

## 見直された欧州証券取引所の提携構想

ロンドン証券取引所やドイツ取引所を始めとする欧州の 8 証券取引所は、去る 9 月の会合で取引システムの共通ネットワーク化を機軸とする提携案で合意した。8 証券取引所は、これまで欧州各国のブルーチップを集めた新しい取引所を作ることを目指していたが、今回の合意内容は当初の構想よりも後退したものとなっている。

### 1. 新しい合意の内容

#### 1) これまでの経緯

98 年 7 月 7 日、ロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を発表した。その内容は、欧州の優良企業を上場する新しい汎欧州取引所を設立するという野心的なものであった。両取引所は、その他の欧州証券取引所の参加を歓迎する意向を最初から明らかにし、これに応じる形で、同年 11 月末のパリでの会合で、パリ取引所、アムステルダム取引所、イタリア証券取引所、マドリッド取引所、ブリュッセル取引所、スイス取引所の 6 証券取引所がこの構想に参加することが決まった。99 年 5 月にはこれら 6 証券取引所が正式に会員として新市場に関する決定に参加することになった<sup>1</sup>。

この構想では、99 年中に各取引所の取引システムのフロント部分についてインターフェースを共通化し、ルールや手数料体系に関しても統合を進め、2000 年以降、できるだけ早く取引システムと決済システムを共有し、一つのルールに基づいた、単一の取引所として立ち上げることを目的としていた。これに向けて、6 月には、取引時間を共通化すること、売買注文のサイズに関する上限を撤廃することで合意し、一部の証券取引所ではすでに実行に移されていた。

しかし、新取引所の持ち分を 8 証券取引所の間でどのように配分するのか、収益をどのように分配するのか、最終的に採用する取引システムを新たに構築するのか、それともいずれかの取引所のシステムを採用するのかなど、合意が難しい点も数多く残っており、今後の進展については予断を許さない状況であったことは指摘した通りである<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> それまでは、準会員として会議には参加しても、最終的な決議はロンドン証券取引所とドイツ取引所の 2 者が行うことになっていた。

<sup>2</sup> この件に関する経緯は、落合大輔「進む欧州取引所の再編」『資本市場クォーターリー』98 年秋号、「EU 金融・資本市場統合の深化に向けた動き」『資本市場クォーターリー』99 年冬号参照。

## 2) 今回の合意内容

99年9月22日にブリュッセルで行われた8証券取引所<sup>3</sup>の会議では、一つの新しい取引所を設立するのではなく、下の表1に示す7つの共通ルールに基づいて各証券取引所が取引システムを改良し、それをネットワークで結ぶことで合意した。これが可能となれば、流動性の向上や、市場の透明性の向上に資するだけでなく、売買手続きを簡素化でき、ユーザーにとっての複雑さも解消されるほか、新たな資金流入、投資家保護の強化、そして、欧州資本市場の統合、ももたらされるとしている。各国の新しい取引システムと、共通のインターフェースは2000年11月までに導入される予定である。

表1 8証券取引所が合意した7つのルール

- |   |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 継続的なオーダー・ドリブン方式を採用する。コンピュータ取引とし、開場時と閉場時にはオークションを行う。日中にオークションを行うこともできる。</li> <li>2. 各取引所の会員が、オーダーブックにアクセスする方法を共通化する。</li> <li>3. 全取引の決済の当事者となる機関（清算機関）を設けるなどの方法により、取引前及び取引後の注文の匿名性を確保する。</li> <li>4. 注文のサイズやオークションの方法、ティック・サイズなど、取引に関するルールを揃える。</li> <li>5. ブロック取引に対応した取引方法を用意する。</li> <li>6. 相場操縦を防ぐ方法を共通化した上で、各市場が自らの上場銘柄の売買監視に責任を持つ。</li> <li>7. 会員の所在地に関わらず、各市場へのアクセスが公平かつ平等になるようにする。</li> </ol> |
|---|

(出所) ロンドン証券取引所

この合意は、各国の取引システムに改良を加えた上で共通のネットワークで結ぶというもので、汎欧州の優良企業を集めた単一の証券取引所を作るという最初の構想からは後退したものと言わざるを得ない。ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所という欧州で最も有力な取引所が音頭を取って汎欧州取引所を設立するという構想は、欧州金融資本市場の統合を象徴するような出来事として注目されていただけに、『エコノミスト』誌がすでに取引所間の提携は崩壊したも同然と決めつけるなど<sup>4</sup>、マスコミの論調には失望感が露わになっている。

<sup>3</sup> 今回発表されたプレス・リリースでは、この構想に参加している8証券取引所を提携市場（Alliance Markets）と呼んでいる。

<sup>4</sup> "London Stock Exchange The quick and the dead", *The Economist*, September 18<sup>th</sup> 1999.

