

再出発するトレードポイント

－英国株式取引所間競争の顛末－

97年7月28日、英国の株式取引所を運営するトレードポイント社は、ベンチャーキャピタルなどからの出資受入と創業以来の経営陣の総退陣を柱とする経営再建策を発表した。トレードポイントは、95年9月に稼働し、ロンドン証券取引所に対抗する新取引所として注目を集めたが、取引高が低迷し、経営危機に瀕していた。既存の証券取引所に対する新興勢力による挑戦の難しさが浮き彫りになったとみることもできよう。

1. トレードポイントとは

トレードポイントは、1973年の地方取引所統合以来続いてきたロンドン証券取引所による英国株取引の独占を打破すべく、ロンドン証券取引所の元情報システム担当者らが設立した証券取引所である。92年頃から準備を始め、93年3月には運営会社であるトレードポイント・ファイナンシャル・ネットワーク社の株式をバンクーバー証券取引所に上場して資金を調達、95年4月には証券投資委員会（SIB）による公認投資取引所（Recognised Investment Exchange: RIE）としての認可を取得、95年9月21日よりロンドン証券取引所上場株400銘柄の取引を開始した。

トレードポイントは、以下のような特徴を備えている。

- ①ロンドン証券取引所がマーケット・メーカーが売買気配値を提示するクォート・ドリブン方式による取引を基本とするのに対して、東京証券取引所などと同じように、板上で注文を付け合わせるオーダー・ドリブン方式を基本的な取引仕法としている。
- ②ロンドン証券取引所がマーケット・メーカーとの電話による交渉を通じた取引を基本とするのに対して、バンクーバー証券取引所の電子取引システム（VCTシステム）を改良したシステムを通じて取引を行う完全に自動化された電子取引所である。
- ③ロンドン証券取引所が証券会社を会員とする会員組織であるのに対して、株式会社組織をとり、機関投資家も証券会社も対等の利用者として取引に参加することができる。
- ④ロンドン証券取引所が1,000人近い職員を擁するのに対して、上場審査を行わずロンドン証券取引所上場株式のみを取引することや自動化された電子取引システムの採用などにより、運営コストを最低限に抑え、わずか50名強の職員で運営される。

トレードポイントの登場は、英国における本格的な市場間競争の幕開けを告げるものとして内外から大きな注目を集め、ロンドン証券取引所も「取引所始まって以来の競争上の

脅威」と強い警戒感を示した。ロンドン証券取引所は、97年10月20日からFT100指数採用銘柄についてオーダー・ドリブン方式による取引を開始する予定で97年7月にSIBによる正式承認を得たが、これはトレードポイントへの対抗策という色彩を帯びている。

2. トレードポイントの実績

トレードポイントにおける取引は、徐々に増加する傾向にある。97年7月の月間取引金額は過去最高の1億1,500万ポンドを記録し、前年同月の4,050万ポンドの2.8倍に達した。取引所開設以来の累計取引金額も10億ポンドを突破し、一つの節目を迎えた。

しかしながら、これでは取引の量が絶対的に不足しており、取引に伴う場口銭収入で取引所の運営コストを賄うには程遠い状態である。なにしろトレードポイントの経常的な運営経費は年間600万ポンドであり、収支を均衡させるためには、月間10億ポンド強の取引金額を確保することが必要だという。取引金額が現状の10倍にならないと損失の発生が避けられないというわけである。

こうした状況を反映して、トレードポイント社の業績は低迷している。96年3月期の決算では568万ポンドの損失、97年3月期には609万ポンドの損失を計上した。少々取引高が増加しても、借入金の金利負担などからコストも抑えられず、97年7月までの3ヶ月間の損失は164万ポンドと前年同期の142万ポンドよりも15%も拡大した。

取引と業績が低迷している最大の要因は、取引参加者の伸び悩みである。トレードポイントが、取引所開設前に行った市場調査に基づく予想では、機関投資家150社、マーケット・メーカーなどの証券会社50社が取引に参加するものとされていた。トレードポイントの最大の特徴の一つは、これまで証券取引所に直接アクセスすることができなかった機関投資家に証券会社と同じ立場での取引参加を認める点にあり、機関投資家は特に大きな期待を寄せていたのである。

