

## II. 資本市場インフラ編

# 3. 取引所の世界的再編とヨーロッパの対応; アジアへのインプリケーション

岩田健治\*

### はじめに

2006年6月のニューヨーク証券取引所とパリ取引所を核とするEuronextとの合併合意の報道は、グローバル化の中で世界の株式取引インフラの再編が新しい段階に入ったことを世界に告知させた。これに先立つ10年の間に、欧州域内での取引所統合も大きく進んだ。このように、株式市場においては、すでに国境を越えた再編・統合が、欧州域内と米欧間で常態化しつつあるのに対して、日本をはじめアジアの代表的な取引所は、内向で再編への受動的な対応に終始しているという印象が拭いえない。

この間の世界の株式市場の動揺が中国発であったことに象徴されるように、すでにアジアの主要株式市場はグローバルな資金フローの一部に組み込まれている。したがって、グローバル化する株式取引に適合的なアジア域内のインフラの整備や、アジア域内やグローバルなレベルでの取引所の再編も、待ったなしの課題となっているのである。この分野では、東アジア共同体に関する議論のアウトプットや、債券市場育成を中心とするアジア域内の各種金融協力のイニシアティブの進展を待っている余裕はない。アジア・レベルでの株式取引とそれに適合するインフラ形成という一大政策アジェンダが、政府と市場運営者に突きつけられているといえる。

本稿では、Iで世界的な取引所再編を概観したうえで、そうした世界的再編の不可欠の極を形成しているヨーロッパの再編について時期区分しながら外観する。IIでは、ヨーロッパ域内の取引所再編の背景を、金融グローバル化とICT化というキーワードを用いて考える。IIIでは、アジアで実施可能な政策対応を念頭に置きながら、ヨーロッパの政策当局であるEUがこうした欧州域内の取引所の再編と統合に対してどのような対応をとってきたのかについて考えることにしたい。そして最後に、我が国やアジアへのインプリケーションについて若干のまとめをおこなう。

### I. 世界の取引所再編の現状

#### 1. 世界的な再編の開始

ニューヨーク証券取引所 (NYSE) とユーロネクスト (Euronext) との合併に至る今回の世界的再編の動きは、2004年末にまでさかのぼる。同年12月に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、翌2005年2月にはパリを中心とするユーロネクストが同様に買収計画を公表した。最終的にユーロネクストもドイツ取引所もロンドン証券取引所への提案を取り下げることになる。その後同年8月に、オーストラリアのマッコリー銀行がロンドン証券取引所の買収計画の検討を開始するものの、06年2月に同行はロンドン証券取引所の株主の反対に遭いまして提案を取り下げる。

\* 九州大学大学院経済研究院教授

その間に、今度は米国ナスダックがLSEへの買収提案を行い、これも最終的には06年6月に撤回されるものの、その間にナスダックはロンドン証券に二五%の出資を行うという関係を構築している。米欧を巻き込んだ取引の再編の動きに触発されて、06年6月1日にニューヨーク証券取引所とユーロネクストとの間の対等合併が正式発表されることになる。

## 2. グローバル・アライアンスの出現

以上の動きの結果、現在どのような取引所のアライアンスが世界に形成されつつあるのかについて示したのが図表 I-1 である。この図は、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示している。

初めに、この図を「縦」に、即ちエリア毎にみると、アジアや欧州などの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。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いるといえる。この点に関しては、IIで欧州の事例をもとに詳述したい。

次に、この図を「横」にみることによって、三極にまたがるグローバルなアライアンスが複数見えてくる。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いる。こうした「横」の動きは、航空会社の世界的アライアンスにアナロジーすることもできよう。世界の航空業界は、90年代の世界的グループ化により、スターアライアンス、ワンワールド、スカイチームの三つのグループに再編されたが、ユーロネクストのテオドル理事長も「世界の証券取引所は数年内に3つぐらいのグループに再編されるだろう」(06年11月30日日経)という見解を明らかにしている。

現在出現しつつあるアライアンスの第一は、図の一番上にあるニューヨーク証券取引所とユーロネクストとが合併したトランス・アトランティックな取引所である。現在ニューヨーク

証券取引所と東京証券取引所とも提携を進めつつあり、東証の戦略次第では三極にまたがる取引所のアライアンスが出現する可能性がある。

また第二のアライアンス候補は、欧州のロンドン取引所(LSE)と米国のナスダックとの関係の中に見出すことができる。ナスダックはLSEに25%の出資をしている。米国のナスダックと我が国のジャスダックは06年10月に提携についての覚書に調印している。米欧両取引所の出方次第では、これらが第二グループを形成することが可能性として考えられる。

