

## 英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの ↳ EU統合後の証券取引所の行方↳

吉川 真裕

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は将来の共通プラットフォーム開発を目指した戦略的提携に合意したと発表し、パリ証券取引所をはじめとするヨーロッパの証券取引所を驚かせた。阿姆斯特ダム証券取引所は発表当初からこの戦略的提携に好意的な姿勢を示していたが、パリ証券取引所はイタリア・スペイン・オランダ・ベルギーの証券取引所に呼びかけて英独提携に対抗する意図を表明し、ニューヨーク証券取引所にも提携の打診をする用意があると反発していた。しかし、一月一九日にマドリッド証券取引所が英独提携に将来的に参加する用意があると正式に表明し、ミラノ証券取引所も英独提携支持の立場にあることが伝えられ、パリ証券取引所の反英独提携構想は破綻した形となり、一月二七日にはEU統合後のヨーロッパ市場の構想をめぐってパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれた。

本稿ではヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調、提携の経緯を振り返り、今回のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携の意味について考察する。結論を先取りして言えば、SEAIQインターナショナルを通じてヨーロッパ市場を事実上統合するというロンドン証券取引所の従来の姿勢が後退したことにより、一度は破綻した取引所リンク構想が現実味を帯びてきたことが今回の英独戦略的提携の意義と考えられる。

## 1 ヨーロッパ株式市場統合構想

ヨーロッパにおける株式市場統合の構想は一九六六年のセグレ報告にまで遡る。この報告書はEC委員会に提出された「単一欧州資本市場の発展」と題する専門家による報告書であり、座長の名をとって通称セグレ報告と呼ばれている。セグレ報告の焦点は債券発行市場の改善と統合に置かれていたが、EC金融資本市場の統合に関する青写真としての性格を合わせ持つっており、第四部（証券市場の統合）第二章（単一欧州証券市場の展開）では、①外国株式の上場による上場銘柄の拡大と国際的裁定取引による証券市場間の結びつきの強化、②外国証券の上場を妨げる一切の差別的条項の廃止、③情報開示項目と上場手続きの域内調和、④上場手続きの簡単な構成国の第二部市場への外国証券の導入促進、⑤株価・気配値表示方法の域内調和に基づく外国証券市場情報へのアクセス容易化と裁定取引の促進、⑥単一欧州証券清算機関の設立、⑦証券取引所の取引業者に適用される規制の調和、といった具体的な提案がすでに行われていた。

セグレ報告では外国株式の重複上場による欧州株式市場の統合が提案されていたが、一九八〇年に「単一欧州証券取引所を目指して」と題するシンポジウムがEC委員会の呼びかけのもとブリュッセルで行われ、EC域内証券市場の統合のアプローチとして、各国証券取引所を共通のシステムでリンクする証券取引所リンク案が打ち出された。このリンク案に対しては、国際債券ディーラー協会（AIBD、のちのISMA）やセデル、ロンドン証券取引所等の消極派の反対や、コンピューターによるEC証券取引所の設立という少数意見も見られたが、EC委員会およびEC証券取引所委員会（のちのEC証券取引所連合）が取引所間のリンクを強化するという漸進的方法でヨーロッパの株式市場を統合していこうとしていることが明らかにされ、後のEC証券市場統合の試みを規定することになった。そして、一九八三年にはEC委員会から「金融統合」という通達が出され、第一段

階として域内の複数の取引所に上場されている欧州株式に限ったリンクを行い、最終的には他の証券や他の市場に拡大していくという具体策が提起された。

一九八四年には「域内取引所のリンクによる単一欧州株式市場創設のための提案」と題する専門家による報告書がEC委員会とEC証券取引所委員会に提出された（公表は一九八五年）。この報告書はホールダンカン報告と呼ばれており、三〇〇に及ぶ指令案をリストアップした一九八五年の「域内市場白書」にもこの報告の主旨が受け継がれている。ホールダンカン報告は全三二章四七〇ページからなる膨大なもので、取引所リンクのために取り除くべき障壁として、①政府レベルでの障壁（一四章）、②投資家にとつての障壁（二五章）、③取引所サイドの障壁（一六章・一七章・一八章）を詳細に分析し、取引所リンクに関しては、①情報のリンク（一九章）、②決済のリンク（二〇章）、③立会場の電子的リンク（二二章）の三つの領域での課題を検討した後、①情報サービスの施行と政策目標の策定、②情報伝達システムの取引所間取引システムへの転換、③取引所の全面的リンクという三段階にわたる具体的な提案（二二章）を行っていた。

