

NEWEX

独逸証券取引所による共同東欧証券取引所

吉川 真裕

二〇〇〇年十一月三日、ドイツ証券取引所とウィーン証券取引所が五〇%づつ出資する共同子会社であるNEWEX (New Europe Exchange) が取引を開始した。新証券取引所NEWEXは旧共産主義国に属する東欧諸国の株式会社の上場株式および未上場株式を対象として取引し、東欧諸国の優良銘柄ばかりではなく、西欧諸国で昨今注目を集めているベンチャー株式会社をも対象としている点が特徴である。そのために、必ずしも流動性が高くないことを想定して、各上場企業は少なくとも一社のマーケットメーカーを採用しており、ヨーロッパで最も成功したベンチャー株式市場であるドイツ証券取引所のノイア・マーケット (Neuer Markt) を参考として設立されている。したがって、上場規則や取引規則はノイア・マーケットに準拠し、取引システムはドイツ証券取引所のXETRA、受け渡し・決済はドイツ証券取引所が株式の半分を所有するクリアストリームを通じておこなわれるが、オーストリアの法律に準拠し、日常業務はウィーンでおこなわれるという形で運営されている。

本稿では、NEWEX設立の経緯とその仕組み、取引システムXETRAの特徴を紹介した後、NEWEXの将来性について展望する。

一九九〇年代になって一挙に生じた東欧社会主義諸国の資本主義体制への移行は国营企業の民営化、株式会社化をもたらした。半世紀近く、あるいはそれ以上にわたって閉鎖されてきた株式市場の再建を不可欠のものとした。東欧諸国の資本主義経済への移行を最も積極的に支援したのは、東ドイツの統合を実現し、地理的にも文化的にも東欧諸国に最も近いドイツであった。しかし、ドイツ自身が長らく社会市場経済 (Sozialmarktwirtschaft) を標榜し、経済全体に占める株式市場の位置付けも必ずしも高くなかったことから、株式会社化した東欧諸国の優良企業は自国市場以外ではヨーロッパにおける株式市場の中心であるロンドンの外国株式市場 SEAQ インターナショナルで主として取引がおこなわれている。

東ドイツの統合を実現した当初からドイツ政府は東欧諸国への経済支援に積極的であったが、一九九〇年に株式会社組織変更したフランクフルト証券取引所 (一九九三年にはドイツ証券取引所へと発展的解消) も東欧諸国の株式市場、とりわけ証券取引所の開設・運営に対していち早く取り組み、一九九二年には中・東欧取引所 / 金融市場支援会社 (Fördergesellschaft für Börsen und Finanzmarkt in Mittel- und Osteuropa : FBF) と名付けられた子会社を、ドイツ連邦政府や銀行業界の協力の下に設立した。FBFの主な活動は証券取引所に対する組織 / 技術支援、立法機関に対するコンサルタント、専門家の育成という三つの分野であり、ロシア、ウクライナ、スロバキア、リトアニア、エストニアに対するプロジェクトはドイツ政府の移行プログラムによって財政的に支援され、ブルガリア、マケドニア、カザフスタン、ウズベキスタンに対するプロジェクトはドイツ連邦政府機関 GIZ (Gesellschaft für Technische Zusammenarbeit) と共同でおこなわれており、EUの開発プログラム TACISを通じてその他の旧ソ連構成諸国に対する支援もおこなわれている。⁽¹⁾

他方、オーストリアも隣接するハンガリーやチェコ、スロバキアなどにはオーストリア・ハンガリー帝国以来の文化的な結びつきがあり、東欧諸国が社会主義体制にあった時代にも中立国として東欧諸国への窓口の役割を果たしてきたという経緯がある。第一次世界大戦後には広大な領土を失い、自国の経済力だけでは西欧諸国の中では影が薄い、東欧諸国への窓口、あるいは東欧市場への前線基地としての役割を担うことで、東南アジアにおけるシンガポールや中国に対する香港を模倣しようという動きが東欧諸国の資本主義体制への移行によって強まった。ウィーン証券取引所は東欧諸国の優良企業の株式がロンドンの SEAQ インターナショナルへ流出していることを危惧したが、ロンドン証券取引所とウィーン証券取引所の力の差は歴然としており、独力では如何ともしがたい状態に追い込まれていた。そこで、同じく SEAQ インターナショナルへの東欧株式流出を懸念していたドイツ証券取引所に働きかけ、今回の新取引所設立ということになった。ウィーン証券取引所の外国株式市場ではロンドン証券取引所の外国株式市場には対抗できないので、新取引所が設立されたわけである。

