

ユーロネクスト

～三つともえのヨーロッパ株式市場～

吉川 真裕

二〇〇〇年三月二〇日、フランスのパリ証券取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所は株式市場の合併計画を発表した。ヨーロッパでは一九九九年の単一通貨ユーロ導入を前にして一九九八年七月七日にロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が将来の共通プラットフォームの開発を目指した戦略的提携に合意したと発表し、これを受けて一九九八年一月には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、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共通プラットフォームの開発に向けた協議が開始された。協議の過程ではその核となるロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の間で共通プラットフォームの具体的な形に関する合意が成立せず、一九九九年九月には共通プラットフォームではなく、各証券取引所へ注文を回送するための共通アプリケーション・プログラム・インターフェイス(API)を二〇〇〇年一月までに開発することに計画が変更されたことが発表されていた。今回、合併を発表した三取引所はいずれもこの八取引所に属しており、イギリスとドイツ主導の株式市場統合計画に対抗して第三極を形作る道を選択したわけであるが、事態をより複雑にした感は否めず、更なる証券取引所の合併・提携への道が開かれたようである。

本稿では、三取引所の合併に至る経緯を、ユーロクリアとセデル（現クリアストリーム）を核としたヨーロッパの決済機関の再編成と合わせて紹介し、今後のヨーロッパにおける証券取引所の合併・提携の見通しを明らかにする。

1 共通プラットフォームをめぐる紆余曲折

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。アムステル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株式市場統合をめぐる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、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共通プラットフォームの開発に向けた協議が開始された。⁽¹⁾

すでにロンドン証券取引所会員とドイツ証券取引所は一九九八年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、両取引所会員によるロンドン証券取引所の電子取引システムSEETS、ドイツ証券取引所の電子取引システムXETRAへの参加条件を提示し、一九九九年中に合同企業の設定、共通の規則と規制の制定、使用料金体系の簡素化、SETS・XETRAへの共通フロントエンドの提供、共通決済機構の提供

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・決済機構の調和が計画されていることを明らかにしていた。したがって、八取引所による協議もロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の方針に追随するというのが実態であった。一九九九年三月九日にロンドン証券取引所とドイツ証券取引所は短期的な市場調整に関する提案を公表した。この提案の骨子は取引時間・注文規模の上限・指し値注文の有効期限の統一に関するものであり、一九九八年七月に取引開始時間を三〇分繰り下げたロンドン証券取引所が取引開始時間を一時間繰り上げるということを除けばほとんど反対する理由は見当たらない。そこで、この提案は合同企業の所有比率や共通株価指数の決定をめぐる調整の難航を隠蔽するための手段に過ぎないという見方さえあった。⁽²⁾そして、両取引所による調整の難航を取り繕うかのように、一九九九年五月四日にはマドリッドで八取引所による覚書の調印がおこなわれ、各国の優良銘柄を取引するための共通プラットフォームの開発と共通の規則と規制の制定が八取引所の間で再度確認された。⁽³⁾

一九九九年九月二日にブリュッセルで八取引所から発表されたプレス・リリースでは、共通プラットフォームではなく、共通マーケット・モデルに従う各国の取引システムにアクセスするための共通電子インターフェイスの導入を二〇〇〇年一月までにおこなうという形に合意は後退した。このプレス・リリースでは調和した規則に従って共通の機能を持つ、高流動性銘柄のための共通マーケット・モデルを想定し、流動性の拡大、透明性の向上、取引手続きの簡素化、利用者のシステム装備の削減、新規資金の獲得、投資家保護の促進、市場のインテグリティ（継続性）の確保、といった目的のために、以下のような特徴を持つ共通マーケット・モデルが合意されていることが示された。⁽⁴⁾

① 寄り付きと引けおよび場合によっては日中にもコール・オークションがおこなわれる電子的継続オーダー・

ドリブン取引システムの採用

- ② 各証券取引所のオーダー・ブックにアクセスするための調和したアレンジの採用
- ③ 取引前と取引後の匿名性の確保とセントラル・カウンタパーティの採用
- ④ 注文形態、サイズ、オークションの利用形態、ディーリング容量、ティック・サイズといった継続取引のための調和した機能の採用

