

『証券経済学会年報』第 57 号別冊
第 94 回全国大会
学会報告論文

「21 世紀ドイツの諸地域取引所－組織構成と業務展開－」

「21 世紀ドイツの諸地域取引所」

－組織構成と業務展開－

山口 博教

北星学園大学名誉教授

1. はじめに－本報告の狙い

本報告の目的は 1992 年にフランクフルト・アム・マインにおいてドイツ取引所株式会社(Deutsche Börse Aktiengesellschaft)が成立した以降、ドイツ諸地域取引所がいかなる変貌を遂げたかを追跡することである。その際 20 世紀末から 21 世紀にかけて各地域取引所がいかなる組織編制を行い、業務を展開してきたかに焦点を当てる。その前提となるのはドイツの社会経済制度と証券取引所(証券市場)が辿ってきた歴史と各地域の特性及び取引所がもっている歴史的伝統である。このためまずこの点について最初に取り挙げることにする。第二に 20 世紀末から今世紀初めの各地域取引所の組織編制がどのようなものであったかに触れる。そして第三に各取引所が独自に開発した業務展開を紹介する。これらの経過の中で、ドイツにおける証券取引所をめぐる「市場間競争」の問題を明らかにしたい。

なおこの報告は 2021 年 7 月 8 日に開催された証券経済学会北海道部会での報告をもとにしている。1)

2. 1992 年以前のドイツ社会経済制度と諸地域取引所の伝統、組織、業務の特色

(1) ドイツ(国)の連邦分権制

ドイツは歴史的に見て連邦分権制が支配的な国であった。西暦 375 年にゲルマン諸王国(germanische Reich)が成立した。その後 476 西ローマ帝国滅亡後約 500 年を経て神聖ローマ帝国(Heiliges Römische Reich Deutscher Nation＝「第一帝政」)が成立した。これは 300 を超える領邦国家集合体であり、1438 年以降ハプスブルク家による帝位独占が続き、その後 1701 年に建国されたプロイセン王国と対

抗関係に入った。

1806 年にはナポレオン保護下で 16 領邦から成るライン同盟(Rheinbund)、ナポレオン失脚後 1815 年に 35 領邦と自由都市から成るドイツ連盟(Deutscher Bund)が成立した。1866 年の普奥戦争でオーストリアがプロイセンに敗れ、翌年プロイセンを中心とした北ドイツ連邦国家(Norddeutscher Bund)となり、1871 年に 22 邦と自由都市から成るドイツ(帝)国(Deutsches Reich＝「第二帝政」)が形成された。。

第一次世界大戦で敗北し、1919 年に 15 邦と 3 自由都市から成るワイマール共和政のドイツ国

(Deutsches Reich＝「第一共和政」)となった。しかし短命で、世界大恐慌後にチズムによるドイツ国(Deutsches Reich≡「第三帝国」)へ転化した。

第二次世界大戦後には連合国占領を経て 1949 年にボンに首都を置くドイツ連邦共和国(Bundesrepublik Deutschland)とドイツ民主共和国(Deutsche Demokratische Republik)が成立した。前者は「第二共和政」、東西ドイツ統合後は首都をベルリンへ移し「第三共和政」と呼ばれている。2)

以上、ドイツは基本的に連邦分権制を基礎に置いた国家体制の時代が圧倒的に長く続いてきた。この例外に属する中央集権体制は、ヒトラー支配の時代に現れたに過ぎない。したがって「ドイツ国」とは各領域空間を代表する諸邦が連邦分権制にもとづき統合する体制であると見る方が自然である。このため、中央に対する地方という表現はふさわしくない。これが本報告でも「地域取引所(regionale Börse)」の用語を使用する理由である。

(2) ドイツの諸地域取引所の特色

ドイツ最古の取引所が 1558 年にハンブルクで、また 1585 年にフランクフルトで誕生し、それ以降

17・18 世紀までに 30 数カ所の地域で開設された。ナチス政権下ではベルリンを中心とした軍事債券取引中心の市場へ歪められ、その影響で九つの地域取引所所へ再編された。そして第二次大戦後は旧東独下のライプツィヒ取引所以外、八か所の取引所が再開され西ドイツに継続された。またこれらの共通窓口・調整機関として、ドイツ証券取引所連合会

(Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen) がフランクフルトに設置された。なお、これら取引所には以下の歴史的特色があった。