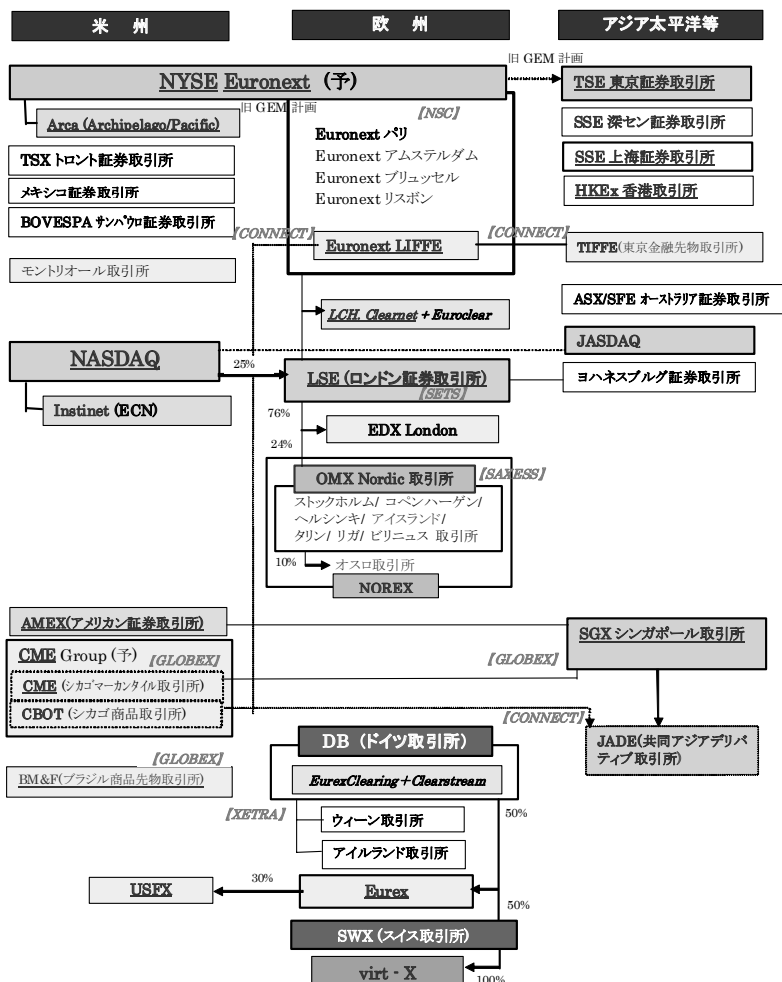
この外にも、06年10月にCME(シカゴマーカントイル取引所)とCBOT(シカゴ商品取引所)とが合併してCMEグループを創設する計画が公表されており、この米国側のグループとシンガポールとの提携関係がやはり再編の一つの核として浮かび上がってくるのである。

このように、06年のNYSE-ユーロネクスト合併合意を契機に、世界の取引所の再々編は、図表 I-1 の「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突入しているといえよう。

この「横」で見ると「縦」で見るとかという問題は、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くる。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合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、図表 I-1 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へ」という筋合いになる。つまり、取引所の公共性を重視する立場と、図表 I-1 を「縦」に見る視点は、相互に親和的であると考えられる。

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いる。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

図表 I - 1 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。

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、寡占の問題が出てくるため、当然競争法の観点から好ましくないということになる。

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、域内単一の取引所という視点は影をひそめ、グローバルな再編とグローバルなアライアンス間の競争という観点、つまり図表 I - 1 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と考えることもできるのである。

### 3. 欧州域内の取引所再編

こうした「横」のローバルなアライアンスにおいて、米国と並んで不可欠なパートナーを提供しているのが欧州である。しかも、今回のユーロネクストがそうであったように、そのパートナー自身が、それに先立つヨーロッパという「縦」の同一時間帯内における再編統合の結果誕生している。

図表 I - 2 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   |
|--------------|--|
| <b>1998年</b> | <b>&lt;LSEを巡る第1次再編計画&gt;</b>   |
| 1.22         | ★ ストック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】   |
| <b>1999年</b> | <b>&lt;単一通貨ユーロ導入と8カ国取引所提携計画の進展&gt;</b>                                       |
| 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：株値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併)                                |
|              | 同 ウィーン取引所：ドイツ取引所の Xetra を導入  |
| <b>2000年</b> | <b>&lt;Euronextの創設・iX計画(LSEを巡る第2次再編)・ITバブル崩壊&gt;</b>                         |
| 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         | GS 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) |
| 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：合併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 <sup>円</sup> 。上場 1,300社。                        |
| 10.30        | NOREX：アイルランド側会員の 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                                     |
| <b>2001年</b> | <b>&lt;取引所再編は一服・EU証券規制体制の整備が進展&gt;</b>                                       |
| 1月           | GS Euroclear と SIGOVAM(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   |
| <b>2002年</b> | <b>&lt;Euronext・NOREXの展開&gt;</b>   |
| 1-2月         | EU ユーロ現金導入   |
| 1月           | ★ Euronext：LIFEE を買収⇒Euronext.Liffe  |
|              | 同 Euronext：ポルトガル取引所(BVLP)を傘下に⇒Euronext Lisbon                                |
| 5.27         | NOREX：オーストリア側会員の SAXESS システムによる取引開始  |
| 5月           | GS Euroclear と NECIGEF (蘭)が合併⇒Euroclear Netherland に                         |
| 9月           | GS Euroclear と Crest Co(英)が合併  |
| <b>2003年</b> | <b>&lt;NASDAQ系新興市場の相次ぐ撤退&gt;</b>   |

- 3.21 **N** Nasdaq ドイツ取引開始(NASDAQ50%、ベルリン・ブレーメン取引所 20%他)
- 6.3 **N** 独ノイア・マーケット閉鎖⇒「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.Clearnet** 創設へ(同年末): Clearnet(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 ●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。

こうした「縦」と「横」という視点を踏まえつつ、ヨーロッパ域内取引所再編の全体の流れを追ってみよう。図表 I-2 は、1998年から、06年10月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る。

#### (1) 国内再編

図表 I-2 は1998年からスタートしているが、これに先立つ約5年の間に、欧州域内各国の地方的取引所の再編と統合が進み、また国内で統合された取引所の株式会社化と株式公開が進んだ。

まず、90年代前半に国内に複数の地方証券取引所があった国の幾つかで、中央の取引所への統合が進んだ。これは、EC市場統合後の欧州域内レベルでの競争への備えという性格を有する。

