

欧州における清算・決済機関を巡る動き

神山 哲也

要約

1. 欧州では、EU 域内で行われるクロスボーダーの証券取引に係るコストの高さが問題視されており、これを是正するべく、欧州委員会や欧州中央銀行（ECB）、更には業界レベルでの取組みが進展している。
2. 欧州委員会のチャーリー・マクリービー委員は 2006 年 7 月 11 日、欧州の清算・決済業界が行動規範を策定することを発表した。行動規範には、①2006 年末までに価格の透明性の向上、②2007 年 6 月末までに取引所・清算機関・決済機関の間のインターオペラビリティの実現、③2007 年末までに清算・決済業務について別個の財務諸表の作成、④同じく 2007 年末までに価格のアンバンドリングの実施、が盛り込まれる。
3. 他方、ECB は 2006 年 7 月 7 日、証券決済システム「ターゲット 2 証券（T2S）」の創設を検討していることを発表した。T2S は、ECB の預金口座にある資金を用いるユーロ建ての証券取引において、共通のプロセスで単一のプラットフォームを用いた決済を可能とすることが目的とされる。
4. ロンドン証券取引所が 2007 年前半を目処に複数の清算機関を採用することを発表するなど、業界レベルで改革を先取りする動きも出る中、T2S との係わりとともに、行動規範が実効性のあるものとなるか、今後が注目される。

I. はじめに

欧州では、EU レベルでの市場統合が進み、取引所の再編を巡る動きが加速する中、清算・決済機関のあり方が改めて問われている。清算とは、決済に先立ち、決済日に引渡しが行われる証券と支払いが行われる資金の金額を計算して確定するプロセスを指し、決済とは清算プロセスで算出された金額の証券及び資金について、証券の引渡しと資金の支払いを行うプロセスを指す。

問題視されているのは、EU 域内でクロスボーダー証券取引を行う際、清算・決済に係

るコストが高いため、取引参加者が負担する最終的な取引コストも高止まってしまっている、ということである。2001 年 11 月に発表されたジョバンニーニ報告書（後述）では、欧州域内のクロスボーダー証券取引の決済コストは、国内証券取引と比較して 10 倍～20 倍高いとされた¹。

欧州における清算・決済に係るコストに関して、とりわけ争点とされることが多いのが、いわゆる「垂直統合モデル」の是非である。垂直統合モデルとは、証券取引から清算・決済までを単一の機関の傘下で行う仕組みを指す。欧州では、ドイツ取引所、イタリア取引所、スペインの BME が垂直統合モデルを採

用している。垂直統合モデルに関しては、①価格の内訳が不透明であり、高コスト体質であること、②清算・決済機能へのアクセスにおいて新規参入者を差別的に扱うことにより競争を阻害すること、などの点が市場参加者や垂直統合モデルを採用していない取引所などの批判の対象となってきた。このような背景から、かねてより欧州委員会は、欧州における清算・決済機関のあり方について議論を重ねてきた²。

本稿では、清算・決済機関を巡る欧州の動向について、欧州金融規制のリサーチャーであるグラハム・ビショップ氏が 2006 年 9 月 12 日に主催したコンファレンス「証券取引とポスト・トレーディング」（以下、コンファレンス）で議論された内容に適宜言及しつつ、論じることとする。

II. 欧州委員会の提唱する行動規範

1. 行動規範の概要

欧州委員会で域内市場担当を担当するチャーリー・マクリービー委員は、かねてより、欧州における清算・決済のコストが高いことに対する懸念を表明しており、欧州の清算・決済業界が 2006 年夏までに自主的にコスト削減のための施策を打ち出さなければ、EU レベルで新たな規制を導入することになる、と繰り返し述べてきた。

2006 年 7 月 11 日、ECON (Economic and Monetary Policy Committee)³においてマクリービー委員は、欧州の清算・決済機関のあり方についてスピーチを行った。マクリービー委員は、EU レベルでの新たな規制を導入することについては、市場参加者に弊害が多いとの理由から、行わないことを明言した。また、創設を求める声が強かった非営利で運営される汎欧州の清算・決済機関についても、その利点は認めつつ、特定のモデルを市場に課すことは EU の役割ではないとして、EU

