

# ユーロCCP

↳ DTCの欧州クリアリング機関

吉川 真裕

二〇〇一年三月二七日に発表されたナスダックによるイースダックの買収計画ではイースダックをナスダック・ヨーロッパとして再編し、二〇〇一年五月か六月にETSと名付けられたナスダックと同様な取引システムが導入され、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの気配値に匿名の注文板が組み合わされるとともに、セントラル・カウンターパーティを含めた受け渡し・決済システムとシームレスに統合されることになると発表されていた。そして、ナスダック・ヨーロッパの受け渡し・決済はアメリカの中央証券預託機関(CSD)であるDTCのシステムに基づいて新たなセントラル・カウンターパーティを設立し、このセントラル・カウンターパーティを介して既存のCSDや国際証券預託機関(ICSD)を利用することとされていた。<sup>1)</sup>この計画に基づいてDTCはロンドンにヨーロッパ・セントラル・カウンターパーティ(ユーロCCP)と名付けた子会社を設立し、一二月三日からナスダック・ヨーロッパでのクリアリング業務を開始した。

本稿では、新たなセントラル・カウンターパーティの設立経緯とDTCのグローバル戦略を振り返った後、ユーロCCPについて簡単に紹介し、これがヨーロッパ株式市場統合にもたらすインパクトを考察する。

## 1 単一セントラル・カウンタパーティー

ヨーロッパでは経済通貨統合（EMU）の実施が現実のものとなるにつれ、単一通貨の導入が金融市場に及ぼす影響が注目を浴びることになった。一九九八年七月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所がいち早く共通株式取引プラットフォームとヨーロッパ統合株価指数の開発を目指して戦略的提携を打ち出したが、一九九九年春には両取引所間の主導権争いから株式市場統合への期待は後退していた。一九九九年五月にはICSDであるユーロクリアが新たな決済機関統合モデルを打ち出し、もう一つのICSDであるセデルの買収提案を発表したが、セデルはドイツのCS Dであるドイツ取引所クリアリング（DBC）との合併（新会社はクリアストリーム）という形で答え、ユーロクリアは一九九九年一月にフランスのCS DであるSICOVAMとクリアリング機関であるクリアネットとの戦略的提携計画という形で対抗した。二〇〇〇年三月にはパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所の合併計画（新会社はユーロネクスト）が報じられ、これを受けてSICOVAMがユーロクリアの子会社になる計画が発表され、クリアネットとロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）とのクリアリング機関の合併交渉も伝えられた。そして、二〇〇〇年五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画（新会社はiX）が発表されたが、九月には白紙撤回されている。

ヨーロッパにはロンドン証券取引所、ドイツ取引所、パリ取引所という三大取引所とユーロクリアとセデルという二大ICSDが存在していたが、この結果、ドイツ取引所/クリアストリーム連合、ユーロネクスト/ユーロクリア連合、ロンドン証券取引所という構図ができ上がった。他方、国益やプライドにかかわる取引所の統合は一筋縄ではいかなのでCS DとICSDの統合を求める声が大手金融機関の間で強まり、ヨーロッパ証券フォーラム（ESF）という団体がロンドンに設立され、その会長にはイングランド銀行出身でイギリスのCS D

であるクレストの設立に尽力したペン・ケント氏が就任している。ESFは当初ユーロクリアとセデル、後にユーロクリアとクリアストリームの合併を強く働きかけていたが、話はうまくまとまらず、取引所と同様にCSDやICS Dの合併にも時間がかかりそうなことから、クリアリング機関を統合するという方向に目標を転換した。証券取引にセントラル・カウンターパーティ(CCP)を導入していないヨーロッパではクリアリング機関はデリバティブ取引を主な業務としてきており、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)のCCPであるLCH、フランクフルトのユーレックスのCCPであるユーレックス・クリアリング、パリのフランス国際金融先物取引所(MATIF)とパリ流通オプション市場(MONEP)のCCPであるクリアネットが三大クリアリング機関であり、これらの機関に対してESFは統合・合併への圧力を強めた。そして、これらの統合を促すために二〇〇一年一月に『ユーロCCPと単一汎ヨーロッパへのESFの青写真』と題する報告書を発表し、単一CCPのもたらすメリットと二〇〇一年中の導入計画を明らかにしていた。<sup>(2)</sup>しかし、二〇〇一年一月には三大クリアリング機関がいずれもこの提案に否定的な見解を示し、セトルメント機関の統合に続いてクリアリング機関の統合も挫折してしまっただかに見えた。

