ヨーロッパの株式決済市場統合

吉 川 真 裕

要　旨

ヨーロッパの株式市場では単一通貨ユーロの導入によってこれまで以上に国境を越えたクロスボーダー取引が増えているとはいえ，各国の証券決済に関わる基盤の統合が不十分であり，各国の法制度や取引規則の違いが存在することなどから，ユーロ導入諸国が１つの国のように各業種間で資金の再配分をおこなうという動きは予想されたほどには進んではいない。

ヨーロッパ各国の証券取引所は合併や統合という形での株式市場統合を試みたが，イギリス，フランス，ドイツの３大取引所間の主導権争い，各国の証券取引所や会員業者の存立基盤を危うくするという反対から予想されたほどには進展してはいない。

他方，ユーロ債の決済の大半をおこなってきたユーロクリアとセデルも株式取引では各国の証券集中保管機構との協力関係を確立せざるを得ず，しかも両者の間で対抗意識が強いことから，フランス，オランダ，ベルギー，イギリス，アイルランドを押さえたユーロクリアと，ドイツとルクセンブルグを押さえてイタリアに関心を寄せるクリアストリーム（旧セデル）の対立が収まる兆しは見られない。

さらに，証券決済機関は併存していても単一清算機関が清算業務を一本化して決済費用の削減を目指すというアイデアもイギリス，フランス，ドイツの３大清算機関の対抗関係から進展する兆しは見えない。

証券取引所間の統合，証券決済機関の統合，清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが，民間ベースではなかなか進まない市場統合の動きを欧州委員会が大幅に進めるという可能性も現状では小さく，ヨーロッパの株式市場統合へ向けての道のりはまだまだ遠い。ヨーロッパの株式市場統合を眺めていると民主主義には時間がかかるということを改めて痛感させられる。

目　　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．証券決済機関の統合への動き
　1．ユーロクリアの決済機関統合構想
　2．セデルとDBCの合併：クリアストリーム
Ⅲ．清算機関の統合への動き
　1．単一セントラル・カウンターパーティ
　2．DTCCのグローバル戦略
　3．EuroCCP
　4．EuroCCPとヨーロッパ株式市場統合
Ⅳ．ドイツ取引所によるクリアストリーム買収
　1．クリアストリームのつまずき
　2．クリアストリームの買収合意に至る過程
　3．クリアストリームの買収合意の背景
Ⅴ．ユーロクリアによるクレスト買収
　1．ユーロクリアによる決済機関統合の試み
　2．クレストの歩み
　3．ユーロクリアとクレスト合併後の青写真
　4．ユーロクリアとクレスト合併の背景
Ⅵ．EUによる証券決済市場統合への取り組み
　1．EUの証券決済法規制
　2．第1次ジョバンニーニ報告
　3．その後の推移

Ⅰ．はじめに

1999年の単一通貨ユーロの導入は従来の共同フロート制とは比べものにならないほど資金移動を促進し，金融市場の統合を促した。短期金融市場においてはユーロの導入によって各国の短期金利の収斂が即座に実現し，ブリュッセルのヨーロッパ銀行協会が算出するヨーロッパ銀行間貸出金利（Euribor）がその指標としてすでに定着している。他方，資本市場においてもユーロの導入によって各国の国債価格から逆算される長期金利も大幅に収斂した。

これに対して，資本市場のもう一方の核である株式市場では，ユーロの導入によってこれまで以上に国境を越えたクロスボーダー取引が増えているとはいえ，各国の証券決済に関わる基盤の統合が不十分であり，各国の法制度や取引規則の違いが存在することなどから，ユーロ導入諸国を1つの国のように見なして各業種間で資金の再配分をおこなうという動きは予想されたほどには進んではいない。ヨーロッパ各国の証券取引所はこれまでも国境で分断されていた各国の株式市場統合を模索してきたが，証券取引所の合併や統合という形での株式市場統合は各国の証券取引所や会員業者の存立基盤を危うくするという反対から予想されたほどには進展してはいない。

1998年7月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携，これを受けてイギリス，ドイツ，フランス，スイス，オランダ，ベルギー，イタリア，スペインの証券取引所が同年11月に結んだ株式市場統合協定，2000年3月に発表されたフランスのパリ取引所，オランダのアムステルダム取引所，ベルギーのブリュッセル取引所の合併計画（ユーロネクストとして同年9月に実現），同年5月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画，および合併取引所とアメリカのナスダックによる新たなベンチャー株式市場の開設計画（同年9月ともに撤回），同年7月のイギリスのトレードポイント証券取引所によるヨーロッパ大陸株式の取引開始，スイス取引所によるトレードポイント証券取引所への出資と取引システム・優良銘柄の取引移管計画（2001年6月に実現），同年8月にストックホルム証券取引所

を傘下に持つスウェーデンのOMグループが試みたロンドン証券取引所の敵対的買収計画（同年11月失敗），同年10月のドイツ取引所とウィーン取引所による中東欧を対象とした証券取引所NEWEXの開設，同年11月のOMグループとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターによる汎欧州証券取引所JIWAYのロンドンでの開設（2002年10月に閉鎖），2001年3月のナスダックによるベルギーの汎欧州ベンチャー証券取引所イースダックの買収（ナスダック・ヨーロッパへの再編），同年10月の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，2002年4月のポルトガルのリスボン取引所のユーロネクストへの合併，同年6月のナスダック・ヨーロッパ，ベルリン証券取引所，ブレーメン証券取引所によるナスダック・ドイチェラント開設計画（2003年3月実現），同年12月のロンドン証券取引所によるOMロンドン取引所の買収合意。こうしたさまざまな取り組みが進行中であるが，将来のヨーロッパ株式市場統合に結びつくような道筋は現時点では明らかではない。

このようにヨーロッパでは各国の証券取引所の連結・統合を通じた株式市場統合が模索されているが，結局のところ，新たに生まれた取引所で成功したものはなく，ロンドン証券取引所，ドイツ取引所，旧パリ取引所を中心としたユーロネクストという3つの取引所が競い合う形になっている。1998年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携と2000年の合併計画がいずれもうまくいかなかったのは，両取引所間でのイニシアティブをめぐる対立が生じたからであり，今後もこの種の対立は排除し得ない。そこで，こうした主要取引所の会員業者らは国家的威信にも関わる取引所の統合には見通しが立たないことから，株式決済業務の統合へと関心を向けることになった。

本稿では，ヨーロッパの株式市場統合とともに進められてきた株式決済市場統合の試みを振り返って整理することにより，今後のヨーロッパ株式市場統合の行方を展望することに役立てたい[1)]。

Ⅱ．証券決済機関の統合への動き

1．ユーロクリアの決済機関統合構想

ヨーロッパにおける国境を越えた証券取引では取引そのものにも増して決済業務にコストがかかると言われている。国の数だけ証券集中保管機構（CSD）が存在し，その組み合わせの数だけでも膨大な数にのぼり，しかもそれぞれのCSDが歴史的な経緯からかならずしも同一の期日や手続きで決済業務をおこなっているわけではない。

株式取引のクロスボーダー化に先駆けて，1960年代におけるユーロ債市場の発展とともに，ヨーロッパのみならず，世界的な規模でのクロスボーダー化が進展した債券取引では，1968年にはブリュッセルにユーロクリア（Euroclear），1970年にはルクセンブルグにセデル（Cedel International）という2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，株式取引では1980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の連合体である欧

