

グローバルな株式市場間競争と市場間リンクの動き

2000年6月7日、ニューヨーク証券取引所、東京証券取引所等は、世界の10取引所をリンクする「グローバル・エクイティ・マーケット」構想を発表した。一方、6月19日には、大阪証券取引所のナスダック・ジャパン市場が取引を開始し、日米欧三極を結んだグローバル・ネットワークをめざすナスダックの構想が具体化へ向けて動き始めた。本レポートは、こうした形でグローバルに展開される市場間リンクの動きの展望と課題について検討する。

1. NYSE、東証のグローバル・エクイティ・マーケット構想

1) グローバル・エクイティ・マーケット構想とは

2000年6月7日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）及び東京証券取引所（東証）は、「グローバル・エクイティ・マーケット（GEM）構想」を実現するために、海外の取引所との間で協議に入ったと相次いで発表した。発表は、時差の関係から、構想の主唱者であるNYSEよりも先に東証で行われる結果となった。

GEM構想の実現へ向けて協議を行うのは、NYSE、東証、オーストラリア証券取引所、香港取引所、ユーロネクスト（アムステルダム、ブリュッセル、パリの3取引所が合併して今秋にも発足させる予定の新取引所）に参加する3取引所、トロント証券取引所、メキシコ証券取引所、サンパウロ証券取引所の10取引所である。6月19日には、各取引所の代表者がニューヨークに集まり、具体的な協議が開始された。

GEM構想は、10取引所の間で取引システムを接続し、「投資家に自国の取引所を通じて世界主要市場へのアクセスを提供する」ことを目的としている。例えば、東証会員証券会社が、一つのトレーディング・プラットフォームを用いて、他の9つの取引所へ注文を送ることが可能となるものと考えられる。これにより、各市場は、自取引所の会員のみからの注文だけで取引を成立させる場合に比べて、市場の厚みを増し、取引を効率化させることができるものと期待している。

この構想は、「透明性、自主規制およびオークション市場の原則に基づき、世界中の投資家に対し、グローバルな企業の株式について24時間取引の仕組みを提供することを目指す」ものだとされる。恐らく、「24時間取引」にあたっては、注文回送に加えて、一部の優良銘柄については相互上場を進めることも視野に入れられることとなる。

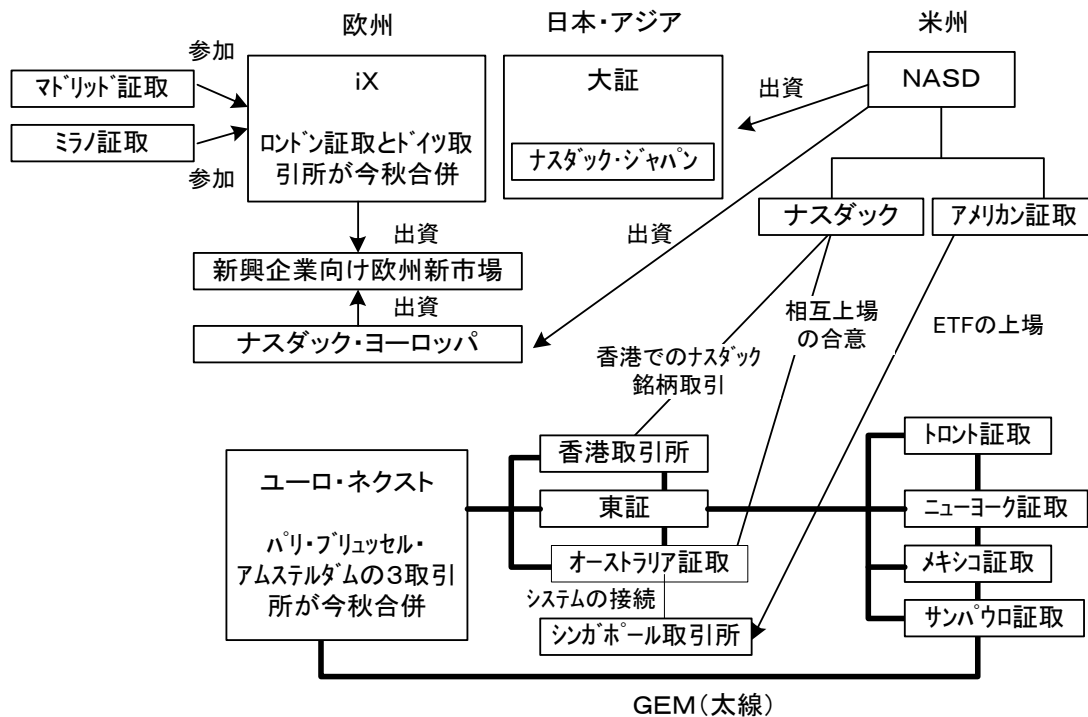
また、構想への参加者は、今回発表された 10 取引所に限定されるものではなく、「他の取引所にも道が開かれている」という。

