

世界の証券取引所の現状と展望

～ロンドン・ハーグ・コンスタンス～

吉川 真裕

去る一月二六日と二七日にロンドンのランガム・ヒルトン・ホテルで行われたIBC主催のコンファレンス「世界の証券取引所―取引システム・競争的挑戦・新たな投資機会―」に参加する機会を得たので、コンファレンスでの報告に基づき、取引システムを中心にして世界の証券取引所の現状と展望について紹介する。昨年一月二〇日のロンドン証券取引所による新取引システムSEETSの導入、一月二八日のドイツ証券取引所による新取引システムXETRAの取引開始、本年一月二一日のストックホルム証券取引所とコペンハーゲン証券取引所による共同市場（ノルディック取引所）計画の正式調印等を踏まえると、このコンファレンスは非常に時機を得たものであったといえよう。各国で見られる機関化の進展や取引技術の進歩は従来からの証券取引所の姿を大きく変えようとしており、こうした諸外国の証券取引所を取り巻く環境の変化はわが国の証券取引所にとっても無縁ではありえない。わが国でも本年四月からは株式と株式デリバティブ取引における取引所集中原則の廃止が予定されており、すでに昨年後半には東京・大阪・名古屋の各証券取引所で大口取引市場とブロック取引市場が創設されていることを考え合わせると、諸外国の状況はわが国の証券取引所にとって貴重な情報であることに間違いはなからう。

(33)

1 取引システム

(1) 取引システムの変遷

まず、コンファレンスの冒頭で「ヨーロッパの株式取引―統合の現状と二十一世紀の試み―」（一九九六年）の編著者である英国王立国際問題研究所 (Royal Institute of International Affairs) のベン・ステイール (Ben Steil) 氏が、株式取引システムの変遷について紹介し、その後の議論の枠組みを提示した。

昨今の取引システムの変化の原因は技術の進歩と競争の激化にあり、コンピューター技術の進歩が取引構造に新たな競争をもたらし、発行企業は資金調達コストの削減を、投資家はより高いリターンを、仲介業者はサービスの差別化による利益を求めていることを指摘した。また、採用された技術が市場の競争形態に影響すると同時に、競争条件が技術の選択に影響するという両者の相互作用についても言及した。そして、コール・マーケット（板寄せ取引）、継続オークション市場（ザラバ取引）、継続ディーラー市場という三つの代表的な市場構造については、それぞれの取引形態に一長一短はあるものの、継続オークション市場はネットワーク化が困難であり、継続ディーラー市場は現状では維持するのが難しいとして、本年夏にパシフィック証券取引所で導入が予定されているオペティマークを例に上げてコール・マーケットをこの三つの中で最も望ましいものとして評価した。

また、ヨーロッパの市場構造改革については、一九八六年のビッグバンとロンドンでのディーラー市場の興隆をスタートとして、一九八九年から一九九一年をヨーロッパ大陸諸国でのコンピューターによるオークション市場の発展、一九九一年から一九九四年をSEAQインターナショナル市場の崩壊、一九九五年から一九九七年をイギリス証券市場構造の転換と位置づけた。そして、ヨーロッパにおける証券取引所の統合を推進する力としては①基本的な取引構造の共通性、②主要な仲介業者が汎ヨーロッパ化していること、③国際的な清算業務の改善

(34)

の遅れ、④ヨーロッパ通貨統合 (EMU) の存在を上げていた。さらに、ヨーロッパの取引所統合に至る道筋としては①共通会員権制度、②取引システムの調和、③株式会社化された証券取引所の買収・合併という三つのシナリオを呈示していた。

さらに、技術と取引所の構造に関しては、フロアでの取引が会員制度を生み出したが、コンピューター技術の進歩によって電子注文板が導入されると、取引所の株式会社化がますます進むと予測していた。