州証券集中保管機構協議会（ECSDA）が個々のCSDが双務契約を結ぶことにより，各国のCSDをリンクさせるというECSDAモデルを推進してきた。

1999年5月4日，ユーロクリアはハブ・アンド・スポークス（Hub and Spokes）モデルという新たな決済機関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[2)]。ユーロクリアはECSDAモデルの推進には各国CSDの協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかりすぎるとして批判し，他方で単一証券集中保管機構の設立を目指すICSDモデルに対しては，①イギリスやイタリアは外国での証券保管を禁止し，上場証券の国内登録を義務づけている，②ドイツは上場証券取引の国内CSDでの決済を義務づけている，③フランスは配当支払いを国内銀行に限定している，④単一証券集中保管機構の立地問題は雇用問題と絡んで政治的対立を生み出す，⑤多くの国々では特定業種に対する外国人による株式保有制限を課している，といった点を考慮すると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と断定している。ユーロクリアの提唱するハブ・アンド・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（Spokes）は引き続き国内証券決済業務を継続するが，国際証券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，それぞれが国際中央決済機関（Hub）との間でのみ決済業務をおこなうというものである。したがって，国際中央決済機関が複数存在する必要はなく，これまでの実績からみてユーロクリアが国際中央決済機関に適任であり，セデルを統合することによって国際中央決済機関の機能を強化できるというのがユーロクリアの提案内容であった。

2. セデルとDBCの合併：クリアストリーム

ユーロクリアのハブ・アンド・スポークス・モデルは各国CSDに国内業務を継続させることによって法改正の問題を回避し，各国CSDの反発を招くこともなく，各国CSDの間の国際決済業務を効率化できるという点では現実的で優れたアイデアであると評価できよう。しかし，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）にとっては，ハブ・アンド・スポークス・モデル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として受け取られた。ユーロクリアの提案を受けて，1999年5月14日にルクセンブルグでセデルとDBCは2000年1月の対等合併計画を発表し，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CreationというIT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CSDにも波及させ，ドイツの国内証券決済業務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・アンド・スポークス・モデルに対する代案としてECH（European Clearing House）モデルと名付けられた。そして，フランスのネッティング・システムであるクリアネット（Clearnet）が利用され

る予定であることも発表され，新会社設立後に合流するSICOVAMの出資比率は今後の交渉によって実績に応じて決定されるとも伝えられた[3]。

新会社の最高経営責任者（CEO）はセデルのCEOであるアンドレ・ルッシ氏が継承し，本部も引き続きルクセンブルグに置かれるということであるから，DBCにとってのメリットは少ないようにみえるが，当時はロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携に基づく将来の共通取引システムをめぐる交渉の力関係にセデルとDBCの合併は大きく影響を及ぼすものと考えられた。決済システムとリンクしたドイツ取引所の電子取引システムXetraの方がロンドン証券取引所の電子取引システムSETSよりもヨーロッパ共通プラットフォームにふさわしいと言われていたが，DBCが国際中央決済機関の一部となり，統一ITシステムを採用するとなれば，ドイツ取引所のXetraが共通プラットフォームになる可能性は著しく高まるものとみられていた。

5月26日にセデルとDBCは各国の決済機関にECHモデルへの参加を呼びかけ，9月10日にはイタリアのCSDであるモンテ・ティトリ（Monte Titoli）と覚書の調印に向けて協議に入ったことを明らかにし，11月2日にはセデルとDBCは正式な合併契約書に調印したが，11月22日にはSICOVAMとの交渉打ち切りが発表され，翌11月23日にはユーロクリアとSICOVAM，そしてパリ取引所傘下の清算機関であるクリアネットが，2000年4月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の証券決済のための戦略的提携計画を打ち出した[4]（この後，ユーロネクスト開設計画により，SICOVAMはユーロクリアの子会社ユーロクリア・フランスとなった）。今回のユーロクリアの目標はハブ・アンド・スポークス・モデルの追求ではなく，セデルとDBCが目指した単一決済システムの採用にあり，DBCに次ぐヨーロッパ第2の国内決済機関である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る。

2000年1月17日にセデルとDBCの新会社はクリアストリーム（Clearstream International）という名称で発足し，決済業務を扱うClearstream Bankingと決済プロセスとIT開発をおこなうClearstream Servicesを傘下に置いて業務を開始した。

Ⅲ．清算機関の統合への動き

1．単一セントラル・カウンターパーティ

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3大取引所とユーロクリアとセデルという2大ICSDが存在していたが，セデルとDBCの合併，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，ユーロクリアによるSICOVAMの買収によって，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組み合わせができ上がった。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いのでCSD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CSDであるクレスト（CRESTCo）の設立に尽力したペン・

ケント氏が就任した。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ICSDの合併にも時間がかかりそうなことから，清算機関を統合するという方向に目標を転換した。一部の国を除いて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諸国では清算機関はデリバティブ取引を主な業務としてきており，ロンドンのLIFFEのCCPであるロンドン・クリアリング・ハウス（LCH），フランクフルトのデリバティブ取引所EUREXのCCPであるEUREX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3大清算機関であり，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2000年12月に『ユーロCCP〜単一汎ヨーロッパCCP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2001年中の導入計画を明らかにした[5]。しかし，2001年1月には3大清算機関がいずれもこの提案に否定的な見解を示し，証券決済機関の統合に続いて清算機関の統合も挫折してしまったかに見えた。

ところが，2001年3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の青写真を受けて証券決済機関は既存のCSDやICSDを利用するが，清算機関は新たに設立する計画を明らかにした。そして，その清算機関は対立するヨーロッパの3大清算機関ではなく，アメリカのCSDであり，清算機関でもあるDTCC（Depository Trust & Clearing Corporation）であることを発表し，ESFの単一汎ヨーロッパCCP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. DTCCのグローバル戦略

DTCCは1999年にアメリカのCSDであるDTC（Depository Trust Corporation）と清算機関であるNSCC（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DTCとNSCC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決済機関や清算機関を傘下におさめていたが，1960年代のペーパー・クライシスを踏まえて統合され，1973年にDTCが，1976年にNSCCが設立された[6]。

もともとはDTCもNSCCも証券取引委員会（SEC）の主導によって設立された非営利機関であり，分裂していた証券決済機関や清算機関を統合することで費用の節約を実現したとはいえ，競争相手がなくなったことからお役所的な体質にあったと言える。ところが，両機関が合併した際に会長兼CEO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ってDTCCの体質改善に取り組み，外国への業務拡大を打ち出した。DTCC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，DTCC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証券決済機関や清算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。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はなく，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2000年10月に『セントラル・カウンターパーティーズ～発展・協調・統合』と題する白書を発行し，2001年1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[7]。この会議は1月31日から2月2日までロンドンでおこなわれ，LCH，クリアネット，EUREXクリアリングというヨーロッパの3大清算機関が共同主催者であったことからも，ESFのヨーロッパ単一セントラル・カウンターパーティ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には触れておらず，会議の主題も既存清算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[8]。

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シャル・ペーパーの発行と決済に関するメッセージ・ハブの開発に取り組んでおり，2001年5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，チューリッヒの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[9]。また，同年6月20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，9月10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DTC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た[10]。

3. EuroCCP

2001年3月27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2001年5月か6月にETS（European Trading System）と名付けられた当時のナスダックと同様な取引システムが導入され，2001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，CCPを含めた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[11]。そして，ナスダック・ヨーロッパでの証券決済はアメリカのCSDであり，清算機関でもあるDTCCのシステムに基づいて新たなCCPを設立し，このCCPを介して既存のCSDやICSDを利用する計画も盛り込まれていた。

