

取引所とクリアリング機関

吉川 真裕

昨今、取引所とクリアリング機関の關係にヨーロッパでは再び関心が集まっている。かつてヨーロッパでは取引所とクリアリング機関を切り離した水平的競争モデルをロンドン証券取引所が唱道し、取引所がクリアリング機関を傘下に持つ垂直的統合モデルをドイツ取引所が唱道していたが、アメリカの株式市場や株式オプション市場を踏まえて欧州委員会が垂直的競争モデルを支持したことから、二〇〇六年一〇月に「クリアリングとセトルメントのコード・オブ・コンダクト」が締結され、この論争はすでに決着を見たものと考えられていた。しかし、コード・オブ・コンダクト第三段階の導入期限を過ぎているにもかかわらず、株式取引のクリアリング機関の間でインターオペラビリティはまだ確立されていない。他方、デリバティブ取引のクリアリングに関しては、旧インターナショナル・ペトロリウム取引所を買収したアメリカのインターコンチネンタル取引所がイギリスでクリアリング機関の開設を認可され、ロンドン国際金融先物・オプション取引所も傘下にクリアリング機関を開設する意向を示しており、株式市場とは反対に垂直的統合モデルへと向かう動きが強まりつつある。しかも、水平的競争モデルを唱道してきたロンドン証券取引所自身がイタリア取引所の買収によって傘下にクリアリング機関を抱えることになり、コード・オブ・コンダクトの行方が疑問視されだしている。

本稿では、コード・オブ・コンダクトの合意に至る経緯を振り返り、その後の状況を踏まえて、取引所とクリアリング機関の關係について考察する。

1 コード・オブ・コンダクトの合意に至る経緯⁽¹⁾

二〇〇二年一月の投資サーヴィス指令（ISD）改正コミュニケーションにおける証券決済システムの見直しへ向けて、二〇〇一年四月二日に欧州委員会はコンサルテーションを開始した。このコンサルテーションはクロス・ボーダー証券取引に現存する障害を把握し、将来の証券決済インフラの整備に向けた政策を探ることを目的としており、五月四日を回答期限として、二〇〇一年夏を予定されていた専門家による報告書（ジョヴァンニ・ニ報告）にも利用されるものと説明されていた。

アルベルト・ジョヴァンニ・ニ氏を座長とするジョヴァンニ・ニ・グループは金融サーヴィスに関して欧州委員会を支援する目的で一九九六年に結成された調査グループであり、有識者が個人の資格で参加し、それまでに三つの報告書を作成していた。そのジョヴァンニ・ニ・グループがクロス・ボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する報告書の作成を欧州委員会から依頼され、二〇〇一年一月二三日に『EUにおけるクロス・ボーダーのクリアリングとセトルメント』⁽²⁾を発表した。この報告書では、今回の報告書は問題の特定をおこなない、二〇〇二年半ばに予定している次の報告書で問題に対する対処策を検討するものとされていた。そして、第一次ジョヴァンニ・ニ報告で特定されたのは、技術的要因／市場慣行に関する障害（一〇項目）、税制に関する障害（二項目）、法律上の確実性に関する障害（三項目）の計一五項目であった。

第一次ジョヴァンニ・ニ報告はおおよそ好意的に受けとめられたが、それは二〇〇一年二月に発表されたラム・ファルシー委員会報告に沿って、技術的要因／市場慣行に関する対処策は民間の市場関係者のイニシアティブを重視するという姿勢を見せ、欧州委員会がアメリカのDTCCのような単一機関を強制することはないということが関係者に安心感を与えたからと考えられる。

二〇〇二年五月二八日には欧州委員会から再びクロス・ボーダー取引の決済に関するコンサルテーションが公表された。このコンサルテーションはラムファルシー委員会報告と第一次ジョヴァンニーニ報告を受けて、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという「上からのアプローチ」はとらず、市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件をいかにして作り出すかという「下からのアプローチ」を採用していた。

