

二極化に向かう欧州の証券決済機関 —ユーロクリアとクレストの合併発表—

欧州では、2002年7月4日、国際証券決済機関ユーロクリアと英国の証券決済機関クレストの合併が発表された。これが実現すれば、欧州の証券決済機関は「新ユーロクリア」とドイツ証券取引所傘下のクリアストリームの2つに事実上集約されることになる。

1. 欧州証券決済システム効率化の追求

欧州では、域内証券市場における効率的な決済システムの構築に向けて、様々な活動が展開されている。市場統合が進む欧州でも、証券決済については、未だ各国の証券決済制度、機関が分立している。通貨統合を達成し、EU内のクロスボーダー証券取引が増えるにつれて、決済システムの非効率性が重要課題として意識されるようになり、90年代末から諸国の証券決済機関（Central Securities Depository、以下、CSD）による合併、提携の動きにつながった。

それらの中心となったのが、国際証券決済機関（ICSD）¹のクリアストリーム、ICSDのユーロクリア、英国のCSDであるクレストだった。これら3機関は、証券決済システム効率化の方法について、以下のような異なるアプローチを主導していると見られてきた²。

①クリアストリーム：決済機関の統合

クリアストリームは、2000年1月にICSDのセデルとドイツのCSDだったドイツ・ベルゼ・クリアリングとの合併で誕生した。決済機関の統合による欧州証券決済システムの効率化という考え方を示している。

②ユーロクリア：ハブ・アンド・スポーク

ユーロクリアは2001年1月、フランスのCSDだったシコバムとの合併を果たした。国際決済機関である自らを中心に置き、諸国のCSDがユーロクリアとのリンクを結ぶ「ハブ・アンド・スポーク」方式を提唱している。この方式だと、諸国のCSDはユーロクリアが中継基地となるので、互いにリンクを結ぶ必要がない。

¹ クロスボーダー決済を行うCSDのこと。1968年設立のユーロクリア、70年設立のセデル（現クリアストリーム）がある。

² 落合大輔「合従連衡進む欧州証券決済機関」『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。

③ クレスト：CSD 間のリンク強化

クレストは上記のような合併の動きからは距離を置いてきた。組織の合併やシステムの統合にコストをかけるよりも、各国の決済制度の標準化と高度な IT を駆使した CSD 間のリンク強化を進めた方が現実的という立場だった。

これと並行して、証券決済効率化の方法をめぐるには、「垂直統合」と「水平統合」という対立概念も提示されている。垂直統合は、証券の取引から決済までを一つの機関が提供する形、水平統合は、取引、清算、決済といった機能ごとの統合を進める形である。最近では、クリアストリームが垂直統合、ユーロネクストが水平統合を推進しているという見方が広まっていた。

2. ユーロクリアとクレストの合併

1) 欧州最大の CSD の誕生

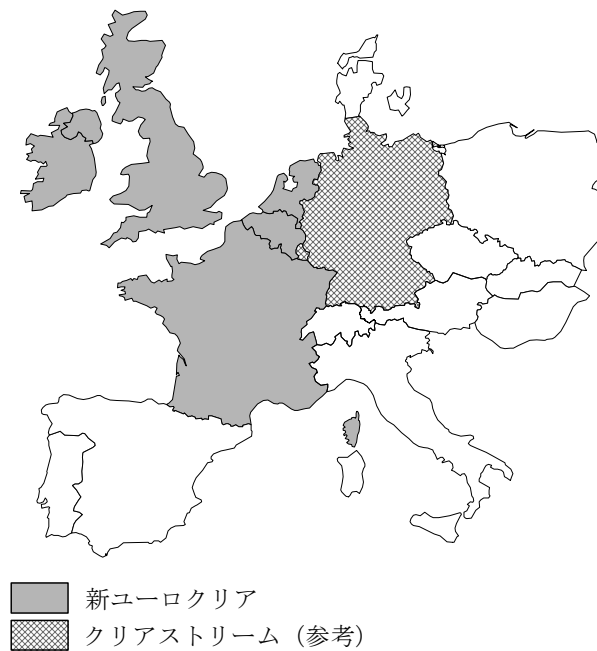
2002 年 7 月 4 日、ユーロクリアとクレストの合併が発表された。CSD の合併の動きから離れていたクレストの方向転換であり、これにより欧州最大の CSD が誕生する。新機関の名称は「ユーロクリア」³（以下、新ユーロクリア）となる。

