

第6章 証券取引所

1. 概観 欧州の証券取引所では2000年以降に経営統合が進み、複数の取引所グループが出来上がっているが、各国の取引市場そのものが統合されたという事例は（後述の新設取引市場を除いては）見当たらない。取引所運営会社の統合まではイギリスのロンドン証券取引所が突出して大きく、フランスのパリ証券取引所、ドイツのフランクフルト証券取引所、スイスのスイス証券取引所等がこれに続く形となっていた。

99年の通貨統合を前にフランクフルト証券取引所の運営会社であるドイツ取引所とロンドン証券取引所の合併交渉がおこわれたが、ストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループがロンドン証券取引所に買収提案をおこなったことから英独取引所の合併交渉は撤回された。英独取引所合併計画に危機感をもったパリ証券取引所はオランダのアムステルダム証券取引所とベルギーのブリュッセル証券取引所とともに取引所運営会社ユーロネクストを2000年に設立し、OMグループもフィンランドのヘルシンキ証券取引所と合併して03年にOMXと改名した。

06年にはドイツ取引所とユーロネクストの合併交渉がおこなわれたが、ユーロネクストは米国のニューヨーク証券取引所を傘下に持つNYSEグループとの合併（NYSEユーロネクスト）を選択する一方、07年には米国のナスダックがロンドン証券取引所に公開買い付けを仕掛け、紆余曲折を経て、ナスダックはOMXを買収し、ロンドン証券取引所はイタリアのイタリア取引所を買収することになった。そして11年にはドイツ取引所とNYSEユーロネクストの経営統合が合意されたが、欧州委員会の反対で実現せず、13年にNYSEユーロネクストは米国のインターコンチネンタル取引所に買収され、ユーロネクストは再び独立企業となった。さらに16年にはロンドン証券取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ（LSEG）とドイツ取引所が経営統合で合意したが、欧州委員会の反対で経営統合は実現しなかった。

他方、07年の金融商品サービス指令（MiFID）で認可されたMTFという取引所類似施設が取引を伸ばし、Chi-XヨーロッパとBATSヨーロッパを傘下に収めたCBOEヨーロッパは取引金額ではヨーロッパ最大の証券取引所グループとなり、MTFのターコイズは09年にLSEGに買収され、傘下に入ることになった。

2018年の証券取引所等取引状況

Market Operator	Electronic OrderBook		Dark Pool Transaction		Off-Electronic OrderBook		Reporting Transaction	
	Trades	Turnover	Trades	Turnover	Trades	Turnover	Trades	Turnover
Athens Exchange	4,997,273	10,775	〃	〃	1,713	2,427	21	14
BME (Spanish Exchanges)	44,027,990	548,577	〃	〃	110,899	36,041	n/a	n/a
Boerse Stuttgart	1,647,235	16,192	〃	〃	〃	〃	〃	〃
Bucharest Stock Exchange	534,245	2,133	〃	〃	339	285	4,890	876
Budapest Stock Exchange	1,675,559	8,674	〃	〃	124	57	408	1,947
Bulgarian Stock Exchange	49,322	184	〃	〃	6	2	10	1
Cboe European Equities	583,869,665	2,377,393	25,287,396	216,758	10,976,793	1,335,010	148,390,917	8,253,284
CEFESEG - Prague	705,619	5,551	〃	〃	n/a	n/a	n/a	n/a
CEFESEG - Vienna	5,565,691	35,220	〃	〃	〃	〃	〃	〃
Cyprus Stock Exchange	24,238	49	〃	〃	115	46	516	6
Deutsche Börse	133,379,663	1,538,060	〃	〃	796,325	33,026	9,196,199	293,223
Equiduct	6,302,306	41,896	〃	〃	〃	〃	〃	〃
Euronext	224,413,457	1,864,832	〃	〃	185,067	45,205	683	820
Irish Stock Exchange	3,681,557	28,063	〃	〃	68,091	20,987	n/a	n/a
Ljubljana SE	30,286	328	〃	〃	〃	〃	〃	〃
London Stock Exchange Group	340,371,000	2,142,651	〃	〃	15,010,000	779,839	5,179,000	1,091,084
Luxembourg Stock Exchange	7,786	82	〃	〃	〃	〃	〃	〃
Malta Stock Exchange	10,401	86	〃	〃	n/a	n/a	〃	〃
Nasdaq Nordics & Baltics	152,687,281	718,565	171,907	1,662	74,082	49,438	876,007	10,680
Oslo Børs	31,436,761	123,861	16,234	66	17,456	12,050	21	1
SIX Swiss Exchange	57,250,643	814,830	660,215	19,072	1,900	5,547	39,035	107,690
Warsaw Stock Exchange	18,807,486	48,311	〃	〃	1,887	2,643	n/a	n/a
Zagreb Stock Exchange	94,728	216	〃	〃	111	73	〃	〃
Multilateral Trading Facility	Trades	Turnover	Trades	Turnover	Trades	Turnover	Trades	Turnover
Aquis Exchange	48,731,116	258,948	〃	〃	〃	〃	〃	〃
Turquoise	147,314,485	621,097	14,832,268	203,991	〃	〃	〃	〃