第一次報告の中で二〇〇二年半ばと予定されていた第二次ジョヴァンニーニ報告は、二〇〇二年中、二〇〇三年年明けへと公表がずれ込み、草稿はできあがったものの、市場関係者との最終的な調整に手間取っているとも伝えられた。他方、二〇〇二年一月三日には、五月に欧州委員会が発行したコミュニケーションに対する欧州議会経済金融問題委員会からの承認が採決され、二〇〇三年一月一日には欧州議会の公聴会でボルケシュタイン欧州委員（域内市場・サーヴィス総局）によって二〇〇三年前半にも欧州委員会によるクロス・ボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する政策提言がコンサルテーションされる見通しが明らかにされた。

二〇〇三年四月一六日に『EUのクリアリングとセトルメント・アレンジメンツに関する第二次報告』と題するジョヴァンニーニ・グループの第二次報告がようやく公表された。⁽³⁾ 予想されたとおり、第二次ジョヴァンニーニ報告はどのような形態の決済市場インフラが必要であるかという「上からのアプローチ」はとらないことを明言し、第一次報告で採り上げた一五の障害をいかにして取り除くかということに徹していた。

第二次ジョヴァンニーニ報告が出た以上、これに基づいて加盟各国の法改正を要請する欧州指令を含めた決定が欧州委員会によって下されるものとみられていた。ところが、第二次ジョヴァンニーニ報告自体が欧州指令を課して関係者に特定の制度を強制するという「上からのアプローチ」に反対しており、欧州委員会は官僚による独裁といった批判も気にして、欧州指令の制定には慎重となった。当初は二〇〇四年六月とみられていた欧州委

員会の決定は半年後の一二月にいったん延期された後、さらに繰り返し延期されることになった。

こうした中で二〇〇四年四月二八日には欧州委員会から再びコンサルテーションが発表された。決定を下すのではなく、決定に向けてのコンサルテーションをおこなうということは決定の先送りに等しいが、欧州委員会にしてみればラムファルシー委員会やジョヴァンニーニ報告が欧州委員会による「上からの決定」に反対している一方、欧州議会からは欧州委員会によるイニシアティブの發揮を迫られており、枠組み指令 (Framework Directive) という概念を提唱し、枠組みは決めるがその中で具体的な取り決めをおこなうのはジョヴァンニーニ報告が指名したような各団体であるというのが欧州委員会の意向であった。この文書の中で欧州委員会は、①指導・監督グループの設立、②ラムファルシー・プロセスに沿った一般原則を定めるだけの枠組み指令の策定、③法的小および税制面での障害除去を目指した専門グループの設置、④不公正なアクセス拒否や過度の差別的価格設定といった反競争的市場慣行の是正を取り上げ、七月三〇日までにコメントを求めた。

二〇〇四年二月六日、域内市場・サーヴィス総局担当の欧州委員となったマクリヴィ委員がはじめて公の場で発言し、クロス・ボーダーのクリアリングとセトルメントを最優先課題としながらも費用効果分析等の更なる分析が必要だとして二〇〇五年中に最終決定をおこなうつもりがないことを明らかにした結果、市場関係者の関心はクリアリングとセトルメント問題から一時は遠のくことにもなった。しかし、二〇〇五年中に最終決定をおこなわないということは何もしいことを意味するわけではなく、二〇〇五年五月二六日の講演でマクリヴィ欧州委員は二〇〇六年上半期にクリアリングとセトルメントに関する何らかの決定をおこなうことを示唆していた。就任直後の講演でマクリヴィ欧州委員が明らかにした通り、二〇〇五年はクリアリングとセトルメントに関する調査・分析をおこない、最終決定のための準備期間であった。二〇〇四年四月の第二次コンサルテーション

文書に基づき、同年七月にはクリアリング&セトルメント指導・監督専門家グループ（CESAME）がすでに結成されていたが、二〇〇五年一月には法律検討グループ（LCG）、同年四月には税制検討グループ（FISC O）が結成され、この問題に対する議論と意見集約がはかられていた。