レベルで汎欧州の清算・決済機関の創設に取り組むことはないとした。

その上で、価格の透明性の向上と競争の促進が EU 資本市場の効率性を高める唯一の手段だと述べ、それを実現するべく、欧州の清算・決済業界が自主的に行動規範 (code of conduct) を策定することをマクリービー委員に申し入れていることを明かした。ただし、マクリービー委員は、行動規範の根幹部分については欧州委員会の提案する改革を盛り込まれることを求めた。これは、新たな規制の導入と、業界の自主的な取組みに委ねることの中間を取ったものと言える。

マクリービー委員が、清算・決済業界が策定する行動規範に含まれるべき内容として提示したのは、以下の事項である。

- ① 2006 年末までに、価格の透明性を向上させる施策を実施する
- ② 2007 年 6 月末までに、清算・決済機能への公平・透明・非差別的なアクセス権を保証するロードマップ及び条件について合意し、取引所・清算機関・決済機関の間のインターオペラビリティを速やかに実現するための条件を整える
- ③ 2007 年末までに、主要な清算業務及び決済業務について別個の財務諸表を作成する
- ④ 同じく 2007 年末までに、主要なサービス及び業務について価格のアンバンドリングを行う

マクリービー委員は、これらを当面は株式のみに適用し、いずれはデリバティブなど他の金融商品にも適用範囲を広げていくべきだとした。また、行動規範の遵守は外部監査に服することとした。

なお、上記の行動規範のスケジュールは、2007 年 11 月に予定されている Mifid (Market in Financial Instruments Directive)⁴ の施行とタイミングを合わせたものとなっている。Mifid では、フランスなどに見られる

取引所集中義務の排除や投資サービス会社による EU 域内他国の清算・決済機関へのアクセス権が規定されており、欧州の清算・決済機関が Mifid と行動規範を両方平行して遵守できるよう調整されたものと見られる。

2. インターオペラビリティ

上記①～④のうち、中核を成すのが②の取引所・清算機関・決済機関の間のインターオペラビリティ（相互リンク）の実現である。これに伴い、多くの EU 加盟国では、取引所が特定の清算・決済機関のみを用いる状況を廃する法規制の導入が求められることとなる。結果として、取引参加者は、取引所が選定する清算・決済機関ではなく、自らの選定する清算・決済機関を用いた取引を行えるようになる⁵。即ち、投資家にとって清算・決済機能の「代替可能性（fungibility）」が実現されるわけである。

コンファレンスでも、インターオペラビリティの実現が最大のテーマとなった。出席者の一人であった欧州取引所連合（FESE）事務局長のジュディス・ハート氏は、行動規範に盛り込まれる要素のうち最も実現困難であるのがインターオペラビリティだと述べた。その理由として、第一に、インターオペラビリティの実現は、相手方のいる問題であることを挙げた。即ち、インターオペラビリティを実現するには、取引所と清算機関との間で契約が交わされる必要があり、取引・清算・決済のバリューチェーンにおける利害関係の調整が困難である、というわけである。第二に、規制当局の資金源の問題を挙げた。即ち、欧州の規制当局の中には、運営に係る資金の30%を自らが管轄する取引所から得ているものもあり、清算・決済の市場が開放されれば、資金源を失いかねない。他方、そのような国の取引所は、規制当局の姿勢を理由にインターオペラビリティの実現に向けた動きを渋ることも考えられる、というわけである。

また、ユーロネクストの出席者も、インターオペラビリティの実現により欧州における証券取引のコストを削減する、という発想自体は評価しつつ、その実現可能性については疑義を投げかけた。その理由として、清算機関に対して、現在サービスを提供している取引所以外の取引所にサービスを提供することを求めるのは現実的には困難だとした。更に、欧州議会のピア・ノーラ・カウピ氏は、インターオペラビリティの実現に際して、取引所と清算機関との間の新規リンクにかかるコストを誰が負担するか、という問題も今後解決しなければならないとした。

3. 外部監査

コンファレンスにおいて、インターオペラビリティの実現と並んで議論されたのが、行動規範に盛り込まれるべき内容としてマクリービー委員が言及した外部監査であった。

欧州議会のカウピ氏は、清算・決済業務に関する知識・経験を十分に有する監査人が多くはないため、独立性の要件を厳格にしすぎないことが重要だとした。また、FESE のハート氏は、罰則を伴わない行動規範が遵守されていることを担保するためには、外部監査だけでなく、各取引所・清算機関・決済機関の CEO に行動規範を遵守することについて署名を求めることを検討するべきだとした。