ところが、二〇〇一年三月にイースダックの買収とナスダック・ヨーロッパとしての再編を発表したナスダックは、ESFの青写真を受けてセトルメント機関は既存のCSDやICS Dを利用するが、クリアリング機関は新たに設立することを明らかにした。そして、そのクリアリング機関は対立するヨーロッパの三大クリアリング機関ではなく、アメリカのCSDであり、クリアリング機関でもあるDTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)であることを発表し、ESFの単一汎ヨーロッパを引き継ぐ形で新たなヨーロッパ株式市場統合モデルを導入することになった。

## 2 D T C C のグローバル戦略

D T C C は一九九九年にアメリカの C S D である D T C ( Depository Trust Corporation ) と クリアリング機関である N S C C ( National Securities Clearing Corporation ) が合併して誕生した持ち株会社であり、それぞれの業務は子会社である D T C と N S C C が引き続きおこなっている。かつてはアメリカでも個々の取引所や市場が証券預託機関やクリアリング機関を傘下におさめていたが、一九六〇年代のペーパー・クライシスを踏まえて統合され、一九七三年に D T C が、一九七六年に N S C C が設立された。<sup>3)</sup>

もともとは D T C も N S C C も証券取引委員会 ( S E C ) の主導によつて設立された非営利機関であり、分裂していた証券預託機関やクリアリング機関を統合することで費用の節約を実現したとはいえ、競争相手がなくなつたことからお役所的な体質にあつたと言える。ところが、両機関が合併した際に会長兼最高経営責任者として就任したジル・コンサイディン ( Jill Considine ) 女史は折からの取引所の株式会社化やグローバル化の潮流に乗つて D T C C の体質改善に取り組み、外国への業務拡大を打ち出した。D T C C 自体は非営利機関であり、営利企業化の計画はない。コンサイディン会長のグローバル戦略の背景には、国内の独占体質を克服し、外国の機関と競争することで組織の活性化をはかるとともに、D T C C のシステムを外国に提供し、クロス・ボーダー取引をより容易にするということがある。後者はいわゆるアメリカン・スタンダードのグローバル・スタンダード化である。しかし、クロス・ボーダー取引の大半を担っているユーロクリアやクリアストリームを巻き込んだセトルメント機関やクリアリング機関の統合がヨーロッパで生じれば、これがグローバル・スタンダードになりかねないという心配があることも事実であろう。ヨーロッパ諸国は域内のクロス・ボーダー取引を統一規格でおこなえるだけでなく、ユーロクリアやクリアストリームを通じて域外とのクロス・ボーダー取引をも同一システム

でおこなえ、アメリカはその蚊帳の外になりかねないというわけである。

そこで、DTCCは二〇〇〇年一〇月に『セントラル・カウンターパーティーズへ発展・協調・統合』と題する白書を発行し、二〇〇一年一月にグローバルなクリアリング・システムの構築へ向けての国際会議をおこなうことを提唱した。<sup>(4)</sup>この会議は一月三一日から二月二日までロンドンでおこなわれ、LCH、クリアネット、ユーレックス・クリアリングというヨーロッパの三大クリアリング機関が共同主催者であったことから、ESFのヨーロッパ単一セントラル・カウンターパーティー構想に無関係であったとは考えられない。ただし、DTCCの白書は単一グローバル・セントラル・カウンターパーティーには触れておらず、会議の主題も既存クリアリング機関のリンケージやクロス・コラテラル、クロス・マージンといった地味な（現実的な）ものであったようである。<sup>(5)</sup>

このほかにもDTCCはユーロクリアとクリアストリームとともにユーロ建てコマースヤル・ペーパーの発行とセトルメントに関するメッセージ・ハブの開発に取り組んでおり、二〇〇一年五月にはカナダのトムソン・コーポレーションと設立したOMGEOを通じて機関投資家に対するSTP（Straight Through Processing）事業にも乗り出している。STP事業はこれまでGSTPA（Global Straight Through Processing Association）が推進し、ユーリッヒのAXION4GSTPが中心となって進められてきたが、ここにもDTCCは参入しているわけである。<sup>(6)</sup>また、六月二〇日には大阪証券取引所とナスダックとの間でナスダックのグローバル戦略に関する覚書に調印し、九月一〇日にはシティバンクの香港子会社との間で香港取引所の上場銘柄のドル建て取引をDTCCのシティバンク口座で同時決済（DVP）することを明らかにしている。<sup>(7)</sup>すでに大阪証券取引所の運営するナスダック・ジャパンにおける外国株式の決済はシティバンクがおこなうことになっているから、おそらく香港取引所と同じような形でDTCCのシティバンク口座が決済に用いられるのではないかと考えられる。