第一に、取引所の設立主体は各州(邦)ないし「都市国家」に所属する民法上の法人形態を取る商工(業)会議所(協会)であり、取引所自体はそれらに管轄される公法上の組織であった。

第二に、取引を規制する帝国取引所法が 1896 年に発行し、取引所監督は各州政府が責任を負うことになった。しかし現在は取引所自主機関、各州政府監督局、連邦金融監督庁(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht=Bafin)の三機関が行っている。

第三に、各取引所は証券取引市場のみならず、他の金融・産業取引所を併設する市場である。為替取引所以外に、保険取引所、穀物・コーヒー等農産品取引所を併設する取引所もある。

第四に、ドイツでは証券会社は存在せず、証券業務は発行・流通業務とも仲立人銀行(Maklerbank)を含むユニバーサル・バンクと呼ばれる各種銀行が兼営している。

第五に、1920 年代まで多くの個人銀行家(Privatbankier)が活躍していた。このうちユダヤ系業者はナチス政権下でドイツを追われたが、戦後西ドイツへ里帰りし業務を再開している銀行もいくつかある。3)

最後に、各地域取引所は個別の域外関係を持っている。フランクフルトと南ドイツ諸地域取引所はスイス・フランス・南欧と深い関係を持ち、ハンブルク取引所は北欧との結合が強い。また北米・南米とは各取引所が独自の歴史的関係を築いている。

3. ドイツ取引所株式会社(Deutsch Börse AG)及び諸地域取引所の組織編制

(1) 1992 年ドイツ取引所株式会社の設立とフラン

クフルト証券取引所(FWB)

1991 年に東西ドイツが統合した後、旧東独等での会社創業ブーム(株式会社数はそれまでの二千数百社から一万社へ急増)が生じるとともに、取引所も大きな変革を迎えた。すでに 1985 年前後から先物取引の導入、電子取引システムの開発、組織所改革(取引所連合会の改組)が急ピッチで進んだ。そしてこの流れの中で私法人組織のドイツ取引所株式会社が、1992 年に公法上の組織であるフランクフルト証取所(Frankfurter Wertpapierbörse=FWB)の推進会社(Träger)として、ドイツ取引所法にもとづき設置された。4)

この会社の資本は諸地域取引所が 100%所有するドイツ取引所持ち株有限会社と、公定・自由仲立人がそれぞれ 10%持ち、残りは銀行等の金融機関が 80%を持った。その傘下に FWB、ドイツ先物取引所(DTB)、ドイツ・データセンター(DWZ)が置かれた。取引内容は立ち合い含む株式現物電子取引(IBIS、現在の Xetra)、DTB での先物取引(Eurex)、ドイツ株価指数(DAX)取引が導入された。5)

なお、現在の FWB について、ウィキペディアの記事で以下の説明がある。6)

・「ドイツでは、法的能力が限られている公法上の制度である証券取引所は私法の下での法人として活動することができない。証券取引所業務の実行と適切な発展には推進機関が必要である。推進機関が必要な人員と財務、及び施設を提供する。」

・「FWR の推進会社はドイツ取引所株式会社(Deutsch Börse AG)とフランクフルト投資証明書取引所株式会社(Börse Frankfurt Zertifikate AG)である。前者の担当と運営義務は株式、債券、ファンド、上場投資信託(ETF)及び上場取引型金融商品の証券取引を包括し、後者は投資証明書やワラントなどの仕組み商品の取引を運営する。」

そして FWR を運営する四つの組織・委員会が紹介されている。証券取引業務と証券取引に関する公共的義務を管理する経営委員会、この経営委員会を業務監査し、証券取引の規制を決定し、経営委員の任命と解任を行う取引所評議会、取引とルールへの順守を監視する市場監視事務局、FWB のルールと規制への違反を罰する制裁委員会である。またヘッセン州で最高の位置にある経済運輸地域開発省

(Börsenaufsichtsbehörde der Hessischen

Ministeriums für Finanzdienstleistungsaufsicht)が FWB の法的監督に責任を負っている。

- (2) ベルリンの二つの取引所 (Berliner Börse と TradegateExchange) と推進会社としてのベルリン取引所株式会社(Börse Berlin AG)とトレードゲート取引所有限会社 (TradegateExchange GmbH)

