

【研究ノート】

ドイツにおける株式取引の「内部化」  
—— MiFID による規制との関係で ——

山 口 博 教

## 研究ノート

## ドイツにおける株式取引の「内部化」 —— MiFID による規制との関係で ——

山口 博 教

## 目次

1. はじめに一問題の所在
    - (1) 2009年から半年間のサバァティカル期間における文献調査
    - (2) 2009年末、フランクフルト証券所によるベルリンの取引システムの買収
  2. 金融商品市場指令 (MiFID) と株式の「内部取引」
    - (1) 2003/04年時点での情報
    - (2) シュミット教授65歳記念論文集 (2006年刊行) のケンドゲン論文
  3. 株式取引の「内部化」の進展と市場間競争をめぐる評価
    - (1) ハンブルク証券取引所450周年記念論集 (2008年刊行) のベッスラー/シュミット論文
    - (2) フランクフルト証券所による、ベルリンの取引システム買収をめぐる
  4. まとめにかえて
- 参考文献一覧

### 1. はじめに一問題の所在

#### (1) 2009年から半年間のサバァティカル期間における文献調査

2008年秋に、2009年度の後期半年間をサヴァァティカル・イヤーとすることが認められた。そこで関連諸機関と連絡を取った結果、以下の日程で欧州滞在し研修した。8月下旬に日本を発ち、9月に独語学校、10月に英語学校で語学研修をし、11月から2010年2月末までハンブルク大学資本市場研究所のH. シュミット (Hartmut Schmidt) 教授 (以下シュミットとする) の下で専門研修を行なった。シュ

ミットは、3年前にハンブルク大学を定年となっていたが、文献整理作業のため研究室を元のままで使用続けていた。そこでそこを中心として研究交流を行った。もっとも滞在中の研究テーマを聞かれた後は、こちらの依頼と質疑に応答してもらうことが多かった。なおテーマについては、私の自主的選択に任され、教授の方から指示したりアドバイスしたりということにはなかった。しかし市内の書店でドイツ証券市場関係の新しい文献を探し出すうちに、次第に最近の欧州資本市場のある問題にぶつかるようになった。しかもこの問題は、シュミットがこれまで取り組んできたテーマに深く関係することが分かってきた。

そこで以下ではサバァティカル中の調査報告を兼ねて、滞在中にその重要性に気がついた問題を取り扱う。それは、欧州及びドイツにおけるシステム取引で進展する株式取引の「内部化」(Internalisierung) の問題である。

実はこの用語は、2004年に山村延朗氏が主宰する金融庁のワークショップに参加した時点ですでにぶつかっていた。しかしその時には、その用語の意味および背後で進行する株式市場の変化の意味を十分に理解できないでいた。分かっていたのはドイツ銀行 (Deutsche Bank) が独自で新たな株式取引システムを形成したことだった。その後このテーマについてはそれ以上深めることはせず、証券取引所の統合のみに関心が向けられた<sup>[1]</sup>。

しかしハンブルク滞在中の資料収集とシュミットとの対話の中で、この問題が重要性を

もつことが次第に分かり始めてきた。ただし読みだして気がついたが、収集した文献の内容を理解するのは、かなり難しかった。まず日本では東証の取引力が強大であり、株式「内部市場」はあまり進展していなかったためと考えられる。しかし帰国後に集めてきた文献のうちのいくつかについてメモを取り点検しながら読み込むようになって、やっと理解が進みつつある。また2010年には日本においても、この問題に関係する新聞報道がなされ始めてきたことも、この論文への取り組みの必要性を感じさせた<sup>[2]</sup>。また日本証券経済研究所の諸研究員が、2008年以降英米を中心とするこの分野で、精力的にレポート及び論文を作成していることにも気が付いた。また日本については2010年後半に1本報告が出されている<sup>[3]</sup>。

なおこの問題は欧州における資本市場政策とその規制の問題、また証券市場の統合と分列 (Fragmentierung) および市場間競争の問題と大きく関わっていることが分かり始めた。これらは、資本市場のもつ地域主義 (性) を研究の基礎に据えて、これまでドイツ証券市場を研究し続けてきたシュミット独自の視点とも関連していた。私がこの分野での文献を集め始めると、いろいろな面で援助をしてくれた。特に2009年末のフランクフルト証券取引所のベルリンの株式取引プラットフォームの買収事件についての新聞記事を提供し、この問題での注意を喚起してくれた。この場を借りて感謝したい。

なお小稿では、この大口株式売買、氷山注文の執行、ダークプール問題などについて簡単にしか触れることができなかった。理論的整理を含めこれらについての検討は別の機会に譲り、主として株式の小口取引を重点に置くことにする。またこれらの背後の経済問題 (資本市場間競争) を整理しているシュミット学説の詳細についても合わせて別稿で論じていきたい。

## (2) 2009年末、フランクフルト証券取引所によるベルリン株式取引システムの買収

ハンブルク滞在時の2009年12月1日に、ベルリンの株式取引システムがフランクフルト証券取引所の親会社ドイツ証券取引所 (Deutsche Börse (DBAG)) に買収される、という事件が報道された。「ドイツ取引所が、ベルリンのプラットフォームを獲得、個人投資業務を構築」と。これはドイツの証券新聞 Börsen-Zeitung のトップ記事の見出しである<sup>[4]</sup>。

後で見るように、株式リテール市場シェアを急伸させた非常に優秀なシステムをフランクフルト取引所が買収に乗り出したのであった。この事件に対してシュミット教授は憤りを感じていて、そのことは私にも伝わってきた。地域取引所が苦勞して開発したシステムを、フランクフルト証券取引所が横取りしていると。

この買収劇を見ていると、ドイツにおける株式市場間競争の激しさを痛感する。システム内自己取引が増加することで、株式市場の分裂と一方で取引所統合の動きが並行して進んでいる。これが資本市場統合の実態であり、ドイツ以外の大陸欧州諸国の株式市場へどういう影響を与えるのかについても含めて、ドイツの研究者間で議論されている。

以下では、4カ月というハンブルク滞在中に収集した諸文献に基づいて、この問題の21世紀に入ってからの流れを整理してみたい。また各時点でのドイツ研究者の視点をも紹介していきたい。ただし、現時点で翻訳用語を含め、まだ理解に不十分な点も予想される。これらについては、今後の研究に委ねることとする。

なおこのテーマで収集した参考文献末尾に付すが、小稿で主として利用したものは以下の文献である。①神作裕之「欧州における証券規制統合の現状と課題」、② W. ベッスラー (Wolfgang Bessler) 編集が編集した『取

引所、銀行、資本市場—シュミット教授65歳記念論文集』内のJ. ケンドゲン (Johannes Köndgen) の論文 (「内部証券取引と MiFID—投資家保護と市場の効率性」)、③ハンブルク証券取引所が450周年を記念して刊行した論文集の中のベッスラー／シュミットの論文 (「取引所取引と取引所外取引の緊張関係」)<sup>[5]</sup>。

以上を紹介し、またそれぞれの時点でドイツにおいて議論された各論点を整理する形で進めていく。

## 2. 金融商品市場指令 (MiFID) と株式の「内部取引」

### (1) 2003/04年時点での情報

筆者が最初に「証券取引の内部化」に接したのは、2003年であった。すでに述べた金融庁のワークショップでの報告原稿を準備する中でぶつかった。当時資料としてあったのは、日経新聞の2003年7月22日の記事と10月10日付の記事欧州資本市場研究会 (European Capital Market Institute-ECMI) のショート・ペーパーであった。

まず日経の二つの記事の内容から紹介する。最初の記事は7月22日付けのものであり、ロンドン証券取引所とユーロネクストの提携が域内市場統合を進める EU の意向に沿って行われることと、ロンドン証券取引所の合併が破談となり、デリバティブ取引を中心に据えるドイツ証券取引所の戦略の違いについて説明している。この結果「こうした方向性の違いは英独仏という欧州の三大株式市場の統合を進めるうえで大きな障害となる可能性も否定できない。」と結論づけている。

二つ目の記事は10月10日付けのもので、2005年に向け「汎欧州株式市場」を目指す EU が、株式取引の取引所集中原則の撤廃で合意したことを報道している。ただし各国の国内ルールの違いがあり、調整に手間取る可能性にも触れている<sup>[6]</sup>。

その後の経過の中でこの最後の指摘の可能性が大きくなり、EU 内ラテン語圏諸国ではこの原則撤廃が2007年までずれ込むこととなった。また「汎欧州株式市場」も実現されずにいる。合わせてこの記事の右横では取引所集中原則についての他に、次の用語が使われていた。「現実には証券会社が自社の内部で売買注を付け合わせる「内部化」が進行している、と。また ECMI の資料でも、この問題を取り上げていた。このため金融庁での筆者の報告レジメでは、それを以下のようにまとめ紹介した<sup>[7]</sup>。

