

# 欧洲における証券市場統合化の動き

## ——証券取引所、清算機関、証券決済機関の 合併・統合の動き——

■ 調査企画部 ■

### 〔本レポートの構成〕

#### はじめに

##### I. 証券取引所の統合・新設に向けた動き

###### 1. 証券取引所の統合の動き

###### 2. 汎欧洲の電子証券取引所創設の動き

##### II. 清算機関の統合に向けた動き

###### 1. セントラル・カウンターパーティ・サー

###### ビス

###### 2. 欧州の清算機関

###### 3. LCH と Clearnet の統合計画と行き詰まり

###### 4. 欧州証券フォーラム (ESF) の動向

##### III. 証券決済機関の統合に向けた動き

###### 1. CSD の役割と統合に向かう 3 つの動き

###### 2. Clearstream

###### 3. Euroclear

###### 4. ECSDA のクロスボーダー・リンク構想

##### IV. 証券監督機関の統合に向けた動き

###### 1. 賢人会議

###### 2. 4 段階のアプローチ

#### おわりに

#### はじめに

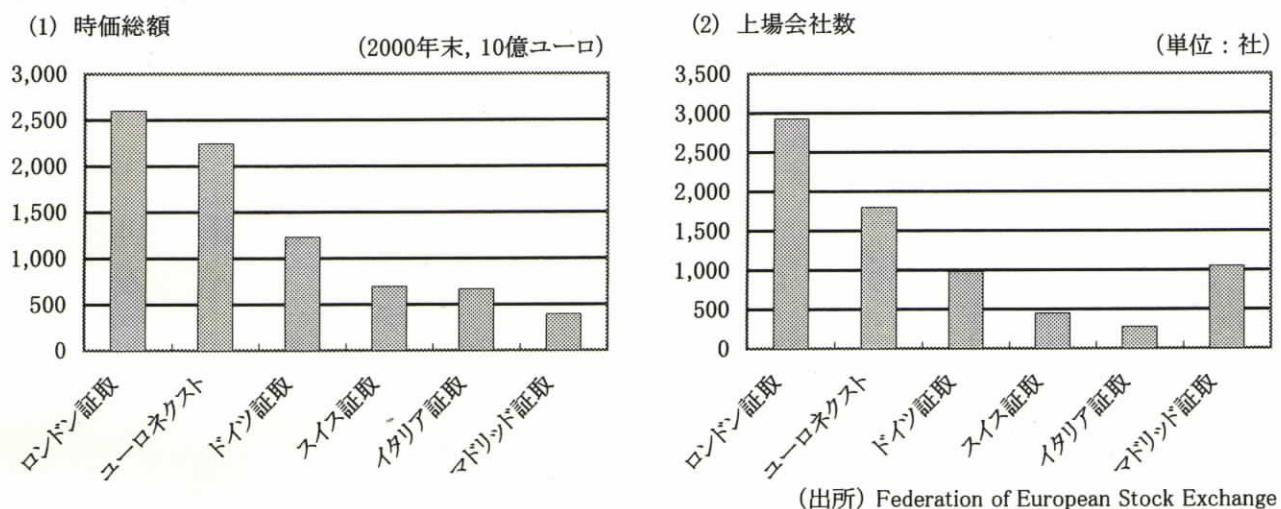
欧洲では、1999年1月からの单一通貨「ユーロ」の導入を契機に、欧洲証券市場の統合化に向けた動きが活発化している。すなわち、従来は、各国ごとの証券取引所で各国株式等の取引を行い、各国ごとの証券決済機関（CSD：Central Securities Depository）において決済を行うといった形で、各国ごとに分断された証券取引、証券決済が行われていた。しかし、ユーロの導入により、機関投資家などは、Euroland を1つの大きなマーケットと捉えるようになってお

り、これに伴って、欧洲全域に対応した形での、より効率的で使い勝手のよい証券取引および証券決済へのニーズが高まっている。これを受け、欧洲証券市場の統合化に向けた多くの動きが、同時並行的に急速に進んでいる。

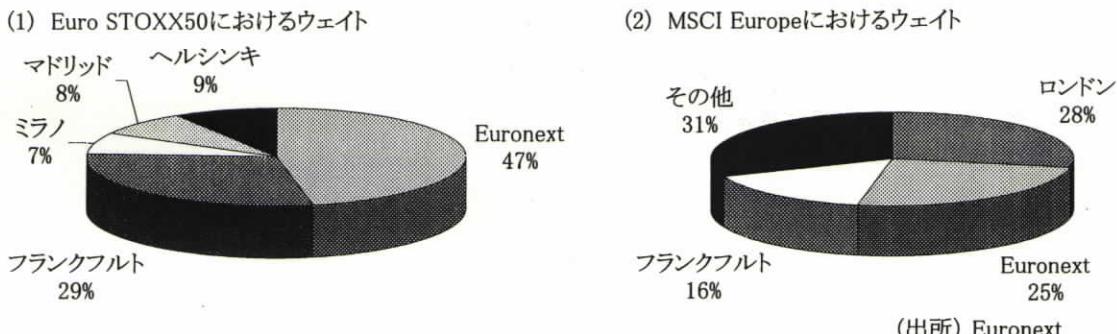
こうした欧洲証券市場の統合化への動きは、①証券取引所の合併・統合（トレーディング段階）、②清算機関の合併・統合（クリアリング段階）、③CSD の提携・合併（セトルメント段階）の3段階において進んでいる。もちろん、これらの動きは、相互に密接に関連していることは言うまでもない。

本稿では、これら3段階での欧洲における証券取

〔図1〕欧州の主要証券取引所の時価総額、上場企業数



〔図2〕株式インデックスにおける各証券取引所のウェイト



引および証券決済の統合化の動きについて述べることとする。また、最後に、欧州証券規制の一元化への動きについても言及する。

## I. 証券取引所の統合・新設に向けた動き

証券取引所のレベルにおいては、①各国における既存の証券取引所を統合して複数国を対象とした証券取引所を作ろうとする動きと、②汎欧州の電子証券取引所を新たに作ろうとする動きとの2つがみられる。

### 1. 証券取引所の統合の動き

#### (1) ユーロネクストの誕生

欧州における証券取引所統合の先頭に立つ形と

なっているのは、「ユーロネクスト」である。ユーロネクストは、パリ証券取引所 (ParisBourse), アムステルダム証券取引所 (AEX), ブリュッセル証券取引所 (BXS) の3取引所が合併して、2000年9月22日に誕生した。

ユーロネクストは、2000年末で、上場企業1,842社、時価総額（株式）2.4兆ユーロと、ロンドン証券取引所の2,929社、2.7兆ユーロに次いで、いずれも欧州で第2位の地位を占めている（図1参照）。

また、株式インデックスに占めるウェイトでみても、大陸株を対象とする Euro STOXX50<sup>(注1)</sup>では47%と圧倒的なウェイトを占めているほか、汎欧州の株価指数である MSCI Europe<sup>(注2)</sup>においても25%とロンドン証取（28%）にほぼ匹敵するシェアとなっている（図2参照）。

ユーロネクストは、合併により新設された持株会

社 (Euronext N.V., オランダ法人) の下に、3つの取引所が子会社として存続する形を取っている。上場されるのは、株式のほか、国債、社債、デリバティブ、商品 (commodities) などである。現物の取引は、パリ証取およびブリュッセル証取で使われているNSC (Nouveau Système de Cotation) トレイディングシステムを用いて行われ、またClearnet (パリ証取傘下の清算機関) がクリアリングのサービスを行うことになっており、システム的にはパリ証取主導の形となっている。

