

ヨーロッパの市場間競争

↳取引所 MTF ダーク・プール↳

吉川 真裕

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、アメリカのように取引所類似施設である代替的取引システム（ATS）や業者の運営する非公開市場（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、二〇〇八年八月以降には取引所ほど厳しい規制の課されない取引所類似施設であるマルチラテラル・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、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の株式市場でも生じている。

本稿では、欧州取引所連盟（FESF）とトムソン・ロイター社の公表資料をもとにして、二〇〇九年四月におけるヨーロッパの株式取引状況を分析し、ヨーロッパの株式市場で何が生じているのかを検討する。前稿ではトムソン・ロイター社のデータをもとにして二〇〇八年八月の株式取引状況を紹介したが、今回は二〇〇九年二月から公表が開始されたFESFのデータと二〇〇九年三月から集計方法が変更されたトムソン・ロイター社のデータをもとにして、ヨーロッパ株式市場のより正確な状況把握を試みる。

1 F E S E E データ

F E S E E の株式取引データは、ヨーロッパの二二の証券取引所と四つの M T F から、取引日数・取引回数・取引金額（ユーロ換算）を、電子注文板（E O B）取引と非電子注文板（オフ E O B）取引に分けて一ヵ月ごとに集計したものである。³⁾ 公表項目は少ないが、外部からは区別しにくい E O B 取引とオフ E O B 取引を統一基準に基づいて公表したことは画期的であり、これによって通常の取引といわゆる場外取引の実態がより正確に把握しやすくなった。

表 1 はこのデータを加工して、E O B 取引・オフ E O B 取引・全取引に分けて、取引金額と取引回数のシェアを表したものである。

まず、E O B 取引全体が取引全体に占める比率をみると、取引回数で九七%と大半を占めるが、見方によっては三割近くが場外取引であるとも言える。

次に全取引の取引シェアをみると、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクスト、スペイン取引所、カイ X、イタリア取引所、ナスダック O M X ノルディック、S W X ヨーロッパ、ターコイズ、オスロ取引所、B A T S ヨーロッパという順であり、四つの M T F の合計は一〇%を越えている。ところが、全取引の取引回数シェアでは、ロンドン証券取引所、ユーロネクスト、カイ X、ドイツ取引所、イタリア取引所、ナスダック O M X ノルディック、S W X ヨーロッパ、スペイン取引所、B A T S ヨーロッパ、ターコイズ、オスロ取引所という順で、カイ X はドイツ取引所をすでに上回り、M T F の合計も二〇%を上回っていることがわかる。

他方、E O B 取引の取引シェアをみると、ユーロネクスト、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、スペイン取引所、カイ X、イタリア取引所、ナスダック O M X ノルディック、S W X ヨーロッパという順で M T F の合計は

表1 ユーロッパの株式取引シェア (FESE)