〔出所〕 Federation of European Securities Exchange ホームページより作成

2. CBOE ヨーロッパ MiFID の導入に当って、米国で証券取引委員会 (SEC) によって進められていた市場間競争のさらなる促進 (レギュレーション NMS) を考慮して、欧州でも市場間競争を促進する方向で、株式取引においていくつかの国が採用していた取引所集中義務の撤廃や、取引所外取引の取引所への報告義務の撤廃が盛り込まれることになった。規制当局が想定していたのは各国内での取引所と取引所類似施設の競争であったであろうが、取引所は国境を越えないが、取引所類似施設は国境を越えて広がることになった。

2007年11月の MiFID 施行をにらんで、07年4月には株式を対象とする最初の MTF として Chi-X ヨーロッパがイギリスで取引を開始したが、MiFID 施行後もしばらくは他の MTF の市場開設はおこなわれなかった。MiFID による市場間競争の活発化を支持していた大手業者は取引所外取引の新たな報告機関の設立 (プロジェクト BOAT) と MTF の設立 (プロジェクト Turquoise) を計画していたが、06年9月に取引情報機関として BOAT (08年1月に Markit に売却) を設立したのみで、MTF の市場開設は取引システムと CEO の選定に手間取り、MiFID 施行には間に合わなかった。そして、ようやく Turquoise が取引を開始したのは08年8月であり、先行する Chi-X を脅かすには至らなかった (10年2月にはロンドン証券取引所グループに売却)。他方、Turquoise に続く形で08年9月には Nasdaq OMX ヨーロッパ、10月には BATS ヨーロッパ、09年3月には NYSE Arca ヨーロッパが市場開設をおこなった。11年2月には最大の MTF であった Chi-X ヨーロッパを BATS が買収し、BATS Chi-X ヨーロッパが誕生し、13年5月にはイギリスで証券取引所として認可を受けたが、16年には親会社である米国の BATS Global Markets がシカゴ・ボード・オプション取引所 (CBOE) に買収され、CBOE ヨーロッパとなっている。

CBOE ヨーロッパは株式取引金額では欧州最大の取引所ではあるが、自市場で上場する株式はなく、個々の株式取引の中心市場でもないが、多くの株式で中心市場に次ぐ取引シェアを獲得している。個々の株式の中心市場である各国の取引所で外国銘柄の株式取引が少ないために、個々の銘柄の中心市場ではないにもかかわらず、各国の株式取引金額を累計すると CBOE ヨーロッパの取引シェアが欧州で最大になるという歪んだ構図ができあがっており、投資家には中心市場の代替的市場としての MTF として意識されている。