⑤ 大口取引に対して、注文総量をオーダー・ブックに表示しないヒドウン・オーダー (hidden order) やアイスバーク・オーダー (iceberg order) といった特殊なタイプの注文をサポートする機能の採用

⑥ 価格操作や指数操作を防止するための共通アプローチの採用

⑦ 会員業者の立地に左右されない公正で平等な市場へのアクセス

この発表に対して、共通プラットフォームを切望してきたヨーロッパの機関投資家や大手金融機関からは失望の声が上がり、ヨーロッパ統一株式市場という構想には、各証券取引所は総論では賛成であるものの、自らの存続に関わる各論では合意ができないことが明らかとなった。とりわけ、この対立の中心は戦略的提携の発表によってヨーロッパ統一株式市場構想を打ち出したロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の間にあり、統合後のイニシアティブをどちらが握るのかという問題でどちらも譲歩ができなかったことが最大の理由である。株式市場の長い伝統とヨーロッパ最大の時価総額を持ち、SEAQインターナショナルで一度はヨーロッパ株式市場を独占しかけたロンドン証券取引所と、東ドイツの併合によって勢いづき、経済規模では他のヨーロッパ諸国を寄せ付けないドイツにあって、世界最大の先物取引所のEUREXやヨーロッパ最大のベンチャー市場であるノイア・マルクトを傘下に持つドイツ証券取引所の提携ということ自体に最初から無理があったのかもしれない。

2 決済機関の再編成

ヨーロッパにおける国境を越えたクロス・ボーダー取引では取引そのものにも増して受け渡し・決済業務にコストがかかると言われている。国の数だけ決済機関（証券保管振替機関）が存在し、その決済機関の組み合わせの数だけでも膨大な数にのぼり、しかもそれぞれの決済機関が歴史的な経緯からかならずしも同一の期日や手続きで決済業務をおこなっているわけではない。株式取引のクロス・ボーダー化に先駆けて、一九六〇年代におけるユーロ債市場の発展とともに、ヨーロッパのみならず、世界的な規模でのクロス・ボーダー化が進展した債券取引では、一九六八年にはブリュッセルにユーロクリア (Euroclear)、一九七〇年にはルクセンブルグにセデル (Cedel International) という二つの国際決済機関が誕生し、ユーロ債市場のほとんどの取引を決済してきた。しかし、株式取引では一九八〇年代後半から活発化したロンドン証券取引所のSEAQインターナショナルでのクロス・ボーダー取引でもユーロクリアやセデルの利用は限定的で大半は母国市場の決済機関を通じて決済業務はおこなわれてきた。そこで、ヨーロッパでは各国の決済機関の連合体であるECSDA (欧州中央証券保管振替協会) が個々の決済機関が双務契約を結ぶことにより、各国の決済機関をリンクさせるというECSDAモデルを推進してきた。

一九九九年五月四日、くしくも八取引所が共同声明を発表した同じ日に、ユーロクリアはハブ・アンド・スポークス (Hub and Spokes) モデルという新たな決済機関統合モデルを打ち出し、ユーロクリアによるセデルの買収提案を発表した。⁽⁵⁾ ユーロクリアはECSDAモデルの推進には各国決済機関の協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかりすぎるとして批判し、他方で単一中央決済機関の設立を目指す国際中央決済機関 (ICSD) モデルに対しては、①イギリスやイタリアは外国での証券保管を禁止し、上場証券の国内登録を義務づけている、

