

## 合従連衡進む欧州証券決済機関

欧州では、証券決済機関の合併や提携が相次いでいる。通貨統合を最大の要因として、欧州証券市場の統合が進み、内外の投資家は EU を一つのマーケットと捉えるようになってきている。欧州域内の証券取引の効率化を求める声が高まっていた中で、クリアストリームの誕生やユーロネクスト構想により、決済機関、清算機関の合従連衡が急速に進むこととなった。

### 1. 進む証券決済機関の再編

#### 1) 相次ぐ合併、提携

欧州では、証券決済機関の提携や合併が進んでいる。その先陣を切ったのが、1999年5月に発表された、ドイツ取引所の中央証券保管振替機構（Central Securities Depository、以下CSD）であるドイツ・ベルゼ・クリアリング（Deutsche Börse Clearing、以下DBC）と国際決済機関のセデルとの合併である。合併直後は、ヨーロッパン・クリアリング・ハウスという仮称を使っていたが、その後、クリアストリーム（Clearstream）を正式名称として採用した。

これに触発されるかたちで、セデルと並ぶ国際決済機関であるユーロクリアが、同年11月、フランスのCSDであるシコバム（SICOVAM）との提携を発表した。シコバムは当初、クリアストリームとの提携を検討していた。そのシコバムがユーロクリアとの提携に方針を転換した背景には、ユーロクリアからの積極的な働きかけがあった。ユーロクリアは国際決済機関として規模の小さいセデルを吸収した上で、クロス・ボーダー決済のハブになるという意向を持っていた<sup>1</sup>。しかし、そのセデルに先に行動を起こされ、何らかの対応を余儀なくされていた。

2000年3月24日に、単なる提携に留まらず合併まで進めることで基本合意していたユーロクリアとシコバムは、9月21日、正式に合併することを発表した。シコバムがユーロクリア・バンクの100%子会社となり、シコバム持株会社がユーロクリア・バンクの95%を保有する持株会社の株式の16.67%を保有する。

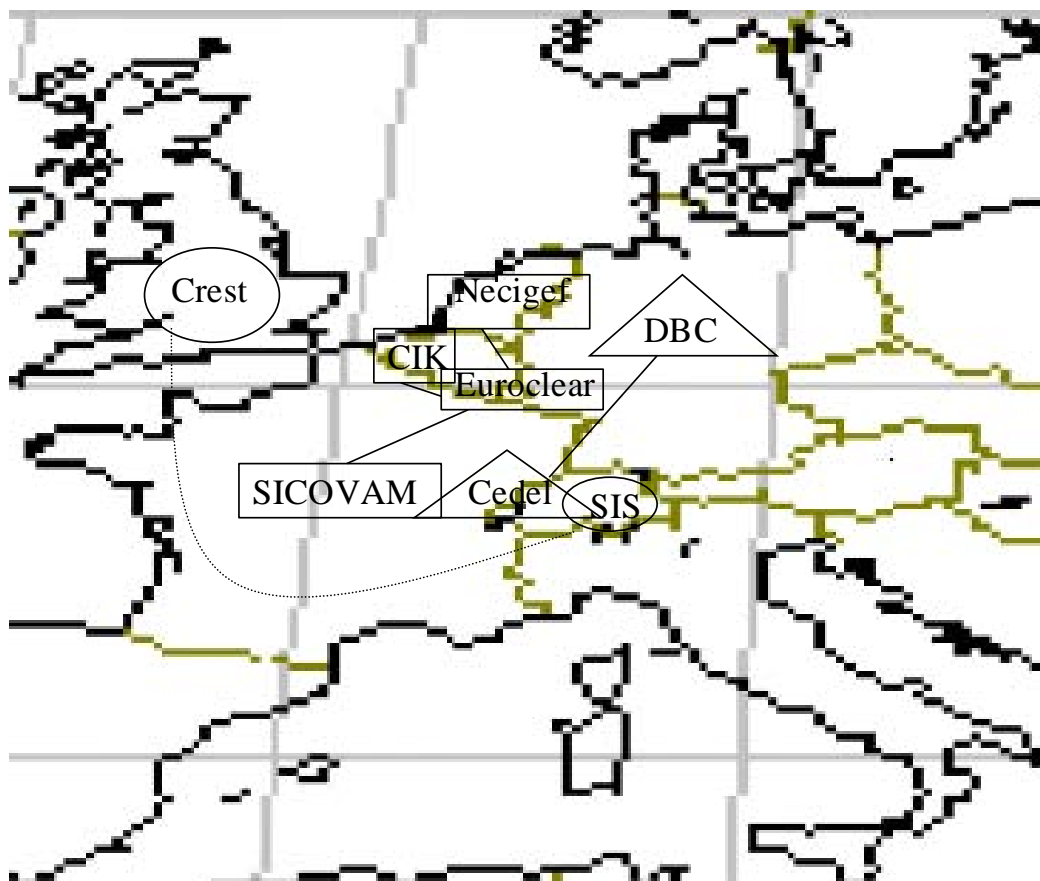
また、3月21日には、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの3証券取引所が合併し、

