

EUの新しい金融サービス政策とEUから見た 取引所再編

岩 田 健 治

高橋理事長 大変お待たせいたしました。ただいまから「証券セミナー」を開始したいと思います。

「証券セミナー」は、御承知のように、私どもの研究員や客員研究員がその時々テーマに応じて研究成果の一端を御報告いただく、こういうことです。

今日は、御案内いたしましたように、九州大学教授で、また私ども研究所の客員研究員であります岩田健治先生においでいただきました。金融グローバル化、ICT化とEUの対応、新しい金融サービス政策と取引所再編ということでお話をさせていただくことといたしました。

御承知のように、金融のグローバル化でありますとかICT化、情報通信技術の発展というのは、今、世

界の潮流になっているかと思えます。そういう中で、EUの単一市場化は着実に進んでおります。また、ICT化を反映いたしまして、ヨーロッパの取引所の再編も非常に目まぐるしいといっている動きを示しているかと思えます。

岩田先生は、ヨーロッパ経済でありますとか、特にその中でもEUの金融・通貨統合についての御専門家でいらっしゃいます。そこで、今回のテーマでは、EUの金融サービス政策の新しい展開、そしてヨーロッパの証券取引所再編の動向についてお話をいただきました。それが我が国の証券市場にとってどういう教訓をもたらすか、あるいはどういうことを示唆しているかということについてもお話をさせていただくことといたしました。

先生の御経歴につきましてはお手元にお配りしたかと思いますが、東京のお生まれでいらつしやいまして、東北大学で博士課程を終えられております。また、その間、ロンドン大学にも留学しておられます。平成七年に経済学の博士号をとっておられまして、現在では先ほど申し上げましたように九州大学大学院経済学研究院の教授でいらつしやいます。

それでは先生、どうぞよろしくお願いいたします。

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました九州大学の岩田でございます。本日は御多忙のところ御参集くださいます。まことにありがとうございます。

私は現在、福岡の九州大学経済学部で国際金融という科目の講義を担当いたしております。専門は、今御紹介いただきましたように、EUの金融・通貨統合でございます。

この日本証券経済研究所には、ヨーロッパの資本市場に関する研究会がございまして、長い間参加させていただき、いわば育てていただいたようなものでございます。それから、研究所から『図説 ヨーロッパの証券市場』という本が出ております。その各年版に関しまして、EU統合とかEU指令などの規制関係の部分を担当させていただいております。

今日はこの間、大学院の時代から研究所にお世話になって学んでまいりましたEU金融・通貨統合について、ヨーロッパの取引所の動きを中心に話をさせていただきたいと考えております。

グローバルな取引所再編に関しまして、本年の春以降大きな動きがございました。ロンドン証券取引所に対するナスダックの買収提案と資本参加、ニューヨーク証券取引所とパリを中心とするEuronextとの間の合併の決定など、いよいよ世

界の取引所がグローバルな再編の時代に入ったと考えることができようかと思えます。

本研究所ではいろいろなプログラムが予定されているようにございまして、今後は恐らくアメリカや日本の立場からのお話もあるかと思えますので、今日私の方からはEUの立場で今回のグローバルな再編がどう見えているのかということに關しまして、お話をさせていただきたいと考えております。

先ほど御紹介いただきましたように、私は、今から一五年ぐらい以前、大学院博士課程に在籍中の一九九〇年から九一年まで、ロンドン大学のLSEというところで、交換留学で勉強させていただく機会をいただきました。

御記憶の向きも多いと思いますが、九二年がEC市場統合の一連の法律が揃った年でございまして、当時はまだヨーロッパの市場統合も完成し

ておりません。他方で、ロンドンは一九八六年にビッグバンを行って、SEAQインターナショナルという国際株式取引の先進的な市場を立ち上げておりました。パリやフランクフルトも一生懸命近代化していたわけですが、当時はロンドンがひとり勝ちという形になっておりまして、日本の株やスウェーデンをはじめとするヨーロッパ諸国の株がロンドンのSEAQインターで取引されているという状況でした。いわゆる市場間競争というものが熾烈に行われた時代でありました。

私はそうした状況のなかで、市場間競争の軸心であるロンドンで学んでいたわけです。とはいえ、市場間競争の行き着く先は何らかの形の再編や統合だろうと考えまして、ホールⅡダンカン報告というヨーロッパの取引所統合に関するややマニアックなECの側の報告書を中心に、将来のヨーロッパの統合の行き着く先はどういうものな

のかということに関して研究をしております。

そのときにロンドン大の指導教員の先生が、「ミスター岩田。あなたはこうやってヨーロッパの取引所の統合などという、恐らくあなたが死ぬまでかかってでも実現し得ないようなことを研究テーマにしておられるが、これで大丈夫か？」と心配いただいたことを鮮明に思い出します。恐らく、当時のロンドンであるからそういうお考えになったのだろうと思いますが、それからわずか五年で、こうやって皆様の前で世界の取引所の統合についてお話をさせていただくということは、まことに感慨深いものがございます。

一、取引所の世界的再編と ヨーロッパ

早速本題に入らせていただきたいと思います。

本日の講演で私が主にお話し申し上げたいのは、昨今のグローバルな取引所再編の中で、ヨーロッパの取引所が一方の極として立ち振る舞っているわけでありませうけれども、なぜそうなのかということでございます。そこで、今回の Euronext とニューヨーク証券取引所の合併に至るまでの間に、ヨーロッパの側で何が起きたのだろうかというところについて、整理してみたいと思うわけです。

結論から申し上げますと、ヨーロッパ域内で統合が進まなければニューヨーク証券取引所と Euronext との「対等合併」などということは、時価総額等々から考えましてあり得なかったことだと思っております。八十年代より、EU は市場統合の一環として証券取引関係の EU 規制を整え、そうした市場統合の流れに乗って域内の証券業者や証券取引所の統合再編が進んだわけです。ヨー

ロッパ側のこうした流れの中で、今回のグローバルな再編を捉えてみたいと考えるわけです。

その際に、次の二つのキーワードが重要と考えます。一つは「金融のグローバル化」、もう一つは「金融の ICT 化」であります（ICT 化は、最近では通信 Communication というのを中に入れて ICT 化と呼ばれることが多くなっております）。以上の二つのキーワードを用いまして、EU がグローバル化・ICT 化にどう対応してきたのかについて、お話をさせていただきたいと考えております。

全体の流れと致しましては、初めに、取引所の世界的な再編とヨーロッパというお話をさせていただきたいと思っております。次に、金融グローバル化、ICT 化というキーワードを用いて、EU 当局がどういう対応を行ってきたのかということを取り上げたいと思います。三点目は、本題に

かかわりますが、グローバルな再編の中で EU の取引所がどのように再編を繰り返してきたのかという点を見てまいります。そして最後に、我が国やアジアへのインプリケーションということに簡単に触れたいと考えております。EU 研究者が、アジアとか日本の話をし出すと、とんちんかんなことになるかとも思いますので、この部分はあくまで講演をお聞きいただいた皆様方が御自身で御判断するための材料としてお聞きいただきたいと思っております。

(1) 取引所のグローバルな再編

図表 1 をごらんいただきたいと思います。やや細かな図で大変恐縮ですが、一九九八年から、本年一〇月一七日までの期間において、主に EU の証券取引所や証券関係のかかわる再編の一覧をあらわしたものであります。

