

## ユーロクリアとクレストの合併

吉川 真裕

二〇〇二年七月四日、クリアストリーム（旧セデル）と並ぶ国際証券決済機関であり、フランスの国内証券決済機関（CSD）であるSICCOVAM（現ユーロクリア・フランス）とオランダのCSDであるNACI GEF（現ユーロクリア・ネーザールズ）を傘下におさめ、ベルギーのCSDであるCIKをも統合しようとしているユーロクリアは、イギリスとアイルランドのCSDであるクレストとの合併計画を明らかにした。セデルとドイツのCSDであるドイツ取引所クリアリング（DBC）の対等合併で二〇〇〇年に誕生したクリアストリームをめぐって、ユーロクリアは二〇〇一年末にDBCの親会社としてクリアストリームの株式の五〇%を保有するドイツ取引所と競って買収提案をおこなったが、二〇〇二年二月一日にはドイツ取引所によるセデルの買収合意が発表されており、四月一六日のセデル株主による買収了承、ドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による買収承認を経て、七月半ばにはドイツ取引所によるセデルの買収、クリアストリームの完全子会社化が予定されている時期であっただけに、事前の報道もなく発表された今回のユーロクリアとクレストの合併計画は驚きをもって迎えられた。この結果、ヨーロッパの決済機関はドイツ取引所傘下にある垂直的統合モデルとユーロクリアを中心とした水平的統合モデルの二つのタイプに集約される兆しを見せている。

本稿では、ユーロクリアとクレストをめぐるこれまでの経緯を振り返った後、今回の合併計画が目指すヨーロッパの決済機関統合の姿を紹介し、この買収合意が成立した背景について考察する。

## 1 ユーロクリアによるヨーロッパの決済機関統合の試み

ヨーロッパにおける国境を越えたクロス・ボーダー取引では取引そのものにも増して受け渡し・決済にコストがかかると言われている。株式取引のクロス・ボーダー化に先駆けて一九六〇年代におけるユーロ債市場の発展とともに世界的な規模でのクロス・ボーダー化が進展した債券市場では、一九六八年にはブリュッセルにユーロクリア、一九七〇年にはルクセンブルグにセデルという二つの国際証券決済機関（ICSD）が誕生し、ユーロ債市場のほとんどの取引を決済してきた。しかし、株式市場では一九八〇年代後半から活発化したロンドン証券取引所のSEAQインターナショナルでのクロス・ボーダー取引でもユーロクリアやセデルの利用は限定的で、大半は母国市場の国内証券決済機関（CSD）を通じて決済業務はおこなわれてきた。そこで、ヨーロッパでは各国のCSDおよびICSDの連合体であるECSDA（欧州証券決済機関協議会）が個々の決済機関が双務契約を結ぶことにより、国境を越えて決済機関をリンクさせるというECSDAモデルを推進してきた。

一九九九年五月四日、ユーロクリアはハブ&スポークス・モデルという新たな統合モデルを打ち出し、ユーロクリアによるセデルの買収提案を発表した。ECSDAモデルの推進には各国決済機関の協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかり、単一中央決済機関の設立を目指すICSDモデルは各国での法改正の問題が避けられず、近い将来に実現する見通しは立たないのに対して、ハブ&スポークス・モデルはECSDAモデルとICSDモデルを折衷させることで、より早く決済業務の効率化を実現できるという点が売りものであり、各国のCSD（スポーク）は引き続き国内決済業務を継続するが、国際決済業務に関しては各国のCSDが直接相互に決済をおこなうのではなく、それぞれがICSD（ハブ）との間でのみ決済をおこない、ICSDが各国CSDのための決済機関として国際決済業務をおこなうというものであった。

ユーロクリアのハブ&スプークス・モデルは現実的で優れたアイデアであったが、買収を提案されたセデルと、ECSDAモデルのもとでヨーロッパ最大の国内決済機関であると同時に国際決済業務への進出を目指してきたドイツ取引所クリアリング（DBC）にとつては、ユーロクリアの地位を安泰にし、自らの事業展開を制約するという受け入れがたい提案であった。これを受けて、一〇日後の五月一四日にルクセンブルグでセデルとDBCは二〇〇〇年一月の対等合併を発表し、フランスのCSDであるSICOVAMも新会社設立後に参加する覚書に調印したことが明らかにされた。対等合併の内容はDBCが独自の決済システムの開発を放棄し、セデルのクリエーションというETシステムを採用することによって単一決済システムを各国の決済機関にも波及させ、ドイツの国内決済業務をもおこなう新会社が国際中央決済機関となるという形であり、ユーロクリアのハブ&スプークス・モデルに対する代替案としてヨーロッパ・クリアリング・ハウス（ECH）モデルと名付けられた。