もちろん、ドイツ証券取引所には自らが東欧株式市場の中心となるという選択肢もあったわけであるが、一九九七年にはベンチャー企業向け株式市場ノイア・マルクト (Neuer Markt) の開設、電子取引システム XETRA の導入、一九九八年にはスイス証券取引所との共同先物取引所 EUREX の開設、ロンドン証券取引所との戦略的提携といったビック・イベントが目白押しで、困難が予想される低流動株市場への参入を後回しにしていた模様である。とりわけ、ユーロ導入を見越した西欧諸国の株式市場統合に向けての主導権争いが優先させられた。一九九九年一月、ウィーン証券取引所はドイツ証券取引所の取引システム XETRA を導入し、西欧株式市場における XETRA の位置付けは一国の取引システムから複数の国が採用する国際的な取引システムとして評価が高まった。その見返りとして、一九九九年八月にドイツ証券取引所とウィーン証券取引所の共同子会社として

NEWEXが設立され、二〇〇〇年二月に東欧諸国の株式を取引する新取引所NEWEXの開設が発表され、一月三日に取引が開始されたのである。

2 NEWEXの仕組み

(1) 組織形態

NEWEXはドイツ証券取引所とウィーン証券取引所が五〇%ずつ出資した共同子会社であり、ウィーンに所在し、オーストリアの法律に従う。NEWEXは市場管理、取引監視、上場業務、上場企業・市場参加者・パートナーの募集、マーケティング等をおこない、ドイツ証券取引所は遠隔地会員の募集、XETRAのインストールとオペレーション、クリアストリームを通じた受け渡し・決済を担当し、ウィーン証券取引所は遠隔地会員の募集、財務・総務・人事、インターネットを通じたITとネットワークのサポートを担当する。

(19)

(2) 役員

監査役会の会長はオーストリアの運輸大臣や大蔵大臣を経験したフェルディナンド・ラシナ (Ferdinand Lacin) 氏が務め、共同経営責任者としてドイツ証券取引所のミヒャエル・ラトケ (Michael Radtke) 氏、ウィーン証券取引所の役員でもあるエーリッヒ・オーベルシュタイナー (Erich Obersteiner) 氏の二人が経営にあたる。

(3) 市場分類

NEWEXの上場銘柄はNXワンと呼ばれるハイ・クオリティ・グループ、NXプラスと呼ばれるミドル・クオリティ・グループ、その他のロー・クオリティ・グループの三つのグループに分かれる。オーストリアの証券取引所法には公式市場、準公式市場、非公式市場の三分類が存在するが、NEWEXの分類はこの分類に従って分けられているのではなく、NXワンが公式市場と準公式市場、NXプラスとその他が非公式市場にあたる。したがって、NXワンおよびNXプラスはNEWEX独自の市場基準によって定められており、これらのグループはノイア・マルクトに準拠した形で情報開示の透明性や資金調達基準が定められている。

NXワンは上場される株式の五〇%以上を株式発行によるものとした資金調達目的の企業であり、これに対してNXプラスはかならずしも株式発行を伴わない重複上場を目的とした企業が想定されている。このほかに、最低存続期間 (NXワンで三年、NXプラスで二年)、時価総額 (NXワンで二〇〇万ユーロ、NXプラスで一〇〇万ユーロ)、最低浮動株 (NXワンで二五%かつ五〇〇万ユーロ、NXプラスで二五%かつ二五〇万ユーロ)、経営陣による売却制限 (NXワンで九カ月、NXプラスで六カ月)、アニユアル・レポートの言語 (NXワンは英語、NXプラスでは英語またはドイツ語) などにも基準が設けられており、こうした条件を満たさない限り、これらのグループには分類されない。

(20)

(4) パートナー

NEWEXでは公募売り出しに関わるサービスを提供するコンサルタントや格付け機関、弁護士事務所や会計事務所をパートナーという名前で位置づけ、上場企業の資金調達を支援している。すでに登録されたパートナーは二社であり、国際的な企業が八社、ロシア企業が五社、オーストリアとチェコの企業が各二社ずつ、ハンガリー、ポーランド、クロアチア、カザフスタンの企業が各一社という内訳になっている。