こうした準備期間を経て二〇〇六年二月二日にマクリヴィ欧州委員は二〇〇六年第2四半期に最終決定をおこなう予定であることを改めて明らかにした。ところが、一転して同年三月七日にはクリアリングとセトルメントの問題に関して欧州委員会が決定を下すよりも、市場関係者が自ら自主的な取り組みをおこなうことが望ましいとして、夏休みまでに何らかの措置がとられなければ欧州委員会が決定を下すという声明が欧州委員会の競争総局と域内市場・サーヴィス総局の連名で発表された。⁴⁾

二〇〇六年五月一九日、欧州委員会の要請に答える形で欧州証券取引所連合（F E S E）が欧州業務提携協定（European Interoperability Agreement）に証券中央保管機構（C S D）やセントラル・カウンターパーティ（C P）、市場利用者が賛同することを提唱し、クリアリングやセトルメントへのオープン・アクセスを呼びかけた。⁵⁾そして、クリアリングとセトルメントの問題に対して欧州委員会の決定は民間では対処できない法律面や税制面に限るべきであると主張した。

F E S E の提案にもかかわらず、自主的な取り組みは明確な進展を見せなかったことから、二〇〇六年七月一日、マクリヴィ欧州委員は欧州議会での証言の中で、F E S E の提案を基にした三段階のコード・オブ・コンダクトの導入期限を提案し、このコード・オブ・コンダクトが実現できなければ欧州指令の導入に踏み切らざるを得ないという強硬な姿勢を明らかにした。マクリヴィ欧州委員の示した期限は、①二〇〇六年末までに、クリアリングとセトルメントに関する価格設定の透明性改善をおこない、②二〇〇七年六月末までに、取引所・C C

P・CSD等の間のインタールオベラビリティを実現するために必要な公正・透明・無差別なアクセスを可能にする条件と導入日程について合意し、③二〇〇七年一月三〇日までに、主なクリアリングとセトルメントに関する費用の分離を実現する、というものであった。そして、このコード・オブ・コンダクトは当面は株式取引に限ったものであるが、将来的にはデリバティブ等の他の金融商品の取引に関しても適用される見通しであると述べていた。

このマクリヴィ欧州委員の発言は欧州指令の導入を回避できるという点では市場関係者から評価されたが、これまで合意に達することができなかった複雑な問題に対して、約束されていた費用効果分析等もなしに、ある意味では決定を下したという点で不満もくすぶっていた。他方、自らのコード・オブ・コンダクト提案の後押しを受けたFESEはCCPの加盟団体であるEACH、CSDの加盟団体であるECSDAと協力して一〇月三十一日までに導入日程に関して合意に達したいというコメントを発表した。

FESEが期限として設定した一〇月三十一日、合意は一月七日に署名される見通しであるというコメントが欧州委員会のスポークスマンから発せられた。本来、この合意はFESEが中心となって市場関係者が自主的に結ぶはずであるから、FESE関係者ではなく、欧州委員会のスポークスマンがリークするのは奇妙であるが、それだけ合意の達成に欧州委員会が関与していたことの現れとも考えられる。このリーク情報通り、一月七日、FESE、EACH、ECSDAの三団体は一〇月三十一日に「クリアリングとセトルメントに関するコード・オブ・コンダクト」は合意に達し、合意内容は本日、マクリヴィ欧州委員に報告されるということを発表し、コード・オブ・コンダクトの内容を明らかにした文書を公開した。⁶⁾

2 コード・オブ・コンダクト合意後の状況

二〇〇六年十二月末のコード・オブ・コンダクトの第一段階の期限を前にして、一月二〇日にF E S Eは各メンバーの実施状況を紹介するウェブサイトにへのリンクをF E S Eのウェブサイトに設けることを明らかにした。そして、二〇〇七年一月一日、欧州委員会のモニタリング委員会との合意を前にして、F E S Eは価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトの実施状況に関する報告書を公表した。⁽⁷⁾ この報告書ではF E S Eのメンバーである二〇の証券取引所における価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトの実施状況が一五項目のアンケートに対する回答の形で紹介されており、主要な取引所では価格の透明性に関する取り組みが進んでいたが、中には全く進んでいない取引所があることも明らかとなった。