②ドイツは上場証券取引の国内証券保管振替機関での決済を義務づけている、③フランスは配当支払いを国内銀行に限定している、④単一中央決済機関の立地問題は雇用問題と絡んで政治的対立を生み出す、⑤多くの国々では特定業種に対する外国人による株式保有制限を課している、といった点を考慮すると、各国での法改正の問題が避けられず、近い将来に実現する見通しは立たないと断定している。ユーロクリアの提唱するハブ・アンド・スポークス・モデルはECSDAモデルとICSDモデルを折衷させることで、より早く決済業務の効率化を実現できるという点が売りものであり、各国の決済機関（スポーク）は引き続き国内決済業務を継続するが、国際決済業務に関しては各国の決済機関が直接相互に受け渡し・決済をおこなうのではなく、それぞれが国際中央決済機関（ハブ）との間でのみ受け渡し・決済をおこない、国際中央決済機関が各国決済機関のための決済機関として受け渡し・決済業務をおこなうものである。したがって、国際中央決済機関が複数存在する必要はなく、これまでの実績からみてユーロクリアが国際中央決済機関に適任であり、セデルを統合することによって国際中央決済機関の機能を強化できるというのがユーロクリアの提案内容であった。

ユーロクリアのハブ・アンド・スポークス・モデルは各国決済機関に国内業務を継続させることによって法改正の問題を回避し、各国決済機関の不合理な反発を招くこともなく、各国決済機関の間の国際決済業務を効率化できるという点では現実的で優れたアイデアであると評価できよう。しかし、買取を提案されたセデルと、ECSDAモデルのもとでユーロッパ最大の国内決済機関であると同時に国際決済業務への進出を目指してきたドイツ証券取引所クリアリング（DBC）にとっては、ハブ・アンド・スポークス・モデルはユーロクリアの地位を安泰にし、自らの事業展開を制約するという受け入れがたい提案として受け取られたようである。ユーロクリアの提案を受けて、一九九九年五月一四日にルクセンブルグでセデルとDBCは二〇〇〇年一月の対等合併を発表

し、フランスの決済機関であるSICOVAMも新会社設立後に参加する覚書に調印したことが明らかにされた。対等合併の内容はDBCが独自の決済システムの開発を放棄し、セデルのクリアエーションというITシステムを採用することによって、単一決済システムを各国の決済機関にも波及させ、ドイツの国内受け渡し・決済業務もおこなう新会社が国際中央決済機関となるという形であり、ユーロクリアのハブ・アンド・スポークス・モデルに対する代案としてECHモデルと名付けられた。そして、定評の高いフランスのネットインギング・システムであるクリアネットが利用される予定であることも発表され、新会社設立後に合流するSICOVAMの出資比率は今後の交渉によって実績に応じて決定されることも伝えられた。

新会社の最高経営責任者はセデルの最高経営責任者アンドレ・ルツシ氏が継承し、本部も引き続きルクセンブルグに置かれるということであるから、いっけんDBCにとつてのメリットは少ないようにみえるが、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の取引システムをめぐる交渉の力関係にセデルとDBCの合併は大きく影響を及ぼすものと考えられた。イギリスの決済機関であるクレスト（Crest）はセントラル・カウンタパーティを導入していないという点で従来から共通決済システムとしては不適合とみられており、決済システムとリンクしたドイツ証券取引所の電子取引システムXETRAの方がロンドン証券取引所の電子取引システムSETSよりもヨーロッパ共通プラットフォームにふさわしいとささやかれていたが、DBCが国際中央決済機関の一部となり、統一ITシステムを採用するとなれば、ドイツ証券取引所のXETRAが共通プラットフォームになる可能性は著しく高まるものとみられていた。

五月二六日にセデルとDBCは各国の決済機関にECHモデルへの参加を呼びかけ、九月一〇日にはイタリアの決済機関であるモンテ・テイトーリ（Monte Titoli）と覚書の調印に向けて協議に入ったことを明らかにし、一

