

EUの取引所統合と地域取引所の問題

ハートムット・シュミット

関理事長 それでは、お待たせいたしました。

ただいまから「資本市場を考える会」の特別公演を始めさせていただきます。御案内いたしましたように、本日はハンブルク大学の貨幣・資本市場研究所のハートムット・シュミット教授をお招きいたしました。お話を伺うことにいたしております。

論題としては「EUの取引所統合と地域取引所の問題」ということになっておりますが、先生には、私どもの関心のあるEUなりドイツの動きについて、できるだけ触れていただくようお願いしております。

先生は、今回は当研究所が事務局を担当しています。証券経済学会の全国大会が一月の初めに札幌であり、それに御出席ということが先に決まっております。札幌でも学会の方々はお話を聞けるわけですね。

ども、せっかく来日されたので東京でも一回こういう機会をつくったわけでございます。

先生の御略歴はお配りしたとおりでございます。ケルン大学等をご卒業になりまして、今このハンブルク大学にお勤めになられるとともに、ドイツのいろいろな取引所の理事等に就任されており、またEU統合の関係でもいろいろなお仕事の御経験をなさっているわけでございます。

最近のEUやドイツの動きについて大変詳しい方でございます。理論面、実務面、両方踏まえて、いろいろ興味深いお話が聞けるのではないかと思っております。

では、シュミット先生どうぞよろしく願いたします。

どうもありがとうございます。

本日、皆様とお目にかかってお話しできますことを大変に光栄に思います。関理事長には、今、大変ご丁寧なご紹介をいただきまして、ありがとうございます。また、今回のお招きも感謝申し上げます。

北里学園大学の山口先生が今回の私の訪日のアレンジをしてくださったのですけれども、先生のお勧めで、地域取引所、そしてヨーロッパを統合する取引所の動向をお話をいたします。特にニューマーケットの動向がヨーロッパでも非常に大きな意味を持っているわけですが、一つには、イスタック(EASDAQ)がヨーロッパに進出を果たし、それにヨーロッパ側が對抗するということで、各地でニューマーケットというものが生まれてきたという経緯であります。

一、EU統合と各国の取引所

まず、数字を幾つか押さえておきたいんですが、一九七五年時点で、EUの加盟国数は九カ国であつたわけですが、当時は取引所の数が三三ありました。それが二〇〇二年加盟国は一五カ国とふえたわけですが、取引所の数は一九となつています。これは取引所間の統合再編があり、また一部の取引所がその撤退をするという決定をしたことによります。

数の問題よりもむしろ質の面での変化というのがより重要だと思えます。一九七五年時点で、取引所のうちで、いわゆる電子取引が可能であつたところは一カ所しかあつたわけですが、今日ではすべての欧州における取引所で電子取引が可能になっています。一九七五年時点では、一部の取

引所では、人がメッセンジャーとして、実際にその取引成立したものについて物理的に配達をするというようなことをしていたわけですが、現在ではすべての証券取引所において、集中化した預託機関というものがあって、電子的に決済も行われるという状況になっています。また、当時は、フランス、イタリア、英国等では、銀行が取引所に会員となることはできなかったのですが、現在では、直接、間接に、銀行が取引所の業務に關与することが可能になっております。また、七五年時点では、専門のオプション、先物の取引所はありませんでしたが、現在では複数存在をし、その中で最大のものがユーレックス（EUREX）です。

それでは、こういつた変化はいかにして起こったのかということですが、各国の政府あるいはEUという形で、政府としてこういつた取引所の統合

を政策として進め、統合化を図っていったのではないかと思われるかもしれませんが、それは事実ではありません。むしろ、EUの本部のあるブラッセルや各国の政府が自由化、規制緩和を行ったということがその変化を促す要因となつたわけであり、取引所の業務にかかわる様々な障壁を政府が自由化によつて排除をしたということが、このような統合化を生み出したということであります。

例えば、ある国の取引所が別の国にトレーディング・スクリーンを設けることも可能になるといふような自由化により、その結果として証券取引所間の統合化が起こつたということで、より具体的にいえば、競争という要素が導入されたことによつてこのような変化が生じたのだといふふうに私は考えています。つまり、自由化をし、オープンにし、障壁を取り除くことによつて、当然それ

図表 1 Determinants of Change (変化の要因)

A. General Determinants (一般的な要因)

- ① Peace
- ② economic growth
- ③ liberalization of national and international transactions
- ④ progress in technology
- ⑤ concentration in banking

B. Specific Determinants (特別な要因)

- ① European integration
 - European Monetary Union
 - Mutual recognition (single passport)
- ② Electronic trading

それぞれの取引所が自らの存続をかけて、いわば競争しなければいけないというようにインセンティブが働いていったというふうに考えます。

このような変化を促した要因を整理すると、図表 1 のとおりであり、一つには、世界的に五〇年間にわたる平和の時代が続いたということです。次に、ヨーロッパの市民の富の水準が高まってきて、これが当然証券関連の取引にとって大きなプラスになったわけです。その背景にはもちろん経済そのものの成長といったものがあるわけで、また、ヨーロッパの統合化が進み、競争できる市場の範囲が拡大をしていったことであります。電子取引というものが可能になったことは、商圏が広がっていったということにもなるわけで、証券ビジネスにとっては明らかにプラスの要素でした。例えば、ドイツの取引所が、アムステルダム銀行を経由して、あるいはそれを買収することに

よって、アムステルダム、オランダの市場にも参入できるということですから、各取引所が競争とということにより大きな関心を持ち、それによる競争によって、ある意味では自然発生的に統合化が進んでいったわけでありませう。

ここで相互承認（ミューチュアル・レコグニション）ということをぜひ強調しておきたいのですが、これが実はヨーロッパの取引所間の競争に非常に大きな意味をもたらしました。基本的に、相互承認というのは、他国の規制当局に対して、自国の規制と同じように、いわば尊敬の念を保持とすることであります。つまり、イタリアの規制のやり方、経験、アプローチは、当然ドイツのそれとは違いますが。だからといって、ドイツの方がイタリアの規制当局に比べて優れているということの意味するものではない、ということですよ。やり方は違っていても、イタリア、ドイツと