第二次世界大戦後、旧東独下にあった取引所は西ベルリン商工会議所の建物内に移設され、取引が再開された。1992 年に Xontro 取引プラットフォーム

(Xetra によりリードブローカーが発注と付け合わせを行うシステム) が稼働を開始した。7) 2003 年 3 月にブレーメン取引所と合併し、公法上の証券所ベルリンブレーメン取引所(Börse Berlin-Bremen)を設立した。そしてその推進会社としてベルリン取引所株式会社(Börse Berlin AG)が設置された (所在地レードヴィッヒエアハルトーハウス)。2007 年 6 月にベルリンブレーメン取引所は解散したが、その後もベルリン取引所株式会社は継続した。

この他現在ベルリンにはもう一つの電子取引市場トレードゲート取引所 (Tradegate Exchange)がある。これについては以下のような Wikipedia の説明がある。

・「電子取引システムの Tradegate が 2001 年 5 月 2 日にトレードゲート証券取引銀行株式会社 (Tradegate AG Wertpapierhandelsbank)によりベルリンで運用が開始された。これは個人投資家向けのインターネット情報プラットフォームに接続された、即時自動執行を備えたドイツ最初の取引所外証券取引の電子システムである。2007 年 11 月 1 日の EU 指令により、多国間取引システムの地位を獲得した。2009 年 5 月 20 日、ベルリン州の証券取引監督当局は、Tradegate Exchange を取引所として認可した。これは 1861 年 (シュツットガルト取引所設立) 以降初めての、ドイツにおける新取引所の認可だった。」

8) この電子取引システムによる業務量は 2010 年代に飛躍的に増加した。この結果ドイツ取引所株式会社がこの買収を発表し、現況について以下の説明がある。
・「この取引所推進 (運営) 者はベルリンのトレードゲート取引所有限会社(Tradegate Exchange GmbH)であり、この資本の 59.8%は Deutsche Börse

AG(Frankfurt)が有する。残りの所有者はベルリン取引所協会(Verin Berliner Börse)20.03%とトレードゲート証券取引銀行株式会社(Tradegate AG Wertpapierhandelsbank) 19.99%である」。ただし、この情報はウィキペディアの出所 (脚注 1) からみると、2017 年 12 月 4 日付けの記述であったことがわかる。9)

この記述をそのまま受け取ると、トレードゲート取引所の運営権はフランクフルトにあることになる。筆者はこの点及びドイツ取引所法についての詳細な情報を得たいと思い、旧知のハンブルク大学ハルムート・シュミット名誉教授に 7 月 13 日にメールで照会した。これに対し教授は 8 月 9 日付け第一返信メールで、2007 年に改正された証券取引所法を添付し、改正点について説明してくれた。この点については既に触れたため省く。

さらに 8 月 11 日付け第二返信メールで、Tradegate Exchange と Börse Berlin についての資料と、トレードゲート取引所銀行株式会社(Tradegate AG Wertpapierhandelsbank)監査役会長ヨエルク・フランケ名誉教授(Honorarprof. Jörg Franke)を紹介する旨の連絡が送られてきた。同教授は 1988 年までベルリン証券取引所理事長を務め、その後 2000 年末までドイツ先物取引所有限会社 (Deutsche Terminbörse GmbH-DTB) 及びドイツ取引所株式会社(Deutsche Börse AG)で業務を担当していた。当時シュミット教授も当時 DTB の役員をしていて、同教授と知り合ったとのことである。その後 2001 年にベルリン証券株式会社(Berliner Effektengesellschaft AG)の取締役会会長に復帰した。この会社は元々仲立人組合

(Maklergemeinschaft) であり、トレードゲート取引所銀行株式会社はその子会社となっている。

こうした経過を経て、フランケ教授(Jörg Franke)から 8 月 16 日付けで電子メールが届いた。この中でベルリンの二つの取引所について、8 項目に及ぶ説明文が付されていた。10) そのポイントを以下に紹介する。

- ・「(中略) ドイツ取引所全体の個々の点は複雑であり、説明しようとしても混乱を招くかも知れない。ともかく経営的には株式会社は (公法上の) 取引所以上に重要である。」
- ・「この取引所 (Tradegate Exchange) の推進会社はトレードゲート取引所有限会社(Tradegate

Exchange GmbH)である。そしてその社員

(Gesellschafterin) の 100%は、当初 Tradegate AG Wertpapierhandelsbank であった。Tradegate AG は同時に取引所のマーケット・メーカーとして機能した。」