一月二日にはセデルとDBCは正式な合併契約書に調印したが、一月二日にはSICOVAMとの交渉打ち切りが発表され、翌一月三日にはユーロクリアとSICOVAM、そしてパリ証券取引所傘下のデリバティブと店頭取引の決済機関クリアネットが二〇〇〇年四月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の決済・ネットイングのための戦略的提携計画を打ち出した。⁽⁷⁾ 今回のユーロクリアの目標はハブ・アンド・スポークス・モデルの追求ではなく、セデルとDBCが目指した単一決済システムの採用にあり、DBCに次ぐヨーロッパ第二の国内決済機関であるSICOVAMと組むことにより、セデル・DBC連合に対抗しようという戦略である。二〇〇〇年一月一七日にセデルとDBCの新会社はクリアストリーム・インターナショナルという名称で発足し、決済業務を扱うクリアストリーム・バンキングと決済プロセスとIT開発をおこなうクリアストリーム・サービスズを傘下に置いて業務を開始している。なお、三月六日にクリアストリームはコスト削減のためにユーロクリアの合併に関係者に示唆したが、ユーロクリアから拒絶されたと伝えられている。⁽⁸⁾

ところで、決済問題に関しては蚊帳の外に置かれていたイギリスのクレストも決済費用の削減に向けて独自の戦略を追求している。一九九八年七月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発表を受けて、九月二日にクレストはイングランド銀行からイギリス国債とマネーマーケット商品の決済業務の移管を取り付け、一九九九年九月一九日からイギリス国債とマネーマーケット商品の決済業務を開始し、ドイツのDBCやフランスのSICOVAMと対等な形にこぎつけている。また、一九九九年八月二三日からはスイスの決済機関であるSIS (SegaInterSettle) との間で、一月二十五日からはドイツのDBCとの間でリンクを開始しており、二〇〇〇年三月八日にはロンドン証券取引所とロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)とともにイギリスの懸案であったセントラル・カウンタートパーティを二〇〇一年第一四半期に導入する計画を発表している。

3 ユーロネクスト

二〇〇〇年三月一五日、フランスのバリ証券取引所とオランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所が合併交渉に入ったというニュースが流れ、一九九八年七月七日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以来の衝撃が走った。そして、三月一八日には各取引所の理事会による全会一致の支持を受けて覚書に調印され、三月二〇日にはロンドンのサボイ・ホテルで記者会見がおこなわれた。⁽⁹⁾

合併後の新会社の名称はユーロネクスト (Euronext) であり、三取引所およびその傘下の先物取引所の会員または株主を同一資格の株主として持つ新会社としてオランダに設立される(各取引所による出資比率は二カ月以内にABMアムロとアーネスト&ヤングによって決定される予定)。新会社はバリ証券取引所のジャン・フランソワ・テオドル理事長、アムステルダム取引所のジョージ・メラール理事長、ブリュッセル取引所のオリバー・ルフェール理事長の三人からなる取締役会と投資家を含めた二人の監査役会(初代会長はオランダ人を予定)によって運営され、初代の社長兼最高経営責任者にはバリ証券取引所のテオドル理事長、最高業務責任者にはアムステルダム取引所のメラール理事長(次期社長兼最高経営責任者を予定)、法務および人事を担当する事務総長にはブリュッセル取引所のルフェール理事長の就任がそれぞれ予定されている。そして、二〇〇〇年九月の合併完了と、年内の上場、二〇〇一年第一四半期のルール統一とシステム統合が計画されている。この合併は株式市場の統合に止まらず、それぞれの取引所がデリバティブ市場と決済機関を傘下におさめていることから、株式市場、デリバティブ市場、決済機関、すべての統合を目指しており、各国の証券取引所と決済機関の間で独自におこなわれてきたヨーロッパ統合をデリバティブ市場も含めて一挙に実施するという新たな戦略を提示した。なお、ユーロネクストはすでにルクセンブルグ取引所から参加の意向を打診されており、新たなパートナーの参

