

# ITが支えるグローバル市場間競争と東証の課題

中西実子

## 要 旨

世界の資本市場では、主要証券取引所が、グローバルスケールで市場間競争を繰り広げ、統合を進めている。東証、ひいては日本の資本市場は、従来は法規制や商慣行の違い、物理的な距離等の要因が防波堤となり、海外との競争に直接さらされずに済んでいた。だが、今後はそうはいかない。最近の環境変化が証券取引所のグローバル化を一気に加速したからだ。

中でも耳目を集めたのは、2006年前半に起きた、東証のシステム障害と、ニューヨーク証券取引所グループとユーロネクストとの合併にみる取引所グローバル化の新展開である。この二つは、一見交わるところがなさそうだが、実は、東証と日本の資本市場が置かれた待ったなしの状況を明らかにしたという点で共通する。本稿では、これら二つの出来事に焦点を当てて東証の現状と課題を分析し、東証が今後目指すべき方向の提言を試みたい。

資本市場のグローバル化は、取引所を含む日本国内の体制整備状況如何によらず、不可逆的に進んでおり避けることはできない。その中で日本の取引システムは世界水準に照らして非効率であり、このままでは日本が今後も世界の金融センターの一つであり続けることは難しくなる。日本経済の将来のために東証の躍進、体質強化を強く望みたい。ただし、グローバルで戦う態勢が整わないうちに、グローバル競争に巻き込まれることはリスクが大きい。また、東証の自助努力だけに期待するのでは、日本経済にとって全体の最適解を導くのは難しいのではなからうか。本稿では、既成の取引所制度や行政をも視野に入れ、読者と問題意識を共有したい。

## 目 次

- |                        |                     |
|------------------------|---------------------|
| I. はじめに                | IV. 日本市場への意味合い      |
| II. 取引所における IT システムの問題 | V. 東証の課題と今後の方向性     |
| III. 取引所グローバル化の新展開     | VI. おわりに：改革を加速するために |

## I. はじめに

2006年は、年明けから夏にかけて、証券取引所関連のニュースが連日紙面を賑わせた。日本において、普段は極めて地味な存在である取引所が、このように世間の耳目を集めたのは、2000年のナスダック・ジャパン開設以来のことで、一見性質を異にする二つの動きが重なって起きたためである。

このうち一つは、前年後半に端を発する東京証券取引所（東証）のシステム障害である。もう一つは、ナスダック証券取引所（ナスダック）によるロンドン証券取引所（LSE）の株式取得、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とユーロネクストの合併に代表される、取引所のグローバルでの合従連衡の動きだった。

こうしたニュースは、日本の資本市場関係者にとって、歓迎すべき性質のものではなかった反面、東証をはじめとする日本の証券取引所が、海外の主要取引所の動きから取り残されていた現実を白日の下にさらし、東証改革を大きく加速するという役割を果たした。これは全体としてみると、むしろ良いことであった。

一方で不都合も生じた。一連の出来事を通じて、海外主要取引所のダイナミックな戦略展開と比べ、東証の「ふがいなさ」が際だったことが、世論の危機感を急速にあおったことだ。そのため、東証マネジメントは、じっくりと戦略を見直す時間も体制もないまま、対応策を発表し、直ちに実行に移すことを余儀なくされた。

迅速な対応が奏効して、世論の怒りは盛り上がりと同様速やかに治まったものの、弥縫策が先行し本質的な問題解決が置き去りにされたことで、世界の資本市場における東証の地位は、

むしろより不安定になった可能性がある。後で述べるように、これはとどのつまり、日本経済の先行きに関する不安材料が増えたことを意味する。

本稿では、これら二つの動き——取引所におけるITシステムの問題と取引所グローバル化の新展開——を、第Ⅱ節、第Ⅲ節で各々取り上げ、2006年前半の動きの概要とその歴史的位置づけを整理する。続く第Ⅳ節で、この二つの動きの日本経済への影響をまとめ、最後に第Ⅴ節で、東証の対応を評価し、課題を抽出した後、今後とるべき方向性につき提言を行う。

なお、本稿の主要論点からははずれるが、東証が真の意味で世界の主要取引所となり、日本が世界の金融拠点の一つであり続けるためには、単なるITシステムの強化、グローバル化を越えた、組織としての抜本的な意識・体制改革に、早急に着手する必要がある。逆に、それなしには、短中期的に正しい方策であっても、所詮弥縫策と変わらなくなってしまふ。また、日本の資本市場改革を東証の自助努力のみに依存することは適当でなく、取引制度・取引行政のあり方を含めた見直しが必要であることを、あらかじめ強調しておきたい。

## Ⅱ. 取引所におけるITシステムの問題

### 1. 2006年前半の動き

2005年11月に起こった、ITシステム拡張に伴うプログラム設定ミスによる株式売買の全面停止と、続く12月のジェイコム株誤発注問題を巡る東証の対応は、轟々たる世論の非難を呼び起こした。一連の騒動が、金融庁による業務改

善命令と東証社長の辞任という形で一応収束し、新年の訪れとともに東証が新たなスタートを切ると思われた矢先の1月18日、約定件数の処理能力が限界に近づいたため、東証は再び株式売買の全面停止を余儀なくされた。

売買の全面停止は、取引所の信用を根幹から揺るがす事態であるため、世界的にも例が少ない。しかも、システム障害を原因とする売買の全面停止は、主要取引所では基本的にはないといつてよい。その主な理由は、海外の主要取引所では、電子化の進展に伴う、ITシステムの重要性の高まりとともに、仮にシステムに不具合が生じた場合でも、二重三重のバックアップ体制や緊急対応マニュアルなど、取引所の提供サービスに与える悪影響を最小化するための仕組みが整備されているためである。