### 3) ロンドン証券取引所の対応

今回の合意に沿って、ロンドン証券取引所はすでに取引システムの改革に着手している。取引の終了時にもオークションを行うようにするほか、価格のモニタリングも強化する。また、中央預託振替決済機関である Crest と清算機関であるロンドン・クリアリング・ハウス (London Clearing House) に対し、上記の 3 番目のルールに基づき、決済の当事者たる機関となることを要請した<sup>5</sup>。ロンドン証券取引所では、その他の点についても他の証券取引所と協議しながら必要な改良を行い、2000 年 5 月に新しい取引システムを導入する予定である。

また、ロンドン証券取引所は、現在、他の欧州諸国の証券取引所に遅れて公開株式会社化を検討中である。これを受けて、ブラウン蔵相は、10 月 4 日、ロンドン証券取引所からの依頼に基づき、同取引所の上場審査権限を FSA に移管することを発表した。今後、ロンドン証券取引所も、営利を追求する私企業としての意識を高めていくことになる。

## 2. 証券取引を巡る新しい動き

米国では代替的取引システム (ATS、かつては PTS 私設取引システムと呼ばれた) と称される電子取引システムが、ナスダックやニューヨーク証券取引所など、既存の株式市場から注文を奪い、注目を集めている。このような動きは、欧州においても少しずつではあるが、見られるようになってきた。中でも注目されるのが、トレードポイント (TradePoint) の再建と、機関投資家間のクロス取引を行うポジット (Posit)、イー・クロスネット (E-Crossnet) である。

### 1) トレードポイントの再建

トレードポイントとは、英国で 95 年 9 月にロンドン証券取引所との競争を目指して稼働した新しい株式取引所である。トレードポイントの試みは、当時はロンドン証券取引所がクオート・ドリブン方式の取引システムを採用していたのに対し、トレードポイントはオーダー・ドリブン方式を採用したことや、完全に自動化された電子取引システムの導入により低コストでの取引を実現することを目指したことから、英国における市場間競争の幕開けとして注目を集めた。

しかし、トレードポイントの取引高は期待されたほどには増加せず、経営内容が悪化し、97 年 7 月には、経営陣の総退陣とベンチャー・キャピタルなどからの出資受入れを柱とし

---

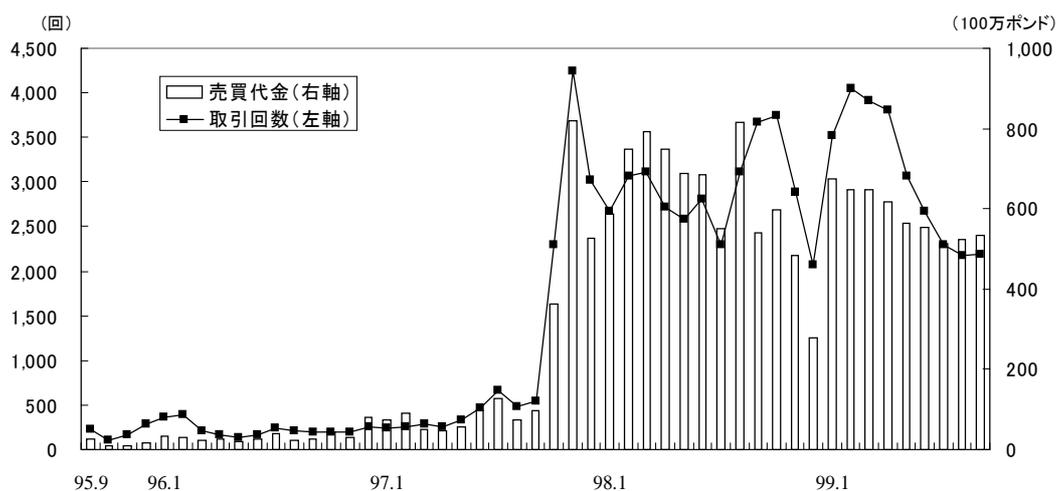
<sup>5</sup> 東京証券取引所も 99 年 5 月からこのような決済方式に移行している。

て経営再建を図った<sup>6</sup>。

この直後、売買代金は増加したものの、97年10月にはロンドン証券取引所がFTSE100構成銘柄について、オーダー・ドリブン方式を採用した新しい取引システム SETS を導入したこともあり<sup>7</sup>、再び売買高は横ばいで推移し、依然として赤字状態が続いていた(図1)。99年5月、米国の有力金融機関によるコンソーシアムからの救済を受け入れ再度再建を目指すこととなった。

