

証券取引所の「統合」と「競争」

一上季代司

1 はじめに

ここ二、三年の間に、世界的な規模で証券取引所の再編成が進んでいるが、こうした世界的な潮流をバックに国内証券取引所の統合再編が構想されているようである。年初に読売新聞（一月四日）が「国内六証券 統合構想」と題して、持株会社「日本株式取引所（仮称）」の下に四つの子会社を置き、現在六つある国内証券取引所を三つの市場運営会社（現物市場、デリバティブ市場、新興企業向け市場）と自主規制会社に再編し、統合しようという構想が証券界の一部にあると報道している。二月には『週刊ダイヤモンド』（二月二四日）も同趣旨の記事を載せている。

国内証券取引所の一本化構想は以前からある話ではあるが、今回の構想にはいくつかの新しい背景・理由づけが伝えられている。第一は、海外の動きをバックとする理由付けである。欧州を舞台に繰り広げられてきた証券の統合が、NYSEとユーレックスの統合、ナスダックによるLSEへの敵対的買取提案などいよいよ大陸間まで及び、国境を越えた証券の再編が激化している。こうした海外の動きを受けて、国内証券取引所間で競争するよりも統合により国内証券を強化するほうが重要だという考えが台頭している、という。第二は、わが国における証券取引所間競争は主として上場誘致競争という形をとっているが、こうした上場誘致競争が、上場審査の甘さ、上場会社の不正会計など不祥事を見逃すことにつながった、という認識から一本化によって監視を強化す

べきだ、とされる（以上、『読売新聞』前掲）。第三に金融商品取引法の立法化により、取引所持株会社ならびに
自主規制法人が容認され、再編・統合への道具立てがそろったことがあげられている（『週刊ダイヤモンド』前
掲）。他方、こうした再編・統合構想にたいしては根強い反対意見がある。それは独占によるサービス競争の低
下、種々の手数料の引き上げの恐れである。

この問題の是非を検討するためには、①証券取引所において展開されている競争は、何をめぐって誰が競争し
ているのか、②統合によってその競争を抑止することが、証券取引所のもつ社会的機能を向上させるのか、それ
とも低下させるのか、という論点を取り上げなければならない。以下、順次、みよう。

2 証券取引所の社会的機能

この問題を見るためには、まず証券取引所の社会的機能を見ておく必要がある。わが国は、銀行中心の産業金
融モデルから市場型金融モデルへの転換の途上にある。金融システムの基本的機能の一つは、希少な貯蓄資源を
リターンの高さに応じて産業・企業に分配することによって経済全体の生産性、効率性を高めることにあるが、
市場型金融モデルでは、それが市場メカニズムを通じて、すなわち株価（価格）が経済効率性の指標となって希
少な経済的資源が配分される。そのためには当然のことながら公正な株価形成が必要である。

すなわち証券取引所は第一に、市場の運営者として「価格発見およびそれに必要な流動性提供」機能を果たす
ことで、価格メカニズムにもとづく資源配分に貢献している。特にこうした株価に基づく資源配分は、産業構造
の転換期にあるわが国において、新興企業においてこそ必要である。フランクリン・アレン¹⁾は、継続的な技術進
歩のある産業、未知の技術を抱える新興産業など企業経営のあり方について共通の認識が形成されにくい産業に

対する資源配分は、企業経営へのチェック機会が限られている銀行融資よりも、多数の投資家が売買に参加し随時チェックすることを通じてさまざまな意見がリアルタイムで株価に集約される株式市場のほうが優れている、といっている。

第二に、証券取引所は、上場および上場廃止政策を通じて上場企業の取捨選別を行い、産業構造転換の助産婦の役割を果たしている。この場合、メインボードと新興市場とは上場基準・上場廃止基準は異なっているのが普通である。新興市場に対しては、証券取引所は出来るだけ幅広く、上場のチャンスを与えるとともに、リターンが得られる見込みが立たず経済的資源を浪費する恐れのある企業は速やかに上場廃止にする「多産多死型」の上場政策を取る必要がある。収益基盤が確立されていない企業にも門戸を広げるため、上場時には利益基準や設立年数などの数値基準は低く抑える代わりに投資判断に必要な企業情報開示を厳しくさせ、上場後は一定期間経過後に、ある程度の利益基準を達成しなければ上場廃止にするなど、メインボードとは違った数値基準などの上場政策を取る必要があるのである。この意味では、新興市場とメインボードを分離し、場合によっては別の証券取引所に市場運営を委ねることも合理的な選択となる。