<sup>1</sup> ユーロクリアの提唱するハブ・アンド・スポーク・モデルについては後述。

ユーロネクストを新設することを明らかにした<sup>2</sup>。ユーロネクストは、証券決済機関も統合することを目指しており、3つのCSDの中でも最も大きいシコバムがユーロクリアと合併することが明らかになった以上、オランダ、ベルギーのCSDもユーロクリアと合併するのは時間の問題と見られていた。そして、9月6日には、ユーロクリアとオランダのCSDであるNecigef、ベルギーのCSDであるBXS-CIKとの合併が公表された。

これに対し、イギリスのCSDであるクレスト（Crest）とスイスのCSDであるセガ・インターセトル（Sega Intersecttle、以下SIS）は、相互にネットワークを結ぶ、セトルメント・ネットワーク（The Settlement Network）をスタートさせた。各国のCSDを高速のネットワークで結び、クロス・ボーダーの決済を効率化しようという、ECSDA（European Central Securities Depository Association）のフィナンシャル・スーパーハイウェイ構想を具体化に移したものである。

図1 再編進む欧州決済機関



(注) 実線は合併、点線は提携関係を示す。  
 (出所) 野村総合研究所作成。

<sup>2</sup> ユーロネクストは2000年9月22日、正式に発足した。

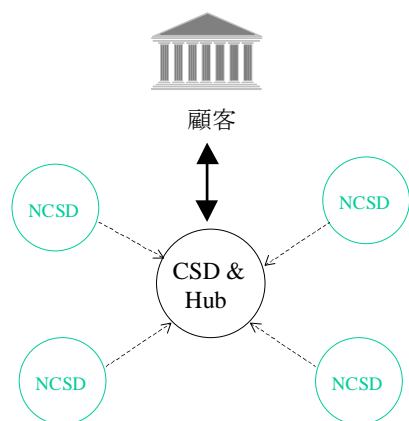
## 2) 証券決済効率化の3つのモデル

通貨統合後、証券市場の統合が進む欧州では、証券取引所の統合が急速に進む一方で、決済機関の提携や統合による、クロス・ボーダー証券取引の決済の効率化に対する要請も強い。証券取引のコストの過半は、取引成立後、決済に至るまでの一連のプロセスで発生するという試算もあり、むしろ決済に関するコスト効率の向上が至上命題となっている。

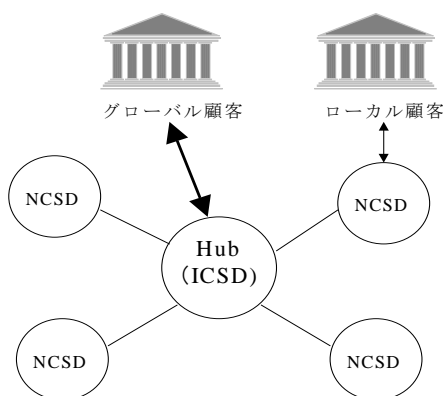
欧州のクロス・ボーダー証券取引の決済については、3つのモデルが検討されてきた。①各国の決済機関を一つに統合する決済機関統合モデル、②一つの決済機関をハブとし、そのハブに各国のCSDがリンクするハブ・アンド・スポーク・モデル、③各国のCSD間をそれぞれリンクするNCSDリンク・モデル、の3つである<sup>3</sup>。