ましてや、処理能力不足が原因のケースは、大手取引所としては前代未聞であり、2006年1月の売買停止は、世界各地で大きく報道された。

確かに、取引所の処理件数は、突発的な出来

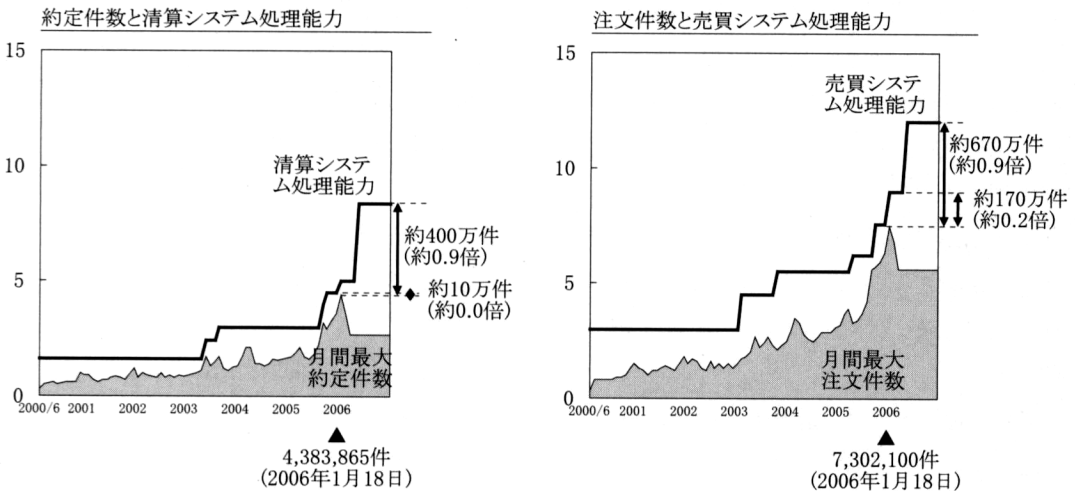
事によって大きく振れる。しかし、それだからこそ、そのような事態を予想してあらかじめ十分なバッファを用意しておくことが、取引所の重要な任務となっている。東証はそれを怠っていたとして非難された。売買停止が起こった1月18日には、清算システムのバッファが事実上ゼロになった。その後東証は、売買・清算システムともに処理能力増強を行ったが、2006年末でも、予定されている処理能力は1月18日の取引量の2倍に達しない。

それでも、2005年末から2006年前半にかけて起こったシステム障害は、東証に、ITシステムの重要性という「気づき」を与えた。では海外では、ITの重要性はいつから認識されていたのか。

## 2. 歴史的な位置づけ

いまや、世界の市場間競争において、取引所の優劣を規定する効率性、顧客利便性は、ITシステムの巧拙の関数となっているといつても過言でない。

図表1 東証における約定・注文件数とシステム処理能力推移 (百万件/日; 2000~2006年)



[出所] 東証プレゼンテーション資料 (2006年5月24日) をもとに作成

もっともシステム化以前は、プロの集団による「職人芸」の世界であった取引所において、ITシステムは当初、それまでの手商いを自動化する手段に過ぎなかった。

取引所の経営・戦略におけるITシステムの重要性を広く知らしめたのは、米国で登場・発展した私的取引システム(PTS)への、ナスダック株、NYSE株の取引量シフトであった。

#### (a) 米国における電子取引所の発展

物理的な立会場を抱えたNYSEや、マーケットメーカー制度の伝統をもつナスダックは、長らく注文執行のコンピューター処理を回避しており、執行速度が遅く余計なコストがかかると、機関投資家の強い不満を集めていた。また、既存取引所のシステムは、大口取引コストの削減や匿名性の担保といった、機関投資家のニーズに応えられていなかった。このようなバイサイドからの批判が強力な原動力となり、セルサイドやシステムベンダーによる電子取引プラットフォームの構築が進められた。

こうして発達したPTSは、競争の導入による既存市場の効率化、サービスレベルの向上を目指す連邦証券取引委員会(SEC)の支援を受け、システムの優位性を武器に取引量を伸ばしていった。1999年に施行されたレギュレーションATS(代替取引システム。PTSと同義)により、ナスダックと接続され(これらを他のPTSと区別してECN(電子取引システム)と呼ぶ)、ECNの気配値が公表されたことを契機に、PTSはさらに大きく成長し、2004年には、ナスダック銘柄取引に占める割合が50%を超えるに至った。

PTSの躍進を受け、取引流出の歯止めと電子化によるシェア拡大を狙い、既存取引所がECN買収に動いた。まず2004年に、ECNの脅

威に直接さらされていたナスダックがブルットを買収した。続いて2005年4月、NYSEがアーキベラゴの買収を発表した。当初は取引システムに過ぎず、規制対象ですらなかったPTSの取引所としての重要性を、既存取引所の代表格であるNYSEが認めたこの行動は、世界中で大ニュースとして取り上げられた。

さらに、ナスダックがECN最大手のアイネットを買収し、3社のシステムを統合して最新鋭のITプラットフォームを導入する方針を発表した。ここには、ITシステムの優位性を活用して、激化の一途を辿る市場間競争を、自らに有利にリードしようという強い意思がみて取れる。これに対してNYSEは、当面は人手を介した取引方法を残しながら電子化を進めるハイブリッド方式採用を決めた。ところが、2006年3月には、ナスダックにおけるNYSE銘柄の月間取引高シェアが30%を超え、電子化で先行するナスダックの取引所としての優位性を、世間にさらに強く印象づけた。

#### (b) 競争力の源泉としてのIT

欧州において、PTSは米国ほどの発達を見なかった。しかし、それは対米国や欧州諸国間での市場間競争により、取引所自体の電子化が先行したためであって、取引所の競争力とITシステムの相関は、むしろ欧州においてより顕著である。統一欧州市場の掌握をもくろむドイツ取引所とユーロネクストが、ITシステム増強にしのぎを削り、LSEも両者との対抗上、常に最新のITシステムを志向する姿勢を明確にしている。

現在、世界の主要取引所は、ほぼ例外なく、ITシステム強化を重要な戦略の打ち手として挙げている。たとえば、2006年初めのNYSEの発表では、年間約1億ドルを超える継続的な