加を歓迎するが、これまでの八取引所による株式市場統合計画を排除するものではなく、引き続き統合計画に参加していくという意向も示された。

合併後の業務運営については、関係者の話としてパリ証券取引所が優良株式市場、アムステルダム取引所がデリバティブ市場、ブリュッセル取引所がベンチャー株式市場を分担するとか、パリ証券取引所が株式市場、アムステルダム取引所がデリバティブ市場、ブリュッセル取引所が決済業務を分担するといった報道が流れたが、記者会見では地理的な棲み分けは計画していないと説明された。そして、取引システムについてはパリ証券取引所とブリュッセル取引所で使用しているパリ証券取引所の電子取引システムNSCに基づいて株式取引がおこなわれ、ネットインク業務についてはフランスのクリアネットを拡張する形で対応し、決済業務についてはパリ証券取引所が採用しているシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)とニューヨーク工業品取引所(NYMEX)が共同開発したクリアリング21に基づいておこなわれる予定であると説明されたが、デリバティブ取引に関してはどの取引システムを採用するかは決まっておらず、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)のLIFFEコネクトにも関心があるとして、ユーロネクストへのLIFFEの参加を促していた。また、決済機関については単一の機関を予定しており、フランスのSICOVAMとの間で戦略的提携を計画しているユーロクリアが第一候補であると説明し、ユーロネクストへのユーロクリアの参加も促していた。

ユーロネクストの設立計画を受けて、三月二十四日、ユーロクリアとSICOVAMはSICOVAMがユーロクリアの子会社になる形で合併の同意に達したことを明らかにし、ユーロネクストの受け渡し・決済・ネットインク業務をおこなうことを表明した。そして、最終契約は二〇〇〇年六月に調印予定であり、規制当局の承認を待って二〇〇一年はじめに合併を完了する見通しであることも明らかにされた。¹⁰⁾

4 三つどもえのヨーロッパ株式市場

ユーロネクストは、株式市場、デリバティブ市場、決済機関、これらすべての統合を目指しており、これまで各国の証券取引所および決済機関の間で独自におこなわれてきた統合を一挙に実施するという新たな戦略を提示した。さらに、八取引所による統合計画は取引所間のリンクが想定されていたのに対して、取引所の合併という形に踏み込み、取引所間の統合・合併という新たな局面を切り開いた意義は大きいと考えられる。

ユーロネクストは一九九九年末の上場株式時価総額でヨーロッパ第二位のパリ証券取引所と第五位のアムステルダム取引所、第一〇位のブリュッセル取引所の合併であり、ロンドン証券取引所に匹敵する規模に達し、戦略的提携に基づいてヨーロッパ株式市場統合を推進してきたロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が主導権争いで分裂している状況のもとでは、新たな第三極としてあらわれたことになる。しかも、決済機関との関係からすれば、ユーロクリア・ユーロネクスト連合はクリアストリーム・ドイツ証券取引所連合と並ぶ二極のうちの二極となり、ユーロクリア・ユーロネクスト連合を抜きにしては統合はあり得ないという位置を占めるに至った。

しかし、現段階ではユーロネクストは、債券市場でヨーロッパのベンチマークとなったドイツ長期国債(BUND)やBUND先物(EUREX上場)、短期金融市場でヨーロッパの代表的指標となったヨーロッパ銀行間金利(EURIBOR)やEURIBOR先物(LIFFE上場)、ヨーロッパ各国の株式からなるヨーロッパ統合株価指数先物(EUREX上場)の市場は獲得しておらず、弱小勢力の寄せ集めという感否めない。しかも、ユーロ市場の拠点であるロンドンやヨーロッパ中央銀行を要するフランクフルトに比べると、ユーロネクストの中心であるパリにはヨーロッパ規模での金融センターとなるべき理由が見当たらない。したがって、ロンドンかフランクフルトと提携し、ロンドン・パリ連合という形か、フランクフルト・パリ連合、あるいはロンドン