1. ドイツにおける証券会社—ユニバーサル・バンクとマーカー銀行 (個人銀行)
2. ドイツ証券取引所株式会社による Xetra Best の構築—2002年9月3日。
  - (1) 「銀行の個人顧客が、銀行内部システムを通して直接 Xetra 上で取引することを認めた取引制度」
  - (2) 「顧客がオープン Xetra でよりも良い条件の価格で直接取引するメリット」
  - (3) 「投資家が特別なマーケットメーカーと自己を優先するように設計」
3. ドイツ銀行独自の証券内部取引システムの構築—Deutsche Bank Internal Trading Plattform
  - (1) 「設置目的は、オンライン・ブローカー顧客に、改善された Xetra 価格を提供すること」
  - (2) 「ドイツ銀行は、それまでドイツ取引所の主要株主であったが、その持株を売却 (2002年10月24日)。この結果両者は、競争するメカニズム上で注文を執行する競争関係に立つこととなった。」
4. なぜドイツの証券取引の内部化をとりあげたか
  - (1) EU の取引所統合は、当面ユーレックスとロンドン取引所を中心としていることと、ドイツは当面取引所統合に関心が向い

ていない。

(2) しかし、EUの資本市場統合が、これを梃子として進められる可能性がでてきている。欧州委員会は2005年をめどに欧州会計制度と資本市場統合をめざして、「内部取引」がラテン系諸国でも認められていけば統合可能性が高くなると、考えられる。

(3) なお、ドイツ銀行は「ドイツ株式会社」の文化から決別するグローバル戦略をスイス人アッカーマン頭取の下で進めている。

以上、報告レジメを掲載した。今から振り返ると、これは当時の新聞記事のみによる推測でしかなく、「内部取引」と市場（取引所）統合との関係についての根本的な理解が得られないままの整理であった。理解が進まなかった原因には、EU全体での金融規制であるMiFID (Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)) の理解が欠落していることもあった。そこで、以下ではこの問題を扱った神作の論文にもとづいて、論点の整理をしておきたい。

神作論文のテーマは「欧州における証券規制統合の現状と課題」となっている。内容は6項目に分かれていて、最初の「I. 本稿の対象」において、この論文で取り上げるのは、三つのEU指令であることを断っている。長くなるがそれを以下で引用しておく。「本年（2004年－山口）4月21日に採択された「金融商品のための市場に関する、欧州理事会の2件の指令（85/611/ECC, 93/6/ECC）ならびに欧州議会および欧州理事会の指令（2000/12/EC）を改正し、欧州理事会の指令（93/22/EWG）を廃棄するための、欧州議会および欧州理事会の指令（以下、「本指令」という。）」である。また「II. 本指令制定の経緯と旧指令の目的・概要」において、この旧指令は「投資サービスおよび規制市場に関する欧州議会および欧州理事会の指令の

ための提案」と合わせて、2002年11月19日にすでに改正のための提案が出されていたという<sup>[8]</sup>。

そして「V. 本指令における主要な改正点」において、新たな指令が改正する内容を9点に渡って紹介している。小稿ともかかわるので以下にそれらを挙げておく。1. MTF, 2. 市場の分断と競争, 3. 取引所集中義務の撤廃と透明性に係わる規制, 4. 最良執行義務, 5. 注文の内部化, 6. 透明性の確保に係る義務, 7. 規制対象義務・商品の範囲の拡大, 8. 証券仲介業者に委託する証券会社の義務・責任, 9. プロ顧客の定義と適格相手方当事者一業務上の行為規範との関係において。

まずMTFについて。これは、multilateral trading facilityの省略で、欧州ではそれまで代替的システム（ATS）と呼ばれた概念に替えて用いられるようになった概念である。神作はこれを「多数当事者間取引施設」と翻訳した。日本では、私設取引システム（PTS）とも呼ばれるが、EU指令では次のように定義される。「証券会社または市場運営者により運営され、金融商品の売買に関する多数の第三者の需要を突き合わせる多数当事者間のシステムであって、当該システムの内部において、かつ裁量の余地のない規則に従って運営され、契約の成立をもたらす施設」<sup>[9]</sup>。

さらに、小稿が問題とする「内部化」は以上の「5. 注文の内部化」において、「顧客注文の内部化」と定義されている。具体的には「顧客の注文がブローカー・ディーラーの下で自己勘定に対して執行されること」である。さらに「「内部化（internalization）」には、①迅速な執行、②より有利な価格での執行、③注文執行コストの低減といったメリットがある」こと。ただし「「内部化」にはブローカー・ディーラーが自己の利益を優先し顧客の利益を犠牲にするおそれが常に存在」するため「利益相反規制の一層の強化が必要とな

る。」と、指摘されてもいる<sup>[10]</sup>。

さらに、以上の改正を必要とさせた旧指令発表以降の市場の変化として、新たに登場した株式のシステム取引が取り上げられる。このため「今日では様々な種類の注文執行の間で競争がなされている。すなわち、取引所、新たなシステム、証券会社の内部執行の間に行われる競争をきちんとした法的枠組みの中でどのように行わせるかが重要な課題である」と<sup>[11]</sup>。このように、市場間競争への政策的対応を確立することで、EU域内での統合された証券市場を目指すことがうたわれている。

## (2) シュミット教授65歳記念論文集(2006年刊行)のケンドゲン論文

この記念論文集は、ギーセン大学のヴォルフガング・ベッスラーにより編集され、30本の論文を掲載した800ページ弱の大部の著作である。シュミットはドイツで数少ない証券市場研究者であり、この第2次世界大戦後のドイツ(西ドイツ)において、この分野の草分け的存在であった。ベッスラーはそのシュミットの弟子の一人である。序言の中で、シュミットの研究史をたどり、彼の研究分野に沿って目次を以下の3部構成としたことを解説している。それは第1部「取引所」、第2部「銀行」、第3部「資本市場」となっていて、この著作名にもなっている。

この中でボン大学のケンドゲン教授が「内部化」とMiFIDの問題を取り上げているため、その要点をここで紹介したい。ただし内部化についての規制に関しては、2007年にMiFIDの改正が行われた。ケンドゲン論文は、この改正前の欧州とドイツにおける証券市場を分析対象として書かれていることを、まず注意しておきたい。

ケンドゲンの論文は、MiFID下の「内部化」された証券取引を、投資家保護と市場の効率性との関連で取り上げている。以下の目次に沿って展開されている。

- I. 欧州資本市場法における新たなコンセプト
- II. なぜ規制が必要なのか、1.取引所間競争 vs オーダー・フロー (Orderströme) の細分化, 2.「取引の内部化」と市場の流動性: 必要性とリスク
- III. ドイツ版「内部化」: MiFID以前の市場の実際と規制, 1. Xetra-Best-System (フランクフルト証取所), 2. ベルリン・プレーメン取引所の“BestEx” System, 3. 銀行とブローカーにより組織された「内部取引」システム
- IV. EU指令の評価, 1. 一般的な注釈, 2. 透明化規制: 細分化に歯止めはあるのか, 3. 投資家保護と市場の効率性のバランス調整の困難さ
- V. Xetra Best—他の欧州取引所に対する処方箋たりうるのか?
- VI. まとめ

欧州ではブリテンに次いで、ドイツが株式取引の「内部化」を先行させている国の一つである。このため、アメリカで始められたこのシステムのドイツにおける2000年代前半の経験を整理し、規制上の問題点を明らかにすることが、この論文の主眼点である。

以下では順を追って詳しくみていく。

### ・「I. 欧州資本市場法における新たなコンセプト」

ここでは、1990年代半ばのアメリカでの取引所外で注文を執行する新たな取引の場が記述されている。そこではブローカー・ディーラーが顧客注文を自己ポジションか他の顧客注文と付け合せている。またブローカーは注文の内部執行のために、わずかの手数料で他の仲介業者やマーケットメーカーに顧客注文を転送することもあるという。そしてこのような市場のあり方が2001年以降欧州にも浸透し欧州委員会が証券規制のあり方を見直す作

業に着手した。その結果、機関投資家によるブロック取引、取引所間競争などを考慮に入れて2002年にシステム「内部取引 (Internalisierte Handlung)」についての規制を導入した。当時の議論では委員会は規制することで対応しようとしたが、金融サービス業者、特にブリテンからはゆるやかなアプローチが主張されたという。具体的には最良執行義務、利益相反、取引後の透明性 (Post-Trade-Transparenz) という問題に関してであった。諸議論を経て、取引前の透明性 (Pre-Trade-Transparenz) については回避されることになった<sup>[12]</sup>。