(5) 取引システム

NEWEEXでの取引はドイツ証券取引所が開発し、ウィーン証券取引所も採用している電子取引システムXETRAにもとづいておこなわれる(詳しくは次節を参照)。なお、取引時間は午前八時三〇分から午後五時四十分までであり、ウィーン証券取引所の株式取引時間と同じである。また、建値はすべてユーロ建てである。

(6) 受け渡し・決済

NEWEEXでの取引の受け渡し・決済はドイツ証券取引所の共同子会社であるクリアストリームを通じておこなわれ、二営業日後に受け渡し・決済は完了する(T+2)。ただし、一部の株式については本券の国外での受け渡し・決済が認められていないので、預託証券(DR)によって代用される。

(7) 市場参加者

NEWEEXの市場参加者(会員)は本国の規制当局の監督下にあることやXETRAの取引契約を結ぶなど、さまざまな参加基準を満たす必要がある。すでに認可されている市場参加者は一社であり、現在八社が認可申請中であるが、このほかに精算業務だけをおこなう業者が三社存在する。

(8) 上場企業

NXワンやNXプラスに認められるためには上場企業の協力が不可欠であるが、その他についてはSEAQインターナショナルと同様に、二社以上のマーケットメーカーまたはリクイディティ・プロバイダーが申請すれば

上場企業の申請がなくとも上場は認可される。

一月三日時点での上場企業数は九〇社であるが、このうちNXプラス上場企業は七社であり、NXワン上場企業は存在しない。この内訳を見ると、NXプラス上場の八社のうちロシア企業が四社、オーストリア、ハンガリー、スロバキアの企業が各一社であり、全九〇社ではロシア企業が四四社、ハンガリー企業が一八社、チェコ企業が一二社、ウクライナ企業が五社、ポーランド、エストニア、カザフスタンの企業が各三社、オーストリアとスロバキアの企業が各一社である。また、全九〇社の産業分類ではテレコムが二三%、石油が一六%、銀行が一二%、エネルギーが一%、化学とエンジニアリングが各六%、建設と小売が各四%、ITと薬品が各三%、飲料、サービス、商社が各二%などとなっている。⁽³⁾

3 XETRAの特徴⁽⁴⁾

(1) 市場参加者

XETRAでの取引参加者はNEWEEXの取引参加基準を満たしておらなければならず、XETRAを通じての取引を自ら受け渡し・決済するか、XETRA清算会員と受け渡し・決済のための契約を結ぶ必要がある。

XETRAのシステム利用者はトレーダー、取引アシスタント、その他利用者という三つのカテゴリーに分類される。トレーダーは取引を認められた個人であり、エージェント・トレーダー(タイプA)、自己トレーダー(タイプP)、マーケットメーカー(タイプD)、リクイディティ・プロバイダー(タイプL)のいずれかとして取引をおこない、その属性に応じて注文主体の属性がシステム上にも表示される。

(2) マーケットメーカー／リクイディティ・プロバイダー

流動性を提供する会員業者はマーケットメーカーまたはリクイディティ・プロバイダー(継続オークションの値付け業者)として認められている。ノイア・マルクトでは最低二人のマーケットメーカーが必要であるが、NEWEXでは最低一人のマーケットメーカーまたはリクイディティ・プロバイダーを持たなければならない。

XETRA利用者はマーケットメーカーやリクイディティ・プロバイダーに対してシステム上で気配請求をおこなうことができ、いくらでどれだけだけの数量を売り買いする用意があるかをシステム上で表示することもできる(気配請求に答えてマーケットメーカーやリクイディティ・プロバイダーが出す気配はすべての市場参加者が知ることができる)。

(3) 注文

XETRAを通じての基本的な注文の種類は成り行き注文(Market Order)と指し値注文(Limit Order)の二種類であり、成り行き注文は今回のマッチングで執行される注文(ただし、気配値は更新せず、わが国の成り行き注文とは異なる)であり、指し値注文は指定された価格かそれよりも有利な価格でのみ執行される注文である。これらの二種類の注文は執行条件や有効期限、執行セッションの指定によってさらに細分される。なお、株式の最低取引単位は一株である。