第三に、証券取引所は、リスク移転手段としてのデリバティブ市場を開設することで、保険機能を提供する。産業金融モデルでは、資金移転とリスク移転は銀行の内部で結合していたとされる。銀行の資産変換（本源的証券を預金という間接証券に変換）は、最終的貸し手に対するリスクを銀行自身が業種別・企業別分散等によって管理し、最終的貸し手に対してリスク回避を可能にさせるというやり方で一種の保険機能を提供していたわけである。これに対し、市場型モデルでは資金移転とリスク移転が切り離され現物取引と派生取引として並行的に発展していくようになっただけでなく、一旦分離された保険機能と資源配分機能が、家計のニーズに応じて再び

結合されて種々のリスク・リターンを家計に提供することを可能にしている。こうした保険機能の卸売市場として証券取引所の派生市場はきわめて重要な役割を果たしている。

3 証券取引所の業務と競争

わが国証券取引所に期待されている機能が、上記のように、価格発見機能、上場制度を通じた企業選別機能、保険提供機能であるとすれば、それらの機能は、証券取引所のどのような業務のなかで遂行されているのか。

証券取引所の業務は、(1) 市場運営業務(売買の場の提供)、(2) 自主規制業務(売買の監視、上場審査・管理、取引参加者管理)、(3) 清算・決済業務⁽²⁾にわかれる。今日の証券取引所は株式会社化され、営利企業として上記の業務を営んでいるので、収益拡大への業務努力は、①上場誘致、②売買誘致、③取引参加者(会員)誘致にむけられ、それらはまた競争の舞台でもあるのである。

(1) 上場誘致競争

上場誘致は、具体的には新規上場のプロモーション(現物株)という形をとる。新規上場のプロモーションは直接的には上場申請を代行する主幹事証券会社(取引参加者)によって担われるのだが、証券取引所にとっても上場賦課金や場口銭等の拡大につながるので、特定のセクションを設けて積極的に行われている。現状、この上場誘致は、メインボードよりも新興市場において積極的に行われている。新興企業向けに数値基準を引き下げて門戸を広くしているために、上場企業の開拓余地が広いことと、新興市場はメインボードへの登竜門という意識がまだ強いからである。

また、デリバティブ市場においてこれに対応するのは、上場商品開発（各種指数の開発とそれを参照指標とするデリバティブやETFの開発）である。これを直接に担うのは、取引参加者（会員）である証券会社等であるのだが、証券取引所も当然、この商品開発に関与する。デリバティブは原資産を参照指標として人為的に作りうるものであり、商品開発の可能性は理論的には無限に広がりうる。

言い換えれば、新興市場とデリバティブ市場は、上場ビジネスにおいて将来性が高いのである。こうしたニューフロンティア市場では次に見るように競争の効果が高い反面、それだけに競争の行き過ぎとその結果として弊害の恐れも懸念されるわけである。

〔競争の効果〕

上場誘致競争の成果としては、産業構造の転換と新旧企業の新陳代謝を促進したことがあげられる。二〇〇〇年前後に現在の新興市場が次々に設置され、それ以来、毎年一五〇社前後の企業がコンスタントに上場されるようになった。その結果、昨年末現在、上場企業約三九〇〇社のうち、四割に当たる一六三八社が九六年以降の上場会社である。新興市場が複数の証券取引所に設置されて上場誘致競争を展開したことが、比較的短期間で上場企業の新陳代謝を進める効果があったことは否定できないであろう。

また保険機能を提供するデリバティブ市場においては、大証がメイン市場ではあるが東証のTOPIX先物・オプションも建玉・売買とも規模を拡大させており、加えて〇九年に東証の次期システムが稼動すればこれを背景にデリバティブやETF等で積極的な商品開発に打って出ることが十分、予想される。このことが大証に危機意識を、さらに積極的な商品開発に駆り立て最近のミニ日経のヒットにつながるなど、好循環が働いていると考えられる。