ン・フランクフルト・パリ連合の形でヨーロッパ金融市場の一翼を担うというのがおそらくは妥当な狙い目であろう。

もともとイギリスに対する対抗意識の強いフランスはドイツと協力して、イギリス抜き、あるいはイギリスの主導しない形でヨーロッパ市場統合を追求してきており、いったんはその形でドイツとの協力関係がかなり進んだ。一九九三年七月の協定に基づいて一九九四年九月に実施段階に入ったパリ国際金融先物・オプション取引所(MATIF)とドイツ先物・オプション取引所(DTB)の提携に端を發し、一九九五年一〇月に調印された、パリ証券取引所、パリ流通型オプション市場(MONEP)、MATIFと、フランクフルト証券取引所とDTBの持ち株会社であるドイツ証券取引所の間で市場間提携の覚書では、①MATIFとMONEPがデリバティブ市場における電子取引システムとしてDTBのシステムを採用し、②フランクフルト証券取引所が現物市場における電子取引システムとしてパリ証券取引所のNSCを採用することが計画されていた。しかし、一九九六年四月に共通の取引システムを採用するという計画は断念されることになり、一九九八年七月にはロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が共通プラットフォームの開發を目指した戦略的提携を結ぶことになった。このときもパリ証券取引所はロンドン・フランクフルト連合に対等条件で参加する意志を持っていたが、二〇%のシェア・パートナーと位置づけられ、他の証券取引所との提携を試みて巻き返しを謀ったが、賛同を得られず、八証券取引所の協議に加わった。一九九九年五月のセデルとDBCの合併の場にもパリ証券取引所とSICOVAMは対等な立場で参加する意向を示したが、二八%という出資比率を受け入れられず、結局一月に交渉を打ち切っていた。こうした経緯からも明らかのように、パリ証券取引所はロンドン証券取引所かドイツ証券取引所、またはその双方と対等条件であれば協力する意志はあり、今回のユーロネクストはロンドン証券取引所か、ドイツ証券取引所から妥協を引き出すための誘い玉とも考えられる。

今回のユーロネクストは実質的にはパリ証券取引所によるアムステルダム取引所とブリュッセル取引所の吸収合併と言える。一九九八年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際にアムステルダム取引所はいち早く支持を表明しており、パリ証券取引所の誘いを断っていたわけであるが、その後ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所の交渉が進まず、しびれを切らせた感がある。一九九九年一月からはブリュッセル取引所とルクセンブルグ取引所の間で会員の相互乗り入れを実現しているが、いずれにせよアムステルダムがヨーロッパの金融センターとなることは考えられない。しかも株式市場・デリバティブ市場ともにコンピュータ化が実現しておらず、株式取引にAEX二〇〇〇という取引システムを導入する予定であったが、なんらかの共通プラットフォームが決まればそれを導入せざるを得ない立場にあり、主要取引所間の交渉を促進すると同時に、独自のシステム開發負担を回避し、コンピュータ取引導入に対する会員の反対を抑えるという意図が考えられる。

その他の取引所の中では、ヨーロッパで時価総額第四位のスイス取引所が一九九九年一月二八日にパリ証券取引所との間でパートナーシップ契約を結んでいるにも関わらず、ユーロネクスト計画の相談を受けていないことから、デリバティブ市場で提携したドイツ陣営に入るのか、株式市場で提携したフランス陣営に入るのか、躊躇している。同様に、一九九九年三月二日にパリ証券取引所とスイス取引所の間でパートナーシップ契約を結んだイタリア取引所も、決済機関はドイツ陣営と交渉中であり、デリバティブ市場では一九九八年二月一日にフランスとスペインの間でユーロ・グローベックス提携を結んでおり、進退は明らかではない。

二〇〇〇年三月二六日、イギリスの決済機関クレストとスイスの決済機関SISは共通の決済ネットワーク・システムを導入した¹¹⁾。ユーロクリア、クリアストリームに続くヨーロッパ第三の決済システムであるが、単一決