(4) 取引フェイズ

取引フェイズはプレ・トレーディング・フェイズ、プリンシパル・トレーディング・フェイズ、ポスト・トレーディング・フェイズの三つに分かれる。プレ・トレーディング・フェイズでは注文やマーケットメーカー、リクイディティ・プロバイダーによる気配の入力・訂正・取り消しがおこなわれるが、市場参加者は注文板の状況を見ることはできず、前日の終値のみが表示される。プリンシパル・トレーディング・フェイズでは注文の執行がおこなわれるが、銘柄ごとに異なる方法で取引はおこなわれる。ポスト・トレーディング・フェイズでは注文の変更や取り消し、新たな注文入力がおこなわれる。

(5) 取引形態

取引はオークション(板寄せ取引)、継続取引(ザラバ取引)、継続オークションによっておこなわれる。オークションではあらゆる指し値注文や成り行き注文から執行数量を最大にするように価格が決定される。株式取引ではオークションのための準備時間(コール・フェイズ)中は注文板は部分的にしか開示されず、執行が可能な場合には執行予定価格、執行が不可能な場合には最良気配が表示されるのみである。

継続オークションは低流動性銘柄のために開発された取引方法であり、リクイディティ・プロバイダーは確定気配を出す必要はなく、参考気配を出すに過ぎないが、このスプレッドの中で取引が成立する場合にのみオークションが開始される仕組みになっている。

(6) 取引モデル

XETRAでは定められた時間のオークション、オークションと継続取引の組み合わせ、継続オークションの三種類の方法によって取引がおこなわれる。

オークションと継続取引の組み合わせでは、取引はオークションによって開始され、オークション終了後に継続取引に移行する。継続取引は定められた時間の日中のオークションによって中断されるが、オークション終了後は再び継続取引に移行し、取引終了時にはオークションによって引け値が決定される。

他方、定時オークションでは、流動性が極めて低い銘柄については継続取引はおこなわれず、定められた時間のオークションのみで取引がおこなわれている。最も流動性の低い銘柄ではオークションは一日一度であり、オークションの仕組みはオーブニング・オークションと同じである。

また、継続オークションではリクイディティ・プロバイダーの提示するスプレッドの中で取引が成立する場合のみオークションが開始される。

(7) 安全装置

XETRAには価格の連続性と成り行き注文の執行確率を向上させるために安全装置が組み込まれている。オークションにおけるボラティリティ・インターラプション、継続取引におけるボラティリティ・インターラプション、オークションにおける成り行き注文インターラプションの三つがそのための手段である。

ボラティリティ・インターラプションはいわゆる値幅制限に近い取引中断措置であり、取引価格が一定以上変動すると、そのまま取引を執行せず、オークションに取引方法を変更し、市場参加者に周知徹底することにより流動性の高い状態で価格を決定しようとする措置である。また、オークションのコール・フェイズにおいてオークションで決定される価格のもとで成り行き注文がすべて執行されない場合、成り行き注文インターラプションが市場参加者に周知され、オークションを実行するためのコール・フェイズが延長される。

4 NEWEXの展望

一月三日のNEWEXでの初日の取引は三六万株、八〇〇万ユーロ（六九四万ドル）であり、懐疑論者が予想していた通り、低調なスタートとなった。中でもロシアの石油会社に取引が集中し、その他の銘柄の流動性は極めて低かった。⁽⁵⁾この原因の一つは株式の売り出しをおこなった企業はなく、すべての銘柄が母国市場との重複上場銘柄として取引されたからである。また、厳しい上場基準を満たしてNXプラスに上場した企業は七社だけであり、ノイア・マルクトに対応するNXワンへの上場企業は存在しなかったことも大きいはずである。

しかし、NEWEXのオーベルシュタインナー共同経営責任者は強気の見通しを崩しておらず、二年間で六〇〇億ユーロから八〇〇億ユーロの取引をおこない、ロシアを含む東欧市場の一〇%から二〇%、中欧市場の五%から一〇%の流動性を集めるだろうと述べている。また、年内にNXプラスに三六銘柄を上場する予定であるとも述べていた。さらに、NEWEXのスポークスマンであるクリステル・コホ女史は数ヶ月中に三〇銘柄程度の新規株式公募売り出し（IPO）がおこなわれるという見通しを述べている。⁽⁶⁾