図2 クロス・ボーダー決済の3モデル

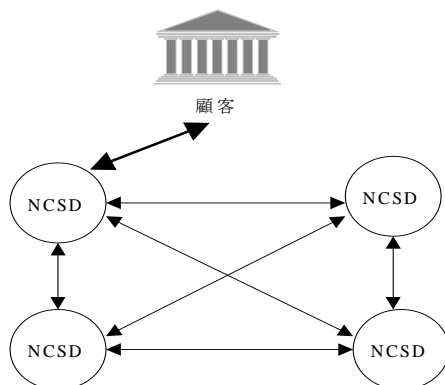
①決済機関統合



②ハブ・アンド・スポーク



③NCSD間リンク



(出所) Euroclear, "The hub and spokes clearing and settlement model"

<sup>3</sup> NCSD は National Central Securities Depository の略で、各国の証券保管振替機構を指す。これに対し、ユーロクリアやセデルは ICSD (International Central Securities Depository) と呼ばれる。

そして、この3つのモデルの内、①のモデルの推進者がクリアストリーム、②のモデルがユーロクリア、③を主導するのがクレスト率いるセトルメント・ネットワークと見られてきた。

前述の通り、ユーロクリアがシコバム、Necigef、CIK と合併したのは、ユーロクリアが①のモデルに近づいたように見えるし、クレストがユーロクリアとリンクを結んだことは、②のモデルに方針転換したようにも見える。しかし、3者の決済システム統合に向けたプロセスに関する考え方は、はっきりと異なっている。

### (1) クリアストリーム

最も大胆に統合を進めようとしているのが、クリアストリームである。クリアストリームは他のCSDとのリンクによる提携も歓迎するとはしているものの、合併の方が望ましいと考えており、相手には新設したクリエーションという決済システムの利用を求めたい考えである。クリアストリームは、最初は相互リンクから開始するにしても、開始時から最終的には合併するということをコミットすることが必要であると主張している。

複数の決済システムを運営することのコストや、複数の仕組みの異なるシステムをリンクすることのコストと難しさを考えれば、一つの決済システムに強引にでも統合していかないといけないという主張は明解ではあるものの、自らのシステムの廃棄を望まないCSDをどのように巻き込むかという点について、説得力のある説明はない。

ユーロクリアやクレストは、セデルとDBCの合併は、資金がなかったセデルと進んだシステムがなかったDBCという組み合わせだからこそ成功ただけで、常にうまく行くとは限らないと主張している。また、友好的に合併したにも関わらず、セデルとDBCのシステムを統合し、一つのシステムとして機能するまでに2年以上かかり、コストも数億ユーロもかかることに対する批判もある。

旧セデルは、ICSDであると同時に、ルクセンブルグのNCSDとしての機能も果たしてきた。その両者が合併するには、システム面だけではなく、法制度面からも調整が必要である。クリアストリームは、両国の金融規制当局や中央銀行と協議を進めており、これを今後2年間のうちにクリアできるかが、試金石となる。

### (2) ユーロクリア

ユーロクリアは、シコバムとの合併に成功し、さらにベルギー、オランダのCSDとも合併することによって、これまで提唱してきたハブ・アンド・スポークから、クリアストリームのCSD統合型へと、方針を変えたようにも見える。しかし、ユーロクリアは一步ずつ前に進む(Evolution not Revolution)という方針を明らかにしている。イタリアのCSDであるモンテ・ティトリや英国のクレストともリンクを張っており、柔軟に対応しようという姿勢が見られる。これまでのサブ・カストディアンを利用したリンクなども含め、実現可能性を考慮しながら、最適な決済方法を模索していくことにしている。

なお、オランダのNecigef、ベルギーのCIKのシステムはユーロクリアに統合するものの、シコバムのシステムは優れたシステムであることを認め、ユーロクリアのシステムと併用し、次のシステム・グレード・アップの際に、お互いのシステムの長所を併せ持つ新システムに切り換える考えである。

### (3) クレスト

決済機関の統合について、最も慎重なのがクレストである。クレストは、決済機関を一つに統合するための移行コストが高く、そのために要する時間も長いことを指摘し、決済機関を一つにすることが大事なのではなく、決済プロセスが共通になることが重要であると主張している。CSDのユーザーがどこか1カ所の会員になってさえいれば、クロス・ボーダーの決済が滞りなく行われるようにすることが重要である。クレストは、各国のCSDがリアルタイムで決済し、それをセトルメント・ネットワークでリンクすることさえできれば、簡単にクロス・ボーダーの決済を行うことができると主張している。