済システムではなく、ユーロクリアやセデルのような実績もないだけに過大な評価はできない。イギリス陣営はセデルとDBCが合併を発表し、SICOVAMも賛同していた時期にユーロクリアと提携していれば、もっと大きな交渉力を確保できたはずである。ロンドン証券取引所は三月一五日に株式会社化を決定し、四月末ないし五月はじめに株式の取引が開始される予定であるが、株式会社化後には株式会社化されている他の取引所の合併もあり得ると言われていただけに、今後の動向が注目される⁽¹²⁾。しかし、決済面で結びついているスイス取引所を買収したとしても時価総額では圧倒的に大きくなるものの、それだけではヨーロッパの株式市場統合において交渉力が増すとは考えられず、ユーロネクストかドイツ証券取引所との協調は避けられないだろう。あるいは名譽ある孤立を守るという選択肢も残されている。ヨーロッパ株式市場統合に参加しなくてもユーロ市場の中心としてロンドンが世界の金融センターであり続けることは間違いない。

一方、ドイツ証券取引所も株式公開とユーロボード (Euroboard) への名称変更の方針をすでに明らかにしており、五月四日の株主の合意を待つて六月末か七月の株式公開を準備している。三五〇〇万ユーロの株式売り出しとともに現在の株主資本一八七六万ユーロを一挙に九五四二万ユーロまで引き上げる予定であるという。ユーロネクストの発表後もヴェルナー・ザイフェルト理事長はドイツ証券取引所にはヨーロッパの優良株式市場を独力で作り上げる能力があると豪語し、公開資金の大半は買収資金として利用するという。また、ドイツ証券取引所は一九九九年一二月に電子取引システムXETRAの端末設置を米国証券取引委員会 (SEC) に正式に申請したが、早急な認可は難しいというSECの対応から、取引所以外のパートナー (おそらくECN) と交渉中であるとも言われている⁽¹³⁾。ドイツ証券取引所のこうした強気の姿勢はドイツの経済力と、一九九九年一月五日にXETRAを導入しているウィーン証券取引所をはじめとする中東欧地域は押さえているという自信によるもの

であろう。西ヨーロッパの市場統合で失敗してもヨーロッパの東半分があるかぎり、ヨーロッパの金融センターであり続けるというわけである。ヨーロッパ株式市場統合への最も近道はドイツ証券取引所がパリ証券取引所の取引システムを部分的に受け入れ、クリアストリームとユーロクリアが統合されるというシナリオであるが、ドイツ側にその意志はなさそうである。また、世界最大の先物取引所EUREXとヨーロッパ最大のベンチャー市場ノイア・マルクト、そしてクリアストリームの半分を持つドイツ証券取引所が株式会社化されたロンドン証券取引所を買収するというシナリオも考えられなくはないが、その場合にはロンドン証券取引所をユーロネクスト側に追いやる結果になるかもしれない。

かくして、三つどもえになつたヨーロッパの株式市場統合計画はまだ先行きが不透明であり、機関投資家や大手金融機関は他の道も模索している。一九九九年五月にインスティテュート主導で大手金融機関が協調出資を決めたイギリスのトレードポイント⁽¹⁴⁾は二〇〇〇年二月にLCHがセントラル・カウンタートパーティとなり、ユーロクリアが決済をおこなうことを明らかにし、二〇〇〇年後半にヨーロッパの主要三〇〇銘柄の株式取引を開始する準備を進めている。また、ストックホルム取引所を参加に持つOMグループとモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター (MSDW) も二〇〇〇年二月にはMSDWがマーケットメーカーとなつてヨーロッパの主要株式取引する電子取引システムJIWAYを二〇〇〇年九月に開始すると発表している⁽¹⁵⁾。さらに、一九九九年七月にイギリスの機関投資家が設立したEクロスネットは二〇〇〇年三月二七日からすでに取引を開始している⁽¹⁶⁾。しかしながら、ヨーロッパ株式市場統合への道のりはいまだ見通しがつかない。

