アジア強化に向かう欧州の証券取引所

野村資本市場研究所 主任研究員
井上　武

1．欧州市場の低迷とアジア市場の躍進

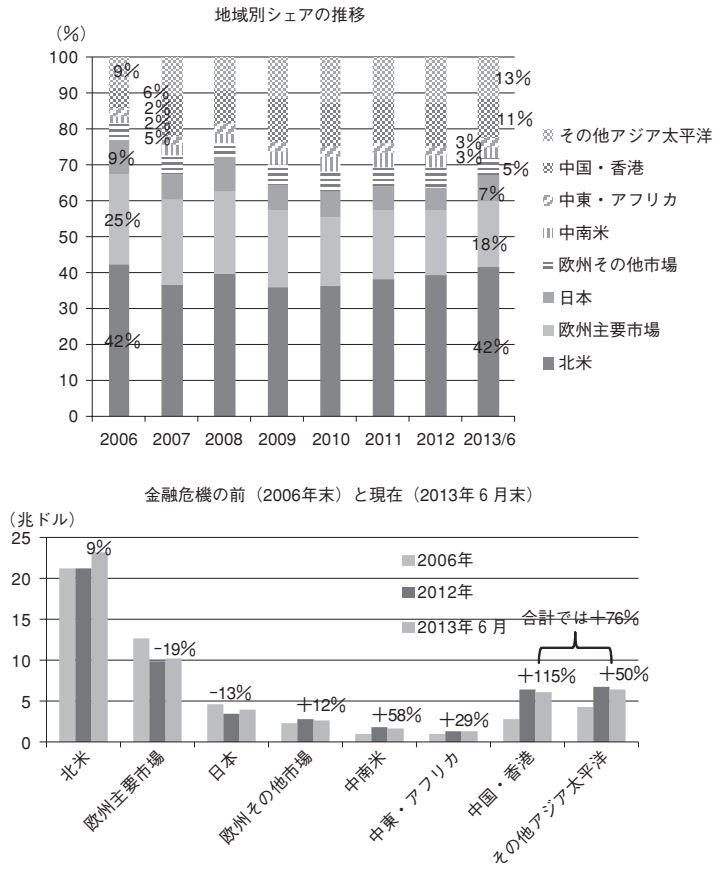
欧州では2008年のリーマンショックによる世界的な金融危機以降も、複数国における財政危機とユーロ危機、銀行のデレバレッジや緊縮財政の影響を受けた景気の低迷など、危機が複合化、長期化する傾向にあり、その影響が株式市場にも及んでいる。こうした中、欧州の取引所は、近年、回復が遅れる自市場から成長市場である新興市場、とりわけアジアへの関心を強めている。

〈目　次〉

1．欧州市場の低迷とアジア市場の躍進
2．アクティビティも活発なアジア株式市場
3．アジアに活路を求める欧州の取引所
4．アジアの発行体と投資家の取り込み
5．チャレンジが続く欧州、アジアとの統合の可能性

2012年12月に発表された米国の新興デリバティブ取引所であるインターコンチネンタル取引所（以下「ICE」）によるNYSEユーロネクストの買収でもこの点が象徴的に現れている。ICEの買収の主な目的は、米国の市場とロンドンでデリバティブ市場を運営するNYSE国際金融先物取引所（NYSE LIFFE）の買収であると言われ、欧州部門であるユーロネクストについては、戦略的な投資家への売却もしくはIPOにより、ビジネスとして独立させることを検討している。2006年にNYSEとユーロネクストの買収合戦を演じて敗れたドイツ取引所の出方が注目されたが、フランシオニCEOからは「近い将来において、大きな成長を達成できるのは欧州でも北米でもなくアジアであり、アジアでの市場開拓が中期的な最優先課題」と欧州には関心がないといった発言がなされた（注1）。欧州の取引所によるアジア・ビジネスの強化としては、2012年11月から開始されているロンドン証券取引所とシンガポール取引所との間の主