次に、九〇年代後半になると、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いる。さらに、2000年に入ると、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いる。

国内地方取引所の問題は、我が国では未だに明確な出口がないまま、複数の地方取引所が生き残りをかけて独自の戦略を見出そうとしている。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、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と人口となっている。地方取引所や現物デリバティブの統合は、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理解すべきであろう。米国では、複数取引所が競争しながら共存しており、日本のケースは、欧州各国と米国の中間程度のバランスで考えるのが妥当と思われる。

#### (2) 汎欧州アライアンス計画

こうした再編前史を踏まえて、図表 I-2 を順に追っていくことにしよう。

1998年7月、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であったロンドン証券取引所(LSE)に対する、ドイツ取引所の戦略的提携計画が発表された。同年11月には、マドリッド証券取引所やミラノ証券取引所がこの英独連合に参加することを表明する。当時ドイツ取引所とライバル関係にあり危機感を募らせたパリ証券取引所は、こうした英独主導の動きに対抗する形で、翌99年5月4日に、自ら主導して汎ヨーロッパ取引所リンクの覚書に調印する。これはヨーロッパ全体を貫く取引所再編の最初の動きであった。同年9月23日には、英、独、仏、イタリア、スイスといった域内主要国を包摂する8つの取引所が、共通市場モデルの導入と2000年11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いる。

Ⅱ以下の議論との関係で、このときヨーロッパの証券取引所がどのような統合を構想したのかについて触れておく必要がある。まず、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、当時ライバル関係にあった、ロンドンのSETS、ドイツのXetra、フランスのNSCを、当面、相互接続し、後に単一の取引システムにリプレースする、ということまで決定していた。ところが、この汎欧州取引所リンクの構想は、内部の対立により頓挫することになる。以上は「縦」の域内統合だけが追求された、再編の初期の事例と考えることができる。

#### (3) グローバル再編への関与

再編の第2波は、2000年に到来する。同年5月に、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、合併によりiX取引所を創設する計画を打ち出す。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いたナスダックが、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いる。欧州域内の取引所再編に、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くることになる。

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1ヵ月後の2000年6月には、今度はパリを中心とするEuronext(後述)が反撃に出ることになる。すなわち、ニューヨーク証券取引所や東京証券取引所を含む世界の10証券取引所からなるGEM(Global Equity Market)という提携計画が打ち上げられ協議が開始される。この計画も結局立ち消えとなったが、ヨーロッパ域内の「縦」の合従連衡が、今度は「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として注目に値しよう。ヨーロッパ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のである。

#### (4) 地域的取引所の出現

(2)で見た汎欧州再編計画の中でパリ証券取引所の立場に近い複数の取引所(パリ・アムステルダム・ブリュッセル)が、2000年3月にユーロネクスト(Euronext)の創設を決定し、同年9月に域内国境を超える最初の統合取引所が形成された。ユーロネクストは、その後2002年にロンドン国際金融先物取引所LIFFEおよびポルトガル取引所を傘下に納めている。

他方、北欧では98年にスウェーデンのストックホルム取引所とデンマークのコペンハーゲン取引所がNOREXと呼ばれる北欧域内のアライアンス創設に合意し、99年からはスウェーデンのSAXESSシステムを用いた取引を開始している。このアライアンスはさらにアイスランド、オスロ(ノルウェー)、バルト三国(タリン、リガ、ビリニュス)へと広がり、また相互のアライアンスの形態も、業務提携から、スウェーデンが核となったOMXという単一取引所の傘下に再編されている。

こうして、欧州域内ではフランス・英国など

図表 I - 3 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<br>(100万1=1)<br>(月末) | 上場会社数     |      |      |      |
|---------|---------------------------|-----------|------|------|------|
|         |                           | 内国株       | 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。

5カ国にまたがる単一取引所=ユーロネクストと、同じく北欧バルト海の7カ国にまたがる単一取引所OMX (OMXが10%出資しNOREX連合を形成しているオスロも加えると8カ国)の二つの地域的取引所が確固たる基盤を構築しているのである。これら二つの統合取引所が、現在欧州域内でどのようなポジションにあるかというのを示したのが図表 I - 3である。

Euronextの時価総額は、現在はほぼロンドンに匹敵する規模に至っている。パリ取引所単体のときは、ロンドンの三分の一程度であった。またNOREXの時価総額 (OMXとオスロ取引所、OMX傘下に入る直前のアイスランド取引所を合わせた時価総額) 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いる。

域内のグループ化と統合は、その域内・国際戦略においても力を発揮することになる。OMX

の前身のOMは、2000年8月にロンドン証券取引所 (LSE) に対して買収提案を仕掛けている。この買収提案は、結局LSEの株主の支持を得られず頓挫しているが、北欧の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LSEの買収を仕掛けるという事態が欧州域内で生じていた点は注目し価値しよう。

他方、ユーロネクストは、その先進的な取引システムと大きな時価総額をもとに、06年6月には、ニューヨーク証券 (NYSE) との対等合併にこぎつけたのである。それに先立つヨーロッパ域内での統合がなければ、両者の「対等合併」などということはありませんといえよう。

このように、そういう同一時間帯内の再編合併があって、その中で後述する一定の戦略やビ

ジネス・モデルがあって、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。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例といえる。

## II. 取引所の地域的再編の論理；欧州の事例

株式の国際取引を見る際には、時間帯が重要な要素となるが、図表 I-1 を縦にみる視点は、同一時間帯内部の再編・統合の視点である。アジア地域内外での将来の再編や統合を見据えつつ、ここではヨーロッパにおける再編の現状と背景についてグローバル化とICT化という二つのコンセプトを用いて概観してみよう。