ユーロクリアは、ブリュッセルに本拠地を置く ICSD ユーロクリア・バンクと、フランスの CSD であるユーロクリア・フランス（旧シコバム）等の部門から成り、フランス、オランダ、ベルギーの国内有価証券全てと、アイルランド国債を扱っている。クレストは、英国の株式、国債、短期金融商品と、アイルランド株式の CSD である。したがって、新ユーロクリアは、EU の 15 市場のうち 5 市場（ロンドン、パリ、アムステルダム、ブリュッセル、アイルランド）の CSD となる。ユーロクリアは、これまでもハブ・アンド・スポーク方式を推進する上で、複数の CSD との間で合併やその他の提携可能性を模索してきたが、今回の合併が実現すれば、新ユーロクリアの直接的なサービス対象地域は図表 1 のように広域なものとなる⁴。

³ 合併が完了するとクレストはユーロクリア・バンクの完全子会社となる（図表 3 を参照）が、英国では 2005 年まで「クレスト」のブランド名を引き続き用いるとされている。

⁴ ユーロクリアは、クリアストリームとの間のブリッジをはじめ、これ以外の数多くの諸国とのリンクを既に結んでいる。

図表1 拡大するユーロクリアの勢力範囲



(出所) 野村総合研究所

ユーロクリアの現行の決済金額の内訳をみると、欧州の内国債が全体の70%、ユーロ債が11%と、大部分が債券である。一方、クレストは英国及びアイルランド株式の決済の中心となっている。両機関の取扱銘柄の重複は限定的で、合併後の新ユーロクリアは幅広い種類の有価証券を取り扱うことになる。

新ユーロクリアの証券保管残高は10.7兆ユーロ（約1,255兆円）となり、DTCCの23.3兆ドル（約3,000兆円）には及ばないものの、クリアストリームの7.5兆ユーロを大きく上回る。決済件数・金額を見ても、現在のユーロクリアとクレストの年間決済件数は計1.2億件、決済金額は226兆ユーロ（約2.6京円）であり、合併後の新ユーロクリアは、FTSE Eurotop300構成銘柄の取引の60%、欧州国内債の52%、ユーロ債の62%以上を処理する見込みとなる（図表2）。

図表 2 欧州証券決済機関の規模比較 (2001 年)

	ユーロクリア	クレスト	新ユーロクリア	クリアストリーム
決済金額	130 兆ユーロ (1.5 京円)	96 兆ユーロ (1.1 京円)	226 兆ユーロ (2.6 京円)	N.A.
決済件数 (ネット前)	1.6 億件	0.7 億件	2.3 億件	1.1 億件
決済件数 (ネット後)	0.4 億件	0.7 億件	1.2 億件	1.1 億件
保管残高	7.9 兆ユーロ (926 兆円)	2.8 兆ユーロ (328 兆円)	10.7 兆ユーロ (1,255 兆円)	7.5 兆ユーロ (880 兆円)
取扱対象銘柄	208,000	16,000	215,000	約 200,000
リンクを結んでいる市場	32 (32 通貨)	3 (3 通貨)	32 (32 通貨)	39 ^{注2)} (N.A.)
株主数	1,309	97	N.A.	2
ユーザー数	2,032	274	N.A.	約 2,500
取締役の人数	25 ^{注1)}	14	26 ^{注1)}	16 ^{注3)}
スタッフ数	1,994	407	2,401	1,694

