

相次ぐ欧州取引所の株式公開

欧州の証券取引所による株式の公開が相次いでいる。2001年3月に上場したドイツ取引所に続き、2001年6月18日にはロンドン証券取引所、6月20日にはユーロネクストが、それぞれ上場計画を正式に発表した。ユーロネクストは7月6日にユーロネクスト・パリに上場し、ロンドン証券取引所も7月20日に自市場への上場を果たした。

1. ロンドン証券取引所の上場に関する概要

ロンドン証券取引所は、2000年3月15日の決議で株式会社化を決定した。これまで、同社の株式は、英国の証券会社であるカザノブが運営するマッチング・システムによって売買することができたものの、1株主当たりの株式保有比率を4.9%以内に制限していることが障害となり、取引所への上場は行われていなかった。

ロンドン証券取引所にとって、ドイツ証券取引所と進めていたiX構想の撤回や、スウェーデンの取引所運営会社であるOMからの敵対的買収提案の拒否などがあった2000年は、大きな転機となった。2000年9月にケーシーCEOが辞任を余儀なくされ、クルックシャンク会長は新CEOが決まるまで、戦略的な決断は何一つできないと宣言したまま2000年を終えた。しかし、2001年1月に、新CEOにクララ・ファース氏が就任してから、独立を維持しつつ、欧州最大の証券取引所としての地位の強化に向けて動き出した。

ロンドン証券取引所は、2001年7月19日に行われる臨時株主総会において、1株主当たりの株式保有制限を撤廃することを決議し、20日、ロンドン証券取引所に自社株式を上場した。上場初値は385ペンスで、取引初日の終値は365ペンスであった。

なお、今回の上場に伴う売出しや新株発行は行われなかった。

2. ユーロネクストの上場概要

1) ユーロネクストとは

ユーロネクストは、2000年9月に、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3者が合併して設立された、新しい取引所である。合併後、3取引所はユーロネクスト・パリ、ユーロネクスト・アムステルダム、ユーロネクスト・ブリュッセルに改称さ

れた。この 3 取引所を傘下に置く持ち株会社ユーロネクスト社 (Euronext N.V.) はオランダに設立され、社長にはパリ取引所のテオドール理事長が就任した。

ユーロネクスト設立の第一の狙いは、現物取引及び派生商品取引のシステムを統合することによって、クロス・ボーダーの取引を容易にすると共に、3 取引所の会員からの注文を 1 カ所に集めることによって、流動性の向上を図る。現物の取引システムにはパリ取引所の NSC を採用し、派生商品取引については新たに開発する NDS を導入する。

ユーロネクスト・ブリュッセルは、2001 年 5 月にすでに現物取引システムの統合を完了した。ユーロネクスト・アムステルダムによる NSC の導入は、2001 年秋に予定されている。NDS は、現在開発中であることから、導入は 2002 年第 4 四半期になる見込みである。

ユーロネクストの狙いは、取引システムの統合に留まらない。子会社である清算機関クリアネットをセントラル・カウンターパーティーとする清算方式を 3 取引所で採用し、また、オランダの決済機関である Necigef とベルギーの決済機関である CIK をユーロクリアに統合することによって、決済効率の向上も図る¹。

これらの統合手続きは、システム上の取扱いだけでなく、法律の改正なども必要とするものであるため時間がかかり、全てを完了するのは 2003 年になる見込みである。

ユーロネクストは、他の取引所の参加を歓迎している。2000 年 11 月には、アムステルダム、ブリュッセルの両取引所とベネルクス・プロジェクトで提携していたルクセンブルグ証券取引所が、会員を相互承認することで提携を結んだ。また、2001 年 6 月には、ポルトガルのリスボン・ポルト取引所 (Borsa de Valores de Lisboa e Porto) が、ユーロネクストと合併することで、基本合意に達した²。

2) IPO の内容

6 月 20 日、ユーロネクストは、株式の募集と売出しを開始した。応募が、新規発行及び売出し株数の 23 倍にも達したドイツ取引所に比べ、応募数は募集、売出し株数の 2 倍程度に留まり、募集、売出価格は想定されていた価格レンジの下限である 24.0 ユーロと決まった。今回募集、売出された株式は発行済み株式総数の約 25% となった³。