ITシステム投資により、システム処理能力の向上やレスポンス時間の短縮に努めるとしており、同様の動きは、アジアを含む世界中で起きている。

ITの重要性が今後ますます高まることに疑いの余地はない。この帰結として、取引手法の高度化や取引量の増加、IT技術革新と相まって、各取引所におけるITシステム投資負担は継続的に増加していくことが予想される。正にこのIT投資負担が、最近のグローバル化の進展、合従連衡の動きの推進力となっている。つまりITが、取引所の戦略方向性を大きく規定している。

またITは、競争力強化という間接効果に加え、収入とコストの両面から証券取引所のエコノミクスに直接影響を与えている。たとえば、ドイツ取引所は、IT技術力を生かして、システム販売で収益を上げるとともに、他取引所とプラットフォームを共通化することにより勢力拡大を図っている。このように、ITの戦略的活用方法は、ますます多様化している。

### (c) 東証システム障害の意味するもの

以上述べたように、証券取引所間の競争が激化する中で、ITシステムの優劣が勝敗を分け、また収益性を大きく左右することは、今や常識となっている。

2005年に端を発する一連のシステム障害の発生は、東証において、こうした「常識」が欠如していたことを示唆している。これは取りも直さず、仮に東証が今、グローバル市場間競争に巻き込まれたとすれば、ひとたまりもなく敗退する可能性が高いことを意味する。

しかし、幸か不幸か、これまで東証は、世界の市場間競争とは、殆ど無関係の立場に身をおいていた。それが今後どうなるのか。その考察

ITが支えるグローバル市場間競争と東証の課題を進めるために、2006年前半に起こったもう一つの動きに目を向けてみたい。

## III. 取引所グローバル化の新展開

### 1. 2006年前半の動き

2006年6月、NYSEグループが、欧州第2位、世界第5位の証券取引所ユーロネクストとの合併を発表した。これにより、史上初めて、真にグローバルな取引所の本格合併が実現し、既に時価総額、売買代金ともに世界最大のNYSEを中核とする、巨大な取引所グループが生まれた。

NYSEのライバルであるナスダックも、これに先立つ同年5月にLSEの株式25.1%を取得し、筆頭株主となった。当初の買収提案こそ拒否・撤回されたが、その後段階的に株を買い進め、株主総会の特別決議に対する単独拒否権を手に入れた。

この二つのM&Aの試みは、1970年代から脈々と続いてきた証券取引所グローバル化の潮流の延長線上にありながら、それ以前のグローバル化の動きとは性質・規模が大きく違っていた。

まず、欧州取引所の統合自体は、2000年9月のユーロネクストの誕生以来珍しいものではないが、欧州外の取引所が主導していたことが違っていた。それまでの欧州域内で閉じた取引所の合従連衡は、欧州統合の流れに則った自然なものだった。つまり、かつて異なる各国法規制の下、取引所を中心とする証券取引秩序が確立していたが、1999年の単一通貨ユーロの誕生、アムステルダム条約の発効などにより、経済・政治統合が進展した結果、国ごとに取引所

を持つことが、次第に全体として非効率になっていった。そのため、取引所の統合整理が進み、ユーロネクストやドイツ取引所といった大手に取引が集中していった。

これに対して、米国と欧州は、互いに異なる経済・政治・法体制下にあるため、買収を通じた欧米市場の統合は、少なくとも必然ではなく、統合を成功させるための労力も欧州域内統合の比ではない。ここに来て、米国取引所が敢えてそうした難しい統合をも辞さない姿勢を示した背景には、後で述べるように、この間に取引所経営・戦略が複雑化したという事情がある。

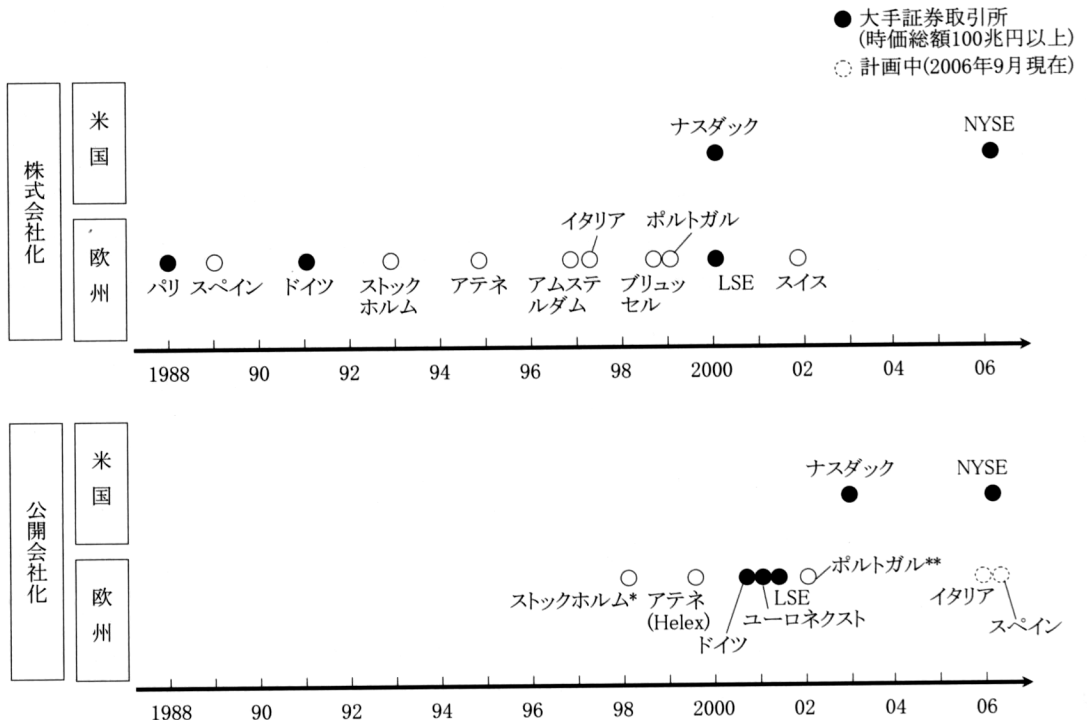
さらに、既存の大手取引所買収の形を取った点も、それまでとは違っていた。ナスダックは