## 2 I-DIS

ブリュッセル・シンポジウムで確認された証券取引所リンク案を実現するために、EC証券取引所委員会はI-DIS (Interhouse Data Information System) と呼ばれる計画を構想し、一九八三年にはその概要が明らかにされた。I-DIS計画は、①各取引所が選択した銘柄の価格データの伝達、②気配値の伝達、③スクリーン取引システムの開始、④自動決済の導入、という四つの段階を経て、最終的には域内証券取引所の総体的リンクを進めていくというもので、セグレ報告、ブリュッセル・シンポジウムの路線に沿って証券取引所リンクを実現しよう

とする最初の試みであった。

IDISの実施に際しては、ドイツの八つの証券取引所が共通の価格情報システムをもっていないこと、ギリシャの証券取引所がコンピュータ情報ネットワークを持っていないこと、さらには株価情報の意味が各証券取引所で異なっていたこと（ロンドンでは気配値の中値、ブリュッセルとコペンハーゲンでは気配値、フランス・オランダ・スペイン・イタリアでは約定価格）等の問題が生じたが、一九八四年にはロンドン・アムステルダム・ブリュッセル・パリを結んで第一段階が開始され、四つの証券取引所で重複上場されている外国株式と各証券取引所の主要二〇銘柄、計二八〇銘柄の株価情報がIDISを通じて伝達されることになった。

一九八五年末までには、ルクセンブルグ・コペンハーゲン・ダブリン・マドリッド・ミラノの五つの証券取引所が参加し、対象銘柄も四〇〇銘柄まで拡大された。一九八七年一〇月にはパリとロンドンがIDISの第二段階を先導し、アムステルダムとコペンハーゲンがこれに続いた。さらに他の証券取引所が第二段階に加わった段階でECから五〇%の補助金がでる予定であったが、IDIS計画は一九八八年に挫折することになった。

IDIS計画は気配値を伝達する第二段階まで進み、ある程度まで域内証券取引所リンクという名目的な成功を収めたが、実際に各証券取引所がIDISの恩恵を受けることはほとんどなく、資金的にシステム対応が不可能な証券取引所ができたために断念されたと伝えられている。また、後のEWM (European Wholesale Market) 構想やEIM (European Interprofessional Market) 構想の主旨から考えると、一九八五年六月にSEAQインターナショナルを導入し、主要ヨーロッパ株式の取引を急速に拡大させていたロンドン証券取引所がIDIS第三段階のスクリーン取引システムの導入に関心を示さず、消極派に転じたということも考えられる。

### 3 ユーロクォート

IDISの挫折にも関わらず、EC証券取引所連合（先のEC証券取引所委員会）は一九八九年九月に域内およびスイスの株価情報と会社情報にアクセスできるシステムとしてPIPE (Price Information Project for Europe) と名付けた情報伝達システムを導入することを発表した。その後、PIPEはユーロクォートと名前を変え、一九九〇年五月にはEC証券取引所連合のコペンハーゲン会議で合意に達し、ブリュッセルに独立の株式会社 (Euroquote S.A.) が設立された（ロンドン・パリ・フランクフルト・マドリッドが各一五%、残る八取引所が四〇%を出資）。