(注) 1. Euroclear plc の数字

2. 2002 年 1 月末時点

3. Clearstream International の数字

(出所) CRESTCo、Euroclear、Clearstream International 資料より野村総合研究所作成

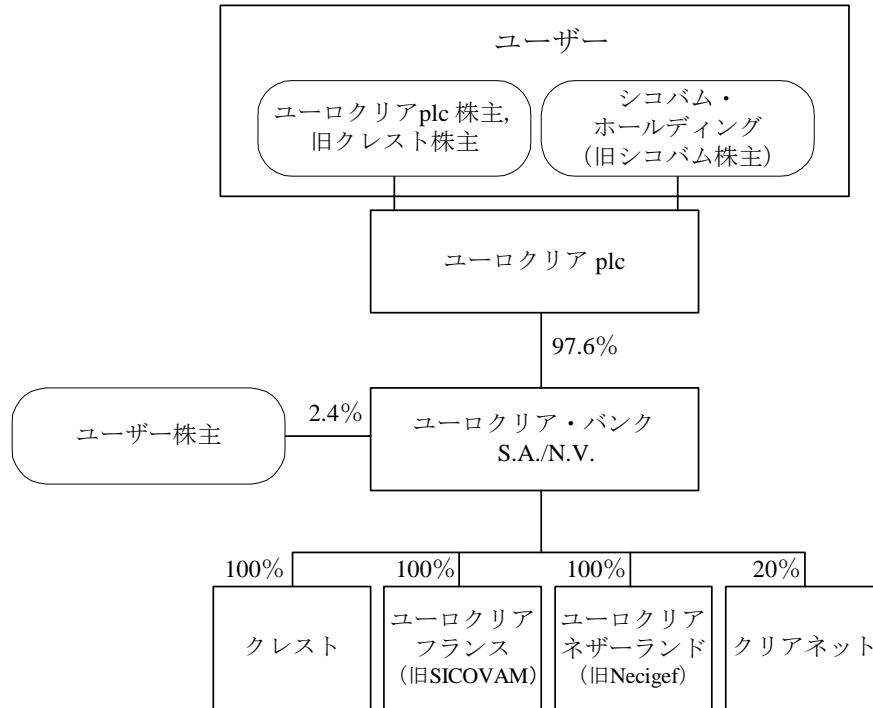
2) ユーザー所有の構造

新ユーロクリアは、ユーロクリア及びクレストの株主による承認、関係国の公正取引当局による認可の後、2002 年 9 月までに合併を完了させる予定としている。合併は株式交換により行われ、クレストの株式 1 株とユーロクリアの株式 30.15 株とが交換される。この交換により、クレストの株主は、ユーロクリア株式の約 19%を保有することになる。

ユーロクリア、クレスト共に株主はユーザーである金融機関であり、合併後もこの所有構造は変わらない(図表 3)。新ユーロクリアの株主は約 1,300 名のユーザーとなる。ユーロクリアはユーロネクスト(パリ、ブリュッセル、アムステルダム証券取引所の合併により誕生)、クレストはロンドン証券取引所(LSE)で取引される銘柄の決済を担っているが、両取引所による新ユーロクリア保有分は 3.5%と、僅かである。前述のようにユーロクリアは水平統合の推進者であるが、今回の合併にあたって取引所による支配を極力抑える形をとっており、CSD としての独立性を保ちつつ、証券決済機能の統合を目指している。これは、後述するようにドイツ証券取引所の完全子会社化を受け入れたクリアストリームと対照的な点である。

新ユーロクリアの立ち上げに向かって、ユーロクリア・バンクでは取締役会に「ビジネスモデル実行委員会(Business Model Implementation Committee)」を新設し、後述の「欧州域内決済モデル」の実行を監督することとしたが、同委員会に対する取引所の影響も限定する措置を講じている。同委員会の初代委員長にはクレストの現会長のウィックス氏が就任し、委員長は毎年改選で市場関係者から選出されるが、取引所からの選出はないとしているのである。委員会のメンバーは、委員長、副委員長、ユーロクリア・バンクの CEO 及び市場関係者で構成される。

図表3 新ユーロクリアの所有構造



(出所) ユーロクリア、クレスト共同リリースより野村総合研究所作成

3) クリアストリームをめぐる経緯

実はこれに先立つ 2001 年 10 月、ユーロクリアはクリアストリームとの合併を試み、失敗したという経緯がある。

クリアストリームは、ドイツ証券取引所が所有する CSD のドイツ・ベルゼ・クリアリングと、ICSID のセデルが合併してできた機関であり、ドイツ証券取引所と持株会社セデル・インターナショナルが 50%ずつを保有していた。ところが、ドイツ証券取引所は、取引から決済までを一つの機関が提供するという「垂直統合」を目指していたことから、2001 年 10 月、セデル・インターナショナルの保有分（旧セデルのユーザー保有分）の買い取りを提案し、クリアストリームの完全子会社化に乗り出した。その直後に、ユーロクリアもクリアストリームとの合併を申し出、両者が競い合うことになったのである。

ユーロクリアとクリアストリームが一つになれば、欧州単一 CSD の誕生に大きく近づくことになり、クリアストリームがどちらの申し出を受けるかが注目されたが、最終的に、クリアストリーム取締役会は、ユーロクリアではなくドイツ証券取引所を選んだ。この決定は一部のユーザーの反発を招き、J.P.モルガン・チェースや UBS が預託資産をクリアストリームからユーロクリアに移管すると発表するなどの騒ぎともなった。しかし、その後