もともとNEWEX設立計画が明らかにされた直後から東欧諸国の反応は鈍く、ただでさえ低い国内市場の流動性がますます低くなりかねないとして反発するものが多かった。中でも東欧最大の株式市場を持つポーランドのワルシャワ証券取引所は一貫して敵対姿勢を崩しておらず、重複上場によって国内市場での取引も増えることになるというNEWEXの主張を一笑している。他方、上場銘柄を見ても明らかのように、現時点でNEWEXに最も積極的に関わっているのはロシアであり、ロシア最大のモスクワ・インターバンク・カレンシー取引所（MICEX）は五月二二日にNEWEXとの間で提携の覚書にも調印している。⁽⁷⁾ただし、MICEXの場合には債券市場が中心であり、国内の株式市場ではナスダックにサポートされたロシア取引システム（RTS）という

店頭市場での取引が大半を占めていて、これに対抗するために提携を足がかりにXETRAを導入したいというのが本音であろう。

NEWEXのオーベルシュタイナー共同経営責任者が述べているように、規模が小さく流動性の低い東欧諸国の株式市場を一カ所に集めて、受け渡し・決済システムともリンクした電子取引システムXETRAで取引すること、そして優良企業には情報開示を含めたグローバル・スタンダードの上場基準を設けることはコンセプトとしては最良のものの一つであろう。しかし、優良企業の株式市場を奪われかねない取引所の反対や各国のナショナルリズムが障害となることは、西欧諸国においても株式市場統合がなかなか実現できないことから明らかである。しかも、銘柄数が限られているとはいえ、すでに東欧諸国の優良銘柄はロンドンのSEAQインターナショナルでも取引されており、母国市場だけではなく、SEAQインターナショナルとも競争しなければならぬのである。NEWEXと並んで、コンセプトとしては最良のもの一つであるトレッドポイントがイギリス銘柄だけでなく、ヨーロッパ大陸銘柄を上場したにもかかわらず、いまだに損益分岐点を超えられないことから明らかになように、後発取引所による既存取引所からの流動性獲得は極めて困難である。

ただし、NEWEXに希望がないわけではない。フランクフルト証券取引所のベンチャー市場ノイア・マルクトはロンドン証券取引所のAIMやパリ証券取引所のヌーボー・マルシェに遅れてスタートしたものの、国内市場で圧倒的な成功を収め、ヨーロッパ中から上場企業が集まるヨーロッパのベンチャー株式市場の中心となりつつある。これは新規上場銘柄では既存取引所との確執は生じず、スムーズに当該銘柄の中心市場となることのできるからである。NEWEXがノイア・マルクトを模倣しているのはこのことに気づいているからであろうが、今度はノイア・マルクトそのものが東欧諸国のベンチャー企業をめぐってNEWEXと競合することになりかね

ない。東欧諸国の株式市場統合も西欧諸国の株式市場統合と同じく、一筋縄ではいきまじょうにはない。

注

- (1) ドイツ証券取引所のホームページの中にあるFIBFの活動に関する説明ページの (http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/product/ceed/fbf_brosch_e.htm)。
- (2) 詳しくはNEWEXのホームページからダウンロードできる上場基準を参照。NEWEX, Focus: Participation requirements for the quality segments Q1 and Q2 on NEWEX, June 19, 2000, NEWEX, Focus: The NEWEX listing guidelines, June 19, 2000, NEWEX, Focus: Admission criteria segments NX, One & NX, Plus, September 1, 2000
- (3) Erich Obersteiner, Newex: The Trading and Financing Platform for CEE, 2000 (<http://www.newex.com/02/09/03/Presenation.ppt>)
- (4) 以下の記述はNEWEXのホームページからダウンロードできる取引規則による。NEWEX, Trading Rules, September 1, 2000. なお、ドイツ証券取引所のXETRAの詳細については、拙稿「ドイツ証券取引所のXETRA」(『証券経済研究』第二十七号、二〇〇〇年九月)を参照。
- (5) Matthew Karentschnig, "Eastern European Illiquidity May Limit Vienna's Newex," Wall Street Journal Interactive Edition, November 6, 2000
- (6) "New eastern Europe bourse launched in Vienna," Agence France Presse, November 3, 2000
- (7) Chris Kentouris, "Newex Signs Up Russia's Micex as Alliance Partner," Securites Industry News, May 22, 2000

(ちしかわ せむむむ・当所主任研究員)