repository：取引情報蓄積機関）に係る規制<sup>(37)</sup>に、FMI原則の内容を反映させているという<sup>(38)</sup>。なお、わが国では、法令による手当てでなく、2013年12月に金融庁が策定した「清算・振替機関等向けの総合的な監督指針」によりFMI原則に対応している<sup>(39)</sup>。

FMI原則は、従来の基準で求められていた要求水準が引き上げられたほか、リスク管理手段における一段の精緻化・高度化を求める見直しや、従来存在しなかった内容の追加が行われたり、新たな原則が設けられたりしている<sup>(40)</sup>。

2008年以降の世界的な金融システム危機に際して、決済システムが当時あった従来の基準に沿って、安全性向上のため様々な決済リスク管理策を整備し、これらが有効に機能したことで、リーマンブラザーズ証券破綻のようなショックが決済システムにおいて増幅し、金融・決済システム全体の大混乱を引き起こす事態は回避されたと評価された反面、金融市場インフラがより厳しいストレスに対応できる能力を備える必要性や、実効的なリスク管理に向けた重要な教訓、金融市場インフラの強固なガバナンスとオーバーサイトの重要性が示されたことが、新たな国際基準としてFMI原則が制定された背景となっている<sup>(41)</sup>。

FMI原則は金融市場インフラ全体の強化を図るものであるため、24の原則のうち、金融市場インフラ全般に共通して適用されるものと、業務内容やこれに伴うリスクに着目して、金融市場インフラの類型（資金決済システム、CSD、証券決済システム、CCP、TR）に応じて適用されるものに分かれているほか、中央銀行・市場監督者・その他関係当局が果たすべき5つの責務として、規制・監督・オーバーサイトの対象となる金融市場インフラの特定、責務履行の権限と必要な資源の確保、他の当局との協力などが挙げられている（表3参照）<sup>(42)</sup>。

2012年3月のCSDR案添付の調査報告書では、CSDR案は2011年3月にCPSS-IOSCOが意見照会のために公表した協議文書中の原則に即したものであるとされている<sup>(43)</sup>。さらに、CSDR案に対する2013年2月の欧州議会報告書では、可能であればFMI原則を適用すべきとの修正が付され<sup>(44)</sup>、最終CSDRの前文6項において、CSDRはFMI原則に従うものであることが明記されている。



表3 FMI原則の各原則・責務

分類	原則	一般的な適用範囲				
		PS	CSD	SSS	CCP	TR
組織全般	原則1 法的基盤	●	●	●	●	●
	原則2 ガバナンス	●	●	●	●	●
	原則3 包括的リスク管理制度	●	●	●	●	●
信用リスク・ 資金流動性 リスク管理	原則4 信用リスク	●		●	●	
	原則5 担保	●		●	●	
	原則6 証拠金				●	
	原則7 資金流動性リスク	●		●	●	
決済	原則8 決済のファイナリティ	●		●	●	
	原則9 資金決済	●		●	●	
	原則10 現物の受渡し		●	●	●	
CSD・DVP 等	原則11 CSD		●			
	原則12 価値交換型決済システム	●		●	●	
破綻時処理	原則13 参加者破綻時処理の規則・手続	●	●	●	●	
	原則14 分別管理・勘定移管				●	
ビジネスリ スク・オペ リスク管理	原則15 ビジネスリスク	●	●	●	●	●
	原則16 保管・投資リスク	●	●	●	●	
	原則17 オペレーショナルリスク	●	●	●	●	●
アクセス	原則18 アクセス・参加要件	●	●	●	●	●
	原則19 階層的参加形態	●	●	●	●	●
	原則20 FMI間リンク		●	●	●	●
効率性	原則21 効率性・実効性	●	●	●	●	●
	原則22 通信手段・標準	●	●	●	●	●
透明性	原則23 規則・主要手続・市場データの開示	●	●	●	●	●
	原則24 TRによる市場データの開示					●
FMIに対する中央銀行・市場監督者・その他関係当局の責務						
責務A FMIの規制・監督・オーバーサイト						
責務B 規制・監督・オーバーサイトの権限・資源						
責務C FMIに対する方針の開示						
責務D 本原則の適用						
責務E 他の当局との協力						

(注) 略語は、FMI：金融市場インフラ、PS：資金決済システム、CSD：証券決済機関、SSS：証券決済システム、CCP：清算機関、TR：取引情報蓄積機関を指す。

(注) 水口=副島・前掲注34・5-6頁掲載の図表を基に作成。

## 第4章 CSDR の概要

### 第1節 CSDR の構成等

採択されたCSDRは、81の前文、76の条文および1つの附則からなり、条文は、第1編（主題、範囲および定義）、第2編（証券決済）、第3編（CSD）、第4編（CSDの参加者に対する銀行形式の付随サービスの規定）、第5編（制裁）および第6編（権限の委任、権限の適用、経過措置、修正および雑則）から構成されている。

CSDRが意見や勧告の形を採らなかったのは、意見や勧告では効果が不十分であることによるものであり、また、国内法化により各加盟国に適用される指令ではなくEU域内に直接適用される規則の形をとったのは、例外なく規制を適用させることができることによるものである<sup>(45)</sup>。

なお、CSDRの下部規定となる規制上の技術的基準および適用上の技術的基準はESMA（European Securities and Markets Authority：欧州証券市場監督機構）<sup>(46)</sup>が案を策定し、欧州委員会が決定することになるが、2017年3月10日に6つの基準が公布されており、1つの基準案が欧州委員会で検討中である<sup>(47)</sup>。

また、CSDRは公布（2014年8月28日）の20日後から適用されるが、個別に適用時期や経過措置が定められている規定もある（CSDR38条5項・61条1項・69条・76条等、以下、CSDRの条文は条文数のみで引用する）。