#### ・「Ⅱ. なぜ規制が必要なのか」

まず1.では「内部化」について経済全体の問題との関連で整理されている。株式市場に「内部化」されたシステム取引が加わったことで、取引所を含めた市場間競争が強化されることになった。この結果は、取引コストの引き下げにつながっていることが強調される。価格の不均衡を是正する裁量取引を容易にさせ、最良執行原理を進化させる方向を確認している。全体としてIT技術に基づく電子ネットワーク化された市場機構となりつつあることに、肯定的評価を与えている。ただ流動性問題のみは問題とされなくなっていて、注文伝達の細分化を阻止すべきか、改善すべきかに関しては解決への糸口をさぐりたいとしている。

次の2.では、「内部化」が具体的には規制市場 (取引所) の流動性を低下させる傾向を挙げている。しかしまだ充分明らかになってはいない問題が以下に指摘されている。

- (1) 「大部分が「内部的に」注文執行される流動性の乏しい株式の「内部取引」は、既存取引所での買い呼値と売り呼値間の値鞘 (Bid-Ask-Spannen) を大きくする結果となっている。」と<sup>[13]</sup>。
- (2) (3) また取引前の透明性を強化することは、買い呼値と売り呼値間の値鞘の

公表につながる。取引情報を封印することは、価格発見機能を弱めるだけではなく、市場間競争を麻痺させてしまう。全体としては市場流動性を低下させることになる。なおこの問題は、取引所注文板上の価格 (買い呼値・売り呼値) と「内部化」されたシステム取引での価格の相互作用に関係するからである。もっとも取引所のベンチマーク価格が必ずしも「最良」執行価格であるとはいえないのであるが、と断っている。

- (4) 収益分配仮説 (Profit-sharing-Hypothese) と不正所得仮説 (Cream-skimming-Hypothese)。

仲介者 (Intermediär) の取引相手はさまざまである。多くの情報を持つ顧客との取引は、コストがかかり、リスクである。小口投資家は情報上の有利さを持たず、逆である。「内部取引」業者が、コスト節約部分をベンチマーク価格の改善に向けるのか、それともベンチマーク価格で注文執行をして自己収益を増やすのか、という問題が生じる。

#### ・「Ⅲ. ドイツ版「内部化」：MiFID 以前の市場の実際と規制」

ここではドイツですでに稼動している「内部取引」の三つのタイプが MiFID の適用という点で重要であり、それらを紹介している。これらは、プロ投資家だけではなく、個人投資家にも利用され、それぞれが特色を持っている。

第一タイプ：Xetra-Best-System (フランクフルト証券所、2002年9月取引開始)

このシステムの戦略は、取引所傘下で、またある程度取引所の管理下で「内部取引」プラットフォームを設置することにあった。

(ただし○内の順番は筆者)

- ①取引引対象証券は、取引所のオープン注文板上のものと同一商品である。
- ②だしオープン注文板で執行価格よりも1 (ユーロ) セント良い条件で行われる。

「内部取引業者 (Internalisierer (Xetra Best 規制でいう「最良執行者」)) は、内部執行で受け入れる二つのパラメーターをおいている。それは最良価格の絶対額と最大注文量である。したがって、ここでいう「最良執行」とは厳密な意味ではなく、あくまで取引所ベンチマーク価格と連動して使われている。

- ③ここで登録される「内部取引」を行なう証券業者は、マーケットメーカーであり、「デザインされたスポンサー」である。注文板上では、「最良執行者」であり、また流動性マネージャーとされる。いわゆる「重複職能ルール」(dual capacity rule) に従うが、このため「内部取引業者」、顧客に対するコミッショナー、マーケットメーカー／流動性マネージャーの3機能を持たされるため、利益相反にさらされる。ただ実証調査では、「内部取引業者」が大きな利鞘をあげるのは、注文が Xetra Best を通した時であることが紹介されている。
- ④ここでの個人投資家の発注は、流動性の大きな株式の場合には、取引高が5万ユーロに制限され、超過分は直ちに Xetra へ伝達される。そのため「内部取引」では取引前の透明性が前提される。
- ⑤しかしこの透明性は、Xetra Best のみに限定される。Xetra 取引システムは「内部取引業者」の価格を知るのであるが、後者は特別電子表示機を持ち、他の市場参加者はこれを目にするできない。他の市場参加者は、「内部取引」価格に対応し、また価格形成に影響を与えることはできない。またさまざまな最良執行者の価格間で、価格・時間優先原則が働き、また最良化の程度が同じ場合には、時間的に早く出した「内部取引業者」によって処理される。この仕組みが、Xetra Best 価格を他の執行システムとの競争から保護すると同時に、親会社であるドイツ取引所が取引前透明性

に消極的な姿勢をもつことを物語っている<sup>[14]</sup>。

以上であるが、この論文が書かれた2006年時点では、先に述べたごとく MiFID の規制はまだ十分整理されたものではない。この Xetra Best System の評価もまだ定着したものとはなっていないことは以下の記述からも見えてくる。またこの時点(2005年)でのこのフランクフルト証券所の「内部取引」システムの市場シェアが、取引高で1.5%、取引量で0.25%に過ぎない、ことにも示される。

第二タイプ：ベルリン・ブレーメン取引所の BestEx システム (2003年5月導入、8月撤退)

この装置は、ベルリン・ブレーメン取引所と当時の NASDAQ ドイツが設置を試みたが、商業ベースに乗らず撤退している。一応記憶に留める目的で記述されている。このシステムは Xetra Best 同様、取引所がスポンサーとなるマーケットメーカーを伴うため、マーケットメーカーとして登録された。ただし Xetra Best と異なり、価格発見は2種類の参照市場 (Referenzmarkt) にもとづく。ひとつは当時の NASDAQ ドイツの注文板上、他の一つは外部取引場 (“externer” Handelsplatz) であり、「特定の有価証券取引において最高の流動性を有する市場」の価格と規定された<sup>[15]</sup>。そして最終的な取引価格は、両参照市場のうちより良い価格に応じて算出された。外部市場価格が把握できない場合には、取引所取締役が補足的に決定できるものであった。ここでは価格最良化の義務はなく、マーケットメーカーとオーダー・フロー提供者の間で一致点が見つけられた。しかしこの価格は顧客には公表されることはなかった。

第三タイプ：銀行とブローカーが組織した「内部取引」システム

ここで取り上げられているのは、2003年にドイツ銀行が導入した Price Improvement Platform (PIP) である。これで、同行のオ



ンライン顧客は、一定の証券については銀行内の「内部取引」プラットフォームへ発注するオプションを持つことになった。小口投資家へのサービス業務であり、顧客は個別に格注文ごとに内部執行への合意を出す。価格は顧客の判断でフランクフルト取引所の Xetra が選ばれ、また他の取引所の参照価格が想定される。顧客注文が参照市場へ伝達される場合には、参照価格が想定価格とされる。この想定価格が一般には公表されないという事実は、個人投資家の視点から取引前の透明性を制限することになる。ドイツ銀行は、価格の改善をもたコスト上の利点をも顧客に保証することはしない。執行手数料は、取引所を通そうが、「内部」で行われようが関係ない。ただし取引所への手数料など第三者への手数料がかからないため、その分は低目となっている。取引所を通すと、取引後の透明性も確立される。

Extra Best との違いは、そちらでは「内部取引業者」が取引所監督下に置かれているのに対して、PIP を通した取引では内部コンプライアンス・オフィサーによってコントロールされる点である。このため、独立した有価証券取引業者による「内部取引」業務が、ドイツの証券取引法 (WpHG) の規制標準に合致しているかどうか、疑うこともできると、ケントゲンは見ている<sup>[16]</sup>。以上2006年以前のドイツで導入された三つの「内部取引」システムについての状況が解説された。

#### ・「IV. EU 指令の評価」

以上を踏まえてケントゲンは、2004年改正の MiFID に係わる問題の整理をしている。その後の経過から見てすでに解決済みのものもあると考えられるが、当時どのようなことが取り上げられたか、簡単に紹介しておく<sup>[17]</sup>。

まず、「1. 一般的注釈」では他の研究者の指摘を踏まえ、MiFID の改正は大胆なこの試みではあったが、一方での投資業界の要請と他方での証券所経営主体間での妥協の産物

であったとみなす。株式市場間競争に関しては、「コントロールされた自由化」という方向が打ち出され、規制の第一目標は「市場全体の効率性と効果的価格形成」が挙げられている。投資家保護は、第二順位に後退していると見ている。