2002 年 <Euronext・NOREX の展開>	
1-2 月	EU ユーロ現金導入
1 月	★ Euronext:LIFEBE を買収⇒Euronext.liffe
同	Euronext :ポルトガル取引所(BVLPL)を傘下に⇒Euronext Lisbon
5.27	NOREX :オスロ側会員の SAXESS システムによる取引開始
5 月	CS Euroclear と NECIGEF (蘭)が合併⇒Euroclear Nederland に
9 月	CS Euroclear と Crest Co (英)が合併
2003 年 <NASDAQ 系新興市場の相次ぐ撤退>	
3.21	N Nasdaq ドイツ取引開始(NASDAQ50%,ベルリン・プレーメン取引所 20%他)
6.3	N 独ノイア・マルクト閉鎖⇒「プライム・スタンダード」と「ゼネラル・スタンダード」市場へ
6.25	CS LCH.Clearent 創設へ(同年末):Clearent(Euronext 子会社)とLCH(ロンドン・クリアリング・ハウス)合併による
6.30	D LSE と OM: 合併で EDX London を創設し取引開始
8.29	N Nasdaq ドイツ閉鎖
9.4	OMHEX 創設:スウェーデンの OM テクノロジーと HEX ヘルシンキ取引所の合併による
11 月	N Nasdaq Europe 閉鎖
12 月	EU FSAP(証券分野)施行期限
2004 年 <EU の FSAP(金融サービス行動計画)の完成年>	
4 月	EU 「金融商品市場指令(MiFID)」採択
12 月	ドイツ取引所;LSE に買収提案
12 月	★ EU FSAP(証券分野以外)施行期限
2005 年 <EU の新しい金融サービス政策公表とLSE を巡る第 3 次攻防>	
2 月	Euronext;LSE への買収計画を公表
3 月	ドイツ取引所;投資家からの圧力により LSE 買収提案を取り下げ
8 月	● 豪マッコーリー銀行 ;LSE への買収の検討を開始
12 月	★ EU 『EU 金融サービス政策白書 2005-2010』公表
2006 年 <本格的なグローバル再編の開始>	
2 月	● マッコーリー銀行 ;LSE への買収価格引上げを行わないことを決定し敵対的買収提案を取り下げ
3.10	● Nasdaq ;LSE に買収提案
6.1	●★ NYSE と Euronext が対等合併に合意
6 月	● Nasdaq ;LSE への買収提案を撤回 (25%出資。英国規制により再提案は 07 年 3 月以降)
6.19	ドイツ取引所が Euronext に統合を再提案
10.17	NYSE・Euronext が、ドイツ取引所とイタリア取引所に合流を呼びかけ
10.17	D★CME (シカゴマーカンタイル取引所)と CBOT (シカゴ商品取引所)が合併を発表

(出所) FESE Newsletter, Financial Times 各号、『証研レポート』各号、各取引所ホームページ等より作成。

(注) ★は重要度、●はグローバルな提携、CS は清算・決済システムの動き、D は金融派生商品関連の動き、N は新興企業向け株式市場の動き、EU は欧州連合の政策を、それぞれ表す。事項のアミは計画の頓挫を示す。

EU の新しい金融サービス政策と EU から見た取引所再編

図表 1 欧州域内外における取引所統合の動き（98年初～2006年秋）

年月日	事 項
1998 年	<LSE を巡る第 1 次再編計画>
1.22	★ スtockホルム証券とコペンハーゲン証券が北欧単一取引所 NOREX 創設で正式合意
7.7	ロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携計画を発表 【⇒頓挫】
11.18	マドリッド証券、ミラノ証券が、英独取引所の提携に参加を表明 【⇒頓挫】
1999 年	<単一通貨ユーロ導入と 8 カ国取引所提携計画の進展>
1.4	★EU 単一通貨ユーロ導入。ECB 単一政策金利による単一金融政策開始
同	ユーロ域内各国取引所：株価をユーロ建てへ変更
3.12	NOREX：ストックホルム側会員の SAXESS システムによる取引開始
5.4	欧州 8 カ国取引所(英独+仏伊スイス+スペイン+ベルギー・オランダ)が汎欧州リンク覚書に調印【⇒頓挫】
5.11	★EU 欧州委員会；FSAP(金融サービス行動計画)公表
6.21	NOREX：コペンハーゲン側会員の SAXESS システムによる取引開始
8.5	●D LIFFE と CME が戦略的提携を発表
9.23	8 カ国証券：共通市場モデル導入と 00 年 11 月の各国システムの相互接続を決定 【⇒頓挫】
11.5	NASDAQ Europe の 00 年第 4 四半期創設を公表(NASD,ソフトバンク等と合弁)
同	ウィーン取引所：ドイツ取引所の Xetra を導入
2000 年	<Euronext の創設・iX 計画(LSE を巡る第 2 次再編)・IT バブル崩壊>
1.5	アイルランド証券取引所：ドイツ取引所と提携趣意書に調印
1.19	CS Clearstream 創設：DBC(Deutsche Börse Clearing)と Cedel(ルクセンブルグ)が合併(02 年 7 月に DB 傘下に)
2 月	★ 欧米株式市場での IT・通信関連株の株価がピークに。以降下落を開始。
3.23-24	EU リスボン特別欧州理事会にて EU の今後 10 年に向けた「新戦略的目標」を制定
3.20	Euronext 計画(パリ・アムステルダム・ブリュッセル取引所統合)発表 (00 秋予定)
3.23-24	★ リスボン特別欧州理事会 欧州経済の ICT 化を戦略目標に
5.3	LSE (ロンドン証券取引所)・ドイツ取引所：合併による iX 創設計画を発表 【⇒同年秋予定も頓挫】
同	● iX と NASDAQ Europe：合弁でフランクフルトに汎欧州新興成長企業向け市場創設の覚書【⇒頓挫】
6.7	● Euronext, NYSE, 東証等世界 10 証券が提携 (GEM) へ向けた協議開始 【⇒頓挫】
7.10	E Tradepoint 大陸欧州株取引を開始。SWX と Tradepoint: Virt-x(ヴァーテックス)計画公表 (01.6 稼動)
8.25	OM が LSE 買収提案へ。LSE を巡る駆け引きは三つ巴戦に 【⇒頓挫】
8.27	●D a/c/e アライアンス:Eurex と米 CBOT が取引開始 【03 年末に終了】
9.12	LSE:iX 計画を白紙撤回(OM からの買収提案に対抗)
9.22	★Euronext 創設：時価総額 2 兆 4,200 億 ^円 。上場 1,300 社。
10.30	NOREX：アイスランド側会員の SAXESS システムによる取引開始
11.10	LSE：OM による買収提案が最終的に失敗(LSE 株主で OM の提案に応じたのは 6.7%)
11.16	Euronext：ルクセンブルグ取引所(BdL)と会員の相互承認と取引リンク協定
2001 年	<取引所再編は一服・EU 証券規制体制の整備が進展>
1 月	CS Euroclear と SICOVAM(仏)が合併⇒Euroclear France に
2.15	EU 『欧州証券市場の規制に関する賢人委員会(ラムファルシー委員会)報告』
3.27	N NASDAQ による Easdaq 買収計画公表
6.6	EU ESC(欧州証券委員会)・CESR(欧州証券監督者委員会)創設

まず、最近の動きだけ簡単に追っておきたいと思います。今回の大きな再編というのは、実は二〇〇四年一二月ぐらいから始まります。ドイツ取引所がロンドン証券取引所（LSE）に買収提案を行い、その後、パリを中心とする Euronext が同様に買収計画を公表いたします。それが二〇〇五年二月です。最終的に Euronext もドイツ取引所もロンドン証取への提案を取り下げるわけですが、その後同年八月になりまして、オーストラリアのマッコーリー銀行がロンドン証取の買収計画の検討を開始いたします。ところが本年二月にマッコーリー銀行はロンドン証取の株主の反対に遭いまして提案を取り下げます。

そうこうしているうちに、今度はナスダックがLSEへの買収提案を行い、これも最終的には六月に撤回されるわけですが、その後にナスダックはロンドン証取に二五%の出資を行うという関係

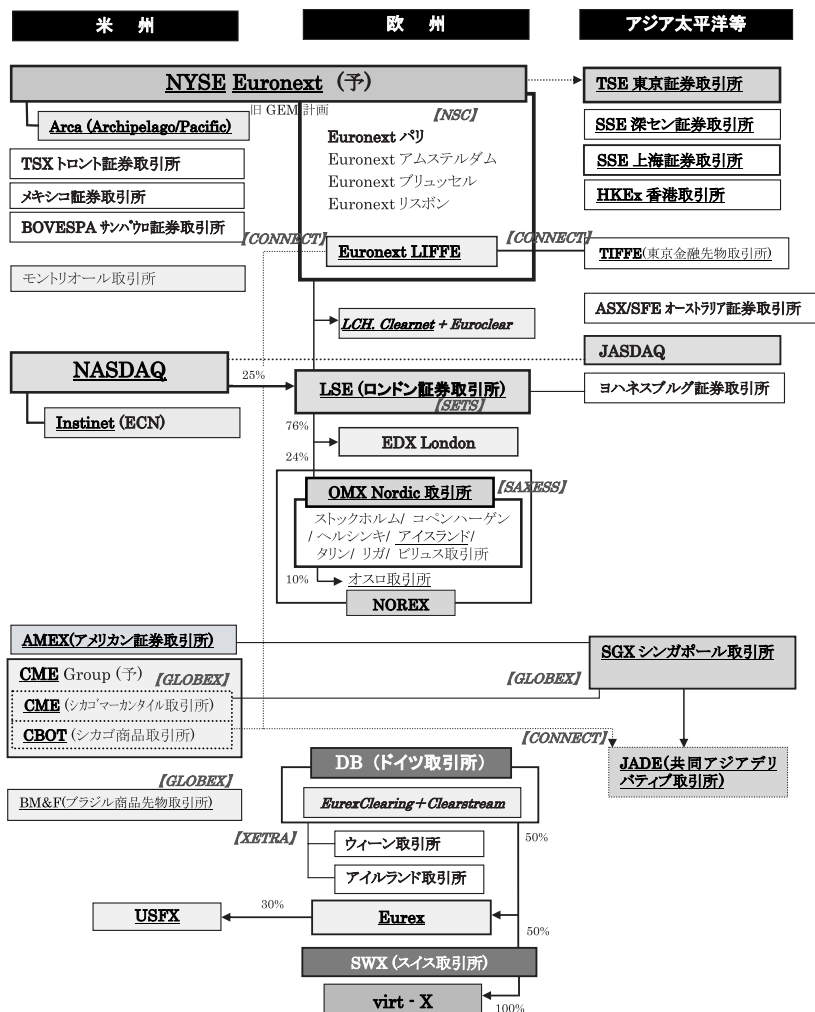
ができて上がっております。それと同時に、大変衝撃的だったのが、本年六月一日に正式発表されたニューヨーク証券取引所と Euronext との間の対等合併でございます。