- 注 (1) ヨーロッパにおける証券取引所間の競争と提携の経緯に関しては、拙著「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―」(本誌一五六五号、一九九八年十二月)を参照。
- (2) この間の事情に関しては、拙著「ロンドン証券取引所における取引制度変更―ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一巻」(本誌一五七四号、一九九九年七月)を参照。
- (3) London Stock Exchange, "European Stock Exchange Sign Agreement", *Press Release*, 4 May 1999 (<http://www.londonstockexchange.com/about/release/04-05-99.htm>)
- (4) London Stock Exchange, "European Stock Exchange Agree Market Model : Electronic market of markets for European Blue Chips by November 2000", *Press Release*, 22 September 1999 (<http://www.londonstockexchange.com/about/release/19-09-99.htm>)
- (5) Euroclear, "New pan-European securities settlement infrastructure is revealed", *Press Release*, 99-PR-009, 4 May 1999, Euroclear, *The hub and spokes clearance and settlement model : The pan-European settlement solution for efficient and competitive capital markets*, May 1999
- (6) Cedel International, "Major clearers join forces to create European Clearing House.", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House: Speech by André Lussl", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House : Speech by Dr. Werner G. Zeifert", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House : Speech by Jean-François Théodore", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International and Deutsche Börse, *Creating the European Clearing House (Presentation Slide)*, 14 May 1999

- (7) Euroclear, SICOVAM and Paris Bourse, "Euroclear, SICOVAM, Clearnet strategic alliance redefines pan-European securities settlement and netting", *Press Release*, 23 November 1999 (<http://www.bourse-de-paris.fr/en/news/7/p77226.htm>)
- (8) Martin Boer, "Clearstream Takes Euroclear Merger Proposal To Market", *Dow Jones Newswires*, 7 March 2000
- (9) Amsterdam Exchanges, Brussels Exchanges and Paris Bourse, "Amsterdam, Brussels and Paris merge to create the leading European Exchange : Euronext", *Press Release*, 20 March 2000 (<http://www.bourse-de-paris.fr/en/news/7/p77236.htm>) Amsterdam Exchanges, Brussels Exchanges and Paris Bourse, *Birth of the First European Stock Exchange (Presentation Slide)*, 20 March 2000 (<http://www.bourse-de-paris.fr/en/news/7/pdf/fusion.ppt>)
- (9) Euroclear and SICOVAM, "The Alliance : The Euroclear System and Sicovam merge to accelerate consolidation benefits", *Press Release*, 24 March 1999 (http://www.sicovam.com/bin/Netis_Gate?JonNldkIjomeDpxdYpKBxAHOYpkJloIaIkpakklIobpmCqkd7OxNYCHcud9dJolmCklbqJECt91LIR19ImCypadXCZikd7OvpmCj6TPpypvU09ImCWqkd7OxNYCHcud9dV091LmCbqklJorcklJpOoCmCHcWdWdAkdHcb7Ovpqpw181y09dk1WejodcfcLlUQaewdkdXpl1vpJQJolmC)
- (11) Crest and SIS, "The Settlement Network-delivering a Single Integrated Process for the European Securities Markets", *Press Release*, 26 March 2000 (<http://www.thesettlementnetwork.com/news/main.html>)
- (12) London Stock Exchange, "Exchange votes to demutualise", *Press Release*, 15 March 2000 (<http://www.londonstockexchange.com/about/release/15-03-00.htm>)
- (13) Helen Sommerville, "Deutsche Boerse Sees 2Q IPO : Shr Sales To Raise EUR35 Mln", *Dow Jones Newswires*, 28 March

- 2000, Silvia Ascarelli, "Deutsche Boerse Plans U.S. Alliance To Ease Access to Xetra Trading", *Wall Street Journal Interactive Edition*, 29 March 2000
- (14) Tradepoint Stock Exchange, "London Clearing House-Euroclear Platforms provide basis for first integrated Pan-European Exchange", *Press Release*, 10 February 2000 (<http://www.tradepoint.co.uk/pr000210.html>)
- (15) OM Group, "OM and Morgan Stanley Dean Witter's JIAWAY Exchange Set to Revolutionise Pan-European Share Trading", *Press Release*, 8 February 2000 (<http://www.omgroup.com/pdf%20files/jiwayeng.pdf>)
- (16) Shane Kite, "E-Crossnet Launches New Trading System", *Securities Industry News*, 27 March 2000
- (よゝなな #やひん・半田隆家)