このコンソーシアムは、当初、米国を代表する ECN (Electronic Communication Networks) であるインスティネットとアーキペラゴ (Archipelago) のほか、モルガン・スタンレー、JP モルガン、投信会社のアメリカン・センチュリーによって構成されていた。1週間後にはウォーバーグ・ディロン・リードが参加を決め、さらに9月には、CSFB、ドレスナー・クラインウォート・ベンソン、メリル・リンチも加わった。ドイツ銀行と ABN アムロも現在出資を検討している。

図1 トレードポイントの売買高、売買代金の推移



(出所) トレードポイント

これまでのところ、トレードポイントは1,400万ポンドの出資を受けただけで、取引システムの見直しなどは実行していない。しかし、有力機関からのバックアップを受けただけでは状況が改善するはずもなく、5月以降も売買は伸び悩んでいる。トレードポイントでは、何らかの抜本的な対策を検討中である。

<sup>6</sup> トレードポイント設立の経緯とその再建策については、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』97年秋号参照。

<sup>7</sup> ロンドン証券取引所の新しい取引システム SETS については、落合大輔「新取引システムに移行したロンドン証券取引所」『資本市場クォーターリー』97年秋号参照。

## 2) ポジット (Posit)

すでに欧州で運営し始めたクロッシング・システムがポジット (Posit) である。クロッシング・システムとは、クロス取引を 2 者間ではなく多角的に行うシステムである。ポジットは米国を代表するクロッシング・システムで、欧州では、米国でポジットを運営している ITG (Investment Technology Group) とソシエテ・ジェネラルが折半出資した ITG ヨーロッパが運営している。ポジットは 98 年 11 月から英国株式を対象に移動した。

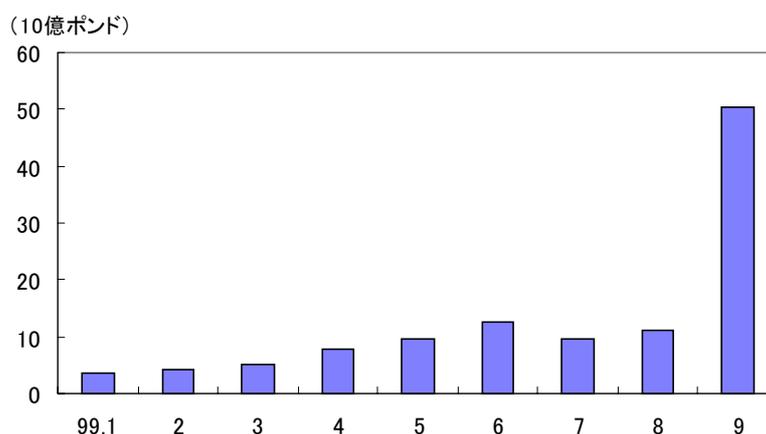
ポジットは、1 日に 3 回、午前 9 時半と 11 時、午後 3 時に付け合わせを行う<sup>8</sup>。価格はロンドン証券取引所の最良気配値の中値を利用する。

後述のイー・クロスネットは機関投資家のみを利用者を制限するのに対し、ポジットはそのような制限は設けておらず、マーケット・メーカーなども参加している。欧州では、機関投資家に取引参加者を限定すると、注文が売りと買いのどちらか一方に集中することが多く、マッチする注文が少なくなることが懸念されるからである。

ポジットに入力される注文金額は、順調に増加している。機関投資家が夏休みに入る 7、8 月は伸び悩んだが、9 月には急増し 500 億ポンドを超えた (図 2)。ITG ヨーロッパは、入力された注文のうち、実際にマッチされた金額は公表していない。9 月には、ロンドン証券取引所の売買代金の 3.5% に達したようである。

ITG ヨーロッパは、2000 年の第 1 四半期から、提携市場に参加している他の 7 カ国の株式の取り扱いを開始することを決めている。

図 2 ポジットに入力された注文金額の推移



(注) 入力された注文が全て執行されるわけではない。

(出所) ITG ヨーロッパ

<sup>8</sup> 正確には 9 時半、11 時、15 時からそれぞれ 7 分後の間のいずれかのタイミングでマッチングする。時間を特定すると相場操縦が行われる恐れがあることなどがその理由である。