今回の募集及び売出しは、フランス、オランダ、ベルギーの個人投資家向けと、機関投資家向けに行われた。米国では、機関投資家間での株式の売買に伴う情報開示義務を免除するルールである SEC 規則 144a を活用して適格機関投資家向けに販売した。今回の募集、売出し分の最低 10% は、個人投資家向けに割り当てる予定であったが、結果的には約 13%

¹ Necigef と CIK は、それぞれ取引所の 100% 子会社。なお、フランスの決済機関であるシコバムは、2001 年 1 月にユーロクリアと合併し、ユーロクリア・フランスに改称した。

² ポルトガルのリスボン証券取引所とポルト派生商品取引所は、1999 年 11 月に合併した。リスボン証券取引所は、もともとパリ証券取引所の取引システムである NSC を導入していた。

³ 発行済み株式の 5% 以上を保有する大株主は、現在、ING、クレディ・アグリコル、BNP パリバの 3 社あるが、今回の公募及び売出しの結果、出資比率 5% 以上を維持するのは ING のみとなる。

が個人投資家に割り当てられた。

ユーロネクスト株式は、ユーロネクスト・パリに上場し、7月6日から取引が開始した。ユーロネクスト・アムステルダム、ユーロネクスト・ブリュッセルでも取引することはできるが、あくまでも上場先はパリ市場となる⁴。株価は終値で一時 22 ユーロまで下落した後ほぼ横ばいで推移し、7月16日の終値は 22.7 ユーロであった。

3. 取引所の株式会社化と上場

1) 相次ぐ取引所の株式会社化と上場

証券取引所の株式会社化、上場は、今や世界的な潮流となっている。アジアでは、オーストラリア証券取引所が 1996 年に株式会社化した上で 98 年に上場したのに続き、2000 年には香港取引所が株式会社化し上場、99 年に株式会社化していたシンガポール取引所も 2000 年 11 月に上場を果たした。

米国でも、2000 年にナスダック市場を運営するナスダック・ストック・マーケット社が 2 段階で親会社である全米証券業協会 (NASD) から独立した株式会社へと移行することを決め、2001 年にその手続きを完了した。ニューヨーク証券取引所も現在では議論を中断しているが、過去には株式会社化を検討したことがある。

そして、我が国でも、大阪証券取引所が 2001 年 4 月に株式会社化を実施し、翌 5 月には、東京証券取引所も会員総会で株式会社に移行することを基本的に了承した。

欧州においても例外ではない。1998 年には、スウェーデンのストックホルム証券取引所が、上場企業である取引システム業者 OM に買収されるという形で間接的ながら上場した。その後、2001 年 2 月にはドイツ取引所が、同 5 月にはオスロ取引所が上場し、その後を追うように、ロンドン証券取引所、ユーロネクストの今回の動きが続いた。新聞報道によれば、イタリア取引所も上場を計画しているという。

2) ドイツ取引所の上場

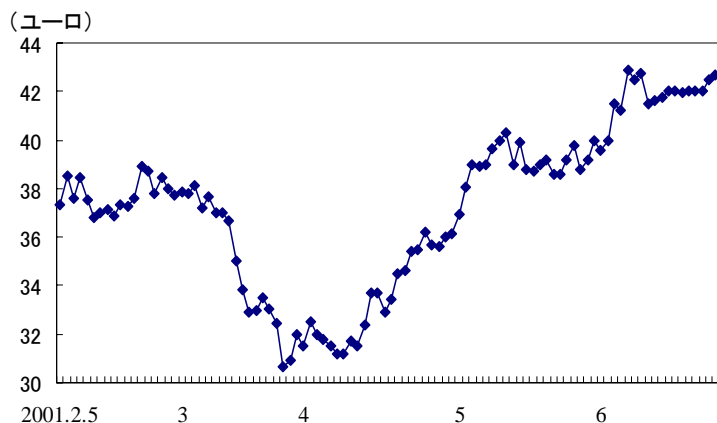
ドイツ取引所は、2001 年 1 月 18 日の臨時株主総会で株式を上場することを決定し、2 月 5 日フランクフルト証券取引所に上場した。ドイツ取引所は IPO と同時に公募増資を行った。当初予定されていた発行株式数は 255 万株だったが、応募倍率が 23 倍にも達したため、オーバー・アロットメント・オプションにより発行株式数を 39 万株増やし、294 万株が発