以前にも、大陸・経済圏をまたぐ、グローバルでの市場間競争を牽引してきたが、過去の試みは比較的手軽にできる新規市場の創設が中心であった。1980年代以降、GLOBEXなど、複数の証券取引所の相互連携が、欧米で散発的に検討されてきたが、これも買収のような大がかりなものではなかった。

大規模な海外展開を可能としたのは、証券取引所を取り巻く環境変化だった。買収に先立ち、NYSE・ナスダックともに、自市場に上場している。これにより資金調達などの自由度が格段に向上した。またその間に、欧州の主要取引所が相次いで上場し、これらの取引所の買収が容易化していた。

取引所のグローバル化は、2006年前半になっ

図表2 欧米取引所の株式会社化と公開会社化



(注) \* 1987年より公開していたOMが買収

\*\* ユーロネクストに参加

[出所] 記事文献検索

て、新たなステージに突入した。この意義を具体的に理解するため、以下、証券取引所グローバル化の歴史を簡単に振り返る。

## 2. 歴史的位置づけ

### (a) 市場間競争とグローバル化の起源

顧客のグローバル化に押される形で、欧米の主要取引所は、比較的早い時期から、グローバル競争の脅威を肌で感じていた。

1975年の米国証券改革法施行は、米国内でさまざまな取引システム間の競争を作り出した。競争の導入で効率化が進んだ米国市場は、大手投資家に好感され、取引の一部が英国市場からシフトした。これが、「ビッグバン」と呼ばれる1986年の英国資本市場改革の直接の原因となった。

ビッグバンは、英国と大陸欧州の取引所間、大陸取引所間の競争を引き起こした。まず、LSEの外国株部門であるSEAQインターナショナルが、機関投資家の大口取引ニーズを惹きつけ、大陸諸国の株取引の一部がロンドンに流出した。それと前後して、1987年の単一欧州議定書が域内市場統合への動きを加速し、従来は各国規制で守られていた大陸の各取引所が、直接の競争関係に置かれるようになった。

この1970年代から80年代にかけての一連の動きを第1期とすれば、先に触れた90年代後半のナスダックの海外進出は第2期を形成する。

### (b) ナスダック世界進出の功罪

ナスダックは1990年代から、「世界24時間市場」の実現を目指し、積極的に海外進出を進めた。それは1999年11月のナスダック・ヨーロッパの設立発表に始まる。同時に、ナスダックはアジアへの進出も図る。1999年6月、ソフトバンクと共同で、日本にナスダック・ジャパンを

創設する構想を発表し、2000年6月に取引を開始、さらに、香港証券取引所においても、ナスダック銘柄の取引を開始した。

ところが、こうした一連のナスダックの海外進出は、証券行政や法規制、新興ベンチャー市場への一般認識などの違いにより、所期の成果を上げることはできなかった。米国におけるITバブル崩壊後の業績悪化を受けて、2002年8月、大阪証券取引所との提携を解消し、日本から撤退、2003年6月には欧州からも撤退する結果となる。

ITバブル崩壊後の本業回帰への戦略転換の中で、このグローバル展開は、内外から戦略的失敗という評価を受けた。ナスダックにとっては皮肉なことに、ナスダックの進出によって、日本および欧州では、市場間競争が活発化し、既存市場の効率化が進んだ。

自動車などの製造業と異なり、各国・地域の足下の市場に注力する証券取引所にとって、グローバルでの市場間競争は、ナスダック世界進出以前には大きな必然性を持たなかった。当時ナスダックは、米国のベンチャー企業向け株式市場に過ぎず、取引所ですらなかったが、その積極的な世界戦略が当時の「常識」を覆し、証券取引所のグローバル化を加速した。

2006年前半の動きは、さしずめ第3期を構成する。第3期に入って、グローバル化のスケールがさらに拡大したことは既に述べたとおりだが、これは具体的には何を意味するのか。

### (c) 主要取引所の国際合併の意義

第3期における新展開の直接的意義は、1990年代初頭から幾度となく言われ続けてきながら、真の意味では実現しなかったグローバル市場間競争が、遂に現実のものとなりつつあることだ。かつて絶大であった法規制・商慣習の違

いや物理的な隔たりも、グローバルでの合従連衡に対する歯止めとして必ずしも有効ではなくなった。

欧州連合の大波の中で、生き残りに向け統合と改革を進める欧州の取引所が、まずこうした変化の洗礼を受け、米国取引所の買収標的となった。しかし、潜在的影響を最も大きく受けると見られるのは、事実上の無競争状態を長らく享受してきた日本の取引所である。

証券取引所が3つの段階を経てグローバル化を進める過程で、「グローバル化」の内容が進化し、東証や日本市場にとっての意味合いも変化した。したがって、仮に過去の「グローバル化」に対して特別な対応をしなくて済んだとしても、今後もそれで済むとは限らない。加えて、この間に、日本経済のおかれた状況、世界経済での地位も変化しており、証券取引所が従来よりも積極的な役割を果たすことが期待されるようになったという事情もある。

では、東証も積極的な「グローバル化」推進策をとるべきなのか。その問いへの回答を試みるために、まず海外の取引所が何故グローバル化を推進してきたのか考えてみたい。

#### (d) グローバル化の原動力

海外の取引所がグローバル提携や買収に踏み切った背景には、当時おかれていた環境とそれを踏まえた独自の戦略があった。

第2期のナスダックは、ITバブルに沸く米国で新興ベンチャー市場として画期的成功を収め、他地域への横展開を目指していた。このため、進出方法も提携や合併といった手段に拠っていた。取引所としては異彩を放ったこの戦略も、当時ナスダックを取り巻いていた新興ネット企業には、至極普通のものだった。しかし、ネットバブル崩壊によって、それら企業の海外

進出同様、不発のまま終わってしまった。

第3期の買収合戦の狙いは、第2期とは明らかに異なり、取引所本来の戦略に根ざしたものだ。証券取引所の基本は、スケールビジネス(規模の経済が成功の鍵となる事業構造)であり、自市場に集まる取引量が大きければ大きいほど儲かる。米国のNYSEとナスダック、大陸欧州のドイツ取引所とユーロネクストの競争も、一義的には、各地域内での取引量拡大を目的としている。