ユーロネクストでは、上場 (listing) に関しては、「シングル・メンバーシップ・アクセス」の方針を探っており、上場する企業は、エントリー・ポイントとして、3つのうちいずれかの証取を選択して上場することができ、1つの証取に上場すれば、3つの市場で同様に取引ができるようになる。3つの証取は上場基準を一致させる予定であるため、上場の条件はどの証取を選んでも同様であるが、選択した証取がその企業にとって母国市場 (home market) となり、同国の規制を受けることになる。

また、取引 (trading) に関しては、「シングル・オーダーブック」によって、統合された1つの市場として取引が行われる。同一の銘柄を3つの取引所のいずれからでも取引することができる。さらに、「シングル・ルール・ブック」により、各取引所の取引ルールを統合した単一のルールが3つの取引所のすべてに適用される。

ユーロネクストに対しては、既にリスボン証取が合流を表明している。また、ユーロネクストでは、ミラノ証取やマドリッド証取に対してアプローチ姿勢をみせているほか、ロンドン証取との統合の可能性も否定しておらず、今後も欧州の証券取引所の再編の流れにおいて大きな役割を果たすことが予想される。

(注1) ダウ・ジョーンズ社が公表している株価指數。

(注2) MSCI (モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル) が算出する株式インデックス。

## (2) iX構想の挫折

一方、2000年3月に発表されたユーロネクストの創設計画に対抗する形で同年5月に発表されたのが、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の合併による「iX構想」であった。このiX構想では、優良株式はロンドンに、新興企業株式の取引はフランクフルトに統合する形で合併し、実現すれば欧州最大の証券取引所が誕生する予定であった。しかし、同構想は、ロンドン証券取引所の株主の反対やOMグループ (スウェーデンの取引所の運営会社) からの敵対的な買収提案などから、同年9月に構想発表から4カ月余りで頓挫することになった。

ロンドン証取の今後の方向性としては、①単独での生き残り、②米・NASDAQとの提携・合併、③ユーロネクストとの提携・合併などの選択肢が予想されており、今後の新たな戦略が注目されている。

## 2. 汎欧州の電子証券取引所創設の動き

上記のような既存の証取の統合化への動きが進展している一方で、ECN (Electronic Communication Network: 電子証券取引ネットワーク) 業者を中心として、汎欧州の株式取引ができる電子証券取引所を新たに創設しようとする動きもみられている。

### (1) virt-x

virt-xは、スイス証券取引所 (SWX) と英国の電子株式市場であるTradepoint (およびTradepointの主要株主である大手投資銀行11社<sup>(注3)</sup>) が設立するロンドンを本拠地とする汎欧州の電子証券取引市場である。

Tradepointは、virt-xに名称を変更するとともに、スイス証取が開発した新たな取引システムである「EBSシステム」により取引を行う。EBSシステムは、汎欧州マーケットに相応しい、大量のトラン

ザクションを高速で処理する高い機能を有しているものとされている。virt-x は、スイス証取からスイスの優良銘柄株式（blue-chip）のすべてについて移管を受けるとともに、欧州の優良銘柄を幅広く取り扱うこととしている。

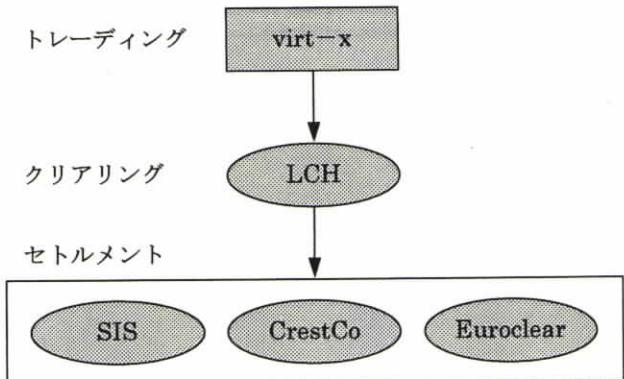
清算機関としては LCH（ロンドン・クリアリング・ハウス）をセントラル・カウンターパーティとする一方、CSDとしては、SIS（スイス）、CrestCo（英国）、ユーロクリアを使う予定としており、マルチ CSDによる決済となる（図3 参照）。

virt-x は、Tradepoint の免許を引き継ぐ形で、英国の金融監督庁（FSA：Financial Service Authority）の監督の下、「認定された証券取引所」（RIE：Recognized Investment Exchange）として取引を行う予定である。virt-x は、自らを「汎欧州の優良株市場」（pan-European blue chip market）と位置づけており、欧州の主要な株式指数（FTSE Eurotop300、MSCI Pan-Europe、S&P350、STOXX Europe）の構成銘柄となっている優良銘柄を取り扱う予定である。ちなみに、これらの銘柄は、欧州での株式取引額の8割以上を占める。取引は、セントラル・リミット・オーダー・ブック方式<sup>(注4)</sup>で行われる。

virt-x では、メリットとして、①欧州では最も厳しく、また国際的なスタンダードとなっている英国の規制に服するのみであり、複数国の規制による複雑さや非効率性を回避できること（single regulation）、②欧州全域の株式を1つの市場として取引できる点（consolidated market structure）、③先進的で機能が豊富な EBS システムを利用できること（single trading platform）、④セントラル・カウンターパーティの利用により、クロスボーダーの清算や決済が効率化されること（single back office）等を挙げている。

virt-x は、2001年1月8日より取引システムのテストを行っており、2001年6月25日に稼動を開始する予定である。

[図3] virt-x のクリアリング、セトルメント



<sup>(注3)</sup> ABM Amro, American Century, Archipelago, Credit Suisse First Boston, Deutsche Morgan Grenfell, Dresdner Kleinwort Benson, Instinet, JP Morgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, UBS Warburg の11社。

<sup>(注4)</sup> 指し値注文を1つの板に集中して、価格および時間優先の原則に従って付け合わせる仕組み。

## (2) Jiway

Jiway は、個人投資家向けの汎欧州の電子取引市場であり、スウェーデンの取引所運営会社である OM グループが60%，米国のモルガン・スタンレー・ディーン・ウイッター（MSDW）社が40% を出資して設立している。

英國、独、スウェーデンの7社が Jiway に注文を取り次ぐプローカー（trading participants）となっている。個人投資家は、これらのプローカーを通じて、Jiwayにおいて、英國、スウェーデン、フランスの優良株式320銘柄を取引することができる。Jiwayにおいては、MSDW 社と Enskilda 証券の2社がマーケット・メーカーとなっており、「クオート・ドリップ方式<sup>(注5)</sup>」による取引が行われている。個人投資家向けの市場であるため、注文の最高額は、5万ユーロまでとされている。

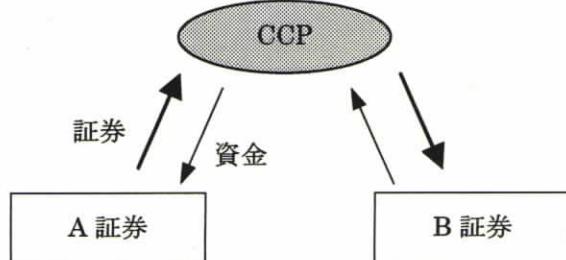
Jiway は、英國 FSA から RIE としての認可を受けて、2000年11月17日より営業を開始している。Jiway で実行された取引は、Jiway がセントラル・カウンターパーティ（売り手にとっては買い手、買