### 3 ユーロCCP

三月二七日に発表されたナスダックによるイースダックの買収計画ではイースダックをナスダック・ヨーロッパとして再編し、まず第一段階として二〇〇二年五月か六月にETS (European Trading System) と名付けられたナスダックと同様な取引システムが導入され、二〇〇一年第4四半期にはマーケットメーカーの気配値に匿名の注文板が組み合わされ、セントラル・カウンターパーティを含めた受け渡し・決済システムとシームレスに統合されると発表されていた。そして、ナスダック・ヨーロッパの受け渡し・決済はアメリカのCSDであり、クリアリング機関でもあるDTCCのシステムに基づいて新たなセントラル・カウンターパーティを設立し、このセントラル・カウンターパーティを介して既存のCSDやICSDを利用すると説明されていた。

六月八日に導入された新取引システムはナスダックの取引システムとほぼ同じものであり、マーケットメーカーの気配での自動執行やブローカー間での電子媒体を使った交渉を可能としたが、受け渡し・決済はイースダックでの取引と同様に投資家はブローカーにノミニー口座を開設する必要があった。

九月一四日にはDTCCによってロンドンで設立されたヨーロッパ・セントラル・カウンターパーティ・リミテッド (ユーロCCP) が金融サービス機構 (FSA) からイギリスの公認クリアリング機関として認可された。<sup>(8)</sup> この会社名はESFの報告書の名前と同一であり、単一クリアリング機関を通じて既存のCSDやICSDを利用するという点ではESFの目指していた単一ユーロCCPモデルとほぼ同じ仕組みである。

一〇月三日にはユーロCCPの最高経営責任者にDTCCのインターナショナル・サービス部門の執行役員ジエフリー・スミス (Jeffrey H. Smith) 氏 (兼任)、最高業務責任者に同じくインターナショナル・サービス部門のヴァイス・プレジデントであるベルナルド・ティル (Bernard M. Till) 氏が就任することが発表された。<sup>(9)</sup>

一二月三日からユーロCCPはクリアリング業務を開始したが、ナスダック・ヨーロッパが二〇〇一年第4四半期に予定していた新たな取引システムは導入されておらず、ユーロCCPの利用は強制されてはいない。<sup>(10)</sup>

ユーロCCPの特徴としては次の六つが上げられている。<sup>(11)</sup>

ナスダック・ヨーロッパでの取引情報がユーロCCPに到着した時点でユーロCCPが買い手に対する売り手、売り手に対する買い手となり、カウンターパーティ・リスクを取り除く。

ユーロCCPのセトルメント・ネットティング・ファシリティを利用すれば当日の売り・買いの差のみをセトルメントすることができ、セトルメント費用を削減できる(ネットティングを利用しないこともできる)。

対象証券の取引の多い母国のCSDやECS Dでもセトルメントをおこなうことができ、フェイルを含めた費用を削減することができる(デフォルト設定ではヨーロッパ証券はユーロクリア、アメリカ証券はDTCCであるが、フランス証券はユーロクリア・フランス、ドイツ証券はクリアストリーム・バンキング・フランクフルト、イタリア証券はモンテ・テイトーリを選択することもできる)。

GCP (General Clearing Participant) ICP (Individual Clearing Participant) NCM (Non Clearing Member) を区別して参加資格を高める一方、バリュー・アット・リスクに基づくボラティリティ・モデルを含めた洗練されたリスク管理プロセスを用い、イントラダー・サーベイランスによってイントラダー担保請求もおこなわれる。