⁴ 取引所が統合し、上場基準が一つになっても、証券監督当局は各国でそれぞれ存続する。したがって、ユーロネクストに上場する企業は、パリ、アムステルダム、ブリュッセルのうち、どの市場に上場するかを選ぶ必要がある。

行された。応募価格の想定レンジは 285～335 ユーロとされていたが、強い需要を反映し、上限の 335 ユーロとなった。2月5日には、株価は 11%上昇し、好調な出足を見せた。

上場後、一時は 300 ユーロ近辺まで下落したものの、2000年12月期の経常利益が前年比 66.5%もの大幅増となったこともあり、その後株価は上昇し、6月28日時点での公開時からの株価の上昇率は 27%にも上った⁵。

図1 ドイツ取引所の株価の推移



(注) ドイツ取引所は6月1日には、1：10の株式分割を行った。株価は分割修正後。

(出所) ブルンバークより野村総合研究所作成。

3) 取引所の株式会社化、上場の目的

取引所が株式会社化する目的としては、①システム投資などのための資金調達手段の多様化、②他の取引所や決済機関などの関連機関との提携や、それらの買収への備え、③営利目的を掲げ、株主による経営監視を受けることによる経営効率の向上や意思決定の迅速化、④情報開示の推進と経営の透明性強化、⑤従業員の意識向上、などがある。

これらの目的は、株式会社化した後に、上場しなければ達成できないというものでは、必ずしもない。ただ、上場し一般株主を募ることによって、資金調達手段の多様化はさらに進むし、職員の意識改革も一層図られることが期待できるといったメリットはある。

その一方で、自主規制機能を持つ取引所が営利を目的とすることによって生まれうる様々な利益相反のリスクが、取引所が株式を上場することにより高まるというデメリットもある。株主が株式会社化前の会員であった市場参加者に留まらず、一般投資家にまで広がるようになると、例えば、収益の拡大を求める株主が、場口銭の引き上げや、直接の収益源とはならない規制部門の人員削減を求めるといったことが考えられる。このような問題をどのように防ぐかが重大な課題となる。

⁵ この間、DAX30は12%下落した。

4) 欧州 3 取引所の上場の狙い① — 資金調達手段の多様化 —

欧州主要 3 取引所が上場の目的として強調しているのは、システムの改良や新商品・サービス開発のための資金調達手段の多様化である。各取引所は、システムの改良と新商品の開発に力を注いでいる。

優れた取引システムを作ることには、自らの顧客による取引を効率的にするだけでなく、他の取引所にも販売することができるというメリットもある。ユーロネクスト・パリの NSC システムは、メキシコ、ブラジル、シンガポール、トロントなど、10 カ国以上の取引所に販売されている。また、ドイツ取引所の Xetra は、ヘルシンキ、ウィーン、アイルランドの各証券取引所で利用されている。ロンドン証券取引所も、2001 年 4 月、SETS をヨハネスブルグ証券取引所に販売するという契約を結んだ。また、ストックホルム証券取引所を運営する OM も、取引システムの販売業者としては定評がある。取引システムを販売すると、毎年のライセンス利用料が得られるし、バージョン・アップの費用についても規模の経済が働くという利点もある。

新商品、サービスの導入戦略は、取引所によって異なる（表 1）。中でも積極的なのが、ドイツ取引所である。ドイツ取引所は、B2B 取引システムの開発、販売や天候デリバティブなど、直接証券取引には関係ない分野にも乗り出した。また、ユーロネクストは資源を 3 取引所の統合に集中しているためか、新商品、サービスの導入は少ないが、それでもワイン先物の上場計画を明らかにしている。

これに対し、ロンドン証券取引所も、新たな試みを続けているものの、その内容は証券取引に関連したものばかりである。ドイツ取引所、ユーロネクストと異なり、派生商品取引所を傘下に置いていないことが、その一因となっている。