もに、規制当局の力としては同じように優れた力を持つものであるという考え方が大原則になっているわけです。

この相互承認の原則が最初に導入されたのは銀行業界でありまして、一九八九年に導入されております。これによって、例えばアテネに本店を置く銀行が、パリとかロンドン、フランクフルトに支店を開設するに当たっては、一切の進出国の規制を受けることなく、それが行えるようになるということになります。

このアイデアが証券取引所に応用されるようになったのは、EUで「投資サービス指令」というものが九三年に設定され、それが九六年に発効したことによるわけです。九三年から九六年の間に、各国政府がこの指令に従った国内の法整備を行って、その結果として、EUのメンバーの加盟国の中では、どこでも一カ国で免許を取れば、そ

のライセンスをいわばシングル・パスポートとして使うことによって、他の国でトレーディング・スクリーンを設定することが可能になるといふことです。例えばオランダの取引所がスペインとか英国でトレーディングのスクリーンを置いて、銀行であるとか、機関投資家に対してサービスを提供することが可能になったわけです。

アメリカのSECについては、規制当局としてよりすぐれた存在であるといふうちに、エキスパートも、多くの一般国民も考えていたわけですが、最近になりました、実はSECと欧州の委員会の方で交渉が始まっております。この交渉を受けまして、数年以内にはアメリカの証券取引所がヨーロッパでトレーディング・スクリーンを提供することが可能になり、その見返りとして、例えばドイツ、英国、スペインの取引所が、米国ではトレーディング・スクリーンを設けることができ

るといふことになれば、本当の意味で大陸を超えた取引が可能になるわけです。この相互承認といふことは、もちろんグローバルなコンセプトでありますから、将来的には、日本と米国とEUの間での相互の承認という形によって、証券取引所の相互承認ということになるといふことは十分期待されます。

二、欧州における証券取引所の自由化

このような自由化は九〇年代に本格化しましたが、多少は八〇年代からも始まっておりました。自由化前にお話したような国境を超えた競争はほとんどなく、取引所間の競争は、あくまでも一つの国の中での各取引所間の競争、例えば英国なら英国における取引所の競争という形をとりました。

図表2 Early European Stock Exchange Competition

1972	Ariel: Automated Real-Time Investments Exchange Limited, London
1978	European Options Exchange, Amsterdam
1982	London International Financial Futures Exchange (LIFFE)
1986	Big Bang at London's "International Stock Exchange" : screen quotation system (SEAQ International)
1986	Paris introduces electronic agency auction market CAC and financial futures market MATIF
1988	LIFFE introduces Bund Future
1988	Deutsche Terminbörse GmbH (started in 1990, automated trading)
1989	Competing electronic equity-trading systems in Germany (IBIS I, MATIS)

図表2の一番上にアリエル (Ariel) というふうに書いてありますが、このアリエルがヨーロッパで最初の電子取引所であったということと、アリエルが当初から企業という形で設立をされていたということで、特に、今では取引所の株式会社化ということが議論されております観点からみても、非常に興味深い事実だと思います。

実際に取引所の競争が本格的に始まったのは、一九八六年と聞いていいでしょう。当時、インターナショナル・ストック・エクスチェンジ (ISE) と呼ばれておりましたロンドン取引所が、シアック・インターナショナル (SEAQ International) と呼ばれます電子的な気配値のシステムを稼働させました。これによって、ヨーロッパ諸国の、スウェーデン、フランス、ドイツ、イタリア等の銘柄についての気配を出すことができるようになり、ロンドン取引所

がベルギー、スウェーデン株に関して非常に大きなマーケット・シェアを取り、またドイツ、フランス株についても、かなりのシェアを獲得することになりました。

そして一九八八年にロンドン・インターナショナル・フィナンシャル・フューチャーズ・エクスチェンジ（L I F F E）が、新しい取引を提供し始めたわけです。これはドイツの国債（Bund）の先物取引であり、このドイツ国債の先物取引が実はヨーロッパの中でも最も重要な取引対象の一つとなりまして、ロンドンにおける取引シェアが高まるという結果になりました。

このような状況をみて、パリ、フランクフルト、ミラノ、マドリッド、ストックホルムといったところのバンカー達は大変に恐れを感じたわけでありまして。つまり、このまま続くと、ヨーロッパ全域の証券取引がロンドン市場に奪われてしま

うのではないかということで、早急な対応が必要ということになり、各国とも対応を始めたわけです。最初に反応したのがパリであり、一九八六年の後半にキャック（CAC）という電子システムを稼働させます。

他の取引所も取引の電子化を行いまして、一九九〇年に会社として設立されたドイツチェ・テルミン・ブルス（DTB）が初めての先物オプション取引の自動取引システムを導入したわけです。自動取引システムとしては初めてのものであり、後のユーレックス（EUREX）に発展してまいります。一九九八年に、このDTBとスイスのソフィックス（SOFIX）が一緒になってユーレックスという形になっていったわけです。

九〇年代の前半からこういった対応にはやはり一つのあるパターンが見てとれます。それは、基本的にはそれぞれの各国において、地方取引所が

統合化されることによって一つの国としてのポジシヨニングを図っていくことであり、八六年、八年の英国の拡大の動きに対する対抗策として、そのような形で統合化がなされていったわけです。例えば、ドイツ取引所が九一年に、スイスの取引所が九三年に統合され、そしてパリの場合も、まず地方の複数の取引所が一つの現物市場として統合され、その統合化した現物市場が、今度は先物市場と一緒に becoming one of the things that has happened in the last few years. It is the fact that the market has become more integrated and more unified. This is a result of the fact that the market has become more integrated and more unified. This is a result of the fact that the market has become more integrated and more unified.

それぞれがその企業として、企業体としての体をなすということになっておりますし、同じようにイタリアの取引所の場合も、ボルサ・イタリアーナ (Borsa Italiana) などというふうに書いてありますけれども、これもまたリージョナルなところが統合化をして、そして現物のスポット市場をつくって、それが先物と一緒に

になるというふうな形をとっています。

スイスでも似たような動きがあり、これは一つのパターンではあるといえるのですが、例外的な場合も幾つかあつたわけで、ドイツの場合ですけれども、必ずしもすべてのリージョナルなエクステンジが合併をしたということではなく、合併をしたのはドイツ取引所とフランクフルト取引所であり、それからDTBがスイスのソフィックスと一緒に becoming one of the things that has happened in the last few years. It is the fact that the market has become more integrated and more unified. This is a result of the fact that the market has become more integrated and more unified.