SWIFTコミュニケーションズやIBMのMOシリーズ、インターネットなど、世界的に認められたコミュニケーションやメッセージ手段を用いることができる。

ユーロCCPはDTCCの技術を生かして初日から一日五〇〇万件の取引を処理する能力を要する。

#### 4 ユーロCCPとヨーロッパ株式市場統合

一九九八年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携発表以来、ヨーロッパにおける取引所間の統合への取り組みがさまざまな形でおこなわれてきているが、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、パリ取引所（現ユーロネクスト・パリ）という三大取引所を核とした対抗関係は続いており、国益やプライドも絡んで単一取引所がヨーロッパ主要株式の中心市場となる見通しは全く立たない。他方、クロスボーダー取引における実質的なコストの最大部分を占める受け渡し・決済部門でもユーロクリアとセデル（現クリアストリーム・バンキング・ルクセンブルグ）の主導権争いがあり、ドイツ取引所クリアリング（現クリアストリーム・バンキング・フランスフルト）はドイツ取引所に、SICOVAM（現ユーロクリア・フランス）はパリ取引所にもともと属していたことから取引所間の対抗関係を引き継いでいる。こうした事態のもとでは取引所やセトルメント機関の統合は暗礁に乗り上げており、クリアリング機関を統合することによって、取引所やセトルメント機関が分裂していてもクロスボーダー取引のコストを大幅に削減するというESFの単一ユーロCCP計画はよくできたアイデアであったと言える。しかし、ドイツのクリアリング機関であるユーレックス・クリアリングはドイツ取引所グループに、フランスのクリアリング機関であるクリアネットはパリ取引所グループに属していることから、またしても取引所間の対抗関係を引き継ぐことになり、単一ユーロCCP計画も実現には至らなかつた。単一ユーロCCP計画を提案したESFのケント会長自身がヨーロッパ三大クリアリング機関の賛同が得られない以上、賛同が得られる形での代替案へとESFも方針転換することを二〇〇一年二月にはすでに表明していた。<sup>(12)</sup>

そこへ二〇〇一年三月にナスダックによるイースダックの買収が浮上し、ナスダックはイースダックをナスダック・ヨーロッパとして再編し、ナスダックと同種の取引システムを導入することに加えて、ESFが提案して

いたような形で新たなセントラル・カウンターパーティの導入を打ち出した。しかもESFが譲歩したヨーロッパ三大クリアリング機関ではなく、世界最大のCSDであり、クリアリング機関でもあるDTCCを取り込み、ヨーロッパ三大クリアリング機関との妥協というESFとは異なる立場を鮮明にした。

DTCCは独自のグローバル戦略の中でヨーロッパのクリアリング機関の統合がDTCCをはずしてグローバル・スタンダードになることを恐れ、二〇〇一年一月には世界の主要クリアリング機関を集めた国際会議を開催してヨーロッパのクリアリング機関の統合を牽制し、国際的な協調体制という枠組みで自らの影響力を強めようとしていた。おそらくユーロCCCPのロンドンでの設立、ナスダック・ヨーロッパでのクリアリング業務の開始はDTCCのヨーロッパ進出の第一歩であり、ナスダック・ヨーロッパでの取引が活発ではないことから当初から大成功になるとは考えていないであろう。むしろ、実際にヨーロッパでのクリアリング業務に参入することによってヨーロッパでのクリアリング機関やセトルメント機関の統合に利害関係者として参加し、影響力を発揮することによって、DTCCが蚊帳の外におかれることを回避するという意味合いが強いと考えられる。

他方、ESFが単一ユーロCCCPという当初の構想に固執しているとすれば、DTCCによるユーロCCCPの設立や既存セトルメント機関を利用した決済というナスダック・ヨーロッパの仕組みを高く評価するはずであると考えられるが、全くそのような気配を見せていない。逆に、規制や法律、三大クリアリング機関の対立といったことからESFが代替案へと方針を転換しているのに、あえて乱立するクリアリング機関をまた一つ作り出したという点ではDTCCによるユーロCCCPの設立を否定的にとらえているようである。国籍を越えて利用者の立場から利便性を追求するというESFの設立主旨からすれば、ヨーロッパの市場統合の主導権をアメリカには取られまいという意識が働いているようにも見えて奇妙であるが、ヨーロッパ三大クリアリング機関の関与なく

してクリアリング機関の統合はあり得ないという現実的な判断が働いているのかもしれない。DTCCがユーロCCPを通じて加わることでクリアリング機関統合の交渉相手が三つから四つに増えたという考え方もできようが、ユーロCCPを触媒として三大クリアリング機関に統合を迫るといふ方策もありうるのではないだろうか。

ESFが打ち出した単一ユーロCCP構想は取引所の統合やセトルメント機関の統合に比べれば比較的容易であり、より現実的でもあると考えられるが、それでも当事者間の合意を得られず、DTCCのナスダック・ヨーロッパを通じて参入という事態を招いた。二〇〇一年一月三日にはEU委員会(ジヨバンニー・グループ)からも『EUにおけるクロスボーダー・クリアリングとセトルメント体制』と題する報告書が出されており、将来的にはEUからの政治的な介入も排除できない様相を呈してきている。<sup>(13)</sup> 官僚組織の関与は非効率な組織を作り出すという否定的な見方が市場参加者の大勢を占めるが、民間レベルでの市場統合が全く進展しないとすればやむを得ないこともかもしれない。取引所の統合やセトルメント機関の統合に比べれば容易であるはずのクリアリング機関の統合は当面のヨーロッパ株式市場統合の焦点になるに違いないだろう。