### 第2節 証券決済に関する規定

#### 第1項 証券の不動化または無券面化

取引施設において取引される譲渡可能証券<sup>(48)</sup>を発行するEU内で設立された発行者に対して、不動化（immobilisation）または無券面化（dematerialisation）によるブックエントリー形式（証券の受渡しを帳簿上で処理する方法）に適合する証券を用意することを求めている（3条1項）。

調査報告書では、ブックエントリー形式の証券は、紙ベースの証券に比べ、引渡しが容易であるため、決済期間の短縮を容易にするとしていたものであり<sup>(49)</sup>、FMI原則の原則11（CSD）においても、証券の不動化は、事務効率化の促進、事務処理上の誤り・遅延の低減につながるほか、証券の無券面化も券面の破損や盗難のリスクを除去すると説明する<sup>(50)</sup>。

CSDRは、口座の記録の法的効果について規定していないため、ブックエントリー形式で記録される権利の内容や、担保権が設定される方法等は示されていない。しかしながら、

加盟国に証券の不動化または無券面化を強制するものとなっているので、取引施設において取引される譲渡可能証券の保有・移転方法をブックエントリー形式とする証券決済法制が規定されたとみることはできよう。

## 第2項 決済期間の短縮

決済期間については、取引施設における譲渡可能証券の取引に係る決済日が取引日の2営業日以内 (T + 2) に統一される (5条2項)。

調査報告書では、決済期間が短いほど、決済不履行のリスクが存続する期間も短くはなるが、欧州のCSDの多くは午後7時に営業日がスタートすることから、T + 1は、取引日夜の決済の開始を意味することとなるため、後方事務に大きな負荷がかかることになること、T + 2とT + 3のいずれに統一するかについては、EU外でT + 3の市場も多い中、欧州に連携するアメリカの動きや日本で国債のT + 2の計画があること等から、T + 2に統一することが望ましいとしていたものである<sup>(51)</sup>。

なお、アメリカは2017年9月5日にT + 2を実現しており<sup>(52)</sup>、日本は2012年4月に国債のT + 2を実現し、さらに2018年5月に国債のT + 1への移行を予定しているほか、株式等のT + 2に向けた検討も進めている状況にある<sup>(53)</sup>。

## 第3項 決済不履行

### A. 防止方法

取引施設が取引日当日の取引内容を照合するとともに、投資会社が、決済日より前にプロである顧客の間で取引する証券の割当て・承諾・拒否の確認を行い、決済不履行の数を抑制する (6条1項2項)。CSDは、流動性リスクと決済不履行の発生率を低減させるため決済期間の短縮を確立し、参加者に決済日の決済を義務付ける (同条3項4項)。

### B. 発生時の対応

調査報告書で指摘されていたEU内における買入手続の期間や決済不履行のペナルティの取扱いに係る相違は次のとおり調整が図られている。

CSDは、決済不履行を監視する体制を整備し、規制当局に報告、さらに、規制当局がESMAと報告を共有する (7条1項)。参加者が決済不履行を発生させることを抑止するため、買入手続が終了するまでの間営業日ベースで計算される違約金制度を設ける (同条2項)。原則として決済日から4営業日以内に金融商品の引渡しが行なわれなかった場合、買入手続が開始される (同条3項-5項)。買入手続が不履行または不可能な場合、受領す

る参加者は、金銭の補償を受けるかまたは後の適当な日（延期した期日）まで買入れの実行を延期するかを選ぶことができ、買入手続の期日または延期した期日の2営業日以内に金銭の補償が行われる（同条7項）。決済不履行をした参加者は、買入手続をした者に対して、買入手続の手数料を含むすべての支払い額を弁償する（同条8項）。CSD、CCPおよび取引施設は、規制当局の協力の下、常時かつ組織的に決済日に金融商品の引き渡しのできなかった参加者を停止し、参加者に資料を提出する機会を与えたうえで公衆に開示する制度を整備する（同条9項）。

CSDRでは決済不履行の対応方法として規定される買入手続であるが、Legal Certainty Groupの勧告9では発行の完全性（integrity of the issue）を維持する方法の一つとして挙げられていたものである<sup>(54)</sup>。

#### 第4項 内在化された決済に関する報告義務

調査報告書においてCSDの事業領域を不均衡なものにしている要因として指摘されていたinternalisationに関しては、CSDRでは次のように規定されている。

決済を内在化する者（settlement internaliser：証券決済制度外で顧客または自己のために譲渡の指図を執行する者、2条1項11号）に、四半期毎に規制当局に対する報告を義務付ける（9条1項）。

### 第3節 CSDに関する規定

#### 第1項 CSDの認可および監督

##### A. CSDの認可

調査報告書において、CSDの事業領域を不鮮明にする理由として挙げられていたCSDの定義の欠如を解消すべく、CSDRは、CSDの中核サービスを定義している。

CSDの中核サービスには、①ブックエントリーシステムにおける証券の新規記録（公証人サービス）、②最上位における口座提供・管理（集中管理サービス）および③証券決済制度の運営（決済サービス）があり、また、中核サービスに関連する銀行形式でない付随サービスには、④証券貸出機能、担保管理サービスの提供および決済照合（③関連）、⑤株主登録サービス、コーポレート・アクション手続支援、新規発行サービスおよび指図の伝達・手数料収受・関連する報告（①②関連）、⑥CSDのリンクの設定または証券口座の管理・開設、⑦その他のサービス（一般的な担保管理、規制上の報告、官公庁への通知およびITサービス）がある（16条2項および附則のサービス一覧A項・B項）。CSDの定義に該当する者はすべて加盟国の規制当局の認可を得る必要がある（16条1項）。