2018年12月の証券取引所等 Electronic OrderBook 取引状況

取引市場	合計	シェア	London	Frankfurt	Paris	Zurich	Amsterdam	Milan	Stockholm	Madrid	Copenhagen	Helsinki	Oslo	Brussels
Cboe Europe	9,295,751,910	21.72%	21.77%	21.59%	21.94%	18.31%	21.46%	16.71%	25.42%	26.27%	26.96%	29.29%	22.79%	21.86%
LSE Group	8,247,625,719	19.27%	64.00%					75.76%						
Euronext	7,209,492,964	16.85%			64.43%		67.33%							65.73%
Xetra	5,217,869,075	12.19%		67.77%										
SIX Swiss Exchange	3,480,884,096	8.13%				72.02%								
Turquoise	2,437,851,852	5.70%	6.98%	5.22%	6.47%	4.55%	5.67%	2.97%	4.91%	7.94%	4.40%	4.65%	4.67%	4.58%
Nasdaq OMX	2,431,524,913	5.68%							62.95%		60.45%	58.22%	0.15%	
Aquis	1,273,564,093	2.98%	2.94%	2.78%	2.85%	3.74%	2.20%	2.72%	3.18%	2.49%	4.57%	4.06%	3.64%	3.45%
Bolsa de Madrid	1,251,789,666	2.92%							62.21%					
Oslo	437,007,318	1.02%											65.29%	
UBS MTF	402,981,851	0.94%	1.03%	0.94%	1.48%	0.43%	1.04%	0.41%	1.16%	0.03%	0.94%	1.44%	0.76%	1.43%
ITG Posit	392,392,070	0.92%	1.48%	0.80%	0.86%	0.37%	0.76%	0.44%	1.11%	0.37%	1.12%	1.40%	1.41%	1.17%
Liquidnet	312,442,293	0.73%	1.14%	0.58%	0.65%	0.41%	0.54%	0.49%	0.87%	0.58%	1.04%	0.44%	0.79%	0.62%
Equiduct	144,533,594	0.34%	0.22%	0.12%	1.06%	0.03%	0.79%	0.23%	0.03%	0.03%	0.05%	0.04%		0.80%
Wiener Boerse	140,981,875	0.33%												
SIGMA MTF	72,997,236	0.17%	0.27%	0.10%	0.17%	0.11%	0.12%	0.08%	0.25%	0.04%	0.30%	0.30%	0.35%	19.00%
Instinet Blockmatch	48,929,099	0.11%	0.16%	0.12%	0.12%	0.04%	0.09%	0.10%	0.11%	0.04%	1.18%	0.17%	0.17%	18.00%
Total	42,798,619,623	100.00%	21.94%	17.99%	16.58%	11.29%	7.08%	6.90%	5.23%	4.70%	2.12%	1.79%	1.56%	1.55%

[出所] CBOE Global Markets ホームページより作成

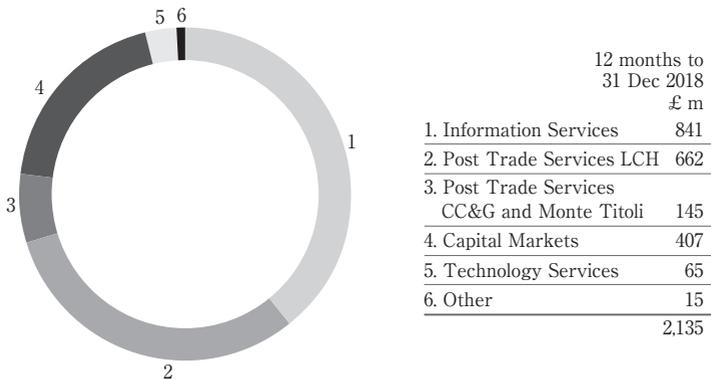
3. ロンドン証券取引所グループ (LSEG) イギリスの証券取引は政府が継続的に国債を発行した1693年以降に活発化したとされている。当初は他の商品取引と同様に王立取引所で証券取引も行われていたが、1760年に王立取引所から追い出された150人の証券ブローカーが近くのコーヒーハウスで会員制クラブを結成して取引を行うようになった。そして、そのクラブが1773年に証券取引所 (Stock Exchange) と改名したことがロンドン証券取引所の起源とされている。ただし、このクラブは入場料さえ支払えばだれもが参加できる形であり、1801年に会員資格の審査を導入したこと、1802年に設立証書 (Deed of Settlement) を作成し、任意団体となったことをその起源とみる説もある。