表 1 欧州主要 3 取引所の新商品・サービス導入事例

ロンドン証券取引所	ユーロネクスト	ドイツ取引所
<ul style="list-style-type: none"> ・新商品用セグメントとして extraMARK を新設。最初にこのセグメントに含まれるのは ETF に（2000 年 2 月）。 ・シティ・メディア・センターが稼働。アナリスト・ミーティングや個人投資家向け情報提供の場として、取引所ビルの 1 階を改装（2000 年 11 月）。 ・LCH をセントラル・カウンターパーティーとする新しい清算・決済方式を導入（2001 年 2 月）。 ・地方企業を集めた新しいセグメント landMARK を立ち上げ（2001 年 4 月）。 ・リテール・ブローカー向け国際証券取引サービス IRS (International Retail Service) 稼働（2001 年 5 月）。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ワイン先物の上場を発表（2000 年 10 月）。 ・ETF を上場。セグメント名を NextTrack に（2001 年 1 月）。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ETF を上場。ETF 用のセグメントとして XTF を用意（2000 年 6 月）。 ・電力取引所 EEX での取引開始（2000 年 8 月）。 ・欧州の 30 都市について、天候指数の算出、公表を開始（2000 年 11 月）。一定期間を経た上で、天候デリバティブを Eurex に上場する予定。市場名は Xelsius。 ・中東欧企業向け証券取引所 NEWEX をウィーン証券取引所と共同で設立（2000 年 11 月）。 ・ドイツ取引所全体の投資情報提供を目的とした neuermarkt.com がサービス開始（2001 年 2 月）。 ・Xetra のブロック取引用改良版 Xetra XXL での取引開始（2001 年 3 月）。

（出所）各証券取引所資料等より野村総合研究所作成。

5) 欧州 3 取引所の上場の狙い② —買収・提携への備え—

もう一つの狙いは、将来の他の取引所との買収、提携戦略を実行するための準備である。増資、または株式交換による買収、提携に打って出る体制を整えることが可能となる。また、欧州における取引所の再編を主導するには、クロス・ボーダーの清算や決済をどのように効率化するかについても、答えを用意する必要がある。そのためには、清算機関や決済機関など、グループ内外の関係機関との提携も必要となる。

6) 欧州主要取引所間の収益比較

表 2 は、ロンドン証券取引所、ユーロネクスト、ドイツ取引所の 2000 年度の収益構成を比較したものである。

ロンドン証券取引所は、派生商品取引を取り扱っていないこと、清算、決済業務にも関与していないこと、さらに、ユーロネクストやドイツ取引所ほど取引システムの販売に積極的でないことから、売上げ、純利益の額共に、ユーロネクスト、ドイツ取引所を大きく下回る。これに対し、ユーロネクストとドイツ取引所は、売上げの規模やその構成が、極めて類似している。

ロンドン証券取引所は、上場企業が重要事実を開示する RNS (Regulatory News Service) を独占的に取り扱ってきたが、英国の証券規制当局である FSA はこれを見直し、ロイターなどデータ・ベンダーにも取扱いを認める方針を明らかにした。この結果、ロンドン証券取引所の最大の売上げ項目である情報サービスによる売上げも、今後は減少する可能性がある。上場企業数やその時価総額で欧州最大を誇るロンドン証券取引所も、取引所自身の時価総額では、ドイツ取引所やユーロネクストを下回ることになる。

もちろん、その分、ロンドン証券取引所の資産総額は小さく、ROA で比較した収益性は、他と見劣りしない。ただ、時価総額が小さいと、それだけ買収されるリスクも高まろう。そこで注目されるのは LIFFE との合併の有無である。新 CEO のファース氏は LIFFE の取締役を務めたこともある。派生商品取引でユーレックスやユーロネクストに押され気味の LIFFE 側は、もともとロンドン証券取引所との合併には積極的である。LIFFE では、もともとオープン・アウト・クライ方式で取引を行っていたが、2000 年に完全にシステム取引に移行した。LIFFE は、派生商品取引以外にも利用できる新たに開発した取引システムに自信を持っており、取引所以外に、B2B などの分野にもシステムを販売している⁶。また、天候デリバティブの取扱いも視野に、天候指数の公表を始めてもいる。ロンドン証券取引所としては、LIFFE との合併で、取扱商品を多様化することができる。