認可に際しては、規制当局に必要な情報を提供するとともに、運営計画・組織形態を含む CSDR が定めるすべての義務を充たす必要がある (17条2項)。

認可の取消しは、CSD の本国である加盟国の規制当局によって、①12か月間認可を未利用、認可を明確に放棄または6か月間サービスや事業を提供しない場合、②虚偽の説明その他の不適法な方法で認可された場合、③ CSD が認可の条件を遵守せず所定の期間内に必要な補正を行わない場合、④ CSD が CSDR または適用ある場合の MiFID II または MiFIR<sup>(55)</sup> の規定に故意もしくは重大な過失によって違反した場合に行われる (20条1項)。

規制当局は CSD の認可およびその取消しならびに CSD の事業・サービスの拡張およびアウトソースに基づく決定を ESMA に通知し、また、中央銀行は自身が運営する証券決済制度について ESMA に通知するとともに、ESMA は CSDR に基づき運営等する CSD の名称を記録簿に記載し、自身の専用ウェブサイトを利用可能な状態にする (21条)。

また、ある加盟国で認可を受けた CSD が、他の加盟国の法律に基づく金融商品に係る中核サービスを提供したり、他の加盟国に支店を設置することが認められており (23条2項)、第三国の CSD も、ESMA の認可を得ることで、加盟国の法律に基づく金融商品に係る中核サービスを提供したり、加盟国に支店を設置することが認められる (25条)。

## B. CSD に関する要件

調査報告書において、CSD に関する要件の原則は、その多くの内容が CPSS-IOSCO の勧告案 (FMI 原則案) に由来するとしていたものであり<sup>(56)</sup>、事実多くの内容が FMI 原則に対応するものとなっている。

### 1. CSD のガバナンス

CSD は、強固なガバナンス、コンプライアンス、経営陣・従業員・参加者等関係者の利害調整、CSDR の違反を報告する従業員の手続、独立した監査、およびこれらの事項に関して CSD が他の CSD または信用機関<sup>(57)</sup> のグループに属する場合に当該グループに適用される方針・手続を整備する (26条)。

CSD の経営陣に3分の1以上かつ2名以上の独立したメンバーを置き、独立者および非業務執行者の報酬は CSD の成果とリンクしないことが必要である (27条2項3項)。また、経営陣は、多様なスキル、経験、知識を有する者で構成し、マイノリティーのジェンダーに係る目標を決定等する (同条4項)。CSD の所有権の状況は規制当局に報告されるが、支配権が異動する場合、報告を受けた規制当局は、CSD の健全性に問題があると判断する場合、60営業日以内にこれを拒否することができる (同条7項8項)。CSD は、発

行者および参加者の代表を構成員とする利用者委員会を設置し、助言や拘束力のない意見を受けることができる（28条）。

FMI原則の原則2（ガバナンス）では、ガバナンスとは、FMIの所有者、取締役会、経営陣、その他の関係当事者との間の関係の集合体であって、良好なガバナンスは、FMIの利害関係者の利益となり、FMIの安全性と効率性を促進し、広く金融システム全般の安定などの関係する公益の考慮事項にも資すると説明する<sup>(58)</sup>。

## 2. 参加者の要件

CSDは、参加者となることを希望する者に対して、公平かつ開かれた基準を開示し、これを拒否する場合は、リスクの評価に理由がある場合に限られる（33条1項-3項）。

また、CSDは、附則のサービス一覧A項にある中核サービスに関する価格および手数料を開示する（34条1項）。

FMI原則の原則18（アクセス・参加要件）では、FMIは、自らのサービスに対して公正で開かれたアクセスを可能とすべきであるが、同時に、リスクに関連付けられた合理的な参加要件を定めることで、参加者によってFMIにもたらされるリスクを管理する必要があると説明する<sup>(59)</sup>。

## 3. 発行の完全性等

CSDは、発行の完全性を維持するために、参加者が証券口座で記録する証券の数の合計とCSDで取り扱われる証券の数が一致するかを照合し、発行者、登録機関、発行代理人、名義書換代理人および公共預託機関等とも連携する（37条1項2項）。CSDが運営する証券決済制度では、証券の貸越・赤残・創出は認められない（同3項）。発行の完全性は、FMI原則の原則11（CSD）では、証券の発行者と所有者の権利を保全し、証券の無権限の創出・抹消を回避するためのものと説明する<sup>(60)</sup>。発行の完全性は、Legal Certainty Groupが勧告9として提言しており、不一致が発生した場合の解消方法として、CSDRでは決済不履行の対応方法として規定する買入手続以外のものも挙げ、中でも、損失の按分（loss sharing：超過数を分担して顧客の口座から減少させるもの）は、買入手続等で解消不可能な場合の解決手段としていたものである<sup>(61)</sup>。もっとも、証券法指令の意見照会では、統一された損失の按分の導入は各国破産法の取扱いに支障をきたすおそれを危惧していたものであり<sup>(62)</sup>、正面から各国実質法の調整を目的としていないCSDRではそもそも検討対象としなかったのかもしれない。

CSDは、ある参加者と他の参加者の証券を口座上区別するとともに、参加者とその顧

客の証券を口座上区別して管理するために、混蔵顧客管理 (omnibus client segregation : 参加者がすべての顧客の証券を一つの口座で管理するもの) または個別顧客管理 (individual client segregation : 参加者が特定の顧客の証券を口座管理するもの) により対応する (38条1項-4項)。分別管理は、FMI原則の原則11 (CSD) では、口座の分別管理は、通常、CSD やその参加者の破綻時に、CSD やその参加者の債権者からの請求に対する適切な保護を提供することに資すると説明する<sup>(63)</sup>。

CSD は、自らが運営する証券決済制度が、決済ファイナリティ指令3条5条<sup>(64)</sup>に基づく証券決済制度上の記帳および譲渡の撤回不可能性の時点を定義することを保証し、即時または当日中に証券・資金決済のファイナリティを保証する合理的な処置を採る (39条)。FMI原則の原則8 (決済のファイナリティ) では、ファイナルな決済 (無条件かつ取消不能な資産・金融商品の移転または債務の履行) を翌営業日に繰り延べることは、FMIの参加者その他の利害関係者に信用・資金流動性両面の逼迫を生じさせ、潜在的にシステムミックリスク (systemic risk : ある決済の不履行が連鎖的に全体に広がるリスク) の原因となる可能性があるため、決済日の終了時点までにファイナルな決済が完了することが重要であると説明する<sup>(65)</sup>。