最後に、こうした潮流は私設取引システム (PTS) の成長に端的に表れているが、PTSの成長の原因は①機関投資家等の買手の成長、②証券業への参入障壁の激的な低下、③新たな取引構造に対応した新技術の採用、④取引費用の削減と匿名性の尊重、⑤伝統的な取引所の環境変化への適合異常といった点に求められていた。

(2) 電子取引

次いで、一九九五年九月にイギリスで取引を開始したトレードポイントのニック・スタッチフィールド (Nic Stuchfield) 氏がコンピューターによる電子取引市場の現状と展望について報告を行なった。

まず、理想的な電子取引市場の特徴として、①開かれた市場であること (Open Access)、②透明性、③公正なルール、④分かりやすいこと (Straightforward)、⑤匿名性、⑥リスクが小さいこと、⑦の六つを上げ、理想的な電子取引市場の特徴としては、①完全コンピューター化、②費用が安いこと、③拡張性 (Scalable)、④信頼性 (reliable)、⑤使えやすいこと (User-friendly and easy to access)、⑥五つを上げた。

昨年一〇月にロンドン証券取引所が導入した新電子取引システムSETS導入後のイギリス株式市場の状況に

関しては、①技術的に問題はないこと、②取引前の透明性が不十分であること、③取引後の透明性は十分であること、④市場は分裂しており、平等でないこと (Non-level playing field)、⑤匿名性 (Name give-up)、⑥カウンターパーティリスクが存在すること、の六つを上げ、ロンドン証券取引所が現状の改善をはかる必要性を指摘していた。

また、今後の趨勢としては、①クロスボーダー取引の増加、②取引方法の標準化 (Procedural standardisation) の進展、③投資家のダイレクトなアクセスの拡大、④ルールの調和の進展、の四つが予測されており、こうした趨勢の延長線上に、現在の航空産業がそうであるように、コンピューター技術によって連結され、幅広い共通のルールを持ち、グローバルインベスターに単一の端末を提供する少数のグローバルなネットワークができあがるという長期的な展望が示された。

2 世界の証券取引所の現状と展望

(1) ニューヨーク証券取引所

上場時価総額や売買代金で世界一のニューヨーク証券取引所からはジェームス・コ克蘭 (James L. Cochrane) 氏が参加し、ニューヨーク証券取引所のさまざまな活動を紹介した。

まず、ニューヨーク証券取引所の市場構造の特徴として、①集中され、かつ透明であること (Centralized and Transparent)、②オークションによる取引が小口取引を奨励し、気配値スプレッドを小さくしていること、③究極の買手と売手の直接取引が成立していること、④スペシャリストが自己売買を行ない、流動性のギャップを埋め、短期的な価格変動を抑え、市場の質を確保していること、⑤継続的な価格報道が指値注文を保護し

ていること、⑥空売りの制限が市場の正常性 (Integrity) を発揚していること、の六つを上げた。

PTSの成長に関しては、NASDAQ上場銘柄に占める取引シェアが一九九四年の一三%から一九九六年の二〇%に上昇しているのに対して、ニューヨーク証券取引所上場銘柄では一九九四年の二%から一九九六年の四%に上昇しているにすぎないとして、それほど心配してはいないようであった。しかし、①一日に四度のクロッシングを行なうPOSIT、②午後六時にクロッシングを行なうクロッシング・ネットワーク (The Crossing Network)、③一日中取引を行なうインスティネット、④アリゾナ証券取引所、⑤その他の新しいPTS (Terra Nova Tonto, Bloomberg's B-Trade, Island) の存在を紹介していた。

また、昨今の話題によく上るオプティマーク (Optimark) に関しては、①これはPTSではなく、取引所の一施設であること、②IBM、ダウ・ジョーンズ、パシフィック証券取引所、シカゴ・ボード・オブショーンズ取引所が主な戦略的パートナーであること、③日中に九〇秒間隔で複雑な条件付き注文を匿名のコール・オークションを通じて行なうシステムであること、④本年中に導入が予定されていること、⑤NASDAQとの合意がすでに成立していることを紹介していた。