- ・「この 20 年近くで Deutsche Börse AG が Tradegate AG 株を段階的に取得し（現在 20%）、Tradegate Exchange のほぼ 50%を占めるようになった。」
- ・「2019 年に Tradegate Exchange GmbH は Börse Berlin の推進会社である Berliner Börse AG の株式 100%を取得した。それまでこの株式会社の単独株主はベルリン取引所協会(Verein Berliner Börse e.V.)であった。この協会に Tradegate Exchange GmbH の持分 14.32%が代償として移譲された。この結果 Deutsche Börse AG と Tradegate AG のトレードゲート有限会社に対する持分は双方とも 42.84%に減少した。」

以上の فرانケ教授の説明文を読むと、2019 年にトレードゲート取引所有限会社の持分の 57.16%をベルリン側が掌握し、支配権を保持したことになる。(Tradegate AG Wertpapierhandelsbank 42.84%+Verein Berliner Börse e.V.=Berliner Börse AG 14.32%)

- ・「ただし公法上の取引所 Tradegate Exchange と Börse Berlin は引き続き分離したままである。(中略) また二つの推進会社 (Tradegate Exchange GmbH と Börse Berlin AG) も一形式的には一分離している。もちろんこれらがやがて合併し、二つの取引所に対する一つの推進会社になることも考えられる」とのフランケ教授の将来予測が付されている。

以上みてきたようにベルリンには現在二つの証券取引所が存在し、それぞれの推進会社が持株を通して強固な結合関係を構築することで、フランクフルトを拠点とするドイツ取引所株式会社に対抗していることが判明した。

- (3) 取引所株式会社(BÖAG Börsen AG)とハンブルク証券取引所 (Hamburger Börse)、ハノーバー取引所 (Börse Hannover AG) 及びデュッセルドルフ取引所(Börse Düsseldorf AG)

ここではベルリン取引所以外の旧プロイセン系三取引所の組織編制についてみる。現在これらの取引所の推進会社は BÖAG (Börsen AG) である。その組織について、2001 年のドイツ滞在時に得た資料と最近のウィキペディアの情報から探る。11)

取引所株式会社(BÖAG Börsen AG)はハンブルクとハノーバーとデュッセルドルフ各証券取引所の推進・運営機関である。まず 1991 年 1 月に前二者の推進会社であるハンザ証券所会員協会とニーダーザクセン取引所会員協会が共同推進会社として設置された。BÖAG Börsen AG は人事・財務・総務の分野の取引所経営を運営する。その傘下にあるハノーバー商品先物取引所の 30.4%の持ち株も行っている。他方同じくその傘下のハンブルク証券所とハノーバー取引所は入場者管理、上場証券の認可、取引所・手数料規則の公布、取引監督という取引所業務管理を公法上の機関として遂行する。

さらに 2017 年にデュッセルドルフ取引所がこの連合組織に合流した。その前には、この取引所を設置していたライン・ヴェストファーレン取引所会員協会が、2001 年に株式会社組織へ変更され、それを BÖAG Börsen AG が買収したのであった。

- (4) ミュンヘン取引所 (Börse München) とシュツットガルト取引所(Börse Stuttgart)

ミュンヘン取引所の取引所の起源は 1830 年にミュンヘン商業組合(Kaufmannstube)における有価証券取引から始められた。鉄道証券が当初ブームとなったが、バイエルンは長らく農業中心地帯であり、抵当証券や土地・不動産に関する証券が多く取引された。1935 年にアウグスブルク取引所と合併させられ、バイエルン取引所となった。

取引所は 2000 年に株式会社化し、名称もバイエルン取引所から現在の Börse München へ変更している。この会社の単独株主はミュンヘン取引協会(Münchener Handelsverein)のミュンヘン取引協会持株有限合資会社(Münchener Handelsverein Holding GmbH & Co. KG)である。ミュンヘン取引所は私法上の推進会社であるバイエルン取引所株式会社 (Bayern Börse AG) を有し、証券取引所組織と共に公法上の課題を遂行している。12)

他方、シュツットガルト取引所(Börse Stuttgart)は 1860 年に地元の工業取引所協会と共に始められた。

そして 1861 年に 2 月 11 日、シュツットガルト取引所協会設立とともに、今日のシュツットガルト証券取引所の前身である証券取引所が開設された。この取引所の組織構成は独特の複雑な特徴を持つため、以下のウィキペディアの記事を紹介する。