同年6月8日に導入された新取引システムはナスダックの当時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，証券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。

同年9月14日にはDTCCによってロンドンに設立されたヨーロピアン・セントラル・カウンターパーティ・リミテッド（EuroCCP）が金融サービス機構（FSA）からイギリスの公認清算機関として認可された[12]。この会社名はESFの報告書の名前と酷似しており，単一清算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。

同年10月3日にはEuroCCPのCEOにDTCCのインターナショナル・サービス部門の執行役員ジェフリー・スミス氏（兼任），最高業務責任者（COO）に同じくインターナショナル・サービス部門のヴァイス・プレジゼントであるベルナルド・ティル氏が就任することが発表された[13]。

同年12月3日からEuroCCPは清算業務を開始したが，ナスダック・ヨーロッパが2001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ず，EuroCCPの利用も強制されてはいない[14]（スーパーモンタージュ・ヨーロッパと名付けられた新取引システムが導入されたのは翌2002年10月7日であった）。

EuroCCPの特徴としては次の6つが上げられている[15]。

①ナスダック・ヨーロッパでの取引情報がEuroCCPに到着した時点でEuroCCP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。

②EuroCCPのセトルメント・ネッティング・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（ネッティングを利用しないこともできる）。

③対象証券の取引の多い母国のCSDやICSD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DTC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・ティトリを選択することもできる）。

④GCP（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，イントラデー・サーベイランスによって日中の担保請求もおこなわれる。

⑤SWIFTコミュニケーションズやIBMのMQ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。

⑥EuroCCPはDTCCの技術を生かして初日から1日500万件の取引を処理する能力を要する。

4. EuroCCPとヨーロッパ株式市場統合

1998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3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，DBC（現クリアストリーム・バンキング・フランクフルト）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決済機関の統合は暗礁に乗り上げており，清算機関を統合することによって，取引所や清算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よう。しかし，ドイツの清算機関であるEUREXクリアリングはドイツ取引所グループに，フランスの清算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った。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3大清算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2001年2月にはすでに表明していた[16]。

そこへ2001年3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CCPの導入を打ち出した。しかもESFが譲歩したヨーロッパ3大清算機関ではなく，世界最大のCSDであり，清算機関でもあるDTCCを取り込み，ヨーロッパ3大清算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清算機関の統合が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，2001年1月には世界の主要清算機関を集めた国際会議を開催してヨーロッパの清算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EuroCCPのロンドンでの設立，ナスダック・ヨーロッパでの清算業務の開始は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も当初から大成功になるとは考えていなかったであろう。むしろ，実際にヨーロッパでの清算業務に参入することによってヨーロッパでの清算機関や証券決済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CCPという当初の構想を重視しているとすれば，DTCCによるEuroCCPの設立や既存の決済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，3大清算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，あえて乱立する清算機関をまた1つ作り出したという点ではDTCCによるEuroCCP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3大清算機関の関与なくして清算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EuroCCPを通じて加わることで清算機関統合の交渉相手が3つから4つに増えたという考え方もできようが，EuroCCPを触媒として3大清算機関に統合を迫るという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証券決済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・ヨーロッパを通じた参入という事態を招いた。2001年11月23日にはEU委員会にアドバイスする専門家委員会（ジョバンニーニ・グループ）からも『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』と題する報告書（後述）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可能性がある[17]。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かもしれない。取引所の統合や決済機関の統合に比べれば容易であるはずの清算機関の統合が今後のヨーロッパ株式市場統合の焦点になる可能性は排除できないだろう。

Ⅳ．ドイツ取引所によるクリアストリーム買収

1．クリアストリームのつまずき

クリアストリームは2000年10月の預かり資産総額が10兆ユーロに達し，ユーロクリアの7兆5,000億ユーロを大きく上回ったと公表したが，2001年1月になって預かり資産の計算にエラーがあるとしてルクセンブルグの監督当局から調査を受けるという失態を演じた。調査結果は公表されなかったが，ドイツの銀行に報告ミスがあり，1兆7,000億ユーロの過大報告があったことだけは明らかにされた。

2001年2月5日にはドイツ取引所が株式公開によって9億8,000万ユーロの現金を手に入れ，買収資金として用いることもありうるとしながらも，ロンドン証券取引所やすでに50%の株式を保有しているクリアストリームを買収する予定はないと述べていた。一方，ドイツ取引所の株式上場に刺激を受けたクリアストリームのアンドレ・ルッシCEOはクリアストリームの独自路線を標榜し，株式上場にも意欲を見せていた。

こうした矢先にセデルの元職員であるアーネスト・バッケス氏の共著書がフランスで出版され，クリアストリームの秘密口座でマネー・ロンダリングがおこなわれている可能性があることが指摘された。これをフランスのル・フィガロ紙やケーブル・テレビ番組が採り上げ，クリアストリームでマネー・ロンダリングがおこなわれているのではないかという疑惑が持ち上がった。クリアストリームは当初からマネー・ロンダリングの事実を否定し，著者と出版社，新聞社，テレビ局，レポーターに対して名誉毀損の裁判の手続きをおこなったが，先の預かり資産水増し問題とも絡んで疑惑は消えず，信用が大きく傷つけられることになった。

同年5月6日にはクリアストームのルッシCEOこそがユーロクリアとクリアストリームの合併を阻む最大の障害であるという，ユーロクリアの取締役でもあるバンク・オブ・ニュー

ヨークのトム・ペルナ氏のインタビュー記事がフィナンシャル・ニュース紙に掲載され，評判の落ちていたクリアストリームに追い打ちをかけることになった。そして，5月11日にはルクセンブルグ検察によるクリアストリームに対する捜査が開始され，5月15日にルクセンブルグで開催されたクリアストリームの年次株主総会ではルクセンブルグの監督当局の要請に応じて，ルッシCEO，カルロス・サルバトーリCEO秘書室長，ロバート・マッソル人事部長の3人の有給停職措置が決定された。この要請はクリアストリームからルッシCEOの個人口座への現金前払いが見つかったこと，およびクリアストリームの職員数の報告に不正があったという疑惑に基づいており，CEO代行としてクリアストリームの取締役で監査委員会に属するDEXIA銀行のアンドレ・レーランツ氏の就任も合わせて決定された。また，5月15日の株主総会では具体的な条件の提示はなかったものの，ドイツ取引所のヴェルナー・ザイフェルトCEOがクリアストリームを買収する用意のあることを株主に伝えていたとも言われている。さらに，5月16日には先の1兆7,000億ユーロに加えて8,000億ユーロの預かり資産報告エラーがあったことをクリアストリームは公表した。

ドイツ取引所によるクリアストリームの買収に対しては，ロンドン証券取引所のドン・クルックシャンク会長が命名した垂直的格納庫（Vertical Silo）という表現を用いて，取引と決済を結びつける試みは決済費用を割高にして取引費用を補填するおそれがあるとして多くの批判が寄せられたが，ユーロクリアからの具体的な買収提案は示されず，クリアストリームの捜査結果待ちという状況が続いた。6月6日にはクリアストリームの依頼に基づいたフレッシュフィールズとKPMGによる400ページに及ぶ報告書がルクセンブルグの捜査当局と監督当局に提出され，7月10日にはルクセンブルグの捜査当局から初期捜査では組織的なマネー・ロンダリングの証拠は見当たらなかったが，二次捜査には半年から3年を要するという発表がおこなわれた。そして，7月13日にはレーランツCEO代行が正式のCEOとなることがクリアストリームの取締役会で決定された。