さらに、インターネットに関しては、情報提供という観点からは大量の組織された情報が無料で入手できる点と証券業への新たな入り口を開くという点を評価しながらも、インターネットを通じたビジネスという観点からすると、信頼性を確保する必要性と、株式発行市場や流通市場の直接化 (Disintermediation) を心配していた。

将来の取引システムという点に絞ってみると、それぞれの取引所や取引施設にはメリットもデメリットもあり、唯一の最善な取引システムが存在するわけではなく、ニューヨーク証券取引所は当面、従来の取引方法を大幅に

変更する見通しがないことが確認された。

(2) ロンドン証券取引所

ロンドン証券取引所のマーティン・ヒートレー (Martin Wheatley) 氏は昨年一〇月に導入した新取引システムSEETS、来年に迫ったEMUへの対応、諸外国、とりわけヨーロッパ諸国との競争という三つの問題を取り上げた。

まず、新取引システムSEETSは従来のSEEAQシステムではそれほど重視されていなかった中規模の取引を念頭に置いたものであり、マーケットメーカーが仕切るブロック取引と大手のマーケットメーカーによって自動執行が行われる小口取引の間に位置する取引が対象となっていることが説明された。そして、一〇月二〇日の取引開始から一二月三一日までのSEETSを通じた取引金額シェアの推移は四〇%から六〇%の間に分布しており、ほぼ半分の取引がSEETSを通じて取引されているが、そのほかは従来と同様の方法で取引されていることが明らかにされた。さらに、SEETS採用銘柄の日中の平均気配値スプレッドは当初の一カ月では八時三〇分の寄り付き直後の一・八%から九時三〇分以降の〇・六%へと推移していたが、二カ月目と三カ月目では寄り付き直後を除けば〇・一ポイント以上低下しており、九時三〇分以降では〇・五%を下回っていることも明らかにされた。ただし、気配値スプレッドの大きさは指値注文量に依存するために日によってまちまちであり、一〇月二五日から三〇日までの四営業日と一二月二六日から二九日までの二営業日では〇・七%を上回っており、気配値スプレッドが〇・五%を下回る銘柄数も極端に少なかったという事実も示された。こうした状況を踏まえて、SEETSに関する未解決の問題としては、①取り付き直後の気配値スプレッドの開き、②引け間際の流動性、③価

格操作に対する監視、④現在のFTSE一〇〇銘柄に加えてFTSE二五〇銘柄にも導入するかどうかが上がげられていた。

EMUに関してはイギリス政府はまだ正式に一九九九年からの参加を表明していないが、ビジネス界ではEMUへの参加を当然と受け止めており、いつ正式な参加表明が行われてもいよいよ準備が進められている。ロンドン証券取引所でも共通通貨ユーロへの切り替えをにらんで市場参加者と討議を進めており、上場に及ぼす影響や取引に及ぼす影響を考慮していることが明らかにされた。そして、額面価格のポンドからユーロへの切り替えについては、①一部の上場企業はユーロへの切り替えを望んでいること、②ユーロへの切り替えのためには法律の変更が必要であること、③しかし、現行の上場規則そのものを改正する必要はないこと、④取引所としては無額面株式への移行を奨励しようとしていることが示された。また、取引への影響に関しては、①ユーロ建て取引への需要が拡大していること、②取引所のSEQUENCEは現在三七通貨の取引に対応できること、③取引所の規則変更は必要でないこと、④国内通貨とユーロの両方に対応できる柔軟性が必要であること、⑤市場が最終的な決定を行なうことが上げられていた。

ヨーロッパ諸国との競争という点に関しては、①ヨーロッパの優良企業三〇〇社を集めたユーロトップ三〇〇指数を構成する銘柄の取引を可能とするサービスを準備すること、②各国通貨建ての指値注文板に加えてユーロ建ての影の指値注文板を持つことで市場の厚みを増せること、③現行のSEAQインターナショナルにもSETSを導入し、SETSインターナショナルとすること、④各国の取引所と競争と協力を勧めることが提示され、「ロンドンにはヨーロッパの資産である(London is a European Asset)」という象徴的な言い回しで報告は締めくくられた。