(2) 同一時間帯内再編と三極間再編

以上の動きの結果、現在どのようなアライアンスが世界に形成されつつあるのかについて確認したいと思います。図表2は、今週の月曜日現在で私の方で把握し得ている世界のグローバルな提携関係をあらわしたものであります。左側の米州、真ん中の欧州、右側のアジア太平洋等という三つのエリアに世界を分け、各エリア内とエリア間で諸国の取引所がどういう関係になっているかを、それぞれあらわしたものです。

この図をどういうふうに見たらいいのかということが、まず大きなポイントになるのではないか

図表 2 取引所のグローバルな提携 (2006年10月23日現在)



(出所) 各国取引所ホームページ等より報告者(岩田)が作成。

(注) クリーム色: 金融派生商品取引所。水色: 清算・決済機関。【CONNECT】等の表示は、取引システム名。

——は提携を、………は提携交渉中(現在・過去)であることを、それぞれ表す。

と考えております。

初めに、アジア太平洋等のヘッドラインに従って「縦」に見てまいりますと、そこからはアジアなど、それぞれの地域内での競争やアライアンスという視点が見えてまいります。

御存じのように、現在、世界は地域的経済統合の時代に差しかりつつありまして、欧州エリアでのEUに続きまして、北米のNAFTA、南米のメルコスールと続き、アジア太平洋ではアジア共同体について真剣に議論が開始されております。わけでも、ASEANなどでは統合の一層の深化が予定されております。

図をこのように縦に見てまいりますと、そうしたエリア内の経済統合と、その統合の枠組みの中での取引所の合従連衡や再編の流れが見えてくるわけであります。そこでは同一時間帯内部の取引所間競争と再編の論理が作動しております。

ます。

他方で、この図を今度は「横」に見てまいりますと、例えば一番上にはニューヨーク証券取引所とEuronextとが合併したトランス・アトランティックな取引所が見えてくるわけです。さらに現在ニューヨーク証券取引所は東京証券取引所にも一緒にやらないかと声をかけているという報道が、つい先ごろなされております。また先ほど申し上げましたように、ロンドン証券取引所にはアメリカのナスダックが二五%の出資をしております。そして、ナスダックと我が国のジャスダックがつい先日提携についての覚書に調印しております。ですから、これらが第二グループだと見ることもできるわけであります。

もう少し下を見てまいりますと、これもつい先週にCME（シカゴマーカンタイル取引所）とCBOT（シカゴ商品取引所）とが合併して

CMEグループが創設される計画が公表されておりますが、このアメリカ側のグループとシンガポールとの提携関係が見えてくるわけであります。

このように、この図を横にみることによって、いくつかのグローバルなアライアンスが見えてまいります。そこでは時間帯を越えた取引所間のアライアンスの論理が作動しております。こうした「横」の動きは、ちょうど航空会社のアライアンスに似ておりまして、欧米でも世界のグローバルな取引所の再編を、ワンワールドとかスカイチームとかスターアライアンスとかといったグローバルな航空アライアンス相互間の競争関係になぞらえて考える論者が既に現れております。

それでは一体「縦」と「横」、どちらに進んでいくのだろうかということですが、私は本年の一

連の動きにより、「縦」即ちエリア内での取引所統合から、「横」即ちグローバルなアライアンスとアライアンス間の競争という時代に入ったのではないかと見ております。

以下ではその理由を、こうした「横」のグローバル・アライアンスに先立って、ヨーロッパという同一時間帯内で「縦」に見たときに一体何が起きてきたのか、その結果ヨーロッパの取引所がどのようなポジションニングを行っているのかについて整理すること、お示ししたいと考えております。

(3) 欧州の取引所のポジションニング

ヨーロッパの取引所がグローバルな再編のなかで、どういうポジションニングを行っているのかについて考えてまいりたいと思います。

ヨーロッパでは、縦の再編と横の再編が非常に

密接に絡み合って進んでおります。一つの例ですが、先ほど申し上げましたニューヨーク証券取引所と対等合併できたのは、パリが単独の証券取引所であった時代ではとても対応できなかったはずです。

私がロンドンに留学していた当時のパリ証取の時価総額というのは、大体ロンドンの三分の一くらいでして、ヨーロッパの中では取るに足らない、大陸を糾合してどうやってロンドンに対抗するか、当時はそういう視点で戦略を練っていた取引所です。ところが、先ほど図表2でごらんいただきましたように、Euronextというのは現在パリ、アムステルダム、ブリュッセル、リスボン、この四つの取引所を傘下におさめ、またロンドンの金融先物取引所LIFFEを傘下におさめて、時価総額でロンドンにほぼ匹敵するような規模になっております。

そういう同一時間帯内の再編合併があつて、その中で後にお話するある一定の戦略やビジネス・モデルがあつて、それで初めて現在のグローバル再編を主導する一つのプレーヤーになりえているものと考えられます。これはエリア内の「縦」の再編が、グローバルな「横」の再編の中でポジショニングを行うときに非常に重要なポイントになっている一つの例ではないかと思ひます。

同時に、グローバルな「横」の再編がエリア内の「縦」の再編を玉突き的に引き起こすケースも生じております。最近の事例ですと、ナスダックがロンドン証券取引所の株を買い増しつつあるなかで、それぞれにとってのエリア内の競争相手でありますニューヨーク証取とEuronextとが交渉を進め、合併を発表する。そして、このヨーロッパを巻き込んだグローバルなアライアンスに取り

残されそうになった取引所、ヨーロッパの中では現在ドイツ取引所やイタリア取引所でありますけれども、これらの取引所がどうするのかというのが大問題になっております。このように「縦」と「横」の再編とが密接に関連しながら進んでいるといえようかと思えます。

「縦」と「横」という視点を念頭に置きながら、図表1でヨーロッパ域内取引所再編の全体の流れを追ってみたいと考えます。

ロンドン証券取引所は長い間ヨーロッパ域内で他を圧倒する最大の証券取引所だったわけですが、このロンドン証券取に対してドイツ取引所が戦略的提携計画を持ちかけて、それが発表されたのは一九九八年七月です。このときは、パリ証券とドイツ証券が熾烈な競争を繰り広げておりまして、パリに声がかからなかったということで、パリ証券関係者は大変立腹したと聞いております。

さらに同年一月にはマドリッド証券やミラノ証券までが英独連合に参加することを表明いたします。

危機感を募らせたパリ証券は、こうした英独主導の動きに対抗する形で、翌九九年五月四日には自ら主導して汎ヨーロッパ取引所リンクの覚書に調印しております。これがヨーロッパ全体を貫く取引所再編の最初の動きでありました。同年の九月二三日には、八カ国の証券取引所、つまり英、独、仏、イタリア、スイスといった域内主要取引所を包摂する八カ国取引所が、共通市場モデルの導入と二〇〇〇年一月という期限を定めた各国システムの相互接続を決定しております。

このときヨーロッパの証券取引所は何をやるうとしたかと申しますと、複数の取引所に上場されている株については母国市場に戻し流動性を保障する。そして、取引システムについては、当時ロ

ンドンはSETSという取引システム、ドイツはXetraという取引システム、フランスはNSCという取引システムが競合しておりましたが、これを当初相互接続して、いずれ単一のシステムにリプレースする、というところまで予定していたわけです。ところが、これは内部の対立でうまくいわずに頓挫することになります。以上は「縦」の域内統合だけが追求された、再編の初期の事例であります。

今度は二〇〇〇年に第二波がやってまいりました、五月三日に再びパリ取引所抜きでドイツ取引所とロンドン証券取引所が合併を行い、iX取引所をつくる計画が出ております。同時にiXと、当時ヨーロッパにナスダックヨーロッパという形で進出しておりましたナスダックが、今度はフランクフルトに新興企業向けの市場を創設しようという覚書が交わされております。このときにはじ