もう一つの例外がロンドン証券取引所 (LSE) であり、これは、どことも合併するということとはしておりません。それからロンドンのLIFFEの方ですけれども、これは二〇〇一年にパリを中心とするユーロネクスト (Euronext) によって買収されるまでは合併をせずに、独立した取引所として運営されていたわけです。

このように、各国それぞれが一つのナショナルな取引所に統合化をすることによって、再びロンドンから失われていたシェアを取り戻すということにかなり成功したわけです。

一九九六年に、先ほどの投資サービス指令が発効する年を迎えて、その時点から、各国のナショナル・エクスチェンジが、海外の市場で自由に競争することができるという状況になりました。そこで、誰も予想しなかったことが起こりました。

D T Bがドイツ国債ブントの先物取引を九〇年に始めたわけですが、先物については、L I F F Eの方が先行してありました（八八年）ので、先行者利益も働き、かなり高いマーケットシェアを持つておりました。その段階、ディレクティブが発動する前の段階では、D T Bのシェアが全体の三〇%を超えることがなかったわけです。

しかし、投資ディレクティブが発効したことに

より、D T Bが各国でトレーディングができるようになったということで、英国、オランダ、フランス、それからソフィックスとの特別な取り決めで、スイスでもできるようにする、それから米国のC F T Cの方から、ノー・アクション・レターを受け取っておりましたので、そのC F T Cのノー・アクション・レターを受けて、米国でもスクリーンがとれるということになりました。

その結果、D T Bのマーケット・シェアが徐々に回復していった、九八年にはまさに一〇〇%のブント先物のマーケット・シェアを取ってしまったわけで、L I F F Eにとって非常に重要なブントの先物という重要な収入のソースを失うことになってしまい、これでL I F F EはもうB U N Dの取引を廃止するのではないかというように考えられたぐらいでした。

ここから分かるのは、国際的に取引所間で競争

が起ると、既存のものにとつても如何に危険な状態になり得るかということをはつきりと示しており、とりわけ、電子取引が可能になり、国内においてもこつこつ問題があつたわけですけれども、さらに国境を超えた取引に移つていったというリスクの高さをはつきりと示しています。

九三年に投資サービス指令が制定されましたが、その時点では、DTBにまだ外国のメンバーはほとんど入つておらず、九四年ぐらいから徐々に自国外のメンバーも増えてきたということ、九八年にはDTBが、先ほどいったように、先物で五〇%以上のシェアを取るようになりました。つまり、このようなDTBの台頭を見て、多くの各国の取引所が、自分たちのビジネスもあのような形で失われてしまうのではないかと、将来に対してかなり不安を抱くようになったわけです。そこで、国単位の一つの市場を中心とする立場か

ら、クロス・ボーダーの立場からみるように変わり、ヨーロッパにおけるクロス・ボーダー的な考え方が広がっていきます。

実際には、一部の取引所はアライアンス（提携）という道を選び、それぞれのナショナルなエクスチェンジは、そのまま独立性は維持するけれども、互いに協力をする。これは、例えばスウェーデン、デンマーク、アイスランド、ノルウェーという北欧諸国によるノーレックス（NOREX）という構想につながりました。また、別には、もう完全に合併をするという方向でその道を探つたところもあります。ユーロネクストはまさにその例になります。

三、証券取引所のガバナンス

— 株式会社化等

次に、取引所の新たなガバナンスとい問題に

少し触れてみたいと思います。昨今取引所の「デミューチュアライゼーション (Demutualization)」ということが頻繁にいわれますが、このデミューチュアライゼーションは何かということについては、多くの方が既存の取引所が株式会社化することと同じだというように考えているようですが、私は必ずしもそういう見方は当たらないのではないかと思います。というのは、株式会社化する前はどのような組織形態になっていたかといえば、いわば協同組合のような形をとり、この協同組合には、組合そのもののオーナー、議決権を行使するオーナーであるメンバー自身がその組織組合との間に取引関係を持つということと特別な徴があるわけです。

つまり、既存の取引所が株式会社化をするということは、協同組合のもとでのメンバーが株式会社化した取引所の株主になるわけですから

も、その場合には、かつての協同組合時代のように、株主というメンバーが取引所と直接取引関係を結ぶということはもつてなくなるわけです。

実際に何が観察されるかというと、取引所が、ただ法律的な形態という意味で企業にかわるということですが、新たに株主になるのは、証券会社であり、銀行であり、引き続き取引所でビジネスを行うわけですから、実態としては変わっていないということですが、そういう意味では、法律的に形態が変わっただけであって、本当の意味でのデミューチュアライゼーションは起こっていないともいえるわけです。

しかし、多くの学者は、将来の取引所のあり方は、取引所自身が自らの株式を上場する、公開企業になるという形をとることによって、もちろん銀行も証券会社も、取引所との間でビジネスはするとしても、これはあくまでも他の取引所のユー

ザーと同じように、それに見合う手数料等を払って行うことになるという姿を考えております。

ですから、これまでのように証券会社や銀行が取引所の議決権を行使することによって、コントロールするというのではなく、取引所のコントロールは通常の企業と同じように競争の原理によって、すなわちTOBも含む企業の支配権の市場を通じて行われ、そのガバナンスが成立するというふうに見えるわけです。

ただ、今までの実績を見てみますと、必ずしも本当の意味のディミューチュアライゼーション、あるいは市場によるコントロールは、そういう形にはなっておらず、この理論が立証されていないことが分ります。依然として、元のメンバーが株式会社化した後もその株式を保有し、議決権によってコントロールをしているということで、もちろん一部の株式について公開して上場を果たす

ことはありますけれども、依然として、元メンバーがその大宗の株式をコントロールしているという形になっております。

これは非常に重要な意味を持つわけで、依然として旧メンバーである大手の証券会社、銀行の持つ自分達のニーズをきちんと担保し続けるという体制が図られているということです。取引所は、そもそもその性格からいつて独占体であるということから、ある程度のマーケットパワーを持つわけですけれども、このように元メンバーが議決権を保有し続け、コントロールすることによって、元メンバーが取引所の持つ独占体としての権力によって不利な立場にならないように担保しているわけです。