1973年にはイギリスとアイルランド各地の証券取引所がロンドン証券取引所に統合されて The Stock Exchange (英国証券取引所) となり、86年のビッグバンの際にはロンドンでユーロ債や外国株式の店頭取引を行っていた ISRO (International Securities Regulatory Organization) と合併し、英国アイルランド国際証券取引所 (The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland) となった。しかし、95年にアイルランド証券取引所の分離独立を受けて、ロンドン証券取引所 (London Stock Exchange Limited) と名称を変更した。この間、86年に会員資格が無責任の個人から有限責任の法人に変更されたのを受けて設立証書が変更され、取引所自体も有限責任私会社 (private limited company) となり、88年には86年金融サービス法に基づく公認投資取引所として認可されている。そして、91年には理事会が取締役会に変更され、形の上では株式会社となった。

取引所の株式会社化・株式上場という世界的な流れの中で、2000年3月15日の臨時株主総会の承認を受けて6月8日にロンドン証券取引所は公開会社 London Stock Exchange plc となり、7月24日からはカザノブ社を通じて株式の店頭取引が開始された。そして、01年7月19日の株主総会での承認 (4.9%の株式保有制限条項の撤廃) を受け、7月20日に資金調達を伴わないイントロダクションの形で自らへの上場を果たした。上場後、04年にはドイツ取引所、05年にはオーストラリアのマッコリー、06年にはナスダックから買収提案を受けたが、これらを受け入れず、07年10月1日にはイタリア取引所を株式交換によって買収し、ロンドン証券取引所グループ (LSEG) を形成するに至っている。

2018年の財務情報 (100万ポンド)	
Total income	2,135.0
Adjusted operating profit	931.0
Operating profit	751.0
Adjusted profit before tax	865.0
Profit before tax	685.0
Basic earnings per share	138.3
Adjusted basic earnings per share	173.8

グループ総収入セグメント内訳



〔出所〕 LSEG, Annual Report, 31 December 2018

4. ユーロネクスト 1999年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併合意と撤回を受け、2000年9月22日にフランスのパリ証券取引所、オランダのアムステルダム証券取引所、ベルギーのブリュッセル証券取引所がオランダに新設された持ち株会社のもとで統合し、ユーロネクストは誕生した。そして、01年にはロンドン証券取引所とドイツ取引所を抑えてロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）を買収し、02年にはポルトガルのリスボン証券取引所を加え、5つの国の取引所を要する取引所グループとして英独取引所の対抗勢力となった。

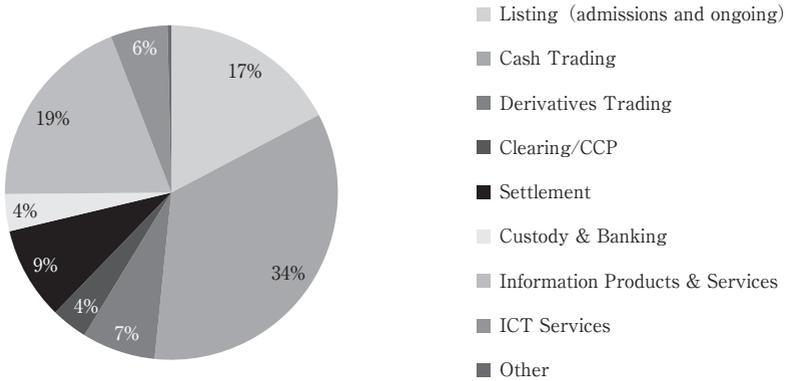
06年にはドイツ取引所から買収提案を受けたが、ドイツ取引所の傘下に入ることを拒否し、米国のニューヨーク証券取引所グループと持ち株会社のもとで経営統合することで合意して、07年4月4日にNYSE ユーロネクストという大西洋をまたいだ新たな取引所グループを形成することになった。