	取引市場	取引金額(100万ユーロ)	取引シェア	取引回数	取引回数シェア
E O B 取 引	ロンドン証券取引所	108,536.1	11.9%	14,527,778	18.8%
	イタリア取引所	59,624.6	6.5%	6,542,100	8.5%
	ドイツ取引所	95,513.0	10.5%	7,887,980	10.2%
	ユーロネクスト	115,674.0	12.7%	15,103,470	19.6%
	スペイン取引所	74,732.6	8.2%	2,600,128	3.4%
	Chi-X	64,789.8	7.1%	11,113,639	14.4%
	ナスダックOMXノルディック	48,587.1	5.3%	4,742,709	6.1%
	SWXヨーロッパ	44,372.5	4.9%	2,670,814	3.5%
	Turquoise	13,938.4	1.5%	2,142,238	2.8%
	オスロ取引所	10,999.0	1.2%	1,119,628	1.4%
	BATSヨーロッパ	11,612.1	1.3%	2,210,231	2.9%
	ナスダックOMXヨーロッパ	911.6	0.1%	225,887	0.3%
	26取引市場全体	665,154.6	72.9%	74,798,428	96.8%
オ フ E O B 取 引	取引市場	取引金額(100万ユーロ)	取引シェア	取引回数	取引回数シェア
	ロンドン証券取引所	142,424.1	15.6%	720,183	0.9%
	イタリア取引所	n/a	n/a	n/a	n/a
	ドイツ取引所	67,331.5	7.4%	1,416,642	1.8%
	ユーロネクスト	n/a	n/a	n/a	n/a
	スペイン取引所	23,226.7	2.5%	15,373	0.0%
	Chi-X	1,071.2	0.1%	33,530	0.0%
	ナスダックOMXノルディック	6,110.2	0.7%	227,131	0.3%
	SWXヨーロッパ	3,445.9	0.4%	12,256	0.0%
	Turquoise	—	—	—	—
	オスロ取引所	953.2	0.1%	4,533	0.0%
	BATSヨーロッパ	—	—	—	—
ナスダックOMXヨーロッパ	—	—	—	—	
	26取引市場全体	247,185.0	27.1%	2,453,230	3.2%
全 取 引	取引市場	取引金額(100万ユーロ)	取引シェア	取引回数	取引回数シェア
	ロンドン証券取引所	250,960.2	27.5%	15,247,961	19.7%
	イタリア取引所	59,624.6	6.5%	6,542,100	8.5%
	ドイツ取引所	162,844.5	17.8%	9,304,622	12.0%
	ユーロネクスト	115,674.0	12.7%	15,103,470	19.6%
	スペイン取引所	97,959.3	10.7%	2,615,501	3.4%
	Chi-X	65,861.0	7.2%	11,147,169	14.4%
	ナスダックOMXノルディック	54,697.3	6.0%	4,969,840	6.4%
	SWXヨーロッパ	47,818.4	5.2%	2,683,070	3.5%
	Turquoise	13,938.4	1.5%	2,142,238	2.8%
	オスロ取引所	11,952.2	1.3%	1,124,161	1.5%
	BATSヨーロッパ	11,612.1	1.3%	2,210,231	2.9%
ナスダックOMXヨーロッパ	911.6	0.1%	225,887	0.3%	
	26取引市場全体	912,339.6	100.0%	77,251,658	100.0%

一四%近く、E O B取引の取引回数シェアでは、ユーロネクスト、ロンドン証券取引所、カイX、ドイツ取引所、イタリア取引所、ナスダックOMXノルディック、SWXヨーロッパ、スペイン取引所という順でMTFの合計は二一%、カイXはいずれもドイツ取引所を上回っている。

取引シェアと取引回数シェアの違いをもたらすのは取引規模であり、大口取引が取引シェアを歪めている可能性やアルゴリズム取引が取引回数シェアを歪めている可能性が考えられる。そこで、オフE O B取引をみると、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、スペイン取引所の値が非常に大きく、他の市場の値が小さいことが目に付く。オフE O B取引が全取引に占める比率は全体で二七%であるが、ロンドン証券取引所では五七%、ドイツ取引所では四一%、スペイン取引所では二四%となっており、こうした場外取引が取引シェアと取引回数シェアの違いをもたらしているものと考えられる（なお、ユーロネクストのオフE O B取引の問題については後で改めて言及する）。ただし、場外取引イコール大口取引とは限らないことは、オフE O B取引の取引金額を取引回数で割った平均取引金額を比較してみればわかる。オフE O B取引全体の平均取引金額は一〇万ユーロだが、スペイン取引所の平均取引金額は一五二万ユーロ、ロンドン証券取引所の平均取引金額は二〇万ユーロ、ドイツ取引所の平均取引金額は五万ユーロであり、スペイン取引所とロンドン証券取引所では大口取引が行われているようであるが、ドイツ取引所ではE O B取引の平均取引金額である一万ユーロは大幅に上回るものの、事情が異なるようである。こうして場外取引の平均取引金額が大きく違う理由としては、大口取引自体はいずれでも行われているが、小口の場外取引の頻度によって平均金額が大きく食い違っているものと考えられる。もともと取引所集中義務のなかったドイツでは場外取引が多く、ロンドン証券取引所の平均金額がスペイン取引所よりも小さい理由についても小口の場外取引が平均値を引き下げているものと考えられる。

2 トムソン・ロイター・データ

トムソン・ロイター社の株式取引データは、ヨーロッパの証券取引所・MTF・取引公表機関から、取引金額（ユーロ換算）と取引株数を、ロンドン証券取引所グループ・ユーロネクスト・ドイツ取引所・ナスダックOMXノルディックについては通常取引と店頭取引に分けて、一ヵ月ごとに集計したものである⁽⁴⁾。さらに、取引対象を上場株式会社所在国別と主要株価指数別、そして中東欧株式・ユーロネクスト市場株式・ノルディック株式、ユーロSTOXX六〇〇指数構成銘柄に分類している点が特徴であり、取引対象別の取引状況が把握しやすい。