しかし、このクレストの主張については、市場参加者からの支持を得られていないように見受けられる。例えばEU15カ国が、国内のCSDを一つに統合していたとしても、全てをリンクするには105本のネットワークが必要になる。これは、あまりにも複雑で、コスト削減効果も小さいとして批判が強い。また、複数のCSDが存続し続けるため、十分なコスト削減効果が得られるかどうか疑われるからである。

セトルメント・ネットワークでは、リンクの数を減らすため、いくつかのCSDをハブとし、それにその他のCSDをリンクするという改良版モデルを打ち出している。これは、突き詰めていくとハブ・アンド・スポーク・モデルと大きな違いはない。

これら3つのモデルの長所と短所を比較すると、表1のようになる。

表1 クロス・ボーダー決済効率化の3モデルの長所と短所

	長所	短所
単一決済機関 (クリアストリーム)	<ul style="list-style-type: none"> <li>決済システムが一つに集約されるので、最も効率的でコストが小さい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>他のCSDの統合を強要するため、理解を得られにくい。</li> <li>初期コストが高い。</li> <li>国によっては、法律の改正などが必要となる。</li> </ul>
ハブ・アンド・スポーク (ユーロクリア ・シコバム)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ネットワークの数が少なく済み、既存のネットワークを利用できるので追加的なコストが安い。</li> <li>各国のCSDが存続するので、理解が得られやすい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>各国のCSDの決済システムは存続するので、システムの開発や維持に二重のコストがかかる。</li> </ul>
各国CSD相互リンク (クレスト、SIS)	<ul style="list-style-type: none"> <li>各国CSDが存続するので、理解が得やすい。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>決済システムの統合を求めるユーザーからの反発が心配される。</li> <li>各国のCSDの決済システムは存続するので、システムの開発や維持に二重のコストがかかる。</li> </ul>

(出所) 野村総合研究所作成。

## 2. 汎欧州セントラル・カウンターパーティーを目指す動き

### 1) 進むセントラル・カウンターパーティーの導入

欧州では、証券取引所が相次いでセントラル・カウンターパーティー方式の導入を発表している<sup>4</sup>。セントラル・カウンターパーティー方式とは、証券取引が成立した後、それぞれの取引の相手方をセントラル・カウンターパーティーたる一機関として、清算、決済することである。例えば、AがBに1,000株を売るという取引が成立したら、決済は、Aはセントラル・カウンターパーティーに1,000株売り、Bはセントラル・カウンターパーティーから1,000株買うという2つの取引が成立したことにして決済する。

ここで、セントラル・カウンターパーティーが決済の履行を保証するので、AとBはお互いの信用リスクを気にする必要がなくなり、カウンターパーティー・リスクを省くことができる。

また、全取引がセントラル・カウンターパーティーを相手として決済されるため、ネットティングの効率が上がり、口座間を移動する現金や証券の量や移動する回数を抑えることができる。その結果、決済に関するコストは低下する。

このようなメリットを求めて、最近、セントラル・カウンターパーティー方式を導入することを、ロンドン証券取引所が明らかにした。パリ証券取引所はすでに導入済みであることを考えれば、ユーロネクストに参加するアムステルダム、ブリュッセルの両証券取引所も、セントラル・カウンターパーティー方式を導入することになるだろう。また、英国の第2の証券取引所であるトレードポイントとスイス証券取引所が共同で設立するヴァート・エックス (virt-x) も、セントラル・カウンターパーティー方式の導入を決めている。

### 2) 汎欧州セントラル・カウンターパーティーを目指す動き

このセントラル・カウンターパーティーの機能を担うのが、清算機関である。パリ証券取引所の取引は、フランスの清算機関であるクリアネット (Clearnet) をセントラル・カウンターパーティーとして清算しており、ロンドン証券取引所は英国の清算機関であるロンドン・クリアリング・ハウス (London Clearing House、以下LCH) をセントラル・カウンターパーティーとして、2001年第1四半期から清算する予定である。ヴァート・エックスもLCHをセントラル・カウンターパーティーに選んだ<sup>5</sup>。

このクリアネットとLCHの両者が、2000年4月、提携することで合意したことを発表した。2001年初には提携を開始し、2002年には両者の合併も視野に入れている。両者は、ロ