CSD は、決済が履行される国の通貨で表示される取引に関して実務に適しかつ利用可能な通貨の場合は中央銀行の口座上で資金決済を行い、そうでない場合は信用機関または自らの口座上で資金決済を行うが、参加者にリスクとコストに関する情報提供を行う (40条)。FMI原則の原則9 (資金決済) では、FMI は、中央銀行マネーを用いて資金決済を行い、信用リスクや資金流動性リスクを回避すべきであるが、これが利用できず、商業銀行を利用する場合には、その商業銀行から生じる信用リスクと資金流動性リスクを監視・管理・制限する必要があると説明する<sup>(66)</sup>。

CSD は、参加者が債務不履行となった場合に損失や流動性の問題を取り扱うルールや手続を整備・開示するとともに、定期的に参加者その他の利害関係者の債務不履行時の手続を検証・見直しをする (41条)。FMI原則の原則13 (参加者破綻時処理の規則・手続) では、参加者破綻時処理の規則・手続は、参加者破綻の影響が他の参加者に拡がり、FMIの機能継続を損なう可能性を抑制することに役立つと説明する<sup>(67)</sup>。

#### 4. CSD のリスク管理体制

CSD は、詐欺や過失の軽減を含む、法律上、事業上、運営上、その他の直接・間接のリスク管理体制を整備する (42条)。オペレーショナルリスクに関しては、IT技術の展開に対応するほか、適切な事業継続計画を策定し、ITシステムが混乱した場合の再開を含む、

混乱発生時の取引や参加者の取引地位の復旧方法を整備する（45条1項-4項）。FMI原則の原則17（オペレーショナルリスク）では、運営上の失敗は、FMIの評判や信頼性の失墜や、法的問題、その結果としての経済的損失の発生、場合によっては、システミックリスクの源泉ともなるため、FMIは、オペレーショナルリスクを管理する適切なシステム・方針・手続・制御手段を備えた強固な体制を構築すべきであると説明する<sup>(68)</sup>。

CSDは、中央銀行、認可された信用機関または他の認可されたCSDを通して、金融資産を保有するが、現金またはリスクが最小かつ流動性の高い金融資産に限るほか、金融資産を保有する信用機関やCSDに対するリスクのエクスポージャー（exposure：リスクにさらされている資産の割合）は許容可能な範囲とする（46条1項-5項）。FMI原則の原則16（保管・投資リスク）では、投資は、FMIの信用リスクを軽減するため、信用力の高い債務者に対する債権によって保全されているものや、そうした債権に対するものであるべきであり、また、FMIの投資額は速やかに換金する必要があるため、いずれの場合でも価格変動の悪影響を受けることなく迅速に処分できる必要があると説明する<sup>(69)</sup>。CSDは、緊急時に最低限6か月間事業を継続することができるよう、資本金、利益剰余金および準備金をCSDの事業上生じ得るリスクに比例させる必要がある（47条1項）。FMI原則の原則15（ビジネスリスク）では、FMIが、事業上の損失が発生した場合に継続事業体として業務・サービスを提供し続けることができるようにするため、資本を財源とするネットベースの流動資産を保有すべきであるとする<sup>(70)</sup>。

## 5. CSDのリンク等

リンクを設定する前および設定後は継続的に、CSDは可能性のあるリスクを認識、評価、監視および管理するほか、リンクは、権利・義務が記載され、法が抵触する場合の法の選択も明確な契約によって保護される（48条1項-3項）。また、リンクのあるCSD間で証券が譲渡する前の再譲渡禁止や、間接的なリンクや仲介者が介在する場合の追加的リスクの監視、リンクのあるCSD間の残高照合およびDVP（Deliver versus Payment：資金証券同時決済）、決済ファイナリティが求められる（同条4項-8項）。

FMI原則の原則20（FMI間リンク）では、リンクを構築するFMIは、法的リスク・オペレーショナルリスク・信用リスク・資金流動性リスク等、リンクに伴うリスクを特定・監視・管理し、また、複数のリンクを構築するFMIは、1つのリンクから生じたリスクが他のリンクやリンク先のFMIの健全性に影響を及ぼさないようにするためには、追加的な財務資源など実効性あるリスク管理手段や、リンクされたFMI間のリスク管理制度の調和が求められると説明する<sup>(71)</sup>。



発行者は、あらゆる加盟国で設立されたCSDによって記録される規制市場、MTFおよび取引施設において、自らの証券が取引されることが認められる権利があり、証券に適用される加盟国の会社法および類似の法律の適用は継続されるが、加盟国が作成するこれらの法律の規定のリストは、規制当局を通じてESMAに提出され、ESMAがこれを公表する(49条1項)<sup>(72)</sup>。CSDに対して発行者が自らの証券の記録を請求した場合、3か月以内に回答をする必要があり、拒否する場合は、包括的なリスク評価に理由がある場合または当該CSDが公証人サービス(附則のサービス一覧項目A(1))を提供しない場合に限られる(49条2項3項)。拒否された発行者は規制当局に不服を申し立てることができる(同条4項)。

発行者がCSDを選択する権利は、Legal Certainty Groupが勧告15において取り扱っており、発行者が他の加盟国のCSDに証券の登録を移管する場合、投資者の法的地位が変更されることによる影響を考慮する必要があるが、勧告4、勧告13および勧告14により、投資者の最小限の権利が維持されることで可能になるとしていたものである<sup>(73)</sup>。調査報告書において、会社法の調整がないままでは分裂が増すという意見もみられたが、結果、経済的規模の強化に資するとされていたことから<sup>(74)</sup>、進められたものと考えられる。