めて「横」のグローバルなアライアンスという側面が絡んでまいります。

このロンドン証券取引所をめぐる第二の再編計画発表からわずか一ヵ月後の二〇〇〇年六月七日には、今度はパリを中心とするEuronextが反撃に出ました。ニューヨーク証券取引所や東京証券取引所にもこのときは声がかかって、世界の一〇証券取引所がGEM (Global Equity Market) という提携を行おうという協議が開始されております。これはヨーロッパ域内の「縦」の合従連衡が、最後は「横」のグローバルな再編に影響を及ぼして、東京証券取引所まで声がかかったケースでございます。

このように、ヨーロッパというのはグローバルな取引所再編の一つの極を形成しており、ある時には再編の震源地にさえなっているというふうに、我々ヨーロッパ研究者の目からは見えるわけ

であります。

(4) 取引所の株式会社化と再編スタイルの変化

実は「横」で見ると「縦」で見ると異なるのかという問題は、ある意味では取引所とは何かという、いわゆる取引所論とも密接に関係してどのようなことをえております。取引所の役割を、証券の需給をできるだけ効率よく短期間で適正させて国民経済的に一物一価を形成する、その際に公正な価格形成を保障する、といった観点から、つまり公共性という観点から見る立場から、先ほどの図表2を見れば、「ヨーロッパで単一市場と単一通貨ができて、欧州中央銀行もできているのだから、取引所も単一欧州取引所でいきましょう」という筋合いになるかと思えます。つまり、取引所の公共性を重視する立場と、図表2を「縦」に見る視点は、相互に親和的であると考えられます。

他方で、近年、世界の証券取引所は、株式会社化を終えて、ヨーロッパのほとんどの取引所では上場も終えております。株主価値を最大化するための一つの経営体、営利企業として証券取引所を見ていく立場からは、ヨーロッパの中で「縦」の再編を推し進めて単一取引所になるということは、寡占の問題が出てまいりますから、これは当然競争法の観点からよろしくないということになるわけです。

つまり、取引所が有する諸機能の重心が、次第に公共性の側面から営利性の側面へと移行するに従い、グローバルな再編とグローバルなライアンス間の競争という観点、つまり図表2を「横」にみる観点がクローズアップされてきているのではないか、こんなふうに私は見ているわけであります。

二、金融グローバル化・ICT化 とEUの対応

やや手前みそではございますが、「グローバル再編の一つの極は実はヨーロッパなんだ。ヨーロッパが震源地ですらあるのだ」ということを一の結論とさせていただきまして、次になぜヨーロッパが再編の一つの極になり得たのか、その背景について考えてみたいと思います。

(1) なぜここに来てグローバルな再編か？

近年の取引所統合の一般的な背景としては、明らかに金融のグローバル化とICT化を指摘できると思います。

金融のグローバル化というのは何よりも各国の資本取引が自由化されることに他なりません。資

本取引にも直接投資から証券投資、短期の銀行預金・貸出といろいろな項目がございますが、グローバルな生産ネットワークという観点から見たときは直接投資が重要です。他方、我々の目から見たときには、金融グローバル化のコアの部分というのは証券投資です。80年代以降、各国当局が証券投資を自由化することが一つのポイントだったわけであります。それにより、グローバルな資本の流れに大きなスタイルの変化が生じたとは私は見えております。この資本移動のスタイルの変化が取引所の再編に与えた影響については後ほど図表3を用いて御説明させていただきたいと考えております。

こうした資本取引の自由化の他に、金融サービスの提供が国際的に自由化されたということも、金融グローバル化の大きな特徴であります。EUは二〇〇四年に中東欧諸国への拡大を実現してお

図表 3 国際的証券取引形態の変遷と取引所統合のパターン

取引形態	(1)伝統的外国証券取引 (Foreign)	(2)オフショア型国際証券 取引(International)	(3)クロスボーダー型母国市場 証券取引(Cross-border)
内 容	調達者が国境を越えて経常黒字国または国際金融中心地で証券を発行・上場→現地投資家が自国内で現地通貨建てで取引	世界各国の調達者が規制の緩やかな国際金融中心地で証券を発行・登録→世界各国の投資家が取引	投資家が国境を越えて証券発行体の母国市場で取引
国境を越える経済主体	調達者	調達者・投資家双方	投資家(機関)
債券市場	伝統的外債取引	ユーロ債取引	クロスボーダー型債券取引
株式市場	上場外国株式(クロスエクスチェンジ型)取引	SEAQ インターナショナルでの取引	クロスボーダー型株式取引
取引所統合のスタイル	① 1980-97 年: 上場外国株式市場間のリンク(Eurolist 計画)	② 1985-97 年: 単一ホールセール取引所(EWM 計画)	③ 1997 年～: 母国市場間の直接的リンク
上 場 会 員	共通上場(Cross Listing) 単独会員(Single Membership)	_____	単独上場(Single Listing) 共通会員(Cross Membership)

(出所) 拙稿「国際的資金フローの形態変化と欧州域内取引所統合」『ユーロ導入と金融・証券市場』(日本証券経済研究所) 117頁所載 (一部修正)。

ります。拡大した先の一〇カ国におきましては銀行(EUはユニバーサルバンクですから証券業務も行っております)のほとんどが外資の手に落ちております。どこの外資かと申しますと、これはEUの中堅銀行です。グローバルなプレーヤーというよりも、例えばオーストリアの銀行とか、場合によってはポルトガルの銀行とかが、中東欧に根を下ろしております。そして我が国の銀行がアジアに展開しているようなスタイル、つまり日本企業の集積した都市に限った子会社・支店の設立というのではなくて、リテールの支店ネットワークを全部買い取って面展開で業務を営んでおります。銀行資産の七割〇九割ぐらいが外資系の所有のもとにあるというのが中東欧の現状です。南米でも、アメリカの銀行と旧宗主国のスペインの銀行が出ていって、同様のことが起きております。

つまり、金融サービスの国際的な提供の自由化が一気に進んでいる。これが資本移動自由化と並ぶ金融グローバル化のもうひとつの側面と考えられます。特に、金融業においてはリテール・ネットワークまで含めたグローバル化が進んでいる。

アジアでも今後これが進むと考えられますが、ヨーロッパでは既に一つの段階を画しているように見えるわけであります。これを取引所再編の視点から捉えるならば、取引所の会員である投資サービス業者が、域内の複数国で広範な投資家を相手に業務を営んでいる姿が浮かび上がってまいります。こうした動きが取引所の再編に及ぼした影響に関しましては、やはり後ほど御説明させていただきますしたいと思います。

それから、ICT化です。金融サービス、わけでも取引所のICT化に関しましては、私はこの間、「取引システムを制する者は世界の取引所を

制する」といったスローガンを掲げてまいりまして、実際、そのとおりに進んできているように思われます。ICT投資を戦略的に行い先進的な取引システムを保有できているかどうかということが、今日お話しする取引所の戦略の中で非常に大きな重要性を持つようになってきているわけです。この点も、後ほど図表4にて御説明させていただきますと思います。

それでは、金融のグローバル化とかICT化がなぜ起きているのかという、そもそも論になりますと、話が長くなりますので、それに関しましては、シャラー、エル・アグラ他著、岩田健治編著『ユーロとEUの金融システム』などで、資金循環勘定の変化等々を用いながら分析しておりますので、御興味の向きはそちらの方をごらんいただきたいと思います。

図表 4 欧州主要取引所の取引システムと清算・決済機関一覧

取引所	LSE(ロンドン証券取引所)	Euronext	ドイツ取引所
取引システム	SETS	NSC LIFFE CONNECT™	Xetra
	↓	↓	↓
清算機関	LCH.Clearnet		Eurex Clearing
	↓	↓	↓
決済機関 (NCSD)	CrestCo(Euroclear)	Euroclear France Euroclear Netherlands Trade GO(ベルギー)	Clearstream (CBF)
(ICSD)	Euroclear Bank	Euroclear Bank	Clearstream(CBL)

(出所) 各取引所・清算機関・決済機関ホームページ、中島真志, 宿輪純一 (2002)『証券決済システムのすべて』東洋経済新報社等より作成。

(注) NCSD：各国証券集中保管機構、ICSD：国際証券決済機関

(2) EU金融統合の二つのサイクル

さて、こうした金融のグローバル化やICT化の動きの中で、EU当局がどう対応したのかについて見てまいりたいと思います。

EUというのは長い間、金融統合を進めてまいりました。欧州の金融統合の最初の大きな波は、一九八五年から九二年までの間に行われた市場統合でございます。このときは日本でもEC市場統合ブームとなりまして、多くの本が出ておりますので、詳しく御存じの向きも多いと思います。