ところが、97年8月現在、取引参加者となっている機関投資家は64社にとどまっており、1年前と比較しても16社増加しただけである。ロイター端末を通じたトレードポイントへの発注を可能にするといった改善の努力も実を結んでいない。もっとも、取引参加者として登録している機関投資家にはマーキュリー、スコティッシュ・ウィドウズ、フレミング、バー、ローゼンバーグといったビッグネームが並んでおり、登録はしていてもトレードポイントをそれほど積極的に利用していないという問題もある。

機関投資家がトレードポイントの利用に消極的な理由としては、以下のような事情が指摘されている。

- ①機関投資家のファンドマネジャーは、証券会社のブローカーとの日常的なコンタクトに大きな価値を見出している。
- ②大口取引を処理するためにはマーケット・メーカーとの取引が不可欠である。

③一部の機関投資家は信託の内容や定款によって自己が取引の直接当事者となることを制限されており、ブローカーを通さないトレードポイントの利用は義務違反となりかねない。

④ロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）が全ての取引の相手方となって決済を行うという方式をとっているため取引参加者はLCHの会員となり証拠金を積まなければならない。

なお、トレードポイント社は、当初、株式をバンクーバー証券取引所に上場していたが、97年4月になってロンドン証券取引所が開設したベンチャー企業向け新市場であるAIMにも株式を登録した¹。

3. トレードポイントの経営再建策

1) 経営再建策の内容

トレードポイントの経営不振は、今年に入って一層深刻化し、4月のAIMでの株式登録に際して行った増資によって750万ポンドの資金を調達したものの、6月初めには借入金の返済が不能になっており会社更正手続きの申請を検討しているという噂が市場に流れるという事態となった。

実際に会社更正手続きが開始された場合、会社は管財人（administrator）の管理下に入ることになる。SIBが96年3月に発表したRIEが満たすべき基準に関するガイドラインでは、取引所は財務的に健全でなければならないとされており、管財人の管理下に置かれた場合にはRIEとしての認可が取り消され取引所としての存続が困難になる可能性が高い。

そこで、6月から7月末にかけて、抜本的な経営再建が講じられることになった。

まず、6月2日には、当面の資金繰りのために経営陣や関係者が新株を引受け、77万5,000ポンドの資金が集められた。その後、7月28日になって、中長期的な経営再建策がまとまった。その骨子は、以下の通りである。

①エイパックス・パートナーズを始めとするベンチャー・キャピタル三社、ロンドン証券取引所のマーケット・メーカー間の株式取引を仲介するインターディーラーブローカー（IDB）三社が合計1,140万ポンドを出資する。出資の形態はゼロ・クーポン転換社債であり、転換権行使後には六社の出資比率は58%となる（表 参照）。

②出資するIDB三社は、トレードポイントの取引参加者となる。

③マイケル・ウォーラーブリッジ社長、スティーブン・ウィルソン市場担当取締役、ポール・バーンズ財務担当取締役の三人は経営から退く。ウォーラーブリッジ、ウィル

¹ AIMについては、大崎貞和、落合大輔「欧米ベンチャー株式市場の新潮流」『財界観測』97年7月号参照。

ソンの両氏は、会社の設立メンバーの一員である。

- ④エイパックス・パートナーズのロナルド・コーエン会長、ベルギーを拠点に汎欧州のベンチャー株式取引所をめざしているEASDAQのスタニスラス・ヤスコビッチ会長がトレードポイント社の取締役就任に就任する。

なお、ウォーラーブリッジ氏の後任社長は未定であり、今後三ヶ月以内に人選が進められることになっている。

表1 トレードポイントへの新たな出資者

会社名	会社の概要	出資額
Apax Partners	EASDAQに出資するベンチャーキャピタル	600万ポンド
Electra Fleming	ベンチャーキャピタル	150万ポンド
Smedvig Capital	ベンチャーキャピタル	140万ポンド
Tullet & Tokyo Forex International	IDB	100万ポンド
United Broking	IDB	100万ポンド
First Equity Holdings	IDB	50万ポンド

