

# MIFID後のヨーロッパ株式市場

吉川 真裕

これまでヨーロッパの株式市場では取引所の買収・合併による統合はおこなわれても、国境を越えて流動性が移るという形での取引市場の統合はおこなわれてこなかった。フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルという四つの国の取引所が持ち株会社のもとで統合したユーロネクストでもフランス株はフランスで、オランダ株はオランダで、ベルギー株はベルギーで、ポルトガル株はポルトガルでこれまで通りに取引がおこなわれている。

二〇〇七年一月に施行された欧州連合（EU）の金融商品市場指令（MIFID）によって、取引所集中義務が撤廃され、取引所外での取引が一部の国で解禁されるとともに、取引情報の報告先も選択できるようになったことから、アメリカのように代替的取引システム（ATS）や業者の運営する非公開市場（リクイディティ・ダーク・プール）での取引が拡大するものと予想されたが、繰り返し延期されたMIFIDの施行直後には大きな変化は生じなかった。ところが、ここへきて取引所ほど厳しい規制の課されないマルチラテラル・トレーディング・ファシリティ（MTF）を開設する動きが活発化しており、主要取引所が上場銘柄の取引シェアを低下させるというアメリカでみられた現象がヨーロッパでも生じつつある。

本稿では、トムソン・ロイター社のレポートをもとにして二〇〇八年八月におけるヨーロッパの株式取引シェアを紹介し、変わりつつあるヨーロッパの株式取引市場の行方について展望する。

## 1 ヨーロッパ全体

まず、ヨーロッパ全体の株式取引についてみると、ロンドン証券取引所とイタリア取引所を合わせたLSEグループのシェアが一八%と最も高く、次いで取引所ではドイツ取引所の一六%、フランス・オランダ・ベルギー・ポルトガルの取引所からなるユーロネクストの一二%、スイス取引所とスペイン取引所の四%、OMXとシュツットガルト取引所の二%、オスロ取引所とヘルシンキ取引所の一%が続いている(表1)。これは従来からのイギリス、ドイツ、フランスによる勢力争いを反映しているが、人口規模では違いは少ないとはいえ、四カ国を合わせたユーロネクストがドイツ一国よりも取引シェアがかなり小さくなっていることは驚きであった。

次に、取引所類似施設であるMTFでは二〇〇七年四月一六日に取引を開始したCHI-Xが五%のシェアを確保し、スイス取引所やスペイン取引所を上回るまでに達していることは注目に値する。MTFでは二〇〇八年八月一五日にターコイズ、九月二六日にはナスダックOMXヨーロッパ

表1 ヨーロッパ全体

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
LSE Group	247,429,890,101	18.30%
Markit BOAT	226,104,416,934	16.72%
Deutsche Boerse	218,446,081,239	16.16%
Euronext	168,184,538,111	12.44%
Euronext - OTC	139,129,512,283	10.29%
CHI-X	67,657,295,645	5.00%
SWX Europe	54,576,497,545	4.04%
Spanish Markets	47,659,083,928	3.53%
OMX	32,014,030,402	2.37%
Stuttgart	29,223,185,313	2.16%
Xetra OTC	26,973,092,275	2.00%
Oslo	18,069,301,315	1.34%
Helsinki	14,998,121,167	1.11%
All Others	61,491,659,956	4.55%
Grand Total	1,351,956,696,215	100.00%

ツバが取引を開始しており、アメリカで取引所の承認を受けたばかりのBATSの子会社であるBATSヨーロッパなどが市場開設計画を明らかにしている。

他方、市場外取引ではマーケットBOATが一七%、ユーロネクストOTCが一〇%、セトラOTCが二%となっており、大手業者が開設にかかわったマーケットBOATのシェアの大きさが目を引くところである。ただし、マーケットBOATは業者による市場外取引の取引価格の報告機関であり、取引市場ではないことに注意が必要である。

また、共通通貨ユーロを導入している国々の六〇〇銘柄の優良株からなるユーロSTOXX六〇〇指数の構成銘柄の取引シェアをみると、ヨーロッパ全体とほぼ似たような数字になっているが、LSEグループ、マーケットBOAT、ユーロネクスト、CHI-X、SWXヨーロッパ、スペイン取引所などが軒並みシェアを上昇させているのに対して、ドイツ取引所は五ポイントもシェアを低下させた(表2)。