このときにEUが金融市場で何をやったかと申しますと、まず域内の資本移動を完全に自由化いたしました。同様に、金融サービスに関しましては、ヨーロッパ域内の単一免許制度を導入いたしました。これは、銀行業だけではなくて、いわゆる投資サービス業者に対しても金融サービスの単

一市場ということ、ある国で免許を取ったら、EUの他の国では追加的な免許は必要ない。同時に、投資サービス業の場合は取引所の会員になれる。どういふふうになれるかと申しますと、相手国で支店を出せば会員になれる。あるいは、自分の拠点のない国の取引所の会員になって自国の遠隔ターミナルから直接アクセスできる。こういうところまでEU法として定めたわけであります。これが、わが国でもよく知られております「投資サービス指令」の核心点でありました。

この九二年の市場統合を終えた後、EUは、九十年代半ばに、実際に思惑どおりにちゃんと統合が進んでいるのかをチェックいたしました。統合が進めば、先ほどの単一免許を用いて、投資サービス業者が国境を超えてさまざまな競争を繰り広げるはずですから、今まで国境によって守られていたさまざまな金融サービスの価格が、例えば我

が国でいうと自由化後の株式売買手数料などのように、隣の国から入ってきた業者との競争の中でどんどん下がっていくはずでした。同じ理由で、域内で価格の収斂が見られるはずでした。

ところが、ヨーロッパ域内の、例えば株式売買手数料が時系列でどう変化したのか国ごとに調べたところ、ほとんど変化していない。他のさまざまな金融サービスの価格も、余り予想どおりには低位収斂していないことがわかりました。

それでは、ということで、EUは市場統合に次ぐ第二の波として、F S A P (Financial Services Action Plan: 金融サービス行動計画) を定めました。四二におよぶ追加的なEU立法措置を通じて、市場統合で抜けていた部分について再度対応していきましよう、というわけであります。

(3) F S A P (金融サービス行動計画) の「三つの顔」

F S A P についてももう少し詳しく見てまいりたいと思います。私は、この F S A P は三つの顔を持っていると考えております。

一つは、今申し上げたように市場統合でできなかった微調整を行って、まだ残っているクロスボーダーの取引のさまざまな障壁を最終的に EU 法によって除去していきましようということですよ。

二つ目は、年代を御確認いただきたいと思いますが、F S A P が出された一九九九年は、ちょうど単一通貨ユーロが導入された年でした。ユーロの現金が導入されたのが二〇〇二年ですので、このときまでに、せっかく通貨の相違という証券取引にとってはやや面倒くさい国境の障壁が最終的になくなるわけですから、F S A P もそれに合

せて実現しようという目標が掲げられておりました。これは、後に延期になるのですが、通貨統合へ対応しようという考え方は当初の F S A P にあったわけです。

三つ目でございます。これが今日の二つ目のキーワードとかかわりますが、金融の I C T 化という問題です。二〇〇〇年三月に EU は特別欧州理事会という首脳会談におきまして、二〇一〇年まで、つまり今後一〇年間で EU を「世界で最も競争力のある知識基盤経済」にしようという目標を立てたわけでありまして。実はこのときに、前年に出されていた F S A P の優先順位等が少し組みかえになります。つまりリスボン特別欧州理事会というのは、アメリカで起きたような I T 革命をヨーロッパでも何とかできないかという話なわけです。生産性を上げてアメリカに追いついていく。どうやったらこれができるかという政策の体

系をまとめたわけであります。当然、そのためにはリスクキャピタルという問題が重要になります。カネ余りの時代に投資家の資金をどうやっていろんな国に配分して高収益を上げるかという従来の課題から、産業間の生産要素の移動の仕組み、例えば産業再編が進んで情報通信関連産業に資金を重点配分するのであれば、こうした産業が円滑に資金を調達できるような仕組みを整えることが重要な課題となったわけであります。

それを、単に国別にやっておりますと、ベルギーとかオランダとかいった小さな国は大変不利なことになります。そこで、例えば、株式を上場する場合にも、域内のどこかの国で上場すれば全ヨーロッパでその上場目論見書が通用するようにしましょう、そのためにも使用言語を簡素化しましょう、といったことを決めたわけです。つまり、産業構造転換を通じてEU経済をICT化する

ための金融インフラを、一国レベルではなくてEUレベルで整備しようとしたわけです。

以上の三つの顔をもった、このFSAPというEUの政策は、二〇〇四年一二月に予定どおり立法措置を完了しております。

もともと、EU統合というのは、①EUがさあ統合をやるよといって、単一の指令(directive)とか規則(regulation)とか、そういうEU法を整えて、②今度はそのEU法を各国が受け入れて、例えば自国の証券取引法、日本でいいますと金融商品取引法等を書きかえて、③今度はそれに市場、マーケットが対応していく、というのをひとつのサイクルとするプロセスです。1992年市場統合を第一サイクルとすれば、〇四年一二月のFSAP完成により第二サイクルの①のプロセスが完了したと考えられます。

このようにEUは、金融サービス分野では、金

融グローバル化とICT化のトレンドをそれなりに読み取り、市場統合やF S A Pなど、時宜に適ったEU金融法制を定めてきたのではないかと評価しております。こうした政策環境のもとで、EU域内の投資サービス業者や取引所の再編が進んできたのであります。

三、EUの新しい金融サービス政策

(1) 「EU金融サービス政策白書(二〇〇五—二〇一〇)」

それでは今現在、EUはどういう金融サービス政策をやっているかと申しますと、F S A Pが定めたEU法制を受けまして、『EU金融サービス政策白書』というのを昨年一二月に出しております。

EU金融サービス政策とは何なのか。これは、

日本でいいますと金融行政でございます。今まで我々はEUを見るとときには、EU市場統合、EU通貨統合…と、何かにつけ統合の視点から考えておりましたけれども、もはや統合はほぼ終わっております、今後は金融行政の当局としてEU、例えば欧州委員会が、どういう政策を打ち出していくのかということが重要になってくるわけです。それを体系的にまとめた向こう六年間の中期計画が『EU金融サービス政策白書』でございます。して、この白書には次の四つの目標が掲げられています。

①は金融サービスの統合強化です。白書には「consolidation」と書いてありまして、どう訳すか大変困ったのですが、とりあえず「統合強化」と訳しておきたいと思います。これは、統合されてオープンで包括的で競争的に効率的なEU金融市場をつくりましょうという大目標であ

ります。

②が残存障壁の撤廃です。残存障壁の撤廃により、金融サービスがEU全体で最小のコストで提供される一方、健全性規制や業務行為規則等の水準も効果的で安定性を備えた市場をつくりましようということであります。

③がEU法の実施・評価とよりよい規制です。これはF S A Pの中で定められた四二のEU規制について、各国の国内法に移しかえていくということです。

④がグローバルな効果ということで、その中で三つの課題が挙がっております。監督の強調・強化、世界の他の金融市場当局との関係強化、EUのグローバルな影響力の強化です。

現在、EUは、こういう大きな四つの目標に沿う形で今後五年間の金融サービス政策を進めているところでありま。基本的には、EU法という

のは大体定まっておりますので、幾つかの分野を除いて、もはやEU法がどうなるのかということではなくて、それが各国の国内法にどう具体化されていくのか、マーケットの方ではそれにどう対応していくのか、に焦点が移っているのであります。マーケットというのは金融機関であり投資サービス業者であり、そして取引所等の市場運営者ということになるわけであります。

(2) 金融商品市場指令(M i F I D)と取引所

そういうEU法が整備されてくる中で、今日の主題でございます取引所との関係でどういう法律あるのか簡単に御説明させていただきたいと思えます。

EU金融商品市場指令(M i F I D)という指令が、二〇〇四年四月に採択されております。これは、先ほど御説明いたしましたヨーロッパ内

の投資サービス業者の単一免許を定めた「投資サービス指令」をアップデイトしたものでありまして、先ほど御説明した F S A P の措置の中の重要な柱でありました。

何故こうしたアップデイトが必要になったかと申しますと、今までのヨーロッパでは規制市場と呼ばれていた取引所のほかに M T F (Multilateral Trading Facility)、アメリカでいいますと P T S といわれる民間の多角的取引システムが出てきておりまして、これをどう定義し法規制をかけていくのかというのが一つの課題になっていたわけです。そういう形で新しい指令ができておりまして、これが取引所の統合全体を規定する内容になっております。