六月三〇日のコード・オブ・コンダクトの第二段階の期限を前にして、六月二十八日に取引所・CCP・CSD等の間のインターオペラビリティを実現するために必要な公正・透明・無差別なアクセスを可能にする条件と導入日程についてのガイドラインが合意された。⁽⁸⁾ ここまではコード・オブ・コンダクトの施行に向けた準備も比較的順調であったが、二〇〇八年一月の第三段階への移行は実現しておらず、混乱が続いている。

二〇〇七年七月二五日、クリアリング機関NYCCを傘下に持つニューヨーク商品取引所(NYBOT)を一月に買収したインターコンチネンタル取引所(ICE)がICEヨーロッパ(旧インターナショナル・ペトロリウム取引所)とヨーロッパ・クライメイト取引所(ECX)のクリアリング業務をLCHクリアネットから新たに開設するICEクリア・ヨーロッパに移管する意向を明らかにし、取引所がクリアリング機関を囲い込む垂直的統合モデルが新たに誕生する見通しが強まった。この計画が実現すれば大幅な収益減を免れないLCHクリアネットは八月九日にドイツとイタリアの株式取引のクリアリング業務に参入すべく、ドイツ取引所傘下のユーレ

ックス・クリアリングとイタリア取引所傘下のCC&Gにコード・オブ・コンダクトにしたがってクリアリング・リンクの要請をおこなった。他方、八月八日にイタリア取引所の買収を承認されたロンドン証券取引所がイタリア取引所傘下のクリアリング機関CC&Gを通じてイギリス株式のクリアリング業務に参入するという報道もあらわれ、イギリス株式のクリアリング業務を一手におこなってきたLCHクリアネットには新たな心配が加わった。二〇〇六年五月にロンドン証券取引所は従来のLCHに加えてスイスのSIS・Xクリアにイギリス株式のクリアリング業務を開放する意向を示していたが、危機感を強めたLCHクリアネットはユーレックス・クリアリングとCC&Gに要請したクリアリング・リンクが実現しない限り、SIS・Xクリアに対するクリアリング・リンクを拒否すると二〇〇八年二月一七日に発表した。

さらに、二〇〇八年三月二五日にはロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)とLIFFEのクリアリング業務をおこなってきたLCHクリアネットがLIFFEクリアというクリアリング機関を新たに開設し、LIFFEのクリアリング業務をLCHクリアネットから移管する計画を発表した。この計画はヨーロッパに開設される見込みのデリバティブ取引所(プロジェクト・レインボー)にLIFFEの建玉が容易に移管されないようにするための防衛策であり、LCHクリアネットのノウハウなしにはLIFFE独自に導入することは困難であるものと考えられるが、LCHクリアネットにとっては収益減に結びつく可能性があり、五月二八日にS&PはLCHクリアネットの格付けをダブルAのステイブルからダブルAのネガティブへと変更した。なお、ユーロネクスト傘下の取引所のクリアリング業務をおこなうLCHクリアネットはユーロネクストと合併したニューヨーク証券取引所のクリアリング業務をおこなうDTCCと合併するのではないかという報道もある。

3 取引所とクリアリング機関

アメリカでは株式取引のクリアリング機関とセトルメント機関は一九七〇年代に証券取引委員会（SEC）の主導によってNSCCとDTCにそれぞれ統合（例外あり）され、一九九〇年に両社が合併してDTCが誕生している。そして、SECの管轄にある株式オプション取引もOCCにクリアリング機関は統合されており、クリアリング機関とセトルメント機関の同一化が株式取引や株式オプション取引の活発な市場間競争を担保している（株式以外のオプション取引は別）。これに対して、商品先物取引委員会（CFTC）の管轄にあるデリバティブ取引では取引所が個々にクリアリング機関を指定しており、現在では主要なデリバティブ取引所はすべてクリアリング機関を傘下に擁している。ただし、最も歴史の古いシカゴ商品取引所（CBOT）は専属ではあったが、別会社であるBOTCCにクリアリング業務をゆだねてきたが、二〇〇三年にユトレックスがアメリカへの参入を試みた際、BOTCCがクリアリング業務を引き受けたため、取引所の決定でクリアリング機関をシカゴ・マーカント取引所（CME）傘下のCMECCに変更しており、これが二〇〇七年のCMEとCBOTの合併（CMEグループ）に結びついたという見方もある。