11年2月にはNYSE ユーロネクストをドイツ取引所が買収することで合意がおこなわれたが、ドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所 EUREX とNYSE ユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所 LIFFE のグループ会社化は競争を阻害するという欧州連合（EU）の判断により、12年2月に買収合意は撤回された。しかし、12年12月には旧ロンドン石油取引所を傘下に持つ米国のインターコンチネンタル取引所（ICE）がNYSE ユーロネクストを買収することで合意し、13年11月13日にNYSE ユーロネクストはICEの子会社となり、LIFFEを除くヨーロッパの取引所グループは14年6月20日に再びユーロネクストという名称で独立した公開会社となった。そして、18年にはアイルランド証券取引所を買収し、19年にはノルウェーのオスロ証券取引所の買収にも合意を得ている。

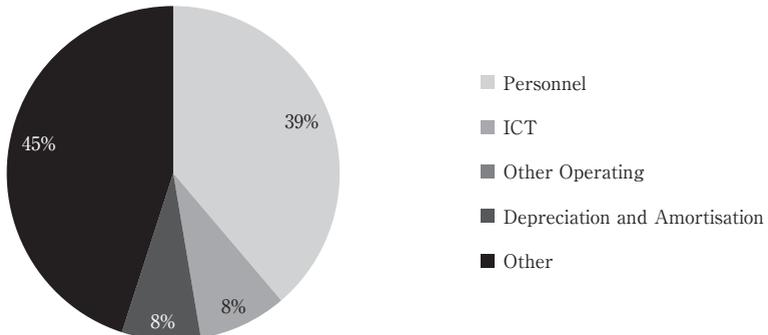
欧州のデリバティブ市場では80年代はLIFFEの取引が活発であったが、一時はパリ国際金融先物取引所（MATIF）がLIFFEを上回ったこともあった。そして、88年にLIFFEがドイツ長期国債（BUND）先物を上場してからLIFFEが他の取引所を圧倒することになったが、97年後半からBUND先物はLIFFEからドイツ先物取引所（DTB）へと流出し、98年にDTBとスイス金融先物オプション取引所（SOFFEX）が合併してできたユーレックスがLIFFEを上回ることになった。13年のICEによる買収の後、LIFFEでの取引はICE Futures Europeに移管され、ユーロネクストでは4カ国の各国株価指数と個別株オプションを除く取引はほとんどなくなってしまった。

2018年の財務情報 (1000ユーロ)	
Revenues	615,032.9
Costs	282,256.3
EBITDA	332,776.6
EBIT	309,376.4
Net Income	215,968.2

収入内訳 2018



支出内訳 2018



〔出所〕 FESE, EUROPEAN EXCHANGE REPORT 2018

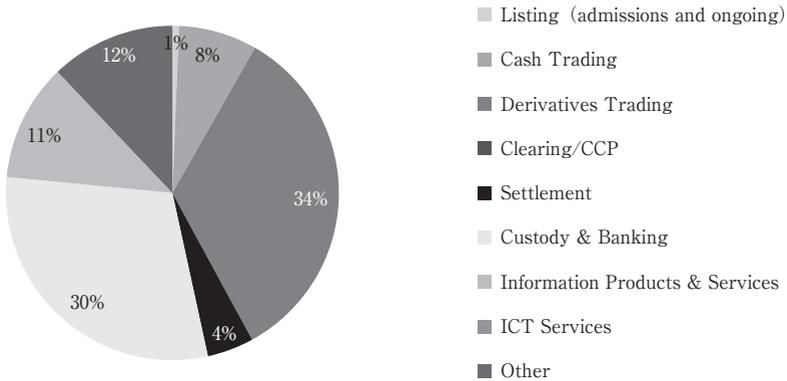
5. ドイツ取引所 1990年7月にドイツ最大のフランクフルト証券取引所は取引所の運営会社としてフランクフルト証券取引所 AG を設立し、株式会社に組織変更するとともにドイツ統一取引所構想を発表した。93年1月1日にはフランクフルト証券取引所 AG を母体としてドイツ取引所 AG が誕生し、フランクフルト証券取引所、銀行間取引システム (IBIS)、清算機関 DKV、システム会社 DWZ の運営を始めることになり、94年からはドイツ先物取引所 (DTB) も運営することになった。