今まで、実際に何が起こってきたのかを簡単にまとめてお話ししましたが、何といても、一番かぎとなるイノベーションは電子取引ということ

であり、電子取引が生まれたことで、証券取引所の取り得るストラテジーが多岐にわたるようになったわけです。

一つには、海外への進出が可能になり、自らのスクリーンをそのまま海外に持ち込める。また、取引の流動性を高め、証券業務の他の部分、例えば決済といったような分野についてもその効率性を高めることができ、証券の取引にかかわるその他サービス、例えば注文の回送についても、電子取引が大きな力を果たす。さらに、電子取引手法を入れることによって、銀行、証券会社のバックオフィス業務というものの効率化も可能になったということでもあります。さらに、証券の電子取引ができるのであれば、その他の商品の取引もできるということで、実際にドイツ証券取引所の場合には、そのようなエクステンジも開設をしている。また、ドイツ取引所、パリ取引所、ストック

ホルム取引所では、自らのトレーディング・システムを、他の証券取引所にも提供するということで、事業チャンスをかなり拡大してきている。

このように、取引所にとっていわば新しいビジネスが生まれてきたために、旧来の法律的な枠組みが、その意味、実践性を明らかに失うことになったわけです。

こういった時代に、旧来型の四〇〇年前にできたような形態をそのまま引きするような商工会議所とか、あるいは国の保有する取引所で、取引を自由にできるとは誰も思わなくなり、とりわけクロス・ボーダーという面に視点が移るにつれまして、こういった旧来の法律的な枠組みというのは、実践の観点からも都合なものになってまいりました。その結果として、新たに設定される取引所は最初から株式会社の形態をとり、旧来のものも自らを株式会社化するという動きが急になっ

たわけです。

そして、取引所の多くのメンバーが株式会社化した後の取引所の最大の株主にもなっていくという状況を、ヨーロッパの証券取引所が、いわば戦略的な道具として使うということです。つまり、大手のトレーディングを行う証券会社と、それから取引所の関係というものを、密なものに保つということにしたわけです。

これはユーロネクスト・モデルで見ることができません。ベルギー、フランス、オランダ、ポルトガルの場合には、それぞれナショナルな市場になつていたわけですが、それがクロス・ボーダーにイニシアティブが変わっていき、新たにユーロネクストN.V. というトランスリージョナルと呼ばれる取引所が二〇〇〇年にできました。メンバーであるパリの取引所の株主は、自らのパリ取引所の株式を、ユーロネクストN.V. の株と交

換するという形で差し出したわけです。同じようなことをオランダ、ベルギー、ポルトガルも行ったわけで、その結果、ユーロネクストN.V. が、それぞれの各国の取引所の株式を保有し、各国の取引所の株主がユーロネクストN.V. の株式を保有するという形になりました。

ユーロネクスト自身の株式の二五％部分は上場され、一般に公開する株となり、実際にユーロネクストで取引されている銘柄となっています。ユーロネクストは、トレーディングシステムも一つ、それから決済システムも一つということになつております。

このように、経済的な意味でいえば、ユーロネクストは一つの取引所であるといつていいわけですが、規制上はあくまでも四つの取引所という形を残しているわけです。各国の証券法に関連して規制上の理由から、四つの取引所という形

態を残す必要があったからです。ユーロネクストが二〇〇一年にLIFEを買収したわけで、これを受けて、ユーロネクストが英国の証券市場に大きな関心を持っているということが明らかにされたわけです。

ユーロネクストをフランス・リージョナルなエクステンションと呼んでいる理由ですが、ヨーロッパの中で見れば、ベルギー、オランダ、ポルトガル、フランスというのは、それぞれヨーロッパの中の一つの地域、リージョンであるということですから、それぞれ個別でリージョンであるものを複数まとめた市場であるということ、フランスリージョナルな市場というふうに呼んでいるわけです。

それぞれのヨーロッパの主要市場を売買高、時価総額及び上場企業数でみると、図表3のとおりであり、依然としてロンドンが第一位で、第二位

にユーロネクストがつけています。取引所の売買高という数字を正確に出すのがなかなか難しいので、電子的な取引のオーダーブックの売買高でランクを付けてみると、ユーロネクストがロンドン、ドイツ取引所を押さえて、一位になります。

また、アメリカのノーベル賞受賞者のマートン・ミラーが、取引所の規模を見るには、時価総額を見るのが一番だというふうにいつています。時価総額で見ますと、第一位がドイツ証取で、その後ユーロネクスト、そして三位がロンドンの証券取引所となります。

このほか、フランスリージョナルと呼べる取引所が二つあります。その一つが、ヴァーテックス(Virtex)で、これはかなりユニークな存在です。もともとはスイスの取引所ですが、スイスはEUのメンバーではないので、シングル・パスポートを獲得するために、スイスの取引所がロン

図表3 Major European Exchanges

Exchange	Equity Volume Year 2001	Domestic Capitalization End of 2001	Number of Listed Domestic Companies End of 2001
London	5,074,989	2,413,272	2,438
Euronext	3,588,707	2,070,467	1,131
Deutsche Börse	1,609,878	1,203,681	749
Madrid	943,554	525,840	1,461
Borsa Italiana	791,254	592,319	288

Volume and capitalization in mio. of Euro, volume single counted.