2) 浮かび上がった競争の構図

GEM 構想の発表によって、最近、とみに激化しているグローバルな株式市場間競争に関する一つの構図が浮かび上がってきたとみることもできる(図1)。GEM 構想は、開かれた構想であるとしながらも、プレスリリースで「オークション市場の原則」をわざわざ強調しているように、マーケット・メーカー制度を基本的な取引仕法とするナスダック市場による国際的なリンク構想への対抗措置という色彩を帯びている。

ナスダック市場は、グローバルなネットワークを通じて 24 時間取引を展開するとの方針に基づき、2000 年 5 月には、ドイツ取引所とロンドン証券取引所が合併して新取引所 iX を設立すると発表した際、iX のベンチャー企業部門へ出資することを明らかにしたほか、大阪証券取引所にナスダック・ジャパン市場を開設した(6月19日取引開始)。また、5月末には、香港取引所でナスダックの主要 7 銘柄の取引を可能にするパイロット・プログラムを始動させている。

図1 グローバルな株式市場間競争の構図



(出所) 野村総合研究所

もつとも、今回の GEM 構想には、香港、オーストラリアのようにナスダック市場と既に連携している取引所も加わっている。シンガポール取引所は、日経 225 平均株価指数先物の取引で大阪証券取引所と競合関係にある一方、NASD 傘下のアメリカン証券取引所とは ETF（取引所上場投資信託）の上場計画を通じた提携関係にある。しかも、シンガポール取引所と東証は、最近になって協力関係を強めている。このように、市場間の合従連衡は複雑に交錯しており、GEM 構想が打ち出されたことで、世界の株式市場が NYSE 陣営とナスダック陣営の二つに分かれたといった単純な見方をすることには、やや躊躇せざるを得ない面がある。

2. 市場間競争と市場間リンクの意義

1) 最近の市場間リンクの動き

GEM 構想は、複数の市場が提携関係を結ぶ、市場間リンクを世界的な規模で構築しようとするものである。最近、様々な国際的な市場間リンク構想が発表されており、中には市場間の合併へと進もうとするケースも現れている（表 1）。

表 1 最近の国際的な株式市場間提携・合併等の動き

提携等の当事者	提携等の内容	現在の状況
アムステルダム、ブリュッセル、パリの 3 取引所	合併して新取引所ユーロネクストを設立する。	3 月 20 日発表。年内取引開始をめざす。
ロンドン証券取引所とドイツ取引所	合併して新取引所 iX を設立する。	5 月 23 日ドイツ側は理事会で承認。今後、ロンドン側の会員投票へ。
ナスダック市場と香港取引所	主要銘柄の相互上場をめざす。パイロット・プログラムとしてナスダック銘柄 7 銘柄を香港取引所で売買可能とする。	5 月 31 日取引開始。
アメリカン証券取引所とシンガポール取引所	アメリカン取引所の商品をシンガポール取引所で上場するために合弁会社を設立する。	6 月 1 日発表。
オーストラリア証券取引所とシンガポール取引所	システムを接続し、相互に注文回送を行う。	6 月 6 日発表。来年 7 月取引開始めざす。
アイスランド取引所と Norex	OM ストックホルム取引所とコペンハーゲン取引所の Norex に参加する	6 月 15 日正式合意。今秋取引開始。
ナスダック・ジャパン株式会社（ナスダック市場）と大阪証券取引所	ナスダックとソフトバンクの合弁会社であるナスダック・ジャパン社が大阪証券取引所内に新市場を開設。	6 月 19 日取引開始。
トレードポイント取引所（ロンドン所在）とスイス取引所	トレードポイント取引所にスイス取引所が出資し、名称を virt-x と改める。新取引所は欧州各国の優良銘柄を取引する。	7 月 10 日発表。

