

取引所再編成の背景と意義

二上季代司

今年一月、東証と大証が経営統合し、「日本取引所グループ」が発足した。これによって、わが国の現物株および株式・債券の先物・オプション取引は実質的に国内単一の取引所グループに集約されることになった。すなわち国内における証券取引所の集約・統合はこれではほ一段落したといつてよいだろう。他方、今月には、コモディティ取引においても東京穀物商品取引所の解散と上場商品の移管⁽¹⁾が行われ、商品取引所の再編統合の動きがみられる。

ところで、海外に目を転じると、昨年は、「香港取引所」による世界最大の非鉄金属取引所「LME（ロンドン金属取引所）」の買収がイギリスの監督機関（FSA）の承認を得て本決まりとなった。続いて年末には、北海ブレント原油や農産物の電子取引所「ICE（インターコンチネンタル取引所）」がニューヨーク証券取引所を運営するNYSEユーロネクストを買収することで両社間の合意が成立した。

海外主要諸国では、国内取引所の集約・統合は一九九〇年代までにほぼ完了しており、二〇〇〇年代以降、取引所再編成は国境を越えた統合へと、その舞台を移している。クロスボーダーの取引所合併・統合は、二〇〇〇年代前半はEU通貨統合をうけてEU域内にとどまっていたものの、後半以降になると、統合は大西洋を越え、アメリカとヨーロッパにまたがる取引所連合、NYSEユーロネクスト、ナスダックOMXが誕生している。またこうしたクロスボーダーの統合再編の動きは、証券取引所のみならず商品取引所を巻き込んだものになってい

るのも二〇〇〇年代に入ってからの特徴である。

そこで問題となってくるのは、わが国で始まった証券取引所や商品取引所の再編成は、今後、どのような展開を遂げるのか。海外の動きと同じ歩みを辿るのか、ということだろう。それを知るためには、①世界の取引所はなぜ統合を繰り返しているのか、その背景は何か、②この統合の最終的な均衡点(終着点)⁽²⁾の姿はどのようなものか、③終着点があるとすれば、現在は再編成のどの段階なのか、という設問を解かなければならないだろう。

以下では、このうち①を中心に見ておきたい。

1 取引所の評価尺度

世界の取引所が合併・買収を繰り返す動機の一つは、取引所の評価尺度が変質したことにある。以前は、上場会社数や上場会社時価総額、取引高など、取引所が提供する「市場の機能」の質と量が、証券取引所を評価する際の尺度であった。しかし、今日では取引所自身の株式時価総額の大きさが優先すべき評価尺度になっている。そして企業価値という点では証券取引所も商品取引所も区別なく同列に評価されるようになるのである。

そこで、上場取引所の時価総額のランキングを見ると、表1のようになる。一位は香港取引所、ついでアメリカのシカゴ市にあるCME、三位がブラジルのサンパウロ取引所と続き、世界最大の証券市場を擁するNYSEユーロネクストは六位に過ぎない。

こうした取引所に対する評価尺度の転換が、取引所経営に大きな影響を与えていることは間違いない。市場からの企業価値向上のプレッシャーのほかに企業価値の絶対的水準の高低は、買収戦略あるいは買収防衛策を大きく左右するからである。たとえば、香港取引所はLME買収に当たって、買収資金の四五%を増資によって賄う

計画であるが、この増資は発行済み株式数の六%弱に当たる。この程度の増資規模にとどまっているのは、言うまでもなく香港取引所の時価総額の絶対水準が高いからである。逆に、時価総額が小さければ買収される側に回ってしまうだろう。

こうして、時価総額引き上げのために、収益源の強化・多角化、コスト削減、他取引所との合併などが喫緊の課題となってくるのである。

2 取引の電子化とその進展

取引所株の時価総額がこれほどの意味を持つてくる発端は、言うまでもなく取引所が株式会社へ組織変更し、しかも取引所株を上場したからである。では、その理由は何だろうか？

株式会社化と取引所株の上場に先鞭をつけたのは一九九三年設立のドイツ取引所（D B）であった。同社はフランクフルト証券取引所をはじめドイツ国内の取引所の市場運営会社であるが、現物株取引に「Xetra（クセトラ）」と呼ばれる電子取引システムを導入した。電子化によって、取引の大量処理と迅速化、コスト低減を狙ったのであった。

