

本格化する欧州の清算・決済機関の競争

欧州では、証券取引の清算・決済機関における競争が本格化している。欧州連合の競争促進政策を背景に、清算業務への新規参入が相次ぎ、決済業務へ欧州中央銀行が積極関与するようになった。結果、既存清算・決済機関のビジネスモデル変革や、参加者側の新たな対応が求められている。

欧州連合の競争促進政策

欧州連合 (EU) は、欧州域内の証券取引所業務や清算・決済業務における新規参入と競争の促進により業界再編を進め、米国に対抗し得る規模の獲得を目指す政策を押し進めてきた。証券取引所業務については、MiFID¹⁾と呼ばれる指令を制定し (2007年11月発効)、取引所業務のうち、二次 (流通) 市場機能の一部を代替するMTF (多角的取引施設) の法的な位置づけを明確化した。

既に稼動しているMTFとしては、Chi-x (チャイ・エックス: 2007年3月稼動) や、Project Turquoise (プロジェクト・ターコイズ: 2008年9月稼動) があり、それぞれ大型株を対象に、破格の場口銭によるサービスを市場参加者に提供し始めた。

また、証券取引の清算・決済業務について、EUは清算・決済機関の業界に「自主的に」互いの競争を強く促した²⁾。それを受けて業界は2006年11月にCode of Conduct (コード・オブ・コンダクト) を発表し、料金体系の透明性や、他の清算・決済機関との相互接続性の確保、サービスのアンバンドル化および区分会計を、市場参加者に対して約束した。これに加えて、欧州中央銀行 (ECB) は、各国の証券決済機関が持つ振替決済機能をアウトソースし、汎欧州的に統一するTARGET2-Securities (T2S) プロジェクトの開始を2008年7月に正式承認した。最近では、2008年8月に、EUのLegal Certainty Groupが「第二のアドバイス」と題する100ページに上るレポートを公表した。これには、欧州クロスボーダー証券決済の壁を越えるため、現在、国により異なる証券「保有」の枠組みや、コーポレー

ト・アクションの処理手法を統一すべきというメッセージに加えて、「発行体が自らの証券を決済する証券決済機関を選択できるようにすべきである」という、証券決済機関どうしの競争を強烈に促す提言が盛り込まれた。

清算機関の競争と事業モデルの二極化

清算・決済機関の競争は、規制環境の整備段階から、事業者による本格的な競争が展開される段階に入った。とりわけ清算機関においては、新規参入組みの影響が大きい。具体的には、MTFのChi-XにはオランダのFortis銀行を母体とするEMCFが³⁾、Project Turquoiseには米国DTCCを母体とするEuroCCPという新しい清算機関が付き、既存の清算機関よりも格段に安い清算手数料でサービスを開始した⁴⁾。

Chi-XやTurquoiseは、取扱銘柄を、流動性の高い、欧州各国の大型株に絞り込んだMTFである。そのため、EMCFやEuroCCPの清算サービスも、地域的には汎欧州的な広がりを持つが、対象はエクイティ、それも大型株に絞り込んでいる。言い換えれば、流動性の低い小型株を扱わないことで事業効率を高めていると言える。

一方、既存の清算機関の代表格であるLCH.Clearnetは、対象市場こそイギリスやフランスといった特定国であるが、清算対象には株だけでなく債券やレポ、スワップ、コモディティ・デリバティブなど多様なアセット・クラスを擁している。そのため、複数のアセット・クラスを取引する参加者について、それぞれのポジションを相殺し、要求するマージン (預託金) を減らすことで、総合的に、参加者の取引清算コストを低廉にしていると主張している。

NOTE

- 1) Markets in Financial Instruments Directive.
- 2) 欧州議会が規制による競争促進施策に賛同しなかったため、代わりに、欧州委員会が業界の自主的な行動を促した。
- 3) European Multilateral Clearing Facility N.V.。親会社のFortis銀行が破綻してもEMCFは破綻を免れる仕組みになっているという。
- 4) EUによる競争促進政策は、当初、既存の清算機関どうしの競争を促進するものと見られたが、実際には、新規参入組が変化のドライバーとなっている。Chi-xによれば、サービス準備段階では、既存の清算機関にも安い手数料での清算サービス提供を打診したが、皆、他国市場には新規参入したくとも、自国市場の手数料水準を崩すことには消極的であったという。
- 5) 実際、SibosにおいてEMCFの責任者は、半ば冗談交じりに、やがては米国市場に進出してDTCCと直接競合することになるかも知れないと発言した。

異なる事業モデルによる競争は、基本的には、多様な参加者ニーズを満たしていく上で歓迎されよう。しかし、参加者の一部からは、複数の清算機関が競争、共存することで、バックオフィス業務には新たな業務負担が発生しているという指摘が出てきた。2008年9月にウィーンで開催された、銀行・証券のミドル/バックオフィス関係者を集めたSibosと呼ばれる国際会議では、出席したMorgan Stanleyのパネリストから次のような苦言が呈された。「清算・決済業務への競争・新規参入促進政策が図られた結果、現在、英国市場だけで、3つ以上の清算機関に接続することになった。それぞれリスク管理ポリシーも異なり、我々バックオフィス部門の管理負荷は増えている」。参加者の取引清算コストを低減するための競争が、一方では参加者の内部コストを多少なりとも増加させる副作用を持つことが顕在化したといえよう。

また、EMCFやEuroCCPのように大型株に特化する事業モデルの適用は、欧州市場に限られたものではない⁵⁾。清算機関の新規参入と、参加者バックオフィスの負荷増大という現象は、他の市場に広がる可能性もあろう。

証券決済機関の競争

証券決済機関の業務は、証券保有の枠組みやコーポレート・アクションの処理など、各国の制度や慣行に左右される部分が多い。そのため、証券決済機関業務への民間事業者の参入は困難であるが、代わりに、ECBが、取引に伴う振替決済機能に絞った、システム開発プロジェクトを進めている。これはTARGET2-Securities (T2S) と呼ばれており、2008年7月にプロジェクト開始が正式に承認された。

この正式承認を受け、これまでT2Sプロジェクトへのコミットを避けてきた、既存の証券決済機関大手の姿勢にも変化が見られるようになってきた。

その一つであるドイツClearstreamグループの社長は、Sibosでの議論において、今後開発されるT2Sに、振替決済機能をアウトソースすることを想定した発言を行った。例えば、2008年4月に発表した、欧州で7つの証券決済機関を相互に繋げるLink Up Markets構想について、会場から「過去に議論されたスパゲッティ・モデル（多数の証券決済機関を二国間リンクで複雑に張り巡らすモデル）の再来なのか」という質問があった。これに対してClearstreamの社長は、「そうではない。T2Sの実現を想定し、我々は、権利配当対応など付加価値サービスに、ビジネスモデルをシフトする戦略を立てている。この付加価値のサービス提供体制の整備には時間と経験を要するので、Link Up Marketsを活用して早期にサービス提供経験を積むこととした」と説明した。これに成功すれば、Clearstreamは現在付加価値サービスを提供しているカストディ銀行と競合するようになる。ECBという公的な存在による振替決済機能の開発は、決済機関のビジネスモデル変革を促し、カストディ銀行との競合という新たな競争を産み出そうとしている。今後の「競争」の行方と参加者への影響が注目される。

Writer's Profile



片山 謙 Ken Katayama

金融市場調査室
上級研究員
専門は決済システム/バックオフィス改革
focus@nri.co.jp