セデルとDBCは各国の決済機関にECHモデルへの参加を呼びかけ、九月一〇日にはイタリアのCSDであるモンテ・ティットーリと協議に入り、一月二日にはセデルとDBCは正式な合併契約書に調印したが、一月二日にSICOVAMとの交渉が打ち切られ、翌一月三日にはユーロクリアとSICOVAM、そしてパリ取引所傘下のクリアリング機関であるクリアネットが二〇〇〇年四月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の決済・ネットイングのための戦略的提携計画を打ち出した。この際のユーロクリアの方針はハブ&スプークス・モデルではなく、セデルとDBCが目指した単一決済システムの採用にあり、ヨーロッパ第二のCSDであるSICOVAMと組むことにより、セデル/DBC連合に対抗しようという戦略であった。二〇〇〇年一月一七日にセデルとDBCによる新会社はクリアストリームとして発足したが、三月一五日に発表されたパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所による合併計画（新取引所はユーロネクスト）を受けて、ユーロクリ

アはユーロネクスト・グループのCSDを傘下に置く形でクリアストリームに対抗することになった。

その後、クリアストリームでは預託資産水増し問題やマネー・ロンダリング疑惑によってセデル時代から最高経営責任者を務めてきたアンドレ・ルツシ氏が二〇〇一年五月一五日に解任され、一〇月三一日には買収提案の提示を求めているという報道が流れた。交渉相手はセデルに買収提案を持ちかけたことのあるユーロクリアと、D B Cの親会社としてクリアストリームの五〇%の株式を保有するドイツ取引所であった。一二月七日のクリアストリームの取締役会では、ユーロクリアは買収価格をセデル所有株にはユーロクリアの新株（買収後の株式の三〇%）、ドイツ取引所所有株には現金とユーロクリアの新株（買収後の株式の五%）で合計二六億五〇〇万ユーロに引き上げ、ドイツ取引所も買収価格をセデル株式に対して現金で二億五〇〇万ユーロまで引き上げたが、両提案は否決された。しかし、ドイツ取引所は買収価格をさらに引き上げる用意があるとして一月末を期限とした排他的買収交渉に当たることが決定されていた。そして、二〇〇二年二月一日にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意が発表された。買収価格はセデル株式に対して二六億ユーロ（プラス純資産売却予定額一億五〇〇万ユーロ）であり、この買収合意はセデルの株主総会での三分の二の多数決、規制当局の承認、ドイツ取引所監査役会の承認等によって成立し、二月二八日までにはセデルの株式買い取り請求を開始する予定であると発表されていたが、セデル株主による買収承認がおこなわれたのは四月一六日であり、ドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による買収了承を経て、買収が完了したのは七月一日であった。<sup>1)</sup>

こうした中で事前の報道もなく、七月四日に発表されたユーロクリアとクレストの合併計画は驚きをもって迎えられ、八月一四日にはユーロクリアで、八月一六日にはクレストで合併計画の株主による承認がおこなわれ、九月一九日に予定されているイギリス高等法院のヒアリングを受けて、合併は実現する見通しになってい<sup>2)</sup>る。

## 2 クレストの歩み

イギリスにおける証券取引の受渡し・決済は株式、国債、短期証券の間で別々におこなわれていたが、現在はクレストのもとに一本化されようとしている。一九九三年三月にロンドン証券取引所は新たな株式受渡し・決済システムとして準備を進めてきたトールラス(TAURUS)の開発を断念し、ロンドン証券取引所の要請を受けてイングランド銀行が新システムの開発にあたることになった。<sup>(3)</sup>そして、一九九四年一〇月に新システムの開発・運営会社としてクレスト(CRESTCO)が七〇人の株主によって設立され、一九九六年七月にロンドン証券取引所の旧株式受渡し・決済システムであるタリスマン(TALISMAN)から新システムCRESTへの段階的な移行が始まり、一九九七年四月に移行を完了している。さらにクレストは一九九九年五月にイングランド銀行から国債の受渡し・決済業務をおこなっていたCGO(Central Gils Office)、同年九月には短期金融商品の受渡し・決済業務をおこなっていたCMO(Central Moneymarkets Office)の監督権限を譲り受け、二〇〇〇年七月には国債の受渡し・決済に株式と同じシステムを導入し、二〇〇三年には短期金融商品にも同システムを導入する予定である。