表2 Euro STOXX 600

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
LSE Group	215,695,261,351	19.36%
Markit BOAT	211,525,516,149	18.98%
Euronext	153,962,542,725	13.82%
Euronext - OTC	136,395,579,500	12.24%
Deutsche Boerse	123,579,389,041	11.09%
CHI-X	66,208,431,156	5.94%
SWX Europe	53,624,528,983	4.81%
Spanish Markets	45,446,041,447	4.08%
OMX	26,932,447,459	2.42%
Xetra OTC	25,612,896,328	2.30%
Oslo	14,686,990,696	1.32%
Helsinki	13,797,514,570	1.24%
Copenhagen	8,604,252,632	0.77%
All Others	25,768,466,612	2.40%
Grand Total	1,114,235,606,018	100.00%

## 2 ドイツ株

取引市場で分類するとヨーロッパではLSEグループの取引シェアが最も大きい。取引対象で分類するとドイツ株の取引シェア（二八％）が最も大きい。そして、ドイツ株の取引シェアではドイツ取引所の取引シェアが格段に大きく（五七％）、ユーロネクストやLSEグループといったライバルに取引が流出しているわけではないが、マーケットBOATのシェアが一四％、ユーロネクストOTCのシェアが六％、CHIXのシェアが三％であるので、部分的には取引の流出が進んでいると言えなくもない。しかし、ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみると、マーケットBOATのシェアは二・九％、ユーロネクストOTCのシェアは四・二％、CHIXのシェアは一・六％低くなっている。ドイツ株取引のドイツ取引所からの流出比率は他の取引市場に比べて小さいとも言える。そして、これが清算機関や証券決済機関をドイツ取引所が傘下に持つからかどうかは明らかではない。

表3 ドイツ株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
Deutsche Boerse	211,626,114,951	56.61%
Markit BOAT	51,870,262,407	13.87%
Stuttgart	28,900,895,816	7.73%
Euronext - OTC	22,954,279,277	6.14%
Xetra OTC	21,144,853,432	5.66%
CHI-X	12,563,924,050	3.36%
Hamburg	9,267,648,235	2.48%
Dusseldorf	7,710,850,561	2.06%
Munich	4,465,230,595	1.19%
LSE Group	1,625,200,430	0.43%
All Others	1,720,756,194	0.47%
Grand Total	373,850,015,948	100.00%

### 3 イギリス株

取引対象で分類してヨーロッパでドイツ株に次いで取引シェアが大きいのはイギリス株である(二二%)。そして、イギリス株の取引シェアではLSEグループの取引シェアが格段に大きく(六〇%)、ユーロネクストやドイツ取引所といったライバルに取引が流出しているわけではないが、マーケットBOATのシェアが二四%、CHIXのシェアが一%、ユーロネクストOTCのシェアが二%、ユーロネクストのシェアが二%であるので、やはり部分的には取引の流出が進んでいると言えなくもない。ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみても、マーケットBOATのシェアは六・八%、CHIXのシェアは五・九%高くなっているので、イギリス株取引のLSEグループからの流出比率は他の取引市場に比べて大きいと思われるかもしれない。しかし、イギリス株取引に占めるLSEグループのシェア(六〇%)はドイツ株取引に占めるドイツ取引所のシェア(五七%)を上回っており、セトラOTCを加えたシェア(六二%)とも大きな違いがあるわけではない。

表4 イギリス株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
LSE Group	176,231,762,689	59.52%
Markit BOAT	69,521,843,999	23.48%
CHI-X	32,260,951,536	10.90%
Euronext - OTC	6,881,426,357	2.32%
Euronext	5,944,341,499	2.01%
Plus Markets	2,934,852,103	0.99%
OMX	1,046,536,524	0.35%
Deutsche Boerse	451,650,692	0.15%
Xetra OTC	358,319,086	0.12%
Turquoise	152,635,288	0.05%
All Others	288,783,566	0.11%
Grand Total	296,073,103,339	100.00%