ところが市場間競争の進展につれ、取引量を効率的に伸ばしていくことが次第に難しくなり、外に目を向けざるを得なくなった。欧州では取引所の統合が進み、しかも欧州内部での合併には独占禁止当局の審査が必要であるなど、競争法上の制約があった。こうした競争法上の制約は、2006年のドイツ取引所、ユーロネクストによるLSEの買収断念の一因ともなっている。米国でも状況は同じだった。NYSEとナスダックの二強対峙構造が固定化し、両陣営ともに、主要な電子取引所を取り込んだ後は、米国内だけでは、それ以上まとまった取引量を増やすことが困難となった。

特にNYSE以外の主要取引所は、この間に株式公開していたため、株式市場からの成長圧力にさらされ、次なる成長の方向性提示を強く求められていた。商品や取引手法の多様化といった経営努力による自律的成長には限界があるため、M&Aやグローバル展開という非連続な打ち手が選ばれたことは、ある意味で自然であった。

しかし、グローバルM&Aには膨大な労力や時間、金銭的成本がかかる。特に、既存取引所同士の合併の場合、文化や沿革、法規制上の違いを越えた、協働体制の確立すら容易でな

い。ましてや、統一戦略の下、共同での価値創造実現までの道のりは遠い。合併のシナジーによる収益効果が上がらなければ、多大なコストをかけて買収する意味がなく、株主の理解も得られない。だが、果たしてそのようなシナジー創出は可能なのだろうか。

#### (e) 取引所合併によるシナジー創出

収入面のシナジーとしては、流動性の増加、24時間取引の実現、世界単一市場の創出による効果など、いくつかの可能性が考えられる。

複数の取引所が提携すれば、流動性増加による収入面でのプラス効果が理論的に期待できる。もっとも、これまで検討された、複数の証券取引所の相互連携は、利害調整や収益性への懸念、利益相反の存在などの理由で、あまり成功していない。確かに買収には、単なる業務提携と比べて利害調整が容易という大きなメリットがあるが、実際の収入効果については、いぜん未知数のままだ。

時差を利用した24時間取引実現も、単独での収入効果は期待薄である。電子化の進展により、24時間取引自体は、海外取引所を買収せずとも実現可能である。しかも、過去の夜間取引データをみると、引け直後に取引が集中しており、本当の「夜間」にはそれほど大きな流動性が期待できない。

では、文字通り「眠らない」世界単一市場が誕生したらどうか。たとえば、NYSE・LSE・東証が統合され、完全に電子化された一つの市場として24時間運営されたとする。法規制や商習慣、言語の違い、国家の役割といったもろもろの問題が仮に解決できたとすれば、全体としての市場の効率性は飛躍的に高まる。

しかし、利用者のメリットも飛躍的に向上するとは限らない。投資家保護や上場企業負担増

大の問題があり、必ずしも良いことばかりではない。大手投資家は、DMA (Direct Market Access) などを使って海外の市場に直接アクセス可能であり、大手証券会社のグローバルネットワークもある。取引所自体が統合されれば、確かに便利だろうが、実際のインパクトの大きさは割り引いて考える必要がある。また、規制の統一は便利な反面、例えばSOX法が全世界で適用されるとなれば、困る企業も多いだろう。果たして、取引所のグローバル統合に対し、顧客側の切実なアンメットニーズ（現状で満たされていないニーズ）があるのかどうか。

以上のように、収入面のシナジーについては昔から議論があるが、実際の効果のほどは不明であり、すぐには実現できないものもある。これに対して、最近ではコスト面のシナジー論が前面に出ることが多い。たとえば、NYSEは、ユーロネクストとの合併に当たって、データセンターの削減（10カ所から4カ所）とネットワーク統合、およびITシステム関連の投資を3年間で2億5千万ドル削減することで、4億ドル弱の合併効果を実現すると説明している。

法規制、商習慣の違いや物理的な距離を越え、どのような時間軸で、どれだけのコスト削減が可能なのか。そして、収入面でのシナジー実現は可能なのか。答えはまだ出ていない。NYSEは、ユーロネクスト買収の勢いを駆り、アジアへの進出も標榜している。その戦略方向性の正否が示されるのは、まさにこれからだ。

第IV節では、第II節と第III節で概観した2つの動きが、日本市場にとって、どのような意味を持つのか整理する。

#### IV. 日本市場への意味合い

##### (a) 東証がおかれていた状況

NYSE とユーロネクストの合併が発表されたちょうどその頃、東証は IT システム障害後の対応に追われていた。

発表情報を見る限り、日本の取引所、特に東証においては、IT システムの戦略的重要性に対する意識が希薄であったと思われる。加えて、2006年初頭に東証が経験したような、処理能力不足を原因とする取引停止の場合、単なる IT システムの問題を越え、組織体制全体の問題が疑われる。市場トレンドから取引増加を予測し、取引継続に支障をきたさないようにすることは、取引所業務ではごく基本的なことだからだ。

景気の回復と個人への裾野の広がりに加え、スライス（小口）取引の増加、取引手法の高度

化によって、バブル崩壊以降減少傾向にあった取引量が、一転して増加傾向に向かい、集中の度合いが高まっていた。その流れを予想し、適切な対応が取れなかったことは、世界屈指の証券取引所としては、非常に残念であり、明らかに情報収集・意思決定・実行の一連のプロセスがうまく機能していなかったと思われる。

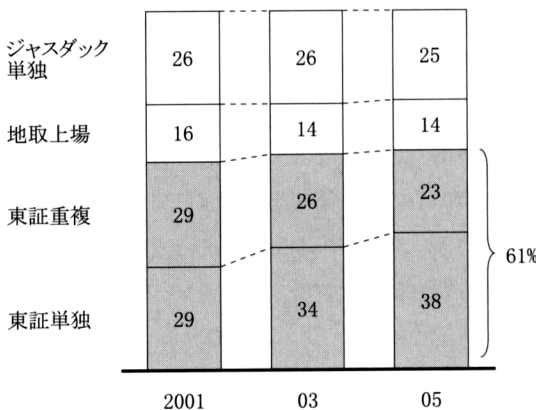
もっとも、東証に全般的な危機意識、戦略意識が欠けていたとしても、それは理由のないことではない。日本では歴史的に取引所利用者からの改善圧力が弱く、また取引所間の競争も殆どなかった。