というのは「2. 透明化規制：細分化に歯止めはあるのか」において透明性規制が市場の流動性と効率性の要請に作用をもたらすのではないかと見られるからである。すべての投資家への「内部取引」価格の公表がこの時点ではまだ問題とされず、取引前と取引後を含む統合的透明性は緩くてもよいのでないかという、当時の議論が紹介されている。

この議論は「3. 投資家保護と市場効率性のバランス調整の困難さ」にもつながる。顧客の注文価格についての取引前の同意（事前同意）を確認することを義務化する点ことが、一応 MiFID に導入された。しかし、この顧客同意が一般確認の形を取るか、個別化確認とするかについては証券取引業者の判断に委ねられた。または注された価格で約定する義務の問題も生ずる。これは「最良執行」の問題やプロの投資家とそれ以外の投資家との差別を行わない問題等と係わる。「最良執行」については、指令でもその「適切な方法」を規定することは困難であると見る。

#### ・「まとめ」

以上のケントゲンのまとめ方を追っていくと、次の「V. Extra Best は他の欧州取引所にとっての処方箋たりうるか？」において著者が出している結論は、自ずと明らかである。すなわちこの取引システムは、一種の「内部取引」であり、市場の分裂の行き過ぎを防止する役目を持たされて開始された。また取引所法に従い、取引所取引を補足する「ハイブリッド」市場でもある。しかしこれは MiFID でいう「多数当事者間取引施設」(MTF) とはいえない。取引量制限や公表されない「最良執行」などをみてもこのシス

テムが最良執行原則にもとづく取引を行っているかどうかは疑わしい、と。「Xetra Bestを設置することで、ドイツは「内部化」の革新的タイプを展開したが、これはそれに関わる実践上の落とし穴を避けてはいるが、指令の欠陥を浮き彫りにさせている。このシステムが欧州の取引所の経営主体に対する処方箋となるにはまだ時間を要する。――システム自体も新たな規制枠に合わせなければならない。」と<sup>[18]</sup>。

以上、2006/7年時点での「内部取引」システムは、さまざまな面で不十分さを伴うものであった。

### 3. 株式取引の「内部化」の進展と市場間競争をめぐる評価

#### (1) ハンブルク証券取引所450周年記念論集(2008年刊行)のベッスラー／シュミット論文

ベッスラー／シュミット論文は、2008年に公刊された著作の重要な一部を構成する論文である。この論文のテーマは翻訳すると「緊張関係にある取引所取引と取引所外取引」となる。

なおこの間2007年にMiFIDも改正されていて欧州、ドイツにおける「内部取引」は大きく前進している。この論文はこれの動きを跡付け、ドイツにおける市場間競争を念頭において整理している。まず目次を示すと以下のようになる。

- I. 対立する欧州取引所とMiFID：取引所外取引プラットフォームの増加する市場シェア
- II. 取引プラットフォームの理想数
- III. MiFIDでいう三つのプラットフォーム種類
- IV. 取引所外のイニシアティブ、1. 自主的価格発見機能を持つ、多数当事者間取引プ

- ラットフォーム、2. 他のイニシアティブ
- V. 取引所のイニシアティブ、1. Equiduct、2. 取引所のいわゆる「内部化」
- VI. 見直し

#### ・「I. 対立する欧州取引所とMiFID」

ここでは、ベッスラー／シュミットのこの問題に対する基本見解が提示される。それは株式市場間競争に関し、従来シュミットが持ち続けてきた基本視点である。市場の分散・分裂か集中・統合(一つの欧州取引所)かの問題である。「1995年頃には、10年後にもフランクフルトにもハンブルクにも取引所があるなどとは考えてはいなかった。また同時に2005年頃にDAX証券の41%しか取引所の注文板に乗らないとは思ってもみなかったであろう。」と<sup>[19]</sup>。このように述べることで、両者は「欧州取引所と唯一のドイツ取引所という夢」が実現せず、それとは逆方向へ進んでいる現実を強調する。

以上の基本視点の背後には、取引所が株式会社化し、取引所間での吸収・合併が進行している事実に注意を喚起する。放っておくと株式市場で「市場支配(Marktmacht)」が生ずるからである。ベッスラー／シュミットの見解では、EUが1993年に導入した投資サービス指令(Wertpapierdienstleistungsrichtlinie)が、この事態を避けようとして国境を越えた競争を持ち込むことをねらっていた、と考えられている。2004年のMiFID指針の改正では、取引所外プラットフォームを考慮し、これを含めた監督法上から取引所間競争を位置づけたことになる。

その際EU委員会が問題としたのは、注文の「最良執行」問題であった。しかし、顧客に最も有利となる注文執行原則を打ち出すにはさらに時間を要した。2007年になってやっとそれが公表された。ただし銀行と多くの取引プラットフォームの間での競争がこの原則を改善できるかどうか、さらに今後の展開を

待つべきである、と整理されている<sup>[20]</sup>。

#### ・「Ⅱ. 取引プラットフォームの理想数」

ここでベッスラー／シュミットは「内部取引」が生ずる原因を、注文価格の改善 (Krusverbesserung) に見出している。またその結果としての市場間競争の意義について簡潔な整理を行なっている。これらについて少し長くなるが、以下に引用する。

「指値注文はしばしば存在する。もしある銀行が売買双方の側の成行き注文を持ち、取引開始時の相場で相殺できるとすると、銀行は取引所取引手数料と決済手数料を節約し、顧客とともに利益を分けることができる。取引開始後に相殺可能な注文が入ってくると、銀行は内部で (intern) 値幅の中間値での執行をすることができる。取引所の売り呼値 (Briefkurs) で買い注文を、また取引所の買い呼値 (Geldkurs) で売り注文を付け合せるよりも顧客には有利となる。もし相殺可能な注文がない場合、売り手と買い手双方からの調整が取引会場時間中に見込まれる限りは、規模の大きな銀行は成り行き注文顧客に都合が良いような対応を取ることができる。このような業務上の発想には、Xetra の値幅内での注文執行を保証するドイツの小取引所も従っている。その際には相場を自ら決めるのではなく、参照市場である Xetra を借用する。」<sup>[21]</sup>そして以上のような対応は「価格改善Ⅰ」と名づけられる。ただしこれには二つの前提がある。一つは指導的取引所の注文板が透明であること。他の一つは、個人投資家の小株式に対する多くの成行き注文が、多様に満たされることである。

もし大口注文が出されると、その執行には対抗する注文を必要とする。それがなければ、機関投資家に以下のことが勧められる。それは「大口注文を取引所に同時に出さずに、指導的取引所の値幅の中間値で相殺できるまで大口の反対注文が出てくるのを待つことであ

る。この「価格改善Ⅱ」は、大口注文に対する完全に隠された待機圏である「ダークプール」と約定までの注文執行の見通しについての信頼を当初必要とする。」<sup>[22]</sup>

以上の発想は、取引集中原理には反するが、より有利な相場を望む発注者の意向には沿うものである。これが取引所もこれを導入する理由であり、Xetra Best は「価格改善Ⅰ」に、また Xetra XXL は「価格改善Ⅱ」に従っている。ベッスラー／シュミットによると、これらは機能的な競争の表現となる。前者では相場の変動性 (Kursvolatilität) は、指導的取引所よりも小さく、そこでの高い相場変動性こそが、指値注文に対する相場を魅力的なものとする。指値注文に対し最も魅力的な市場は、最も流動性の高い市場であり、価格改善者を認める戦略は指導的取引所にも適合している、とみなすのである。

#### ・「Ⅲ. MiFID でいう三つのプラットフォーム種類」

Ⅲでは、2007年に国際法となった MiFID における株式プラットフォームの分類について考察している。それは、①規制市場、②多数当事者間取引プラットフォーム、③システム「内部取引業者」である。

このうち①の MiFID 第Ⅲ項で規制される規制市場は、取引所経営主体により管理され、その規制下にあり、また監督も行なわれている。

次の②の MiFID 第Ⅱ項で規制されるプラットフォームには2種類あり、一つは取引所の一部であるシステム (Freiverkehr)、もう一つは証券取引業者が運営する、取引所外部のプラットフォームである。いずれも公開準則にもとづくオークション市場である。他のプラットフォームから価格を呼び込むことも認められるため、規制市場が取引所外取引プラットフォームに対する参照市場となる。ここでの直接取引は証券業者 (会社) のみにより行なわれ、個人投資家はこれらを通して取引に

参加する。証券会社は顧客の意思を事前に確認し、価格、売買高の情報を適宜公開しなければならない。ただし、取引所システムと取引所外プラットフォームでは、果たすべき取引上の義務の項目数点で相当相違がある。