（出所）野村総合研究所

市場間リンクは、魅力ある取引対象を取り込んだり、高度な取引システムを採用したりすることで、市場の流動性を高め、競争力を強めることを狙いとしている。その具体的な手法は、いくつかのタイプに類型化することができる。

2) 市場間リンクの類型

①市場間の合併

複数の市場運営者が合併して、一つの新たな市場を形成するという方法である。ロンドン証券取引所とドイツ取引所による新取引所「iX」の設立構想、アムステルダム、パリ、ブリュッセルの3取引所による「ユーロネクスト」の設立構想などが該当する。

2000年7月に発表された英国の第二株式取引所トレードポイント・フィナンシャル・ネットワークとスイス取引所による「virt-x」設立構想も事実上の市場間合併として注目される。発表によれば、スイス取引所がトレードポイントに対する出資を行い、トレードポイントは virt-x と改称する¹。新しい取引所は、本拠をロンドンに置き、英国法上の公認投資取引所としてのステータスをトレードポイントから引き継ぐ。新取引所は、欧州全域の優良銘柄の取引をめざすが、まず、スイス取引所上場銘柄のうち、SMI 指数採用銘柄の取引が virt-x へ移管される。取引システムは、スイス取引所の EBS を採用する。この構想は、トレードポイントの法的地位を引き継ぐ形で、スイス取引所が、事実上の英国進出を果たすものとみることもできよう。

市場間の合併は、基本的には取引システムの統合や上場基準の統一化を含むものと考えられるが、より緩やかな方法も考えられる。国内における市場統合の例だが、1998年11月に完了したアメリカン証券取引所 (AMEX) のナスダック市場との統合のように、一つの市場運営機関 (ナスダック・アメックス・マーケット・グループ) の傘下でそれぞれ独立した市場として、異なる取引システム、取引ルールを保ちながら運営されるというものもある。

②取引システムの共通化

複数の市場運営者が、組織的な独立性は維持したままで、共通の取引システムを採用し、取引参加者から見れば、一体化された市場として機能するようになるという方法である。1999年6月に稼働した NOREX (Nordic Exchange) は、その代表的な例である。

NOREX は、スウェーデンの OM スtockホルム取引所が開発した取引システム SAXESS を用いて取引を行い、デンマークのコペンハーゲン取引所が当初から参加しているほか、2000年6月にはアイスランド取引所の参加が正式に決まった。また、オスロ (ノルウェー)、タリン (エストニア)、リガ (ラトビア)、リトアニアの各取引所も参加の意向を表明し

¹ virt-x とは、virtual exchange の略で「ヴァーテックス」と発音するのであろう。

ている。各取引所の上場株式を売買するためには、それぞれの取引所の会員となる必要があるが、重複会員は、会員権取得の費用面などで優遇されることになっている。

なお、OM ストックホルム取引所は、1998年に派生商品の取引所であったOM ストックホルムと1863年創立という歴史を有するストックホルム証券取引所が合併して発足した取引所である。母体となったOM グループは、1985年にオプション取引所を設立した取引所ベンチャーのさきがけ的存在である。

取引システム共通化の大規模な構想としては、1998年11月に開始されたロンドン、ドイツ、パリなど欧州8取引所による協議が注目されていたが、その後、この市場統合構想は内容的に大きく後退する結果となり、更にユーロネクスト、iXの設立構想が浮上してきたことで頓挫した²。