〔図4〕セントラル・カウンターパーティの役割（概念図）

(1) CCP のない取引



(2) CCP のある取引



手にとっては売り手）となることにより、安全に決済がなされる。

ただし、Jiway での取引高は、2000年12月中で2,536件、3,700万ユーロとロンドン証取の3%程度に止まっている。

(注5) マーケット・メーカーが提示する売買それぞれの気配値に基づいて取引を行う方式。これに対して、取引所が売買注文を付け合わせることにより取引する方式を「オーダー・ドリブン方式」と言う。

こうした CCP の性格から、各参加者は、取引相手の信用リスクを気にせずに取引ができる、カウンターパーティ・リスクを削減することができる。

また、すべての取引が CCP を相手とした決済に集約されるため、資金や証券の決済の件数・ボリュームが削減され、決済にかかるコストを低下させることができる。

## 2. 欧州の清算機関

こうした CCP サービスを提供するのが清算機関 (Clearing House) である。欧州には、主として3つの清算機関がある。

### (1) ロンドン・クリアリング・ハウス (LCH)

LCH は、LIFFE (ロンドン国際金融先物取引所)、LME (ロンドン金属取引所)、IPE (国際石油取引所)、Tradepoint の4つの取引所における取引および、レポ取引、債券取引、金利スワップ等の店頭取引 (OTC trading) について、CCP としての役割を果たしている。

LCH では、2001年2月26日から、ロンドン証取における株式取引を対象に加えた。厳密には、ロンドン証取における電子化された注文マッチングシステムである SETS (Stock Exchange Electronic Trading System)<sup>(注6)</sup>を通じた取引について、CCP サービスの対象に加えている。このほか、2001年後半には、virt-x における株式取引についても、CCP サービスを提供する予定であり、業務分野を急速に拡大

## II. 清算機関の統合に向けた動き

### 1. セントラル・カウンターパーティ・サービス

セントラル・カウンターパーティ・サービスとは、証券取引所等において、取引が成立した後、1つの機関が、セントラル・カウンターパーティ (CCP) としてすべての取引の相手方となる仕組みである（図4 参照）。

CCP は、「売り手に対しては買い手、買い手に対しては売り手」となり、決済の安全な履行を保証する。このために、CCP は、参加者 (Clearing Member) からの証拠金 (margin) の徴求やデフォールトに備えた基金の保有等を行っており、これにより、参加者がデフォールトした場合でも、資金・証券の決済を履行し、安全に取引を終了させることができる。

している。

(注<sup>6</sup>) SETS では、FTSE100 インデックスの全採用銘柄など189銘柄を取引することができ、同システムを通じて1日平均約20億ポンドの取引が行われている。

## (2) Clearnet

Clearnet は、もともとフランスにおけるデリバティブの清算機関として活動していたが、1990年にパリ証取の現物（株式、債券）を対象に含めたため、欧州では初めて、現物とデリバティブの両方を対象とする清算機関となっている。

Clearnet は、パリ証取の100%子会社であり、清算のシステムとしては、「Clearing21」を利用している。Clearing21 は、もともと CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）と NYMEX（ニューヨーク・マーカンタイル取引所）が開発したシステムである。

Clearnet は、これまで、株式、債券、株式・金利・商品の先物・オプション、店頭取引の債券取引・レポ取引などについて CCP サービスを提供していた。パリ証取が合併してユーロネクストが誕生したことにより、Clearnet は、すべてのユーロネクスト市場（パリ、アムステルダム、ブリュッセル）における取引の単一 CCP として機能することになり、2001年2月1日から、複数国の証取を対象とする初の汎欧州クリアリングハウスとして稼動を開始している。

## (3) Eurex Clearing AG

Eurex Clearing は、ドイツとスイスの先物取引所の統合により誕生した Eurex の100%子会社として1998年6月に設立された。Eurex Clearing は、Eurex におけるデリバティブ取引、および欧州債券のECN である「Eurex Bond」における債券取引の清算機関となっている。

Eurex Clearing では、2001年ⅡQ からスイスフラン、ユーロ建てのレポ取引のECNである「Eurex Repo」を対象に加えるほか、2001年ⅢQ からはドイツ株式についても CCP となる予定である。

欧州では、CCP がデリバティブ取引を中心に発達してきたことから、独立した清算機関が株式の取引に関与していたのは、パリ証取（Clearnet）と Tradepoint（LCH）のみであったが、上述のようにロンドン市場とフランクフルト市場で、株式取引についての CCP が導入される。

このように欧州で CCP の利用が広がりをみせているのは、①クロスボーダー取引の拡大に伴って、取引相手が急増しており、カウンターパーティ・リスクの軽減へのニーズが高まっていること、②取引量が増加する中で、大手証券を中心に、約定後の処理コスト（post-trade processing cost）の削減に向けたニーズが高まっていること、等によるものである。また、CCP のメリットが、多くのマーケットで広く認識されるようになってきたことも影響している。

## 3. LCH と Clearnet の統合計画と行き詰まり

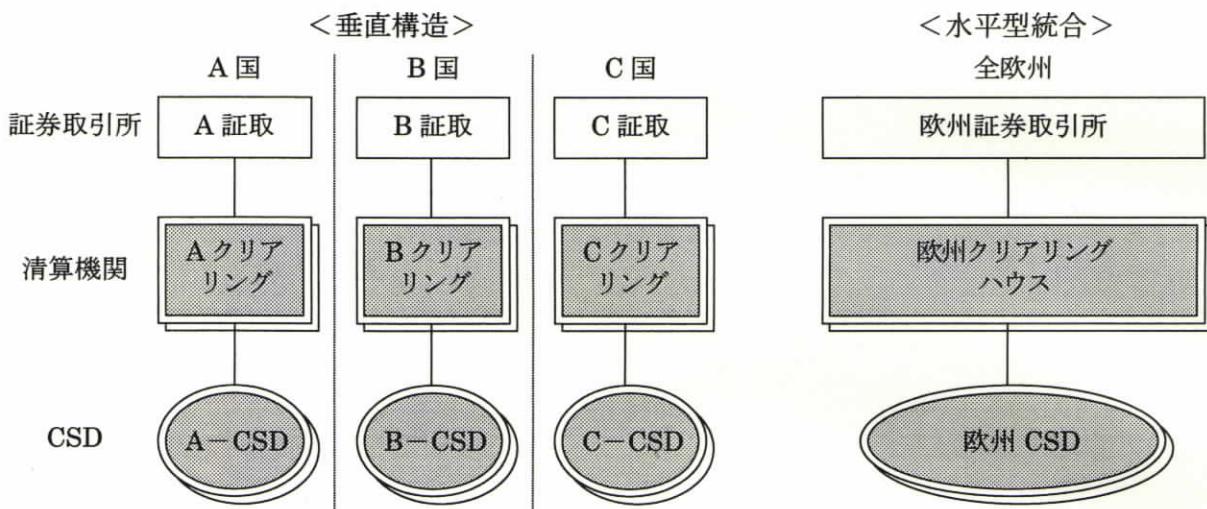
欧州における証券市場統合化の流れの中で、LCH と Clearnet では、2000年4月に合併計画を発表した。この計画は、2段階で進められることになっており、まず2001年前半に合弁会社（joint venture）を設立し、その後、できるだけ早いタイミングで完全な合併（full merger）を行う計画であった。システムとしては、Clearnet の Clearing21 をベースに統合を行う計画であり、この統合により、全欧州を対象とする「欧州クリアリングハウス」（European Clearing House）が誕生し、取引所取引と OTC 取引、および現物と先物を対象とする清算機関となる予定であった。