#### 4 フランス株

取引対象で分類してヨーロッパでドイツ株とイギリス株に次いで取引シェアが大きいのはフランス株である（一四％）。そして、フランス株の取引シェアではユーロネクストの取引シェアが格段に大きく（五四％）、LSEグループやドイツ取引所といったライバルに取引が流出しているわけではないが、マーケットBOATのシェアが一四％、CHI-Xのシェアが七％であるので、やはり部分的には取引の流出が進んでいると言えなくもない。ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみると、マーケットBOATのシェアは三・四％低下、CHI-Xのシェアは一・八％低下している。しかし、フランス株取引における特徴としてはユーロネクストOTCのシェアが二二％に達しており、フランス株取引に占めるユーロネクストのシェアはイギリス株取引に占めるLSEグループのシェアやドイツ株取引に占めるドイツ取引所のシェアを下回るが、ユーロネクストOTCを加えたシェア（七七％）はLSEグループやドイツ取引所を大きく上回っていることには注意を要する。

表5 フランス株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
Euronext	100,367,889,043	54.44%
Euronext - OTC	41,035,315,769	22.26%
Markit BOAT	24,638,492,485	13.37%
CHI-X	12,459,250,819	6.76%
LSE Group	2,216,600,357	1.20%
Xetra OTC	2,194,254,795	1.19%
Deutsche Boerse	966,911,305	0.52%
OMX - OTC	97,811,545	0.05%
SWX	87,042,815	0.05%
Spanish Markets	69,730,215	0.04%
All Others	215,277,918	0.12%
Grand Total	184,348,577,066	100.00%

## 5 スペイン株

取引対象で分類してヨーロッパでドイツ株・イギリス株・フランス株に次いで取引シェアが大きいのはスペイン株である(七%)。そして、スペイン株の取引シェアではスペイン取引所の取引シェアが格段に大きく(五一%)、ユーロネクストやドイツ取引所といったユーロ導入国の主要取引所に取引が流出しているわけではないが、ユーロネクストOTCのシェアが二七%、マーケットBOATのシェアが二〇%であり、取引の流出度合いは主要取引所よりも進んでいると言えよう。ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみてもユーロネクストOTCのシェアは一〇・三%、マーケットBOATのシェアは三・五%も上昇している。したがって、スペイン株取引の他の取引所への流出は小さいが、ユーロネクストOTCやマーケットBOATといった市場外取引のシェアが極めて大きくなっていることが特徴と言えよう。そして、これが清算機関や証券決済機関をスペイン取引所が傘下に持つこととどのような関係にあるのかは明らかではない。

表6 スペイン株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
Spanish Markets	47,541,628,260	51.78%
Euronext - OTC	24,637,591,353	26.83%
Markit BOAT	18,535,205,103	20.19%
Xetra OTC	531,927,192	0.58%
LSE Group	367,416,517	0.40%
Euronext	95,775,586	0.10%
Deutsche Boerse	69,593,027	0.08%
OMX - OTC	22,056,137	0.02%
Munich	4,815,072	0.01%
Plus Markets	3,816,352	0.00%
All Others	8,599,976	0.01%
Grand Total	91,818,424,575	100.00%

## 6 イタリア株

オランダやスイスに劣るといった状況は改善されたものの、イタリアは人口やGDPではイギリスやフランスに近いにもかかわらず、株式取引シェア（六％）ではスペインに遅れをとっている。イタリア株の取引シェアではイタリア取引所を傘下に持つLSEグループの取引シェアが格段に大きく（六三％）、ユーロネクストやドイツ取引所といったユーロ導入国の主要取引所に取引が流出しているわけではないが、ユーロネクストOTCのシェアが二六％、マーケットBOATのシェアが一〇％であるので、やはり部分的には取引の流出が進んでいると言えなくもない。ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみると、ユーロネクストOTCのシェアは一五・九％上昇し、マーケットBOATのシェアは六・八％低下している。スペインと同様に、イタリア株式の取引は取引所市場から市場外取引、とりわけユーロネクストOTCへと流出しており、これが清算機関や証券決済機関をイタリア取引所が傘下に持つこととどのような関係にあるのかも明らかではない。

表7 イタリア株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
LSE Group	51,372,886,735	62.58%
Euronext - OTC	21,530,232,323	26.23%
Markit BOAT	8,184,068,710	9.97%
Xetra OTC	728,061,890	0.89%
Deutsche Boerse	101,417,567	0.12%
Reuters	58,169,360	0.07%
LSE Group - OTC	40,296,156	0.05%
Instinet	17,928,423	0.02%
OMX - OTC	15,876,417	0.02%
Berlin	11,190,041	0.01%
All Others	25,248,445	0.04%
Grand Total	82,085,376,067	100.00%