2. クリアストリームの買収合意に至る過程

2001年10月24日，クリアストリームがユーロクリアと合併するか，ドイツ取引所の完全子会社となるか，独自路線を追求するかという問題でコンサルタント会社のマッキンゼーからアドバイスを受けているという報道が流れた。クリアストリームのスポークスマンはレーランツCEOの意向で夏からマッキンゼーと契約していることは認めたが，組織内部の効率性に関するアドバイスにすぎないと説明した。そして，10月31日，ユーロネクストによるLIFFEの買収合意が発表されてから2日後に当たるこの日，クリアストリームが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かつて買収提案を持ちかけたことのあるユーロクリアと，ドイツ取引所クリアリングの親会社としてクリアストリームの株式の50％を保有するドイツ取引所であることはこれまでの経緯から明らかであったが，セデルのアドバイザーであるシュローダー・ソロモン・スミスバーニーとソディティクによるクリアストリームの評価額は24億ユーロであるとも伝

えられた。

11月14日にはクリアストリームのレーランツCEOがユーロクリアとドイツ取引所の買収提示価格には不満であり，30億ユーロ未満の評価は低すぎると述べたと報じられた。しかし，ドイツ取引所はクリアストリームの未公開の財務情報を握っており，それに基づく評価であるはずであるからレーランツCEOの評価が過大である可能性もあるという見方もあった。

12月5日にはクリアストリームからユーロクリアとドイツ取引所の買収提示価格は低すぎるという発表がおこなわれ，両者の提示価格は約24億ユーロで，クリアストリームは34億ユーロに固執しているとも報じられた。また，クリアストリームの株式の50%を持つドイツ取引所のザイフェルトCEOが11月末にユーロクリアの買収提案には3点において合意できず，拒否権を行使したと語ったことや，適正な価格であればドイツ取引所はユーロクリアにクリアストリームの保有株式を売却する用意があると語ったことも伝えられた。クリアストリームの取締役会がおこなわれた12月7日に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30%），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5%）で合計26億5,000万ユーロに引き上げ，ドイツ取引所も買収価格をセデル所有株に現金で13億5,000万ユーロまで引き上げたが，取締役会で採択された4年計画ではクリアストリームの評価額は34億ユーロから37億ユーロに値するということで両提案は否決された。ただし，ドイツ取引所はさらに買収価格を引き上げる用意があるとしていたので1月末を期限としてドイツ取引所との排他的買収交渉に当たることが決定された。そして，12月12日にはクリアストリームは独自路線を標榜していたルッシ前CEOとの契約を終了したが，これはドイツ取引所の要請によるものであったとも伝えられている。

その後も水面下で交渉がおこなわれていた模様であるが，その内容については明らかではなかった。しかし，ドイツ取引所による経営権の獲得は内部的には合意ができあがっているという匿名の情報筋の話や，セデルの買収価格が15億ユーロであればセデルにとってはラッキーだというセデル関係者の話は報じられていた。

2002年1月10日にはクリアストリームの3大顧客の1つであるJPモルガン・チェースがクリアストリームの預託資産をユーロクリアに移すことに決めたと発表し，クリアストリームの取締役会からも役員が辞職したことを明らかにした。JPモルガン・チェースのクリアストリームでの預託資産はチェースが預託してきた1,500億ドルであり，クリアストリームの全預託資産7兆5,000億ユーロの約2%にあたる。JPモルガン・チェースはこの時期に決定をおこなった理由として，12月7日の取締役会でクリアストリームがドイツ取引所との排他的合併交渉に入ることが決定され，取引所と決済機関をセットにする垂直的格納庫モデルに反対だからであると明確に述べていた。こうした動きが出ることはクリアストリームとドイツ取引所の合併交渉が相当進展しているからと考えられ，これに反対する利用者がJPモルガン・チェースに追随するのではないかという観測も広がった。そして，1月18日にはフランクフルター・アルゲマイネ・ツァイツング紙でクリアストリームのレーランツCEOがドイツ取引所によ

る買収に関して交渉は進展しており，妥当な価格で買収が成立する見通しを述べた一方，ベルゼン・ツァイツング紙ではクリアストリームの最大顧客であるUBSがクリアストリームの預託資産の一部の移転を検討していると報じられ，1月22日にはUBSは預託資産の一部をクリアストリームから移転することを計画中であることを認めた。UBSのクリアストリームでの預託資産はJPモルガン・チェースを上回る2,800億ユーロであり，クリアストリームの全預託資産の3.7%にあたるが，この決定はクリアストリームとドイツ取引所の買収交渉にかかっており，UBSもこの買収計画に反対である意向が示された。

また，同じ1月22日にはミスターH（フィナンシャル・タイムズ紙によればレジス・ヘンペル氏）と記されたクリアストリームの元職員の証言がフランス議会の報告書で公表され，クリアストリームのマネー・ロンダリング疑惑の新たな証拠が見つかったと報じられ，ルクセンブルグのフリーデン法務大臣が報道を否定する記者会見をパリで開くという一幕もあった。

1月28日の月曜日には前週末にドイツ取引所はクリアストリームから青信号を得ており，今は残された細部の調整中で，1月31日までには買収合意の発表がおこなわれるという関係者の話が伝えられた。そして，クリアストリームの利用者による預託資産移転の動きに関しては，INGベアリング，シティコープ，バークレイズといった利用者は買収成立後も預託資産をクリアストリームから移転させないことを決めていると報じられた。

交渉期限とされた1月31日には発表はおこなわれなかったが，2月1日の早朝にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意は発表された。注目された買収価格は16億ユーロであり，セデルを解散することによってこれに少なくとも1億5,000万ユーロのセデルの保有する純資産が上乗せされる。この16億ユーロという金額はクリアストリームの2002年の予想純利益の20倍である32億ユーロから割り出されたものであり，セデルの株主は現金かドイツ取引所の新株（ただし，新株発行総数には制限あり）を選択することができ，ドイツ取引所は10億ユーロまでを株式公開で調達した資金から支払い，不足する場合には借入をおこなう。また，クリアストリームの本部と活動拠点はルクセンブルグに止まり，ロバート・ダグラス会長とアンドレ・レーランツCEOは留任し，12月7日の取締役会で決定した200人の従業員削減はおこなわない。そして，レーランツCEOは次席経営責任者としてドイツ取引所の取締役会に参加し，加えてクリアストリームの経営陣からもドイツ取引所の取締役を選任する。さらに，セデルとクリアストリームの利用者代表の合意を得てドイツ取引所の監査役会の役員を2名できるだけ速やかに選任する。なお，この買収合意はセデルの株主総会での3分の2の多数決，規制当局の承認，ドイツ取引所の監査役会の承認等によって成立し，遅くとも2月28日までには6週間にわたる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。

2月1日におこなわれたコンファレンス・コールでドイツ取引所は今回のクリアストリームの買収と経営統合によって1億5,000万ユーロから1億8,000万ユーロのシナジー効果を見込んでおり，このうち1億ユーロの効果は当初1年間に発生し，5,000億ユーロから8,000億ユーロの効果は数年かけてあらわれると説明し

