

ガバナンス強化が図られる清算機関

欧州では、清算機関間の競争による手数料引き下げ政策が推進されてきた。しかし、リーマン・ショック後は清算機関のリスク抑制機能に重点が移り、既存の大手清算機関に対するユーザー・ガバナンス強化が図られつつある。

清算機関の役割

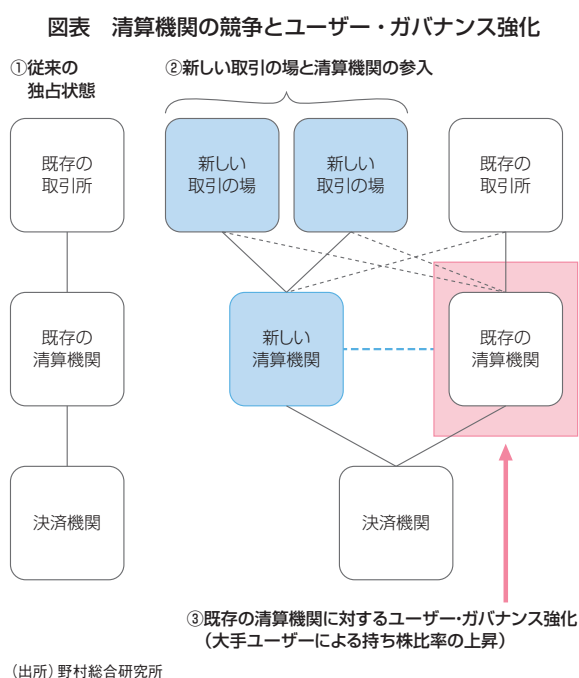
清算機関は、取引者の間に入って決済リスクを集中的に担うことで、ある取引者の破綻が相手方や市場全体に波及することを防ぐ役割を果たす。これまで、清算機関の主な利用者は、株式など上場商品の取引所参加者や、国債・金利スワップなど店頭（OTC）取引の大手ディーラーであったが、リーマン・ショック後の新たな金融規制において、店頭取引では大手機関投資家の参加義務付けが検討対象となってきた。機関投資家も参加者となると、清算機関のリスク管理ポリシーや手数料等について、どのように合意形成していくかが大きな課題となる。本稿では、清算機関の競争とガバナンスについて大きな変化のあった欧州の事例から、論点をみていきたい。

清算機関どうしの競争と相互運用性

清算機関は、セントラル・カウンターパーティーとも呼ばれ、一つの取引所に対して一つの清算機関という、中央集中的な、自然独占性が強い業務を担っている（図表の①）。欧州ではこれまで、大手の市場参加者や欧州委員会が、自然独占の弊害として清算手数料が高どまっていると批判し、引き下げ圧力をかける手段として、欧州に複数ある清算機関が競争するよう促す政策を進めてきた。この政策は、清算機関と同様に自然独占性の強い取引所に対する競争促進政策と相俟って、清算業務への新規参入を促し、既存の清算機関と競争する構図が生まれた（図表の②）。具体的には、欧州主要国の株式を扱う新しい取引場のChi-X（チャイ・エックス）に組

み合わせる形でEMCFという新しい清算機関が参入した。また、同じく新しい取引場のTurquoise（ターコイズ）に組み合わせる形でEuroCCPという新しい清算機関が参入した¹⁾。これらの新しい清算機関は、その後欧州市場に次々と参入した新しい取引の場に係る清算需要を取り込むことで取扱高を増やしてきた²⁾。例えば、EMCFにおける清算件数は2009年第4四半期に日平均250万件に達した。これは欧州における株式取引所取引の約条件数710万件の35%に上る。

もっとも、新規参入があっても、取引所に1つの清算機関が対応している形には変わらない。欧州委員会が求めるように、清算業務に真の競争状態を作り出すためには、複数の清算機関が相互接続し、どの取引所で約定した取引であっても複数の清算機関から選択できるようにならなければならない（図表の②に点線が加わった状



態)が、そのハードルは高い。それは、参加者の破綻を市場全体に波及させないという清算機関の基本機能の維持に必要な、参加者の破綻に対するポリシーについて、既存の清算機関と新しい清算機関では大きな違いがあったためである。具体的には、参加者の破綻処理にかかる費用について、前者は接続元の清算機関の参加者が負担することを主張し、後者は接続先の清算機関の参加者が負担することを主張した。この大きな違いが残る状態では、清算機関の監督当局も相互接続にゴーサインを出せない。リーマン・ショックの後でシステムック・リスク抑制に関心が高い中ではなおさらである。

大手既存清算機関に対する ユーザー・ガバナンス強化

真の競争状態の実現による手数料の更なる低廉化は期待しづらい中、注目を集めたのが清算機関のガバナンス構造である。既存の清算機関に対し業務効率化を求め続けていた大手の参加者は、かねてより、高い手数料にはガバナンスをめぐる問題があるのではないかと批判していた。

例えば、欧州における既存の清算機関として最大手のLCHクリアネット社の株主構成は、英LCH社と仏クリアネット社の合併により設立された2003年の時点で、連携する取引所(現NYSEユーロネクストなど)と、ユーザー(参加者)が45.1%ずつ³⁾保有する状態となった。この2種類の株主は求めるところが異なっていた。ユーザー株主は、清算機関のユーザーとして清算手数料の低廉化を望んでいた。一方、取引所株主は純粋に株主として収益を極大化したいと考えていた。このように両者の意見が折り合わず、同社のガバナンスへの信

頼は低下したという。結果、合併後のシステム統合の遅れや取締役会の混乱の責任をとり2006年に社長が辞任。後任の社長は2007年に取引所の持ち株の一部を買い戻し、株式総数の73.3%をユーザーが所有する組織へと変革した。

それでもガバナンス問題は続いた。ユーザー株主の間に温度差があったためである。一定の持ち株比率を有する一方、清算機関の利用高が小さいユーザー株主は、清算手数料を高止まりさせて株主リターンを高めたいという意識を持ちがちとなる。

そこで、同社は2009年11月、更なる株主構成の変更を実施した。まず、ユーロクリア社の持分を全額買戻すことで、ユーザー株主の比率を83%に高めた⁴⁾。次にユーザー株主持分の一部を買戻すことで、清算手数料収入の1%以上を占める、大手ユーザーの持株比率を37%から63%まで高めた(図表の③)。

この動きは、清算機関の業務効率化を、競争促進だけに頼らず、自然独占性を認容しつつ大手ユーザーによるガバナンス強化を通して達成しようとするものと解釈される。欧州では、株式に加えて債券や店頭デリバティブなど、多様な商品を既存の清算機関が手がけており、それぞれユーザー層も異なる。ユーザー・ガバナンス強化の成果が実際にどのように発揮されてゆくのか、今後の意思決定の有り様が注目される。

NOTE

- 1) EuroCCPIは米国の清算・決済機関DTCCの子会社であり、欧州市場への米国系の参入という競争が生まれた。
- 2) 現在、EMCFは清算機能を提供する取引の場として、Chi-Xに加えて、BATSやナスダック・ヨーロッパなど8つを擁するに至った。
- 3) 残る9.8%は証券決済機関のユーロクリア社が保有。
- 4) 残る17%の株はユーロネクストなど取引所が持つ。

Writer's Profile



片山 謙 Ken Katayama

金融市場研究センター
上級研究員
専門は証券決済システム及び証券・資産運用の業務改革
focus@nri.co.jp