（図表１）地域別に見た取引所の時価総額の推移



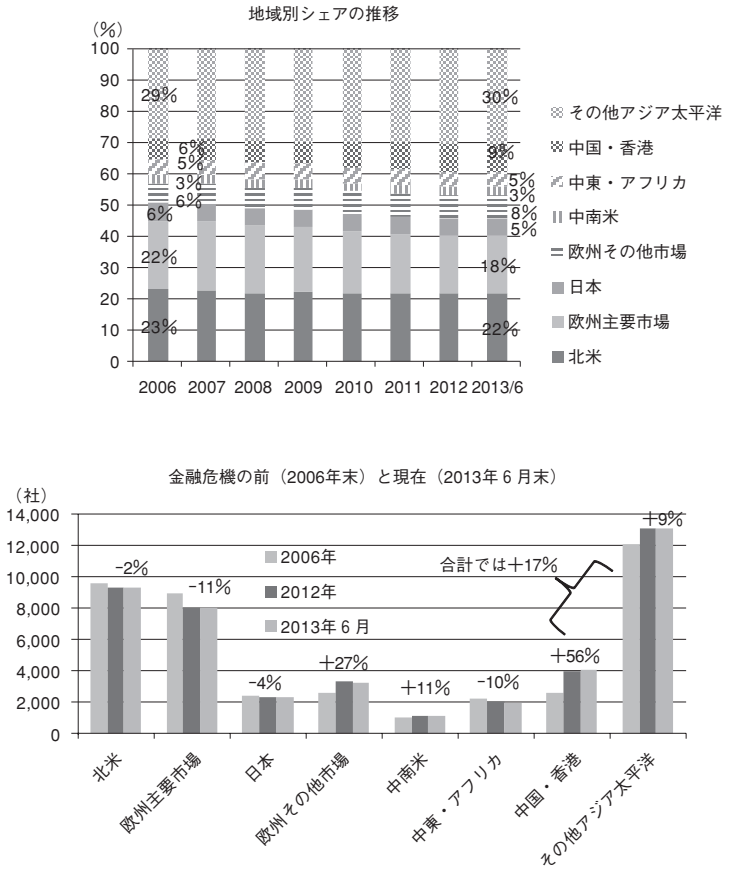
（注）本文の（注１）を参照。
（出所）世界取引所連合の統計より野村資本市場研究所作成

要銘柄の相互取引などもある。

欧州の主要市場の時価総額は2006年から2013年６月末かけて19%減少している一方で、アジア太平洋地域（除く日本、以下同様）の時価総額は76%増加している（図表１）。世界全体に占めるアジア太平洋地域のシェアは2009年末には欧州主要市場を上回り、現在では北米に次ぐ24%となっている。これに対して欧州主要市場のシェアは次第に低下し、現在では18%となっている（注２）。足下では北米市場が大きく回復してきているものの、欧州主要市場や日本の回復は遅れ、経済だけでなく株式市場においても「脱G７化」もしくは「G20化」が進んでいることが観察できる。

上場企業数を見ても状況は同じである。北米、欧州主要市場、日本の３大地域では上場

（図表２）地域別に見た取引所の上場企業数の推移



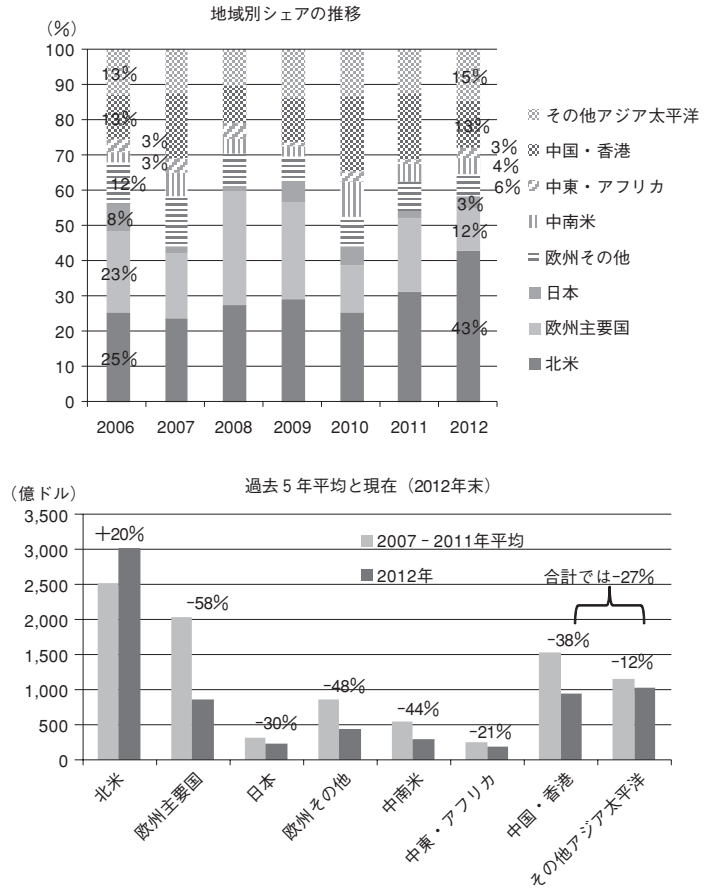
（注）本文の（注１）を参照。
（出所）世界取引所連合の統計より野村資本市場研究所作成