ところが、この当時、ヨーロッパ投資サービス指令 (ISD) の規制市場 (Regulated Market) の定義をめぐってヨーロッパ各国は地中海クラブ (フランス・イタリア・スペイン) と北海同盟 (イギリス・ドイツ・オランダ) に二分されており、このあおりを受けて一九九一年五月のEC証券取引所連合のアテネ会議でイギリス・ドイツ・アイルランドがユーロクォート社への増資を拒否し、一九九一年七月にEC証券取引所連合の全会一致でユーロクォート計画を凍結することが決定され、ユーロクォートもまた挫折することになった。

### 4 ユーロリスト

ユーロリスト構想は一九八九年四月にパリ証券取引所のレジ・ルセル議長が提唱したもので、一定の基準に基づいて主要欧州企業を選び出し、それらを域内の各証券取引所に重複上場させ、各国の投資家が当該銘柄を自国市場で自国の制度に基づいて取引できるようにするという計画である。この計画は当初、ユーロクォートと平行して進めていくことで一九九〇年一月に一二の証券取引所の間で合意されたが、ユーロクォートの凍結後は



協力関係を確立するための協議を続けてきたが、将来的に共通の売買システムを採用するとしていた当初の計画を断念することを発表した。この提携構想にフランス側は積極的であったが、ドイツの現物市場では大口市場のIBISとフランクフルト証券取引所のBOSS-CUBEをバリ証券取引所のNSCに置き換えることに対する抵抗が強く、結局、両国で共通の電子取引システムの採用には至らなかった。この後、ドイツ証券取引所は後にXETRAと名付けられた電子取引システムの開発に着手している。<sup>(3)</sup>

## 6 英独証券取引所の戦略的提携

一九九八年七月七日、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は両国間で主要株式の取引制度を調和させ、将来的には共同電子取引プラットフォームの開発を目指すという戦略的提携の覚書に調印した。そして、両取引所による骨子の決定後、ヨーロッパの他の証券取引所がこの提携に参加することを歓迎し、三〇〇銘柄程度の主要株式のヨーロッパ共通市場を設立することを提唱した。

両取引所は研究・開発・規制・システムを修練させるための共同作業を行うために、各取引所から二人ずつの代表からなる計画理事会を設置し、ロンドン証券取引所のギャビン・キャセイ理事長が議長を務めること、共同出資によるジョイント・ベンチャー企業を設立すること、一九九九年一月四日の通貨統合までに両取引所への共通アクセス・パッケージを提供し、両取引所で重複上場されている英独主要株式に単一市場を設けること、そして二カ月以内に市場規制や大口取引を調和させるための重大な進展が予定されていることも同時に発表した。<sup>(4)</sup>

これを受けて、アムステルダム証券取引所はいち早くこの提案に対する支持を非公式に表明したが、大陸取引所で協力してロンドンに対抗していかうとしていたパリ証券取引所はヨーロッパ共通市場の主導権がロンドンと

フランクフルトに移ったことに対して激しい反発の姿勢をあらわにした。フランスが参加する場合のシェアは英独の四に対して二だというドイツ証券取引所幹部の発言が伝えられたこともパリ証券取引所を刺激し、パリ証券取引所はイタリア・スペイン・オランダ・ベルギーの証券取引所に呼びかけて英独提携に対抗する意図を表明し、ニューヨーク証券取引所にも提携の打診をする用意があると巻き返しをはかった。

一月四日にロンドン、翌五日にフランクフルトで開かれたセミナーで、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は、①一九九九年一月四日からロンドン証券取引所会員はドイツ証券取引所の遠隔地会員としてXETRAを通じて取引に参加でき、ドイツ証券取引所会員はSEETSS特別会員としてSEETSSを通じて取引に参加できること、②両取引所への入会金は免除されること、③SEETSS/XETRAにアクセスするためのソフトウェアその他は一年間割引レートでトライアル・パッケージとして提供されること、④清算に関してはCRESTとドイツ・ベルゼ・クリアリングの清算システムが利用され、一年間定額費用免除であること、⑤取引規則・規制・取引時間・税制については両国の従来制度に従うこと、⑥一九九九年中にジョイント提携企業の設立、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SEETSS/XETRAへの共通フロントエンドの提供、共通清算機構の提供へ向けての作業を行い、二〇〇〇年以降に単一取引プラットフォームと規則・使用料・清算機構の調和が計画されていることが明らかにした。<sup>(5)</sup>