また、米国ナスダック市場、ナスダック・ジャパン市場、ナスダック・ヨーロッパ（新取引所iXのベンチャー企業部門に参加する）の3市場を結んでグローバルな24時間取引を行うというナスダックの構想も、取引システムの共通化をめざすのであろう。もっとも、現時点では、ナスダック・ジャパン市場では大証の既存のシステムによる取引が行われており、iXのベンチャー企業部門においても、ドイツ取引所の取引システムXETRAが採用されるものと予想されている。

ちなみに、ナスダック・ジャパンは、「米国ナスダックが導入しすでに大きな成功を遂げているクォートドリブン（マーケットメイク方式）の方法を取り入れた新たな売買制度の導入を目指して」とホームページ上で明らかにしており、米国ナスダックが次期システムとして構想している「スーパー・モンタージュ」を導入するとの見方もある³。

③上場銘柄の共通化

複数の市場が相互に相手の市場の上場企業を自市場に上場することで、取引量を増加させようとする方法である。1990年代前半に欧州証券取引所連合（FSEEC）が推進したユーロリスト構想が、その代表的な例である。

この構想は、当初、国際的な知名度を有する時価総額の大きい企業150社をFSEEC加盟全取引所に上場するというものであったが、重複上場に意義を感じられない企業側の反発などから進展しなかった。最終的には、リスト掲載企業に関する情報を取引所間で伝達し合うという仕組みに落ち着いたが、それとても一般の情報ベンダーなどが十分に行い得るサービスであり、効果を発揮しなかった。

最近では、ナスダック市場と香港取引所が、相互上場の推進について合意している。2000

² 吉川真裕「英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの」『証研レポート』1565号、1998年12月、落合大輔「見直された欧州証券取引所の提携構想」『資本市場クォーターリー』99年秋号、吉川真裕「ユーロネクスト ～三つどもえのヨーロッパ株式市場～」『証研レポート』1581号、2000年4月、吉川真裕「iX～英独取引所合併計画～」『証研レポート』1583号、2000年6月参照。

³ スーパー・モンタージュについては、大崎貞和・岩谷賢伸「新局面を迎える米国の株式市場間競争 ～再燃する「市場の分裂」論議～」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

年5月31日には、その前段階として、香港取引所でナスダック市場に上場しているマイクロソフト、インテル、シスコ・システムズなど7銘柄の取引を行うパイロット・プログラムが開始された。この取引は、香港取引所における非上場証券の取引として実施され、香港取引所会員3社がマーケット・メイクを行う。取引時間は香港時間の午前10時から午後4時まで（米国東部時間午後10時から午前4時）であり、ナスダック市場との取引時間の重複は全くない。受渡・決済は、香港証券決済会社（HKSCC）と米国の保管振替決済機関DTCとのリンクを通じて行われる。

上場企業の共通化は、欧州連合（EU）の指令によって上場基準や上場時に必要なディスクロージャー書類が共通化されている欧州を別にすれば、各国における上場法規制、ディスクロージャー規制の違いが大きな障害となることが多い。例えば、1999年6月に発表されたナスダック・ジャパン構想では、ナスダック市場登録5,000銘柄の日本国内市場での取引がうたわれた。しかし、それを実現するためには、ナスダック市場登録企業が、日本語の有価証券報告書を作成して届け出る必要があり、翻訳等に大きなコストがかかることになる。

④注文回送ネットワークの形成

複数の市場の取引システムを接続し、他市場への注文回送を効率的に行うという方法である。GEM構想は、こうした方向を志向しているように思われる。また、オーストラリア証券取引所とシンガポール取引所が、注文回送を目的としたリンクの構築で合意している。

注文回送ネットワークの構築にあたって問題となるのは、相手市場の取引参加者（会員）であって自市場へのアクセス権を有しない者の取扱いである。たとえ取引所間で会員権の相互開放などの合意がなされたとしても、市場所在国の法令に基づく証券業免許、認可等を得ていない場合には、直接、取引に参加することが難しくなる可能性もある。こうした問題を解決するためには、リンクを構築しようとする市場の運営者が、海外の取引参加者からの注文を取り次ぐ証券会社を設立するといった工夫を加える必要がある。