伝統的に株式の受渡し・決済が一定期間まとめておこなわれてきたイギリスではアカウント決済がおこなわれていたが、一九九三年七月には一〇営業日後のローリング決済(T+10)に移行し、一九九六年六月には五営業日後のローリング決済(T+5)に、二〇〇一年二月五日には三営業日後のローリング決済(T+3)に移行している。そして、二〇〇一年二月二六日には先物取引等でセントラル・カウンターパーティを勤めてきたロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)がロンドン証券取引所の電子取引システムSEETS採用銘柄のセントラル・カウンターパーティとなり、二〇〇二年七月からはLCHがネットینگ・サービスを導入している。

クレストは設立から七年に満たない会社であり、ロンドン証券取引所がセトルメント業務から撤退したことを受けて誕生し、ドイツやフランスのセトルメント機関と対抗するために国債や短期金融商品のセトルメント業務を公的機関から引き継ぐ形でイギリスのセトルメント業務を統合しようとしてきた。これまではどの国でもセトルメント業務は各国で中心市場となる証券取引所の下請けのような形で扱われてきたが、ユーロの導入に伴ってヨーロッパでは国境を越えた取引所の統合が提唱され、セトルメント機関の国境を越えた統合も取り沙汰されるようになった。一九九八年七月のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携がこつした動きの起点であり、クレストもこれを受けてドイツのCSDであるDBCと一九九九年九月に決済リンクを確立したが、両取引所間の戦略的提携は主導権争いから一度は立ち消えとなった。この間にはセデルとDBCの合併決定があり、次いでユーロクリアとSICOVAM/クリアネットの提携が発表され、クレストは両陣営と距離をとるような形で二〇〇〇年三月にスイスのCSDであるSIS (SeganterSettle)との間でTSN (The Settlement Network)と名付けた決済ネットワーク・システムを導入したが、同年五月には再びロンドン証券取引所とドイツ取引所の間で合併計画が発表され、DBCとの協力を余儀なくされることになった。そして、クレストとDBCが同年八月三一日にクロス・ボーダーの決済コスト削減計画を発表した直後にOMグループによる敵対的買収を受けたロンドン証券取引所は再びドイツ取引所との合併計画を撤回した。こうしてクレストはロンドン証券取引所のヨーロッパ株式市場統合戦略に振り回され、二度にわたってDBC/クリアストリームとの協力関係を模索したが、合併や買収という話は進まなかった。ところが、今回はロンドン証券取引所とユーロネクストとの提携関係を抜きにして、クレストはユーロクリアと合併計画(事実上の被買収)に踏み切ることになったのである。

### 3 ユーロクリアとクレストの目指す将来像<sup>(4)</sup>

#### (1) ビジネス・モデル

ユーロクリアとクレストの合併はEU加盟一五カ国中五カ国のCSDを含み、ユーロトップ三〇〇株価指数の六〇%以上、ユーロツパの国内債券残存額の五二%以上、預託機関保有ユーロ債の六二%以上のグループを形成することになる。合併後のビジネス・モデルは強力なユーザー・ガバナンスのもとで単一プラットフォームと単一オペレーターを実現し、コスト削減を達成するだけでなく、ユーロツパの金融市場を転換させることにあるとされている。そして、二〇〇八年までに以下の七つのサービスがすべての顧客に提供されることを計画している。

#### サービス・パッケージのフレキシブルな選択

顧客は標準的な国内サービスを低コストで選択できる一方、フル・サービス・パッケージを選択し、新グループ諸国だけでなく、他の二七市場のユーロ債や国際証券に対しても単一アクセス・ポイントを実現できる。

#### 法制の選択

単一プラットフォームを通じて、顧客は当該国の規制に基づく直接保有とベルギー法に基づくプールされた証券の間接保有を選択することができる。

#### 単一証券口座

顧客は新グループのどの決済機関を通じても保有株式にアクセスでき、サブ・アカウント・システムによって口座内の保有形態を指示することもできる。

#### 低コスト

国内サービスは引き続き弾力的な費用補填政策によって低価格を実現し、フル・サービスは競争的な価格政策

を追及するが、生産性の上昇と規模の経済を反映した価格引き下げが見込まれる。

#### 中央銀行と商業銀行の資金決済

顧客はユーロとポンドについては中央銀行の直接口座やサード・パーティの口座を利用することができ、フル・サービス・パッケージではユーロクリアの商業銀行資金支払いを広範な通貨に利用することができる。

