



日本取引所グループ
ロンドン駐在員事務所
アンナ・ヒル

—連載（第17回）—

スコットランド、43年ぶりに取引所が復活か？



■ 1. はじめに

現在、スコットランドには取引所は存在しない。しかし、1973年ロンドン証券取引所（LSE）に統合されるまで、スコティッシュ証券取引所（the Scottish Stock Exchange）というものがあり、その前身の期間を含めると約100年以上の間にわたって存在していた^{（注1）}。統合によって、証券取引所はスコットランドから無くなり、上場していた地場企業は汎英国の企業と同様にLSEで上場することとなったという歴史的な経緯がある。

Brexitが決定され、スコットランドにまた独立に向けた気運が高まろうとしている中、7月上旬、スコットランドの新聞各紙には、エジンバラを拠点とする新たなスコットランド取引所の計画が取り上げられた。その内容によると、元ナスダックのトレーダー・グループとされている匿名団体が発起人となって新証券取引所の設立を目指し、英FCAに

許可を申請しているというのだ。その新取引所の名は、“SCOTEX”である^{（注2）}。ここでは、まだ実態が完全にクリアになっていないSCOTEXだが、自身が開設したウェブサイト^{（注3）}及び各種報道を基に、これまで分っている内容をご紹介します。

なお、文中の意見にわたる部分は筆者の私見である。

■ 2. 「SCOTEX」とは何か。

SCOTEXは、電子取引プラットフォームを利用し、リットブックもダークプールの市場も提供することを想定している。SCOTEXが目指す株式市場の役割としては、スコットランド企業へIPO機会を提供する上場市場（Primary Market）となること、及びLSEに上場している汎英国株（FCAのOfficial Listで登録している銘柄）の取引市場（Secondary Market）となること主であり、ETFの取引市場になることも目指している。



また、SCOTEXはスコットランド企業を対象にする指数「SCOTS-50」算出も計画している。現在スコットランド企業だけを対象にした指数は存在しない。新指数はリアルタイムで公表され、市場参加者に無料でアクセスを提供したいと考えている。

SCOTEXは英FCAに、LSEと同様の「認定投資取引所 (Recognised Investment Exchange、RIE)」としての許可を申請している。許可は最低6ヶ月かかるとの見通しだが、許可を受けた場合、以下のとおり、段階的に市場をローンチする考えである。

1. スコットランド企業の上場市場、及び FTSE 250銘柄の取引市場を開始
2. 英国に上場されている、売買高上位 100のETF取引市場を開始
3. FTSE 250以外のLSE上場銘柄の取引市場を開始
4. ブロックチェーンに基づく執行システムを開始

■ 3. SCOTEXのイノベーション

SCOTEXは、スコットランド企業に対するIPO機会の提供という地元スコットランドのための役割を担っているが、収益面を考えると、やはり汎英国株の上場市場となっているLSEや、英国株のみならず欧州株を広く取引しているBATS等から如何にシェアを奪い取るかが課題のようだ。その課題の解決策がイノベ

ーション技術の開発・利用と考えているようだ。

SCOTEXのウェブサイトには、3つの解決策の記載があるので、それを以下に簡単に纏める。

1つ目はブロックチェーンを利用した取引執行システムの構築である。SCOTEXの設立者はブロックチェーンの可能性に期待しており、これを利用することで、取引を執行・成立させた後、数分以内に決済できる仕組みを考えているようだ。SCOTEXは市場参加者に対して、①清算機関を利用した取引の執行と、②ブロックチェーンを利用したリアルタイム（に近い）の取引執行を選択できるようにすることとしている。

ブロックチェーンを利用した参加者に課すチャージは、取引毎の手数料でなく、取引を記録する元帳（レジャール）へのアクセス料だけで、均一料金としたいとしている。この仕組みができると、支払いがほぼリアルタイムででき、清算のための担保が必要なくなるため、全体的なコストが大幅に安くなると考えられている。SCOTEXはどのくらいのタイムフレームで、この仕組みが実行可能か明らかにしていないが、他者から市場シェアを奪うための作戦として重要視している。

2つ目のイノベーションは、ブロック取引のための「断続的 オークション・サービス」というものだ。BATS Europeが去年導入したサービスと同じような形式で、ある銘柄の流動性変更によって行われるオークション（日本で言う「イタヨセ」）のことである。オ



ークションは取引時間にいつでも可能である。このサービスでマッチングされた取引はリットブックに相当するため、第2次金融商品市場指令（MiFID II）で2018年に導入されるダークプール制限の対象とならない。ダークプール制限を回避する方法を探している市場参加者には、有利なサービスとなりそうだ。