(出所) 各種新聞報道より野村総合研究所作成

2) 経営再構築に対する評価

1,140万ポンドの追加出資によって、トレードポイントは約2年分の運営資金を手にするようになった。また、ロンドン市場のIDB四社のうち、キャンター・フィッツジェラルドを除く三社が出資に応じ、取引参加者となったことで、トレードポイントの取引高がある程度拡大する目途がついた。

既に触れたように、トレードポイントは、当初、機関投資家間の直接取引に利用されるという見通しを抱いていた。これに対して、IDBが取引参加者となることは、トレードポイントの性格が大きく変化することを意味する。

IDBは、ロンドン証券取引所のマーケット・メーカーが、投資家からの注文に応じるために形成したポジションを調整する際の売買を仲介するという役割を担っている。今後、トレードポイント社に出資したIDB三社は、マーケット・メーカーから受けた売買注文をトレードポイント取引端末に入力して売買を行うことになろう。これは、IDBにとっても取引の効率化に役立つものと期待される。

4. 今後の展望

米国で既存の証券取引所に対抗する電子取引システムとして登場したインスタネットは、当初想定された機関投資家間の直接取引よりも、Nasdaq市場におけるマーケット・メーカーのポジション調整の手段として利用されることで大きな成功を収めた。当面、トレードポイントも、IDBの取引システムとなることで、取引高を拡大させることが期待でき

よう。

しかし、この点も必ずしも楽観はできない。ロンドン証券取引所が、この10月からFT100指数採用銘柄についてオーダー・ドリブン方式の取引を導入することを決めており、マーケット・メーカーやIDBの存在基盤そのものが揺らぎつつある。10月以降、ロンドン証券取引所の一般会員や機関投資家が、マーケット・メーカーとの取引を減らして新システムを活発に利用するようになれば、トレードポイントを通じたIDB間の取引も減少することとなる。

一方、今回の経営再建策を主導し、最大の出資者となったエイパックス・パートナーズは、EASDAQに出資しており、ヤスコビッチ EASDAQ 会長もトレードポイント社の取締役役に就任したことから、今後、トレードポイントとEASDAQとの間で、何らかの提携関係が生まれる可能性が強い²。

EASDAQは、米国のNasdaq市場に範をとって設立されたベンチャー株式市場である³。昨年9月から取引を開始しているが、パリ証券取引所のヌーボー・マルシェやドイツ証券取引所のノイア・マルクトなど各国の証券取引所が開設した新しいベンチャー株式市場との激しい競争にさらされている。新しい取引所としてスタートしたEASDAQは、会員の獲得に苦勞しており、取引システムも欧州大陸では馴染みの薄い純粹のマーケット・メーカー制である。取引高も伸び悩んでいる。

EASDAQにとっては、トレードポイントとの提携は、こうした現状を打開する一つの方策となり得る。具体的には、①トレードポイントの取引システムを導入してオーダー・ドリブン方式の取引所に衣替えする、②会員権をトレードポイントの取引参加者に開放することで取引高を拡大する、といった戦略をとることが考えられる。トレードポイント側にとっても、①EASDAQ 上場銘柄をトレードポイントに重複上場する、②EASDAQ と協力して英国の未上場企業を発掘しトレードポイントで公開させる、といった可能性が開かれることとなる。

² エイパックスの会長であり、今回トレードポイントの取締役に就任したコーエン氏は、EASDAQの取締役でもある。

³ 詳しくは、大崎、落合、前掲論文参照。

おわりに

トレードポイントの挫折は、高いシェアを有する既存の取引ネットワークへの挑戦が容易でないことを見せつけた。もっとも、Nasdaq 市場でのシェアが 20%に達していると言われるインスティテットですら、ある程度の成功を収めるまでには 10 年以上を要した。トレードポイントのシステムそのものは、高い評価を受けている。再出発後の動向が注目される。

(大崎 貞和)