ドンにあったトレード・ポイントという取引所を買収して、スイスの取引システムであるEBSを使ったトレーディングをロンドンで行っております。

このヴァーテックスの場合には、現在ではスイス株式の主要取引所ということになっておりますけれども、いずれはほかのヨーロッパの株式についても主要な取引所となる可能性はあります。ただ、いつそうなるのかということは、まだ定かではありませんけれども、このヴァーテックスの例というのは、ナショナルなエクステンジという位置付けでありながら、自国以外の株式の主要な取引所になろうとしている試みのいい例だと思います。

次に、ナスダック・ヨーロッパ(Nasdaq Europe)ですが、ナスダック・ヨーロッパは最初からヨーロッパの大型株の主要な取引所と

なることを目指したわけではなく、汎ヨーロッパ的な中小規模の企業の株式のマーケットを提供しようというものでした。

一九九五年にEASDAQが設立され、九六年にベルギーで取引所の免許を取得するという形でシングル・パスポートを獲得しました。

九六年当時は、米国のナスダック、そしてその母体であるナスド(NASD)が、非常にダイナミック、かつ強力な市場であったため、ヨーロッパの取引所は、このナスダックという巨大なマーケットが、突如ヨーロッパに参入してきたときのインパクトの大きさということを危惧いたしました。

ヨーロッパでは、中小企業の資金ニーズは、第一義的に銀行からの借入で賄われていました。銀行からの貸し付けだけでは不十分な場合には、銀行自らが中小企業に資本参加をするというよう

な形をとっていたわけで、これは、銀行にとっても収益性の高い業務でありましたので、銀行は、あえて顧客の中小企業を取引所に上場させるというようなことを余り考えなかったわけです。

しかし、イスダックが設立されたと、銀行の考え方も一変して、ヨーロッパのほぼすべての取引所がドイツやフランス、オランダ、イタリア等々で、ニューマーケットというものを中小企業向けに開設をし、それによって中小企業が上場を果たし、資本市場で資金を調達できるようにするということが始まったわけです。

こういったニューマーケットは、ある意味では成功したといえる、すなわち、エスタックや、ナスダック・ヨーロッパというのは、ヨーロッパのこういった既存の銀行取引所の反撃を受けまして、結局エスタックとナスダック・ヨーロッパともに成功することはなかったわけです。エスタック

ク、それからナスダック・ヨーロッパともにマーケットシェアが1%を超えることはなく、ナスダック・ヨーロッパは、当初に考えていた汎ヨーロッパ的な市場というのはあきらめ、もう少し規模の小さいものからスタートしようというふうに考えるようになりました。そこで、ドイツでベルリン取引所とブレーメン取引所と協定を結んで、ナスダック・ドイツ (NASDAQ DEUTCHLAND) をつくって、ナスダック・ヨーロッパもそこに合流するという形になったわけです。

そのことによつて、ベルリン取引所が直接ナスダックの新しいトレーディング・システムであるスーパードモンタージユにアクセスが可能になるとともに、そしてナスダック・ドイツは、ブレーメンの取引所を通じて、ドイツの決済システムとドイツの証券の取引システムにリンクをしていく

ということになりました。そういう意味で、ブレーメンの取引所そのもののトレーディングの機能は終焉をすることになりました。

四、ノイアマルクトの設立と発展的解消

以上のような取引所の種々の動きによつてヨーロッパで生まれた新興市場のうちの中でも、ドイツのノイアマルクト「Neuer Markt」が一番重要な地位を得たということが出来ます。

ノイアマルクトの役割としては、第一に、中小企業が直接株式市場から資金を調達する。エクイティー資金の調達を許すということのほか、ベンチャー・キャピタルが投資をしたベンチャー・ビジネスを上場させることによつて、収益を回収するために役立つという意味も非常に重要です。これは、ベンチャー・キャピタルの育成につながる

という効果もあるわけです。

次に、ノイアマルクトの上場基準はかなり厳しいものが設定されましたので、この基準を満たして公開されることによって、その会社のポテンシャルというものが認められたというシグナルになり、ファイナンスがそれだけやりやすくなるという効果があります。三番目には、取引所の第一部、第二部のいわば下にノイアマルクトを位置付けをいたしましたので、ノイアマルクトでまず上場を果たして、それからだんだんと企業の発展に合わせて上の市場に上がっていくという道を提供することになったわけです。

ドイツ取引所の構成は図表4のとおりであり、真ん中のダックス(DAX)が東証の一部に当たり、Mダックス(MDAX)が東証の第二部に当たるものです。Sマックス(SMAX)というのがありますけれども、これは特別な中小企業向

け、中小規模な企業向けというもので、ノイアマルクトは、中小企業の中でも成長株という位置付けになっており、ハイリスクだけれども、ハイリターンであるということがいえます。

上場基準をみると、ノイアマルクトの場合でも、他のDAX、MDAX、SMAXと同じように、クオリティの基準は満たさなければならず、四半期ごとの報告、TOBについてのコードの遵守、少なくとも浮動株二〇%の必要、アナリストのカンファレンスは年に一回は開くというような基準は同じです。また会社の規模が小さいために、SMAX、ノイアマルクトの場合には、デジグネーテッド・スポンサー二社(マーケット・メーカーが二社)は必要という要件になっています。

また、二つおもしろい点ですけれども、このノイアマルクトに上場するためには、国際会計基準

図表4 Deutsche Börse-The European Listing Platform

Growth Segment	Value Segments	
Neuer Markt	DAX / MDAX	SMAX
Europe's leading market for young, innovative, high-growth companies with a high risk/return profile and above-average rates in turnover and income and an international focus.	The DAX Blue Chip Index tracks the 30 largest German companies in terms of market cap and stock turnover listed on the Frankfurt Stock Exchange. MDAX is the midcap index that contains the 70 companies that rank just below the 30 DAX companies	SMAX is the dedicated market segment for German and non-German small caps below the DAX 100 (DAX and MDAX) with a strong focus on transparency and liquidity

Source: Deutsche Börse, September 2002

並びに米国のGAPベースの会計基準を使うことと、それから、上場前から大株主であったような人達については六カ月間売れないという売却凍結期間が設けられました。

さらに、追加的な基準としては、ノイアマルクトの上場の場合には、少なくとも企業が三年の歴史はなければいけない、資本金が五〇〇万ユーロである、それからこれが極めて重要なポイントですけれども、IPOにおいて、その売出額の五〇%については新株を発行して行わなければいけないということ。ノイアマルクトでは、IPOを行う場合には、かなりの新株発行が義務付けられることとなります。

九八、九九、二〇〇〇年と、ノイアマルクトはかなり大きな成功をおさめています。ただ、その後、合併であるとか、あるいはテイクオーバーされたために、上場廃止になった銘柄もあり、ま

た、約二二〜二三ぐらいの数になりますけれども、債務超過ということで、上場廃止になったところもあります。一部企業については、ノイアマルクトの上場基準が厳し過ぎるということで上場を廃止したところもあります。これは発行時の新株の基準がノイアマルクトでは法律で規定しているものよりもかなり厳しい基準になっていて、ノイアマルクトよりは低い、通常のドイツの法料の基準を満たせばいいようなところに乗り換えることが行われております。