ヨーロッパでは近年まで株式取引にネットینگが導入されておらず、一九九〇年代までクリアリング機関は株式取引にかかわってこなかった。株式取引にネットینگが導入された際、クリアリング機関は新たに設立されず、すでに各国でデリバティブ取引所が利用してきたクリアリング機関が株式取引のクリアリング業務をおこなうことになった。とはいえ、ヨーロッパの中でも取引所とクリアリング機関の関係は一樣ではなく、古くから先物取引が活発におこなわれてきたイギリスではアメリカのCBOTと同様に専属ではあるが、別会社であるLCHにクリアリング業務をゆだねてきたが、取引の盛んな先物取引所を持たなかったフランスやドイツでは金融

商品を対象として設立されたデリバティブ取引所が傘下にクリアリング機関を開設することになった。ただし、ユーロネクストはドイツ取引所に対抗してロンドン証券取引所の唱道する水平的競争モデルへ移行するため、傘下のクリアネットを別会社へと移行させた結果、現在ではドイツ、イタリア、スペイン、スイスなどが、取引所がクリアリング機関を傘下におさめる垂直的統合モデルを採用している。

ヨーロッパで株式市場統合が議論的になったとき、最初は取引所の統合が注目されたが、次第にクリアリング機関やセトルメント機関の統合へと焦点は移っていった。各国とも本国から証券取引所がなくなることは抵抗があり、取引所が合併しても国内に取引所が残る形でしか取引所の統合は進まず、こうした条件の上でクロス・ボーダー取引の費用を引き下げるには、アメリカにならってクリアリング機関やセトルメント機関の統合が有効であると考えられたためである。とはいえ、取引所がクリアリング機関やセトルメント機関を傘下にかかえている場合にはクリアリング機関やセトルメント機関を開放しないことが取引所の取引流出を防ぐ手段として用いられており、クリアリング機関やセトルメント機関を取引所に開放させることは容易ではない。二〇〇六年に合意された「クリアリングとセトルメントのコード・オブ・コンダクト」はこうした状況を改善するための突破口となるはずであったが、現状をみる限り、大きな期待を託すことは難しそうだ。

アメリカではニューヨーク証券取引所のシェアがかつては非常に大きかったからクリアリング機関やセトルメント機関の統合が可能であったのかもしれないが、SECが強制しなければ自主的にクリアリング機関やセトルメント機関の統合が生じていたとは考えにくい。実際、デリバティブ取引所がクリアリング機関を傘下に持つことは競争を阻害する恐れがあるという見解が、財務省の準備する金融市場監督の青写真へのコメントとして二〇〇八年二月六日に法務省の担当者から示された際、CMEグループの株価は一八%も下落し、一人勝ちしている

はずのCMEグループが烈火のごとく猛反対したことは記憶に新しい。また、クリアリング機関の囲い込みをできないアメリカの証券取引所やECNでは場口銭の引き下げ競争やリベートの引き上げ競争が生じており、安定して成長し続けるデリバティブ取引所とは好対照となっている。競争こそが効率の改善をもたらし、独占の弊害を防ぐとすれば、クリアリング機関やセトルメント機関の開放は不可欠であるとも考えられよう。

しかし、実際問題としてはヨーロッパでクリアリング機関やセトルメント機関がコード・オブ・コンダクトにしたがって開放されたとしても競争が強化されるのかどうかは今のところ不確かである。確かにロンドン証券取引所はカイ・エックスやプラス・マーケットといった競合相手を抱えているが、ヨーロッパでの競争は今のところ国内での縦割り競争であって、国境を超えてのリージョナルな競争ではない。したがって、クリアリング機関やセトルメント機関を取引所所在国から移す需要がどれだけあるのかは未知数であろう。仮にコード・オブ・コンダクトが実現したとしても当面は費用がかかる割には成果が得られないということになる可能性が高い。クリアリング機関やセトルメント機関にも規模の経済が働き、少量の取引では割に合うとは考えがたいからである。また、株式市場にホーム・カンントリー・バイアスがあり、その国での取引が多い限り、外国のクリアリング機関やセトルメント機関を利用するメリットも（外国人による取引が大幅に増えない限り）考えがたい。欧州委員会やマクドナルド委員が就任直後にクロス・ボーダーのクリアリングとセトルメントの問題には費用効果分析が必要だと公言しながら費用効果分析なしにコード・オブ・コンダクトの導入を進めたのもこのあたりと関係しているのであろう。もちろん、潜在的な競争相手がいることはクリアリング機関やセトルメント機関といった独占的なサービス提供者に圧力をかけることになるのではあろうが。