た。そして，ドイツ取引所の株価は当日MDAX指数が0.4％下落していたのに対して，0.8％の上昇を示し，市場からは熱烈な歓迎はなかったものの，好意的な評価を得たものと受け取られた。

3. クリアストリームの買収合意の背景

今回のドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意は2001年10月に発表されたユーロネクストによるLIFFE買収合意と極めて似通った経過を経て成立するに至った。まず，被買収会社が複数の買収会社に買収価格の提示を求め，次に独自路線もありうるとして買収価格の引き上げを要請した。そして，株式と現金を組み合わせて買収を提案した買収会社は脱落し，最終的には被買収会社経営陣の買収会社経営への参加という大幅な譲歩を引き出す形で買収合意は成立している。こうした類似性を考えれば，ユーロネクストによるLIFFEの買収プロセスが，買収されたクリアストリームにも買収したドイツ取引所にも大きく影響していたものと考えられる。逆に言えば，ロンドン証券取引所のLIFFE買収失敗に学ぶことのなかったユーロクリアにはクリアストリームの買収に対する意欲がそれほど強くはなかったものとも考えられる。

クリアストリームを買収したドイツ取引所には1999年5月のDBCのセデルとの合併以来，一貫して垂直的格納庫モデルを追求する強い意志があり，ヨーロッパの株式市場統合の旗頭を標榜するザイフェルトCEOの強力なイニシアティブがこの買収実現に結びついたものと考えられる。

他方，ドイツ取引所に買収されることを選んだクリアストリームは預かり資産の報告エラーに端を発した一連の不祥事でCEOも交替し，独自路線の追求を諦めたことによって，たとえ買収という形を取らなかったとしても方針転換をはからざるを得なかったというのが実状であろう。すでに1999年にクリアストリームの設立を決めた経緯でも，ユーロクリアとの競争関係では常に劣勢に立たされ，吸収合併を免れる手段がDBCとの合併，クリアストリームの設立であったことからみて，ユーロクリアが合併を実現するためにはかなりの配慮が必要であったものと考えられる。ロンドン証券取引所の強硬な姿勢がLIFFEにユーロネクストによる買収を選択させたように，ユーロクリアの配慮の足りない姿勢がクリアストリームにドイツ取引所による買収を選択させたものと言えるであろう。ユーロクリアはすでにフランスのSICOVAMを買収し，オランダのNECIGEFとベルギーのCIKも買収予定であり，リスボン取引所がユーロネクストに加わることからポルトガルの決済機関もいずれは傘下におさめることになるだろう。クリアストリームがこれに対抗するためにはイタリアのモンテ・ティトリやスペインの決済機関を取り込む必要があり，そのためにはユーロネクストに対抗するドイツ取引所がボルサ・イタリアーナ（ミラノ証券取引所）やスペイン取引所（マドリード証券取引所）を取り込むのに追随せざるを得ないことを意味する。ユーロネクスト／ユーロクリア連合とドイツ取引所／クリアストリーム連合という対立を決済機関であるユーロクリアとクリアストリームが解消するためには，対等合併に近い形でなければクリアストリームにユーロクリアに対抗する手だてがないことをユーロクリアは理解すべきであった。ユーロクリアの最終買収提案では買収後のクリアストリームの保有株式

は35%にしかならず，吸収合併以外のなにものでもなかった。

V．ユーロクリアによるクレスト買収

1．ユーロクリアによる決済機関統合の試み

すでに見たとおり，ユーロクリアは個々のCSDが双務契約を結ぶことにより，国境を越えてCSDをリンクさせるというECSDAモデルに懐疑的であり，1999年5月にハブ・アンド・スポークス・モデルという新たな統合モデルを打ち出し，セデルの買収提案を発表した。この提案は証券取引所間における1998年7月のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携に匹敵し，これまでの各国CSDによる協力という協調的図式を覆し，合併・買収による弱肉強食の証券決済機関再編のきっかけとなった。

ところが，この試みは買収提案を受けたセデルの危機感を高め，国際決済業務への進出を目指してきたDBCとの対等合併という結果をもたらすことになった。一時はセデルとDBCにSICOVAMとクリアネットも加わり，セデル・グループが巻き返しを見せるかとも思われたが，出資比率をめぐって独仏間の対立が生じ，これを利用してユーロクリアはSICOVAMとクリアネットと提携することになった。そして，パリ取引所を中心としてユーロネクストという新取引所が誕生することになり，この際にはユーロクリアはSICOVAMを買収し，クリアネットへも出資すると同時に，オランダのNECIGEFとベルギーのCIKも傘下におさめる見通しになった。

こうしてユーロクリアは再びクリアストリーム（セデル・グループ）に対して優位に立ち，クリアストリームの取り込みをはかることになった。しかも，クリアストリームでは預かり資産水増し問題やマネー・ロンダリング疑惑が発生し，セデル時代からCEOを務めてきたアンドレ・ルッシ氏がCEOを離れたことによって，ユーロクリアとの統合に対する障害は小さくなったと見られた。しかし，セデルを完全に取り込み，決済サイドから取引所間統合の推進を狙うドイツ取引所との買収競争にユーロクリアは敗れることになった。その結果，ユーロクリアとクリアストリームの統合という決済機関を通じたヨーロッパの株式市場統合への期待は再び後退することになった。

2002年2月に発表されたドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意では，この買収合意はセデルの株主総会での3分の2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，2月28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4月16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，最終的に買収が完了したのは7月11日であった。

こうした中で事前の報道もなく，7月4日にユーロクリアとクレストの合併計画が発表された。8月14日にはユーロクリアで，8月16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，9月19日にイギリス高等法院のヒアリングを受けて，この合併はドイツ取引所によるクリアストリームの買収を追いかけるかのように実現した[18]。

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。1993年3月にロンドン証券取引所は新たな株式決済システムとして準備を進めてきたトーラス（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[19]。そして，1994年10月に新システムの開発・運営会社としてクレスト（CRESTCo）が70人の株主によって設立され，1996年7月にロンドン証券取引所の旧株式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，1997年4月に移行を完了している。さらにクレストは1999年5月にイングランド銀行から国債の決済業務をおこなっていたCGO（Central Gilts Office），同年9月には短期金融商品の決済業務をおこなっていたCMO（Central Money-markets Office）の監督権限を譲り受け，2000年7月には国債の決済に株式と同じシステムを導入し，2003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，1993年7月には10営業日後のローリング決済（T＋10）に移行し，1996年6月には5営業日後のローリング決済（T＋5），2001年2月5日には3営業日後のローリング決済（T＋3）に移行している。そして，2001年2月26日には先物取引等でCCPを勤めてきたLCHがロンドン証券取引所の電子取引システムSETS採用銘柄のCCPとなり，2002年7月からはLCHがネッティング・サービスを導入している。

クレストは設立から7年に満たない会社であり，ロンドン証券取引所が決済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決済機関と対抗するために国債や短期金融商品の決済業務を公的機関から引き継ぐ形でイギリスの証券決済業務を統合しようとしてきた。これまではどの国でも証券決済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，証券決済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。1998年7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う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1999年10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2000年3月にスイスのCSDであるSIS（SegaInterSettle）との間でTSN（The Clearing 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5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8月31日にクロスボーダー取引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，2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の合併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合併後の青写真[20)]

（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15か国中5カ国のCSDを含み，ユーロトップ300株価指数の60%以上，ヨーロッパの国内債券残存額の52%以上，預託機関保有ユーロ債の62%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，ヨーロッ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，2008年までに以下の7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。