しかし、関係者によると、一旦合併計画を発表したもの、その後、合併に向けての気運は大幅に低下しており、この計画は行き詰まりをみせている。特に、Clearnet サイドでは、当面は、欧州における証取統合の先頭に立っているユーロネクストの清算機関として、欧州における立場を強化したいとの意

〔表1〕 欧州証券フォーラム（ESF）の参加メンバー

ABN AMRO Bank NV	Goldman Sachs
Banca IMI	HSBC Holdings plc
The Bank of New York	ING Barings/BBL
Barclays Bank plc	JP Morgan
Bayerische Hypo und Vereinsbank	Knight Securities International Ltd.
BNP Paribas SA	Lehman Brothers
BSCH	Merrill Lynch
CDC IXIS	Morgan Stanley Dean Witter
The Chase Manhattan Corporation	Nomura International plc
Citigroup Inc	Robertson Stephens International Ltd.
Credit Suisse Group	Royal Trust Corporation of Canada
Deutsche Bank AG	State Street Bank & Trust Company
Dresdner Bank AG	UBS AG
Fortis Bank NV	Van der Moolen Holding NV

〔図5〕 垂直構造と水平型統合



向であり、現時点でのLCHとの合併には消極的な姿勢に転じているものとみられている。

#### 4. 欧州証券フォーラム（ESF）の動向

こうしたLCHとClearnetの統合のもとつきを眺めて、統合化へのプレッシャーをかけているのが、「欧洲証券フォーラム」（European Securities Forum：以下「ESF」）である。ESFは、1999年5月に欧洲証券業界ユーザーグループ（ESIUG：European Securities Industry Users' Group）として発足した業界団体であり、2000年6月に名称を変更して再スタートしている。

ESFは、欧洲の証券インフラの統一を実現することを目指しており、欧洲で活発な証券ビジネスを

行っている28社が参加している<sup>(注7)</sup>（表1参照）。

証券取引所のレベルでは、競争が激化しているため、売買執行のコスト（execution cost）はかなり低下しているものの、その後の証券決済（クリアリングおよびセトルメント）のコストが高止まっており、これらの金融機関ではこの点に不満を持っている。これが、こうした圧力団体（power group）を設立した背景になっている。

これまで欧洲の証券取引・決済は、国ごとに取引所—清算機関—CSDがあるという「垂直的な構造」（vertical system）であったが、ESFでは、これを取引所、清算機関、CSDの3つのレベルで汎欧洲に統合されたものを作ろうという「水平型統合のアプローチ」（horizontal approach）を進めようとしている。

ている（図5参照）。

ESFでは、これらの水平型統合のうち、特に清算機関の統合を最優先<sup>(注8)</sup>としており、ClearnetとLCHの統合計画については、これを強く支持する姿勢を打ち出していた。しかし、その後、前述のようにこの合併計画が行き詰まりをみせたことから、独自に「汎欧洲の単一 CCP」を創設する計画を打ち出している。

すなわち、ESFでは、2000年12月に「ユーロCCP——単一汎欧洲 CCP 向けた ESF の青写真」（EuroCCP — ESF's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty）というレポートを公表している。この中では、2001年中に EuroCCP を実現することが目標であるとした上で、統一 CCP を作るまでの基本方針、必要な機能等について論じている。

ESFでは、本提案に対する既存の清算機関からの反応を優先し、協同で解決策を探りたいとしている。しかし、既存の清算機関が前向きな対応を行わない場合には、システム構築に向けて、システム・ベンダーに対する正式の RFP（Request for Proposal）を行う意向を示しており、既存の清算機関に対して、統合へのプレッシャーをかけている。

現状では、こうした ESF 側の圧力が清算機関の統合をもたらすのか、あるいは ESF が実際にシステム構築を行って、新たな清算機関を設立するところまで進んでいくのかは不透明であり、今後も注目していく必要がある。

<sup>(注7)</sup> 代表 (executive chairman) は、Pen Kent 氏が務めている。同氏は、元 BOE の Director で、Crest の設立に深く関与した経歴がある。

<sup>(注8)</sup> これは、清算機関については、証券取引所や CSD ほど数が多くなく、過去の経緯や国ごとの政治的なしがらみが少ないため、証取や CSD の統合より容易と考えているためとみられる。

### III. 証券決済機関の統合に向けた動き

#### 1. CSD の役割と統合に向かう 3つの動き

証券決済機関（Central Securities Depository：以下「CSD」）とは、「証券を保管し、それによってブックエントリーによる証券取引の処理を可能とする機関である」<sup>(注9)</sup>とされており、証券の保護預りを行うとともに、証券決済システムを運営して、証券決済を行っている。

EU加盟国内には、各国ごとに 1 つ、または 2 ~ 3 の各国 CSD（NCSD：National Central Securities Depository）が存在しているほか、国外で発行されたいわゆる「ユーロ債」の決済などを行う国際的な CSD（ICSD：International Central Securities Depository）が 2 つあり、合わせて 20 以上の CSD がある。

こうした現状に対しては、Euroland 全域に対応する、効率的な証券決済インフラへのニーズが高まっており、各 CSD 間の統合の動きが進んでいる。

こうした CSD の統合の動きとしては、旧 Cedel、Euroclear という 2 つの ICSD を中心として合併により統合を進めようとする動きと、CSD 間で相互にリンクを行うことにより、決済ネットワーク作りを目指す動きがある。

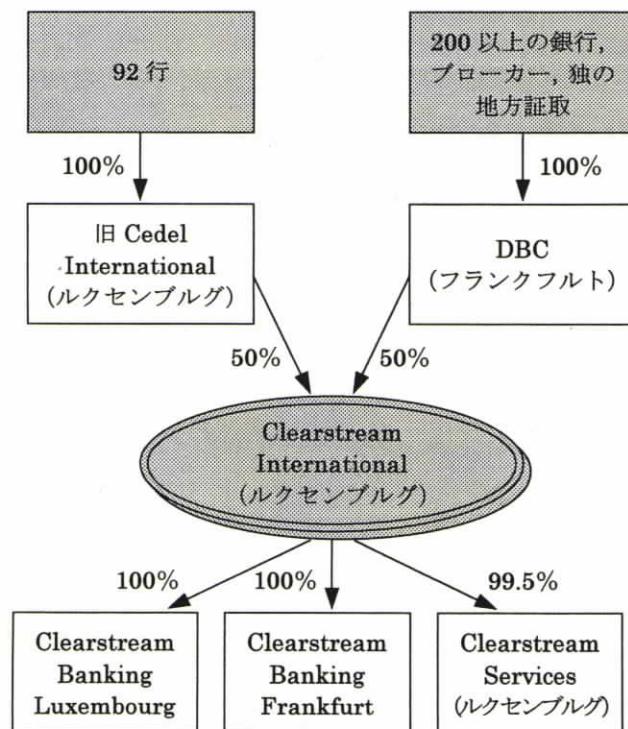
<sup>(注9)</sup> 国際決済銀行（BIS）の定義による。

#### 2. Clearstream

欧洲における CSD 統合の先頭を切ったのが、「Clearstream」であり、2000年1月に、ICSD であった Cedel（ルクセンブルグ）とドイツの NCSD であった DBC（Deutsche Börse Clearing AG）とが合併して、Clearstream International となった。