〔競争の弊害〕

しかし多面で、冒頭で見たように、上場審査が甘くなる、不正会計など不祥事を見逃すなどの指摘もなされている。このほか、情報開示の姿勢や内容に問題があったり、事業将来性の上で疑問符がついてもなかなか上場廃止にしない、などの批判もある。他方、デリバティブにおいても過度に投機的な商品が上場されるのではないかと、といった危惧も予想される。

これは証券取引所が、それぞれ上場誘致をめぐってややもすれば過当競争を展開するだけではなく、市場運営業務と上場に関する自主規制権限（上場規則制定、上場審査・管理）の両方を抱えて、市場運営業務の利益を優先して自主規制に手心を加える可能性があるからでもある。これが、市場運用業務と自主規制業務を分離してしまえばどうか、という冒頭の提言がでてくる背景であろう。

以上のように、①新興市場とデリバティブはメインボード（一部などの本則市場）と上場政策の上でコンセプトが異なるために、これを別々の取引所に担当させること、②また自主規制業務を市場運営業務から分離させることには、それなりに合理的理由が認められる。他方で、③新興市場ならびにデリバティブ市場について、複数の証券取引所が競い合って上場誘致、商品開発を行ってきたことが企業の新陳代謝・産業構造転換に寄与し、リスク管理機能の効率性を高めたといえるであろう。

（2）売買誘致競争

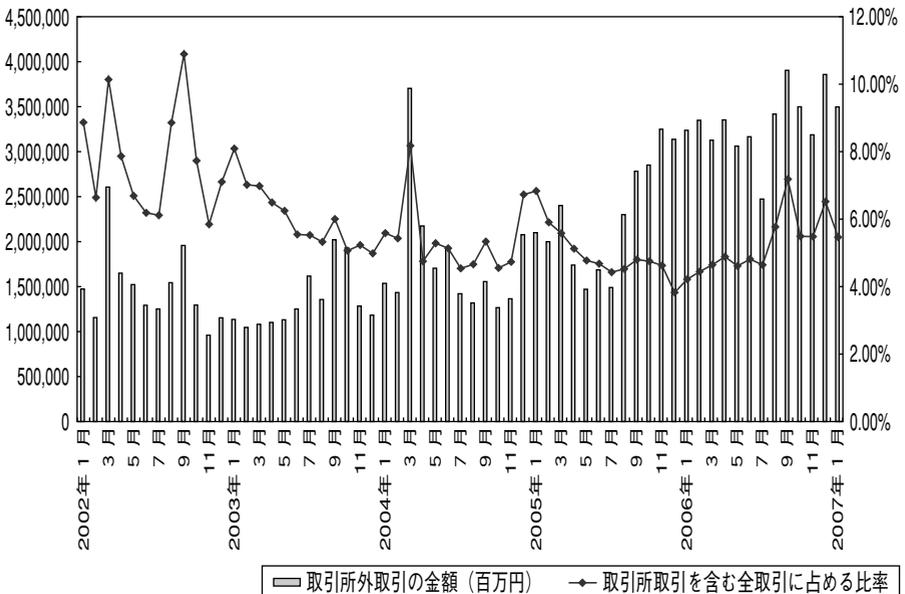
他方、メインボードでは上場誘致競争よりも売買誘致競争が展開されている。経済成熟国ではどこの国でも、メインボードは飽和状態であり、そこでの上場誘致の余地があるとすれば、それは海外企業に対してである。し

たがってメインボードの上場誘致競争は海外に向かつてグローバルに展開される。他方、出来高の中心はメインボードであり、それゆえ、そこでは売買誘致をめぐる競争が展開される。