最後3つ目は、新たな注文の種類としてLong Life Orders（LLO）というものの採用である。これは、いったん注文したら直ぐに取り消せない注文形態のことであり、投資家は、予め注文の取消し不可能期間を設定の上で発注を行うことになる。このLLOは、同値であれば、他の注文に優先されて約定がされる優位性があり、アルゴ利用者やHFTには意図的に利用しづらくした仕組みとなる。

■ 4. SCOTEXは本当に成功できるか。

MiFIDが2004年に施行され、英国には株式売買を付け合わせする取引ベニューはいくつも登場した。それらは既存市場の上場銘柄の取引を先進的なシステムを利用して、そのシェアを奪おうとすることに注力してきた。SCOTEXもLSEからシェアを奪おうとしている意味で既存の取引ベニューと類似性はある。しかし大きな相違は、SCOTEXが“スコットランドのための市場”にしようとして、地元色を強く打ち出している点である。

この点で比較できそうな例が一つある。

2007年3月、イングランド・ウェストミッドランド州の地方開発庁 Advantage West Midlandsが主導した、バーミンガムにおける新証券取引所「InvestBX」である。

InvestBXは、LSEの上場基準を満たせない地元中小企業に50万ポンドから500万ポンドまでリスクキャピタルの調達を提供することを目的とした。InvestBXはインターネットの動画等で投資家を引き付けることや、オークションの取引マッチング等で、当時の最新テクノロジーを駆使し革新的な試みと取り上げられた。今回のSCOTEXとの類似点は多くあると言える。このInvestBX、開設の翌年の2008年、金融危機に見舞われ、結局2011年売却（売却価格1ポンド）されることになってしまった。InvestBXのケースは、金融危機という特殊要因が大きく影響したと結論づけられており、SCOTEXの場合は、その意味で、平時での船出と言えるが、それでも競争が激化する取引ベニュー業界及び変動の大きい規制環境下で、取引所事業を成功させることは大変なことではないか（注4）（注5）。

もう一つ個人的に気になった点は、SCOTEXが、成功の柱にブロックチェーンの利用を掲げていることである。ブロックチェーンは、技術的な特徴として、多様な注文をその都度付け合わせをする取引には馴染みにくいと言われており、今後、実際に取引所免許を取得・開設に向けての過程においては、SCOTEXの発起人は、ブロックチェーンをどのように活用していくのか、その具体的な

方法・内容の説明が求められるようになるのではないか。

■ 5. スコットランド独立に向けた動きの一つか？

SCOTEX設立者はウェブサイトで、スコットランドで取引所を設立する理由を次のように説明している。

- ・ LSEは、1973年の統合後、スコットランドにオフィスを持ってこなかった他、スコットランド企業を対象にした指数も算出して来ず、LSEメインボードの上場会社数で見るとスコットランド企業は136社（合計1,268社）であり、スコットランドとイングランドの経済格差はこの40年で広がる一方となった。
- ・ 英国政府は、スコットランドから取引所を無くして、金融サービス業はイングランドに集中・発展させ、スコットランドには製造業や石油（北海油田）関連を主たる産業に、住み分ける政策を行ってきた。
- ・ スコットランドには上場したくても、上場できずにいる企業が多数あり、独自の取引所が必要である。

しかし、上述のことだけでなく、もう少し政治的な理由もありそうだ。

スコットランド各紙がSCOTEXの計画を

報道したのはBrexitが決まった1週間後で、国民投票の結果を見た上で報道を行うとした意図が透けて見える。

また、SCOTEXのウェブサイトには、「スコットランドの新たな政治的な現実においては、独自の資本市場が必要である。」と完全に政治情勢を意識した文言が記載されている。

Brexit後の英国内の不安定化はLSEに有利な状況とは言えず、今回のSCOTEXの動きは、金融の街としてのエジンバラに目を向けさせる上手いタイミングだったとも言える。SCOTEXは「取引所の設立はスコットランドの独立を条件としていない」としているが、新しい取引所を開設することで、新しい国に、新しい資本市場を作るプロジェクトにも見え、元ナスダックのトレーダー・グループとしか“素性”が知られていない方々の今後の動きに要注目である。

(注1) スコティッシュ証券取引所は、1964年、エジンバラ証券取引所（1844年創設）、グラスゴウ証券取引所（1844年創設）、ダンディー証券取引所（1879年創設）及びアバディーン証券取引所（？）が統合して創設された。

(注2) <https://www.commonspace.scot/articles/8783/exclusive-mystery-group-us-traders-apply-create-independent-scottish-exchange>

(注3) <http://scotex.uk/>

(注4) <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1502e59a-de2a-11db-afa7-000b5df10621.html#axzz1OS5TgtoU>

(注5) <http://www.birminghampost.co.uk/business/birmingham-stock-exchange-investbx-sold-3921211>