これは九七年から二〇〇〇年の上場企業数で見えておりますが、傾向的に赤字企業の数が増えていて、二〇〇〇年には黒字企業の方は四五％程度にまで下がってきており、ノイアマルクトに新たに上場される企業は、クオリティーという点では劣化しているということがいえます。

しかし、新規公開額はこの間かなり拡大してお

りますが、そのような状況は、その後急変しております。実際には、ノイアマルクトの方が有利な株価がつくのではないかとということで、かなり規模の大きな企業がノイアマルクトに上場している、例えば中小の五〇〇万とか五〇〇〇万といったような資本金の企業ではなく、上場時に一〇億ユーロといったような資本金を持つ企業までノイアマルクトに入ってきております。なお、ノイアマルクトの企業をセクター別にみると、金融サービスとか医療、ヘルスケア等もありますけれども、圧倒的にやはりテクノロジー関連の企業が多いということです。

九九年や二〇〇〇年にIPOの価格がかなり高くなり、多くの企業が上場を果たしたわけですが、既存の経営陣は持ち株を全部売るわけではなく大体三分の一程度しか売らないということ、ノイアマルクトに上場後の会社でも、平均す

るとやはり三分の一程度は既存のマネジメントが保有をしているという形になっています。

ノイアマルクトのトレーディングシステムには Xetra が使われています。ドイツで二一九社の参加を得て、そのほかヨーロッパの市場で一五七社、香港でも一社参加しており、このようなトレーディング・システムが使われたことがノイアマルクトの成功の背景の一つにあつたと思われるます。

ノイアマルクトのインデックスの動きと売買高をみると、売買高とインデックスの動きとかなり強い相関関係が認められます。

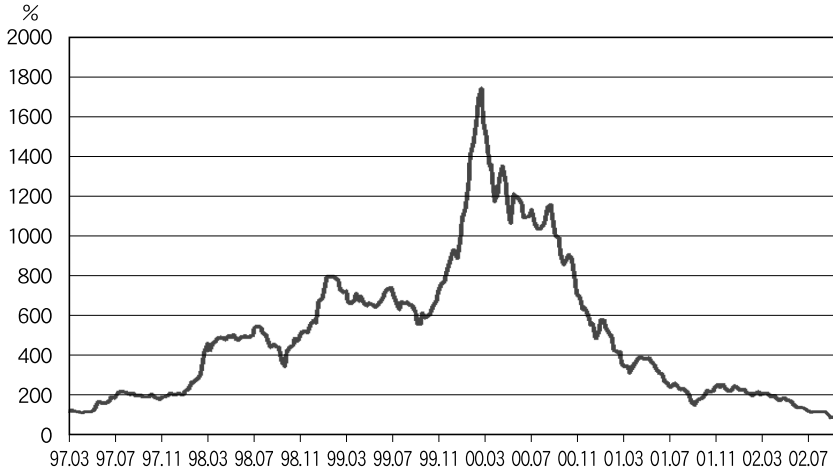
ノイアマルクトは、非常に成長の著しい市場だったわけですが、二〇〇一年になりまして、インデックスも売買高もかなり下がっております。

ノイアマルクトの成長株の株価の動きは図表5のとおりですが、九七年以降かなりパフォーマンス

スがよかつたわけですが、その後、かなり下がり、当初の水準よりもさらに低いところまで来てしまつております。売買高の推移をノイアマルクトとMDAXという第二部に当たるところと比較してみると、MDAXの方には余り変化していないのに、ノイアマルクトの売買高が急激に落ち込んでおります。PBRの推移をみても、ノイアマルクトの場合には五から一〇倍という水準でピーク時には一六倍までなつたのですが、それが今では、PBRも一倍あるいはそれ以下という状況になり、ノイアマルクトの銘柄にはもはやその成長性というグロースの要素はなくなつたということになります。

このような状況の中で、ドイツ証券取引所では、二〇〇三年末をもってノイアマルクト市場を閉鎖するということを決めました。その後どういふ市場に移行するかということが検討されてあり

図表 5 Neuer Markt: Performance of Growth Segments

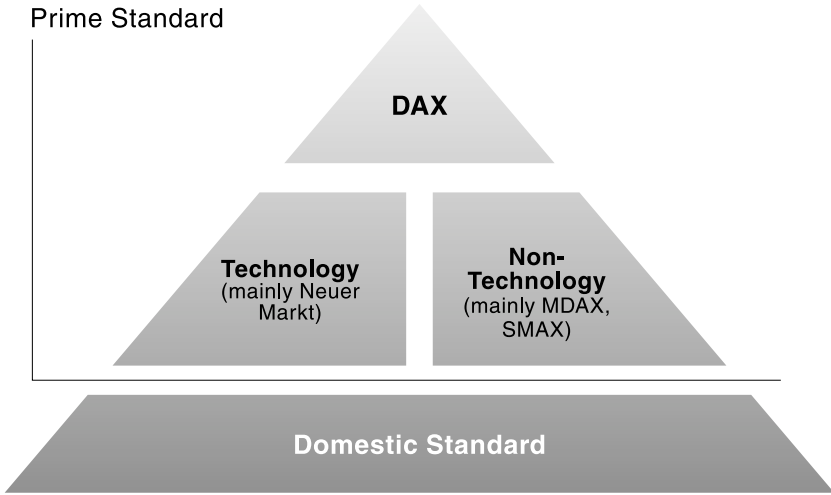


Source: Bloomberg, SES Research, September 2002

ます。図表6のようなピラミッド状の市場構造が予想されております。一番上に位置するのは、ごく一握りの非常に大きな企業向けの市場（DAX）があり、次に中型の規模の企業向けの市場があり、一番下にはその他の中小企業向けの市場、中には決して上場まで行かないところもありますけれども、一応何としても上場したいという場合には、そのドメスティックな基準を満たせばいいという企業のための市場が必要です。国内基準はドイツの法律に従った基準ということですから、これは基本的にはEUの指令の基準と同じということになります。

次に、そこがまずドメスティックなスタンダードで公開した企業がさらに、いわば日の当たる存在になりたいと思った場合には、それよりも厳しい基準を満たさなければならぬということになります。