わが国では、売買誘致をめぐる競争は、かつては取引所間で行われていたが（東証に対して大証クロス、名証クロス）、現在では取引所外取引との間での競争となっている。図1は、上場株式の取引所外取引（PTSを含む）の金額とそれが取引所取引を含む全取引に占める比率である。これによると、相場が上昇に転じた二〇〇五年夏以降、取引所外取引はボリュームの水準が一ランク、アップし、全取引に占めるウェイトも上向いている。この原因として、〇五年四月に取引所外取引の価格制限が撤廃されたことが挙げられよう。この取引所取引の拡大現象は、冒頭で見た証券取引所の「価格発見と流動性提供」機能からみて、どのように評価できるだろうか。

流動性・価格発見機能の向上のためには、注文を一

図1 取引所外取引の金額



(出所) 日本証券業協会統計資料より作成

箇所に集中させることが早道であるが、機関化が進展すると事情が異なってくる。機関化により取引が大口化すると需給が一方向に偏りやすくなる。注文を強制的に集中させれば、イタヨセでは需給一致に時間がかかりすぎ、場合によっては不可能（出来ズ）なことも出てくる。他方、ザラバでも大口取引が出たという情報に反応したノイズトレーダーが、一斉に注文を引き揚げたりするので流動性がかえって枯渇したり、価格の乱高下を招くことにもつながる。

こうしたマーケットインパクトを防ぐために、①会員業者の手元で注文を待機させ、対等する注文が出てきたときに社内でクロッシングをおこなう（インターナライゼーション）。②逆に業者が自ら仮需給を出して流動性を補給する（スペシャリスト、マーケットメイカー）。③顧客自らが発注を管理しみずから探索する（PTS）といったことが行われる。

このうち、①と③は、取引所外取引として現れる^③。他方、証券取引所では、こうしたマーケットインパクトを免れようと、注文を細切れにして異なった価格帯・時間帯に発注して有利な執行価格を得ようとするアルゴリズム取引が増えてきているので、注文件数が激増し、売買システムに大きな負荷を掛けるようになっていく。

社会的に見て流動性の供給と価格発見機能の向上のためには、取引所のみならず取引所外取引も補完的な売買システムとして組み入れる必要が出てくるし、取引所に対しても迅速な執行処理が求められる。ここで行われている競争は、取引所間というよりもむしろ取引所と場外システム（法的には証券業者が運営主体）との補完的競争であり、しかも競争は取引所に対してシステム設備への投資競争という形をとらしめる^④。したがって、取引所としては場外システムとの競争上、システム投資はとめることは出来ないし、ますます巨額化してくる。複数の証券取引所が同じようなことをすると「重複投資」で無駄のように見える。

以上から、証券取引所としては補完的競争関係にある場外システムを併合したり、あるいはシステム共用のための取引所間提携⁽⁶⁾やさらに統合⁽⁷⁾といった経営判断もでてくるだろう。ここで初めて市場運営業務を統合させることの合理的根拠が出てくる。

(3) 取引参加者（会員）誘致競争

上場誘致や売買誘致のもう一つの手段は、主幹事となりうる証券会社、発注してくれる取引参加者（会員）を増やすことである。立会場がなくなり、「場電店」という概念がなくなった現在、取引参加者は必ずしも取引所の近くに拠点を持つ必要はない。IPO取引参加者（あるいは特定正会員）など、取引参加権限（会員権限）を限定する参加者資格枠を設け、加入金や参加者料金を格安にすることで参加者拡大を図る動きがみられる。こうした取引参加者獲得競争は、上場誘致、売買誘致の手つ取り早い手段である。

なお、取引参加者を増やそうとするあまり、証券取引所が取引参加者の資格審査や管理・監督に手心を加えるといった弊害は、現在までのところ起こっていないようである。しかし、新興市場におけるIPOには問題が多く、その原因として幹事証券の引受審査体制の不備が指摘される。他方、証券会社の検査・監督は各証券取引所のほか証券業協会さらには金融庁と重複し、コストの面でも無駄である。金融商品取引法では引受業務も登録制になるので、証券会社の検査・監督における自主規制の意義はますます重要になる。そこで、証券取引所における証券会社審査・検査を一つに統合しようとの動きには合理的根拠があるだろう。⁽⁸⁾