合併後の組織形態は、[図6] の通りであり、旧 Cedel と旧 DBC は、持株会社である Clearstream In-

[図 6] Clearstream International の組織構成



ternational の100%子会社である Clearstream Banking Luxembourg と Clearstream Banking Frankfurt という形となっている。このほかに、システム開発と業務処理を行う Clearstream Servicesなどの子会社がある。

合併により誕生した Clearstream International は、取扱銘柄約20万銘柄、ユーザー数約1,800社、保管残高約7.5兆ユーロ（2000年末）、年間決済件数1.5億件（2000年中）となっている。なお、こうした経

緯から、Clearstream International は、ドイツの CSD としての性格と ICSD としての性格を併せ持つことになる（図7参照）。

ただし、システム面からみると、合併後も2つの機関は、かなり独立して運営されているのが実態である。旧 Cedel では、CASCADE という決済システムを使っており、一方旧 DBC では、国内部門には CREATION、海外部門向けには、OLGA という決済システムを利用していた。このうち、OLGA については、2001年2月に廃止され、CREATION に統合されたものの、旧 DBC において9割以上の取扱いを行ってきた CASCADE は維持されるため、当面は、CREATION と CASCADE の2本建ての運用となる。これらのシステムの一本化には、数年かかる見通しである。

計画段階では、合併後の新会社の名称は、ECH (European Clearing House) が予定されていたため、この合併は、ECH 構想と呼ばれていた。ECH 構想は、そのネーミングからも分かる通り、欧州における Single CSD を目指すモデルであり、Cedel + DBC を核として、他の CSD を吸収合併し、最終的には、欧州における単一の CSD を指向するものである。しかし、このモデルでは、各国 CSD が強大な CSD に吸収されることになるため、各国 CSD からの拒否反応が強く、その後、Clearstream International に合流する動きは出でていない。

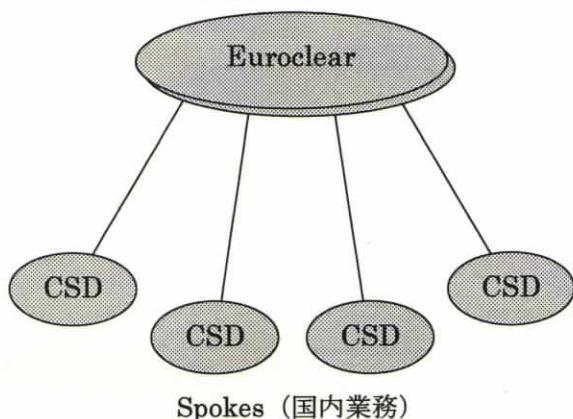
[図 7] Clearstream International の2つのビジネス分野

	CSD ビジネス	ICSD ビジネス
対象証券	ドイツの証券	海外証券
取引	取引所または OTC	取引所または OTC
証券決済	Clearstream Banking Frankfurt および他 CSD とのリンク	サブ・カストディアンの ネットワーク
決済システム	CASCADE	CREATION／OLGA (2001年2月まで)

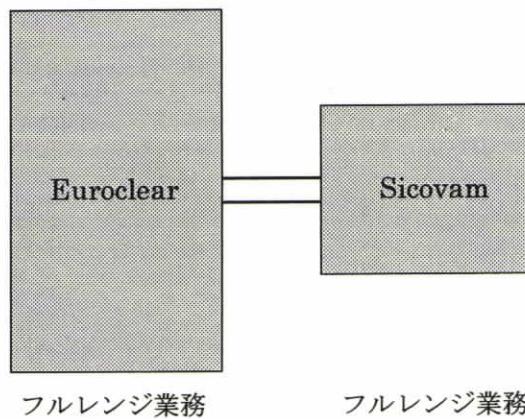
〔図8〕 hub and spokes モデルと Euroclear・Sicovam の合併

## ① Hub and spokes モデル

Hub (国際業務+リンク)



## ② Euroclear・Sicovam の合併



## 3. Euroclear

もう1つのICSDであるEuroclearでは、2001年1月10日にフランスのCSDであったSicovamとの合併を行った。2000年1月に合併したClearstream Internationalからは、ちょうど1年遅れの統合となった。

## (1) 合併への経緯

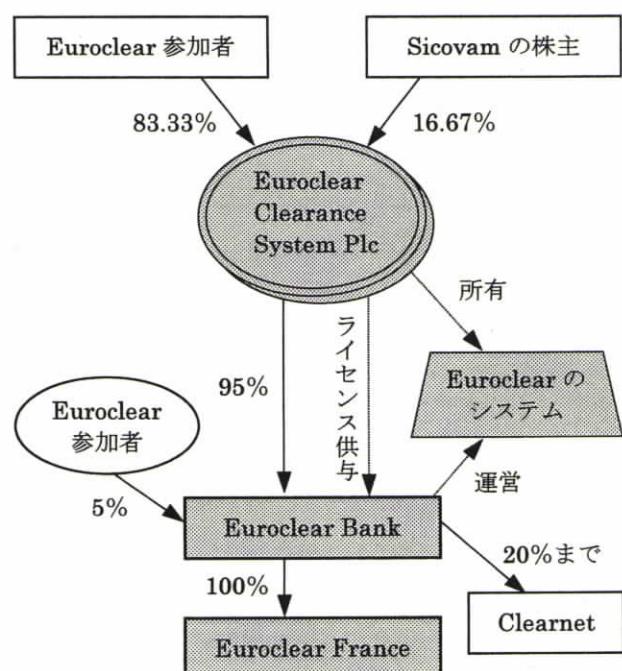
合併への経緯をみると、Euroclearでは、もともと「hub and spokes モデル」を提唱していた。これは、Euroclearがhub（中心）となって、各国のCSDをリンクし、各CSD間の証券決済を行うという構想であった（図8参照）。

一方、Sicovamでは、当初 ECH構想に参加する意向を表明しており、1999年入り後、旧Cedelとの交渉を行っていた。しかし、この交渉は結局挫折し、1999年11月に、Sicovamは一転して、Euroclearとの全面提携を発表した。

Cedelとの交渉が不調に終わったのは、合併後に使うシステム、合併比率等の点で折り合いがつかなかつたためとされている。

Sicovamでは、もともと単独での生き残りは困難であるとの判断を固めており、Cedelとの交渉が不調に終わったことから、一転して、自社の意向を尊

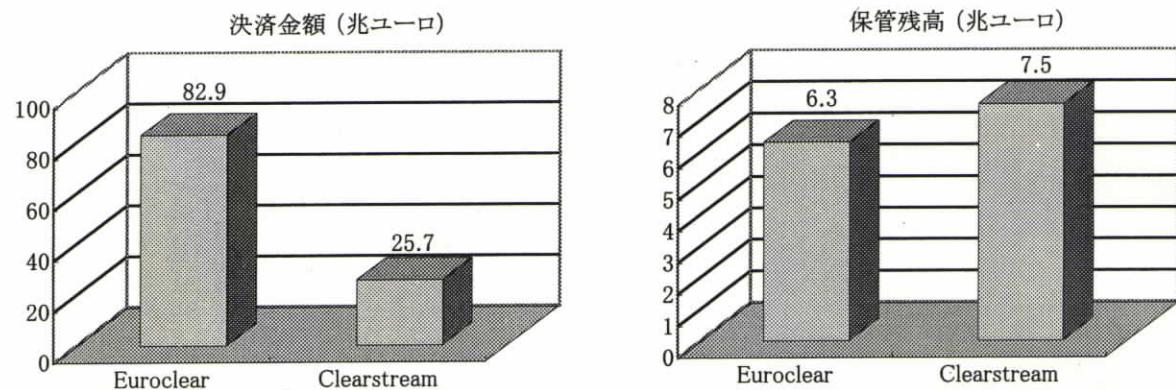
〔図9〕合併後の Euroclear の組織構成



重する Euroclear との合併に踏み切ったものである。これにより、Sicovam は、「Euroclear France」という名称になった。

ただし、ここで注意が必要なのは、Euroclear と Sicovam との合併は、「hub and spokes モデル」ではないということである。同モデルでは、hub が国際業務を行う一方、各 spoke では、各国の国内業務を行うこととなっていたが、この合併では、旧 Sicovam は、フル・レンジの業務（国際+国内）を行うことになっているのである〔図8〕。こうした