・「シュツットガルト取引所の親機関 (Dach) はバーデン・ヴュルテンベルク証券取引所協会であり、この協会の目的は定款でシュツットガルトの取引所と金融センターを発展させることとされている。取引所プラットフォームの運営に対し、協会はいくつかの子会社で対応する。またドイツ取引所法にもとづき、バーデン・ヴュルテンベルク証券取引所は公法上の機関として活動し、独自の取引所を形成している。法務と実務を行うために人的・技術的インフラを必要とする。これを用意するのは、バーデン・ヴュルテンベルク州により取引所経営を任せられ、義務付けられている取引所推進会社、バーデン・ヴュルテンベルク証券取引所有限会社 (Baden-Württembergische Wertpapierbörse GmbH) である。この会社は取引所推進会社が間接的に運営する、協会の 100% 所有子会社である。取引所運営の技術面の展開は、多くの子会社を設置・管理する 100% 所有協会子会社であるシュツットガルト取引所有限会社が設置・管理している。」¹³⁾

以上、諸地域取引所の最近の組織編制についてみてきた。以下ではそれらが展開する業務と取引所間市場競争について紹介する。

4. 地域取引所の業務展開と市場間競争

(1) フランクフルト取引所 vs ベルリン取引所

1992 年ドイツ取引所株式会社成立時に FWB の立合場取引は電子化された。取引所注文電子指図支援システム (BOSS=CUBE)、相場伝達システム

(KISS)、ドイツ先物取引所 (DTB、後の Eurex) が導入された。2006 年 10 月にトレーディングフロアが改築され、翌年 2 月から再開された。その後 2011 年に 425 年の歴史を持つ FWB のフロア取引は廃止され、電子取引プラットフォーム Xetra に移管された。それまでの仲立業者 (Skontoroführer) の業務はコンピューターに引き継がれ、仲買業者は取引システムを管理し流動性を提供するスペシャリストとなった。2018 年には 10 人が登録されている。

なお現物取引部門ではドイツ取引所株式会社は F

WB において二つの市場 (venues) を持っている。一つは Xetra で、もう一つはフランクフルト取引所 (Börse Frankfurt) である。

前者はドイツ株と取引所取引される諸ファンドの参照市場 (reference market) である。ドイツ全取引所株式取引の 90% 以上は Xetra を通して取引されている。DAX 銘柄に関しては、Xetra は欧州全体市場シェアの 60% を持っている。取引時間は午前 9:00 から午後 5:30 まで。ドイツ株価指数 (DAX) 算出の基礎として、Xetra 価格は最良のドイツ株価指数を提供する。後者はドイツ及び国際的発行体の 100 万を超える証券を取引する主として個人投資家の取引市場である。この取引にはいわゆるスペシャリストが取引フロアで参加している。ドイツ証券取引出来高の 90% は、フランクフルト証券取引所の主としてこの二つの市場で算出されている。¹⁴⁾

以上の記述を読むと、フランクフルト取引所がドイツ証券取引においてただ一人ガリバー型の独占的市場シェアを有しているかに思われる。しかしこの状況は先に見たベルリンでの取引所外電子市場 Tradegate Exchange の登場 (2001 年) により変化し始めた。この主要取引部門は個人投資家に向けた、午前 8 時から 22 時までの有価証券取引である。取引所取引価格は十分な流動性を供給するスペシャリストの支援を受け、電子取引システム Tradegate が決定する。他の取引所と同様に内部管理と取引監視機関の監視の下に置かれている。

この取引所の特色は、取引参加者に対して入場登録・取引・仲立に対する手数料が請求されず、入場料が掛けられるのみであることである。銀行手数料と売買価格スプレッドの負担だけで、しかも価格差は Xetra 取引時間外には Xetra 取引よりも大きい。この有利さのためこの取引額は急成長し、2018 年の取引額 1060 億ユーロで、「ドイツ最大の取引所」となった。また 2020 年の Tradegate と Börse Berlin は 40 億 1600 万ユーロの記録的売買高を挙げたとの報道もある。¹⁵⁾

以上の状況について先のフランク氏のメールでは、以下の指摘がなされている。

・「Tradegate Exchange はこれまでの 20 年間でドイツの他の地域取引所に『勝ってきた。』ここではドイツ全取引所の総取引の 90% 近くまでに上昇させた (フランクフルト取引所の電子取引システム Xetra を例外として)。もっとも最近この状況は変化してい

る。ハンブルクの Lang & Schawrz という Tradegate Exchange 同様の新たな完全な電子取引所が営業を開始したため、Tradegate Exchange がドイツの取引所取引で占める市場割合 (Extra を除く) は 90% に達しないことは明白である。」¹⁶⁾