いずれにしても、外部監査の詳細については未だ十分な議論が行われていないようであり、今後、行動規範の取纏め役の FESE が欧州委員会の意向を踏まえた上で、外部監査に関する規定をどのように行動規範に盛り込むか、注目される。

4. 業界の反応

マクリービー委員による上記発言の翌日、FESE は声明を発表し、欧州における清算・決済システムの融合は、法規制によるのではなく、市場関係者が主導する解決策に委ねら

れることが妥当だとし、欧州委員会に賛同する姿勢を明らかにした。その上で、2006年10月末までに、必要なロードマップについて業界の合意を取り付けるとした。

この点に関しては、コンファレンスにおける FESE のハート氏の発言が注目される。ハート氏は、①インターオペラビリティの実現について、清算・決済業界の最も複雑な部分を凝縮した問題であり、行動規範の当該部分については、あまり世間に期待されたくない、②行動規範の最終版は 2006 年 10 月 21 日に完成する予定であるが、現時点の進捗状況からすると、その期限は到底守れそうにない、と述べるなど、弱気な発言に終始していた。

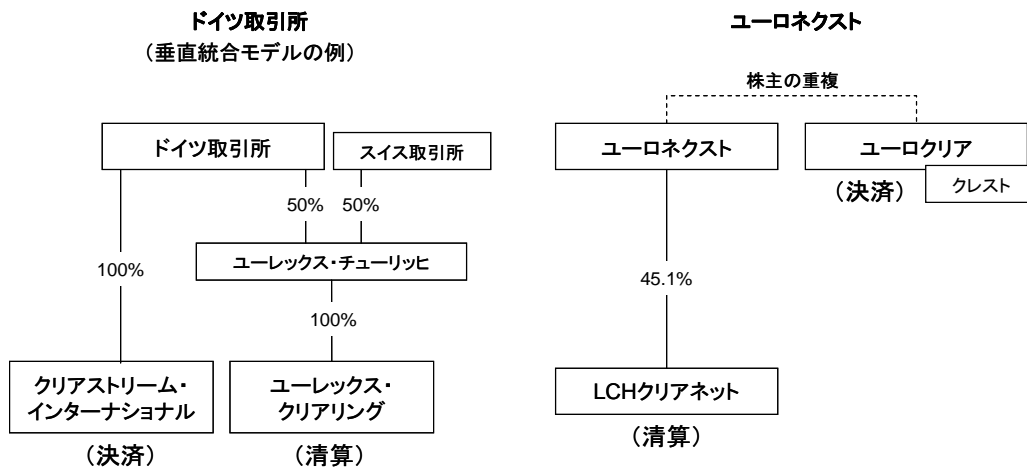
他方、欧州の取引所や清算・決済機関が公式には概ね欧州委員会の提案に賛同する意向を表明する中であって、垂直統合モデルを採用するスペインの BME だけは反対の姿勢を明らかにした。BME は、欧州におけるクロスボーダーの株式取引のコストが高すぎることに同意しつつ、何がその原因となっているかについては、マクリービー委員が問題の所在を見誤っているとした。即ち、クロスボーダーの株式取引が国内取引と比較

して手数料が高い原因は、複数の清算機関を経由するというだけでなく、国内のブローカーと国外のブローカーを経由しなければならないことにもあるとし、マクリービー委員が垂直統合モデルの問題に拘泥し、他の要素を疎かにしていると批判した。また、垂直統合モデルに対して最も批判的な取引参加者は、取引所と直接競合関係に立つことを企図している投資銀行だと指摘した。

もともと、マクリービー委員の発言は、垂直統合モデルのみを標的にしたものとは必ずしも言い切れない。例えば、垂直統合モデルとの対比で論じられることの多いユーロネクストは、清算機関の LCH クリアネットの株式を 45.1% 保有しており⁶、決済機関のユーロクリアについても、直接的な資本関係はないものの、株主の大部分が重複している（図表 1 参照）。このように、LCH クリアネットやユーロクリアが、新規参入者に対して清算・決済機能への非差別的なアクセスを認めないインセンティブが働き得る構造になっており、垂直統合モデルと同様の弊害が生じ得る。

また、欧州では基本的に、一つのアセットクラスについて、一国内で寡占ないし独占状

図表 1 垂直統合モデルとユーロネクストとの比較



(出所) 野村資本市場研究所作成

態にある取引所に対して、単一の清算機関及び決済機関が清算・決済機能を提供する、という仕組みになっている。そのため、改革の中核を成すインターオペラビリティの実現は、垂直統合モデルの採用の有無に関わらず、取引所及び清算・決済機関のビジネスに影響を及ぼすことになる。