米国における PTS の台頭を始めとする取引制度改革の原動力となったのは、既存市場の硬直性や非効率性に対する機関投資家の強い不満だった。これに対して、よく指摘されるとおり、そもそも日本には長い間、真の意味での機関投資家がおらず、歴史的に資本市場におけるイノベーションの牽引が弱いという問題があ

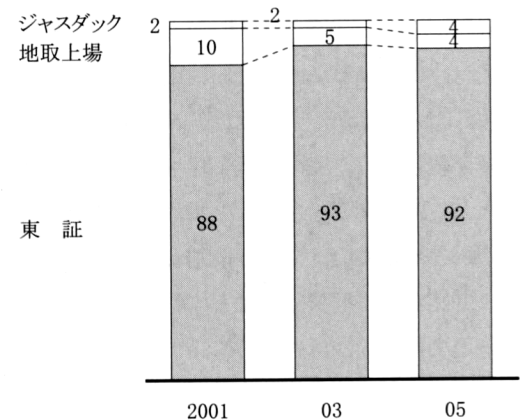
図表 3 発行・流通市場における東証シェア (%)

東証の市場占有率

市場別上場会社シェア



市場別売買代金シェア



[出所] 東証ホームページ掲載のプレゼンテーション資料をもとに作成

る。したがって、現行の資本市場システムに非効率があっても、力を合わせてそれを是正していくこうとする動きが、少なくともこれまではあまり起こらなかった。

それでも、投資家は投資家の間での競争、証券会社は証券会社の間での競争にさらされるうちに、海外に比べれば遅いながらも、各々効率化を進めてきた。そして、取引所だけが昔ながらの形で残った。利用者側にも、公的機関としての取引所への「遠慮」があり、通常取引関係では当たり前の取引者間交渉が難しいという事情もあった。

さらに、日本国内の資本市場は、発行市場においては根強い「東証神話」があり、流通市場としても約9割を東証が握るなど、東証への一極集中が顕著である。法規制上の制約や投資家の安全志向といった理由で、日本ではPTSが発達しなかったことも、東証にとっての事実上の無競争状態を助長してきた。

米国では、ナスダックがNYSEを筆頭とする国内の既存の取引所秩序に対抗して、新興企業市場でシェアを伸ばした。今やNYSEとナスダックは、二大勢力構図を呈し、互いに切磋琢磨しながら市場としての優劣を競っている。日本でも、ナスダック・ジャパン開設時に、これと同様の展開を期待する向きもあったが、東証がナスダック・ジャパンに対抗して、直ちにマザーズを創設。マザーズ自体が市場として成功したといえるかどうかはともかく、東証のシェアは全体としては減らなかった。

加えて、日本は、欧州とは異なり、アジア全域での市場間競争に巻き込まれたことがない。1990年代半ばに活発に議論された「日本市場空洞化論」は、関係者に大きな危機意識をもたらした。金融ビッグバンの原動力となった。1998年

12月の金融システム改革法施行は、一定の改革成果をもたらしたが、それで安心したのか、以後そのような危機意識は鳴りをひそめてしまった。言語の壁や他のアジア取引所固有の問題も防波堤となり、空洞化論は立ち消えとなった。

金融ビッグバン後、市場の改革はさして進まなかったが、それでもこれまでは何とかなってきた。少なくとも、世界の主立った証券取引所の一つとしての東証の地位、世界の経済・金融拠点の一つとしての日本の地位は抜本的には揺るがなかった。だが、この状態が今後も続くとは限らない。

#### (b) 海外の動きが意味するもの

先に述べたとおり、取引所グローバル化の新展開は、東証および日本市場の地位を根底から揺るがすおそれがある。いよいよ機が熟し、本格化したグローバル競争が、日本を直撃する可能性が現実のものとなってきたからだ。

これまで欧米の主要取引所がグローバル化を検討する際に、アジアの優先順位は概して低かった。しかし、NYSEやナスダックが欧米市場の取込みに成功すれば、次はアジアに目が向くことは必然である。既に述べたように、欧州取引所との統合による実際の収益効果は短期的には大きくないため、資本市場の成長期待に引き続き応える次のシナリオが必要となる。かつ欧州市場は既に成熟しており、短・中期的な成長が期待できる大きな市場といえばアジア、そしてアジア最大の市場といえば（少なくともここ当面の間は）日本である。

ところが、ナスダック・ジャパン開設など一時の例外を除き、競争の脅威に直接さらされることがなかった日本市場では、効率化や国際化が進まなかった。そのため気がつけば、グローバルな利用者の眼から見た取引所としての利便

性において、海外の主要市場との差が大きく開いてしまっていた。

問題は、現状で東証の日本金融市場におけるプレゼンスが極めて高いため、東証の低迷が即、日本金融市場の地盤沈下となりかねないことだ。対照的に、海外では、証券取引所の躍進が、自国金融市場の活性化に貢献している例が少なくない。

香港証券取引所やシンガポール取引所(SGX)は、市場規模としては小さいながら、かねてよりクロスボーダー化の進行をにらんで、海外の利用者の多様なニーズに応える姿勢を明確に打ち出していた。既に他のアジア企業の上場誘致においても、実績を築き始めている。韓国取引所(KRX)も、外貨依存が強いという自国の事情を踏まえ、日本の投資家を含む外国投資家の利便性向上を旨とした制度改変を次々に打ち出している。NYSEやナスダックも、米国経済の強力なバックアップを受ける一方で、自らも市場としての国際競争力確保に励み、自市場に内外の資本を引き寄せることで米国経済に貢献するという良循環を創出してきた。