2000年5月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併することを発表した。同年8月にストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛け、ロンドン証券取引所は同年9月にドイツ取引所との合併計画を撤回した。04年12月、ロンドン証券取引所は1株5ポンド30ペンス (総額13億5000万ポンド) のドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表し、ユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案が示されたが、05年3月にドイツ取引所が主要株主の反対を理由にロンドン証券取引所に対する買収提案を取り下げ、設立以来のザイフェルト最高経営責任者が辞任するという事態に至った。

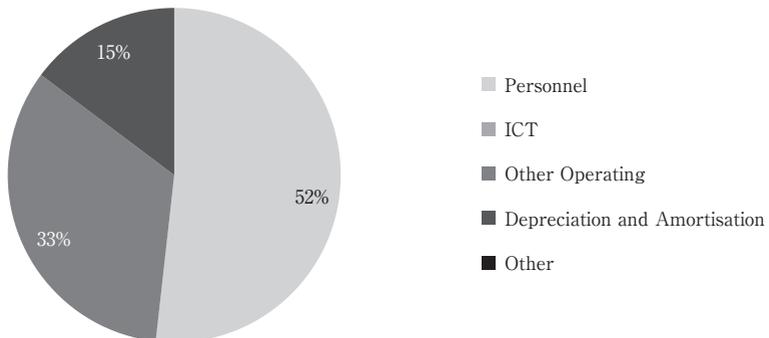
06年5月にドイツ取引所がユーロネクストに対する合併提案をおこなったが、NYSE グループもユーロネクストに対する合併提案をおこない、同年6月にNYSE グループとユーロネクストの経営統合合意が経営陣から発表され、07年4月にNYSE ユーロネクストが誕生した。ところが、11年2月、ドイツ取引所とNYSE ユーロネクストは統合後の持ち株比率が60%対40%の比率で経営統合することに合意した。しかし、12年2月にドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所 EUREX とNYSE ユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所 LIFFE のグループ会社化は競争を阻害する恐れがあり、合併を承認しないというEUの決定を受け、ドイツ取引所とNYSE ユーロネクストは合併計画の撤回を表明した。さらに16年にはロンドン証券取引所とイタリア取引所等を傘下に持つLSEGとドイツ取引所が経営統合で合意したが、17年にドイツ取引所傘下のデリバティブ清算機関 EUREX Clearing とLSEG傘下のデリバティブ清算機関 LCH のグループ会社化は競争を阻害する恐れがあるというEUの判断を受け、イタリア取引所傘下のデリバティブ清算機関の売却を受け入れられないというLSEGの判断により、英独取引所の経営統合も実現しなかった。

2018年の財務情報 (100万ユーロ)	
Revenues	2,770.4
Costs	1,285.9
EBITDA	1,678.6
EBIT	1,478.7
Net Income	1,002.7

収入内訳 2018



支出内訳 2018



〔出所〕 FESE, EUROPEAN EXCHANGE REPORT 2018

6. ナスダック・ノルディック スウェーデンの持ち株会社 OMX の前身はスウェーデンのシステム開発会社である OM グループであり、OM グループはスウェーデンで個別株オプション取引が導入された際に電子オプション取引所のシステムを開発すると同時に運営もおこなう形で証券取引業務に参入した。そして、1998年にストックホルム証券取引所を傘下に収め、証券取引所とデリバティブ取引所を持つ北欧最大の取引所運営会社となった。