## 7 オランダ株

取引対象で分類してヨーロッパで小国の中で取引シェアが最も大きいのはオランダ株である（五％）。そして、オランダ株の取引シェアでは旧阿姆斯特ダム取引所を傘下に持つヨーロッパの取引シェアが大きく（四七％）、マーケットBOATのシェアが二九％、CHI-Xのシェアが七％、LSEグループのシェアが三％であるので、取引の流出がヨーロッパで進んでいる国の一つである。ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみると、マーケットBOATのシェアは一・九％、CHI-Xのシェアは一・八％上昇している。ただし、フランスと同様、オランダ株取引における特徴としてはユーロネクストOTCのシェアが一二％に達しており、オランダ株取引に占めるユーロネクストのシェアは五〇％を下回るが、ユーロネクストOTCを加えたシェア（五八％）はOTCを加えたイギリス株取引に占めるLSEグループのシェア（六〇％）やドイツ株取引に占めるドイツ取引所のシェア（六三％）とそれほど大きな差があるわけではない。

表8 オランダ株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
Euronext	34,321,101,840	46.56%
Markit BOAT	21,064,526,640	28.58%
Euronext - OTC	8,657,110,356	11.74%
CHI-X	5,004,270,833	6.79%
LSE Group	2,458,684,206	3.34%
Xetra OTC	1,135,432,766	1.54%
Deutsche Boerse	635,956,477	0.86%
Prague	241,233,565	0.33%
Berlin	30,000,704	0.04%
Stuttgart	25,088,774	0.04%
All Others	139,473,035	0.18%
Grand Total	73,712,879,196	100.00%

## 8 スイス株

ヨーロッパの小国の中でオランダと並ぶ株式取引シェアを持つのはスイス株である（五％）。そして、スイス株の取引シェアではSWXヨーロッパ（旧virtoX）の取引シェアが格段に大きく（七七％）、スイス取引所のシェアが七％、マーケットBOATのシェアが五％、ユーロネクストOTCのシェアが四％、CHIXのシェアが三％となっている。ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみると、マーケットBOATのシェアは一二・一％、CHIXのシェアは二・〇％低下しており、スイス取引所グループとしては取引の流出が進んでいない国の一つと言える。ただし、スイス取引所は国内の印紙税を回避するために取引がイギリスに流出することを恐れてvirtoXを買収し、スイスの優良株の取引をイギリス（SWXヨーロッパ）でおこなっており、これを取引の国外流出とみれば逆にスイスは取引の流出が進んでいる国の一つとも言える。なお、これが清算機関や証券決済機関をスイス取引所が傘下に持つこととどのような関係にあるのかは明らかではない。

表9 スイス株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
SWX Europe	54,372,204,555	77.28%
SWX	4,750,158,345	6.75%
Markit BOAT	3,232,426,630	4.59%
Euronext - OTC	3,008,221,902	4.28%
CHI-X	2,119,097,259	3.01%
OMX	1,073,800,207	1.53%
Deutsche Boerse	886,588,664	1.26%
LSE Group	365,335,113	0.52%
Irish SE	254,111,888	0.36%
Xetra OTC	127,759,275	0.18%
All Others	166,283,591	0.24%
Grand Total	70,355,987,429	100.00%

## 9 スウェーデン株

ヨーロッパの小国の中でオランダとスイスに次いで株式取引シェアが大きいのはスウェーデン株である(三三%)。そして、スウェーデン株の取引シェアではOMストックホルム取引所(OMX)の取引シェアが格段に大きく(八四%)、マーキットBOATのシェアが九%、CHI-Xのシェアが二%、ユーロネクストOTCのシェアが一%となっている。ヨーロッパ全体の取引シェアと比べてみると、マーキットBOATのシェアは七・四%、CHI-Xのシェアは二・六%低下しており、スウェーデンはヨーロッパで取引の流出が進んでいない国の一つである。なお、このレポートではLSEグループやユーロネクストは傘下の外国取引所を含めている一方、OMXやSWXには傘下の外国取引所を含めておらず、ヘルシンキ取引所やコペンハーゲン取引所、レイキャビク取引所などをOMXに含めればOMXの取引シェアはさらに高くなる。また、これが清算機関や証券決済機関をOMストックホルム取引所が傘下に持つこととどのような関係にあるのかも明らかではない。