### 1. グローバル化と取引所統合

ここでは(1)で株式取引の国際化には三つの形態があることを示し、その三つの形態のうちどれが国際株式取引の主要な形態となるかによって、エリア内の取引所統合のスタイルが規定されることを示す。

#### (1) 国際的証券取引の三つの形態

国際的な資本取引は、大きく直接投資、証券投資、国際貸出の三つに分かれる。このうち株式や債券など証券投資は、次の三つのスタイルをとる。

##### ① 伝統的外国証券取引；中心—周辺モデル

第1は「伝統的外国証券取引」である。このパターンの取引は、貯蓄超過の先進国の資金を、投資超過の途上国に、一方通行で振り向ける際の伝統的な方法といえる。

債券の場合、途上国の資金調達者が、中心国の国内市場で当該国通貨建ての外債を発行し、そこで中心国の資金を調達する「伝統的外債」がそれに該当する。ヤンキー債（ニューヨークでのドル建て外債発行）やサムライ債（日本での円建て外債発行）などがこの「伝統的外債」のカテゴリーに入る。

株式の場合、途上国の資金調達者が、中心国の証券取引所の外国部において外国株式として上場して、そこで中心国の資金を調達する「上場外国株式」がそれに該当する（株価表示は当然当該国通貨となる）。

どちらも、資金調達者の側が国境を越えて貯蓄超過国に出向いて行って、そこで個人投資家を中心に広範な資金を調達するというパターンとなる。いうまでもなく、中心国で、当該国の各種法規制に則って外債発行し、株式の上場を行えば、目論見書などが当該国の法制のもとで当該国の言語で発行されるため個人投資家も安心して投資できる。その代り、流動性を重んじる機関投資家にとっては、本国市場と比べて市場規模が小さいため、魅力は少ない。

##### ② オフショア型国際証券取引；規制回避型モデル

いわゆるユーロ市場とは、ユーロ・カレンシー市場とユーロ債市場からなる、オフショア型市場である。この市場は、カレンシー市場では準備率規制がなかったこと、ユーロ債市場では利子源泉税がなかったことなどがその生成・発展の原因となっている。つまり、規制の緩やかな金融中心地で発展した国際証券取引の形態である。

債券市場ではユーロ債市場がこれに該当する。規制の緩やかなロンドン・シティにおいて、おもにドル建てで（後に80年代以降多様化が進展）発行される債券で、複数の国籍の国際シンディケートに売りさばかれることになる。

以上の概念を株式市場に当てはめてみると、ロンドン証券取引所がビッグバンの前年の1985年に立ち上げたSEAQインターナショナルがこれに近いものであることがわかる。ここでは日本やスウェーデンをはじめ世界の主要株式が登録（勝手上場に近い）され広汎に取引された。その結果、本国市場との取引争奪戦の様相を帯びることになった。

どちらも、資金調達者の所在国でも、また投資家の所在国でもない第3国が提供する効率的な市場を用いた国際証券取引といえる。このこ



とを逆に捉えるなら、世界の主要国が国際収支の対外均衡という問題や税制という問題から自国の資本市場に一定程度の規制をかけていることを前提に、ユーロ市場の相対的な規制の少なさが多くの投資家や資金調達者を引き付けたといえる。このように考えると、ユーロ市場型の規制の緩やかな市場は、先進諸国が金融の安定性のために広範な規制を敷いていた戦後の一時期（1945年から70年代後半まで）や、今なおそうした規制を敷いている地域（アジアなど）に適合的な市場であるといえよう。

実際アジア域内では、中国やASEAN諸国を中心に広範な為替管理と各種の金融関連規制が存在しており、こうしたユーロ市場型の取引がこれらの諸国の外部もしくは、これらの諸国内部のオフショア型市場で利用される余地が存在しているといえよう。

### ③ クロス・ボーダー型本国市場証券取引： グローバル化時代の代表的モデル

国際証券取引の第3の形態が、この「クロス・ボーダー型」の国際証券取引である。これは、資金調達を行う企業にとっての本国市場で、内国債・内国株式として発行された証券を、機関化した外国の投資家が国境を越えて売買するという取引スタイルである。

こうした国際投資が活発化するのには、金融グローバル化が進展したためである。すなわち、主要な先進諸国で投資の機関化が進み、また機関投資家の外貨建て証券の運用規制が緩和されると、資産運用会社のプロの手により大量の資金が国境を越えて投資されるようになる。この機関投資家にとって投資リターンやリスクと並んで、重要なポイントは、大量の売買注文を速やかに執行できる市場規模や流動性である。流動性という観点から伝統的の外国証券取引をみると、例えば本国で上場しているけれども足りないから、貯蓄超過国に行って、そこで外国株として上場し、資金を調達するというわけであるから、流動性が母国と外国とに分散されて逆効果になる。第2のオフショア型もその点では伝統的の外国証券取引と同様である。その結果、80

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、流動性をもっ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3のスタイル、即ちクロス・ボーダー型本国市場証券取引というスタイルをとることになる。

他方で、投資受け入れ国の側も、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。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。80年代に、先進諸国を中心に証券投資に係る為替管理が撤廃されたことも、このクロス・ボーダー型投資の拡大に貢献した。

このクロス・ボーダー型投資においては、伝統的証券取引のような投資中心国は存在しない。また特定のオフショア型市場の提供も必要ない。各国のドメスティックな証券市場が、機関投資家の投資ネットワークによって直接的かつ相互的に結び付くことになる。