そして③の MiFID でいうシステム「内部取引業者」は、次のように説明される。「自己計算により、組織されシステム的手法で取引を規則的に行い、顧客注文を規制市場と多数当事者間取引システム以外で執行する証券会社」であると。これらは、通常マーケットメーカーと呼ばれる。自らコミッショナーとして登場し、顧客注文を執行し相殺する銀行などであると<sup>[23]</sup>。

以上で分類についての解説であるが、最後にこの3種類ですべての証券業務執行者が網羅されているか、という問題を出している。取引所外で規制を受けない業務は把握できないとされる。その例として、大口取引、一括取引または注文依頼なしに締結される業務などが挙げられている。

#### ・「IV. 取引所外のイニシアティブ」

IVでは、EUにおいて取引所外の取引システムとして成功した二つを取り挙げている。一つは、Chi-X と Turquoise である。

Chi-X は、EU で最初の株式の MTF である。2006年6月にブリテン金融監督官から許可を得て、2007年3月から DAX30 と Amsterdam AEX25 を対象とした取引が開始された。運営主体 Chi-X Europa Limited は Instinet Incorporated (現在 Nomura の子会社) より管理されている。このプラットフォームの利点は、次のようである。「指導的取引所よりも締結と執行報告の点で指導的取引所を何倍も上回る速度で行えるように設計されていて、アルゴリズム取引を行うプロ投資家には大変重要になっている。しかも取引報酬はそこよりもはるかに安い。このプラットフォームに流動性を持ち込む指値注文に対しては、報酬は無いも同然で、流動性を要求する締結に対

しても報酬は低くなっている。そして最終的には Chi-X は、その相場を指導的取引所の売値と買値の値幅内で締結することを容易とするのである。」<sup>[24]</sup>

またこの取引の執行は、以上のことを実現するために、ベッグ注文 (Peg-Auftrag) とスライド式指値注文 (Gleitlimit-Auftrag) という方法を使っている。これらは、指値を変動的にさせ、指導的取引所の値幅内に収めたり、連動させたりする。この論文が書かれている時点で Chi-X の業務の1/3以上が、指導的取引所の価格差内の価格で締結され、取引所取引のコストをも引き下げている。

このシステムは1年間で目覚ましい成果を出し、最も重要なプラットフォームとなった。このような状況と市場シェアの拡大を見越して、13の投資銀行 (BNP Paribas, Fortis, Goldman Sachs, UBS 等) からなるコンゾルティウムが Chi-X Europa への少数資本参加を行った。以上のようにベッサー/シュミットは、このシステムに高い評価を与えている<sup>[25]</sup>。

一方、「まったく新たなプラットフォームを構築するため、九つの大投資銀行が集まり、Turquoise プロジェクト作業が進められている。これは2007年11月に取引を開始する予定であった。しかし2008年3月に、開始時点を2008年9月と変更された。遅延が予想される。」と紹介されている<sup>[26]</sup>。その原因は、注文執行上より顧客に有利になるよう取引コストを下げようとしているためではないかと、考えられている。具体的には、Chi-X よりもそれを0.12パーミル、大取引所のおよそ80%低い値段で提供することが目指している。Chi-X と同様に、スライド式指値も予想される。

このシステムは競争上、大口注文に焦点を合わせている。「板上の明示された注文と並び、完全には見えない注文 (部分的に見える氷山注文に対するダークオーダー) を扱うことを予定している。これは一定の相場 (Kurs)

に限定する (limitieren) こともできるし、またはこの指値 (Limit) をその時々買い呼値と売り呼値のスプレッド (Geld-Brief-Spanne) に連結することもできる。このスライド式指値は値幅内にあり、顧客は買い呼値以下の買い指値 (Kauflimit) または売り呼値以上の売り指値 (Verkaufslimit) に連結するかどうかを選択する。指値を超える場合には、発注者は非明示的注文では、相対者の立場でその時々適当な注文を出す発注者に対して、自分が取引相手となるかどうか、または分割発行される際の約定の最小株式数を決定しなければならない。このようにして約定相手の層を制限していくのである。この制限によって、取引力を持つ少数の相対者に対して、大口注文がまだ市場内に存在することを知らせることを保証する。」と<sup>[27]</sup>。

スライド式指値による目に見えない大口注文については、いろいろ議論があるという。またこのような注文が固定的指値によるスライド式指値によるかは、どちらでも良く、Turquoise は、これまで多くの場合には結合されないう二つの部門を合わせて執行する。この「統合市場」では300株が提供される予定で、1200株が大口注文部門のみの取引として計画されている。双方とも取引コストを引き下げはらずであり、もし最良執行の可能性が提供されるならば、多くの注文を集めるであろうとベッスラー／シュミットは推測している。

なお以上の二つのシステム以外にも、Posit や LiquidNet のような「内部取引」システムがあり簡単に紹介されている。取引所外 MTF である Posit は2008年に拡張され、欧州内の機関投資家に15カ国9000株を提供している。参照市場の値幅中間値で匿名の大口注文を執行している。機関投資家はこれまで Posit Match と Posit Now 利用してきた。前者では事前に決められた時点で可能な限り、付け合わせられ執行された。後者では取引所の会場

時間内に執行された。双方とも発注者が約定と相場をよく評価できなかった。

このため最近では Posit Alert が注目されている。これは業務上可能な限り、報告をすることになっていて、参加者は約定前に取引に参加するかどうか、どの程度参加するか決めることができるようになった。

いずれにせよ、この種のブロック取引システム、クロッシングシステム、「ダークプール」についての基本的理念は「価格改善Ⅱ」にある用語で説明されている。問題は、いかにして発注者に対して価格改善を行っていくかである。具体的には、明示的また非明示的大口注文が、値幅内で取引相手の多くの注文を引き寄せられるかどうか、また注文執行の確実性と速度をいかに高められるか、という点に尽きる。多くの注文が魅力的な買い呼値と売り呼値で「内部化されたプラットフォーム」の注文伝達システムにおびき寄せようとすると、ブロックポジションを受け持ち、かつ自分の「内部化」されたプラットフォームで執行しようとする大規模な「内部取引業者」を誕生させるであろう。<sup>[28]</sup>以上、取引所外部の「内部取引」プラットフォームについての両者の見解を見た。

#### ・「V. 取引所外のイニシアティブ」

次のVでは、この動きに対応した取引所側の適応について取り上げられる。ベルリン取引所の Börse Berlin Equiduct Trading (以下 Equiduct と省略) その他欧州の取引所が経営するものである。

まず前者は、取引所のイニシアティブとしては革新的なもので、ユーロネクスト、ロンドン取引所、クセトラ (Xetra) 上場800株式が取り扱われている。設置上の目標は、注文執行を顧客に最も有利な参照市場 (指導的取引所、地域取引所、Chi-X) の相場で保証しようというものであった。異なる株式数に対しても最良 (価格) を提供することを基本に置き、Equiduct では、株式ごとに一定数

の株式数の買い呼値と売り呼値を継続的に計算する。この一定数の株式数は、標準市場サイズ (Standardmäßige Marktgröße, (SMS)) に合わせられる。また最良提供は、Chi-X や Xetra が公表したものである。平均サイズで約定する株式数の幅と並んで、規格化された平均的株式数に対する買い呼値と売り呼値の値幅が同じように算出される。この株式数は小口投資家の注文サイズ、小売市場サイズ (Retail Market Size, (RMS)) に合わせている。このため値幅は狭いが、個人投資家には重要である。この二つの規格化された値幅を、ベルリン取引所は株式数を勘案した最良売買呼値 (volume weighted best bid and offer (VBBO)) と名付けた。

この両値幅は、他のプラットフォームで実際の提供価格、そこで目にする最も魅力的な提供価格にもとづいている。しかしそこでしかこの提供価格で取引できない。Eqiduct にとっては参照買い呼値と参照売り呼値 (Referenzgeldkurs und Referenzbriefkurs) でしかない。この買い・売り呼値を正確に建てるマーケットメーカーが求められる。その技術的基盤となっているのが PartnerEX というプラットフォームであり、このシステムが迅速で、あらゆる観点からもコスト上有利であり、また以下の柔軟性をもつように仕組みられている。それはマーケットメーカーが、自らに注文を伝達してくれる機関投資家 (Häusern) と特別契約をすることができるようにという仕組みである。この契約が重要なのは、参照価格 (Referenzkurs) と契約価格を相互に適合させ、保証を貫徹させることができるからである。この契約のプログラミングと管理、例えば VOBB 参照価格の改善は、プラットフォームに組み込まれている。このような市場技術のお陰で、ベルリン取引所は、欧州で取引されるほとんどの株式について魅力的な相場を提供し、MiFID でいう顧客にとっての最良執行を持続的に保証している。