①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27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。

②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。

③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。

④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。

⑤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。

⑥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。

⑦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

①現在から2004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。
②2005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。
③2008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19%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26人の役員のうち7人はクレスト関係者（クレストのウィックス会長は副会長，ロンドン証券取引所のファース最高経営責任者を含む）とし，ユーロクリア・バンクの12人の執行権のない役員のうち4人はクレスト関係者（クレストのウィッ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CEOはユーロクリア・バンクの6人の執行役員のうちの1人となる。

4. ユーロクリアとクレスト合併の背景

2002年2月1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，ヨーロッ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／CSD／清算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したが，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2001年10月にはユーロネクストによるLIFFEの買収[21]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，2002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の清算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，同年7月4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，クレストが事前に根回しを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CSDが注目されていないためか，ヨーロッ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決済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の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・ティトリには縁が薄い。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，CSDの合併計画が進行中であり，マドリード証券取引所のユーロネクスト・グループ入り抜きにはCSD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てみれば考えられないことであった。

他方，クレストとしてはLIFFE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ったのかもしれない。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LIFFE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2度も協調体制をとりながら関係の進展がみられなかったクレストとDBC（クリアストリーム）の関係にあっ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，垂直的格納庫と揶揄される取引所と決済機関の垂直的統合モデルを追及している。これに対して，ロンドンではESF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。ESF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あっ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CEO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，JP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。

VI. EUによる証券決済市場統合への取り組み

1. EUの証券決済法規制[22)]

ECSDAモデルにせよ，ハブ・アンド・ス

ポークス・モデルにせよ，あるいはすでに見たような合併・買収モデル（ECH モデル）にせよ，CSD の統合が進めば，投資家は複数の CSD に口座を開設する必要がなく，複数の CSD に担保を提供する必要もなくなる。しかし，クロスボーダーの証券決済に伴う非効率性は各国の法規制の相違等に起因するところも大きく，この問題は CSD の統合によっては解決されない。これが EU レベルでの対応が求められる由縁である。

EU レベルでの証券決済に関する法規制としては1993年の投資サービス指令（ISD）があり，EU に加盟する１国で認可を受けた金融機関は他国の規制市場（regulated market）にアクセスすることが保証され，当該市場における CSD にもアクセスすることが保証されると定められている（15条１）。しかし，2000年11月に欧州委員会が発表した ISD 改正に関するコミュニケーションにおいて，各国の CSD へのアクセスにはさまざまな障害が存在することが指摘され，証券決済システムの見直しが必要検討事項として掲げられた。そして，2002年11月19日に発表された ISD 改正案では，CCP，清算機関，CSD への自由なアクセスを保護するための規定（32条）が新たに設けられている。

2．第１次ジョバンニーニ報告

2000年11月の ISD 改正コミュニケにおける証券決済システムの見直しへ向けて，2001年４月２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，５月４日を回答期限として，2001年夏を予定されていた専門家による報告書（ジョバンニーニ報告）等にも利用されるものと説明されていた。

ローマ銀行副頭取のアルベルト・ジョバンニーニ氏を座長とするジョバンニーニ・グループは金融サービスに関して欧州委員会を支援する目的で1996年に結成された調査グループであり，金融機関等に所属する有識者が個人の資格で参加しており，これまでにも『ユーロ導入が資本市場に与える影響』（1997年７月），『EU レポ市場：変化への機会』（1999年10月），『ユーロ圏における調和した公債発行』（2000年11月）という３つの報告書を作成している。そのジョバンニーニ・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，2001年11月23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』を発表した[23]。

この報告書では，今回の報告書は問題の特定をおこない，2002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る（以後，この報告書を第１次ジョバンニーニ報告と呼ぶ）。そして，この第１次報告の補遺には2001年４月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答が一部紹介されており，報告書の分析にも利用されている。

第１次ジョバンニーニ報告はクロスボーダー取引のクリアリングとセトルメントの仕組みを紹介した後，コストの推計とコストの増加要因を分析している。第４章のコストの推計では，まず，ベルギーの経済政策研究センター（CEPS）のデータに基づいて，デンマーク，ドイツ，フランス，イタリア，イギリス，スウェーデンの CSD の株式と債券（ドイツとフランスのみ）の典型的な決済費用（主として国

図表1　CSDの取引1件当たり経常収入

	機　関	経常収入（ユーロ）	取引件数（ネッティング前）	1件当たり経常収入（ユーロ）	取引件数（ネッティング後）	1件当たり経常収入（ユーロ）
ICSD	Euroclear Bank	360,590,000	11,000,000	32.78	11,000,000	32.78
ICSD	Clearstream International	401,175,000	12,000,000	33.43	12,000,000	33.43
デンマーク	VP	27,122,013	6,800,000	3.99	6,800,000	3.99
ドイツ	Clearstream Frankfurt	268,746,000	125,000,000	2.15	125,000,000	2.15
スペイン	SCLV	45,758,000	11,000,000	4.16	11,000,000	4.16
ギリシャ	CSD	47,805,161	21,973,933	2.18	21,973,933	2.18
フランス	Euroclear France	144,968,647	135,000,000	1.07	41,000,000	6.60
フランス	Clearnet France	125,448,000	—	—	—	—
イタリア	Monte Titoli	22,175,332	126,395,972	0.18	8,783,635	2.52
ポルトガル	Interbolsa	14,205,395	8,654,761	1.64	8,654,761	1.64
スウェーデン	VPC***	43,125,089	14,633,242	2.95	14,633,242	2.95
イギリス	CREST**	143,446,634	58,816,750	2.44	58,816,750	2.44
EU全体	EU	1,644,565,272	531,874,658	2.86+	319,662,321	5.14
EU全体	EU（ICSD以外）	882,800,272	508,874,658	1.49+	296,662,321	2.98
ICSD(スイス)	SIS	103,231,065	17,745,900	5.82	17,745,900	5.82
アメリカ	DTCC++	638,261,727	1,387,500,000	0.46	230,271,931	2.77

（注）＋　Clearnetの収入を除いた1件当たり経常収入。
＋＋　総収入の11%に当たる金利収入を除くと支出が収入を上回るので金利収入分を調整。
＊＊　1日平均の値を250倍した値。
＊＊＊　発行収入を含む。
〔出所〕The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union,* November 2001.