#### 注

- (1) ナスダックによるイースタック買収計画と取引・決済システムについては、拙稿「ナスダックの新たな戦略」EIF FEとの提携とイースタックの買収」(本誌一五九四号、二〇〇一年四月)、「ナスダック・ヨーロッパとバーテックス」ヨーロッパでの新たな試み」(本誌一五九七号、二〇〇一年七月)を参照。

- (2) European Securities Forum, *EuroCCP: ESF's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty*, 6 December 2000 (<http://www.eurosf.com/publications/~Blueprint.pdf>)

- ( 3 ) なお、DTCUNSWCが対象とする証券は株式・社債・AOR（外国株式預託証券）であり、政府債には連邦準備銀行バンク・エンターリー・システムズ（Government Securities Clearing Cooperation）、モーゲーシ・バンク証券クリアー（Participants Trust Company）、MBS（Mortgaged Backed Securities Clearing Corporation）という証券預託機関とクリアリング機関があり、トリパティのクリアリング機関とオプション（Option Clearing Corporation）、CME（Chicago Mercantile Exchange Clearing Corporation）、BOT（Board of Trade Clearing Corporation）がある。
- ( 4 ) DTCC, *Central Counterparties: Development, cooperation and consolidation*, October 2000 (<http://www.dtcc.com/whitepapers/ccp.html>), DTCC, "DTCC Calls for Global Clearing Solution: Conference Planned in Europe," *Press Release*, 30 October 2000 (<http://www.dtcc.com/press/releases/ccp.html>)
- ( 5 ) DTCC, "World's Securities Industry Infrastructure Leaders Agree to Global Concept on Central Counterparty Services. CCP Conference Concludes with Framework for Ongoing Dialogue," *Press Release*, 2 February 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/ccpconference.html>), PROMETHEE, *Year 001: the Central Counterparties Dialogue*, April 2001 (<http://www.dtcc.com/ccp/ccp.pdf>). なお、JGの会議の共同主催者であったOCCのクリアリング機関と三つのクリアリング機関を加えて、COPRIという新たな組織が七月三〇日に誕生している。初代会長（任期一年）にはクリマネットのルノー最高経営責任者が就任し、六カ月ごとに会議を開いてクリアリング機関の協力体制の確立が目標とされている。DTCC, "World's Major Securities Clearing Houses Creates Association to Respond to Marketplace Needs for Seamless Clearing," *Press Release*, 30 July 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/seamlessclearing.html>)

- ( 9 ) Jacqueline S. Gold, "DTCC goes global," *Institutional Investor*, September 2001
- ( 10 ) DTCC, "Osaka Securities Exchange, Nasdaq and DTCC Sign Memorandum of Understanding for Clearance and Settlement to Support Nasdaq's Global Strategy," *Press Release*, 25 June 2001, (<http://www.dtcc.com/press/releases/mou.html>), "DTCC Creates Seamless Settlement Solution for Foreign Ordinary Share Trading - Agreement With Citibank Supports Hong Kong Equities," *Press Release*, 10 September 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/fos.html>)
- ( 11 ) EuroCCP, "EuroCCP receives FSA recognition to clear Nasdaq Europe trades," *Press Release*, 21 September 2001 (<http://www.dtcc.com/press/releases/euroccp.html>)
- ( 12 ) EuroCCP, "EuroCCP Names Chief Officers," *Press Release*, 3 October 2001 ([http://www.dtcc.com/press/releases/euroccp\\_officers.html](http://www.dtcc.com/press/releases/euroccp_officers.html))
- ( 13 ) EuroCCP, "Major Step Forward for Growth of Pan-European Market as EuroCCP Provides Clearing and Settlement Solution for Nasdaq Europe," *Press Release*, 3 December 2001 (<http://www.euroccp.com/releases/cssolution.htm>)
- ( 14 ) EuroCCP, *European Central Counterparty Limited - A Solution to Lower Cross-Border Clearing and Settlement Costs*, 2001
- ( 15 ) Pen Kent, "Central Counterparties and Settlement Risk Reduction," *Press Articles*, 20 February 2001 (<http://www.eurosf.com/ESF%20articles/20%20feb%20article.htm>)
- ( 16 ) The Giovanni Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001 ([http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/giovannini/clearing1101\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/giovannini/clearing1101_en.pdf))