企業数が減少する一方で、中東・アフリカを除く地域では上場企業数が増加している。先進国では買収や企業統合による企業数の減少が影響を与えていることや、新興市場では機関投資家の投資対象とならないような中小企業の上場が多いことなどもあり、単純に上場企業数で比較するのは適切ではないかもしれない。しかし、一般的には、母国の経済発展とともに多くの企業の価値も増加するため、上場企業数の多寡はその市場の将来ポテンシャルを表しているとも言えなくもない（図表２）。

２．アクティビティも活発なアジア株式市場

市場の活用状況についてはどうだろうか。

（図表３）地域別に見た株式公開及び増資（含む第三者割当）の推移

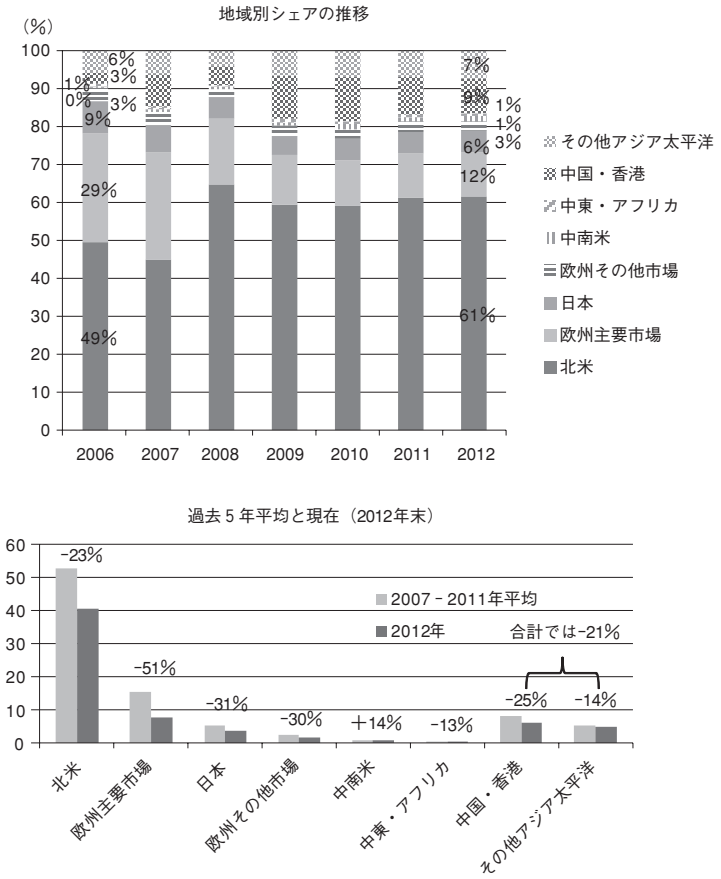


（注）地域は他の図表における分類に合わせた。本文の（注１）を参照。
（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

まず、発行市場についてであるが、図表３は株式公開及び増資（含む第三者割当）の状況を地域別に比較したものである。様々な景気指標に回復の兆しが見られる米国を除いて、2012年は全ての地域で発行市場が低迷した。特に欧州の発行市場は金融危機やソブリン危機の影響を受けて昨年は大幅に落ち込んだ。欧州主要国における2012年の株式の新規発行額は過去５年平均額の４割にまで落ち込んでいる。

アジア地域については、昨年は中国・香港が株価の低迷と中国本土において株式の新規公開が凍結されたことを受けて同38%減と大幅な減少となったが、その他のアジア太平洋地域は12%減と他の地域と比べて比較的堅調に推移した。また、アジア地域の合計と欧州