以上①から③のどの形態が適切かは、経済の発展段階やそれに適合的な内外資本移動規制・各種金融規制の程度に依存するため、国毎に異なるし、また①から③は相互に排他的な関係にもない。少なくとも80年代後半以降の先進諸国間では③が国際証券取引の主要なパイプとなっており、欧州域内でもその傾向は顕著である。他方、アジアでの資金フローには、為替管理や各種金融規制がなお数多く存在しており、こうした点を踏まえて、資金フローの形態やそれに必要な市場インフラについて考える必要がある。

ただ、80年代後半以降の金融グローバル化・機関化のもとでは、③のクロスボーダー型という類型を常に念頭に置きながらアジア域内資本フローのインフラ整備を考えるべきであろう。

#### (2) 取引所の統合モデルの変遷

(1)では、国際資本移動の中でも証券投資に焦点を合せて、三つのタイプに類型化し、債券市場・株式市場それぞれにおいて示した。実際に

戦後のヨーロッパにおいては、そうしたタイプを追認する形で、国際証券取引の主要形態が変化してきた。

このうち株式市場に関しては、証券取引所という市場インフラが存在し、国際証券取引も多くの場合取引所を経由して行われることになるため、その時々での国際的株式取引の形態に、取引所という取引インフラが適合的であるかどうか、常に問われてきた。この点は、アジアなど他のエリアで地域的な「統合」株式市場のインフラ設計をする際に忘れてはならない点である。

さらに、経済統合を進めるヨーロッパ場合、その目標は域内単一資本市場であるため、域内の国境を越える株式取引と、域内の取引所の布置との間に、矛盾や軋轢が生じている場合、それを何らかの形の統合によって解決しようとするインセンティブが常に作動してきた。アジアでも、こうした解決がどこまで可能であるのかについて、考える必要があろう。

#### ① クロスエクステンジ取引と共通上場・単独会員型の統合

第1の「伝統的外国証券取引」では、国際的株式取引は上場外国株式の取引（クロスエクステンジ取引）という形態をとることは、すでにIでみた通りである。このクロスエクステンジ型の国際株式取引を前提に、取引インフラの「統合」を考える場合、域内各国の取引所の外国部に上場された主要な欧州株式が、取引所「統合」の起点となる。上場規制を域内で共通化した上で、この上場外国株式の銘柄を欧州で共通化し、各国の取引所に「欧州部」のような市場セグメント設けて、母国株と並行して上場すれば、欧州のどの国に所在する投資家も、自国証券取引所の「1部」「2部」などに並んで「欧州部」経由での取引ができるようになる。これがパリ証券取引所（当時）が1989年に提起したEurolist計画の基本的な考えであった。この構想を推し進めて広範な「欧州部」市場が域内の各取引所に創設された場合、たとえばベルギーのブリュッセル証券取引所のような小国取引所

の単独上場銘柄はほとんどなくなり、欧州域内の一「地方」証券取引所となる。

この統合スタイルは、「共通上場・単独会員型」と表現できる。すなわち、株式発行体である企業の発行した株式が、域内のEurolist銘柄に組み入れられれば、域内のすべての取引所のいわゆる「欧州部」に「共通上場（Cross Listing）」されることになる。つまりそこでは企業の側が国境を越えて各国取引所内の欧州部にアクセスすることになる。そのため、上場手続きの簡素化、上場手数料の削減など、上場関連の諸費用の削減が課題となる。他方、投資家や証券会社の視点から見れば、自国の証券取引所に「欧州部」という形で欧州の主要企業の株式が上場されているので、自国取引所の「欧州部」での取引で事足りることになる。顧客である投資家から主要欧州株の売買注文が入った場合でも、自国取引所の会員になってさえいればすべての取引を完了できる。証券会社にとっては、証券発行体の国の取引所の会員になる必要はなく、従来通り自国取引所の「単独会員（Single Membership）」となっていればよい。

#### ② オフショア型株式取引とホールセール型市場の提供

第2の「オフショア型国際証券取引」では、証券発行体も投資家も所在しない効率的な株式市場経由の取引で、SEAQインターナショナルがこれに該当するとした。1990年代当時SEAQインターナショナルを通じて一世を風靡していたロンドン証券取引所は、自らの国際外国株式市場を起点に、欧州レベルでの株式市場統合を構想した。実際ロンドン証券取引所はSEAQインターナショナルの登録銘柄にイギリスの内国株を加えて、会員も欧州全体に広げることにより「EWM（欧州ホールセール市場）」を創設するという構想を90年に提出し、上記のパリ取引所のEurolist案に対抗した経緯がある。共通上場を通じて既存取引所を前提としたリンクを志向していたパリなどの取引所の目かは、ロンドンのEWM計画は、13番目の超国家的取引所の創設と映り、支持は得られなかった。

図表Ⅱ－１ 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) 伝統的の外国証券取引<br>(Foreign)                             | (2) オフショア型国際証券取引<br>(International)          | (3) クロスボーダー型母国市場<br>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)<br>単 独 会 員 (Single Membership)      | —<br>—                                       | 単独上場(Single Listing)<br>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)。

結局どちらの統合構想も具体化されず立ち消えとなった。

### ③ クロスボーダー型株式取引と単独上場・共通会員型統合

グローバル化・機関化の時代の主要な国際証券投資の形態は、投資家が国境を越えて証券発行体の本国市場の株式や債券を売買する「クロス・ボーダー型」である。

単純化して考えるなら、クロス・ボーダー型の国際株式取引は、本質的に「単独上場・重複会員」型の取引であるとみなすことができる。すなわち、クロス・ボーダー型の国際株式取引で、高い流動性が重視されるので、本国市場の流動性を分散させてしまう外国市場への上場の必要性は低下し、本国市場での「単独上場(Single Listing)」が理想となる。他方、本国市場にだけ上場された銘柄を、国境を越えて売買する必要から、証券会社は、主要取引の会員になる必要がある。これが「重複会員(Cross Listing)」である。