(3) バリ証券取引所

パリ証券取引所のジャック・ヌーベル(Jacques Nouvel)氏は「パリ証券取引所—新たな挑戦—」と題する報告を行なった。

まず、ヨーロッパの証券取引所の現状は、①金融商品の国別分断、②国際投資家の各国商品への関心の高まり、③各国取引所間の競争、④各国取引所のコンピューター化という四つの特徴に集約できるが、ユーロの導入によって急激な変化が生じ、①各国取引所を取り巻く環境はますます同一化し、②金融商品の国別特徴は弱まり、③金利を対象とした商品のばらつきは縮り、④投資家にとってはヨーロッパ共通金融市場が誕生し、⑤取引所間で上場競争が激しくなると予想される。その結果、①上場商品の特徴は収斂し、②電子取引システムへの投資コストは大量の取引を必要とすることになり、③取引の清算業務を集中することが必要となり、共通商品の上場は難しくなり、④大手ブローカーの取引は内部化され、⑤PTSは規制の国境を越えて広がることになると述べられた。

こうした競争の激化のもとで、パリ証券取引所は技術的な専門性を維持するためには、電子取引市場こそがその方策であり、コストをさらに削減する唯一の方法であり、外国からのアクセスを可能とするものと認識している。また、パリを国際金融センターとしてプロモートし、より多くの遠隔地会員を確保し、投資家の遠隔地からのアクセスを促進することが重要となると考えている。さらに、より多くのヨーロッパ企業がフランスで活動し、フランス人によって株式を保有され、流通市場における流動性が増し、それぞれの特徴に応じた上場手続きと市場構造の採用が必要になるものと予想している。

他方、MONEP(パリ流通オプション市場)がすべての株式と株価指数を対象としたデリバティブ取引を担

当することで商品構成を再構築し、M A T I F (パリ国際金融先物取引所) を S B F (フランス証券取引所) の一〇〇%子会社とすることであらゆるフランス金融市場のグローバルな戦略を打ち出し、その結果、あらゆる市場で同一の取引システムを採用し、あらゆる取引で同一の清算システムを利用し、一つの市場哲学のもとで共通の発展をはかることが可能になるものと考えている。

さらに、他の取引所との協力関係については、標準化されたアクセスと手続き、幅広い商品構成、より大きな資金プールによってユーザーのニーズに応える一方、会員数を増やし、より多くの分野で活動することでブラグマティックに弾みをつけることが上げられていた。協力関係の利点としては、開発費用を分担することができ、商業的に見た有効性を高めることができることが上げられており、①新指数とそのデリバティブ商品の共同開発、②取引プラットフォームのコネクションの確立、③新商品の共同開発、の三点でドイツとスイスの取引所との間で合意を成立させることが明示された。

(4) ストックホルム証券取引所

伝統的に会員組織で構成されていた証券取引所を株式会社化し、E U 投資サービス指令 (I S D) に基づいて遠隔地会員権制度を実現させているストックホルム証券取引所のベン・ライデン (Bengt Rydén) 会長は「挑戦と競争—未来の証券取引所—」と題する報告を行なった。

かつて証券取引所は自らの利益のために会員が協力する組織であったが、株式会社化 (Demutualisation) によって、①利用者に対するサービスに着目し、②理事会や執行部が機敏になり、③あらゆる側面で業務を遂行する能力が増した。ストックホルム証券取引所はデリバティブ取引所である O M と合併してストックホルム取引

所の設立を目指すと同時に、コペンハーゲン証券取引所と協力して共通の取引システムでフランチャイズ化されたノルディック取引所の設立を目指している。効率性を増し、コストを削減するための決定的なステップは、取引フロアを廃止して電子取引へと移行することと、I S D に基づいて国内会員と遠隔地会員の間の規制を緩和することにあり、その結果、競争が促進されることになる。