⁶ 東京金融先物取引所も、LIFFE の取引システムを導入することを決めた。

表 2 欧州主要 3 取引所の売上げ構成比較

ロンドン証券取引所			ユーロネクスト			ドイツ取引所		
	(100万ユーロ)	(%)		(100万ユーロ)	(%)		(100万ユーロ)	(%)
発行体サービス	51	16.5	現物取引	181	24.1	Xetra	278	27.8
ブローカー	104	33.2	上場手数料	60	7.9	Eurex	160	16.1
情報サービス	138	44.1	派生商品取引	87	11.5	情報サービス	82	8.3
その他	19	6.2	清算	165	21.9	Xlaunch	0	0.0
合計	312	100.0	決済	32	4.2	システム	182	18.2
純利益	25		情報サービス	69	9.1	清算・決済	296	29.6
			システム	87	11.6	合計	998	100.0
			その他	72	9.6	純利益	221	
			合計	752	100.0			
			純利益	127				

- (注) 1. ドイツ取引所の清算・決済手数料は、便宜的にクリアストリーム・フランクフルトの売上げを利用。
 2. ドイツの上場手数料は Xetra に含まれる。
 3. ロンドン証券取引所は 2001 年 3 月期、他の 2 取引所は 2000 年 12 月期の実績。
 4. ロンドンの業績は、2000 年 3 月末の為替レートでユーロ換算。
 (出所) 各証券取引所資料より野村総合研究所作成。

4. 欧州証券取引所間競争の現状

1) ナスダック・ヨーロッパ

欧州における取引所の競争環境は刻一刻と変化している(表 3)。2001 年 3 月にはナスダックがイースダックを買収し、ナスダック・ヨーロッパとした。これで、ナスダックは、日米欧の 3 極に拠点を持ったことになる。

表 3 2000 年以降の欧州取引所の動き

年月	出来事
2000 年 3 月	ロンドン証券取引所が株式会社化を決定。
5 月	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 を設立することを発表。
8 月	ストックホルム証券取引所を運営する OM、ロンドン証券取引所に対して敵対的買収を提案。
9 月	・ロンドン証券取引所、OM からの敵対的買収を受けて、iX 構想を白紙撤回。 ・パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所が合併し、ユーロネクスト誕生。
11 月	OM とモルガン・スタンレーが共同で設立した個人投資家向け電子取引システム、ジャイウェイが稼働。
2001 年 2 月	ドイツ取引所、株式をフランクフルト証券取引所に上場。
3 月	ナスダックがイースダックを買収し、ナスダック・ヨーロッパに。
5 月	ノルウェーのオスロ取引所が自市場に株式を上場。
6 月	・ロンドン証券取引所が、株式を自市場に上場することを発表。 ・ユーロネクストが、株式をユーロネクスト・パリに上場することを発表。 ・スイス証券取引所とトレードポイントが設立した新取引所ヴァーテックス稼働。

(出所) 野村総合研究所作成。

しかし、イースダックの買収によって、欧州において十分な足場を得られたと言えるかどうかは予断を許さない。ナスダック・ヨーロッパは、「ナスダック」というブランドを

活かして、上場企業数が伸び悩んでいたイースダックの再生を目指しているが、3月の買収以降、依然として新規公開はなく、上場企業数は減少している。また、売買代金も低迷したままである。

ハイテク・ベンチャー企業の株価が大幅に下落しており、ベンチャー企業への投資意欲が冷めているという面もあるし、公開を決めてもIPOの準備には時間がかかるということも考慮しなければならない。また、ナスダック・ヨーロッパは、クオート・ドリブン方式とオーダー・ドリブン方式を併用した新取引システムを6月8日からスタートさせており、その効果が現れるのにも時間がかかろう。したがって、イースダック買収の効果を評価するには時期尚早だが、米国での成功を欧州にも持ち込むことができるかが注目される。