海外の例を見るまでもなく、効率的な取引所を有することが国家的利益となり得ることに、大きな異論はないだろう。しかし、残念ながら、今の東証を始めとする日本の取引所は、その点では、殆ど貢献できていないと言わざるを得ない。

それは、近年の東証上場外国会社数の激減ぶり一つを見ても明らかだ。海外企業や海外投資家は、収益機会の大きさや市場としての利便性、コストの低さなどの要素を斟酌して、市場を選択する。日本市場の魅力が下がれば、不便な思いをしてまで東証を使う理由は減るだろ

う。日本の国内企業や国内投資家にとっての選択肢は、これまでは比較的限定されており、東証が便利でなくても一定使わざるを得ない状況があった。しかしこれからは分らない。

ここにて、東証の国際競争力強化にかつてない期待が集まることには理由がある。高度成長期以来、日本経済を力強く牽引してきた製造セクターに加え、今後日本経済を牽引する「何か」が必要なためである。

### (c) 変化する日本市場の地位

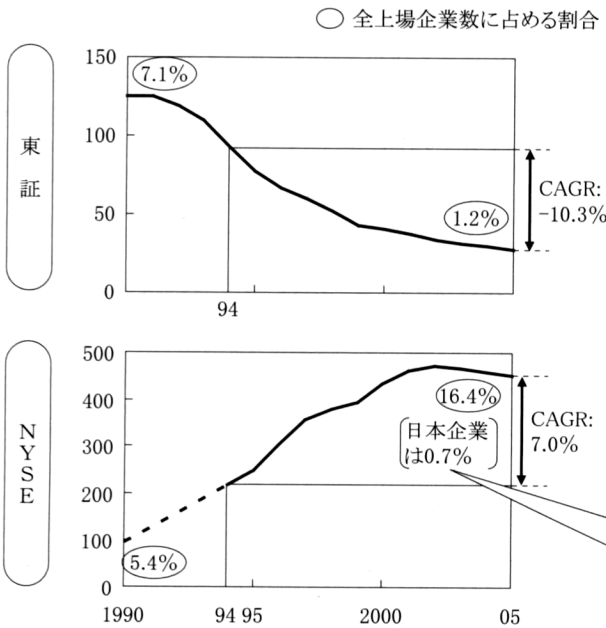
これまで東証は、製造業を中心とする日本企業の活躍の恩恵を受け、アジア第一位の資本市場の地位を享受してきた。日本の製造業の多くが海外で活躍しており、そうした企業に投資したいと思えば、東証で取引をせざるを得なかった。NYSEに上場する企業もあったが、基本的に東証との二重上場であり、かつ世界一上場基準が厳しいと言われるNYSEは、大多数の日本企業にとっては狭き門であった。ただでさえ国際化が苦手な日本企業にとって、言葉や文化の違いによる壁は高く、上場に当たって日本以外の市場を選ぶことは、殆ど考えられなかった。

大手投資家も、アジアには他に大口投資に耐える市場が長らく存在しなかったため、バランスのよい投資ポートフォリオ構築のためには、どうしても日本株を組み込まざるを得なかった。ただし、この状況は、中国をはじめとする他のアジア諸国の台頭によって、既に大きく変わり始めている。

日本企業の相対的魅力が下がり、他のアジア企業の魅力が増していく中で、日本市場が今後も世界の投資家を惹きつけ、世界の金融拠点の一つであり続けるためには、いつまでも製造業だけに依存しているわけにはいかない。製造業

図表 4 東証およびNYSE 上場外国企業

外国企業数推移



NYSE上場日本企業内訳  
(2006年9月現在)

企業名

売上高  
(参考情報)

(10億円; 2005年; 連結ベース)

・トヨタ自動車	21,037
・日本電信電話	10,741
・本田技研工業	9,908
・日立製作所	9,465
・松下電器産業	8,894
・ソニー	7,475
・エヌ・ティ・ティ・ドコモ	4,766
・三菱UFJフィナンシャル・グループ	4,294
・キャノン	3,754
・野村ホールディングス	1,793
・京セラ	1,181
・クボタ	1,051
・オリックス	948
・TDK	795
・日本電産	537
・コナミ	262
・アドバンテスト	254
・ニッシン	61

〔出所〕 東証, NYSE, SIA Factbook, Needs-Financial QUEST, 会社四季報

自体が、激化の一途を辿るグローバルスケールでの競争に直面し、その地位を脅かされているからだ。

また、仮に日本の製造業が他のアジア企業との競争に勝ち残ったとしても、今後、更なる競争力強化のためには、グローバルでリソース(社内資源)を最適化していかざるを得ない。リソースの最適化が進めば、労働力や会社機能の大半が、日本から海外に出て行く可能性も高い。そうなったとき、その企業体を「日本企業」とは呼べるのか。ましてや、その企業体が日本で資金調達をする必然性がどこまであるのか。

日本経済が大きな転換期を迎え、その生き残りが問われている今こそ、金融セクター、そして東証が日本経済再生の原動力となることが期待されている。しかし、2006年前半の出来事

は、その期待とは裏腹に、東証が世界の動きから大きく遅れている事実を決定づけた。

東証にとっての、真の市場間競争はまだこれから始まる場所である。第V節では、2006年前半に起こった二つの動きに対する東証の対応を評価し、課題を抽出するとともに、今後の方向性を探る。

## V. 東証の課題と今後の方向性

### 1. 東証の対応

東証は、2006年1月の株式売買全面停止の後、CIOを外部から招聘し、IT企画室を設置した。3月に発表された新中期経営計画では、ITシステム強化を最重要課題と位置づけ、3年間で500億円という意欲的な投資計画を盛り

込んだ。記者会見に臨んだ東証マネジメントは、東証がシステムと取扱商品の両面で、世界に遅れていることを認め、世界の資本市場との国際競争に正面から挑んでいくために、現行システムの増強と次世代システムの検討を急ぐと語った。4月には、それまで3つに分かれていた関連部門を一本化し、システム本部を設置した。2009年を目処に立ち上げる次期システムでは、世界最高水準を目指すとしている。