パリ証券取引所の英独提携に対する反撃の企てにも関わらず、一月一九日にマドリード証券取引所が英独提携に将来的に参加する用意があると正式に表明し、ミラノ証券取引所も英独提携支持の立場にあることが伝えられ、パリ証券取引所の反英独提携構想は破綻した形となり、一月二七日にはEU統合後のヨーロッパ市場の構想をめぐってパリでヨーロッパの九つの証券取引所による会合が開かれた。この会議ではストックホルム証券取

引所を除く八つの証券取引所の間で将来のヨーロッパ統合株式市場を目指して取引所提携委員会が設立され、次回の会合の決定がなされただけで具体的な成果はえられなかった模様であるが、英独証券取引所提携に他のヨーロッパ主要証券取引所が追随するという今後の状況は決定的なものとなった。

## 7 EU統合後の証券取引所の行方

今回のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携をこれまでのヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調・提携の経緯に照らして考えてみると、一九八五年のSEAQインターナショナル導入以後、大陸諸国との協調よりもSEAQインターナショナルいしはその類似施設によってヨーロッパ市場の独占を目指してきたロンドン証券取引所が大陸取引所との積極的な協調に転じたことが最大のポイントであろう。この背景には、①大陸諸国の証券取引所の機械化によってSEAQインターナショナルからの取引の流出が近年伝えられること、②一九九七年一〇月にイギリス主要株式を対象として導入したオーダードリブン方式のSETSでの取引が振るわず、フランスのユーロCACやドイツのXETRAへイギリス株取引が流出する恐れが高まったこと、③ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)から主力商品のドイツ国債先物がEUREX(ものとDTB)へ流動性が移り、フランクフルトが金融センターとなる可能性が高まったこと、④大陸諸国との協調を有力業者やイングランド銀行が促していること、⑤通貨統合後は大陸諸国への株式投資が活発化する可能性が高いこと、⑥大陸諸国で証券市場統合の動きが生じた場合にリーダーシップをとれなくなることなどが考えられる。そして、こうした状況下で、おそらくドイツ証券取引所から戦略的提携の申し入れがあったものと推測され、ロンドン証券取引所の提携参加はかならずしも不利な選択ではなかったと考えられる。

他方、もう一方のドイツ証券取引所は、一時は独仏提携解消以後もロンドン証券取引所に対抗していくものが見られていたが、ロンドンと競争して破れる可能性もあり、独仏提携では歴史的な経緯からいってもフランスにイニシアティブを握られる可能性が高く、少なくとも通貨統合後もある程度はリーダーシップを発揮するためにロンドン証券取引所との提携はかならずしも悪いものではないとの判断をくだしたものと考えられる。また、ヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調・提携の経緯からすれば、イギリスに対して最も強硬に対抗してきたフランスにはロンドンと率先して提携するという可能性は極めて低く、ドイツに残されたロンドンとの提携はヨーロッパの時価総額一位と二位の提携であり、他の証券取引所を容易に取り込むことができるかと判断されたとも考えられる。したがって、一人勝ちするメリットよりもイニシアティブを発揮できないリスクが考慮されて、今回の戦略的提携に踏み切ったものと考えられる。その点ではロンドンも同じであろう。