なお、ナスダックは、米国の決済機関であるDTCCと提携することによって、クロス・ボーダー証券取引の最大の障害と言われている決済の効率化を図る。この一環として、ナスダック・ジャパンの運営に関与している大阪証券取引所も、ナスダック及びDTCCと基本合意を結んだ。当面の対象を外国株としており、ナスダック・ジャパンは、2002年に開始することが期待される米国ナスダック市場上場銘柄の売買の、決済を効率化したい考えである⁷。

既に、ナスダック・ヨーロッパでは、米国ナスダック銘柄の一部が取引可能となっているが、その売買は決して盛んであるとは言えない。GEM構想がなかなか具体化しないことを考えても、グローバル取引の具体化は、決して容易なことではない。クロス・ボーダー決済の効率化が、「グローバル取引」時代の到来の幕開けとなるのか、一つの試金石になる。

2) ヴァーテックス

ヴァーテックス (virt-x、ヴァーチャル・エクスチェンジの略) は、スイス証券取引所と英国のトレードポイント (Tradepoint) が共同で設立した新しい証券取引所である⁸。トレードポイントは業績不振で2度破産の危機に瀕したことがあり、2度目の危機の際に救済出資したインスティテットやUBS、メリル・リンチなど11社からなるTPコンソーシアムが、ヴァーテックスの株式の38.9%を保有する。また、スイス証券取引所も38.9%を保有する。ヴァーテックス株式はロンドン証券取引所のAIMに登録されている。

ヴァーテックスでの取引は、2001年6月25日より開始した。最初は、スイスの大型株と

⁷ ただし、そのためには、ナスダック上場企業が再度日本において上場手続きを行う必要があり、当然、日本語での上場申請や情報開示なども必要となる。ナスダック・ジャパン設立時には、2001年6月にも、米国ナスダック銘柄の売買を始める予定と発表されていたが、この点が障害となって、取引開始が遅れている。

⁸ トレードポイントについては、大崎貞和「再出発するトレードポイント」『資本市場クォーターリー』1997年秋号、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』1999年秋号、を参照。

英国株の売買を取り扱い、7月9日までには、欧州主要国の代表的株価指数や、DJ Stoxx や FTSE Eurotop、MSCI Pan Euro などの汎欧州株価指数の構成銘柄となっている欧州のブルーチップ銘柄を対象を拡大して、613銘柄を売買できるようにし、汎欧州証券取引所を目指す。

取引システムは、スイス証券取引所のオーダー・ドリブンの電子取引システムを用いる。決済は、英国の証券保管振替機関である Crest、スイスの証券保管振替機関である SIS、および国際決済機関であるユーロクリアの3機関で行う。2002年にはセントラル・カウンターパーティー制を導入し、決済効率の向上を図る。

ヴァーテックスの最大の特徴は、スイスの大型株 28 社、29 銘柄の取引を、スイス証券取引所が移管したことである⁹。国を代表する証券取引所が、中心商品である国内大型株式の売買を他国に移すのは、初めてのケースである。スイス大型株の取引のためにヴァーテックスを利用する証券会社に、それ以外の汎欧州ブルーチップ銘柄の売買にも利用してもらおうという戦略である。

確かに、スイスの大型株の取引はもともとの母国市場を受け継いだヴァーテックスを中心に行われるだろう。しかし、それ以外の銘柄について注文がどれだけ集められるかは不透明である。初日の売買代金 27.1 億ユーロのうち、25.8 億がスイス株の売買によるもので、英国株の取引は 1.3 億ユーロに留まった。

3) ジャイウェイ

ストックホルム証券取引所を運営する OM とモルガン・スタンレーが共同で始めた、汎欧州証券取引所であるジャイウェイも¹⁰、2000年11月より稼働した。現在、英国、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、米国の7カ国の株式を売買することができる。

注文金額の上限を5万ユーロとしており、リテール顧客のみを対象としている。

売買は、オーダー・ドリブンの電子取引システムを中心に行われる。ただし、モルガン・スタンレーやコメルツ銀行など6社がマーケット・メーカーを行っている。マーケット・メーカーの提示する気配値は、7カ国の母国市場での最良気配と同じか、よりよいものでなくてはならないとすることで、母国市場と同等、あるいはそれよりもよい価格での執行を保証している。