内取引）と，ICSDであるクリアストリームとユーロクリアの内部システム取引と外部システム取引の決済費用（株式と債券の区別なし）を比較している。直接的な比較には問題があるが，ICSDでの費用が各国CSDの費用よりも大幅に高いこと，そしてICSDの費用の中でも外部システム取引が内部システム取引よりも大幅に高いことが読み取れる。

他方，各決済機関の経常収入と決済件数から1件当たりの収入を推定し，これを費用の代理変数と見る方法も採用されている。この方法はロンドン証券取引所が用いたことのある方法であり，ここでもCEPSによる分析結果が用いられている（図表1）。まず，各機関ごとのネッティング前あるいはネッティング後の1件当たり経常収入では，ユーロクリアとクリアストリームの値が桁違いに大きいことがわかる。さらに，アメリカのDTCCを比較の対象としてみると，ICSDを除くEU加盟国のCSDの1件当たり経常収入はネッティング後では遜色なく，ドイツ，ギリシャ，イタリア，ポルトガル，イギリスではアメリカを下回る結果になっている。したがって，1件当たり経常収入が決済費用を反映しているとすれば，EU諸国の証券決済費用はアメリカの証券決済費用と大きな違いはないが，ユーロクリアやクリアストリームを通じておこなわれるクロスボーダー取引の決済費用は格段に大きいということが推定されることになる。

第1次ジョバンニーニ報告の第5章ではクロスボーダー取引の決済コストの増加要因を分析している。そして，その際に2001年4月の欧州

委員会によるコンサルテーションへの回答も利用されている。現状の問題点としては15項目が上げられているが，これを技術的要因／市場慣行に関する障害（10項目），税制に関する障害（２項目），法律上の確実性に関する障害（３項目）の３つのグループに区別している。

まず，技術的要因／市場慣行に関する障害として上げられている項目を列挙すれば以下の通りである。

①情報技術やインターフェイスの国ごとの相違
②複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限
③コーポレート・アクションや株主権限，カストディに関する国ごとの相違
④日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違
⑤決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害
⑥決済に要する期間の国ごとの相違
⑦業務時間や締め切り時間の国ごとの相違
⑧証券の発行慣行の国ごとの相違
⑨証券の保管場所に関する国ごとの制限
⑩プライマリー・ディーラーやマーケットメーカーに対する国ごとの制限

次に，税制に関する障害として上げられているのは以下の２項目である。

⑪外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制
⑫国内決済システムに機能的に統合された証券取引税

最後に，法律上の確実性に関する障害として以下の３項目が上げられている。

⑬証券の権利義務関係に関するEU規模での共通フレームワークの欠如
⑭金融取引のバイラテラル・ネッティングに関する法律上の取り扱いの国ごとの相違
⑮証券の保有と権利に関する国ごとの法律の抵触

第１次ジョバンニーニ報告の補遺では2001年４月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答結果が紹介されており，38件（商業銀行13，投資銀行12，CSD12，ICSD２，証券取引所４，投資マネジャー協会１）の回答が寄せられていた。報告書第５章で上げられた15項目を問題点として指摘した回答件数は多い順に，①34件，②33件，⑧30件，③29件，⑨29件，④27件，⑥27件，⑦27件，⑪24件，⑬22件，⑫22件，⑭19件，⑤19件，⑮11件，⑩7件であった。このうち①から⑩までの技術的要因／市場慣行に関する障害についてはそれがコスト増のメジャー要因かマイナー要因かを区別してメジャー要因の比率を計算すると，①97％（34件中33件），②88％（33件中29件），⑧23％（30件中７件），③24％（29件中24件），⑨83％（29件中７件），④70％（27件中19件），⑥63％（27件件中17件），⑦52％（27件中14件），⑤100％（19件中19件），⑩57％（７件中４件）であった。そこで，全回答者数に占める回答比率と回答中のメジャー要因比率を掛け合わせて技術的要因／市場慣行に関する障害のプライオリティ比率を計算すると，①92％，②80％，③67％，④53％，⑤53％，⑥48％，⑦38％，⑧19％，⑨19％，⑩12％となる[24]。

3. その後の推移

第１次ジョバンニーニ報告はおおよそ好意的に受けとめられたが，それは2001年２月に発表されているラムファルシー委員会（欧州証券市場規制に関する賢人委員会）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。

2002年3月2日には欧州証券監督者委員会（CESR）と欧州中央銀行制度（ESCB）が証券決済に関する共同作業への協力を求めるコンサルテーション文書を公表した[25]。①リコメンデーションの法的位置づけ，②リコメンデーションの主体，③リコメンデーションの範囲，④リコメンデーションの目的，⑤決済機関へのアクセス条件，⑥証券決済におけるリスクと弱点，⑦決済サイクル，⑧構造問題，これらについて2002年5月6日を期限として，1年前の欧州委員会によるコンサルテーションと同様に市場関係者の協力を求めた。

他方，2002年4月には買収の手続きを進めていたドイツ取引所とクリアストリームが『ヨーロッパにおけるクロスボーダー株式取引，クリアリング，セトルメント：白書』と題する報告書を公表し，垂直的格納庫と揶揄されるドイツ取引所／クリアストリームの戦略の正当性を主張した[26]。この時期はまだドイツ取引所によるクリアストリームの買収がドイツ，ルクセンブルグ，イギリスの監督機関等による承認を経ておらず，その正当性を示す意味でこの報告書はこの時期に公表されたものと考えられる。しかしながら，内容的には第1次ジョバンニーニ報告では踏み込めなかった決済費用の内訳を詳細に推定しており，とりわけドイツにおける大口のクロスボーダー取引は国内取引よりも30%割高であり，小口のクロスボーダー取引は国内取引よりも150%割高であることを示しているのは興味深い。また，クロスボーダー取引の費用の40%は各国の法制や税制に起因し，市場慣行の調和，取引所や決済機関の統合によって削減できるのは20%にすぎないと推定しており，技術的要因や市場慣行の改善を民間主導で進めようというジョバンニーニ報告とは異なる立場を示していることは注目に値する。

2002年5月28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[27]。今回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1次ジョバンニーニ報告を受けておこなわれたものであり，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取らず，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る。今回のコンサルテーションは8月31日を回答期限としており，2002年末までに回答結果の分析を公表する予定であると説明されていた。

第1次ジョバンニーニ報告の中で2002年半ばと予定されていた第2次ジョバンニーニ報告は，2002年中，2003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ている。この間，12月18日には予定通り，5月の第2次コンサルテーションの分析結果が欧州委員会から公表された[28]。第2次コンサルテーションへはEU加盟14カ国を含む16カ国から12のEU加盟国の公的機関を含めて61件（インフラ提供者27%，銀行26%，公的機関21%，ブローカー7%，年金基金2%，兼業金融機関7%，その他10%）の回答が寄せられていた。

この分析結果によると，当局ではなく，市場が決済サービスの統合モデルを決定すべきであるという点で合意が得られたとしており，ラム

ファルシー委員会報告，第1次ジョバンニーニ報告の下からのアプローチが受け入れられていることを明らかにした。第3章では第1次ジョバンニーニ報告で採り上げられた15の障害を除去するプライオリティに対する回答が吟味されており，具体的な数字は明記されていないが，②複数の決済機関を用いることへの国ごとの制限，⑤決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害，⑨証券の保管場所に関する国ごとの制限，の3つの障害を除去すべきという要望が高かったとされている。さらに，第4章の説明によれば，公平な競争のためにEUレベルでクリアリングとセトルメントの機能的な定義が必要かという質問に対する回答は，好ましいが74%，反対が7%，無回答が18%であり，EUが取引と決済へのアクセスと選択に関する包括的な権利を法制化すべきかという質問に対する回答は，アクセス権のみ必要が39件，選択権のみ必要が32件，両方必要が21件，両方不要が12件，無回答が7件であった。

他方，2002年12月3日には，5月28日に欧州委員会が発行したコミュニケ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，2003年1月14日には欧州議会の公聴会でボルケシュタイン欧州委員会委員によって2003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。公表がずれ込んでいる第2次ジョバンニーニ報告は欧州委員会の政策提言のもとになるものと考えられており，第2次ジョバンニーニ報告の公表も2003年前半にはおこなわれるものと見られている。