CSDは、他のCSDの参加者になるとともに、他のCSDとリンクを設定する権利を有し(50条)、リンクの設定を請求する場合、前述の、発行者がCSDに対して自らの証券の記録を請求する場合と同様の手続が用意されている(52条)。CCPおよび取引施設がCSDに対してアクセスを請求する場合の手続も同様である(53条)。

#### 第4節 銀行形式の付随サービス

CSDは、追加の認可を得ない限り、いかなる銀行形式の付随サービス(預金、貸出、為替取引、保証および資産運用)も提供することができない(54条1項および附則のサービス一覧項目C)。CSDが、自身の証券決済制度内の資金決済を行うかまたはあらゆる銀行形式の付随サービスを提供する場合、自ら条件を充たして認可を受けるかまたは信用機関を指定する必要がある(54条2項)。

CSD自身が銀行形式の付随サービスを提供するには、①信用機関としての認可、②健全性の要件および監督要件の充足、③銀行形式の付随サービスを提供する目的のための認可、④信用リスク・流動性リスク等に対応する追加的資本規制、⑤月次での規制当局への報告・年次での当日中の流動性リスクの状況と管理に係る開示、⑥銀行形式の付随サービスによる流動性・信用リスクが具体化する状況を含む危機への適切な復旧計画の規制当局への提出を行う必要がある(同条3項)、同一の企業グループに属する他の法人が銀行形

式の付随サービスを提供する場合は、当該他の法人について同様の対応を行う必要がある（同条4項）。

CSDは、本国である加盟国の規制当局に対して認可を申請する（55条1項）。申請に際しては、銀行形式の付随サービスに係る運営計画やCSDおよび指定された信用機関との関係を含む、すべての必要な情報が含まれる（同条2項）。

CSDの本国である加盟国の規制当局は、①12か月間認可を利用しない場合、認可を明確に放棄した場合、または指定された信用機関が6か月間サービスや事業を提供しない場合、②虚偽の説明その他の不適法な方法で認可された場合、③CSDまたは指定された信用機関が認可の条件を遵守せず必要な補正を行わない場合、④CSDまたは指定された信用機関がCSDRの規定に故意もしくは重大な過失によって違反した場合、本国である加盟国の規制当局は認可を取り消すことになる（57条1項）。

規制当局は、認可およびその取消し、ならびにサービスの拡張の決定をESMAに通知するとともに、ESMAは、これらの決定を受けたCSDの名称や指定された信用機関の名称等を記録簿に記載し、自身の専用ウェブサイトで利用可能な状態にする（58条）。

指定された信用機関または認可されたCSDに対する信用リスクに係る健全性の要件として、①強固な体制の整備、②リスクの評価、監視および管理手法の利用、③借手である個々の参加者のエクスポージャーの保証、④流動性の高い担保の受入れ、⑤担保価値に関する保守的な評価や集中的な制限、⑥信用エクスポージャーの制限、⑦潜在的な残余の信用エクスポージャーの分析および処理、⑧銀行口座を有する参加者に対する信用供与、ならびに⑨当日中の貸出に対する返済手続および返済繰り延べをやめさせる制裁利率の適用がある（59条3項）。また、流動性リスクに係る健全性の要件として、①強固な体制の整備、②即時・日次の必要な流動性の評価および監視、③潜在的なストレスシナリオの下での関係するすべての通貨の流動性確保、④流動性リスクの軽減、⑤資金を運用する際の信用力ある信用機関の利用、⑥ストレステストによる資産規模の決定、⑦予期せず補償されていない流動性不足の分析および処理、⑧流動性リスク管理のための中央銀行の口座やサービスの利用、⑨顧客が債務不履行の場合の担保処分を保証する規定、ならびに⑩流動性リスクの評価、監視および管理の方法の報告ならびに開示がある（同条4項）。

FMI原則の原則4（信用リスク）では、証券決済システムが参加者に日中与信またはオーバーナイトの与信を行っている場合、与信保全のため担保を徴求していたとしても、証券決済システムにカレント・エクスポージャー（current exposure：参加者が破綻した場合にFMIが直ちに直面する損失）をもたらし、またポテンシャル・フューチャー・エクスポージャー（potential future exposure：将来のある時点でFMIが直面し得る潜在的な信

用エクスポージャー)の発生につながり得るので、証券決済システムは、カレント・エクスポージャーや担保による保証を計測・監視するため、担保価値の適切な評価等の各種情報に十分アクセスできる体制を整えるべきであると説明する<sup>(75)</sup>。また、原則7(資金流動性リスク)では、参加者や他の主体が支払を履行しないことにより、他の参加者に対する支払債務を履行する資金が不足する場合、FMIは自らの流動性資源によって資金不足を解消し、決済を完了する必要があるため、FMIは、すべての参加者と他の者に起因する資金流動性リスクを管理する強固な体制を有するべきであると説明する<sup>(76)</sup>。

## 結びに代えて

前章までで確認したとおり、CSDRは、証券決済法制調整の試みと、世界的な金融危機の結果生まれたFMI原則の2つの流れの中で形づくられたものである。CSDの認可の要件やビジネスルールの実施は、FMI原則に対応する規定であり、いいかえれば、FMI原則に由来する規定であるといえる。また、決済期間の短縮は、T2Sの発足を考慮して規定されたものである<sup>(77)</sup>。このように、CSDRは、世界的な金融規制であるFMI原則やEU内の制度インフラであるT2Sに対応する部分が多いが、CSDに対する発行者のアクセス権のほか、発行の完全性、決済不履行の防止・対応は、Legal Certainty Groupの勧告15および9に応じるもの、すなわち、EU域内市場におけるクロス・ボーダー証券決済の障害を除去するためのものであり、ここに、証券決済法制としてのCSDRの意義が存在するといえる。