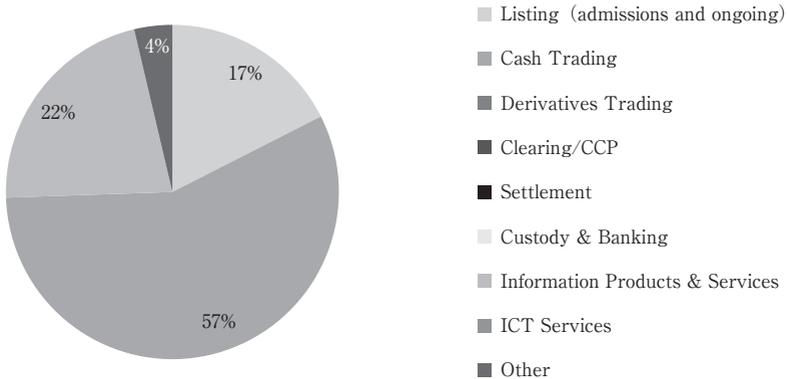
ストックホルム証券取引所は97年にデンマークのコペンハーゲン証券取引所との間でノルディック取引所（NOREX）構想に合意し、北欧証券取引所の統合を目指し、98年の英独主導のヨーロッパ統合株式市場を目指す協議からは自ら離脱した。ところが、2000年に英独取引所の合併合意がおこなわれた後、OM グループは株式交換によるロンドン証券取引所の買収提案をおこない、株式公開買い付けに踏み切ったことをきっかけに英独取引所合併計画は撤回されることになった。その後、03年に OM グループはフィンランドのヘルシンキ取引所やバルト3国の証券取引所を傘下に持つ HEX と合併し、OMX（当初は OMHEX）と名を改めた。その後、コペンハーゲン取引所とアイスランド取引所、アルメニア証券取引所も傘下に収めた。

OMX は北欧で証券取引所の統合を着々と進めてきたが、傘下の7つの証券取引所を合わせてもスイス取引所よりも売買代金は少なく、欧州の証券市場統合の中では影が薄い。07年5月25日、総額251億クローナ（37億ドル）でナスダックによる OMX の買収合意が公表され、08年にナスダック OMX グループという名称で経営統合がおこなわれた。そして、15年には世界的に認知されたブランド（NASDAQ）を反映するため、Nasdaq,Inc. に社名変更し、欧州の取引所部門はナスダック・ノルディックと呼ばれるようになっていく。

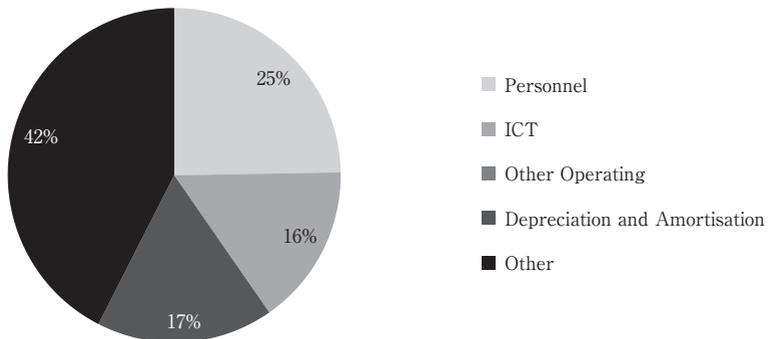
もともと OM グループはシステム開発会社であり、いち早く取引所の電子システムの開発に成功し、世界中の取引所に取引システムや監視システムを販売してきたが、ナスダックというブランド名を得たことでシステム販売交渉はシステム開発には無縁であったナスダックが受け持ち、世界で最も多く、取引所に取引システムを販売する会社としても地位を確固としたものとしている。

2018年の財務情報 (1000ユーロ)	
Revenues	325,000.0
Costs	154,000.0
EBITDA	171,000.0
EBIT	138,000.0
Net Income	107,000.0