### 3) イー・クロスネット

イー・クロスネットは、メリル・リンチ・マーキュリー・アセット・マネジメントとパークレイズ・グローバル・インベスターズが設立した、機関投資家同士のクロッシングを専門に行うクロッシング・システムである。同社は英国で設立され、主に欧州主要国の株式を取り扱うことにしている。すでに 19 の機関投資家が参加を決めている（表 2）。稼動する 2000 年第 1 四半期までには 40 社を集め、最初の 1 年間で 140 億ポンド相当の売買を取り扱いたい考えである<sup>9</sup>。

表 2 イー・クロスネットに参加を決めた 19 社

• Baillie Gifford	• Legal & General Investment Management
• Barclays Global Investors	• Merrill Lynch Mercury Asset Management
• Capital International	• Morgan Grenfell Asset Management
• Dresdner RCM Global Investors (UK)	• Morley Fund Management
• Fleming Asset Management	• Phillips & Drew
• Foreign & Colonial Management	• Prudential Portfolio Managers UK
• Gartmore	• Schroder Investment Management
• Henderson Investors	• Scottish Equitable Asset Management
• JP Morgan Investment Management	• Standard Life Investments
• Jupiter Asset Management	

(出所) パークレイズ・グローバル・インベスターズ

## 3. 展望

### 1) 依然として多難な前途

今回の合意が実行され、共通のルールに則った取引システムに、各取引所の会員が差別なくアクセスでき、一つの取引端末から売買できるようになるのであれば、その実質的な意味は、新しい取引所を設立するのとあまり変わらない。むしろ、各取引所が自らの取引システムを利用することができるし、新取引所の持ち分や収益の配分問題もなく、現実味を増したことを評価することもできる。

ただ、このような合意がいつまで維持できるのかは大きな課題として残される。各取引所が自らの取引システムを使う以上、8 証券取引所の間で、取引コストの差は残るものと思

<sup>9</sup> ロンドン証券取引所の 1998 年の年間売買代金は約 1 兆ポンド。

われる。この差が大きいと、コストを低く抑えることができる証券取引所は、やはり自分の所で他国の株式の売買も扱いたいと考えるようになるだろう。有力な取引所が一つでも離脱すれば、8証券取引所間の合意は瓦解することになるだろう。

8証券取引所の提携が成功するには、クロス・ボーダーの株式売買が増加することが重要である。そのためには、使い勝手のよい取引方法を作り上げることが不可欠であることは言うまでもない。各国の取引システムを残しながら、一つのインターフェースで取引できるようにするのは容易なことではなく、実現に向けての前途は依然として多難である。

それに加えもう一つ重要な点がある。それは、決済システムの統合または提携である。売買を行うのが容易になっても、売買した後の決済を各国の決済機関を利用しなければならないと、決済コストが高く、クロス・ボーダー取引の大きな障害となる。クロス・ボーダー取引の決済については、ユーロクリアがセデルを吸収してハブになり、欧州各国の預託機関をつなぐというハブ・アンド・スポーク構想と、各国の預託機関をそれぞれのネットワークでつなぐという構想<sup>10</sup>が対立していた。しかし、ドイツ取引所の決済機関とセデルが合併を決め、両陣営とも戦略の見直しが必要となっている。決済システムの提携、統合には、相当の時間を要しそうである。

## 2) ATS との競争の行方

今回、8証券取引所の提携が後退を余儀なくされた最大の要因は、それが各国の取引所間の競争を無くそうという目的によるものであり、ATS との競争の脅威にさらされた結果ではなかったことであると考えられる。8証券取引所の提携の土台となったロンドン証券取引所とドイツ取引所の提携は、積極的に業務の拡大を目指すドイツ証券取引所に脅威を感じたロンドン証券取引所が、これを取り込もうとしたことがきっかけであった。各取引所に、取引所外からの脅威がなかったことが小異を捨て切れなかった原因であろう。その意味で、ATS との競争が今後、どの程度盛んになるかが注目される。

米国では、投資家の多様なニーズに基づき、様々な取引仕法を持つ取引システムが誕生した。これに対し、欧州では、ITG ヨーロッパがマーケット・インパクトを与えないといったポジティブの利点を、投資家に対して啓蒙することに躍起になっているように、米国で成功を収めたATSが欧州に参入して投資家を啓蒙し、それに合わせて投資家側の意識が変わっていくという順序になっていこう。ATSが欧州の投資家にどの程度受け入れられるかは、今後の日本での行方を考える上でも興味深い。

(落合 大輔)

<sup>10</sup> ECSDA (European Central Securities Depository Association) が推進するこの構想は、ネットワークが複雑に絡み合うことから、スパゲティ・モデルと揶揄されることも多い。