この M T F 等々について、この M i F I D の中でどういう定義がされているかということですが、これは日本の金融商品取引法における P T S

業務と同様、投資サービス業務の一つと位置づけられております。投資サービス業者もしくは市場運営者によって運営される多角的システムだと定義づけられています。そして、M i F I D はそもそも E U 単一金融商品市場のための指令ですから、M T F 業務の域内での自由な提供が保障されております(第三一条五)。

取引所のガバナンスに関しても同指令の第三八条で定められておりまして、これは規制市場あるいは市場運営者の株式保有に関する情報を当局に報告し、公表することが必要で、そういう保有関係に変化が生じた場合も同様とされております。もし株式保有者の変化が規制市場の健全な経営に脅威となる場合、それを拒否できるとされております。グローバルな取引所の再編が進む中、取引所への出資に係る諸規定の詳細に関する分析が重要性を帯びてきております。今後の課題とさせて

いただきたいと思います。

四、EU域内の取引所再編

(1) 再編前史

今日は取引所の再編というのが主なテーマだったわけで、それにつきまして御説明をさせていただきたいと思います。

ヨーロッパにおける取引所再編は、大きく、国内の再編が進んだ時期と、先ほど図表1によって説明させていただきましたヨーロッパ域内の再編やグローバルな再編が進んだ時期とに分かれます。

再編の前史ということで、国内再編というのはどう進んだのか、簡単に御説明させていただきま

す。

九〇年代前半には複数の地方証券取引所があっ

た国に關しましては、国内の地方証券取引所というのは中央的な取引所に統合しておいた方が、EC市場統合後の域内の競争にはよいだろうということで、幾つかの国で統合が進んでおります。九〇年代後半になりますと、現物株市場とデリバティブ市場との間の統合が、フランス、オランダ、オーストリアを初めとする多くの国で進んでおります。二〇〇〇年に入りますと、株式会社化と株式公開が英、独、仏等を初めとする主要国で行われております。

これがヨーロッパの例だから日本もこの通りにしましょう、などという物騒なことを申し上げつもりはございません。地方証券取引所が生き残りをかけて奮闘しております福岡から出てきております関係で、今日、帰りの飛行機に乘れなくなりますので。経済規模で、EUの大国ドイツでも大体日本の三分の二程度であります。イギリス、フ

ランス、イタリアは日本の大体半分ぐらいの経済規模、人口です。ですから、地方取引所や現物・デリバティブ間の統合は、そういう小さな国の集合体であるヨーロッパで、なおかつ単一市場・単一通貨といった、エリア内で統合が深化している状況の中での国内の対応だということで御理解ください。

(2) EU域内取引所の再編

こうした国内再編が一段落いたしましたので、今度は域内の再編が進んでいくわけです。今日一番申し上げたいことは、今からお話する二点でございます。

私は、金融のグローバル化とICT化が、現在の世界的な取引所再編の背景にあると申し上げました。規制面では、EUがそれにうまく対応してきましたわけです。しかしながら、それでは非常に暖

味模倣としたお話にすぎないのでありまして、金融グローバル化とICT化というものが、実際の取引所の再編にずばりどういう影響をもたらしたのかを考える必要があります。

第一に、金融グローバル化というキーワードに
関しましては、「母国市場の重要性」を強調した
いと考えております。第二に、金融のＩＣＴ化と
いうキーワードに関しましては、取引システムと
いうものが取引所全体の統合とか合併とかいった
国際戦略にとって非常に重要な武器となつてきて
いるということを強調したいと思ひます。それが
先ほど申し上げた「取引システムを制する者は世
界の取引所を制する」ということであります。

①金融グローバル化と母国市場の重要性

はじめに金融グローバル化のもとの母国市場の重要性についてお話し上げます。やや細かい

のですが図表3をごらんいただきたいと思ひます。

これは国際資本移動を、形態別に三つに分けた表であります。第一は、伝統的外国証券取引というもので、債券でいいますとヤンキー債とかサムライ債のようなものです。あるいは、株式ですと「クロスエクスチェンジ取引」と呼ばれていた時代もありますが、東京証券取引所の上場外国株のようなものです。我々が大学で国際金融を教へていくときに必ず出てくる国際証券取引のスタイルであります。

これは、資金調達者の側が国境を越えて貯蓄超過国へ行つて、そこで資金を調達する。その資金を、今度は調達者所在国である本国に持ち帰つて、そこで実物投資を行うというスタイルです。証券取引所との関連でいいますと、上場外国株式市場を拡充することが、イコール国際化というこ

とになったわけです。調達者が国境を越えて世界で資金調達をするわけですから、投資家を代表する投資サービス業者の方は、自分の国で単独で会員になっていれればいい、ということになるわけです。

第二のオフショア型国際証券市場は、規制の緩やかな金融中心地で国際証券取引を行うもので、債券市場ではいわゆるユーロ債市場ということになります。同じようなアナロジーで株式について考えますと、例えばロンドンが九〇年代に一世を風靡いたしましたSEAQインターナショナルがそれに該当します。どちらも、調達者の所在国でも投資家の所在国でもない第三国が提供する効率的な取引の場を用いた国際的証券取引のスタイルであります。

そしてもう一つ、私が一番重要だと考えておりますのは、第三のクロスボーダー型母国市場証券

取引というものであります。これは、証券発行体にとっての母国市場で債券や株式を発行し、機関化した外国の投資家が国境を越えてそれら証券を売買するという取引スタイルです。

専門家の皆様の前で釈迦に説法なわけですが、投資家のポートフォリオに入るか入らないかというのが投資商品としては非常に死活的な問題となるわけがあります。そこに組み込まれれば、投資家がたとえ外国にいても、国境を越えて投資をしてもらえる。ですから、この機関投資家にとって最も重要なポイントは何かと考えていく必要があるかと思えます。それが流動性ということになるわけです。

この流動性という観点から、例えば先ほどの伝統的外国証券取引を眺めてまいりますと、例えば本国で上場しているけれども足りないから、貯蓄

超過国に行つて、そこで外国株として上場し、お金を調達するという発想ですから、流動性が母国と外国とに分散されて逆効果になるわけです。第二のオフショア型も同様です。その結果、八〇年代以降の国際的な資金フローを国際金融という観点から見た場合、一番重要な国際的な資本の流れというのは、流動性がもつとも高い本国市場めがけて直接にクロスボーダーで投資する第三のスタイル、即ちクロスボーダー型母国市場証券取引というスタイルをとることになるわけです。

そうしますと、今度は取引所が地域内で国境を越えてリンクをしたり合併したりするときに、どういう統合モデルがこの第三の国際資本移動のスタイルに最も適合しているかということが問題になるわけです。それが図表3の一番右下に書いてあることでございます。ポイントは、母国市場を重視し、重複上場は行わない、という点にあります。

す。例えばヨーロッパ域内で複数取引所に上場されている株式については、もしその複数取引所がお互い合併したり連携したりするのであれば、市場は全部本国に戻して、そこで流動性をプールしましょうということになります。その代わり、先ほど申し上げましたようなEUの単一の市場のさまざまな法制を用いて、投資家が域内国境を越えて買いに来てくれるような仕組み（複数取引所会員制度など）をつくりましょう、というのがポイントとなります。

以上のことは、同一エリア内で取引所が統合を行っていくケース、例えば近未来ではなくてかなり遠い将来になるうかと思いますが、アジアなどのケースにおいて、一体どういう取引所の統合のスタイルが考えられるのかを今後議論していく際の一つの素材としてお話をさせていただいております。

② ICT化と取引システムの重要性

二つ目のICT化と取引システムですが、これについては図表4をござんいただきたいと思えます。この表は「欧州主要取引所の取引システムと清算・決済機関一覧」をまとめたものでございます。ロンドン証券取引所はSETS、EuronextはNSCと傘下においたLIFFEが開発したCONNECT、ドイツ取引所はXetraと呼ばれる取引システムを、また表にはありませんが、スウェーデンのOM（後にヘルシンキ取引所と統合してOMX）は、SAXESSというシステムを、それぞれ利用しております。

こうしたシステムを、八〇年代後半から開発いたしましたして、何をやってきたかと申しますと、図表1の例えば一九九九年六月二一日をござんください。NOREXというのがございまして、これはスウェーデンの取引所運営会社OMが主導する

北歐取引所の連合体でありますが、「コペンハーゲン側会員の S A X E S S システムによる取引開始」と記されております。O M が開発した取引システムⅡ S A X E S S というのをコペンハーゲン取引所に使わせているわけです。ずっと年表を追っていただきますと、同じようなケースが幾つか出てまいります。例えば二〇〇一年一〇月三日、今度はアイスランド証券取引所まで売り込んで、S A X E S S による取引をアイスランドの取引所会員が開始しております。