表2はこのデータに基づいてヨーロッパ全体の株式取引シェアを表したものである。まず、取引金額合計が一兆三三四億ユーロでFESSEデータの九一二億ユーロを大幅に上回っているが、取引公表機関であるマーケットBOATを除くと九五九〇億ユーロであり、FESSE統計に含まれない市場や取引公表機関も考慮すると食い違いは説明できないとまでは言えないだろう。ただし、FESSEデータに含まれない場外取引が相当多く存在し、通常の取引所やMTFでの取引が全取引の半分あまりに過ぎないという点は驚きである。

取引市場ごとにとみると、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最も高く、次いでフランス・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、ドイツ取引所、カイX、スペイン取引所、ナスダックOMXノルディックとなっており、FESSEデータではスペイン取引所を下回っていたカイXがスペイン取引所を上回っていることがわかる。カイXの値はそれほど大きな違いがないのに対して、スペイン取引所の値はFESSEデータのEOB取引の八割にも満たず、別建てされているスペインの地方取引所の値は非常に小さいので不可思議である。スペイン取引所が数字を膨らませているか、トムソン・ロイターがスペインの取引情報を十分に把握しきれていないかのいずれかであろう。

表2 ユーロッパの株式取引シェア (Thomson Reuters)

取引市場	取引金額(100万ユーロ)	取引シェア	取引株数	取引株数シェア
Markit BOAT	355,415.3	27.04%	47,924.2	23.69%
LSEグループ	295,634.8	22.49%	79,475.1	39.29%
ユーロネクスト	128,586.8	9.78%	9,835.8	4.86%
ドイツ取引所	97,460.7	7.41%	5,464.3	2.70%
ユーロネクストOTC	92,554.9	7.04%	7,537.8	3.73%
Chi-X	64,697.0	4.92%	9,561.7	4.73%
スペイン取引所	58,590.9	4.46%	7,567.5	3.74%
ナスダックOMXノルディック	56,427.5	4.29%	9,629.6	4.76%
SWXヨーロッパ	48,486.4	3.69%	1,907.7	0.94%
Xetra OTC (ドイツ取引所)	29,076.7	2.21%	1,857.7	0.92%
Turquoise	13,947.0	1.06%	1,892.2	0.94%
BATSヨーロッパ	11,626.9	0.88%	1,607.3	0.79%
ナスダックOMXヨーロッパ	914.0	0.07%	121.6	0.06%
取引市場全体	1,314,394.4	100.00%	202,285.8	100.00%

表3 ドイツ株とDAX指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	DAX取引金額(ユーロ)	取引シェア
Markit BOAT	109,671,665,870	34.42%	101,323,184,124	37.11%
ドイツ取引所	89,475,279,528	28.08%	69,712,257,285	25.53%
LSEグループ	42,375,984,072	13.30%	40,129,227,945	14.70%
ユーロネクストOTC	25,355,619,887	7.96%	23,734,437,971	8.69%
Xetra OTC	20,980,974,981	6.58%	18,600,883,318	6.81%
Chi-X	12,833,018,100	4.03%	11,868,145,922	4.35%
シュットガルト証券取引所	8,399,429,954	2.64%	366,986,279	0.13%
BATSヨーロッパ	2,738,879,487	0.86%	2,633,690,029	0.96%
Turquoise	2,274,030,197	0.71%	2,140,928,975	0.78%
Euro TLX	1,601,585,059	0.50%	1,601,585,059	0.59%
デュッセルドルフ証券取引所	942,679,779	0.30%	22,659,761	0.01%
ハンブルク証券取引所	175,598,753	0.05%	42,095,105	0.02%
ナスダックOMXヨーロッパ	79,511,182	0.02%	59,428,096	0.02%
その他	1,721,814,859	0.55%	799,431,654	0.30%
取引市場全体	318,626,071,708	100.00%	273,034,941,523	100.00%