もっとも、CSDRでは、証券の移転や権利の内容等に関する事項は取り扱われておらず、比較していえば、わが国の証券決済法制である社債、株式等の振替に関する法律(平成13年法律第75号)が、CSDの認可に関する規律(同法3条以下)とともに、口座の記録の効力や権利の内容に関する規律(同法66条以下・88条以下・128条以下等)も定めていることとは異なる。

EUでは、証券の移転や権利の内容に関する規律の調整を図るべく、かつて証券法指令の導入が検討されていたが、現在まで提案されるに至っていない。証券の権利についての実質法の調整を行うユニドロア条約<sup>(78)</sup>の批准がなされないことを鑑みると、EU各加盟国の国内証券決済法制の調整も相当に困難な作業であると推測される。

このように、証券決済法制の整備としては部分的な対応に留まるCSDRであるが、併せてT2Sが稼働することにより、ジョヴァンニーニ・バリアの障害1から5までおよび7(技術的要因・市場慣行に関する10の障害中6つに当たるもの)の除去が進むと考えら

れていることから<sup>(79)</sup>、CSDRの適用開始と相まって、EU域内市場の証券取引の効率性が飛躍的に高まる可能性がある。CSDRの制定は、T2SやFMI原則への対応といった現実的な要請に的確に答えたものとみるべきなのか、それとも、証券決済法制の調整が部分的なまま証券取引の共同市場の形成・促進を急いだものとみるべきなのか、今後の推移を踏まえて評価すべきなのかもしれない。

わが国では、クロス・ボーダーの証券決済法制を調整する局面になく、EUの試みが直ちにわが国法制に影響を与えるものではないが、例えば、T+2への決済期間の短縮といった形の調整はわが国においてもなされつつあり、間接的な影響はあるといえそうである。わが国法制に今後どのような示唆を与えうるかということを含めて、引き続きEUにおける証券決済法制調整の試みを注視し、検討していくこととしたい。

## 注

- (1) Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories and Amending Directives 98/26/EC and 2014/65/EU and Regulation (EU) No 236/2012 (Text with EEA relevance), 2014 O.J. (L 257) 1.
- (2) ジョヴァンニニ・レポートに触れるものとして、吉川真裕「欧州証券決済コード・オブ・コンダクト」証券経済研究58号85頁(2007)、中島真志=宿輪純一『証券決済システムのすべて』252頁以下(東洋経済新報社、第2版、2008)、拙稿「欧州委員会 Legal Certainty Groupにおける証券決済法制の検討(1)—EU域内証券決済法制調整の試み—」早稲田大学大学院法研論集135号53頁(2010)参照。
- (3) The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union* (Nov. 2001) [hereinafter *First Giovannini Report*], available at [https://ec.europa.eu/info/system/files/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/first_giovannini_report_en.pdf).
- (4) See *Cesame Report: The Work of the Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts' Group ("CESAME" Group) Solving the Industry Giovannini Barriers to Post-Trading within the EU* (Nov. 28, 2008), available at <http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=32131%no=1>. Legal Certainty Groupについては、拙稿「欧州委員会 Legal Certainty Groupにおける証券決済法制の検討(2)・(3・完)—EU域内証券決済法制調整の試み—」早稲田大学大学院法研論集136号83頁(2010)・137号1頁(2011)参照。
- (5) Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council of 19 May 1998 on Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems, 1998 O.J. (L 166) 45 [hereinafter

Settlement Finality Directive].

- (6) Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on Financial Collateral Arrangements, 2002 O.J. (L 168) 43.
- (7) Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary, July 5, 2016, *available at* <https://assets.hcch.net/docs/3afb8418-7eb7-4a0c-af85-c4f35995bb8a.pdf>. なお、ハーグ国際私法会議のウェブサイト (<https://www.hcch.net/en/instruments/conventions/status-table/?cid=72>) によると、2017年9月9日現在、ハーグ条約はモリシヤス、スイスおよびアメリカの3か国の批准に依然留まる。EU 諸国が採用してきた証券所在地法に近い PRIMA (Place of the Relevant Intermediary Approach : 関係する口座管理機関の所在地法を準拠法とするもの) に、当事者意思を尊重するアプローチを加味する修正を行ったハーグ条約に対する、2004年および2005年当時の、EU 域内の批准反対論の状況を紹介するものとして、久保田隆「バーゼルⅡ実施と Hague 条約批准・UNIDROIT 条約成立の課題」比較法学39巻2号245頁(2006) 参照。
- (8) *See Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and Settlement in the European Union – The Way forward*, at 22-26, COM (2004) 312 final (Apr. 28, 2004), *available at* <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004DC0312&qid=1503770938700&from=EN>.
- (9) Legal Certainty Group, *Second Advice of the Legal Certainty Group: Solutions to Legal Barriers Related to Post-Trading within the EU* (Aug. 2008) [hereinafter *Second Advice of the LCG*], *available at* [https://ec.europa.eu/info/system/files/legal-certainty-group-2nd-advice\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/legal-certainty-group-2nd-advice_en.pdf).
- (10) *Legislation on Legal Certainty of Securities Holding and Dispositions: Consultation Document of the Services of the Directorate-General Internal Market and Services*, at 2 (2010) [hereinafter *Second Consultation on the Harmonisation of Securities Law*], *available at* [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/consultation-document-2010\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/consultation-document-2010_en.pdf).
- (11) *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and Amending Directive 98/26/EC* (Mar. 7, 2012) [hereinafter *Impact Assessment*], *available at* <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012SC0022&from=EN>.
- (12) *Id.* at 12.
- (13) *Id.* at 10 & Annex 4, tbls. 17-22.
- (14) *See First Giovannini Report*, *supra* note 3, at 36-43.