さて、今後のヨーロッパの株式市場はこのロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携を軸に展開していくものと見られるが、ヨーロッパにおける証券取引所統合の歴史の中ではいかに位置づけられるであろうか。取引所間の情報リンクを目指したユーロクオート、重複上場による取引所間の競争に力点を置いたユーロリスト、これに対して今回の英独提携構想はオーダードリブン市場を母国市場に集中させるといふ棲み分け方式が採用されている<sup>(6)</sup>。取引所間でシェア争いが起こればかならず勝者と敗者が生まれ、証券取引所の存続に関わるという事態も生じかねないので、取引所間で足並みをそろえることは容易ではない。その点、棲み分け方式ではすべての取引所が外国からの注文を確保できるのであるから各国証券取引所の参加が容易であり、投資家にとっても取引方法や取引規則が調和されていれば、各国の制度に精通していなくとも容易に取引ができるはずである。フロア取引の伝統に根ざした従来の発想では、市場を集中するとは物理的に一カ所に注文を集中することを前提にして

いたが、コンピューター技術の進歩によって物理的な制約はなくなり、しかもそのシステムさえかならずしも中央管理する必要はないのである。ヨーロッパにおける将来の証券市場は同一システムを通じた既存取引所のネットワーク化の方向へ動き出そうとしている。

今回のロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の戦略的提携は互いのリーダーシップを保持し続けるために棲み分け方式に行き着いたが、この方式はこれまでの証券取引所リンク構想を一步進めるといふ結果をもたらさしうである。もちろん、各銘柄では取引所間の競争がなくなり、独占の弊害が出てくる恐れもあるが、そうなれば店頭市場やPTSとの競争が生じるはずであり、取引所もどうかうかしてはられないはずである。現時点では、オーダードリブン方式ではないロンドン証券取引所のSEAQインターナショナルが廃止されることになるのかどうかは明らかにされていないが、SETSの導入に伴ってSEAQが廃止されたイギリス主要株式の取引ではSEAQ抜きで引き続きマーケットメーカーとの取引が活発に行われており、たとえSEAQインターナショナルが廃止されたとしてもすでに確立されたマーケットメーカーのネットワークは同様に存続するであろう。

注

- (1) ヨーロッパにおける証券取引所間の競争と協調・提携の経緯に関しては、岩田健治「ECの証券市場統合—域内証券取引所間のリンクを中心として—」(日本証券経済研究所「証券資料」、一一四号、一九九一年六月)、安達精司「欧州統合株式市場」について(東京証券取引所「証券」、一九九一年八月・九月)、吉田光・栗原宏樹「EC統合と証券市場」(東京証券取引所「証券」、一九九三年四月・六月)、岩田健治「欧州の金融統合」(日本経済評論社、一九九六年)、岩田健治「EUの証券市場」(図説ヨーロッパの証券市場(一九九七年版))、日本証券経済研究所、一九九七年、

A.N.Licht, "Stock Market Integration in Europe" (Working Paper of Harvard Law School Program on International Financial Systems, March 1997) に食いつながる。

- (2) バリ証券取引所の電子取引システムに関しては、拙稿「取引システムの世界標準へ—バリ証券取引所のスーパーCAC—」(本誌一五五三号、一九九七年二月)を参照。
- (3) ドイツ証券取引所の電子取引システムに関しては、拙稿「電子取引システムによる市場の統合—ドイツ証券取引所のXETRA—」(本誌一五五四号、一九九八年一月)、「新たな段階をむかえたドイツ証券取引所の電子取引システムXETRA—XETRAリリース3—」(本誌一五六四号、一九九八年二月)を参照。
- (4) London Stock exchange and Deutsche Börse, "London Stock Exchange and Deutsche Börse Form Strategic Alliance: First step to a single European stock market", Press Release, 7 July 1998
- (5) London Stock exchange and Deutsche Börse, "Seminars Outline Phase One of Alliance Delivery: Exchanges offer market free try-and-buy package", Press Release, 4 November 1998
- (6) ドイツ証券取引所は一〇月二日のXETRAリリース3への移行日からすでにXETRAに上場していたイギリス株式の取引を停止している。
- (7) ロンドン証券取引所のSETS導入後の取引状況に関しては、拙稿「ロンドン証券取引所におけるSETS導入後の取引状況」(本誌一五六〇号、一九九八年七月)、「ロンドン証券取引所のSETSに関する二つのアンケート調査」(本誌一五六二号、一九九八年九月)を参照。