#### 市場関係者に対するコンサルテーションの拡大

各国ベースで利用者を中心とした市場アドバイザー委員会を設け、さらに各市場アドバイザー委員会の委員長を含めた国際市場アドバイザー委員会を通じて市場関係者との意見交換を重視する。

#### ビジネス・モデル実現へのモニタリング

ユーロクリア・バンクにビジネス・モデル実現委員会を設け、モニタリングをおこなうが、委員長（取引所関係者を禁じ、初代はクレストのウィックス会長）はロンドン市場とユーロネクスト市場から交互に選出される。

#### (2) タイムテーブル

現在から二〇〇四年末まで（フェイズ1）

- ・グループ内証券、ユーロ債、米国債に対するクロス・ボーダー決済アクセスを改善する。
- ・グループ内証券に対するクロス・ボーダー決済費用を削減する。
- ・投資信託等の他のサービスへも拡充する。

二〇〇五年から（フェイズ2）

- ・単一証券口座のもとで現存するCSD/ICSDのインターフェイスを通じて単一セトルメント・システム

(SSE)の中でグループ内証券、国際証券、ユーロ債にアクセスする。

- ・顧客のインターフェイスへの投資を保護するためにバック・オフィスの変更は最小化する。
  - ・現在利用可能なCSD/ICSDの機能は継続利用する。
  - ・グループ内証券やユーロ債に対するクロス・システム費用をクロス・ボーダー水準から国内水準に削減する。
  - ・あらゆるグループ内証券やグループ内機能に対して新たな共通インターフェイスを選択的に可能とする。
  - ・現在一つのCSD/ICSDのプラットフォームにおいてのみ可能な機能をすべての顧客に徐々に拡張する。
- 二〇〇八年
- ・顧客に単一証券口座、単一インターフェイス、単一ペイメント関係、サービス水準と料金の選択を通じて、あらゆるグループ内証券にアクセスすることを可能とする新たなプラットフォームへの移行を完了する。

### (3) 企業構造とガバナンス

ユーロクリアとクレストの合併後、クレストはユーロクリアの子会社で決済業務を実際におこなっているユーロクリア・バンクの完全子会社となり、ユーロクリアの株式の一九%を保有することになるが、単一プラットフォームを導入するまではクレストとして存続し、活動する。

合併後、ユーロクリアの二六人の役員のうち七人はクレスト関係者(クレストのウィッククス会長は副会長、ロンドン証券取引所のファース最高経営責任者も加わる予定)とし、ユーロクリア・バンクの二二人の執行権のない役員のうち四人はクレスト関係者(クレストのウィッククス会長はここでも副会長)とする。また、クレストのシンプソン最高経営責任者はユーロクリア・バンクの六人の執行役員のうちの一人名となる。

#### 4 ユーロクリアとクレストの合併の背景

二〇〇二年二月一日にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意が発表され、ユーロクリアとクリアストリーム（旧セデル）の統合というシナリオは崩れ、ユーロツパではユーロネクスト/ユーロクリア/クリアネット連合とドイツ取引所/クリアストリーム/EUREXクリアリング連合という取引所/セトルメント機関/クリアリング機関の対抗関係が明らかになった。両者に次ぐグループとしてはロンドン証券取引所/クレスト/LCHというグループが存在するが、ユーロクリアや旧セデルといったICSDが含まれていないという点でイギリス・グループの劣勢は否めない。しかも二〇〇一年一〇月にはユーロネクストによるロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）の買収<sup>5</sup>が合意され、LIFFEがユーロネクストの傘下に入ったことはヨーロッパにおけるデリバティブ市場がドイツ取引所グループ（EUREX）とユーロネクスト・グループ（LIFFE）に収斂しそうなことだけでなく、LCHの大株主であり、最大顧客でもあるLIFFEがユーロネクストの傘下に入ったことでLCHのユーロネクスト・グループ入りもありうるという観測も生まれた。そして、二〇〇二年春にはLCHとクリアネットの合併が協議されているという報道も流れた。しかし、両社の合併観測はとりあえず否定されており、LIFFEのクリアリング業務はこれまで通り、LCHがおこなっている。