こういうふうには、自社開発した先進的な取引システムを近隣諸国に売り込んでいく。売り込むだけではなく、例えば先ほどのアイスランドのケースですと、本年にはついにアイスランド証券取引所を傘下に置くところまで行っているわけです。つまり、エリア内の再編の武器として取引システムを使っているということです。

同じように、フランスが主導した Euronext でございますが、これは N S C という取引システムを開発いたしましたして、何度かシステムをアップグレードしながら Euronext の傘下に入ったオランダ、ベルギー、ポルトガルにインストールしております。二〇〇四年までに、現物株については N S C という取引システム、デリバティブに関しては L I F F E C O N N E C T という取引システムをグループ内のすべての取引所にインストールを完了し、単一のシステムとして稼働させております。今後はニューヨーク証券取引所のシステムとのリンクおよび、三つのシステムの単一化が課題となっているわけであります。

こういう形で、取引システムが国境を越えた再編の武器になっている。近隣諸国が喜んで利用するような取引システムを開発して売り込めば、今

度はそれを通じて再編が進んでいくということでもあります。

(3) OMXとEuronextのビジネス・モデル

もう一度先ほどの図表の2をごらんいただきましたと思います。図表2では、それぞれのアライアンスを結び付けて取引システムを【 】内に表示してあります。OMXは、SAXESSという取引システムを核にして、この図の真ん中辺にありますOMXノルディック取引所というグループをつくっております。現在、オスロ取引所に関しまして一〇%の資本参加を行っております。これは、ノルウェー側の規制により一〇%が上限となっているためですが、いずれ、オスロもみずからのグループに編入しようという戦略であるかと考えられます。

このグループは先ほど申し上げましたよう

な「母国市場」重視のビジネス・モデルを採用しております。つまり、ノルディック諸国の複数の取引所に上場されている株は母国だけに上場させる。そのかわり、会員にはEUの「投資サービス指令」や新しい「MiFID」を用いて複数の取引所の会員になってもらう。二つの取引所の会員になるときは追加費用は徴収しない。安い費用で複数の取引所の会員になって、母国市場に集約された株をクロスボーダーで売買してもらう仕組みを提供しているわけがあります。

時間の都合で詳しくお話できませんが、パリ取引所が主導するEuronextも同様のビジネス・モデルを採用しております。ですから、この〈単一取引システム、母国市場単独上場、複数取引所重複会員〉というモデルは、同一時間帯内で再編や統合を行っていくときの一つのビジネス・モデル

と考えられるわけです。

このビジネス・モデルによりヨーロッパ域内で成長してきた取引所が、現在域内でどのようなポジションにあるかというのを見たのが図表5です。

Euronext はパリ単体のときは、ロンドンの三分の一度だった時価総額が、現在はほぼロンドンに匹敵するに至っております。それから、NORX、これはOMXとオスロ取引所、OMX傘下に入る直前のアイスランド証券取引所を合わせた時価総額ですが、このNORXは、ドイツ取引所とスペイン取引所の間ぐらいで、スイス取引所やイタリア取引所を抜き去っております。

こういう形でグループ化を進めたところが非常に強くなっている。実はこのOMは、二〇〇〇年八月にロンドン証券取引所に対して買収提案を仕掛けております。北欧の実に小さな取引所

運営会社が、ICT化をいち早く進め、先進的な取引システムを武器にグループ化を進める中で、域内最大の取引所であるロンドン取引所の買収を仕掛ける。わが国ではちょっと考えられないことが起きてきたわけであります。

そして、本年六月にはEuronextが、その先進的な取引システムと大きな時価総額をもとに、ニューヨーク証取との対等合併にこぎつけたわけであります。

五、アジアへのインプリケーションー結びに代えて

最後にわが国やアジアが、こうしたヨーロッパの取引所統合から何を学べるんだろうかということについてお話したいと思います。

ICT化と次世代取引システムに関しまして

図表 5 欧州の取引所の時価総額・上場会社数 (06.09現在)

取引所名		時価総額 (100 万ユーロ) (月末)	上場会社数		
			国内株	外国株	合計
I	ロンドン証券取引所	2,716,035	2885	327	3212
	Euronext	2,650,628	954	n/a	n/a
	ドイツ取引所	1,125,868	649	104	753
	NOREX (●+★)	932,054	927	58	985
	● OMX	726,675	716	25	741
	★オスロ取引所	177,488	190	31	221
	★アイスランド証券取引所	27,892	21	2	23
	スペイン取引所 (BME)	904,513	n/a	n/a	n/a
	SWX スイス取引所	876,664	256	95	351
	Virt-X	n/a	n/a	1469	n/a
	イタリア取引所	742,331	283	16	299
II	アテネ取引所	140,636	291	2	293
	ウィーン取引所	126,384	92	18	110
	アイルランド証券取引所	108,847	56	14	70
	ワルシャワ証券取引所	91,789	246	7	253
III	ルクセンブルグ証券取引所	56,158	37	223	260
	ブラハ証券取引所	30,029	29	4	33
	ブダペスト証券取引所	25,741	43	0	43
IV	キプロス証券取引所	9,252	140	0	140
	リュブリャナ証券取引所	8,422	105	0	105
	プラチスラバ証券取引所	3,935	210	0	210
	マルタ証券取引所	3,577	13	0	13

(出所) FESE ホームページより作成。

は、わが国でも取引システムの問題が昨年来幾つか出ておりまして、現在、ちょうどリプレースの計画を進めていると聞いております。このリプレースにつきましては、やはりアジアでどのような売っていくのか、OMXやEuronextのケースのように、同一エリア内でその取引システムを使ってくれる取引所があるのか、そういう観点が出てくるかと思っています。

それからもう一つの観点としては、これも既に関係者の間で十分に検討され尽くされているものと思いますが、グローバルなライアンスを組むときには、別の時間帯に属する相手先の取引システムとのインターフェースというのが非常に重要になってまいります。単独で取引システムを決定できる時代は終わっていて、ライアンスの可能性のある相手方との接続という問題を常に考えて、グローバル戦略とICT化の問題を同時解決

していかねばならなくなっていると考えてるわけです。

本年九月二六日に出されました「東証ITマスタープラン（改定版）」を拝読させていただきましたが、こうしたポイントは全て検討済みのものでございますので、これ以上特段申し上げる点はないと思います。

最後に、アジアレベルでの統合へのインプリケーションでございます。私は、基本的に東京市場に成長著しいアジア株を上場することについては賛成でございます。過渡的措置として、これは非常に重要になってくようなと思います。つまり、現地の取引所の取引システム、決済インフラ、上場規制等々が十分整備されていない間、東京や大阪など日本の市場が投資家に対する透明性の高い市場を提供する、これは非常に重要な施策かと思っております。

ただ、ヨーロッパを見てきた者といたしましては、最後は母国市場に戻っていくというのがグローバル化時代、機関投資家時代の本質的な国際投資のスタイルだと考えておりますので、ここはやはり短期戦略と長期戦略を分けて、長期戦略としてはアジア域内各国の母国市場をどう育成していくのか、そのときに日本の側で、法規制、取引システムその他何ができるのか、こういうことが大きな課題になるのではないかと考えております。一方におけるアジア株の国内上場、他方におけるアジア各国の母国市場の育成と連携強化という二つの課題を、短期と長期という時間軸で戦略的に使い分けて考えていく必要があるのではないかとというのが、ヨーロッパの視点から見たアジアレベルでの統合へのインプリケーションでございます。

以上、大変お粗末ではございましたが、これで

私からのお話を終えたいと思います。

御清聴、どうもありがとうございました。（拍手）

高橋理事長 岩田先生、どうもありがとうございます。取引所の再編統合という動き、EUの統一化の促進という動きを絡めて大変わかりやすく御説明をいただいたかと思えます。

若干お時間をいただいております。御意見とか御質問のある方はぜひ御発言いただきたいと思えます。

質問者 大変参考になる話をありがとうございました。

ヨーロッパがこういういろんな形で進展しているというのは本当にすごいと思うんですねども、これを可能にしている一番もとのモチベーションの力といいますか、それが何なのかという

のは非常にわからないところなんです。

どなたかヨーロッパ全体の権力者がいてこれをずっと推し進めてきているのか、あるいはヨーロッパの人たちが本当に賢くて、アメリカ等々に対抗していくためにはこういうふうにするしかないんじゃないかということをしつかりみんなで合意してやってきているのか、あるいは全く個々にそれぞれが生き残っていくためにはどうしたらいいかと考えていたらこういう動きにまとまってきているのか。