証券会社にとっては、複数の取引所の会員になる際の様々なコストの削減が必要となる。こうした要求に取引所は、会員の共通化や重複会員費用の削減などの形で答えてきたのである。

このように、国際的株式取引の形態に呼応す

る形で、取引所インフラの国際的な配置や統合戦略は大きく異なってくる。後に3で見えるように、欧州では第3の形態のクロスボーダー型域内株式取引が主流となった結果、第3の「単独上場・重複会員」型の取引所統合が進展しているのである。アジア域内で同様のことを考える場合には、まずそれぞれの国の株式取引が、(1)の①から③のどのパターンであるのかを見極めたうえで、その解決策として、(2)の①から③について検討する、という手順が必要であろう。

## 2. ICT革命と取引所—再編の武器としての取引システム

欧州では域内国境を超える株式取引の主要形態が「クロス・ボーダー型本国市場取引」を中心としたものとなり、その結果として「単独上場・重複会員」型の取引所統合が進んだことを示した。この統合を推進する力となったのが、先進的な取引システムであった。図表Ⅱ－2は「欧州主要取引所の取引システムと清算・決済機関一覧」をまとめたものである。ロンドン証券取引所はSETS、EuronextはNSCと傘下において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、また表には掲げていないが、スウェーデンのOM(後

図表Ⅱ－２ 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<br>LIFFE CONNECT™                                       | Xetra             |
| 清算機関           | LCH.Clearnet       |   | Eurex Clearing    |
| 決済機関<br>(NCSD) | CrestCo(Euroclear) | Euroclear France<br>Euroclear Netherlands<br>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

にヘルシンキ取引所と統合してOMXに改称)は、SAXESSというシステムを、それぞれ利用している。

欧州の主要取引所は、こうした取引システムを、80年代後半から開発し、近隣諸国に売り込むことで、域内再編の武器として活用してきた。例えば北欧・バルト海諸国の単一取引所を形成しているOMXの場合、図表Ⅰ－2で見たとおり、1999年6月には、スウェーデンの取引所運営会社OMが主導する北欧取引所の連合NOREXの枠内で、コペンハーゲン側会員にSAXESSシステムを使わせている。同様のケースは、2000年10月には、SAXESSをアイスランドまで売り込んで、アイスランドの取引所会員が当該システムの利用を開始している。どちらの取引所も最終的にOMXの傘下に入ったことになった。このように、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み、さらにそれを、エリア内の再編の武器として使っているのである。

同様に、フランスが主導したユーロネクストでは、パリが開発し利用していたNSCという取引システムを、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いる。2004年までに、現物株についてはNSC、デリバティブに関しましてはロンドンの金融先物取引所が開発したLIFFE CONNECTという取引システムのすべてのグループの取引所への

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いる。今後はNYSE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。

以上のように、取引システムが国境を越えた地域的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。我が国は、東京証券取引所が06年に次世代取引システムの導入を決定し、業者の選定も終了している。この次世代取引システムは、将来のグローバル・アライアンスの相手方とのインターフェースと、アジア域内での販売を射程に入れてデザインすることになるだろうし、そうした観点がないシステム投資は、我が国の証券市場に多くの損害をもたらすことになるだろう。

### 3. 欧州の代表的取引所のビジネスモデル

図表Ⅰ－1では、それぞれのアライアンスを結び付けている取引システムを【 】内に表示してある。例えば、北欧のOMXは、SAXESSという取引システムを核にして、OMXノルディック取引所というグループを形成している。さらに現在、オスロ取引所に対して10%の資本参加を行っている。これは、ノルウェー側の規制により10%が上限となっているため、いずれオスロも自らのグループに編入しようという戦略と考えられる。

1で見た国際株式取引のパターンとの関連では、このOMXグループは、クロス・ボーダー型証券取引に対応した「母国市場」重視のビジネスモデルを採用している。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、そのかわり、会員はEUの「投資サービス指令 (ISD)」や新しい「MiFID」を用いて複数の取引所の会員になる。二つ目の取引所の会員になる際には追加費用は徴収しない。こうして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。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、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、グローバル化のもとで同一時間帯内に属する取引所が再編や統合を行っていくときの一つの標準的なビジネスモデルとなっていると考えられる。

### Ⅲ. EUの政策対応

EU域内の株式取引のインフラは、グローバル化の中での再編とICT化を通じて、世界的な再編の重要な極を形成するに至っている。ここで「重要な極」というのは、受動的に世界のアライアンスに入るのではなく、そのアライアンスのオリジナル・メンバーとしてアライアンスの制度設計に参画するという意味においてである。他方、日本も含めてアジアにはこうした「重要な極」が形成されていない。

欧州の株式市場運営者が有する比較優位は、EUがこの間採用してきた政策とも無関係ではないであろう。ここでは、アジアで同様の政策が採用可能かどうかについても視野に入れながら、EUの株式市場関連の諸政策をまとめておこう。

#### 1. 単一取引所イニシアティブ (80年代前半まで)

80年代前半までは、域内の取引所統合に関す

る様々な研究と専門家報告を委託してきた。1979年には、欧州議会で「欧州証券取引所の創設に関する決議」が採択され、翌80年にはEC委員会が主催して「単一欧州取引所をめざして」というシンポジウムが開催されている。さらに、EC委員会が中心となって専門家に取引所の統合に関する報告の作成を依頼し、1985年に「取引所リンクによる単一欧州株式市場創設のための提案」(通称ホール＝ダンカン報告)という大部の専門家報告が出されている。