（図表４）地域別に見た取引所の売買代金の推移



（注）本文の（注１）を参照。
（出所）世界取引所連合の統計より野村資本市場研究所作成

主要国とを比較すると、危機対応で金融機関の増資が活発化した2008年と2009年を除いてアジアでの発行総額のほうが大きくなっており、発行市場においてアジアは欧州の主要市場に匹敵する規模になってきていると言えよう。

売買代金を見てもアジアが相対的に堅調であるという姿が浮かび上がってくる。2012年の売買代金は過去５年平均額との比較では、欧州主要市場が51%減と大きく減少しているのに対して、アジア合計は21%の減少にとどまっている。また発行市場と同様に中国・香港を除くアジア太平洋地域は14%減と減少幅は比較的小幅にとどまっている（図表４）。

欧州の取引所における売買代金の低迷には、規制の変更という経済情勢以外の要素も

大きな影響を与えている。欧州では2007年に金融商品市場指令（以下「MiFID」）が施行され、いくつかの国で残っていた取引所への取引集中義務が撤廃され、新たな競争環境にも直面している。新規に取引サービスに参入してきた多角的取引施設（MTF）などは、高度なシステムと価格攻勢により取引所から大きなシェアを奪っている。2013年３月末時点では、ドイツの主要株式指数DAXの構成銘柄の売買代金に占めるドイツ取引所のシェアは65%、同じく英国の主要株価指数FTSE100の構成銘柄におけるロンドン証券取引所のシェアは59%、フランスの主要株式指数CAC40の構成銘柄におけるユーロネクストのシェアは63%となっている。

ちなみに取引所の売買シェアの低下は米国ではもっと進んでおり、ニューヨーク証券取引所の主要指数であるダウ平均株価の構成銘柄では、ニューヨーク証券取引所のシェアは26%、グループの他の取引所を含めても38%となっている（注３）。また、ナスダックOMX（米国部門）の主要株価指数であるナスダック100の構成銘柄ではナスダックのシェアは45%である（注４）。このような状況でも米国の取引所における売買代金は欧州と比べて圧倒的に大きい。経済低迷の影響にしても、代替市場への取引の流出にしても、欧州の取引所における売買高が大きく低迷していることに変わりはない。

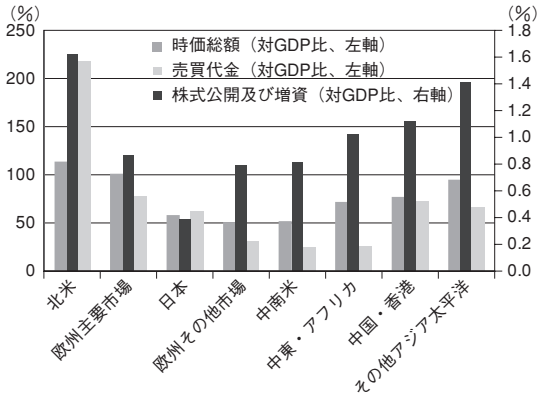
３．アジアに活路を求める欧州の取引所

足下では米国や日本の株式市場の回復も見られるが、2012年までの世界の株式市場の状況を俯瞰すると、米国の回復、堅調なアジア、欧州主要国の低迷という特徴が浮かび上がってくる。欧州の取引所が自市場の低迷をどこで補うかと考えた場合に、規模の面からもまずは米国市場が候補として考えられるが、米国は欧州に先んじて市場間競争によって取引所が苦戦を強いられている地域でもある。したがって、規模も十分大きく育ちつつあり活動も比較的活発なアジアが第一候補として挙げられるのである。

株式市場と経済規模とを比較してみると、既にアジア地域は先進国並みの水準となっているとも見られ、先進国市場にキャッチアップするために急成長するという段階は既に終わったとも言える（図表５）。むしろ、今後も急激な成長が続くのであればバブルを懸念する必要もあるかもしれない。一方で、同地域の経済成長が国際的に見て今後も相対的に高いことが期待できるのであれば、それに見合う形で株式市場も順調な拡大を続けていくだろう。低迷する欧州経済と欧州株式市場と比べれば十分に魅力的な市場として映るに違いない。