このように、マクリービー委員が求めた清算・決済機関の改革は、垂直統合モデルそのものは是正を求めたというよりも、多くの場合垂直統合モデルに起因する競争阻害行為や高コスト体質などの是正を求めたものと見るのが妥当であろう⁷。

III. ECBの動き

上記のように、欧州における清算・決済業務のあり方について、業界主導の取組みが進展する中、欧州中央銀行（ECB）による証券決済システム創設に向けた動きが注目される。

1. ECBによる証券決済機能創設案

ECBは現在、資金決済システムの「ターゲット」をアップグレードするプロジェクトを遂行中であり、2007年11月には新資金決済システムの「ターゲット2」が稼動する予定となっている。ECBは2006年7月7日、この「ターゲット2」に証券決済機能を追加することを検討している旨発表した。

ECBが検討している新たな証券決済システムは「ターゲット2証券（TARGET2-Securities、T2S）」と仮名され、ECBの預金口座にある資金を決済に用いるユーロ建ての株式及び債券の取引において⁸、共通のプロセスで単一のプラットフォームを用いた決済を可能とすることが目的とされる。ECBによると、T2Sの下、ECB預金口座を決済に用いるユーロ建ての証券取引について、配当金の支払いなどのコーポレート・アクションや保護預かりなど、決済に付随する業務は既

存の決済機関が取扱い、中核のDVP（delivery versus payment）決済はT2Sが取扱うことになる。なお、T2Sに関する最終判断は2007年初頭に下される予定である。

2. 各方面の反応

欧州委員会のマクリービー委員は、前記の行動規範を提唱したスピーチにおいて、ECBの上記取組みに言及し、欧州の清算・決済システムにおける多くの非効率性を排除するきっかけになる、と評価している。

他方、清算・決済業界は、ECBによるT2S創設案に対して警戒感を強めている。例えば、ユーロネクストの決済機関であるユーロクリアは、①ECBによるT2Sの創設は、行動規範の策定をはじめとする欧州の民間セクターにおける清算・決済機能の統合・調和に向けた取組みと相容れないものであり、ECBによるT2Sの創設と業界による取組みが平行して行われれば、清算・決済機関による自主的な取組みの意欲が減退しかねない⁹、②T2Sの創設により、コーポレート・アクションや保護預かりを既存の決済機関が担い、DVP決済をT2Sが担うことになれば、欧州における証券取引に係る決済のシステム及びプロセスに更なる分裂が生じる、などの批判を展開している¹⁰。②については、欧州証券業者フォーラム（European Securities Forum）¹¹も、同様の見解を表明している。

また、欧州銀行協会（European Banking Federation）事務局長のガイド・ラボエ氏も、①市場の失敗が存在するという確証がない中で、ECBがかくも急進的に介入する理由は見当たらない、②欧州で進展している清算・決済機能のハーモナイゼーションに向けた大掛かりな投資を無駄にする、として、ECBによるT2S創設案に対して否定的な見方を表している¹²。更に、コンファレンスでは、欧州議会のカウピ氏も、ECBによるT2S創設案の発表が前記マクリービー委員によるス

ピーチの数日前に行われたことに関し、自分達に対する嫌がらせとしか思えない、と不快感を露わにした。

このように、現時点で ECB による T2S 創設案は、総じて否定的に見る向きが強いと言えよう。

3. T2S の強制力を巡る議論

T2S を巡って最も大きな争点となっているのは、T2S が強制的なものであるか否か、という点であろう。ECB 預金口座を用いた全ての証券取引決済について T2S を経由することが義務付けられるのか、各国の決済機関が任意で参加するものなのか（参加しない場合は自ら決済を行えるのか）、という点について ECB の発表は、何れにも解釈できる表現となっている。義務付けられることとなった場合、欧州の決済機関としては、現在のビジネスの相当部分を失いかねず、反発は必至であろう。一方、コンファレンスでは、ECB 預金口座を用いるユーロ建て証券取引の決済が T2S に統一されれば、欧州における証券取引に係る決済の効率性向上という観点からは評価できる、との意見もあった。

このように、現時点で ECB の T2S 創設案は、具体的なビジネス・モデルが提示されていないため、不透明な部分が多いものとなっている。今後、ECB がどのような具体案を提示してくるか、注目される。