表10 スウェーデン株

Exchange/Venue	Turnover (Euro)	% Share
OMX	29,610,992,408	84.44%
Markit BOAT	3,278,221,279	9.35%
CHI-X	850,251,602	2.42%
Euronext - OTC	489,735,200	1.40%
OMX - OTC	250,103,562	0.71%
LSE Group	151,977,822	0.43%
Helsinki	127,975,796	0.36%
Copenhagen	89,257,551	0.25%
Oslo	63,173,901	0.18%
NGM Equity	54,619,781	0.16%
All Others	101,822,016	0.30%
Grand Total	35,068,130,918	100.00%

## 10 ヨーロッパ株式市場の行方

これまではヨーロッパの株式取引シェアを二〇〇八年八月に絞ってみてきたが、二〇〇七年一月のMIFID施行以後の趨勢を最後に確認しておきたい。

二〇〇七年一月と一二月の値と二〇〇八年七月と八月の値を比較してみると、主要取引所ではLSEグループのシェアが二一%の低下、ドイツ取引所のシェアが一五%の上昇、ユーロネクストのシェアが一三%の低下とまちまちである一方、MTFではCHI-Xのシェアが六二%の上昇を示している。他方、市場外取引をあらわすマーケットBOATのシェアが二%、ユーロネクストOTCのシェアが一八六%の上昇（セトラOTCは低下）となっており、取引所からの取引流出という単純な構図になってはいない。この原因としてはポンドとユーロの交換比率や各国での取引増減を引き起こす独自の事情によって影響を受けているものと考えられる。

ヨーロッパではアメリカのように取引所の取引シェアが五〇%を割り込んだのはオランダだけであるが、参入が相次ぐMTFのシェア拡大と、ユーロネクストOTCにみられるような市場外取引の拡大は今後も続くものと考えられる。そして、アメリカ並に取引所の取引シェアが低下するとすれば四〇%ぐらいが取引所の取引シェアが安定する数値ではないかと予想

表11 ヨーロッパ株式取引シェアの推移

	LSE Group	Markit BOAT	Deutsche Boerse	Euronext	Euronext - OTC	CHI-X
2007年11月	25.83%	17.52%	13.56%	15.78%	1.61%	0.65%
2007年12月	24.09%	17.10%	13.59%	15.63%	3.88%	0.63%
2008年1月	21.75%	15.72%	17.69%	15.70%	2.64%	0.92%
2008年2月	19.73%	16.59%	19.83%	13.38%	2.06%	1.01%
2008年3月	20.74%	15.84%	18.53%	13.43%	3.23%	1.91%
2008年4月	16.92%	18.15%	18.56%	10.58%	6.34%	1.80%
2008年5月	17.36%	22.08%	18.39%	8.80%	8.95%	1.75%
2008年6月	18.52%	18.11%	18.94%	12.18%	5.29%	2.78%
2008年7月	20.95%	18.75%	14.94%	14.89%	5.43%	4.23%
2008年8月	18.30%	16.72%	16.16%	12.44%	10.29%	5.00%

される。アメリカにおいてもニューヨーク証券取引所の上場銘柄の最大市場はNYSEグループ（ニューヨーク証券取引所とARCA取引所の合計）であり、ナスダック上場銘柄の中心市場はナスダック証券取引所であることから、従来の中心市場から別の市場へと取引の中心が動くまでの変化が生じるのかどうかは明らかではない。ヨーロッパでも同様に従来の中心市場が中心でなくなるまでの取引シェアの流出が生じるとは今のところは考えがたい。九月八日にロンドン証券取引所のシステムが故障し、七時間の取引停止が生じた際、CHI-XやターコイズといったMTFではそれほど大きな取引はおこなわれなかった。この事件を通じて、今のところ、MTFは取引所の気配値をみながらより有利な価格で取引を執行するニッチ市場であり、取引所の気配値なしでMTFでの取引がおこなわれるほど、信頼されているわけではないという見方が強まった。

話し合いによる市場統合が進まず、取引所の買収・合併による市場統合も行き詰まった感のあるヨーロッパの株式市場で、残るは取引を奪うという形での実力行使による市場統合しか考えられないが、主要取引所は守勢に回っており、アメリカでECNが取引所の再編を促したように、ヨーロッパでもMTFが触媒の役割を果たすことになるかもしれない。あるいはMTF自体が中心市場となることもありうるのかもしれない。MIFID施行から一年を前にして、今後の動きが注目されるところである。

注

(1) Thomson Reuters, *Reuters European Equity Market Share Report* (<http://about.reuters.com/productinfo/compliance/MiFID/MarketShare.aspx>).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)