それでは、ヨーロッパでしきりに論じられ、最近ではアメリカでも論じられるようになっていく取引所とクリ

アリング機関（およびセトルメント機関）の関係についての考えればいいのであろうか。水平的競争モデルと垂直的統合モデルはどちらかが常に優れており、どちらかが常に劣っているというものではないであろう。競争が活発でない場合には水平的競争モデルは費用がかかり、静態的には垂直的統合モデルの方が効率的であろう。しかし、競争の欠如は独占状態に陥りやすく、計測は困難であるが、動態的な機会費用を考えると、かならずしも垂直的統合モデルが効率的であるとは限らないかもしれない。他方、競争が活発であり、ある程度の規模があれば水平的競争モデルが生み出す動態的効率性が垂直的統合モデルの静態的効率性を上回ることもある。かくして、水平的競争モデルと垂直的統合モデルは競争条件と対象期間の長さによってどちらが有利にもなりうるものではないであろうか。このように考えれば、ヨーロッパの株式市場が国ごとの縦割りである限り、垂直的統合モデルに分があり、国境を越えたクロス・ボーダー取引が活発になって競争が激化すれば水平的競争モデルに分があるということになるのであろう。しかし、競争の活発化のためには垂直的統合モデルは競争抑制的であり、垂直的競争モデルが競争促進的であるという形で議論は堂々巡りに陥ってしまう。したがって、費用をかけたまで水平的競争モデルを採用するかどうかはともかくとして、垂直的統合モデルが競争抑制的であることに注意して、少なくとも規制当局が垂直的統合モデルに競争制限をやめさせることは必要であろう。株式会社化された取引所やクリアリング機関は競争を制限し、社会的費用を高めても自らの私的利益を最大化するはずであり、その抑制を市場に期待することはできず、規制当局の介入によらざるを得ないはずである。取引所がクリアリング機関を傘下に持っていたとしても、新規参入者にクリアリング機関を平等の条件で開放させることは規制当局の最低限の役割であるだろう。

注

- (1) ロード・オブ・コントラクトの合意に至る経緯の詳細はロード・オブ・コントラクトの前身にいたっては、拙稿「欧州証券決済ロード・オブ・コントラクト」(『証券経済研究』五八号、二〇〇七年六月)を参照。
- (2) The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001.
- (3) The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, April 2003.
- (4) Commission of the European Communities, "Clearing And Settlement: European Competition And Internal Market Commissioners Will Act Unless There Is Further Action From Industry," *Press Release*, 7 March 2006.
- (5) Federation of European Securities Exchanges, "Federation Of European Securities Exchanges Response To Recent Calls By The European Commission To Tackle The Remaining Obstacles To Cross Border Clearing And Settlement Of Securities," *Press Release*, 19 May 2006, *FESE Position Paper on Clearing and Settlement* (19 May 2006), 19 May 2006.
- (6) Federation of European Securities Exchanges, "European Organisation Agree On A Code Of Conduct For Clearing And Settlement - EACH, ECSDA And FESE To Present Principles To Commissioner McCreedy On November 7 - Phased Implementation Of The Code Of Conduct Beginning November 8," *Press Release*, 7 November 2006.
- (7) Federation of European Securities Exchanges, *European Code of Conduct on Clearing And Settlement Implementation: Report on the Implementation of Price Transparency Measures*, 18 January 2007.
- (8) FESE, EACH, and ECSDA, *Access and Interoperability Guideline*, 28 June 2007.

(ちっかわ せやひろ・客員研究員)