表1 世界の主要な上場取引所の時価総額

	円換算レート		時価総額（億円）
香港取引所	香港ドル	11.95	20,328
CME	米ドル	92.72	18,247
サンパウロ証券・商品・先物取引所 （ブラジル）	リアル	46.63	13,242
ドイツ取引所	ユーロ	126.46	11,723
ICE（アメリカ）	米ドル	92.72	9,476
NYSE Euronext	米ドル	92.72	7,835
シンガポール取引所	シンガポールドル	74.72	6,223
オーストラリア証券取引所	オーストラリアドル	96.48	6,078
LSE（イギリス）	ポンド	145.48	4,835
NASDAQ/OMX	米ドル	92.72	4,380
日本取引所			4,119
TMX（カナダ）	カナダドル	93.05	2,715

（注）時価総額、円換算レートはともに2013年2月1日現在。
（出所）各社ホームページより作成

このシステムの導入および維持費用には多額の資金が必要であったことから、DBは当初から株式会社として設立され、自社株をフランクフルト証券取引所に上場したのである。これが、他国の取引所にも波及していくのであるが、取引所の株式会社化ならびに取引所株の上場には、次のようなメリットがあった。

すなわち、①会員組織であれば会員総会の議決権は一人(社)一票であるが、株式会社組織であれば一株一票となり、「資本の論理」が貫徹し、大資本による意思決定が可能になること、②取引所株を上場すれば資金調達力が向上することである。このことは、多額の資金が必要な「取引の電子化」にとって必要条件だったのである。

ドイツは、時差のないロンドン市場に流出していた取引を奪還すべく「Xetra」を導入したのだが、この成功は、ヨーロッパ域内において「電子取引システム」の導入を普及させ、したがってまた各国取引所の株式会社化と取引所株のIPOを一般化させた。それと同時に電子取引システムを「共通のプラットフォーム」として利用すべく取引所連合が結成されることになった。こうして生まれたのがドイツとスイスの合弁デリバティブ取引所であるEUREXである(一九九八年)。このEUREXの急成長に対抗して、イギリスとフランスのデリバティブ取引所も電子取引に移行する。そして、二〇〇〇年には、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの三か国取引所が合併してEuronextが設立されたのである。そして、イギリスのデリバティブ取引所LIFFEがEuronextに買収され(二〇〇三年)、Euronextのデリバティブ市場部門のプラットフォームはLifeコネクトに共通化されたのである。

他方、こうした電子取引の共通プラットフォーム化は、アメリカにおいて世界最大のデリバティブ取引所(CMEグループ)を生み出すことになった。シカゴのデリバティブ取引所CMEは電子取引の意義をかなり早くか

ら認識しており、すでに一九八七年に「Globex」の開発に着手している。シカゴには農産物の老舗のデリバティブ取引所としてCMEのほかにCBOTがあり、両社は規制的に拮抗するライバルであったのだが、電子取引システムでCBOTは、遅ればせながら「echo」と呼ばれるシステムを自前開発していたものの、Globexの優位性は揺るがず、CBOTはついに「Globex」導入を決断し、CMEとの統合に踏み切る（二〇〇七年）。同様に、Globexを導入していた原油などエネルギー取引に強いNYMEXも統合に参加し（二〇〇八年）、ここに世界最大のデリバティブ取引所、CMEグループが誕生するのであった。

3 規制緩和

取引所の統合を促進させた第三の要因は、さらなる規制緩和とそれによる市場間競争の促進である。とりわけ、二〇〇五年「レギュレーションNMS」によって「トレードスルー規則」が緩和され、NYSEから上場株式の取引流出が加速された。「トレードスルー規則」とは複数ある市場のうち最良気配を提示している市場を無視した取引執行を禁じる規則であるが、この規則緩和によって、僅差であり顧客が望むなら最良気配ではない市場で執行してもよいことになったのである。NYSEは電子取引システムの導入が遅れており、ECNと呼ばれる私設の電子取引システムと比べ執行に時間がかかる。発注時点を見ればNYSEでの気配が最良であっても、執行時点では劣っているかもしれないのである。このトレードスルー規則の緩和により、NYSEから私設の電子取引システムへの取引流出が加速する可能性が出てきた。

この措置は、電子取引の優位性をさらに強め、二〇〇六年、NYSEは大手ECNの「アーキペラゴ」を買収する。その際、組織変更を行って株式会社化し、NYSE株を上場したのである。同様にナスダックもECN

(二〇〇四年に「プルト」、二〇〇五年に「アイネット」)を買収、自らの株式をNASDAQ市場に上場した。

同じころ、EUでは「投資サービス指令」に代わって証券関連規制の中心を担う「MIFID (金融商品市場指令)」が採択され(二〇〇四年)、二〇〇六年四月までに国内法に置き換えることになった(その後、二〇〇七年一月まで期限延長された)。このMIFIDはこれまでの取引所集中義務を撤廃し、私設取引システムとの市場間競争を促進させる内容を含んでいた。この結果、MTF (Multilateral Trading System) と呼ばれる私設取引システムがシェアを拡大させ、既存の証券取引所の現物株取引シェアが低下し始めた。