4 小括

以上を整理すると次のようになる。

第一に、自主規制のうちで上場に関する自主規制権限、取引参加者に関する自主規制権限は証券取引所から分離し、これを一つに統合することには合理的根拠がある。ただし、上場に関する自主規制権限は、上場規定の策定そのものが各証券取引所のビジネス上の戦略にもなるため、これを切り離すことは実際には難しい。デリバティブでは、「上場」が商品開発という色彩をとるため、特に困難になろう。

第二に、現物市場、デリバティブ市場、新興市場について一つに統合することは現に働いている競争の効果を消失させることになるうえ、場口銭などの取引参加者料、上場賦課金、情報提供料などの引き上げにつながる恐れがある。他方で、売買システムをめぐる競争は証券取引所と場外取引システムとの間で展開されており、今後、この競争は激しくなると予想される。このためますます巨額化するシステム投資の重複を避けるための市場統合には合理的根拠がある。このメリット、デメリットをどう計算するかである。もつとも、これとは別に、六つもある新興市場には集約する余地はあるだろう。

第三に、競争の効果を維持しながら、システム投資の重複を避ける方法として、システム共用にむけた業務提携という方法もあるだろう。もつとも、システムの共用は、デリバティブやETFなど各取引所の商品開発に絡む経営情報の遺漏につながる恐れがあり、それを避ける工夫が必要である。

いずれにせよ、市場運営業務における競争にはそれなりに成果もあり、他方、システム統合にも根拠はある。これをいきなり、三つの市場区分ごとに統合し、それを単一の持ち株会社の参加に収めてしまうという案は、いかにも乱暴ではないだろうか。

- (1) アレン、F；「株式市場と資源配分」（財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』二八号、一九九三年六月）。
- (2) このうち⑥の清算業務は東証のように子会社に委託している場合もあれば、大証のデリバティブ取引のように取引所内部で行っている場合もある。
- (3) さらに②は、業者が介入することで「スプレッド」という取引コストを生ぜせしめるため、この分だけ効率性が低下することになるが、これを免れようと、さらに代替的システム（ECN）が発生する。わが国では、取引所の売買が競売買でしかも完全システム化されているため、この種のECNは起こりにくい。アメリカではNASDAQがマーケットメイカー制であることと、NYSEにまだ手商いの部分が残っていることのためにECNの台頭を許すことになった。
- (4) とくにアルゴリズム取引は細分化した注文をその時々 の出来値・出来高を睨みながら連続して発注するようプログラムを組まれているので、発注から約定通知の受信までのレスポンス時間は極力短縮されねばならない。現状、わが国では大証の新システムが最も早くレスポンス時間は〇・一秒であるが、欧米の主力取引所ではこれが普通である。LSEはSEETTSを発展させた新システム「トレーディクト」を六月から導入予定で約定通知は〇・〇一秒に、ユーロネクストでは取引システムの増強の結果、本年には〇・〇九秒から〇・〇〇五秒に短縮される。
- (5) わが国では、証券取引法（さらには金融商品取引法）の証券取引所兼業禁止規定により、証券取引所がPTSやECNを合併することは出来ないが、NYSEはアーキペラゴを買収している。
- (6) 福岡、札幌の両証券取引所は東証のシステムを共用しているし、大証とジャスダックも相互のシステムのバックアッ

プ体制で合意している。

(7) NYSEとユーロネクストとの統合はシステムコストの節約という面が強いように思われる。これに加えてNYSEの事情としては、SOX法によって海外上場企業の誘致が難しくなったためにその受け皿をユーロネクストに求めたという面もあったであろう。

(8) NYSEとNASDAQは、証券会社検査・監督機能を分離・統合させることになった。すなわちNYSEレギュレーションの会員監督部門と紛争処理部門等(四七〇人)とNASDAQ職員(二四〇〇人)を統合させ、新しい自主規制機関を設立することで合意した。もともと、わが国では新法によって取引所の自主規制を自主規制法人に委託することが出来るようになったが証券業協会に委託することは出来ない(大崎貞和「米国証券市場における自主規制機関の再編」『資本市場クォーターリー』二〇〇七年冬)。

(にかみ きよし・客員研究員)