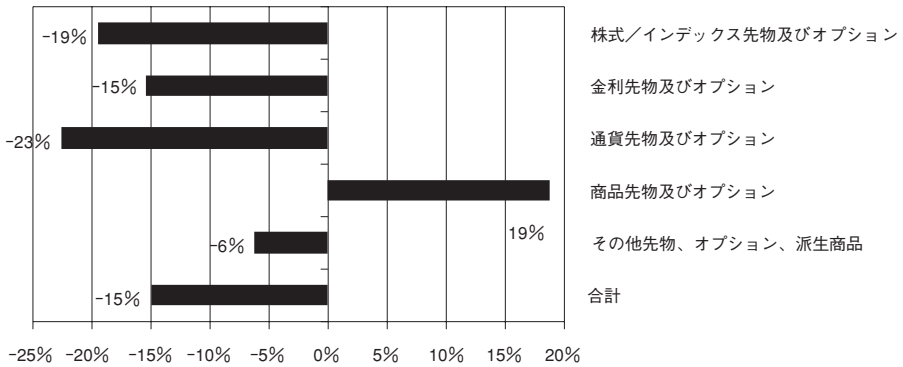
アジア事業の他にも、欧州の証券取引所はデリバティブ事業も今後の柱の一つとして注

（図表５）経済規模と株式市場



（注）2012年の値。地域は他の図表における分類に合わせた。本文の（注１）を参照。
（出所）世界取引所連合、ブルームバーグ、IMFより野村資本市場研究所作成

（図表６）取引所におけるデリバティブ取引の増減（2012年/2011年）



（出所）世界取引所連合より野村資本市場研究所作成

目している。国際的な規制強化によってデリバティブの店頭取引のうち標準的なものについては、今後、システム的な売買や中央清算が義務付けられる予定である。店頭取引の市場規模は取引所取引の10倍にも上るため取引所の期待も大きい。

ところが金融危機以降、株式市場と比べて比較的堅調であったデリバティブ市場は、昨年は取引所における取引高が全世界合計で15％減少するなど転機を迎えつつある（図表６）。年間で取引高がマイナスとなったのは2004年以来のことである。金融危機が一段落する一方で景気回復が緩慢なことや金利低下が一巡したことなどによって市場の変動が小さくなってきているためである。店頭デリバティブ市場は広大な未開の地ではあるものの

それほど肥沃ではないかもしれない。

欧州の取引所にとって当面は、店頭デリバティブ市場において未開拓地の一部を取り込み、アジア市場では成長の恩恵を求める、というのが共通の戦略と言えよう。

4．アジアの発行体と投資家の取り込み

ドイツ取引所は2013年の成長戦略として、①店頭市場などこれまで規制されてこなかった市場へのサービスの強化、②ITの更なる強化、③新興市場ビジネスの強化の3つを掲げている。新興市場で特に力を入れると明示されているのがアジアと南米である（注5）。現物株取引、デリバティブ取引、清算・決済取引、インデックス・ビジネスなど取引サイクルの全てにおいてアジア事業を積極的に拡大させている。

現物株部門では中国企業のドイツ取引所への上場に力を入れている。2007年に上場を開始して以来、規制市場とオープン市場（注6）に上場した累計の中国企業数は40社（注7）に上り、2012年は新たに7社が上場した。当初はロシアやウクライナからの上場にも力を入れていたが、近年、同地域からの上場は少なくなっている（図表7）。ドイツ取引所は2010年頃までは新興市場として中東欧も重点地域としていたが、金融危機が欧州のソブリン危機へと広がりを見せる中で、同地域も少なからず影響を受けており、2013年は重点地域から外している。