IV. 欧州における清算・決済機関の現状

1. ジョバンニーニ・バリア

前記の通り、欧州では基本的に、一つの取引所に対し、単一の清算機関及び決済機関が清算・決済機能を提供する仕組みになっている。また、清算・決済に係るシステムや制度も各 EU 加盟国の間で異なっている。そのため、EU 域内であっても、クロスボーダーの証券取引においては、国内取引の場合と比較

して取引に係わる主体間の連携や連絡が非効率的となり、ひいては証券取引にかかる総コストの高止まりや、取引の安全性が十分に確保されない可能性が生じる。そこで、2001 年 11 月に欧州委員会の諮問機関であるジョバンニーニ・グループが発表した第一次報告書（ジョバンニーニ報告書）では¹³、EU レベルで清算・決済機能の「融合（integration）」を阻害している 15 の障壁が提示された。これは、一般的に「ジョバンニーニ・バリア」と呼ばれている（図表 2 参照）。ジョバンニーニ・バリアを除去し、清算・決済機能の融合を促進することにより、EU 域内におけるクロスボーダー証券取引の安全性・確実性を高めると同時に、そのコストを下げることが、欧州委員会による清算・決済に係る一連の取組みの目的となっている。

2. 欧州委員会のワーキング・ドキュメント

過去には、上記ジョバンニーニ報告書以外にも、複数の取引所や民間の研究機関等が、欧州における清算・決済機能のコストに関する報告書等を発表してきた。しかし、現状では、欧州の清算・決済機関は、料金体系を公表していない、若しくは、公表していても実際には様々な条件の下で個別の料率を適用しているため、定量的な分析を厳密に行うことは極めて困難だった。そこで、欧州委員会は、2006 年 5 月 23 日に発表したワーキング・ドキュメント¹⁴において、過去に発表された欧州の清算・決済機関に関する複数の報告書等を分析し、それらの最大公約数として以下の 4 つを導き出した。

- ① EU において、投資家の観点からすると、クロスボーダーの株式取引は国内株式取引より平均して 2 倍～6 倍のコストがかかる。特に、クロスボーダー株式取引決済の国内株式取引決済に対する超過コストを見ると、複数の調査結果は、取引一件当たりの平均で 15～20 ユーロに収斂

図表2 ジョバンニーニ・バリア

類型	障壁
テクニカルな要件、市場の慣行に関するもの	ITプラットフォームやインターフェースの多様性 清算・決済の所在に係る制約 各国間のコーポレート・アクションに係るルールの相違 同日決済ファイナリティの利用可能性やタイミングの相違 遠隔アクセスに係る障害 各国間の決済期間に係る相違 各国間の営業時間や決済期限に係る相違 各国間の証券発行の実務に係る相違 証券の所在に係る制約 プライマリー・ディーラー及びマーケット・メイカーの活動に係る制約
各国間の課税手続きの相違に関するもの	外国の仲介業者に不利に働く源泉課税の手続き 決済システムに組み込まれた税金徴収機能
法的安定性に関するもの	各国間の証券の法的扱いに係る相違 各国間の債務の相殺の法的扱いに係る相違 各国間で適用される規制が相反する場合の不統一な扱い

(出所) ジョバンニーニ報告書より野村資本市場研究所作成

- している
- ② システムの観点からすると、国内の株式取引において、EU の清算・決済機関は米国の清算・決済機関である DTCC と比較してコストが 8 倍高い
 - ③ 複数の調査結果によると、投資家にとって清算・決済にかかる合理的なコストの総合計の範囲は 20 億～50 億ユーロとなる
 - ④ 欧州における投資家の取引・清算・決済にかかる支出の合計が年間約 280 億ユーロとの推計に基づけば、清算・決済にかかるコストを 20 億～50 億ユーロに削減することにより、投資家にとっての総コストは平均 7%～18%削減される。この推計は、清算・決済機能の融合のみによるものであり、業界再編によって、更に約 7 億ユーロのコスト削減が可能となる
- 上記を踏まえた上で、ワーキング・ドキュメントは、①インターオペラビリティの実現が必要であること、②垂直統合モデルの効率性を裏付ける証拠が欠如していること、③クロスボーダーの証券取引において、ブローカー・ディーラーの階層におけるコストが高いこと、を結論として挙げた。