図表6 New Equity Market Segments



その場合には、テクノロジーとノン・テクノロジーというようにどう区別するのは明確になっていないのですけれども、ノン・テクノロジーの方はクラシックな市場と呼ばれ、名称としてはMDAXをそのまま使うという案もあります。そしてテクノロジーの方は、例えばニーマックスとか、そういう言い方になるのかなという感じがします。

結局ノイアマルクトが閉鎖ということになってしまったのは一体何がいけなかったのか、何が問題だったのか。たまたまタイミングが悪かったということ、ノイアマルクトが市場のバブルの直前に設立されたということであり、もしバブルがなければ、ノイアマルクトは、もしかするとうまく機能していたのかもしれないわけです。

しかし、それでも学ぶべき教訓はあると思います。それは上場の基準をどのように定めるかとい

うことです。上場基準は、実は正確なサイエンスというよりは一種のアートのようなものであって、やはり市場で試み経験を積みながら、一番うまく機能する上場基準は何か、どついつ基準になると失敗するのかというところを見極めていく必要があると思います。

新規公開において売り手はだれかというところ、創業者や、現在の経営者、あるいはベンチャー・キャピタリストということになります。彼らとしては公開株をできるだけ高く売りたいわけですから、できるだけ自分の会社をよくみせるような努力は決して惜しまない、ですから、公開株の売却という段階ではかなりのモラルハザードというのが発生するおそれがあります。

このような売り手側のモラルハザードに対抗し、バランスするために、やはり引受けを行う証券会社、投資銀行が、徹底的なデューデリジェ

ンス (Due Diligence) を行うということであり、弁護士の厳しい精査も受ける。そしてアナリスト、ファンド・マネージャーも十分にデューデリジェンスを行うことが必要です。

アメリカでは会計上の問題がいろいろと発生しましたけれども、ドイツのノイアマルクトの場合でも同様に会計面でかなり問題があったことも事実ですし、アナリストも必ずしもきちんとした仕事をしていなかったわけです。よくいわれることですが、ブーム期にはやはり人は墮落をしてしまうということなんでしょうか。

ブームの時期に会計士等のプロフェッショナルの果たすべき道徳的な基準、モラル、規範が下がったということだけではなく、実は取引所サイドでも、上場基準を設定する場合に、ある意味のモラルハザードがあったんじゃないかと思えます。

上場基準の例としては、公開後も持ち株を残している経営者やベンチャー・キャピタリストは、六カ月間は、ロックアップ期間として売れないということとなります。このため、経営者等には、ちよつど六カ月たったときに、会社が一番よくみえるような状態にしておきたいというインセンティブが働いてしまい、公開時と同じようなモラルハザードが発生してしまいます。

六カ月後にいい情報等を出しておいて、その後に悪材料を出すことになるということです。そこで、ドイツ証券取引所としては、この六カ月のロックアップ期間はもう要求しないという決定をしました。私、これは正しい判断だったと思います。

もう一つの問題は、IPOのときには増資をして、新株発行しなければいけないという要件があったことです。これは確かに一見すれば、IP

O企業の負債水準を下げることができるといういい意図を持っていたわけですが、結局、増資の結果、新株発行の手取り金が、会社の中に積み上がってしまうということになり、例えば有価証券に投資をするというようなことを行い、投資や金利収入で生きていけることになり、本当に必要な事業の開発がおざなりになるという問題がありました。将来的にも、この新株発行基準の要件は廃止されることになっております。

さらに、国際会計基準や米国GAAPを満たさなければいけないという要件についても問題になっております。これはドイツの国内会計事務所だけではなく、国際的な会計事務所のドイツ子会社でも、実はこれらの基準をドイツの企業にどのように当てはめたらいいかにまだ不慣れであつて、実はよく分からないところがあつたために、かなりの混乱が生じてしまつて、一応企業

の財務状況として発表されたものが一体どれだけの意味を持っているものかよくわからない状況になってしまいました。

ブームは人を腐敗させ、危機はそのよんだ水をきれいにするといわれております。ドイツでも危機を受けて、新しい取引所のストラクチャーを再構築するということに至ったわけであります。

むすび

以上説明してきたように、八〇年代、九〇年代と各取引所の競争は非常に重要な段階になり、自由化、再編、統合が行われ、そしてトランスリージョナルな取引所という形にトレンドが向かっているわけですが、私は、このトレンドはまだ今後も続くと思います。その結果、数年後にはヨーロッパではトランスリージョナルな取引所という

形で残るのは、一つあるいは二つという状況も考え得るということです。

そうなれば、確かにヨーロッパの統合という意味では完了することになりますけれども、ただ、そこまで数が減ってしまえば、取引所間の競争は低下をしてしまい、そういう観点から、取引所の活動が停滞してしまうという可能性はあるかもしれません。

ですから、私はナショナル・エクステンジや、また新たにEUに参加をする国の取引所が新たな競争を提供する源となってくれば、特にドイツにイえるわけですけれども、残っているリージョナルな取引所が競争という要素を提供し続けてくれればというふうに思います。

また同時に、競争としては、さらにグローバルな相互承認ということから、例えば米国、例えば日本の取引所から、海外からの競争という要素が

出てくればというふうに思っております。

御清聴どうもありがとうございます。(拍手)

関理事長 シュミット先生、大変ありがとうございます。
いました。

今回のお話は大変興味深いところが多々あった
と思うので、御質問、御意見等がありましたらど
うぞ。

質問 大変興味あるお話をお聞かせいただきまし
て、ありがとうございます。

時間の関係で一つに絞らせてもらいますと、い
わゆるノイアマルクトの閉鎖と市場の閉鎖という
ことで、これについてのヨーロッパの市場関係者
の中で、市場開設責任というものについて、どの
ように見られているのだろうかということですが、
補足しますと、いわゆる株式会社という利潤追求
型の市場形成をしたために発生して、儲からなく

なったからつぶしますというような市場のあり方
について、それでいいんだろつかという疑問を持
ちますが、先生はどのようにお考えでしょうか。

答 実は実態は、御質問された方が考えておられ
るほど悪くはないということです。つまり、ノイ
アマルクトはまだ存在していて、そこに上場して
いた銘柄の多分かなりの部分が、先ほど説明した
新しいテクノロジー・マーケットの方に移るだろ
うと思います。