以上みたように、フランクフルト取引所とベルリン取引所間ではここ 10 数年の間に、買収工作を含め非常に激しい市場間競争が展開されてきたことが判明したことがわかる。

(2) その他の地域取引所の業務展開

各地域取引所は、これまで取り挙げてきた市場の他に共通する業務と独自の業務を開発してきている。これらについてはウィキペディアから得られた情報を整理しておくことにしたい。カッコ内は判明している限りでの業務開始年次である。

(a) 諸取引所に共通する業務

① 完全電子取引システムの導入

- ・ハンブルク証券取引所 : Lang & Schwarz Exchange 電子取引システム (2016 年)
- ・デュッセルドルフ取引所 : MAX-ONE 電子取引システム
- ・ミュンヘン取引所 : Qotrix 電子取引システム (2003 年)

② 中小企業向け証券市場の設置 :

- ・ベルリン取引所とハンブルク証券取引所 : Mittelstandsbörse Deutschland
- ・デュッセルドルフ証券取引所 : Primärmarkt
- ・ミュンヘン取引所 : m:access
- ・シュツットガルト取引所 : Freiverkehr Plus

(b) 諸取引所の独自業務

- ・ハンブルク証券取引所 :
#High Risk Market—国内外の未上場企業株の店頭上場
#Freiverkehr—上場廃止後の上場市場、約束手形交換市場 (ドイツ約束手形取引所での約束手形ローン取引監視取引 (2017 年))
- ・ハノーバー取引所 :
#Global Challenge Index (GCX) — Oekomresearch AG と共同開発した、気候変動／飲料水供給／森林管理／生物多様性保護／人

口増加／貧困との闘争／管理責任の 7 指標に優れた 50 社の指数取引 (2007 年)

#German Gender Index—役員会の男女比均衡に優れたドイツ企業 50 社の指数取引 (2015 年)

・デュッセルドルフ取引所 :

#DAX 株ノースプレッド取引と DAX30 株手数料無料取引

・ミュンヘン取引所 :

#Gettex—コスト意識の高い個人投資家向けに株式／債券／ファンド／債務証券が組み込まれたストラクチャード証券取引 (2015 年)

・シュツットガルト取引所 :

#Euwax—証券化デリヴァティブ取引用プラットフォーム

#Bondx—債券特別取引

#Bondm—中小企業が社債を発行できるようにする債権取引

#Ifx—株式アクティブ運用ファンド

#ETFBestx—上場投資信託取引 (ETF)

#Bison スマートフォン・アプリ—Sowalabs が開発した証券取引所が支援する最初の暗号取引アプリ (2019 年)

#Boerse Stuttgart Digital Exchange—ドイツ最初の暗号通貨取引所 (2019 年)

以上に見るように、ドイツの諸地域取引所はフランクフルトとベルリンの取引所が圧倒的市場シェアを持つ中で、ニッチ市場等の開拓に努力し、懸命な生き残り策を展開している。これらの活動は日本の地方取引所にとって大きな刺激となるとと思われる。

5. まとめ

筆者は 2008 年にドイツ証券市場史の著作刊行以降別テーマでの研究に移り、その後のドイツ諸地域取引所の展開に注意を払ってこなかった。しかし証券経済学会北海道部会で日本の地方証券取引所との比較をするためこの度再度調査した所、ここ数十年間で激変していることが判明した。特に注目したのは、第一に取引所へ株式会社や有限会社形態が導入されるに当たり、取引所組織が民間の推進会社と公法人の取引所の二重組織へと編成されたことである。これはまず 1992 年のドイツ取引所株式会社の誕生で実施され、2007 年のドイツ取引所法改正で規定がさらに整備された。その後ドイツのすべての地域取引所に波及した

ことが今回の調査で判明した。

第二に明らかになったことは、各地域取引所が次々と新業務を展開してきていることである。フランクフルト取引所とベルリンの二つの取引所間で激しい市場競争が行われている中で、その他の六つの地域取引所も懸命な生き残りをかけて努力している姿勢をみて取ることが出来た。

なお、現在ドイツの諸地域取引所は大別すると、以下のように分類することが出来る。

- ① 旧プロイセン直系のベルリン取引所とトレードゲート取引所
- ② BÖAG 傘下の三取引所—旧ハンザ系の二取引所（ハンブルク証券取引所、ハノーバー取引所）とケルン系のデュッセルドルフ取引所
- ③ フランクフルト証券取引所
- ④ 南部ドイツの二取引所（ミュンヘン取引所とシュツットガルト取引所）