今回、マクリービー委員が提示した欧州の清算・決済機関の改革は、上記のような欧州委員会の現状認識に基づくものである。

IV. 終わりに

欧州委員会による清算・決済に係る取組みは、これまではファクト・ファインディングや、それに基づく政策の方向性の提示が主であった。その中で、今回のマクリービー委員の発言は、より具体的・直接的に欧州清算・決済機関の改革を促すものであり、その意義は大きい。また、今回のように規制ではなく業界の自主規制に委ねるという手法は、欧州委員会がここまで深く関与したテーマでは異例のものであり、行動規範が実効性のあるものとなれば、今後の EU レベルの規制のあり方に影響を及ぼす可能性もある。

業界レベルでは、既に改革を先取りする動きも観察される。ロンドン証券取引所 (LSE) は 2006 年 5 月 24 日、株式取引について、2007 年前半を目処に、virt-x¹⁵の清算機関である SIS x クリアを清算機関として追加することを発表した。LSE で株式取引を行う者は、従来、LCH クリアネットで清算す

る以外に途はなかったが、これにより、LCH クリアネットと SIS x クリアの何れかを選択できるようになる。欧州委員会の動きに先立ち、自主的に清算機能の競争を促進し、市場参加者の便益向上を企図したものと言える。実際、LCH クリアネットは 2006 年 10 月 9 日、同年 11 月より、LSE の SETS 及び SETSmm¹⁶、virt-x で行われる株式取引について清算手数料を 6%削減し、取引額上位 20%の取引については更に 20%削減することを発表しており、価格競争が生じていることが見て取れる。

欧州における清算・決済機能の合理化に期待する向きは大きい。モルガン・スタンレーのデビッド・ウォーカー氏は、欧州清算・決済業界の合理化が実現すれば、年間 20 億ドルのコスト削減が期待できるとしている¹⁷。また、上記欧州委員会のワーキング・ドキュメントにあるように、投資家にとっての総コストが最大 18%削減されるとも言われている。

LSE の動きに見られるように、自主的に改革を先取りする動きも出る中、欧州委員会の提唱する改革が実効性のあるものとなれば、欧州におけるクロスボーダーの株式取引の活発化が期待できよう。ECB による T2S との係わりとともに、行動規範が実効性のあるものとなるか、今後が注目される。

- ⁵ “Brussels to act on securities” *Financial Times*, July 10, 2006
- ⁶ 議決権保有割合は 24.9%。
- ⁷ 実際、マクリービー委員は、垂直統合モデルに一切言及していない。
- ⁸ 上場ファンドやワラントが含まれるかは、現時点では明らかになっていない。
- ⁹ なお、ユーロクリアは 2006 年 10 月現在、各国に点在している 5 つの決済システムを一つに統合する 5 億ユーロ規模の投資プロジェクトを遂行している最中である。
- ¹⁰ Target2-Securities: Euroclear Group’s Response to the ECB Questionare
- ¹¹ ゴールドマンサックスやドイツ銀行など、21 の投資銀行を代表する業界団体。
- ¹² “A questionable revolution” *Financial Times*, September 25, 2006
- ¹³ 報告書の正式名称は Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union であり、ジョバンニーニ・グループの正式名称は Consultative Group on the Impact of the Euro on Capital Market。なお、第二回の報告書は、2003 年 4 月に発表されている。
- ¹⁴ “Draft Working Document on Post-Trading” European Commission, May 23, 2006
- ¹⁵ スイスの取引所グループである SWX グループの電子取引所。スイスのブルーチップ銘柄の取引を中心とする。なお、virt-x 自身は、清算機関として LCH クリアネット及び SIS x クリア、決済期間としてクレスト、ユーロクリア、SIS セガインターセトルを採用している。
- ¹⁶ SETS はオークション形式の指値注文板の取引システムであり、SETSmm はマーケット・メイカーの確定気配とオークション形式の指値注文板を組み合わせた取引システム。
- ¹⁷ “EU sets two-week deadline for post-trading solutions” *Reuters*, July 5, 2006

¹ 決済機関の営業収益ベースで算出された数値であり、ネットティング前で約 20 倍、ネットティング後で約 10 倍とされた。

² 詳細については、野村亜紀子／小橋亜由美「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—」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

³ 欧州議会の委員会であり、EU の経済・金融政策や税制問題等について審議する。

⁴ 金融商品市場指令。1993 年に採択された投資サービス指令の改正指令として 2004 年 4 月に採択された。EU の証券市場規制と証券業者規制に関する基本法と位置付けられる。