いずれも各国の取引所に上場されている欧州銘柄を拡充し、それらを相互にリンクするというもので、Ⅱの1で示した①クロスエクスチェンジ型株式取引に基づく「重複上場・単独会員」型スタイルの取引所リンクを志向していた。

これらのECの側からのいわば「上から」のイニシアティブは、大陸のパリ証取などの支持を得たものの、「市場に依拠した世界に開かれた統合」を主張するロンドン証券取引所の反対に遭遇し、結局実現には至らなかった(以上の詳細は岩田(1996)第4章)。

#### 2. 域内市場の論理展開

1985年の域内市場計画の開始を境に、ECは取引所統合についての制度設計をしたりそれを積極的に推進したりするスタンスを放棄している。ECが採用した新しい政策は、域内の非関税障壁を撤廃し、域内レベルでの金融機関や市場運営者(=規制市場)の競争を促すことで「金融サービスの域内市場」を創設し、金融サービス価格の低位収斂を実現するという、域内寡占間競争の原理に基づくものとなった。

こうした政策原理のもとで、EC/EUが政策当局としているのは、上述の域内金融機関や市場運営者が域内国境を越えて、対等の条件で競争するための法的インフラを提供することに他ならない。確かに、EC/EUは、この原理のもとで、単一市場の各種EU法制の枠内で証券・派生金融商品市場の運営者が合従連衡を行うことを競争法の観点から監視し、また市場統合の当初の思惑どおりに株式売買委託手数料等が域内

で低位収斂しているのかなど、金融サービス域内市場の効果について時折モニターを実施する。しかしながら、域内の市場運営者（取引所）が単一の市場インフラを創設することを誘導するような政策提言は一切行っていない。また統合のスタイル（既存取引所間の業務提携か、単一取引所かなど）についても、言及や提言を行うことはなくなっている。

代わりに「金融サービス域内市場」実現のために、以下のような諸施策を実施してきた。

第1は、域内の資本移動の自由化である。1986年の第3次資本移動自由化指令、88年の第4次指令により、90年までに域内資本移動は一部例外を除きすべて自由化された。この過程で、いわゆるクロス・ボーダー型・クロスエクスチェンジ型、双方の域内株式投資も大きく増大した。

第2は、金融サービス業者にかかるEC/EU域内の単一免許制度の導入である。銀行業では1989年に第2次銀行指令（＝現銀行指令）が出されて、あるEU構成国で免許を取得したEUの銀行は、追加的な免許の取得をしなくても、支店設立もしくは直接的なサービス提供をEU域内全体で行えるようになった。同様の単一免許は、1993年の投資サービス指令（ISD：後に金融商品市場指令MiFIDへと発展）により、投資サービス業者に対しても与えられた。さらに、投資サービス業者の場合は、域内の取引所会員へのアクセスも保証されることになった。その方式は、相手国で支店を出せば当該国の取引所の会員になれる。あるいは、直接クロス・ボーダーで国境を越えて、自らの拠点のない国の取引所の会員にもなれる。ここまでをEU法として定めたのである。こうした単一免許制度の実施が、EU域内の証券会社（ユニバーサルバンクが多い欧州では実際には銀行）が、域内の複数取引所の会員となることを促した。

第3は、上場や市場詐欺行為などに関する統一的な市場規制の実施である（図表Ⅲ－1）。公募の際の目論見書の記載内容を定めた「目論見書指令」（2003年）、上場企業の定期的情報開示

を定めた「証券発行企業の透明性要件指令」（2004年）、相場操縦やインサイダー取引について規定した「市場詐欺行為規制指令」（2003年）がこれに該当する。

以上の諸施策を通じて、EUは、域内での国境を越えた株式取引の障壁を除去するとともに、そうした株式取引を巡る業者間、市場間の競争が対等の条件のもとで遂行される法的枠組みを整えたのである。

## 結びにかえて アジアへのインプリケーション

本稿では昨今の取引所の世界的再編を踏まえ、その不可欠のパートナーとなっている欧州の取引所を巡る再編について、同一時間帯内部の市場運営者の再編という視点から考察を行ってきた。そこで示したヨーロッパの株式市場インフラを巡る経験が、アジアでそのまま適用できると考えるわけにはいかない。また、独自のEU法を有し、通貨統合まで実現したEUだからこそ、株式市場でもこうした再編が可能となったと考える論者も多いだろう。

しかしながら、単一EU法という観点から見た場合、たとえば北欧の単一取引所OMXは、2005年のEU加盟前からバルト海諸国の一部取引所を取り込んでいたし、また現在もEUに加盟していないノルウェーのオスロ取引所やアイスランド取引所をアライアンスの相手としている（ただし両国にはEEAの枠組みでEU法を受け入れている）。さらに単一通貨が域内の取引所統合にとって不可欠ではないことは、英国・スウェーデン・デンマークなどのユーロ未導入諸国の取引所が上述の再編に深く関与していることから明らかであろう。取引所統合の論理と通貨統合の論理は、（金利の単一化などを通じて）相互に関連するものの、基本的には別個なのである。