ノイアマルクトに上場していなかった企業で
も、新しいニュー・テクノロジー・セグメントが
できて、上場基準が変わるわけですから、基準を
満たせばそのテクノロジー・セグメントでいくと
いうこともできますし、あるいはドメスティック
なスタンダードの基準をベースで行くこともでき
ます。私が申し上げたいのは、いずれにしても、
ドイツ証券取引所で上場あるいは売買が継続する

という意味においては、大きな状況の変化はないということなのです。

私の知る限りでは、ドイツの企業や投資家サイドから、ドイツ証券取引所に対して苦情が出ているということは聞いておりません。一部の投資家が、新しい基準として、新株を発行要件やロックアップ期間が廃止されることについて、苦情、批判をしておりますけれども、私はこれは正しい批判ではないと思います。そもそも基準が間違っていたということ、取引所の方でそれを是正しましょうとっているのですから、その批判も当たらないのではないかとこのふうに思います。

質問 ノイアマルクトが閉鎖されることによつて、マーケット・メイク制度というのが今後ドイツ証券取引所で存続されるかどうかということと、閉鎖の大きな理由に、マーケットメイク制度に欠陥があつたんじゃないかという話を聞いてい

るのですけれども、その辺についてお話を伺えればと思います。

答 ノイアマルクト自身が完全に閉鎖されたわけではなくて、二〇〇三年の末までは続くということなんですけれども、私は、ドイツ証券取引所からノイアマルクトをクローズするということをあいう形で発表したのは、時期尚早だったのではないかとこのふうに思います。むしろ、もう少し具体的に市場の組織を改正するつもりであるということ、まずいすべきだったのではないか。今のところ一体何が起ころうとしているのかということ、いろいろ憶測がかなり飛び交うような状況になつてしまいました。

さまざまな憶測の一つが、将来的にテクノロジー銘柄については、マーケットメーカーの数を、従来の二社から一社でよくするのではないかとこのふうなこともいわれています。一社という

ことであれば、当然上場企業にとっては、かなりコストが安くなるというメリットはあるわけですが、これも、ただ、ドイツ証券取引所の方では、いろいろな基準に従いましたマーケットメーカーの実際の力量とか活動、評価をしております、ほとんどのところがマーケットメーカーとしてはきちんとした仕事をしていたという結論になります。

質問 先ほどのお話の中で、時価総額が取引所の規模を示すということだったのですけれども、先生のお話では、最近のデータでは、ドイツが一位で二位がユーロネクストだ。三位がロンドンということですか。私の記憶では、二〇〇〇年三月には、ロンドンが一位で、二位がユーロネクスト、三位がドイツだという記憶があります。いつ逆転したのか、また、その逆転によって、一度撤回されたドイツとロンドンの証券取引所の合併問題が

再発するかどうか、この辺について、ちょっとお聞かせ願いたいと思います。

答 数字そのものを必ずしもきちんとフォローしていなかったんですけれども、一つ申し上げられるのが、ロンドン証券取引所の場合には、先物オプションの市場がありません。今日ではやはり先物オプションの市場が時価総額、マーケットキャップのかなりの部分を決めていると思います。というのは、やはり先物オプションが最も収益性が高いということもありますので、特に今のような下げ相場にあるときには、大変に活況を呈する市場であるということで、ドイツ取引所の場合には最大の先物オプション市場を持っておりまして、それからユーロネクストもLIFFEを買収いたしましたから、先物オプションもかなり充実している。ロンドンはそれに対して、ほとんど先物オプションがないということで、こういう

逆転が起こったのだというふうに考えています。関理事長 それでは、時間が迫りましたので、本日はこれで打ち切らせていただきたいと思います。す。

シュミット先生、きょうは理論的にも実際面でも大変有益なお話をしていただきまして、ありがとうございます。厚く御礼申し上げます。

(Dr.Hartmut Schmidt・

ハンブルグ大学貨幣・資本市場研究所教授)

(本稿は、平成十四年十月二十三日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

※配布資料はホームページでご覧いただけます。

参考 1

New Exchange Governance I

Demutualization thesis (market-control thesis)

- Traditional exchanges
- Cooperatives providing facilities where members produce transactions themselves
 - aim at low cost of facilities
 - controlled by members
- Electronic exchanges
- Transactions are produced by automated matching and sold to members for a fee
 - maximize profits
 - controlled by competition and takeover threat

New Exchange Governance II

Continued voting control thesis

- Exchange transaction services are key input for member organizations' business
- Large exchanges have market power
- Voting control required
 - to ensure that services are tailored to member needs
 - to prevent monopoly pricing
- Members have become major shareholders

参考 2

What Changed

- Electronic trading enlarged the strategic arsenal of exchanges
- Install trading screens abroad, grow for liquidity and efficiency
- Extend services to order routing and bank office operations
- Use systems for other markets
- Become a system provider
- Old fashioned legal forms are impractical for mergers and participation in regular business
- New exchanges were set up as corporations, old exchanges adopted corporate form
- Major members obtained largest shares in the new corporations
- Facilitates exchange decision making
- Ties major players to exchanges
- Electronic trading increased exchange income

ハートムット・シュミット 氏

略 歴

- 1962年 ケルン大学卒業
1969年 ザールランド大学（経済学博士）
1969年 シラキューズ大学（イタリア）経営学部金融論担当助教授
1974年～ ハンブルグ大学、貨幣・資本市場研究所主任教授
1981～1995年 ハンザ証券取引所理事
1996年～ “ 参与（評議員）
1989～1995年 ドイツ先物取引所理事
1998～2001年 銀行経営学会理事
2001年～ 欧州資本市場研究所（マドリッド）役員

著 書

- Special Market Segments for Small Company Shares: Capital Raising Mechanism and Exit Route for Investors in New Technology Based Firms. With Contributions of E.Wymeersch, A.Young, H. Reuter, H.-M. Domke and C.Herms. Brussels and Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 1984.551 S.
- Corporate Governance in Germany. Mitverfasser J.Drukarczyk, D.Honold, S. Prigge, A.Schüler und G.Tetens. Baden-Baden: Nomos Verlag, 1997.292 S.
- その他独語著作多数