[図10] Euroclear と Clearstream International の規模の比較



点にも、Euroclear の旧 Sicovam に対する譲歩の跡が見て取れる。

## (2) 合併後の状況

合併後の組織形態は、[図9]の通りであり、Euroclear 参加者と Sicovam 株主の出資(出資比率は、83.33%と16.67%)による持株会社である ECSplc (Euroclear Clearance System Public Limited Company) が Euroclear Bank を傘下に有し、その下に Euroclear France があるという構成となっている。ECSplc は、Euroclear のシステムを所有するが、Euroclear Bank にそのライセンスを供与し、Euroclear Bank が実際のシステム運営を行うこととなっている。

合併後の Euroclear グループの規模をみると、決済金額では、Clearstream International を大きく上回っているほか、保有残高では、Clearstream International にはほぼ匹敵する規模となっている [図10]。

システム面についてみると、Euroclear France では、これまで、リアルタイムシステムである「RGV<sup>(注10)</sup>」(国債、社債等の OTC 取引を対象) とマルチバッチのシステムである「Relit」(株式等の取引所取引を対象) の2つのシステムを運営してきたが、2001年5月をもって Relit を廃止し、RGV に統合する予定である。この統合プロジェクトは「RGV2」と呼ばれており、これで Euroclear France のシステムは完全なリアルタイムのシス

テムとなる。

そして、合併後のシステムについては、当面は、この RGV と Euroclear の「Next」の2つのシステムをインターフェースでつないだ形で運営する。これは、両システムとも新しく構築したばかりという事情があるためであり、両方のシステムのライフサイクル（5年程度を想定）が終わるまでは、こうした形での運用を行っていく予定である。

<sup>(注10)</sup> Relit Grande Vitesse の略。

## (3) 合併先の拡大

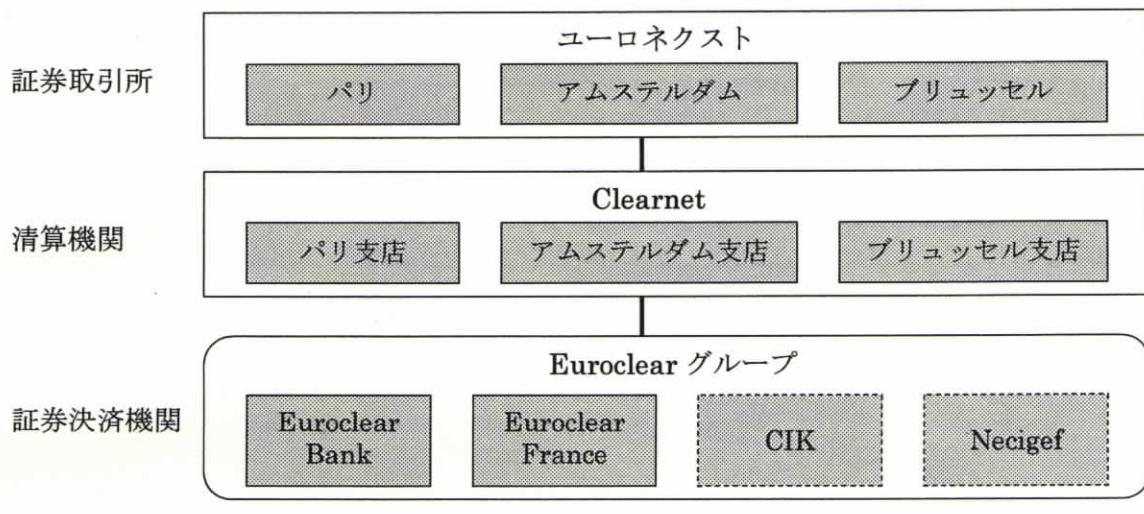
Euroclear では、2000年9月に、ベルギーの CSD である CIK、オランダの CSD である Necigef との合併計画を発表した。この計画は2段階で行われることになっており、第1段階では、Euroclear が CIK と Necigef の株式の51%を取得し、最終的には、100%を所有して、完全な合併を行う。この合併計画は、覚え書き (MoU) 段階であり、2001年前半に最終合意を行った後、2年計画で合併を進める予定である。

## (4) ユーロネクストとの関係

これらの合併により、Euroclear グループは、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの3つの証券取引所が合併して誕生した「ユーロネクスト」の決済インフラとなる予定である。

ユーロネクストは、Clearnet が CCP サービスを提供し、Euroclear が証券決済を行うという形で、

〔図11〕 ヨーロネクストーClearnet—Euroclear の3段階の統合



〔表2〕 ECSDAの参加CSD

国	CSD
フランス	Euroclear France
ギリシア	CSD
イタリア	Monte Titoli
スペイン	SCLV
ベルギー	BXS-CIK
ポルトガル	Interbolsa
スエーデン	VPC
オランダ	Necigef
フィンランド	APK
デンマーク	VP—the Danish Securities Centre
ドイツ	Clearstream International
スイス	SIS
ノルウェー	VPS
オーストリア	OeKB
英国およびアイルランド	CRESTCo

上述した水平型統合を最も完全な形で実現している（図11参照）。このため、3つの段階の統合の動きの中でも、最も勢いがあり、関係者も自信を深めているようにうかがわれる。

#### 4. ECSDAのクロスボーダー・リンク構想

##### (1) ECSDAのリンク構想

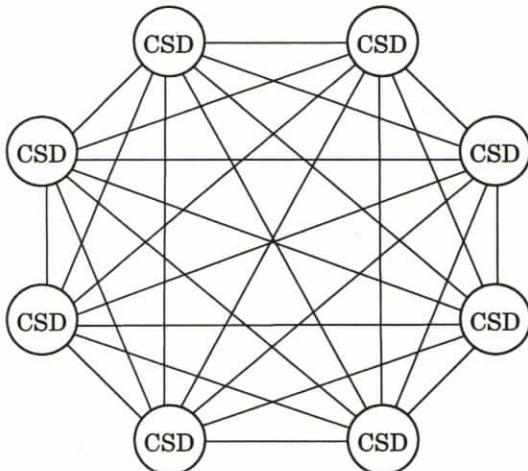
上記のような合併戦略に対して、各国のCSD間を相互にリンクすることにより、バーチャル（仮想的）に単一の汎欧州の証券決済ネットワークを作ろうとする構想もある。この構想を進めているのが、