表4 イギリス株とFTSE100指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	FTSE取引金額(ユーロ)	取引シェア
LSEグループ	125,533,029,600	49.14%	98,873,433,405	46.23%
Markit BOAT	79,705,339,683	31.20%	70,022,236,491	32.74%
Chi-X	23,704,936,678	9.28%	21,783,108,159	10.18%
Plus Markets	6,598,441,898	2.58%	5,163,773,561	2.41%
Turquoise	5,250,085,601	2.05%	5,117,355,965	2.39%
BATSヨーロッパ	4,017,506,440	1.57%	3,723,110,856	1.74%
ユーロネクストOTC	3,960,513,423	1.55%	3,893,948,353	1.82%
ユーロネクスト	3,499,227,328	1.37%	3,324,363,365	1.55%
LSEグループOTC	880,402,677	0.34%	—	—
ナスダックOMXノルディック	870,890,648	0.34%	870,890,648	0.41%
NYFIX	468,044,733	0.18%	354,199,191	0.17%
ナスダックOMXヨーロッパ	332,607,499	0.13%	302,558,401	0.14%
POSIT	304,161,913	0.12%	154,173,595	0.07%
その他	356,186,683	0.15%	299,240,147	0.15%
取引市場全体	255,481,374,804	100.00%	213,882,392,137	100.00%

表5 フランス株とCAC40指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	CAC40取引金額(ユーロ)	取引シェア
ユーロネクスト	86,400,971,486	42.15%	76,015,542,866	40.35%
Markit BOAT	53,428,984,854	26.06%	50,109,796,863	26.60%
ユーロネクストOTC	29,138,161,758	14.21%	28,013,870,512	14.87%
Chi-X	13,811,663,493	6.74%	14,200,793,905	7.54%
LSEグループ	10,979,616,744	5.36%	9,444,355,651	5.01%
Xetra OTC	2,997,614,571	1.46%	3,157,694,933	1.68%
BATSヨーロッパ	2,986,762,176	1.46%	3,065,447,025	1.63%
Turquoise	2,687,763,426	1.31%	2,807,813,771	1.49%
ドイツ取引所	1,095,331,966	0.53%	193,438,472	0.10%
Euro TLX	450,658,840	0.22%	460,253,305	0.24%
ナスダックOMXヨーロッパ	301,764,606	0.15%	354,458,632	0.19%
Liquidnet	245,594,265	0.12%	183,808,503	0.10%
ナスダックOMXノルディックOTC	158,463,730	0.08%	189,882,853	0.10%
その他	319,767,593	0.15%	185,770,853	0.10%
取引市場全体	205,003,119,508	100.00%	188,382,928,144	100.00%

表6 スイス株とSMI指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	SMI取引金額(ユーロ)	取引シェア
SWXヨーロッパ	47,655,705,928	54.61%	43,725,118,147	56.27%
Markit BOAT	15,447,127,038	17.70%	15,216,476,884	19.58%
LSEグループ	10,745,444,761	12.31%	10,532,754,308	13.56%
SIXスイス取引所	4,387,215,692	5.03%	—	—
ユーロネクストOTC	2,883,276,445	3.30%	2,352,014,980	3.03%
Chi-X	2,653,377,066	3.04%	2,575,522,002	3.31%
Turquoise	1,149,312,593	1.32%	1,098,006,712	1.41%
ナスダックOMXノルディック	953,479,490	1.09%	953,479,490	1.23%
Xetra OTC	831,002,444	0.95%	822,103,241	1.06%
ドイツ取引所	192,542,642	0.22%	147,233,906	0.19%
BATSヨーロッパ	143,907,437	0.16%	139,245,687	0.18%
Liquidnet	90,012,353	0.10%	47,809,733	0.06%
ナスダックOMXヨーロッパ	32,203,174	0.04%	30,810,062	0.04%
その他	108,062,502	0.13%	60,283,336	0.08%
取引市場全体	87,272,669,565	100.00%	77,700,858,488	100.00%