2003年1月には欧州証券取引所連合（FESE）から2002年11月25日にジョバンニーニ・グループとFESEの間でおこなわれた第2次ジョバンニーニ報告草稿をめぐる議論の要点が公表され，第2次ジョバンニーニ報告はラムファルシー委員会報告と第1次ジョバンニーニ報告の下からのアプローチを採用して，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取らず，市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件を作り出すための改善策に徹していることが明らかになった[29]。その意味ではヨーロッパの株式市場統合に結びつくようなドラスティックな提言が第2次ジョバンニーニ報告で盛り込まれる可能性は低く，これを受けて欧州委員会が大胆な政策提言をおこなうという可能性も低いと考えられる[30]。

証券取引所間の統合，証券決済機関の統合，清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが，民間ベースではなかなか進まない市場統合の動きを欧州委員会が大幅に進めるという可能性も現状では小さく，ヨーロッパの株式市場統合へ向けての道のりはまだまだ遠い。ヨーロッパの株式市場統合を眺めていると民主主義には時間がかかるということを改めて痛感させられる。

注

1) ヨーロッパの株式市場統合の詳細については，拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」（『証券経済研究』31号，2001年5月）を参照。

2) Euroclear, "New pan-European securities settlement infrastructure is revealed", *Press Release,* 99-PR-009, 4 May 1999, Euroclear, *The hub and spokes clearance and settlement model: The pan-European settlement solution for efficient and competitive capital markets,* May 1999.

3) Cedel International, "Major clearers join forces to create European Clearing House", *News from Cedel International,* 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House: Speech by André Lussi", *News from Cedel International,* 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing

House: Speech by Dr. Werner G. Seifert", *News from Cedel International,* 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House: Speech by Jean-François Théodore", *News from Cedel International,* 14 May 1999, Cedel International and Deutsche Börse, *Creating the European Clearing House (Presentation Slide),* 14 May 1999.

4) Euroclear, SICOVAM and Paris Bourse, "Euroclear, SICOVAM, Clearnet strategic alliance redefines pan-European securities settlement and netting", *Press Release,* 23 November 1999.

5) European Securities Forum, *Euro CCP: ESF's Blueprint for a Single Pan-European Central Counterparty,* 6 December 2000.

6) なお，DTCとNSCCが対象とする証券は株式・社債・ADR（外国株式預託証書）であり，政府債には連邦準備銀行ブック・エントリー・システムとGSCC（Government Securities Clearing Cooperation），モーゲージ・バック証券にはPTC（Participants Trust Company）とMBSCC（Mortgaged Backed Securities Clearing Corporation）という証券預託機関と清算機関があり，デリバティブの清算機関としてはOCC（Options Clearing Corporation），CMECC（Chicago Mercantile Exchange Clearing Corporation），BOTCC（Board of Trade Clearing Corporation）などがある。

7) DTCC, *Central Counterparties: Development, cooperation and consolidation,* October 2000, DTCC, "DTCC Calls for Global Clearing Solution: Conference Planned in Europe," *Press Release,* 30 October 2000.

8) 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, PROMETHEE, *Year 001: the Central Counterparties Dialogue,* April 2001. なお，この会議の共同主催者であった10の清算機関に3つの清算機関を加えて，CCP12という新たな組織が7月30日に誕生している。初代会長（任期1年）にはクリアネットのルノーCEOが就任し，6カ月ごとに会議を開いて清算機関の協力体制の確立が目指されている。DTCC, "World's Major Securities Clearing Houses Creates Association to Respond to Marketplace Needs for Seamless Clearing," *Press Release,* 30 July 2001.

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, DTCC, "DTCC Creates Seamless Settlement Solution for Foreign Ordinary Share Trading-Agreement With Citibank Supports Hong Kong Equities," *Press Release,* 10 September 2001.

11) Nasdaq, *Nasdaq Europe,* 27 March 2001.

12) EuroCCP, "EuroCCP receives FSA recognition to clear Nasdaq Europe trades," *Press Release,* 21 September 2001.

13) EuroCCP, "EuroCCP Names Chief Officers," *Press Release,* 3 October 2001.

14) 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.

15) EuroCCP, *European Central Counterparty Limited: A Solution to Lower Cross-Border Clearing and Settlement Costs,* 2001.

16) Pen Kent, "Central Counterparties and Settlement Risk Reduction," *Press Articles,* 20 February 2001.

17) The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union,* November 2001.

18) CRESTCo and Euroclear, "Euroclear and CRESTCo to Merge, Creating Europe's Premier Settlement System", *Media releases,* 4 July 2002, "CRESTCo and Euroclear Shareholders Approve Merger", *Media releases,* 19 August 2002.

19) トーラス開発断念の詳細については，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～ビッグバン＜トーラス＞システムの悲劇』日科技連，1999年）を参照。

20) 以下の説明は次の文書による。CRESTCo and Euroclear, *Delivering a Domestic Market for Europe,* July 2002, *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.

21) ユーロネクストによるLIFFEの買収の経緯については，拙稿「ヨーロッパ3大取引所の株式上場とヨーロッパ株式市場統合」（『証券経済研究』35号，2002年1月）を参照。

22) この節の記述は，岩田健治「EU証券規制の新展開：その背景と現状」（『証券経済研究』38号，2002年7月），野村亜紀子・小橋亜由美「二極化に向かう欧州証券決済機関～ユーロクリアとクレストの合併発表～」（『資本市場クォータリー』2002年夏号，野村総合研究所），大崎貞和「EU投資サービス指令（ISD）改正案について」（『資本市場クォータリー』2003年冬号，野村総合研究所）に負うところが大きい。

23) 前掲注17。

24) 報告書の脚注で示されているこの方法で計算すると，値は若干違ったものになるが，論旨に違いはない。

25) CESR and ECB, *Joint Work of the Euroean System of Central Banks and the Committee of European Securities Regulators in the Field of Clearing and Settlement: A call for contributions from interested parties,* 3 March 2002.

26) Beutsche Börse Group and Clearstream Interna-

tional, *Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe: White Paper,* April 2002.

27) Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges,* COM (2002) 257, 28 May 2002.

28) Commission of the European Communities, *Commission Communication on Clearing and Settlement: Summary of Responses,* IP/02/1910, 18 December 2002.

29) Federation of European Securities Exchanges, *Comment on the Preliminary Draft Sections of the Giovannini II Report on EU Clearing and Settlement Arrangements as discussed in the meeting of the Giovannini Group on 25th November 2002,* January 2003.

30) 本稿執筆後の2003年4月16日に第2次ジョバンニーニ報告が公表された。The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements,* April 2003.

本文で予想したとおり，第2次ジョバ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取らないことを明言し，第1次報告で採り上げた15の障害をいかにして取り除くかということに徹している。具体的には，第1次報告で採り上げた障害⑦（業務時間や締め切り時間の国ごとの相違）と障害①（情報技術やインターフェイスの国ごとの相違）を2年以内に取り除くことに優先順位を与え，その実現から3カ月以内に障害④（日中の時点決済ファイナリティの国ごとの相違），障害⑥（決済に要する期間の国ごとの相違），障害③（コーポレート・アクションや株主権限，カストディに関する国ごとの相違），障害⑧（証券の発行慣行の国ごとの相違），障害⑪（外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制），障害⑫（国内決済システムに機能的に統合された証券取引税）の障害を除去すること，そして現時点から3年以内に残るすべての障害を取り除くことを提言している。その際にはどの機関が障害除去のイニシアティブを取るべきかを特定しており，15の障害をいかにして速やかにすべて取り除くのかという手順を明らかにしたことが第2次ジョバンニーニ報告の功績と言えよう。

（当研究所客員研究員）