そこら辺の一番もとのパワーの源泉は何になるんだろうかと思っています。それがわかりましたら、そんなのはまだアジアでは到底考えられないとか、あるいはアジアでそれが起きるには何が必要なんだろうかということが、まだまだ長い年月はかかるかもわかりませんが、そういうものが多少見えてくると思えるんです。

もしそこら辺に先生の御意見がありましたら、教えていただきたいと思います。

高橋理事長 どうもありがとうございます。それでは、岩田先生。

岩田 どうもありがとうございます。

パワーの源泉、今おっしゃった権力者とかアメリカとの対抗とか個々にというのは、私はすべて含まれると思っております。

一番大きなパワーの源泉は、この金融サービス業に関しては、やはり七〇年代後半以降のヨーロッパの低成長への危機感だったと思います。八〇年代前半は、御存じのようにレーガン政策でアメリカが非常に勢いを増す、我が国も石油ショック以降、立ち直って、国際競争力をつけていく中で、ヨーロッパの成長率が非常に低かった時代でございます。こうした危機の中で、その処方箋として出てきたのが、実は九〇年代の市場統

合でありまして、先ほど申し上げましたような証券市場の単一免許とかいったものは、すべてそのときにアイデアが出されてきたものであります。

このままヨーロッパがばらばらの市場であつてはいけない、という危機感です。ばらばらの市場で国内の競争がない状況が八〇年代前半で、主要な産業がナショナルチャンピオンに集約されて、国民的な政府がそれを守るといふ状況だったわけです。ヨーロッパのような小さな国の集合体が、それでは、とてもアメリカに対抗できない。やはり個々の企業が強くなるには、一度そういう分断市場をなくして、クロスボーダーで競争させるような枠組みをつくらう。そのことが、最終的にヨーロッパの金融業も含めた各企業の競争力の強化に役立つという発想で、最終的にはEU全体が動いたのではないかと考えております。

ですから、我々はそれを国際寡占競争という

考え方で経済学的に把握しているわけですけども、産業再編をもたらすための梃子としては、我が国は構造改革とか一国的な改革しか手段はないわけですが、ヨーロッパの場合は国境をなくすることで競争者は隣の国から幾らでも入ってくるわけです。そういう産業再編の梃子として市場統合をしないとヨーロッパの成長がうまくいかない、アメリカ、日本に追い上げられて負けるという状況が作り出され、そこから出てきているのが今回お話ししたような枠組みではないかと私は理解しております。

お答えになったかどうかわかりませんが。

高橋理事長 どうもありがとうございます。

よろしゅうございますか。

質問者 ヨーロッパの事業について詳しいお話、ありがとうございます。

私、特に先生のお話で興味がありましたのは、

母国市場の重要性という御指摘なんです。いま一つ理解が不十分な点があるのかもしれないけれども、何となく漠然とヨーロッパにおいてはイギリスのシティが金融市場としてはひとり勝ちで、ほかの市場というのはシティとの間ではますます格差は開くばかりではないかという印象を持っていたんですけれども、今のお話ですと、例えばアテネとかウィーンとか、こういうヨーロッパの今までの感覚からいえば非常に弱小な証券取引所が、むしろロンドンとの格差を縮めつつあるというのが今の経過であるという意味なのでしょうか。

それとも、これから母国市場が重要視されるべきであるというあるべき論なんでしょうか。その辺を教えてくださいなんです。

岩田 ありがとうございます。

株式市場に関しては、ロンドンの S E A Q

インターナショナルが一世を風靡したのは九〇年代半ばまででございまして、結局国際投資家にとっては母国市場の方が流動性が高いんじゃないかということで、母国市場でちゃんと法規制が整備されて、そこに日本の証券会社の会員さんがちゃんと会員になっているということであれば、そちらに流れていくというのが、私が理解しております。それ以降の流れなわけであります。

ウィーンとかアテネまでがそういう枠組みに入るかどうかはわからないのですが、例えば先ほど申し上げましたような O M というノルディックの取引所の連合体は、現地の取引の大体八割ぐらいを捕捉しているといわれておりまして、もうほかに選択肢がないような強みをノルディック諸国や EU に新規加盟しましたバルト海三国で発揮しております。ここでは、ロンドンの競争力とかというのは全然関係なくなっていると考えます。

むしろ、ロンドンの競争力があるのは、グローバルなレベルでの取引、外国為替取引、そしてあとはいわゆるインベストメント・バンキング業務といえますか発行業務等々で、そのためには相当高度なエクスパティーズが必要ですので、そういうエクスパティーズの集積がロンドンの強みであると理解しております。

今日お話し申し上げたのは、むしろもう少し地味な、例えばノキアはフィンランドのヘルシンキの取引所の最大銘柄なわけですが、これはやはりロンドンではなくてNOREXというアライアンス経由の方がいい。その方が機関投資家さんにとっても好ましいスタイルなんだということを申し上げているわけであります。

ですから、現実になんかいうふうになっているのではないでしょうか。この辺は、私はヨーロッパ現地の取引所関係者とのインタビューとかを最近

ちょっとサボっております、存じ上げない点があれば御教示いただきたいと思います。
質問者 ありがとうございます。

先生にいただいた資料を拝見していて驚いたのは、ロンドン証券取引所とEuronextは時価総額でほとんど同じぐらいの規模に達しているというのは、私、全く認識していなかったんです。

これは、例えば五年とか一〇年のタイムで見た場合に、Euronextは以前は中小の証券取引所であるポルトガルとかパリとかブリュッセルとか、こういうものの集合体ですね。その三つが独立したときに合わせた額は、ロンドンとの格差というのは昔はもっと開いていたのか、あるいはその当時であつたものぐらひのほぼ匹敵する合計額になっていたのか、そこら辺をひとつ教えていただけますか。

岩田 データをお示しできなくて恐縮です。実は

手元には一九九七年の時価総額のデータがございました、時間がなくてお話しできなかったのですが、当時はロンドンが一兆八七九〇億エキュ（現在のユーロと等価）であつたのに対して、パリが六一三四億エキュ、アムステルダムが四二六五億エキュ、ブリュッセルが一二四四億エキュですから、パリ、アムステルダム、ブリュッセルを足しても一兆二千億弱程度で、ロンドンの三分の二に達しない規模でした。ですから、時系列で見えていったときにも、合体すること、でシナジー効果が出ていると私は見ております。

高橋理事長　ありがとうございます。ほかに何か御質問等ございませんでしょうか。

それでは、時間も参りましたので、終わりにしたいと思います。

先生、今日は大変貴重なお話をありがとうございました。（拍手）

岩田　どうもありがとうございました。

（いわた　けんじ・九州大学大学院教授
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成一八年一〇月二五日に開催されました。）

岩 田 健 治 氏

略 歴

1960（昭和35）年 東京都生まれ
1987（昭和62）年 東北大学文学部社会学科卒業（文学士）
1990（平成2）年 東北大学大学院経済学研究科博士課程（前期）修了（経済学修士）
1990（平成2）年 ロンドン大学（LSE）留学（91年まで）
1993（平成5）年 東北大学大学院経済学研究科博士課程（後期）単位取得満期退学
1993（平成5）年 東北大学経済学部 助手
1995（平成7）年 博士（経済学）
1995（平成7）年 福岡大学商学部 講師、助教授
1999（平成11）年 九州大学経済学部（2000年より大学院経済学研究院） 助教授
2004（平成16）年 九州大学大学院経済学研究院 教授（現在に至る）

主な業績

（単著）『欧州の金融統合 EEC から域内市場完成まで』日本経済評論社、1996年。
（編著）『ユーロと EU の金融システム』日本経済評論社、2003年。
（共著）『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』（田中素香、春井久志、藤田誠一編著）有斐閣、2004年。
（共著）『現代国際金融論（第3版）』（向壽一、藤田誠一、上川孝夫編著）有斐閣（近刊）。
（共著）『欧州通貨統合と金融・資本市場の変貌』（相沢幸悦編著）日本評論社、1998年。
（共著）『EMS（欧州通貨制度）－欧州通貨統合の焦点』（田中素香編著）有斐閣、1996年。
（共著）『図説 ヨーロッパの証券市場 2004年版』日本証券経済研究所、2004年。
（辞典）『金融ビジネス辞典』産業調査会、他。

主要な研究テーマは、EU（欧州連合）の金融・通貨統合。科学研究費プロジェクト「欧州金融・通貨圏（EFCA）モデルのアジアへの適用可能性に関する研究」（H17-19）の代表として、当該テーマによる研究を遂行中。

所属学会・研究会

日本金融学会（2004年5月より理事）、証券経済学会、日本 EU 学会（1998年11月より理事）、国際経済学会 他。

URL

個人 HP:<http://www.en.kyushu-u.ac.jp/~iwata/index.html>