表7 イタリア株とMIB指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	MIB取引金額(ユーロ)	取引シェア
LSEグループ	53,207,388,840	65.85%	50,597,164,500	64.77%
Markit BOAT	16,365,681,720	20.25%	15,641,759,572	20.02%
ユーロネクストOTC	6,267,724,705	7.76%	6,362,303,974	8.14%
Chi-X	2,787,157,313	3.45%	2,889,393,093	3.70%
Xetra OTC	985,522,115	1.22%	957,932,546	1.23%
BATSヨーロッパ	483,889,918	0.60%	498,309,941	0.64%
Turquoise	404,719,174	0.50%	437,897,706	0.56%
Reuters	95,747,234	0.12%	91,379,794	0.12%
LSEグループOTC	56,244,896	0.07%	52,395	0.00%
ドイツ取引所	44,374,171	0.05%	44,247,701	0.06%
Liquidnet	35,857,551	0.04%	7,629,344	0.01%
ナスダックOMXノルディックOTC	23,433,248	0.03%	19,380,253	0.02%
ナスダックOMXヨーロッパ	15,574,995	0.02%	19,604,843	0.03%
その他	26,613,678	0.04%	553,809,829	0.70%
取引市場全体	80,799,929,558	100.00%	78,120,865,491	100.00%

表8 スペイン株とIBEX35指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	IBEX取引金額(ユーロ)	取引シェア
スペイン取引所	49,503,660,170	61.55%	48,259,009,851	61.31%
Markit BOAT	18,026,381,106	22.41%	17,818,399,351	22.64%
ユーロネクストOTC	6,523,760,199	8.11%	6,484,407,934	8.24%
LSEグループ	5,422,615,513	6.74%	5,413,542,576	6.88%
Xetra OTC	577,771,801	0.72%	563,797,690	0.72%
ユーロネクスト	196,690,742	0.24%	6,494,136	0.01%
Chi-X	65,249,825	0.08%	65,249,825	0.08%
ナスダックOMXノルディックOTC	38,153,271	0.05%	38,139,815	0.05%
ドイツ取引所	20,922,017	0.03%	20,650,707	0.03%
Liquidnet	12,106,499	0.02%	8,277,189	0.01%
Turquoise	8,084,074	0.01%	7,996,018	0.01%
ナスダックOMXヨーロッパ	802,845	0.00%	802,845	0.00%
BATSヨーロッパ	—	—	—	—
その他	25,982,430	0.04%	21,516,672	0.02%
取引市場全体	80,422,180,492	100.00%	78,708,284,609	100.00%

表9 オランダ株とAEX指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	AEX取引金額(ユーロ)	取引シェア
ユーロネクスト	21,699,257,751	33.51%	28,913,024,058	33.73%
Markit BOAT	20,207,196,812	31.21%	25,630,659,457	29.90%
ユーロネクストOTC	9,150,790,317	14.13%	11,822,201,853	13.79%
LSEグループ	6,729,731,445	10.39%	8,890,232,368	10.37%
Chi-X	3,779,019,001	5.84%	6,580,018,956	7.68%
Turquoise	918,698,549	1.42%	1,214,480,144	1.42%
BATSヨーロッパ	798,036,535	1.23%	1,188,046,775	1.39%
Xetra OTC	715,814,052	1.11%	892,475,698	1.04%
ドイツ取引所	378,986,228	0.59%	120,668,444	0.14%
Liquidnet	101,658,252	0.16%	88,431,866	0.10%
Euro TLX	97,557,691	0.15%	97,718,222	0.11%
プラハ証券取引所	57,727,308	0.09%	—	—
ナスダックOMXヨーロッパ	26,293,804	0.04%	78,592,436	0.09%
その他	85,717,551	0.13%	207,635,703	0.24%
取引市場全体	64,746,485,296	100.00%	85,724,185,980	100.00%

表10 スウェーデン株とストックホルムOMX指数構成銘柄

取引市場	取引金額(ユーロ)	取引シェア	OMX取引金額(ユーロ)	取引シェア
ナスダックOMXノルディック	31,969,669,138	63.74%	32,902,599,349	45.12%
Markit BOAT	8,826,649,054	17.60%	17,999,578,492	24.68%
LSEグループ	4,504,552,667	8.98%	9,560,647,845	13.11%
Chi-X	1,892,732,643	3.77%	3,290,061,534	4.51%
ユーロネクストOTC	1,752,436,250	3.49%	3,743,559,732	5.13%
ナスダックOMXノルディックOTC	419,423,823	0.84%	301,926,186	0.41%
Turquoise	417,899,963	0.83%	935,369,652	1.28%
Xetra OTC	107,474,093	0.21%	573,634,226	0.79%
Liquidnet	71,857,120	0.14%	61,729,371	0.08%
LSEグループOTC	67,418,378	0.13%	—	—
BATSヨーロッパ	53,310,691	0.11%	156,928,296	0.22%
オスロ取引所	24,814,723	0.05%	—	—
ナスダックOMXヨーロッパ	23,481,674	0.05%	45,216,506	0.06%
その他	26,976,125	0.06%	3,357,236,732	4.61%
取引市場全体	50,158,696,342	100.00%	72,928,487,921	100.00%