すでに取引所はグローバルなアライアンスの形成とアライアンス間競争の時代に突入しており、アジアという同一時間帯内部に属する諸取

図表Ⅲ－１ 新しいEU証券関連法制一覧

| 分野                               | 旧指令名(文書名)  | FSAPによる改正・新規策定   |
|----------------------------------|--|--|
| 証券上場・公募と<br>情報開示                 | 公募の際の販売目録見書指令(89/298/EEC)  | 目録見書指令(2003/71/EC)★<br>↑(80/390/EECに係る諸規定)                                       |
|                                  | 証券上場の際の情報開示指令(80/390/EEC)  |  |
|                                  | 証券上場条件調整指令(79/279/EEC)   | 証券上場および上場証券の情報開示指令<br>(2001/34/EC)<br>↓<br>証券発行企業の透明性要件指令(2004/109/EC)★          |
|                                  | 上場企業の定期的情報開示指令(82/121/EEC)   |  |
| 大口株式取得に関する情報開示指令<br>(88/627/EEC) |  |  |
| インサイダー取引<br>相場操縦                 | インサイダー取引規制指令(89/592/EEC)   | 市場詐欺行為規制指令(2003/6/EC)★<br>同・実施指令(2004/72/EC)★                                    |
| 証券業者                             | 投資サービス指令(ISD)(93/22/EEC)   | 金融商品市場指令(MiFID)(2004/39/EC)★<br>⇒ 同・修正指令(2006/31/EC)★<br>同・実施細則規則(No 1287/2006)★ |
|                                  | 自己資本の定義に関する指令(89/299/EEC)  | ⇒ 修正銀行指令(2006/48/EC)★(銀行指令は表2参照)   |
|                                  | 適正資本金指令(CAD)(93/6/EEC ⇒<br>98/31/EC, 98/33/EC, 2002/87/EC,<br>2004/39/ECによる修正) | ⇒ 自己資本指令(2006/49/EC)★  |
| 業者の監督                            | —  | 金融コングロマリット監督指令(2002/87/EC)   |
| 投資信託                             | 投資信託(UCITS)指令(85/611/EEC)  | 修正指令[ファンド](2001/107/EC)<br>⇒ 修正指令[運用会社](2001/108/EC)<br>⇒2007年秋を目処に修正作業中         |
| 格付け機関                            | —  | 立法措置は無。  |
| 金融アナリスト                          | —  | 立法措置は無。  |
| 補償基金                             | —  | 投資家補償基金指令(97/9/EC)   |
| 担保                               | —  | 国境を越えた担保利用指令(2002/47/EC)   |

出所) Commission of the EC(1993), *Securities Markets: Community measures adopted or Proposed*. 欧州委員会・域内市場総局のホームページ [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/) その他より作成。

引所の再編も待たなしの段階の突入しつつある。東アジア共同体構想や、通貨面でのチェンマイ・イニシアティブ、債券市場を中心とするABMI・ABFなどの諸イニシアティブの進展を待つことなく、株式分野での戦略的対応を、政府レベルと市場運営者の二つのレベルで進める必要がある。

欧州の経験は、アジア各国の政策当局に以下の施策の実施を示唆している。第1は、資本移動の自由化のための一定の条件が満たされた諸国において株式取引の域内フローを促進するための施策を順次実施することである。第2は、単一アジア共同体法制が存在しない中において、各国法制の接近により、投資サービス業者にとってアジア域内があたかも単一の市場であるように業務を営める条件を整えることである。第3は、上場目録見書や情報開示、さらには市場詐欺行為などに関する各国ルールの統一化である。

他方、80年代前半に欧州議会やEC委員会が

「上から」実施しようとした「単一欧州取引所」構想が頓挫し続けたことに鑑み、アジア域内の取引所統合の具体的なあり方や組み合わせについて政府が直接的な関与をするべきではなかろう。特にアジア単一株式市場は、取引所が株式会社化して営利企業体と化しているこんにち、域内の競争政策の観点から受け入れられるものではなかろう。むしろ、政府が行うべきことは、域内の市場運営者間の競争が対等な条件のもとで行われ、自国の取引所が、グローバル化とICT化の中で、金融サービス提供において比較優位を実現し、再編の主体として成長する枠組みを提供することに限定されるべきであろう。

一方、取引所等の市場運営者は、独自の先進的取引システムをもって、グローバルな再編の客体ではなく主体として戦略的に対応を行い、またアジア域内でも、取引システムの提供とそれを通じたリンク先の拡充を戦略的に遂行する必要がある。

以上の一般原則を踏まえて、本稿がⅡで示し

た国際証券取引＝取引所統合の3形態論に基づいて、実際に東アジア（ASEAN+3）域内での株式形態での資金フローを国毎に区分する作業が必要であろう。これは本稿の課題を大きく超えるが、その際ひとつだけ指摘しておきたい点は、仮に資本移動規制や各国内の各種規制がゆえに、第1 伝統的なクロスエクステンジ型（具体的には東京や大阪証券取引所でのアジア株上市）や、第2のオフショア型（この場合NIRAが2007年に提唱している「アジア域内国際債市場」に対応する「アジア域内国際株式市場」の創設が不可欠となろう）が当面の最適解という結論がでたとしても、金融グローバル化と機関化の時代にあっては、常に第3のクロス・ボーダー型株式取引を射程に入れておく必要があるということである。これらの戦略を時間軸や相手国によって使い分ける重層的な戦略が求められるのではないかと考えられる。

#### 主要参考文献

- 岩田健治（1996）『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。
- 岩田健治（2006）「EU（欧州連合）の新しい金融サービス政策」成城大学『経済研究所年報』第19号。
- 岩田健治（2006）「[[講演] EUの新しい金融サービス政策とEUから見た取引所再編」『証券レビュー』2006年11月。