こうした中で事前の報道もなく、七月四日に発表されたユーロクリアとクレストの合併計画は驚きをもって迎えられた。ロンドン証券取引所とイングランド銀行はこの発表を前向きに受け止めており、ある程度の根回しをクレストが事前におこなっていた模様である。さらに、ユーロネクストによるLIFFE買収が発表されたときのようなイギリス人による感情的な反発もほとんど報じられてはいないが、デリバティブ取引所ほどセトルメント機関が注目されていないためか、ユーロツパ化をイギリス人が受け入れ始めたためかは明らかではない。

ユーロクリアとクレストはユーロ債や外国株式のセトルメントについて従来からある程度の協力関係は確立していたが、ロンドン証券取引所のユーロネクスト・グループ入りを抜きにしてこの合併はおそらくこれまでに示唆されたことはない。クリアストリームの買収に失敗したユーロクリアはクリアストリームが一部株式を保有するイタリアのCSDであるモンテ・テットーリには縁が薄い。残るヨーロッパのセトルメント機関ではイギリスとスペインが候補と考えられるが、スペインでは複数の証券取引所とデリバティブ取引所、決済機関の合併計画が進行中であり、マドリッド証券取引所のユーロネクスト・グループ入り抜きにはセトルメント機関の買収は有りそうにはない。とはいえ、ロンドン証券取引所のユーロネクスト・グループ入りを抜きにしてのクレストの合併もこれまでの経緯を考えると考えられないことであった。

他方、クレストとしてはL I F F Eがユーロネクストの傘下入りし、イギリス・グループのジリ貧は目に見えており、ロンドン証券取引所の決定に振り回されるのではなく、自ら意思決定をしたいという事情があつたのかもしれない。また、ドイツのCSDやフランスのCSDに買収されるのではなく、ICSDであるユーロクリアによる買収はイギリスの面子も保てるし、後から参加することによってより有利な立場を得るというL I F F Eの手法に学んだのかもしれない。しかし、最大のポイントは二度も協調体制をとりながら関係の進展がみられなかつたクレストとD B C（クリアストリーム）の関係にあつたのではないかと考えられる。ドイツ取引所はクリアストリームを完全子会社化し、縦型サイロと揶揄される取引所と決済機関の垂直的統合モデルを波及している。これに対して、ロンドンではヨーロッパ市場フォーラム（EMF）に代表されるように取引所と決済機関を分離した水平的統合モデルが市場統合モデルとしては評価が高い<sup>6)</sup>。EMFの初代ケント会長はイングランド銀行出身であり、クレストの設立に尽力した人物でもあつたことも全く無関係ではあるまい。クレストの企業文化、ある

いはロンドンの企業文化が、ザイフェルト最高経営責任者の率いるドイツ取引所の企業文化になじまず、その傘下にあるクリアストリームとの統合よりも、水平的統合モデルを掲げ、J.P.モルガンを通じてアメリカ（アングロ・サクソン）の企業文化とも近いユーロクリアとの統合をクレストに選択させたのではないだろうか。

注

- (1) ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意に至る経緯の詳細については、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」(本誌一六〇四号、二〇〇二年三月)を参照。
- (2) CREST and Euroclear, "Euroclear and CRESTCo to Merge, Creating Europe's Premier Settlement System", *Media releases*, 4 July 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/02PR006.pdf>), "CRESTCo and Euroclear Shareholders Approve Merger", *Media releases*, 19 August 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/02MR07.asp>).
- (3) トーリス開発研究所の雑誌「エスケイション」Helga Drummond, *Escalation in Decision-Making*, Oxford University Press, 1996 (邦訳、ヘルガ・ドラモンド『プロジェクト迷走すべっくパン トーリス システムの悲劇』日科技連、一九九九年)を参照。
- (4) フォトの説明は次の文書にちなむ。CREST and Euroclear, *Delivering a Domestic Market for Europe*, July 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/MA0041.pdf>), *Recommended proposal for the merger of CRESTCo Limited and Euroclear plc by way of a scheme of arrangement (under section 425 of the Companies Act 1985)*, July 2002 (<http://www.euroclear.com/EOC/Level0/EXETER.pdf>).
- (5) ユーロネクストによる「EUFHEEの買収の経緯については、拙稿「EUFHEEの決断〜ユーロネクストによる買収合

意」(本誌一六〇〇号、二〇〇一年一月)を参照。

(6) E M F については、拙稿「ユーロCCPとDTCCの欧州クリアリング機関」(本誌一六〇一号、二〇〇一年二月)を参照。

(当所客員研究員)