ECSDA (European Central Securities Depositories Association : 欧州証券決済機関協会) である。ECSDAは、1997年5月に設立された各国CSDの団体であり、現在EUのすべての加盟国およびノルウェー、スイスの合計15のCSDが会員となっている〔表2〕。ECSDAでは、英国のCRESTCoが会長を務めるなど、有力な推進役となっている。

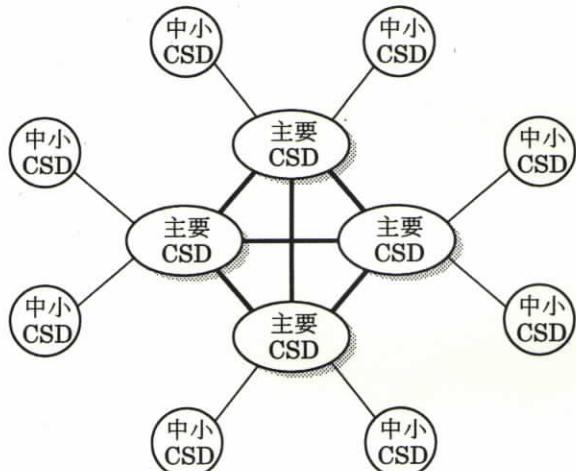
ECSDAでは、当初15のCSD間をすべて相互にリンクすることにより、ある国の銀行・証券会社等が当該国のCSDをシングル・アクセス・ポイントとして、他国の証券の決済を行うことができるよう

[図12] ECSDA のリンク構想

(1) Eurolinks Real-Time Network 構想  
(スパゲッティ・モデル)

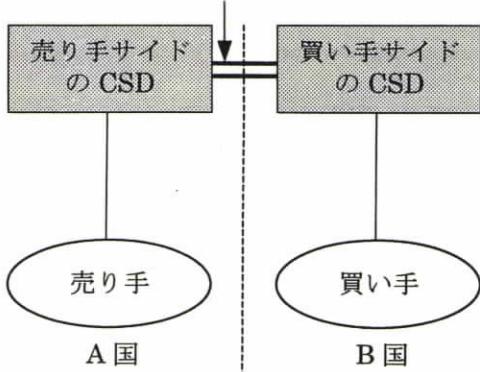


(2) European Financial Superhighway 構想  
(カネロニ・モデル)

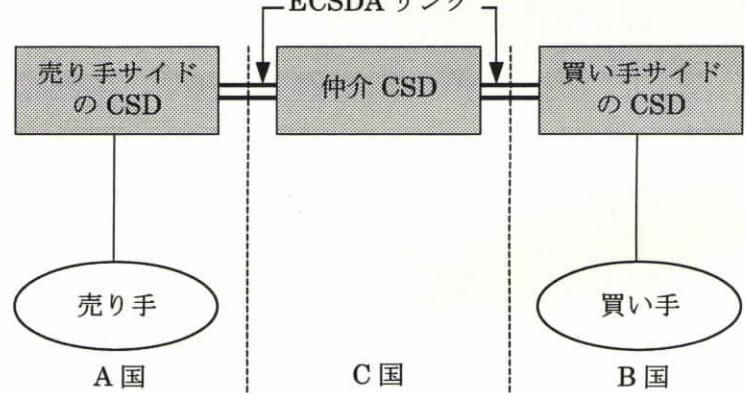


[図13] ECSDA のリンク方式

(1) ダイレクト・リンク  
ECSDA リンク



(2) リレー式リンク  
ECSDA リンク



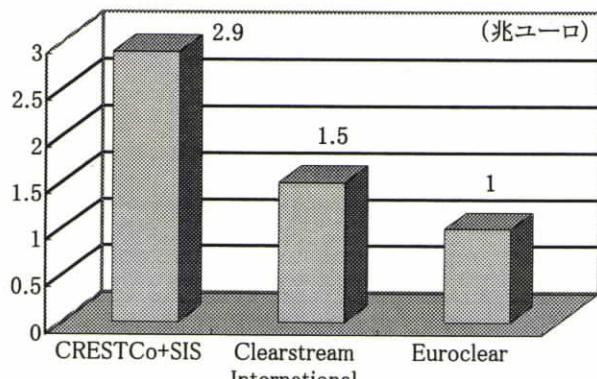
するという「Eurolinks Real-Time Network 構想」を打ち出していた。しかし、15のCSD間に相互間のネットワークを完成するには、膨大な数のバイラテラル・リンクが必要となる。このため、このモデルは「スパゲッティ・モデル」として揶揄され、実現性については否定的な見方が多かった。

こうした弱点を補うべく、ECSDAでは1999年9月に、同構想を発展させた「European Financial Superhighway 構想」を発表した。このスーパー・ハイウェイ構想は、CSD間のリンクによるバーチャルな単一システムという基本型は維持しつつ、リンク対象を主要なCSD間のみ（4～5つを想定）に限定することにより、リンク数を減らしている。そ

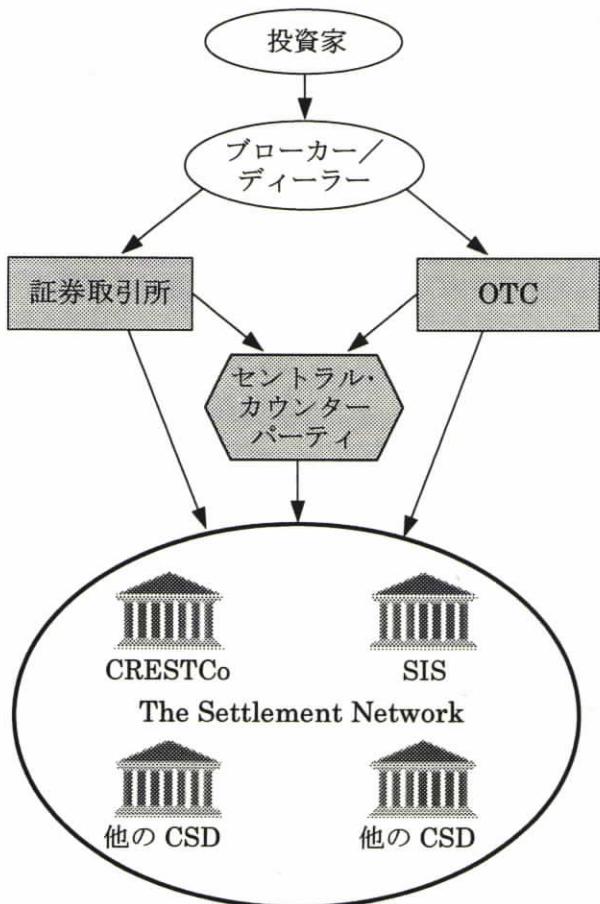
して、相互リンクを行う主要CSD以外の中小規模のCSDは、主要CSDに接続する形で、間接的にこのネットワークに参加することになる。このモデルは、スパゲッティ・モデルに対して、「カネロニ<sup>(注11)</sup>・モデル」とも言われている（図12参照）。

ECSDAでは、WG1からWG5まで5つのワーキング・グループを設けて検討を進めており、2000年9月には、このうちのWG3がECSDAの標準的なリンク方法について定めた「ECSDA Cross-Border Settlement」を公表している。この中では、2つのCSDが直接にクロスボーダー取引の処理を行う「ダイレクト・リンク」と仲介CSD（Middle-CSD）を経由した「リレー式リンク」（Relayed Link）の2