もドイツ証券取引所による完全子会社化の決定は覆らず、2002年2月1日に両取締役会で買収条件の合意がなされた。同年7月11日、セデル・インターナショナルの全株主が買収に応じ、買収が完了したと発表された。

垂直統合と水平統合のどちらがより効率的なのかは、現時点では明らかでないが、ユーロクリアとクレストの合併は、このようなクリアストリームとの経緯の後に発表されただけに、両機関のアプローチの違いがいつそう際立つこととなった。

4) ユーロクリアとクレストの「欧州域内決済モデル」

ユーロクリアとクレストは、合併発表と同時に、新ユーロクリアが提供する「欧州域内決済モデル」⁵を提案した。このモデルの核は、単一決済エンジン (Single Settlement Engine) とユーザーに選択権があることである。

単一決済エンジンとは、新ユーロクリアのサービス対象5ヶ国 (ベルギー、フランス、アイルランド、オランダ、英国) のユーロ債から株式に至るまで、あらゆる証券の決済をカバーできるシステムである。ユーザーは、新ユーロクリアに口座を1つ有していれば、新ユーロクリアが取扱う株式、ユーロ債、債券などの決済サービス等を国内決済レベルの手数料で受けることができる。

また、このモデルではユーザーが要望にあわせてサービスを選択できる点が強調されている。例えばユーザーは、サービス・パッケージについて「ドメスティック・サービス (新ユーロクリアの国内決済システムが提供するサービス・パッケージ)」と「フル・サービス (ユーロクリア・バンクが提供しているマルチマーケット・サービス)」のいずれかを選択できる。また、証券の適用法制について、証券を発行した国の国内法の適用を受けるのか、ユーロクリア・バンクに預託してベルギー法の適用を受けるのか、選択することができる。

ユーロクリアとクレストは、新システムの導入により、プラットフォーム、インターフェイス等の統合が実現すれば、ユーザーが負担する対象国におけるクロスボーダー決済手数料は90%以上の引き下げが可能と述べている⁶。インターフェイスの統合に伴うアップグレードなど、ユーザー側の負担は特に生じないとのことである。単一決済エンジンは2005年に提供が開始され、完全移行は2008年が目標とされている。

3. EU レベルの議論

⁵ クレストとユーロクリア合併発表時資料, *Delivering a domestic market for Europe*, 2002年7月。

⁶ ユーロクリアは2001年1月のシコバムとの合併の効果として、2002年7月19日からユーロクリア・バンクのユーザーに対し、ユーロネクスト・パリでの取引の決済手数料を従来の約1/10の0.55ユーロ (約65円) に引き下げる。

上記のような形で CSD の統合が進めば、市場参加者は多数の CSD に口座を開かなくてもよい、多数の CSD に担保を差し入れる必要がないなどの恩恵を得ることができ、証券決済システムの効率化が進むと言える。しかし、欧州クロスボーダー証券決済の非効率性は、国ごとに異なる法規制等に起因する部分も大きいと言われ、これは CSD の統合によっては解決されない。欧州連合 (EU) レベルでの対応が求められる課題である。

そもそも、一連の CSD 再編の背景には、EU による欧州市場統合、中でも通貨統合がある。EU は、域内の証券決済システムの効率化について、どのような立場を表明し、どのような役割を果たそうとしているのだろうか。

1) EU の証券決済法規制

EU レベルの証券決済に関する法規制としては、まず、98 年制定の決済ファイナリティ指令 (Settlement Finality Directive、以下、SFD) があり、これによりクロスボーダーの振替指図及びネットティングのファイナリティ、取引参加者の破産時の措置などが定められた。

また、93 年制定の投資サービス指令 (Investment Services Directive、以下、ISD) の中で、金融機関は他国の規制市場 (regulated market、証券取引所等) への自由なアクセスと同時に、当該市場における証券決済機能へのアクセスも与えられるとされている。しかし、欧州委員会 (European Commission) が 2000 年 11 月に出した ISD 改正に関するコミュニケーションでは、現実には各国 CSD へのアクセスには様々な障壁が存在することが指摘され、証券決済システムの見直しが必要検討事項として挙げられた⁷。ISD 改正は 2002 年末が目標とされているが、証券決済については、①金融機関が規制市場で執行された取引について、リンクなどにより複数の証券決済機関での処理が選択肢となりうる場合は、その中から自由に選択できるとする、②規制市場が他国の清算機関を利用できるとする、といった提案がなされている⁸。