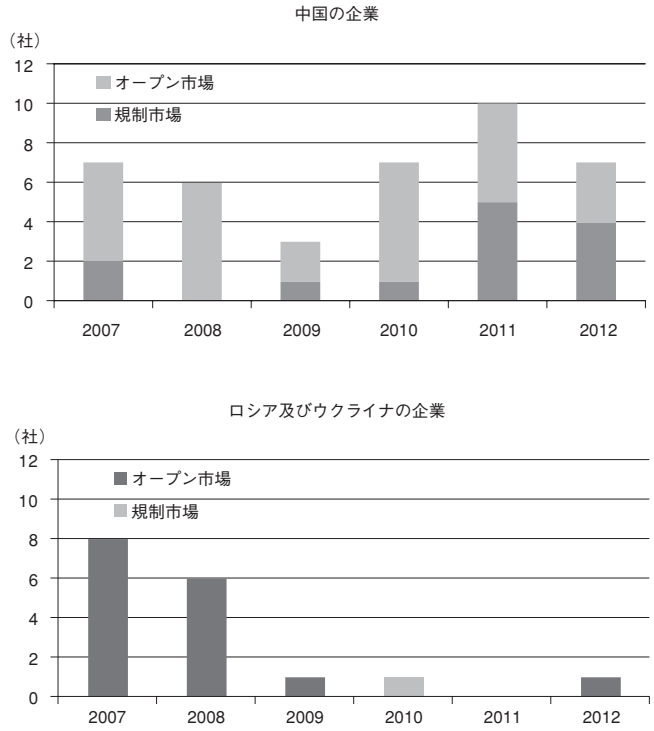
2011年からはSIXスイス取引所と共同保有するSTOXX指数の国際化を進めているが、そこでもアジア強化を鮮明に打ち出している。2012年9月には中国A株、B株、H株、レッドチップスそれぞれの指数を導入した。その他にもアジア太平洋地域の指数を増強しており、2012年末時点の全指数7,372に占める同地域のシェアは51%と約半数を占めている（注8）。

デリバティブ部門のユーレックスでは、2010年8月から韓国取引所と提携し、韓国の主要株価指数のKOSPIのデリバティブをユーレックスの会員及び韓国取引所の会員に提供するサービスを開始している。ユーレックスでのポジションが毎日韓国取引所に引き継がれる仕組みとなっており、韓国取引所にとっては時間外の取引がユーレックスで実施され、実質的に24時間取引が実現できることになった。ユーレックスは同様の仕組みを台湾先物取引所との間で2013年第4四半期にも開始する予定である。

ロンドン証券取引所は、2012年7月にシンガポール取引所との間で、双方の取引所における主要銘柄を相互に取引できるようにすることで合意した。2012年11月より、ロンドン証券取引所は国際板（International Board）を設置し、シンガポールの主要39銘柄の取引を開始した。2013年上半期中には、シンガポール取引所でFTSE100指数の構成銘柄の取引が開始される予定である。

国際板の清算取引はLCHクリアネット、

（図表７）ドイツ取引所における新興国企業の上場



（出所）ドイツ取引所資料より野村資本市場研究所作成

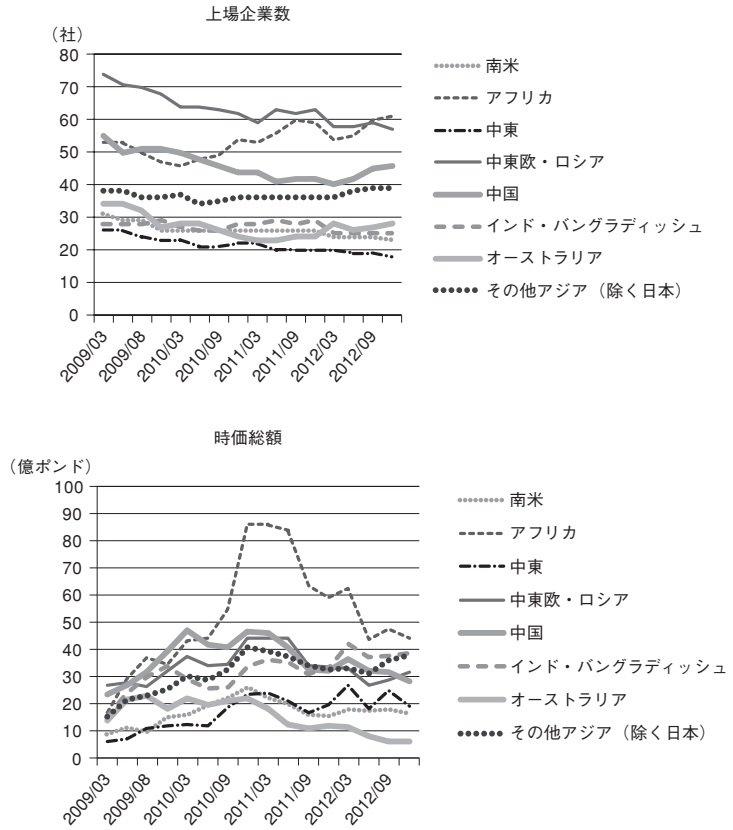
決済はシンガポール取引所の子会社の中央預託機関が担当する。ロンドン証券取引所は、他の取引所と同様に現物及びデリバティブ取引の清算決済事業も強化しており、2013年第２四半期中にLCHクリアネットを買収する予定である（注９）。シンガポール取引所との提携は、LCHクリアネットの国際ビジネスの強化にもつながっている。