- (15) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 13.
- (16) *Id.* at 13 & Annex 5, tbl. 25. *see also Recommendations for Securities Settlement Systems and Recommendations for Central Counterparties in the European Union* (May, 2009), available at [http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pr090623\\_escb-cesr\\_recommendationsen.pdf?b01c6e5134a668b6b7073b9c6a06f7c3](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pr090623_escb-cesr_recommendationsen.pdf?b01c6e5134a668b6b7073b9c6a06f7c3).
- (17) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 13 & Annex 5, tbl. 24.
- (18) *Id.* at 14 & Annex 6, tbl. 26.
- (19) *Id.* at 14-15.
- (20) *Id.* at 15.
- (21) *Id.* at 7, 15.
- (22) *Id.* at 8, 15.
- (23) *Id.* at 16.
- (24) *Id.* at 16 & Annex 8.
- (25) *Id.* at 16.
- (26) *Id.* at 16-17. なお、*id.* Annex 3, at 52 によると、Clearstream は、1970年にルクセンブルグに設立された ICSD の Cedel International とドイツの CSD である Deutsche Börse Clearing が合併したもので、その共通の IT プラットフォームを用いる Clearstream Banking Frankfurt (ドイツの CSD) は、オーストリア、キプロス、ギリシア、デンマーク、ノルウェー、スペイン、スイス、エジプトおよび南アフリカの 9 つの CSD と共同事業を営んでおり、他方、Euroclear は、フランス、オランダ、ベルギー、イギリス・アイルランド (CREST という同一の CSD)、スウェーデンおよびフィンランドの CSD を買収し、単一の決済エンジンを運営しているという。
- (27) *Id.* at 11, 17.
- (28) *Id.* at 18.
- (29) *Id.* at 10-11 によると、T2S は、全欧州の証券決済の技術的プラットフォームであり、これに参加する CSD は顧客との間の法的関係は維持されつつ決済の IT プラットフォームを T2S にアウトソースすることになるが、クロスボーダー決済のコストの削減、取引高の増大、CSD 間の証券決済サービスの競争の促進というメリットをもたらすとする。European Central Bank, *About T2S*, <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2s/about/html/index.en.html> (last visited Sept. 13, 2017) によると、T2S は、2008年にプロジェクトを立ち上げ、2015年6月22日にプラットフォームの運営を開始しており、2015年6月から2017年9月までの間に5段階で20のCSDがT2Sのプラットフォームに移行する。プロジェクトを立ち上げた頃のものであるが、T2Sにつき、中島真志「欧州中央銀行の進める証券決済インフラ統合の動き—『ターゲット2証券プロジェクト』の概要について—」麗澤経済

研究16巻1号45頁(2008)、佐藤信「欧州の新しい証券決済システム(T2S)」資本市場280号20頁(2008)参照。

- (30) *Impact Assessment, supra* note 11, at 18-19.
- (31) 取引施設とは、Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast) (Text with EEA relevance) art. 4, para. 1(24), 2014 O.J. (L 173) 349 [hereinafter MiFID II]によると、規制市場、MTF (multilateral trading facility: 多角的取引施設) または OTF (organised trading facility: 組織化された取引施設) を意味する。MiFID II および同時に制定された MiFIR (Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on Markets in Financial Instruments and Amending Regulation (EU) No 648/2012 (Text with EEA relevance), 2014 O.J. (L 173) 84) につき、大橋善晃「第二次金融商品市場指令 (MiFID II) の概要」証券レビュー54巻11号147頁(2014) および神山哲也「第2次金融商品市場指令 (Mifid II) の概要とインパクト」野村資本市場クォーターリー18巻1号42頁(2014) 参照。
- (32) *Impact Assessment, supra* note 11, at 19.
- (33) *Id.* at 21-22.
- (34) Committee on Payment and Settlement Systems & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, *Principles for Financial Market Infrastructures* (Apr. 2012) [hereinafter PFMI], available at <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. 仮訳として、BIS 支払・決済システム委員会・証券監督者国際機構専門委員会「金融市場インフラのための原則」(2012年4月) ([https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2012/data/rell20416a4.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/data/rell20416a4.pdf)) がある。また、本原則を解説するものとして、水口純=副島豊「BIS/CPSS と IOSCO による『金融市場インフラのための原則』の概要等」金融784号3頁(2012)、本原則と証券清算・決済インフラの対応状況を紹介するものとして、松本正紀「世界的な金融規制改革と証券清算・決済インフラの動向」資本市場334号38頁(2013) 参照。なお、Felix B. Chang, *Financial Market Bottlenecks and the "Openness" Mandate*, 23 GEO. MASON L. REV. 69, 69-74 (2015) は、金融危機前は FMI に注目は払われていなかったが、大企業による CCP (アメリカでは Clearinghouse) の寡占化が進んだことで競争を停滞させる bottleneck が発生しており、その後の金融規制が対応できていない openness mandate (オープンで非差別的なアクセスを基準とするアプローチ) を促進させることが必要であると指摘する。
- (35) PFMI, *supra* note 34, at 16.
- (36) Clearing Agency Standards, Exchnge Act Release No. 68,080, 77 Fed. Reg. 66,220 (Nov. 2, 2012).
- (37) Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories (Text with EEA relevance),