以上の八つの取引所の中で、②デュッセルドルフ取引所と③フランクフルト取引所及び④ミュンヘン取引所とシュツットガルト取引所取引所が旧プロイセンの影響をほとんど持たない地域取引所である。これらの諸地域取引所が存続している要因は第一に、ドイツ社会が連邦体制を基盤とする経済・社会構成を持っていることである。また第二に、各地域取引所が諸外国（スイス、北欧、南欧、東欧及び南北アメリカ諸国）と歴史的に独自の経済関係を築きあげ、また現在もこれを維持している点で共通性を有するからである。

このうちここ十数年間で一番力を付けてきたのは、ベルリン取引所と並び同地で新たに認可されたトレードゲート取引所であった。これは東西ドイツ統合から 30 年経過し、首都に返り咲いたベルリンの政治経済的地位が向上した結果である、と考えられる。同時にドイツの EU におけるドイツの経済力伸長もあり、これが英国の Brexit に繋がったのではないだろうかと筆者は推測する。

ところで各ドイツ諸地域取引所が組織改革を伴い証券取引を活性化させ、銀行自体の業務と比べ目覚ましい躍進を遂げてきたことは筆者には驚きであった。というのは、本報告が取り挙げた時期は、貯蓄銀行を含むドイツの諸銀行がサブプライム危機欧州波及の中で、ドイツ版「失われた 15 年」という苦い経験をした最中と重なっているからである。一番積極的に直接金融に乗り出したドイツ銀行の場合には、投資家とのトラブルと膨大な訴訟で経営破綻寸前となり、大規模

リストラに追いこまれた。しかもメルケル元首相が自力更生を盾に政府資金注入を拒んだため、同行は中国の資本に頼らざるを得なくなった。また大手信用銀行二番手のドレスデン銀行に至っては、経営難の結果アリアンツへの売却を経て 2008 年にコメルツ銀行に買収される顛末を辿った。そのコメルツ銀行でさえ、リーマン・ショック後は政府の資金注入によりかろうじて支えられていた。また州立貯蓄銀行のほとんども同様に困難を抱えていた。ただドイツ銀行は今年の 8 月 28 日の日経新聞記事で、総収益と純利益で増加が見込まれたことが報道されている。ここに来てやっと回復の兆しが見え始めたところである。17)

なお本報告の新しいデータについては、そのほとんどをウィキペディアのネット記事に頼らざるを得なかった。39 年間勤務していた本務校を 2020 年 3 月末に定年退職したため研究費がなくなり、さらに地球全体がコロナ禍に見舞われた。このため渡独することが非常に難しく、現地の最新情報を得ることができなくなった。ただ幸い、旧知の元ハンブルク大学資本市場研究所の H. シュミット名誉教授とのメールでの交信により、トレードゲート証券取引銀行株式会社監査役会会長フランケ名誉教授の支援を受けた。この結果最新情報を入手することで、以上の研究上の穴をある程度埋めることができた。ただし諸地域取引所の業務の詳細を含め、まだ不明な個所もいくつか残されている。これらについては今後の展開と合わせて、さらに追跡調査を行うとともに、同輩及び後進研究者にこの分野への参入を期待する次第である。

最後に、第 94 回全国大会深見泰孝委員長をはじめとするプログラム委員会、司会担当の相澤幸悦教授、コメント担当の三田村智教授並びに質疑応答していただいた諸先生方にこの場を借りて感謝申し上げたい。

- 1) 拙稿「ドイツの地域取引所—伝統と近況」（パワーポイント原稿）、証券経済学会北海道部会報告、2021 年 7 月 8 日、於札幌証券取引所。報告時点では Tradegate Exchange に関してまだ不鮮明な個所が残っていた。
- 2) 以上ドイツ国の説明については以下を参照した。田沢五郎『ドイツ政治経済法政辞典』の各項目（Bundesrepublik Deutschland, Deutscher Bund, Deutsche Reich, Drittes Reich, Heiliges Römische Reich, Weimarer Republik）、郁文堂。なお、これらの「ドイツ国」について渡辺尚教授

は「ドイツ」概念の曖昧さとして説明をしている。渡辺尚「「ドイツ」資本主義と地帯構造」、大野英二・住谷和彦・諸田實編著『ドイツ資本主義の史的構造』所収、有斐閣 1972 年、152 ページ。