ロンドン証券取引所は国際的な証券取引所として、これまでも世界各地の企業の上場を誘致してきた。新興国株式については、大型銘柄を預託証券などによって主要市場に上場する一方で、中小型銘柄や創業、成長過程にある企業を新興市場のAIMに積極的に上場してきた。

AIM市場も近年の金融危機を受けて売買高は2007年のピークから2012年は約半減、時価総額も約６割に減少している。そうした中、中国やインドを除くその他アジア地域の銘柄は企業数、時価総額とも足元で増加傾向にありシェアを伸ばしている。時価総額、上場企業数が大きく減少している中東欧・ロシアとは好対照である（図表８）。

また、ロンドン証券取引所は2009年にスリ

（図表８）ロンドンAIM市場における新興国からの上場



（出所）世界取引所連合より野村資本市場研究所作成

ランカのIT企業であるミレニアム・インフォメーション・テクノロジー社を買収し、自社のシステムの大部分をミレニアム社製に切り替えている。更に、ミレニアム社はモンゴル証券取引所やマレーシア取引所などにシステムを提供し、アジアへの積極展開を図っており、ロンドン証券取引所グループに占めるアジア事業の比率が急速に高まってきている。

この他、欧州において成長するアジアの投資家資金の取り込みとして注目されるのは、昨年12月に完了した香港取引所によるロンドン金属取引所（以下「LME」）の買収である。香港取引所及びLMEはこの買収によって、最大の金属消費国である中国を含めアジアで拡大する金属先物に対するニーズからの収益拡大を目指している。香港取引所のチャールズ・リーCEOは2013年－2015年の中期計画で、LMEにおいてアジアに対応した時間帯の取引を導入することや人民元による決済を導入することについて言及している（注10）。

5．チャレンジが続く欧州、アジアとの統合の可能性

現在、欧州で議論されている金融商品市場規制（MiFID）の改正では、株式取引の4割で利用されているとも言われるアルゴリズム取引や高頻度取引への規制強化が予定されている。規制の内容次第ではあるが、市場の安定性に影響を与える悪性の取引だけでなく、市場に流動性を提供する純粋なマーケット・メーク業務への影響も予想される。また、フランスやイタリアなど既に一部の国で導入されている金融取引税を欧州の11ヵ国において実施することが議論されている（注11）。これらはいずれも欧州の証券市場に少なからず影響を与えることが懸念される。

このように、金融、経済危機からの回復の遅れと規制強化の両面から、依然として欧州の株式市場には不透明感がぬぐえない。したがって、欧州の取引所のアジア志向は今後ともしばらくは続くことが予想される。一方、アジアでは中国の証券取引所の急成長などもあり、今後のアジアの金融センターとしての地位を巡って取引所の間で峻烈な競争が展開されている。韓国証券取引所やシンガポール取引所などが欧州の取引所との提携に前向きなのもこうした状況を反映したものであると言えよう。最終的に成就しなかったがシンガポール取引所によるオーストラリア証券取引所の買収の試み（注12）など域内での統合の動きも出てきている。シンガポール取引所や韓国証券取引所は、アジア域内においてもデリバティブの分野で他の取引所との連携を模索する動きを見せている。

ドイツ取引所のフランシオニCEOが「アジアでは有機的な成長と提携に注力する」と述べているように（注13）、これまでのところ欧州の取引所のアジア・ビジネスの強化は既存のビジネスの延長といった内容のものも多い。しかし、今後、より直接的でスピーディかつ大規模にアジアの成長を享受するために、統合や合併といった大胆な手段が模索されることも十分に考えられるだろう。昨年の香港取引所とLMEの統合のケースはその先駆けとも言えるのではないか。