〔図14〕 各 CSD における株式保管残高



〔図15〕 The Settlement Network の概念図



つ的方式が示されている（図13参照）。ECSDAでは、この標準的なリンク方法を採用することにより、1つの標準インターフェースによるリンクが可能となり、相互リンクのコストを減らすことができるものとしている。

（注11） カネロニとは、短くて太いパスタのこと。

## (2) The Settlement Network

ECSDAに加盟するCSD間では、既にいくつかのリンクが行われているが、中でもECSDAで中核的な役割を果たしているCRESTCoが、スイスのSISと組んで、2000年3月から開始した「The Settlement Network」（以下「TSN」）というリンクが注目される。株式の保管残高でみると、CRESTCo+SISの保管残高は2.9兆ユーロと、Clearstream Internationalの1.5兆ユーロやEuroclearグループの1兆ユーロを上回る（図14参照）。

TSNでは、主要通貨の証券について、「リアルタイム<sup>(注12)</sup>かつDVPリンク」<sup>(注13)</sup>を実現しているのが特徴である。欧洲における他のCSD間リンクは、リアルタイムではなく、また資金決済については対象外とするFree of Paymentの形でのリンクが多い（図15参照）。

TSNでは、①ユーロ建て、英ポンド建て、スイスフラン建ての優良銘柄（Eurotop 300）の株式をカバーしていること、②どの取引所あるいはOTCでの取引であっても、TSNを通じて決済できること、

③LCHによるCCPサービスを利用できること、等をメリットとして挙げている。

CRESTCoおよびSISでは、他のCSDに対してTSNへの参加を呼びかけており、直接参加できない場合には、コア・メンバーであるCSDにリンクする形での間接参加も可能としている。CRESTCo等では、TSNを発展させるかたちで、欧洲における相互リンクを拡充していく考えであるものとみられる。

（注12） TSNでは、20分以内に国際的な証券の決済（証券の移動）が完了するものとされている。

（注13） CRESTCoでは、既に米国のDTCとの間でも、同様のリアルタイム、DVPリンクを実現している。

[表3] 賢人会議の4段階アプローチ

段階	方針	内容
第1段階	基本方針の策定	欧州委員会が中心となって、欧州議会、蔵相理事会等と調整の上、基本方針を策定する。
第2段階	2つの委員会の創設	「EU証券委員会」と「EU証券規制委員会」を2001年末までに設立。
第3段階	各国の協調の強化	EU証券規制委員会が、ガイドライン、共通スタンダードなどを作成。各国の実施状況について調査を実施する。
第4段階	実施段階	欧州委員会が、各国のEUルールへの適合状況について調査を行い、違反国に対しては、法的措置を実施する。

## IV. 証券監督機関の統合に向けた動き

### 1. 賢人会議

欧州において統合された証券市場を実現するためには、上述したような証券取引所、清算機関、証券決済機関等の統合化を進めるとともに、証券取引に関する規制・監督等を一元的に行い、証券行政の面でのイコール・フッティングを達成する必要がある。

この点については、2000年7月のECOFIN（蔵相理事会）の指示に基づいて、「欧州証券市場の規制に関する賢人会議」（座長：Alexandre Lamfalussy氏）が組織され、証券行政のあり方について検討を行ってきた。賢人会議では、2000年11月9日に中間報告書、2001年2月15日に最終報告書を公表している。

この報告書の中では、賢人会議では、EUにおける証券規制の統一ルールである「金融サービス・アクション・プラン」を2003年までに制定することを求めている。アクション・プランに含めるべき優先事項としては、①目論見書の共通化、②上場基準の統一、③業者規制の母国主義、④保険・年金基金の投資ルールの統一、⑤国際会計基準の採用、⑥取引免許のシングル・パスポート制の導入、などが提言されている。

### 2. 4段階のアプローチ

上記のアクション・プランを各国で実現していくために、最終報告書では、4つの段階（level）に分けて、証券規制の改革を進めていくことが提案されている（Four level approach）。

まず、第1段階では、欧州委員会（European Commission）が中心となって、基本方針（framework principle）を策定する。

第2段階では、「EU証券委員会」（ESC：EU Securities Committee）、「EU証券規制委員会」（ESRC：EU Securities Regulators Committee）という2つの委員会を2001年末までに創設する。このうち、ESCは、各国証券監督・規制機関の次官クラスで構成され、EUにおける証券取引ルール等について一元的に決定する。また、ESRCは、各国証券監督・規制機関の長官クラスで構成され、欧州委員会に対するアドバイザリー・グループとして機能する。

第3段階では、第2段階までのEUレベルの規制を各国レベルで実現するため、各国の規制当局が協調を強化する。このために、ESRCでは、各国の採用すべきガイドライン、勧告、共通スタンダードなどを作成するとともに、各国の規制状況の比較やガイドライン等の達成状況について調査を実施する。

第4段階は、実施（enforcement）の段階であり、欧州委員会が各国のEUルールへの移行状況を

チェックし、各国に実施を求めていく。また、2004年には、各国の実施状況について、本格的な調査(full review)を行う。

この賢人会議の4段階アプローチについては、本年3月22日のECOFIN、3月23日の欧州首脳会議で承認され、2001年末までにEU証券委員会など2つの委員会を創設した上で、2003年末までにEUの統一的な証券ルールが策定される予定である。

## おわりに

本レポートで述べたように、欧州における証券市場の統合化への動きは、証券取引所、清算機関、証券決済機関の3つの段階で、並行的に進んでいる。マスコミ等では、このうち一般的に分かりやすい証券取引所の統合のみにスポットを当てて報じているが、こうした全体の動きの中で統合の動きを捉える必要がある。

3つの段階のうち、証券取引所の統合については、ユーロネクストの誕生とiX構想の挫折により、とりあえずの動きはやや一服した感があり、また、

CSDの統合についても、Clearstream InternationalとEuroclearグループの誕生により、第1ラウンドは終了したとみることができ、次の大きな動きは視野に入ってきていない。

こうした中で、これから大きく動く可能性があるのは、清算機関である。各クリアリングハウスでは、業務範囲を株式等に急速に拡大しており、また、ESFを中心に新たな清算機関を立ち上げる動きもみられている。

また、清算機関については、全世界の10の清算機関が共同主催で、2001年1月末に、ロンドンにおいて、初めてのCCPの世界的な会合が開催され、グローバルなCCPの協調のあり方等について討議が行われた。この会合に主体的な役割を果たした米国のDTCCでは、2000年10月に「セントラル・カウンターパーティ白書：動向、協調、統合」というペーパーを発表している。こうした動きからみると、今後は、欧州内のみに止まらず、米国等も巻き込んだ形で、グローバルなCCPの協調や統合が進んでいく可能性もあるものとみられる。

## [参考文献]

- 『決済システムのすべて』 中島真志、宿輪純一、東洋経済新報社、平成12年12月
- 「合從連衡進む欧州証券決済機関」 落合大輔、『資本市場クオータリー』 2000年秋号
- 「変革遂げるユーロ決済システム：証券集中保管機構の高度化と統合が進展」 宿輪純一、『金融財政事情』 2001年3月5日号
- 「S.W.I.F.T. の新しい流れと資金・証券決済の最新動向」 中島真志、渡井祥一、『金融情報システム』 平成12年12月号
- 「欧州における証券決済機関（CSD）のネットワーク化・統合化の動き」 渡辺明宏、『金融情報システム』 平成12年3月号
- "Practical Issues Arising from the Euro" Bank of England, November 2000



調査企画部

部長 中島 真志