収入内訳 2018



支出内訳 2018



〔出所〕 FESE, EUROPEAN EXCHANGE REPORT 2018

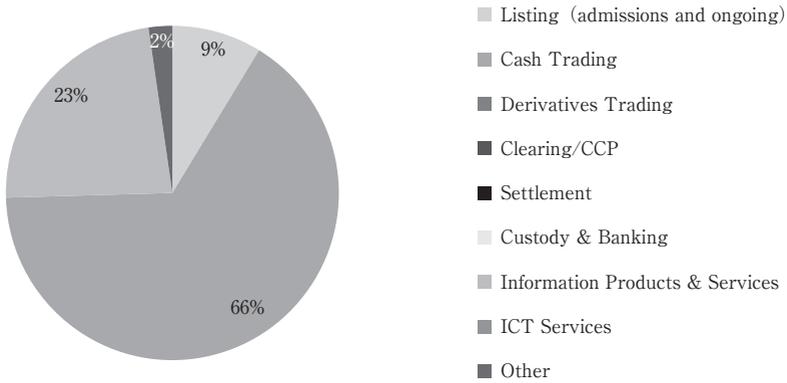
7. SIX スイス取引所 スイス取引所は1985年にジュネーブ証券取引所(1850年設立)、バーゼル証券取引所(1866年設立)、チューリッヒ証券取引所(1973年設立)が合併し、世界で初めて取引フロアを持たずに取引・クリアリング・セトルメントを自動化した取引所として誕生した(のちに1989年に開設された電子先物・オプション取引所 SOFFEX も傘下に収めた)。1998年にドイツ取引所と対等出資でデリバティブ取引所 EUREX を設立したが、12年にはドイツ取引所に売却しており、買収や経営統合を繰り返す欧州の証券取引所の中ではスペイン取引所と並んで今も独立した形で運営されている。

ただし、02年にはイギリスで95年に設立された電子証券取引所トレードポイントを買収し、virt-X(のちにはSWX ヨーロッパ)と改名してイギリス株を中心とした外国株取引の取り込みをはかったこともあった。2000年3月のパリ、アムステルダム、ブリュッセルの三取引所統合計画(ユーロネクスト)、同年5月の英独取引所合併計画の発表によってスイス取引所は欧州株式市場統合に対する戦略を求められ、それまでイギリス株を対象として苦戦してきたトレードポイントへの出資、主力銘柄と取引システムの移管によって新たな欧州統合株式市場への道のりを歩み出すことになった。トレードポイントも既存の取引所に対抗して流動性を獲得することの難しさを痛感しており、スイス取引所から主力銘柄の取引を移管されることで、スイス株を取引するためにはvirt-Xにアクセスせざるを得ないという形でアクセスを高め、他のクロス・ボーダー取引を取り込もうという狙いが両者の間で一致したことがこの提携の底流にあった。

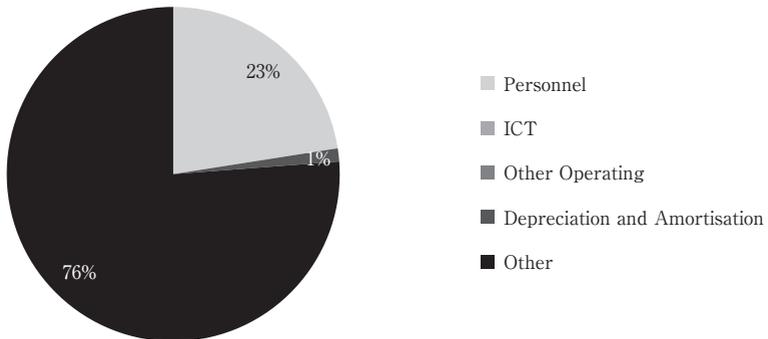
結局、virt-X(のちのSWX ヨーロッパ)はEASDAQ(のちのナスダック・ヨーロッパ)やJIWAYとともに外国株取引を獲得できず、閉鎖され、スイス取引所も戦略の再検討を迫られることになった。そして、08年にスイス国内の証券取引インフラストラクチャーをになうTelekursグループとSISグループと合併し、SIX(Swiss Infrastructure and Exchange)スイス取引所としてスイスもの取引対象を絞って再出発することになり、今日に至っている。

2018年の財務情報 (1000ユーロ)	
Revenues	181,774.4
Costs	115,404.6
EBITDA	64,907.8
EBIT	62,831.2
Net Income	n/a

収入内訳 2018



支出内訳 2018



[出所] FESE, EUROPEAN EXCHANGE REPORT 2018