ベルリン取引所はベルリン、ロンドン、パリ事務所で取引を準備し、早ければ2008年秋に開始される見込みである<sup>[29]</sup>。

なおこの Equiduct は、指値注文板とは別に、成行き注文に対する「保護注文 (SafeOrders)」と呼ばれる独自の注文方法 を用意していて、「複合注文板 (HybridBook)」を持つという。スライド式指値注文の指値は「汎欧州最良呼値 (European-Wide Best bid or offer (EBBO))」と連結される。売り注文では指値は参照市場の最良買い呼値と、買い注文では指値は最良売り呼値と。この最良売買呼値は、VBBO とも連結されていて、顧客に多少不利な場合もあるが、「保護注文」がその指値で執行される場合、VBBO 参照市場相場での執行よりも価格が良くなるように設定されている。

ただし価格の面では有利であるが、執行は指値ゆえに確実ではない。最良の参照市場において成行き注文に対する価格改善が無いにもかかわらず投資家が「保護注文」を選ぶのは、コスト節約のためである。「保護注文」では投資家自らが市場で有利な指値を持続的に発見する必要はないし、最も魅力的な市場へ伝達したり、させたりする必要がないからである。これは瞬間的に自動的に行われ、投資家の計算コストは節約される。ベルリン取引所での執行は、明示的 (pagatorisch) なコストを節約する。そのスライド式指値は、成り行き注文の投資家、マーケットメーカーに対しても注文板を魅力のあるものとしている。

これは個人投資家に最大限取引を容易にして、最大下有利な価格をもたらすためのドイツ地域取引所の目覚ましい進歩と戦略拡大であることを、ベッスラー／シュミットは最後に強調し、この節を終えている<sup>[30]</sup>。

なお両者はその他の取引所が主導する「内部取引」についても取り上げている。ドイツの Extra Best, プリテンの SETS Internaliser

(ロンドン取引所 TradElect のプラットフォーム), NYSE Euronext の NSC-Plattform などであるが、ここでは省略する。

・「VI. 見通し」

「見通し」では取引所内外の株式取引の「内部化」についての両者の結論が述べられている。欧州の株式市場間競争はここ20年かに強化され、投資家に好都合に作用している。この動きを捕捉し推進しているのが MiFID であると。市場の分割はさらに進むと予測する。この結果、以上の動きが取引所の市場シェアにどのような影響をあたえるか、問題としてとらえていることになる

ただし Chi-X 等のプラットフォームによる「内部化」売買高が見えるようになってきているが、これまでは統計では捉えられていなかった。機関投資家は直接取引するわけではなく、十分に戦略を考えた上で、注文をゆっくりと市場に出してくる。したがって市場シェアの数値にはこだわらず、傾向を把握することを断っている。

また取引所も以上の事態に手を拱いているわけではなく、対応処置を取っている。同様の事態は、20年前にロンドン・ビッグバン後にも生じていた。SEAQ International がそれまで欧州大陸の地域取引所で専ら取引されていた欧州株取引で、二けたのシェアを獲得した。当時と比べると、今日の取引所経営主体はうまく対応し、強固に防衛している。定期取引、小規模ながらニッチ市場への進出、新技術の導入、捕捉的プラットフォームの設置、手数料引き下げなどによって。

しかしこの結果をもたらす基礎的条件が、SEAQ の衝撃のものとは異なる。当時マーケットメーカーは特権を有していた。大型欧州株ではこの特権が必要とされない。発注者に貢献できる注文板は多くの競争相手を排出し、より小さな値幅とより多くの流動性を特権以上にもたらすからである。対応を容易にし、方向を定めるべき当時と比較可能な差異

は、取引所と取引所外でもはや存在しない。また地域取引所が持っていた、発行者の評価についての有利性もはや存在しない。

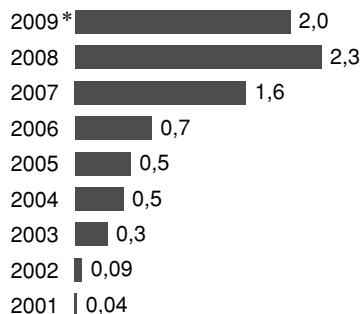
取引所内外のプラットフォームをつなぐリングは、大型株では外部プラットフォームに最良の機会を与えている。これに MiFID が貢献している。取引所は伝統的に取引上保護を必要とするところであった。しかし MiFID がほぼ全市場、取引所外取引にも高い保護水準をもちこんだ。取引所はこれで競争上の有利さを失っている。

最後にベッスラー／シュミットは、株式取引で銀行が果たす役割に注目する。これまでドイツの銀行グループは、定期取引市場の設置と展開上大きな役割を果たしてきた。その基礎には、経営主体に資本参加している市場で業務を行うことがあった。インテリジェント注文伝達システムの設置と運用原則の点でもしかりである。このシステムが個々の投資家の注文を出すプラットフォームの選択を、絶えず更新するのである。

取引所外プラットフォームを主要欧州株の最大市場とするよう、大銀行グループが結束するとしたら、以下のことは夢ではなくなるだろう。「欧州取引所ではなく、一つの欧州プラットフォームとなり得て、それを巡って地域的な指導的および第2、第3位の株式取引所の円環が生ずる。」と。ここまで言い切るのは、行き過ぎであろう。恐らくこの考えはシュミットのものというより、ベッスラーの判断であると筆者は考えている。シュミットの考え方はあくまで複数プラットフォームにもとづく競争状態を理想としているはずであるが、この点については別項で論じたい。

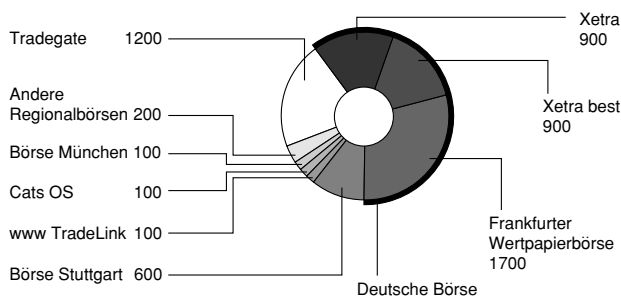
それはさて置き、両者が最後に締めくくりとして述べていることは説得的である。「取引所の理想像はここ20年で一大変化した。次の10年は MiFID に従い、緊張関係をはらむことになろう」と<sup>[31]</sup>。

図1, Tradegateの成長軌跡  
(取引出来高, 単位100万株)



出所: Börsen-Zeitung (2009b).  
出典: Berliner Effektengesellschaft  
(\*2009年のみ1月から10月まで)

図2, ドイツ株小売取引の市場持分  
(月別平均取引高, 100万ユーロ)



出所: Börsen-Zeitung (2009c).  
出典: Präsentationsunterlage für den  
Frankfurter Börsenrat

## (2) フランクフルト証券所による、ベルリンの取引システム買収をめぐる

冒頭ですでに触れたが、この買収については Börsen-Zeitung が詳細な報道をしている。

先に挙げた見出し記事の中で次のような説明が行なわれている。「ドイツ取引所は、1月8日をもって、ベルリン本社の Tradegate Exchange GmbH を買収し、個人投資家業務を構築する。同社は2001年に発足した取引所外プラットフォーム Tradegate の経営母体であり、2010年に規制取引所に転換することになっている。その他ドイツ取引所は初めてマーカー会社に出資をする。Tradegate AG Wertpapierbank の5%を獲得し、これを段階的に20%まで高めるオプションを持つ。」<sup>[32]</sup>と。合わせて二つの図を掲載している。一つはこのプラットフォームの2007年からの急成長を示し(図1)、もう一つは小口株式(現物)市場のシェア(図2)を表している。

以上の図から2002年に取引を開始したこのMTFのシステムが、2007年から急成長を遂げ、小口取引ではほぼ20%のシェアをもちフランクフルトの取引所の地位を脅かしていることが見てとれる。

実はこの取引システムはこの発表が行なわれた三日前の11月28日には、別の計画が組まれていた。2010年1月4日に、MTF からベ

ルリン取引所の第二の規制市場として取引を開始する予定であった。取引所委員会の初代会長(Geschäftsführer des Börsenrat)にはホルガー・ティム(Holger Timm)が就任する手筈になっていた。彼はベルリン証券会社(Berliner Effektengesellschaft)の過半数所有者であり、Tradegateの考案者であった。他に関わっていたのは、MWB Faritrade Wertpapierhandlsbank, ICF Kursmakler AGという証券取引銀行とBNP=Paribasの小会社とオーダー・フロー・プロバイダーのING-DiBa, 証券決済銀行BIW Bank für Investments und Wertpapierであった。そして社長にはTradegate小会社のTradegate Börsenservice 取締役会長が就く予定だった<sup>[33]</sup>。