また、自らがセントラル・パーティーとなり、保管振替サービスも提供することによって、クロス・ボーダー取引の決済コストも削減することに努めている。

ただ、現状では、有力なリテール・ブローカーを顧客とすることができておらず、売買代金は多い月でも5,000万ユーロ前後に留まっている。ジャイウェイは、取引高が十分でな

⁹ スイス証券取引所は、スイスの中小型株式の売買を行う取引所としてチューリッヒに存続する。

¹⁰ ジャイウェイは、英国 FSA から、取引所としての認可を受けている。

いため日々赤字が拡大しており、OMとモルガン・スタンレーは追加出資を予定している。また、外部の出資者も募りたい考えである。

4) 展望

欧州の取引所間競争において、注目されるのは、①上場した取引所の買収が行われるか、②既存の取引所に対抗する新しい取引所、取引システムがどの程度成功するか、の2点に集約されよう。

ユーロネクスト、ロンドン証券取引所が、相次いで上場したことにより、欧州の主要3取引所は、全て上場企業となった。一上場企業として、収益性をいかに高めていくのかを、真剣に検討しなければならない。さもないと、株価は下落し、競争相手によって買収される恐れが高まる。3取引所は、当面、上場後の自取引所の運営に力を注ぐと見られており、すぐに他の取引所の買収に動くという見方は少ない。注目されるのはOMグループの動きである。前回、ロンドン証券取引所の敵対的買収に失敗したOMグループは、1株主の保有制限さえなければ成功する余地は十分あったと考えている節がある。どれか一つの取引所が動くと、一気に再編は加速する可能性がある。

欧州で、新しい取引所や取引システムがどの程度の成功を収めるかは、今後の取引所の戦略に大きな影響を与えよう。米国のECNが成功したのは、ナスダックのマーケット・メーカーが出す気配値よりもよい価格での執行を可能としたためである。しかし、欧州では、ほとんどの市場がオーダー・ドリブン方式での取引を行っているため、欧州の新しい取引所や取引システムが扱っているのが、もともと流動性の高いブルーチップ銘柄が中心であることを考えると、執行価格の改善によって既存の取引所からシェアを奪うのは難しい。そこで、欧州の新しい取引所や取引システムは、クロス・ボーダー証券取引の決済コストの低減が強く求められていることに目を付け、クロス・ボーダー決済の効率化による取引コスト削減による競争を目指している。

これに対し、ユーロネクストは、国際決済機関であるユーロクリアと国内決済機関の統合を急ぎ、ドイツ取引所はクリアストリームに対する支配力を強化しようと画策している。一方、清算・決済業務に関与していないロンドン証券取引所は、取引所が清算・決済機関を保有していることが、清算・決済機関の統合が進まない理由であるとして、取引所は清算・決済業務から撤退すべきであると主張している。清算、決済業務への取組みが、今後の一つの鍵を握ろう。

5. 我が国における取引所の株式会社化と上場への示唆

1) 株式会社化の意義

我が国でも、2000年5月の証券取引法改正により、取引所が株式会社形態を取ることが認められた¹¹。前述の通り、すでに大阪証券取引所は2001年4月に株式会社化し、東京証券取引所も翌5月に株式会社に移行する方針を打ち出している。

両取引所とも、国際市場間競争への対応、システム投資のための資金調達手段の多様化、株主を重視した意思決定の迅速化、を株式会社化の主な目的としている。

国際市場間競争への対応とは、海外の取引所との提携や合併に対する備えである。海外の主要取引所が相次いで株式会社化する中で、自らも株式会社になっておいた方が、資本提携などが柔軟、かつ容易に行えるというわけである。しかし、そもそも国際市場間競争が、果たしてそれ程厳しいものなのかは不明である。クロス・ボーダー証券取引が拡大している欧州とは、日本の取引所が置かれている環境が全く異なることを銘記しておく必要がある。