アジアを含めた新興国市場については米国の量的緩和が終焉するとの観測から一時的な調整を懸念する声もきかれる一方で、経済規模の拡大自体は今後とも先進国と比べても堅調に推移していくだろう。

2000年代後半はNYSEとユーロネクストとの合併、ナスダックによるOMXの買収など北米と欧州を跨ぐ「トランスアトランティック」な統合が進んだが、欧州や北米とアジアを跨ぐ「トランスコンチネンタル」、「トランスパシフィック」な統合が見られるのもそう遠い将来ではないかもしれない。

（注1）“Deutsche Börse eyes LatAm and Asia growth” Financial Times, January 21, 2013.

（注2）本文中及び図表で利用している数値は、世界

取引所連合によって統計が公表されている取引所を対象に野村資本市場研究所が計算したものであり全ての取引所を網羅したものではない。地域別の取引所の構成は以下の通りである。「北米」は、NYSEユーロネクスト（北米）、ナスダックOMX（北米）、TMX（カナダ）、メキシコ取引所。「欧州主要市場」は、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、NYSEユーロネクスト（欧州）、イタリア取引所、BMEスペイン取引所、SIXスイス取引所、「日本」は東京証券取引所、大阪証券取引所（売買代金のみ）。「欧州その他市場」は、ナスダックOMX（北欧）、オスロ取引所、アイルランド証券取引所、ウィーン取引所、ルクセンブルグ証券取引所、アテネ取引所、マルタ証券取引所、キプロス証券取引所、MICEX－RTS証券取引所（2009年以降のみ）、ワルシャワ証券取引所、ブダペスト証券取引所、イスタンブール証券取引所、リュブリャナ証券取引所。「中南米」は、バミューダ証券取引所、BM&Fボベスパ、ブエノスアイレス証券取引所、コロンビア証券取引所、リマ証券取引所、サンチャゴ証券取引所。「中東・アフリカ」は、テルアビブ証券取引所、アブダビ証券取引所（2011年以降のみ）、アンマン証券取引所（2008年以降のみ）、マスカット証券取引所（2010年以降のみ）、エジプト取引所、テヘラン証券取引所、カサブランカ証券取引所（2011年以降のみ）、ヨハネスブルグ証券取引所、モーリシャス証券取引所。「中国・香港」は、上海証券取引所、深セン証券取引所、香港取引所。「その他アジア太平洋（除く日本）」は、オーストラリア証券取引所、韓国取引所、シンガポール取引所、台湾証券取引所、ボンベイ証券取引所、インド・ナショナル証券取引所（売買代金のみ）、マレーシア取引所、コロンボ証券取引所、インドネシア証券取引所、フィリピン証券取引所、タイ証券取引所。

(注３) ナスダックの売買シェアは23%。

(注４) NYSEユーロネクストグループのシェアは15%。

(注５) ドイツ取引所グループ「コーポレート・レポート2012年」の13ページ参照。

(注６) 規制市場はEUの上場に関する規制に準じた市場、オープン市場は規制された取引所が運営する市場。

(注７) 投資家保護の強化を目的に2012年にオープン市場の大幅な見直しが実施され、上場企業の情報開示や資本金、浮動株数などの規定が強化された。これを受けて既上場企業の再登録が進められており、現在、中国の上場企業数は規制市場が５社、オープン市場が８社の合計13社となっている。

(注８) ドイツ取引所グループ「コーポレート・レポート2012年」の46ページ参照。

(注９) 2013年３月27日、LCHクリアネットの株主は、ロンドン証券取引所がLCHクリアネットの株式の55.5%を追加で取得し、持ち分を57.8%に引き上げることを承認。

(注10) 香港取引所による2013年１月15日のプレスリリース“HKEx Chief Executive Charles Li's Elaboration on HKEx's Strategic Plan 2013－2015”より。

(注11) 小立敬、井上武「欧州の金融取引税の導入に向けた進展」『資本市場クォータリー』2013年春号を参照。

(注12) オーストラリア証券取引所とシンガポール取引所は2010年10月に合併の協議に入ったが、2011年８月にオーストラリアの財務省の承認が得られず実現に至らなかった。

(注13) “Deutsche Boerse CEO Says Asian Expansion as Top Priority” Bloomberg, February 20, 2013.