以上のことから12月1日付けのニュースは突然降って湧いたような驚くべき記事であったと推測できる。Börsenzeitungの解説記事では次のように説明されている。「H. ティムは何ヶ月も悩んでいた。主要都市サッカークラブがブンデス・リーグ第2部へ降格し、フランクフルトの協力に対抗して敗北するのではないかと。しかし実際は逆で、Tradegateと共にブンデス・リーグ第1部へ昇格し、フランクフルトのドイツ取引所という選手と共にチャンピオンシップ・リーグで戦うことに



なる。]<sup>[34]</sup>

確かにドイツ取引所はTradegate Exchange株の過半数を取得し、その親会社であるTradegate AG Wertpapierhandelsbankの持株を増加させたとしても、Tradegate AGの過半数(56%)を投げ出すことは決してしないことを、新聞に対して明言している。またコンツェルン親会社のEffektengesellschaftに対するティムの持分は74%を超える<sup>[35]</sup>。ティムの方からすると今回のフランクフルトへの売却は、自分が開発した株式取引システムを一層のグローバル展開をめざすものであるかもしれない。一方のドイツ取引所の狙いは、フランクフルト参照市場の近代化とやはり欧州レベルでの拡大である、とも報道されていることから判断すると、この点でティムの思惑と一致する。

#### 4. まとめにかえて

株式取引の取引所集中原則が撤廃され、取引所外で顧客注文の執行が最初に行われたのは、ケンドゲンが述べているように1990年代のアメリカであった。欧州では欧州委員会が、2000年に入り対応を検討する作業に着手した。手始めは1993年の証券サービス業務指令の見直しであり、これは2002年のMiFID改正につながった。その狙いは、2005年に向けて市場間競争を促進し、合わせて域内金融サービス市場の統合を図るものであった。

ただし当時は株式取引の「内部化」を推進することを考えていたわけではなかった。委員会が念頭に置いていたのは、「伝統的取引所と盛んとなってきた代替的取引システムの間での競争」であった。主として機関投資家のブロック取引が問題とされた。しかし専門家へこの問題で諮問した結果、システム「内部取引」が重大であるとの認識に立った。これが、欧州レベルでの規制を導入するきっかけとなった<sup>[36]</sup>。

以上の結果、2002年のMiFIDの改正では、最良執行義務、利益相反の規制と取引後の開示が欧州議会等で議論された。この中で金融サービス業界からのアプローチもあり、規制は緩やかなものとなった。しかし事態の展開と現場からの要請により、その後2004年と2007年にMiFIDは再改正された。特に2007年改正により欧州全域で取引所集中原則が廃止され、「内部化」は急速な展開を見せることになった。

この結果、「内部化」の急速な展開がドイツでもあり、取引所の株式取引の市場シェアは大きく低下した。資本市場間競争が進み、取引手数料が低下し投資顧客には有利となっている。その一方では欧州内で取引の標準化が進む可能性を孕んでいて、市場統合へ向かう要因も生じてくる。この面では、矛盾するようではあるが、市場間競争と統合が同時進行するとも考えられる。この点はさらに詰めて考えてみる必要がある。シュミットの資本市場の競争に関する理論と合わせて別項で検討してみたい。

なお今世紀に入ってから証券業務は大型・高速処理コンピュータを必要とするようになり、証券業は一種の装置産業となった。しかし取引コストを引き下げするための新たなソフトを開発することに成功すると、取引所以外の個人業者でも十分に太刀打ちできることが証明されている。日本でもこれまでは株式取引の東証1極集中現象があったが、東証としても油断はできない時代に入りつつあるかもしれない。英米について豊富な経験を積み重ねつつあるドイツにおける「内部取引」の経過と現状は、日本にとって一つの「他山の石」となるであろう。

最後に、小稿を準備する過程でハンブルク大学のシュミット教授に多大の援助を受けた。ここに記して感謝としたい。

脚注

- [1] 拙稿（報告レジメ）「ドイツの連邦制資本市場」と証券取引の内部化」, 金融庁「外国金融制度研究ワークショップ」《欧州資本市場ワークショップ》。2004年1月26日。
- [2] 「東証 取引時間の拡大検討」朝日新及び「東証, 売買機会の拡大狙う—取引時間延長の検討発表」日経新聞, いずれも2010年7月27日付の記事で私設取引システム(PTS)への東証の対応ということが書かれている。特に朝日の記事には以下の指摘がされている。「英国やドイツには国内の全株式取引の2〜3割を占めるPTSもあるという。」また, 2010年8月31日付の日経新聞の一面すべてを使った富士通の宣伝記事もこの線に沿ったものである。「1000倍の高速化が証券ビジネスを変革—東京証券取引所の新株式売買システムがIT Japan Award グランプリ受賞—」。
- [3] 「内部化」について 熊野剛 (2002) では「店内化」, また福田徹 (2008) では「社内クロス」及び清水葉子 (2009a) では「内部付け合せ」の用語が使用されている。その他日本証券経済研究所員の以下のレポートと論文がある。米欧については福田徹 (2009), 吉川真裕 (2008a), (2008b), (2009), (2010), 清水葉子 (2009b), (2009c), (2010)。日本については, 深見泰孝 (2010)。
- [4] Deutsche Börse erwirbt Berliner Plattform, Privatanlegergeschäft wird ausgebaut, in: Börsen-Zeitung, 1. Dezember 2009.
- [5] 神作裕之 (2004), 「欧州における証券規制統合の現状と課題」, Köndgen (2006), Bessler/Schmidt. (2009).
- [6] 欧州株式市場一体化に拍車—EU, 統合を後押し, 独証取は独自路線」日経新聞7月22日, 磯山友幸。及び「EU, 証取一体化へ法整備—国境越す取引規制を撤廃」, 日経新聞10月10日, 無署名記事。なおここでの引用は前者の記事からのものである。なおこの報告原稿を準備するに当たって参考にした ECMI の文献は以下の通りである。Davis R./Dufour A./Scott-Quinn B. (2003), p. 48-50.
- [7] 脚注 [1]。
- [8] 神作裕之 (2004), 179ページ。
- [9] 同上, 193ページ。
- [10] 同上, 199-200ページ。
- [11] 同上, 187ページ。
- [12] Köndgen, Johannes (2006), S. 282-283.
- [13] Köndgen, Johannes (2006), S. 285-287.
- [14] Köndgen, Johannes (2006), S. 289-293.
- [15] Köndgen, Johannes (2006), S. 294.
- [16] Köndgen, Johannes (2006), S. 295.
- [17] Köndgen, Johannes (2006), S. 296-303.
- [18] Köndgen, Johannes (2006), S. 309-310.
- [19] Bessler/Schmidt (2008), S. 110. なお, 取引所取引の市場シェアについての数値はドイツ取引所株式会社も認めていることが脚注で書かれている。ただし DAX, MDAX, SDAX の合計ではおおよそ51%に増えると。Bessler/Schmidt (2008), 脚注4, S. 138.
- [20] 以上, Bessler/Schmidt (2008), S. 109-112.
- [21] Bessler/Schmidt (2008), S. 113.
- [22] Bessler/Schmidt (2008), S. 114.
- [23] Bessler/Schmidt (2008), S. 118.
- [24] Bessler/Schmidt (2008), S. 121.
- [25] 例えば, 2007年9月20日のBASFのChi-Xでの取引は, Chi-XとXetraでの取引合計の22%となった。またブリテン株の売買高が同年同月に5億ユーロとなり, また2008年第2四半期には, 1日平均で20億ユーロに達している。以上, Bessler/Schmidt (2008), S. 122.
- [26] Bessler/Schmidt (2008), S. 124. なおこの9行は以下の銀行であることが, 2010年に刊行されたP. J. エングレンとK. ラヌーの本で紹介されている。BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale, UBS. Peter-Jan Englen and Karrel Lannoo (2010), p. 7.
- [27] Bessler/Schmidt (2008), S. 122.
- [28] 以上, Bessler/Schmidt (2008), S. 126-128.
- [29] 以上, Bessler/Schmidt (2008), S. 128-129.
- [30] Bessler/Schmidt (2008), S. 130-131.

- [31] Bessler/Schmidt (2008), S. 137.  
 [32] Börsen-Zeitung (2009b).  
 [33] Börsen-Zeitung (2009a).  
 [34] Börsen-Zeitung (2009a).  
 [35] Börsen-Zeitung (2009e).  
 [36] Köndgen, Johannes (2006), S. 283.