ストックホルム証券取引所は一九九六年九月から会員を通じたオンライン自動注文回送サービスを開始し、多くの会員は小口投資家に低コストのインターネット・サービスを提供しており、その結果、さまざまなサービスのアンバンドリングが生じている。

ストックホルム証券取引所における会員数と売買高の四〇%以上は外国会員によって占められており、平行会員権制度 (Parallel Memberships) はクロスボーダー取引をインハウス取引へと転換することになるだろう。現行のクロスボーダー取引の清算サービスは不十分であり、平行会員権制度はクロスボーダー取引の清算サービスにも影響を及ぼすことになるだろう。

競争、柔軟性、利用者の視点に基づいて、ストックホルム証券取引所は株式会社化して五年の経験を持ち、ヨーロッパ第三位のオプション取引所である O M との合併にすでに合意し、つい先頃コペンハーゲン証券取引所との同盟契約にも調印したことが示された。

(5) コペンハーゲン証券取引所

ストックホルム証券取引所との間で平行会員権制度に基づくノルディック取引所 (N O R E X) 構想に合意したばかりのコペンハーゲン証券取引所からはラルフ・ヨハンセン (Lars Johansen) 会長が出席し、N O R E

X構想についても一方の当事者として報告を行なった。

コペンハーゲン証券取引所とストックホルム証券取引所は一つのノルディック株式市場という共通のビジョンの基づいて一月二日にNOREX構想に正式調印したばかりである。両取引所としては周辺国の取引所がISDに基づく平行会員権制度の重要性を見逃すはずはなく、将来的にはより多くの取引所がNOREXに参加するものと期待している。NOREXは独立した取引所間の協力であり、一つの技術的なリンクによって複数の取引所にアクセスすることを可能とするものである。ノルディック取引所 (Nordic Exchange A/S) と名付けられた両取引所の子会社が実際の運営にあたり、デンマークとスウェーデンの清算機関がそれぞれの国の株式の清算業務に従事することになっている。また、ストックホルム証券取引所のSAX二〇〇〇という取引システムがNOREXの取引システムのベースであり、コペンハーゲン証券取引所もSAX二〇〇〇を採用することを予定している。

すでに、航空業界では飛行機の相互乗り入れに加えて、提携航空会社の飛行機の利用は一般化しており、この種の提携を特別視する必要はないであろうとヨハンセン会長は締めくくった。

(6) アムステルダム証券取引所

アムステルダム証券取引所のポール・アールマン (Paul Ariman) 氏はコンファレンスの議長を務め、アムステルダム証券取引所の現状について詳細に言及することはなかったが、アムステルダム証券取引所の取引制度改革に関する資料が配布されたので、その内容を簡単に紹介する。

アムステルダム証券取引所は昨年一月二四日に現行の取引システムTSA (Trading System

Amsterdam) に関する討議資料を発行している。この討議資料のポイントは高流動性銘柄に従来よりも使いやすい指値注文板を導入するという点であり、ロンドン証券取引所が高流動性銘柄に関してマーケットメーカー制から指値注文板の導入へ踏み切ったのと同様に、アムステルダム証券取引所でも高流動性銘柄に関してスベシヤリスト (ホークマン) 制から指値注文板の広汎な利用へと移行しようとしているのである。

この提案はまだオランダ金融監督当局から認可を得たわけではないが、本年七月までに四段階の移行計画を準備している。この二月に予定されている第一段階では指値注文板に匿名で注文を入力できる装置とホークマンの自己売買用の装置の導入が準備されており、四月に予定されている第二段階では注文の執行・削除機能の導入が計画されている。そして、五月から六月に予定されている第三段階では指値注文板の状況を公表することと大口注文専用市場 (WASH) の導入が計画されており、七月に予定されている第四段階では小口注文の新しい執行方法が導入されることが計画されている。ここではアムステルダム証券取引所の新取引システムの詳細を紹介することはできないが、ロンドン証券取引所における新取引システムに近い形での改革が試みられようとしていることだけを指摘しておく。