⑤情報ネットワークの整備

複数の市場が共同で株価情報や気配情報を伝達することで、クロスボーダーの取引を活性化させようというものである。1980年代半ばに欧州で進められたIDIS計画、ユーロクォート構想などが代表的な例である。既に触れたユーロリスト構想も最終的には情報伝達の仕組みに落ち着いた。また、最近の例としては、ナスダック市場と香港取引所による共同ウェブサイト（<http://www.porttracker.nasdaq-sehk.com/default.asp>）の開設をあげることができよう。

3) 市場間リンク構想の背景

かつては、EUによる経済統合が進み、国境を越えた企業活動、金融活動が活発化している欧州地域を除いてはあまりみられなかった市場間リンクの構想が、最近になって世界的な広がりをみせている背景には、近年のグローバルな株式市場間競争の激化がある⁴。

米国では、ニューヨーク証券取引所と全米証券業協会（NASD）が運営するナスダック市場が、新規公開企業の獲得をめぐって競合する一方、コンピュータ・ネットワーク上の擬似証券取引所である電子証券取引ネットワーク（ECN）が、ナスダック市場取引高の約3割を取り扱うまでに拡大し、ナスダック市場の中核を構成するマーケット・メーカーと注文獲得をめぐる競争を展開している。アジアにおいても、シンガポール、香港で取引所の公開株式会社組織への改編、現物取引所と先物取引所の統合が相次いで進められたほか、ナスダック・ジャパン市場の開設という大きな出来事があった。

市場間競争を勝ち抜くために、証券取引所や証券業協会など市場運営者は、新規公開企業の発掘、新商品の開発、サービスの向上、手数料など取引コストの引き下げなど様々な形で競争力の強化を図っている。伝統的な会員制組織から外部資本を受け入れる株式会社形態への転換を図ろうとする動きも各国で進んでいる。こうした中で、市場間リンクは、自市場における取引対象の拡大やイメージ向上、他市場からの注文流入による流動性向上につながるとして、多くの市場運営者が競争力強化の切り札と見なすようになっている。

3. GEM 構想に対する評価と今後の展望

GEM 構想は、過去から再三にわたって提起されてきた市場間の国際的な注文回送ネットワークを作り上げようとする計画の最も大規模なものと言うことができる。東証は、構想の実現には多くの障害があることを認め、その実現時期については明言しなかったものの、5年とか10年を要するものではないとしている。

構想が狙うのは、グローバルな注文回送ネットワークの確立である。既にグローバルな投資銀行は自社のネットワークや注文回送システム業者のソリューションを用い、部分的にはそうした仕組みを構築しているが、今回の構想が実現すれば、海外拠点を有しない業者を含む世界中の取引所会員が、現在よりも低いコストで海外の市場へ注文を回送することが可能になるであろう。

もっとも、技術的に注文回送が可能となったとしても、実際の売買注文の量がどの程度のものとなるかは不透明である。また、ネットワーク構築に要する費用が多額に上るであろうことは容易に想像される。

⁴ 株式市場間競争の歴史と現状については、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）を参照されたい。

規制上の課題もある。相互上場にまで進まなければ、全面的なディスクロージャー規制の調整は必要ないであろうが、各国取引所の会員が、海外に上場されている株式への投資を一般投資家向けに積極的に勧誘するためには、国内法上のルールに沿った手続きを踏まなければならないという点にも留意する必要がある（例えば、我が国であれば、最低限、外国証券内容説明書の交付が必要）。

今後、今回の構想のような市場間の合従連衡は一層複雑に展開されることが予想される。取引参加者や投資家は、いたずらに個々の発表内容に目を奪われることなく、構想がどこまで実現され、どのような形での取引効率化が実際に達成されたのかを冷静に見極めていく必要がある。

(大崎 貞和)