さらに詳しくみると、LSEグループの値は店頭取引を含まないはずであるがFSEデータの全取引とほぼ同じであり、トムソン・ロイターがLSEグループのオフEOB取引を十分に把握しきれていない可能性が高い。また、ドイツ取引所の値はFSEデータのEOB取引とほぼ一致しているが、ドイツ取引所の店頭市場の値はFSEデータのオフEOB取引の半分以下であり、やはりトムソン・ロイターがオフEOB取引を十分に把握しきれていない可能性が高い。そして、ユーロネクストの値はFSEデータよりもやや大きいがさほど大きな違いがないのに対して、ユーロネクストの店頭取引はカイXを上回る値であるにもかかわらず、FSEデータのオフEOB取引金額は入手不能となっている。⁽⁵⁾二〇〇八年の値でみるとFSEデータのオフEOB取引はロンドン証券取引所が一兆七六〇八億ユーロ、ドイツ取引所が一兆一九三億ユーロ、ユーロネクストが四二一四億ユーロ、スペイン取引所が四一一四億ユーロであるから、ドイツ取引所やスペイン取引所並みの値が入ると考えてもトムソン・ロイターのデータはユーロネクストの店頭取引を非常に大きく見積もっていることになる。ユーロネクストに過少申告するインセンティブは見当たらないので、オフEOB取引を把握することの難しさということになるのであるが、ユーロネクストでだけ値が大きく食い違う理由は不明である。

表3から表10までは取引対象となる株式の国別とその国の株価指数構成銘柄別の取引シェアを表している。取引が多いのはドイツ株、イギリス株、フランス株、スイス株、イタリア株、スペイン株、オランダ株、スウェーデン株の順であるが、株価指数構成銘柄ではドイツ株指数、イギリス株指数、フランス株指数、オランダ株指数、スペイン株指数、イタリア株指数、スイス株指数、スウェーデン株指数の順となっている。ここで問題となるのがオランダとスウェーデンでは国別取引金額を株価指数構成銘柄取引金額が上回っていることである。外国株を指数構成銘柄に含んでいる場合や複数の国で上場されて国別分類がうまくできない場合にはこういうこともあり

うるのだろうか、説明がない以上、データの信頼性にやや疑問を抱かざるを得ない。

各国の主要取引所の取引シェアを比べてみると、国別ではイタリア株、スウェーデン株、スペイン株、スイス株、イギリス株、フランス株、オランダ株、ドイツ株の順であるが、株価指数構成銘柄ではイタリア株指数、スペイン株指数、スイス株指数、イギリス株指数、スウェーデン株指数、フランス株指数、オランダ株指数、ドイツ株指数の順となっている。二〇〇八年八月の取引シェアを紹介した際にはユーロネクストのオランダ株の取引シェアが最も低かったが、二〇〇九年四月ではドイツ取引所によるドイツ株の取引シェアが最も低くなっている。そして、それを象徴するかのようドイツ株とドイツ株指数の取引シェアだけでマーケットBOATが首位となっており、ドイツ株の場外取引の活発化がみられるようである。

他方、MTFの取引シェアを国別・株価指数別に調べてみると、カイXではイギリス株・フランス株・オランダ株ではヨーロッパ全体の取引シェアを上回っているが、ドイツ株・スウェーデン株・イタリア株・スイス株・スペイン株では全体の取引シェアを下回っており、流動性の高い株価指数構成銘柄の取引シェアは各国株の取引シェアを上回っている。ターコイズではイギリス株・フランス株・オランダ株・スイス株およびスウェーデン株指数でヨーロッパ全体の取引シェアを上回っており、BATSヨーロッパではイギリス株・フランス株・オランダ株およびドイツ株指数で全体の取引シェアを上回っている一方、ナスダックOMXヨーロッパではイギリス株・フランス株およびオランダ株指数でのみ全体の取引シェアを上回っており、全体的な傾向は似ているもの。国別に若干の違いがあるようである。MTFの拡大と取引所の低迷が報じられ、数字の上でもそのことは確認できるが、取引対象によってかなりの相違があり、どこでも同じように進んでいるわけではない。むしろ、トムソン・ロイターのデータをみる限り、MTFを含めたEOB取引から場外取引へと流れは生じているようである。