こうして現物株取引の流出に直面した欧米主要取引所間で、現物株取引のコスト低減、収益源の多様化を狙う取引所統合が二〇〇〇年代後半から始まる。二〇〇七年のNYSEとEuronextの統合、二〇〇八年のナスダックとOMXとの統合は、こうした背景の下で進められたのである。

ちなみに、統合発表時、両グループは合併効果を次の二つ、①収益シナジー(クロスボーダー取引の拡大、新商品の相互販売、上場促進など)と②コストシナジー(取引システム統合によるIT関連投資の合理化)、に分けて試算しており、NYSEユーロネクストの場合は二七%対七三%、ナスダックOMXの場合は三三%対六七%であった。つまりこの二つの大西洋を越えた取引所の統合は、コストシナジーに重きを置いた統合であった。⁽⁴⁾

4 現物・デリバティブ・コモディティの総合化

ところで、二〇〇〇年代後半以降の取引所統合は、市場間競争による現物取引のシェア低下が一因であることは否定できないが、それだけではなく、そもそも現物株取引の収益性が低いことが原因であるように思える。それはデリバティブ取引と比べれば理解できる。

現物取引は上場会社が申請しなければ上場会社は増えないし、上場審査基準の設定や上場審査は自主規制部門下にある。つまり取引所の上場セールス活動には本来、限度がある。すなわち、上場商品拡大への「企業努力」の効果には限界があるわけだ。他方、デリバティブ商品とりわけ証券デリバティブの上場については、取引所の工夫次第で拡大させられる余地があるだろう。取引高を見ても、現物株では発行株式数以上には売り物は出てこないが、証券デリバティブは現金決済が中心であることも手伝って、いくらでも売りを出すことができ、取引高に制限はないのである。

他方、コスト面を見れば、現物株の場合は、適時開示など「上場管理」にかなりのスタッフを抱えておく必要があるが、証券デリバティブではこの点でのコスト負担がない。要するに、収入およびコストの両面で、現物取引市場はデリバティブ市場に比べ収益性がもともと低くならざるを得ないのである。⁽⁶⁾

そうだとすると、取引所の統合再編は、現物市場の低収益性をデリバティブ市場の高収益性で補う、という内部補助目的あるいは多角化による収益源の分散化目的のものも考えられるだろう。もちろん、この統合は一方的にデリバティブ側のコスト負担になれば成立しがたい。

東証と大証の統合の場合には、東証が債券先物部門を大証側へ統合することでバーターが成立したのであろうし、ICEによるNYSEユーロネクストの買収にも、後者の側に世界有数のデリバティブ取引所であるLIFEがあるからこそ、ICEが買収しようと考えたのだろう。

これまでの多くの取引所統合再編はCMEグループを除けば、現物取引主体の取引所がコストシナジーを追求したものが多かった。これがある程度、一段落した現在、今後は、現物、デリバティブさらにはコモディティをふくめ、収益源の多様化による総合的な取引所を目指した統合再編が出現するのではないだろうか。

- (1) とうもろこし・大豆・小豆・粗糖は「東京商品取引所（旧東京工業品取引所）」、コメは「大阪堂島商品取引所（旧関西商品取引所）」に移管された。
- (2) ここ数年の世界における取引所再編成の動きについては、吉川真裕氏が詳細な紹介と分析を行っている（『SGXによるASX買収合意』『証研レポート』一六六四号、二〇一一年二月、「国境を越えた取引所の合併・買収」同一六六六号、六月、「LSEGによるTMX買収合意の撤回」同一六六八号、一〇月、「ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回」同一六七〇号、二〇一二年二月）。本稿もこれに多くを負っている。
- (3) レギュレーションNMSについては、吉川真裕「米国株式市場規制レギュレーションNMS」『証券経済研究』六一号（二〇〇八年三月）、清水葉子「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』一六五五号、二〇〇九年八月を参照のこと。
- (4) 日本証券経済研究所編『ヨーロッパの証券市場』二〇一二年版、一三八ページ。
- (5) もっともコモディティのデリバティブ取引所になると別のコスト負担が発生する。コモディティの場合には決済方法は現物決済が中心であるため、受渡し物品の品質鑑定や保管倉庫の設置費用などがかさんでくるからである。
- (にかみ きよし・客員研究員)