- 3) 以上拙著、『ドイツ証券市場史—取引所の地域特性と統合過程—』、北海道大学出版会 2006 年 2 月。
- 4) ドイツ取引所法第 1 編第 1 章第 2 節以下の規定がある。「(1)取引所は本法により多角的システムを管理し、監督する公法上の施設であり、—以下省略—。」また第 4 章冒頭では「(2)取引所推進会社の管理・監督構成員は各企業が営む業務に対するコントロール機能と判断及び監督を引き受けるのに必要な専門知識を持ち、その課題を遂行するのに必要な労力と時間を費やすことに信頼されなければならない」と記されている。BörsenG-Börsengesetz, § 2 Börsen und weitere Begriffbestimmungen, § 4 Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan des Börsenträgers Abschnitt 1. なお Trägersgesellschaft は推進会社ではなく運営会社と翻訳される場合もある。
- 5) ドイツ先物取引所 (DTB) の取引システム GOFEX (German Options and Financial Futures) は、1988 年にチューリヒでオープンしたスイス・オプション先物取引のシステムに倣い設置したドイツ・オプション先物取引である。歴史的にもフランクフルト取引所はスイス取引所と深い関係を持っている。前掲拙著、第 6 章第 4 節。
- 6) Deutsche Börse Cash Market-Organisation of the FWB, <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-en/about-us/organization-of-the-fwb>, 2022/09/25 20:24.
- 7) Xontro については「プロの注文ルーティング、取引、決済システム」との表題で以下の説明がある。「Xontro は、以前の製品ラベルである BOSS-CUBE 及び BOEAG の下で、1992 年以来確立された専門的な注文ルーティング、取引、及び決済システムを表し続けている。新しい名前で、Xontro は拡張機能を提供する動的システムを表す。(中略) Xontro は、ドイツ証券取引所フロア向けに設定された電子的な仲介ベースの取引システムとして、国内及び国際的なすべての証券取引をサポートしている。」XONTRO,

<https://xontro.de/index.php?id=13&L=1>, 2022/05/26 19:23.

- 8) Börse Berlin-Wikipedia, https://de.wikipedia.org/wiki/Börse_Berlin, 2022/07/08/ 10:03, 2/5. この日本語版もあり参照したが、一部の訳語と文体については筆者の判断で変更した。
- 9) WikipediaA, Tradegate Exchange, https://de.wikipedia.org/wiki/Tradegate_Exchange, 2022/05/31 16:13, 1/4. 冒頭部分の出所については、このサイトの脚注 1. に付されている以下のサイトである。Impressum, in: <http://www.tradegate.de>. Tradegate Exchange, abgerufen am 4. Dezember 2017.
- 10) Jörg Franke, Ihre Nachricht an Prof. Dr. Schmidt, jfranke@effektengesellschaft.de (ヨエルク・フランケ教授の筆者宛てメール、「貴君のシュミット教授宛て照会メールに関して」), 2022/08/16, 9:05. なおこのメールの冒頭で、以下のことが記されていたので紹介する。まずフランク教授はシュミット教授とは旧来から交流を持ち、筆者の質問に対しても喜んで答えたこと、また今から 20 年以上前の Deutsch Börse と DTB/Eurex 勤務時代に何度も来日したことがあり、当時大阪証券取引所理事長の故巽五郎氏と夫婦同士で親交を持っていたことである。
- 11) BöAG Börsen Aktiengesellschaft Hamburg/Hannover(Hrsg.), Jahresbericht 1999, 2000, Hamburg 2000, 2001. https://de.wikipedia.org/wiki/BöAG_BOERSE3/media/Datei:Organigramm_BöAG_Börsen_AG.jpg, 2022/08/07 21:12.
- 12) Börse München, https://de.Wikipedia.org/wiki/Börse_München, 2022/06/10 11:04, 2/5.
- 13) Börse Stuttgart, https://de.Wikipedia.org/wiki/Börse_Stuttgart, 2022/06/10 10:52, 3/5.
- 14) Börse Frankfurt, https://de-wiki.org/Lexika/Börse_Frankfurt, 2022/10/03 13:36, 3/7. 及び Frankfurt Stock Exchange, https://en.wikipedia.org/wiki/Frankfurt_Stock

[Exchange](#), 2022/10/03 13:39, 1/5~2/5.

15) WikipediaA, Tradegate Exchange, a.a.O.,
2/4~3/4.

16) Jörg Franke, a.a.O..

17) 日経新聞「ドイツ銀純利益 51%増」、2022 年 7 月
28 日。