これに次ぐ 2001 年 3 月には、Proposal for a Directive on Financial Collateral Arrangements (以下、CD 案) が、欧州委員会により欧州議会及び EU 理事会に提出された。クロスボーダー取引における担保法制の整備を目指すもので、取引参加者の破産時に発動されるクローズ・アウト・ネットティング⁹の有効性などが盛り込まれた。

⁷ 平松那須加「EU 証券市場規制の改正に向けた動き」『資本市場クォーターリー』2001 年冬号参照。

⁸ 2002 年 3 月の第二回コンサルテーション向け資料 (“Revision of the Investment Services Directive, Annex I: Revised Orientations”)

⁹ 取引参加者の破産などの異常事態に際して、全ての債権・債務をその時点で履行期限が来たものとして一つにまとめ、一つの債権・債務として受け渡しを行うもの。

2) 欧州委員会の証券決済コミュニケーション

欧州委員会ではさらに、上記の SFD と、ISD の改正及び CD 案の採択が実現したとしても解決されない課題への対応が検討された。2001 年 11 月、欧州委員会に対する諮問機関であるジョバンニーニ・グループにより第一次報告（以下、ジョバンニーニ・レポートとする）が提出され、欧州のクロスボーダー証券決済が抱える課題が提示された¹⁰。これを受けて 2002 年 5 月、欧州委員会により証券決済に関するコミュニケーション（以下、証券決済コミュニケーションとする）が出された¹¹。

欧州委員会は、証券決済コミュニケーションの中で、汎欧州の証券決済システム構築に際してどのような方法を選択するかは、あくまでも市場が決定すべきという立場を明示した。垂直統合や水平統合の利点、難点といった分析は、同コミュニケーションの中では行われなかった。

欧州委員会が重視したのは、市場による最適な証券決済システム選択の前提となる、公正な競争環境の確保だった。そのために、

- ① 証券決済サービスの機能を EU レベルで定義する必要があるか（現状は証券決済サービスという機能を定義し、それに対する規制を定める形にはなっていない。そのため、同じ業務を行ってもカストディアン銀行は単一免許¹²を付与されるのに CSD には相当する措置がないなど、不公平が生じている）
 - ② ISD 改正案にある他国証券決済システムへのアクセス権を、規制市場と市場参加者にとどまらず、清算機関や CSD にも与えるべきか。その場合、各国の規制当局はどのような基準を用いて、他国のシステム利用の可否を判断すべきか
 - ③ 証券決済システムに関する EU レベルの立法は必要か
- といった検討事項が挙げられた。

さらに、不正競争防止の観点から、欧州証券決済システムの現状について下記のような懸念事項を指摘した。

- ① 同タイプの取引であるのに、相手により差別的な料金設定を行う CSD があるらしい
- ② 取引所と清算機関や CSD の間に、排他的な取り決めが存在するらしい
- ③ 証券決済システムが取引所により所有され、その取引所における取引の決済は当該システムにより行わなければならないとされる場合、証券決済サービスの価格が必要以上に高く設定される危険性がある

¹⁰ Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, 2001 年 11 月。ジョバンニーニ・グループ（正式名称は Consultative Group on the Impact of the Euro on Capital Market）は 96 年に結成され、欧州委員会に対する資本市場統合に関するアドバイス提供が任務。

¹¹ Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Clearing and Settlement in the European Union, Main Policy Issues and Future Challenges*, 2002 年 5 月 28 日（COM(2002)257）。

¹² EU 加盟国間の証券業免許相互承認により、金融機関が単一（自国）の免許を持てば他国での証券業務が可能となる制度。ISD により定められている。

上記の②、③はドイツ証券取引所を名指しにこそしなかったものの、同取引所によるクリアストリーム完全子会社化を念頭に置いたものと捉えられている。

3) 証券決済システム分立のコストの議論

何をもって効率的な証券決済システムとするかについて、しばしば尺度として挙げられるのが、コスト効率の良いことである。「通貨統合の利益が、分立し、コスト効率の悪い証券決済システムにより十分に発揮されない」「欧州の証券決済システムは、米国に比べて高コストである」といった見方が、欧州における改革推進の牽引力であると言っても過言でない。

それにも関わらず、現状の欧州証券決済システムのコスト算定が極めて困難なことから、最もコスト効率の良い方法はどれなのかを定量的に議論することは行われてこなかった。証券決済コミュニケーションのベースとなった前述のジョバンニーニ・レポートは、様々な制約条件付きながらも、欧州における証券決済のコストを数値化した点で画期的だった(図表4)¹³。