## 日本語文献

- 熊野剛 (2002) 「市場構造と産業構造—株式市場間競争の背後—」, 日本証券経済研究所『証券経済研究』, 第40号, 2002年12月。(Yoshio Kumano, Market Structure and Industrial Structure : Behind the Split and the Competition of Stock Market, in ; Japan Securities Research Institute (ed.), *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No. 40, December 2002.)
- 神作裕之 (2004) 「欧州における証券規制統合の現状と課題」, 証券取引法研究会編『近年の証券規制を巡る諸問題』, 日本証券経済研究所2004年11月。
- 福田徹 (2008) 「クロッシング・ネットワークの現状—その取引メカニズム, 経済的意義, 研究の動向を中心に」, 日本証券経済研究所『証券経済研究』第61号, 2008年3月。(Toru Fukuda, A Crossing Network at Present Days : Trading Mechanism, Economic Implication, and Trends of Academic Research, in : *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No. 61, March 2008.)
- 福田徹 (2009) 「情報技術の発展と株式取引メカニズム」, 『証券経済研究』第67号, 2009年9月。(Toru Fukuda, How is the Stock Trading Mechanism Influenced by the Developing Information Technology? In : *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No. 67, September 2009.)
- 吉川真裕 (2008a), 「米国株式市場規制「レギュレーションNMS」」, 『証券経済研究』第61号, 2008年3月。(Masahiro Yoshikawa, Regulation NMS : its Background and Consequence, in : *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No. 61, March 2008.)
- 吉川真裕 (2008b), 「MiFID後のヨーロッパ株式市場」, 日本証券経済研究所 (大阪研究所) 『証研レポート』No. 1650, 2008年10月。
- 吉川真裕 (2009), 「ヨーロッパの市場間競争—取引所 MTF ダークプール—」, 『証研レポート』No. 1654, 2009年6月。
- 吉川真裕 「ポスト・レギュレーションNMS—アメリカ株式流通市場の現状—」, 『証券経済研究』第69号, 2010年3月。(Masahiro Yoshikawa, Post-Regulation NMS : State of the U.S. Equity Market, in : *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No. 69, March 2010.)
- 清水葉子 (2009a), 「アメリカの市場分裂は深刻化しているのか—ダークプールの拡大について—」, 『証研レポート』No. 1653, 2009年4月。
- 清水葉子 (2009b), 「レギュレーションNMS後のニューヨーク証券取引所の地位について」, 『証研レポート』No. 1655, 2009年8月。
- 清水葉子 (2009c), 「アメリカのダークプール規制について」, 『証研レポート』No. 1657, 2009年12月。
- 清水葉子 (2010), 「米国のダークプール規制について」, 『証券経済研究』第69号, 2010年3月。(Yoko Shimizu, Regulation of Dark Pools in the U.S., in : *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No. 69, March 2010.)
- 深見泰孝 (2010), 「我が国のPTSの現状と課題について」, 『証研レポート』No. 1661, 2010年8月。
- 木村真生子 (2010), 「市場・取引所概念の再構築—PTS規制の現状と課題に関する一考察—(上)—」, 『証券経済研究』第71号, 2010年9月。(Makiko Kimura, Seek for the Reconstruction of the Market and Exchange Concept—Consideration of the Present Situation and Future Prospects of Japanese PTS Regulation - (1) -, in : *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No. 71, September 2010.)

## 日本の新聞

- 日本経済新聞, 「株式高速売買—東証の目玉取引, 不透明税制の壁」, 2010年6月30日。
- 日本経済新聞, 「東証, 売買機会の拡大狙う—取

引時間延長の検討発表」, 2010年7月27日。  
朝日新聞, 「東証, 取引時間の拡大検討」, 2010年7月27日。  
日本経済新聞, 「1000倍の高速化が証券ビジネスを変革」, 2010年8月31日  
日本経済新聞, 「株式私設市場, 活用ポイント—証券会社などが独自運営」, 2010年9月20日。

#### 英独文献

Davis R./Dufour A./Scott-Quinn B. (2003) : Building a Competitive and Efficient European Financial Market, in : *ECMI Short Paper*, No. 4, 5, 2003.

Worfgang Bessler (Hrsg) (2006), Börsen, Banken und *Kapitalmärkte-Festschrift für Hartmut Schmidt zum 65. Geburtstag*, Duncker & Humblot, Berlin 2006.

Köndgen, Johannes, Madrid 2003. (2006) : Internalisierter Wertpapierhandel unter MiFID : zwischen Anlegerschutz und Markt-effizienz., in : Worfgang Bessler (Hrsg.) (2006), *Börsen, Banken und Kapitalmärkte-Festschrift für Hartmut Schmidt zum 65. Geburtstag*, Duncker & Humblot, Berlin, 2006, S. 281-311.

Bessler, Wolfgang/Schmidt, Hartmut (2008) : “Wertpapiertransaktionen im Spannungsfeld von börslichem und außerbörslichem Handel”, in : Handelskammer Hamburg (Hrsg.) (2008), *Die Hamburger Börse-1558-2008*”, Murmann Verlag, Hamburg 2018, S. 109-145.

Peter-Jan Engelen and Karel Lannoo (eds.) (2010), *Facing New Regulatory Frameworks in Securities Trading in Europe*, Intersentia, Antwerp-oxford-Portland 2010.

#### 独語新聞

Börsen-Zeitung (2009a), Start der neuen Berliner Börse Tradegate Exchange— Börsenrat wird am Dienstag gewält, in : *Börsen-Zeitung*, 28. November 2009.

Börsen-Zeitung (2009b), Deutsche Börse erwirbt Berliner Plattform, Privatanlegergesellschaft wird ausgebaut, in : *Börsen-Zeitung*, 1. Dezember 2009.

Börsen-Zeitung (2009c), Deutsche Börse ex-

pandiert—Frankfurter erwerben Tradegate Exchange, in : *Börsen-Zeitung*, 1. Dezember 2009.

Börsen-Zeitung (2009d), Timm steigt von Regionalliga zur Champions League auf, in : *Börsen-Zeitung*, 1. Dezember 2009.

Börsen-Zeitung (2009e), Muttergesellschaft bleibt in Berliner Hand—Deutsche Börse und BNP Paribas halten künftig je ein Fünftel der Anteil-ICF und MWB als Market Specialist, *Börsen-Zeitung*, 1. Dezember 2009.

#### 追加

投稿後, 校正中に以下の論文が公刊されたため付記する。

吉川真裕(2010)「MiFIDと欧州株式流通市場」, 日本証券経済研究所『証券経済研究』第72号, 2010年12月。(Masahiro Yoshikawa, MiFID and the European Equity Secondary Market, in: *SHOKEN KEIZAI KENKYU-The JSRI of Financial and Securities Markets*), No. 72, December 2010.)

木村真生子 (2010)「市場・取引概念の再構築—PTS規制の現状と課題に関する一考察—(下)」, (Makiko Kimura, Seek for the Reconstruction of the Market and Exchange Concept—Consideration of the Present Situation and Future Prospects of Japanese PTS Regulation—(2), in: *SHOKEN KEIZAI KENKYU-JSRI Journal of Financial and Securities Markets*, No.72, December 2010.)

[Abstract]

## The Internalisation of Stock Transaction in Germany : Related to the Application of the Regulations by MiFID

Hironori YAMAGUCHI

It was in the 1990s, when the rule of the Concentration of Stock transaction in the stock exchange was abolished and the alternative transaction outside the stock exchange began in the United States. This was called internalisation of stock transaction in Alternative Trading Systems (ATS) or Multilateral Trading Facilities (MTF). The EU-Commission started in Europe after 2000, to amend the financial guidelines, to integrate the European financial market. To that purpose, “Market in Financial Instruments Directive (MiFID)” was revised in the year 2004 and particularly in 2007.

The internalisation of the stock transaction started in Germany in 2002 and rapidly developed after 2007. So the competition between the capital markets was strengthened. And as a result of that movement, Tradegate System in Berlin was merged by Frankfurter Wertpapierbörse (Deutsche Börse AG) on 4. January 2010.

In this article, I summarize the two main papers by 3 German researchers about the internalisation problems especially in the field of retail stock transaction in Germany.

During my half year sabbatical in Hamburg, from November 2009 to March 2010, I had a chance to study and to research these problems in the office of Professor Hartmut Schmidt at Hamburg University. I thank him so much for the talks and support for this work.

---

Key words: Internalisation of Stock Transaction, Competition and Fragmentation of Capital Markets, Markets in Financial Instrument Directive (MiFID)