3 ヨーロッパの市場間競争

二〇〇七年一月のMIFID施行を前にして二〇〇七年四月からカイXはMTFとして取引を開始した。そして、二〇〇八年八月にはターコイズ、九月にはナスダックOMXヨーロッパ、一〇月にBATSヨーロッパが相次いで参入し、二〇〇九年三月にはユーロネクストがNYSE・ARCAヨーロッパというMTFでの取引を開始した。ヨーロッパの主要取引所もこうした動きを傍観していたわけではなく、二〇〇八年六月にはロンドン証券取引所がバイカルと名づけたダーク・プールの開設計画を明らかにし、二〇〇九年二月にはスマートプールと名づけたダーク・プールをユーロネクストが開設しており、ダーク・プールに否定的であったドイツ取引所も四月にはセトラ・インターナショナルと名づけたダーク・プールを年内に開設する計画を明らかにしている。

ヨーロッパの三大取引所がいずれもダーク・プールの開設に動き出したのは取引流出に歯止めをかけるためであり、自らと競合するMTFを開設することは自市場を放棄するようなものであるから当然であろう（NYSE・ARCAヨーロッパはユーロネクスト所在国の株式は扱わない）。しかし、取引前の透明性を強制されないダーク・プールが投資家のニーズにマッチしており、これを取り込もうとする姿勢は評価すべきであり、やがては取引所がダーク・プールの要素を取り込むようになるのかもしれない。他方、MTFも場口銭が安いだけ、執行速度が速いだけではシェア拡大が頭打ちする可能性を否定できず、ダーク・プールを併設する動きをみせつつある。電子取引がフロア取引に取って代わったように、ダーク・プールがリット・プール（ライト・プール）に取って代わることになるのかもしれない。アメリカでも主要市場から取引の中心が動くまでの変化は生じておらず、ヨーロッパでも中心市場が入れ替わるまでの取引シェアの流出が生じるとは考えがたいが、かつてアメリカの専売特許であった市場間競争はヨーロッパでも活発化しており、目を離せないところである。

注

- (1) Federation of European Securities Exchanges, *European Equity Market Report* (<http://fese.eu/en/?inc=art&id=81>), Thomson Reuters, *Market Share Report* (http://thomsonreuters.com/products_services/financial/Regulatory_Compliance_MIFID#market_share_reports).
 - (2) 拙稿「MIFID後のヨーロッパ株式市場」(本誌、一六五〇号、二〇〇八年一〇月)。
 - (3) 二二の証券取引所はアテネ取引所、イタリア取引所、ブラチスラバ証券取引所、ブカレスト証券取引所、ブダペスト証券取引所、ブルガリア証券取引所、キプロス証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクスト、アイルランド証券取引所、リユブリャナ証券取引所、ロンドン証券取引所、ルクセンブルク証券取引所、マルタ証券取引所、ナスダックOMXノルディック、オスロ取引所、プラハ証券取引所、SIXスイス取引所、スペイン取引所、SWXヨーロッパ、ワルシャワ証券取引所、ウィーン取引所であり、四つのMTFはBATSヨーロッパ、カイX、ナスダックOMXヨーロッパ、ターコイズ。
 - (4) F E S E の統計でみられない名前としてはドイツの地方取引所、イギリスのプラス・マーケットツ(証券取引所)、リクイドネット、NYFIX、POSIT、スペインの地方証券取引所などが含まれている。
 - (5) F E S E データのオフEOB取引の取引金額と取引回数は入手不能であるが、一月から四月までの累積値はそれぞれ〇・〇(一〇〇万ユーロ)と五五回となっており、二〇〇九年三月では三月の値も累積値も入手不能となっている。
- (よしかわ まさひろ・客員研究員)