それによると、欧州の各国内の決済については、米国に比べて、それほどコストが高くないことが判明した。ネットィング前とネットィング後のどちらのデータを使うべきかという議論はあるものの、ネットィング前で ICSD を除く EU 平均は米国の 3.2 倍、ネットィング後だと 1.08 倍とほぼ同等だった。このデータに基づくと、市場関係者の間でしばしば聞かれる「米国より 10 倍高い」という言い方は安易にできなくなり、一部では改革推進に不都合なデータという捉え方をされたようである。

しかし、同時にユーロクリア、クリアストリームによるクロスボーダー決済のコストが相対的に高いことが明らかにされたという見方もできた。両 ICSD の決済コストは、ネットィング前で ICSD を除く EU 平均の 20 倍超、ネットィング後でも 10 倍超だった。高コストの理由としては、他国証券の保管などクロスボーダー決済特有のサービスが付加されることが指摘され、クロスボーダー決済に効率化の余地があることがデータで裏打ちされたと言えた。

前述の通り、ユーロクリアとクレストは合併発表の際に、両機関の統合が完成すればクロスボーダー決済の料金を国内決済並みに低下させることができるはずだとした。ドイツ証券取引所も、クロスボーダー取引分かどうかは明言しなかったものの、クリアストリームの料金を 3 年間で 20% 引き下げると予告している¹⁴。これらが実現され、一連の再編が欧州のクロスボーダー決済コストの低減につながるかが、注目される。

¹³ ただし、ジョバンニーニ・レポートのこの部分は、民間コンサルティング会社 Center for Economic Policy Studies の分析に基づいている。

¹⁴ “Clearstream to Cut Fees: Forms Committee to Direct Integration, Cost Savings,” *Securities Industry News*, 2002 年 6 月 13 日。

図表 4 取引 1 件当たりの CSD、ICSD の営業収益

(単位：ユーロ)

国	機関	取引当たり営業収益 (ネットイング前)	取引当たり営業収益 (ネットイング後)
ICSD	ユーロクリア・バンク	32.78	32.78
ICSD	クリアストリーム・ルクセンブルグ	33.43	33.43
デンマーク	VP	3.99	3.99
ドイツ	クリアストリーム・フランクフルト	2.15	2.15
スペイン	SCLV	4.16	4.16
ギリシャ	CSD	2.18	2.18
フランス	ユーロクリア・フランス	1.07	6.60
イタリア	モンテ・チトリ	0.18	2.52
ポルトガル	インテルボルサ	1.64	1.64
スウェーデン	VPC	2.95	2.95
英国	クレスト	2.44	2.44
EU	EU 平均	2.86	5.14
	ICSD を除く EU	1.49	2.98
ICSD	SIS	5.82	5.82
米国	DTCC	0.46	2.77

(注) 取引 1 件当たりの証券決済コストの把握に当たって、CSD 及び ICSD が取引参加者に課する料金体系を用いる方法も検討されたが、料金体系の公表が一般的でないこと、公表されていても実際にはケース・バイ・ケースで料金が決定されることから、代わって CSD 及び ICSD の収益が用いられた。

(出所) ジョバンニーニ・レポート

4. 今後の展望

今回のユーロクリアとクレストの合併が実現すれば、欧州の証券決済機関は、事実上、新ユーロクリアとクリアストリームの 2 つに集約されることになる。両機関が域内の証券決済システムを二分する体制が今後とも定着するのか、または更なる集約に向かうまでの一過程に過ぎないのか、注目される。また、異なる証券決済システムのモデルの妥当性が問われており、その議論がどう決着するのかも興味深い。いずれにせよ、現在提示されているようなコスト削減が実現されれば、欧州証券決済システムの国際競争力は高まることとなる。

EU による規制の動きとしては、ジョバンニーニ・レポート第二弾が今年中に出される予定であり、そこには、2001 年 11 月の第 1 回報告書を踏まえて、具体的な政策提言が盛り込まれると予告されている。欧州委員会も、証券決済コミュニケーションに対する一般からのコメントを 8 月末まで受け付けた後、EU レベルの立法措置の要否など、今後の方針を盛り込んだ文書を 2002 年末までに出すとしている。欧州証券決済システムをめぐっては、当面、目が離せない模様である。

(野村 亜紀子、小橋 亜由美)