- 2012 O.J. (L 201) 1.
- (38) 松本・前掲注34・39頁。
- (39) 金融庁「清算・振替機関等向けの総合的な監督指針 本編」(平成25年12月) (<http://www.fsa.go.jp/news/25/sonota/20131210-4/02.pdf>) 4-5 頁。
- (40) 水口＝副島・前掲注34・6 頁。
- (41) 水口＝副島・前掲注34・3-4 頁。
- (42) 水口＝副島・前掲注34・5-6 頁。
- (43) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 44-45.
- (44) *Report on the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Improving Securities Settlement in the European Union and on Central Securities Depositories (CSDs) and Amending Directive 98/26/EC (COM(2012)0073 – C7-0071/2012 – 2012/0029 (COD))*, at 9, EUR. PARL. DOC. A7-0039/2013 (Feb. 13, 2013) [hereinafter *Report on the Proposal for a Regulation*], available at <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2013-0039+0+DOC+PDF+V0//EN>.
- (45) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 44.
- (46) European Securities and Market Authorities, *WHO WE ARE*, <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are> (last Visited Sept. 9, 2017) によると、ESMA は、分散化されたネットワークとして欧州金融監督制度の設立を勧告する2009年のド・ラロジエール・レポート (*Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU Chaired by Jacques de Larosière* (Feb. 25, 2009), available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf)) に基づいて設立された EU の機関の一つで、投資者保護、秩序ある市場および金融の安定を目的とする。ド・ラロジエール・レポートにつき、杉田浩治「金融規制改革についての欧州の考え方—ド・ラロジエール・レポートの要旨—」証券レビュー49巻4号69頁(2009) 参照。なお、Pablo Iglesias-Rodríguez, *The Regulation of Cross-Border Clearing and Settlement in the European Union from a Legitimacy Perspective*, 13 EUR. BUS. ORG. L. REV. 441, 460-472 (2012) は、EU のクロス・ボーダー証券決済の規制は、かつては産業界が主導し、ハード・ローよりも自主規制が主流であったが、金融危機により、自主規制の信頼が揺らぎ、欧州議会の後押しを受けて誕生したのが ESMA であり、ESMA が作成する基準案は欧州委員会を拘束する等重要なものになっていると指摘する。
- (47) See European Securities and Market Authorities, *Settlement*, <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/settlement> (last Visited Sept. 10, 2017).
- (48) 譲渡可能証券とは、MiFID II , *supra* note 31, art. 4, para. 44 によると、支払手段を除く、資本市場において流通する証券であり、株式およびこれに相当する証券ならびに株式の預託証券、債券およ



び証券化された債権ならびにこれらの預託証券、譲渡可能証券の購入権もしくは売却権または譲渡可能証券・通貨・利子・商品その他の指数を参照して資金決済される証券を意味する。

- (49) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 37.
- (50) PFMI, *supra* note 34, at 73-74.
- (51) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 26-28.
- (52) Press Release, Financial Services Industry Shortens Trade Settlement Cycle in the U.S., Marking the Most Significant Change in Two Decades, (Sept. 5, 2017), *available at* <http://www.ust2.com/pdfs/T2-Steering-Committee-Joint-Release-on-Launch.pdf>.
- (53) 日本証券業協会「国債取引の決済期間の短縮（アウトライト取引のT+2への移行）について」（平成23年3月31日）（[http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kessai/jgb\\_kentou/files/kokusaik-t2.pdf](http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kessai/jgb_kentou/files/kokusaik-t2.pdf)）、同「国債取引の決済期間T+1化等の実施予定日について」（平成29年2月23日）（<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/content/jisshiyoteibikouhyou.pdf>）および「株式等の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 最終報告書」（2016年6月30日）（[http://www.jsda.or.jp/shiraberu/minasama/t2/t2\\_houkoku\\_20160630.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiraberu/minasama/t2/t2_houkoku_20160630.pdf)）。
- (54) *Second Advice of the LCG*, *supra* note 9, at 70.
- (55) *See supra* note 31.
- (56) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 74-75.
- (57) Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms and Amending Regulation (EU) No 648/2012 (Text with EEA relevance), art. 4, para. 1(1), 2013 O.J. (L 176) 1によると、信用機関とは、預金その他返金可能な公共の資金を受け入れ、自らの口座で与信を行う企業を意味する。
- (58) PFMI, *supra* note 34, at 26.
- (59) *Id.* at 101.
- (60) *Id.* at 73.
- (61) *Second Advice of the LCG*, *supra* note 9, at 71.
- (62) *Second Consultation on the Harmonisation of Securities Law*, *supra* note 10, at 19.
- (63) PFMI, *supra* note 34, at 74.
- (64) Settlement Finality Directive, *supra* note 5, arts. 3, 5によると、破産手続開始前になされた譲渡の指図やネットィングは法的に執行可能で第三者を拘束し、証券決済制度のルールで定める時点以降は参加者その他の第三者が譲渡の指図を撤回することはできないとしている。
- (65) PFMI, *supra* note 34, at 64.
- (66) *Id.* at 68.

- (67) *Id.* at 78.
- (68) *Id.* at 94.
- (69) *Id.* at 93.
- (70) *Id.* at 88.
- (71) *Id.* at 109-110.
- (72) See European Securities and Market Authorities, *Key Relevant Provisions of the Corporate or Similar Law of Member States, under Which Securities Are Constituted (Article 49(1) of Regulation (EU) No 909/2014 (CSDR)* (last updated Apr. 9, 2015), available at [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstatesslaws\\_art\\_49csdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/provisionsofmemberstatesslaws_art_49csdr.pdf).
- (73) *Second Advice of the LCG*, *supra* note 9, at 101.
- (74) *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 36.
- (75) PFMI, *supra* note 34, at 38, 40.
- (76) *Id.* at 58-59.
- (77) See *Impact Assessment*, *supra* note 11, at 26; *Report on the Proposal for a Regulation*, *supra* note 44, at 91.
- (78) UNIDROIT Convention on Substantive Rules for Intermediated Securities, Oct. 9, 2009, available at <http://www.unidroit.org/english/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>. ユニドロア条約検討時にこれを解説するものとして、神田秀樹「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（下巻）』569頁（有斐閣、2007）参照。なお、ユニドロア（私法統一国際協会）のウェブサイト（<http://www.unidroit.org/status>）によると、2017年9月10日現在、ユニドロア条約はバングラディシュのみの批准に依然留まる。
- (79) *Impact Assessment*, *supra* note 11, Annex 2, tbl. 10.