また、これまでも既に証券取引所が国際的な提携を結んでいる例はあり、株式会社でなければ、他の取引所と提携できないということもない。さらに言えば、国際的な提携にどれほどの意味があるのかもはっきりしない。最近の例としては、2001年5月に大阪証券取引所がシドニー先物取引所と派生商品の取引、清算・決済、商品開発、などで包括的に協力することで合意した。また、東京証券取引所は、翌6月にアメリカン証券取引所とETFに関する戦略的提携を結んだ。しかし、国際的な提携を行ったり、グローバル・ネットワークを作ったりしても、それが直ちに売買の活性化につながるとは限らないことは、ナスダック・ヨーロッパでの米国ナスダック銘柄の売買が一向に盛り上がらないことや、ニューヨーク証券取引所や東京証券取引所、ユーロネクストなどが打ち出したGEM構想に、具体化の気配が見えないことから明らかである。

システム開発のための資金需要は、2001年6月末に大阪証券取引所が発表した中期経営計画によれば、2002年秋に稼働予定の清算システム開発用に20億円、2003年秋に稼働予定の次期売買システムの開発に30億円を見込んでいる。東京証券取引所は、2005年までに400億円程度の投資を予定しているようである。この金額が、株式会社とならなければ調達できないほどの額であるかどうかは議論もあろう。ただ、不動産投資信託やETF、個別株先物などの新商品の導入が、今後も続くことが期待されることを考えれば、将来的に資金調達手段を多様化しておくことによって、経営戦略に関する柔軟性を持つことができるとは言えよう。

大阪証券取引所は、株式会社に転換した後、大胆な組織改正を行った。株主の利益を意

¹¹ 株式会社形態の取引所を認めた証券取引法改正については、大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

識した積極的な経営改革が、株式会社化の結果可能になったというのであれば、株式会社化の意義もある。しかし、株主の利益が常に取引所を利用して取引に参加する者の利益と一致しない点には十分な注意が必要である。株式会社化した時点では、それまでの会員に株式を配分することになるので、まだ株主と市場参加者が一致し、問題は少ないだろう。しかし、上場して取引参加者ではない株主が増えてくれば、両者の利害が対立する恐れが高まることは前述した通りである。

2) 株式会社化後の取引所運営

公共財としての性格を持つ取引所が、営利を追求する株式会社となることによって、様々な利益相反のリスクが生まれることは、すでに広く論じられている¹²。証券取引法の改正でも、この点に配慮し、単一株主の株式保有を制限したり、取引所の自市場への上場については金融庁の承認を受けることを求めるなどの規定を設けている。

とはいえ、実際の運営上の仕組みは、各取引所が整備していかなければならない。この点については、既に株式会社化した取引所の事例が参考になろう。例えば、ロンドン証券取引所は、株式会社化の前に、上場審査権限を監督当局である金融サービス庁（FSA）に移管した。また、香港取引所は、その独占的な地位を利用して手数料を引き上げることがないよう、手数料体系を証券監督当局である証券先物委員会（SFC）による認可事項としている。取締役会の人選については、オーストラリア証券取引所が適性審査を導入し、シンガポール取引所では会長及び社長人事に証券監督権限を持つシンガポール通貨庁（MAS）の承認が必要としている。各取引所のケースを丹念にチェックし、どのような問題が起こりうるのか、先行事例を十分に検討しておくことは、株式会社化後の取引所運営のあり方を考える上で有効であろう。

特に慎重さが求められるのは、両取引所が株式の上場を検討する場合である。取引所が株式を上場した場合、株主と市場参加者との利益相反のリスクが高まることは既に指摘した。実際、我が国では、戦前に株式会社形態を取っていた東京株式取引所で、取引所株の投機的取引が盛んに行われ、本来これを取り締まるべきであった取引所側も場口銭収入を確保するために、それを事実上奨励したという過去がある。自らの株式をすでに上場した、あるいはこれから上場する欧州やアジアの取引所で、どのような問題が顕在化し、それを解決するためにどのような対応がなされるかを十分に踏まえた、慎重な議論が期待される。

（落合 大輔）

¹² 取引所の株式会社化に関する論点を整理したものとしては、IOSCO Technical Committee, “Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization”, December 2000 を参照。