<sup>4</sup> 東京証券取引所も、清算機関方式と称して99年5月から、この方式を採用している。

<sup>5</sup> ヴァート・エックスの参加者であるトレードポイントは、既にLCHをセントラル・カウンターパーティーとして同方式を採用済み。

ンドンとパリでの証券取引だけでなく、その他の取引所での取引についても、セントラル・カウンターパーティーになろうという考えである。これまで欧州では、パリ証券取引所とトレード・ポイントを除き、株式の売買の清算にクリアリング・ハウスが参加することはなかったため、過去の経緯によるしがらみがない。そのため、欧州全域のセントラル・カウンターパーティーを一つの清算機関に集中するのは、証券取引所やCSDを一つに統合するよりも容易であると考えられる。

汎欧州セントラル・カウンターパーティーの誕生は、証券市場のユーザーである投資家や証券会社も求めている点である。主要金融機関が共同で、ユーロピアン・セキュリティーズ・フォーラム（European Securities Forum、以下ESF）と呼ばれる組織を立ち上げ、市場のインフラたる、証券取引の清算や決済に関する効率の向上を求めている。このESFが、6月19日に発表したプレス・リリースでは、「LCHとクリアネット間の合意は、まさにESFが求めてきた統合である」として、強い歓迎の意を表している。

LCHとクリアネットが合併すれば、汎欧州セントラル・カウンターパーティーという機能を担う機関の最有力候補となる。今後、セントラル・カウンターパーティー方式を採用する証券取引所が、自前主義でセントラル・カウンターパーティーを設立するか、LCH、クリアネット連合をセントラル・カウンターパーティーとして利用するかが注目される。

### 3. 展望

#### 1) 描けない青写真

今後どのようにクロス・ボーダー証券決済の効率化が進むのかは、欧州の市場参加者でさえ、容易に想像できないようである。いくつかあるその理由のうちで最大のものは、最も効率的でコストの安いモデルがどれなのかを、定量的に比較することができないということである。

各決済機関によって、提供しているサービスが異なるので、公平な比較が難しいだけでなく、統合のためにかかる投資金額を含めた移行コストが算出できない。

また、各モデルの中で、決済機関が提供しようとしているサービスが、清算銀行やカストディアン銀行が提供したいサービスと競合することになれば、ユーザーの支持を得られないという可能性もある。

さらに、前述のESFのような業界団体ができてはいるものの、コンセンサスを形成するには参加している金融機関の数が少なすぎるという問題もある。それだけでなく、特に大手金融機関では、自社内の意見調整も難航している。例えば、ドイツ銀行内では、国内証券決済に携わる部署は旧DBCが含まれているクリアストリームを支持しているのに対し、ドイツ証券の決済について、ユーロクリアのサブ・カストディアンとしての機能もあるの

で、ユーロクリアをサポートしたい部門もある。

欧州の主要市場参加者が最も強く望んでいるのは、クリアストリームとユーロクリアの合併である。しかし、両者が合意に達するのは容易ではなかろう。また、合意に達したとしても、クリアストリームの例が示す通り、単一のシステムへの移行には時間がかかる。クロス・ボーダー決済の効率化には、いずれにせよ、まだ数年は必要となりそうである。

## 2) 私設取引システムの挑戦

欧州では、クロス・ボーダー証券取引の決済を効率化し、全体の取引コストを引き下げることによって、既存の証券取引所と競争しようという動きがある。

モルガン・スタンレーは OM と共同で、ジャイウェイ (Jiway) という私設取引システムを立ち上げる予定である。当初は、ロンドン、ドイツ、ユーロネクスト、スイス、スウェーデン、イタリア、NYSE、ナスダックの各証券取引所に上場している銘柄の売買を取り扱う。証券保管サービスを提供し、また、自らがセントラル・カウンターパーティーとなることによって可能な限りネットィングを行うことにより、クロス・ボーダーの決済を低コストで行うようにする。5万ユーロまでの注文の1件当たりの手数料は、注文執行から決済まで全て合わせて7ユーロである。また、国内取引は、1取引について1.5ユーロで決済まで取り扱う。また、サービス開始時には十分な流動性を確保するのが難しいと考えられるので、オーダー・ドリブン制とマーケット・メーカー制を併用することによって、一定の流動性を確保する。

同様のシステムは、ゴールドマン・サックスも、プライム・アクセスという名称で提供することを決めた。

両者とも、最近欧州で盛んになっているオンライン証券会社を中心に、リテール証券会社向けに、このサービスを提供したい考えである。これらの新しい取引システムが、決済まで含めた証券取引コストの安さを武器に、どれだけの取引を集められるかが注目される。

(落合 大輔)