これと並行して東証は、海外の主要取引所に視察団を送り、システムや提携に関する意見交換を行った。既に複数の取引所と資本提携を視野に入れて交渉を開始しており、取引所の国際再編の流れに乗るべく、各方面に積極的な働きかけを行っている。なお、2009年に予定している株式公開は、海外連携やシステム増強の実現に必要な手段であると説明されている。

## 2. IT システム強化に対する評価と課題

過去の誤った認識を改め、IT システム重視を前面に打ち出した東証マネジメントの前向きな姿勢は、世論の怒りを早期に鎮め、当面の経営方針を明確にした点で高く評価できる。

ただし、3年間でIT システムを世界トップレベルに引き上げるためには、するべきことがあまりに多い。現在想定されている時間と予算の枠内で、何がどこまでできるかを見極め、その実現に向けて組織が今から一丸となって邁進していかなければ、到底間に合わない。

欧米の主要な証券取引所が今やっている、あるいはやろうとしているレベルに追いつくまでに、東証は少なくとも3つの段階をクリアする必要がある。

第1段階は、基本的なパフォーマンスの問題

を解決し、システムがサービスの足を引っ張らないようにすること。たとえば、トランザクション量の2～3倍の処理能力を常時持つ、応答速度を1秒未満にする、システム拡張が1ヶ月ではなく1週間程度でできるようにする、などである。

第2段階は、業務を標準化・効率化し、ITシステムが本来の力を発揮できるようにすること。たとえば、今なお残っている手商い時代の慣行はゼロベースで見直す必要があるし、それを可能にするには、ITと業務の両方を理解し、それを戦略に翻訳できる人材を採用・育成し、コア業務にふさわしい陣容を整える。無論ベンダー依存も解消する。

第3段階として、めまぐるしく変化する顧客ニーズや世の中の動きを先読みし、機動的に対応できるITシステムの構築、および開発・支援体制の確立である。また逆に、ITの強みをいかに企業体としての競争優位に転換していくかという視点も重要である。

少なくともこの第3段階までこなければ、今ですら「世界最高水準」とは言えない。しかも3年後には、世の中はさらに進化しているはずである。

かつての手商いのやり方をそのまま自動化したにすぎないシステム化当初から、つぎはぎを重ねている現行システムを増強してできることには限界があり、第1段階のクリアすらおぼつかない。そのため、次期システムに期待が集まっている訳だが、第2段階・第3段階を実現するには、単なる新システム構築だけでなく、組織全体を大きく変えていく必要がある。特に、意識改革は大きな課題である。しかし現状では、システム構築そのものに時間がかかるため、次期システム開発準備が既にはじまってし

まっている。しかし、果たしてそれでよいのか。いったい3年間で何ができるのか、何をすべきなのか、ここでもう一度立ち止まって考え直す必要があるのではないか。

### 3. グローバル化推進に対する評価と課題

過去に東証が、海外取引所との提携を推進してきたながら、友好協定の域をでなかったのは、これまで東証が置かれていた状況からすればある意味当然であった。国内市場は十分に大きく、かつ事実上の独占状態がずっと続いていた。海外との競争もなかった。SGXとオーストラリア証券取引所（ASX）の相互取引への参加が検討されたこともあったが、東証にとってのメリットは限定的だったため、実を結ばなかった。

2006年前半に取引所のグローバル化は新展開を迎え、それを受けて東証も、従来よりも踏み込んだ内容の提携を模索、海外主要取引所と具体的な協議に入っている。しかし、第Ⅲ節で触れたように、海外の主要取引所の合従連衡は、それまでの欧米における歴史や環境変化を反映したもので、東証が経験してきた歴史や環境変化とは違うものだ。また、既に上場している海外取引所は、資本市場からの圧力に応えざるを得ないという事情も、東証とは異なっている。東証としては、海外取引所との提携交渉の傍ら、グローバル市場間競争に本格参加する前にしておくべきことが山積している。逆に、十分な準備をせずに丸腰で飛び込めば、意に反して敵対的買収のターゲットとなったり、提携関係をうまくコントロールできなかつたり、必要な改革が遅れたりという、東証にとって不本意な結果となることが予想される。グローバル競争

### ITが支えるグローバル市場間競争と東証の課題

が間近に迫っているとは言え、まだ時間はある。自らそのタイムリミットを早める必要はないのではないか。また、上場や資本提携の是非については、再考の余地が大きい。

名実ともに世界の主要取引所の一員となるために、東証がとるべきステップは3つある。

第1ステップは、今いる利用者の利便性を高め、顧客視点の経営に転換すること。たとえば、世界でも珍しい昼休みの存在や夜間取引をめぐる議論など、今の東証の運営体制は利用者の眼で見直す改善の余地が大きい。

第2ステップは、既得権益に守られていないところで、自力で新しい顧客を獲得できるようになること。特に、成長著しい中国を始めとする海外の優良企業の上場誘致や提供商品の拡充は、喫緊の課題である。そのためには、東証自身が言語・意識面で国際化を進めることが不可欠の条件となる。スタッフの構成も大きく見直さざるを得ないだろう。

以上2つのステップは、東証がグローバル競争の中で、独自のビジネスモデルを作り上げることとも言える。これが先に述べたIT改革で実現を目指すものであり、ITの将来像を描くに際してもビジネスモデルを明らかにすることが必要である。

第3ステップは、グローバル企業体にふさわしいガバナンス、マネジメント体制を確立すること。たとえば海外取引所と共同事業を行ったり、海外取引所を傘下に収めたりするような、国内の論理が通じない場面において、必要な交渉・協働・支援・管理を行い、所期の成果がだせることである。

日本を代表する証券取引所として、東証にまず求められるのは、内外の利用者からみて効率的で利便性の高い市場機能の提供であって、取

引所の「グローバル化」は、それを実現する際に考えられるオプションの一つに過ぎない。したがって、ともするとグローバル化が自己目的化しているかのような国内の議論には危うさを覚える。形だけのグローバル化を追求するあまり、本来のミッションである顧客利便性向上にリソースが十分に振り向けられないリスクがあるからだ。

東証にとって、さらに大きなチャレンジがガバナンスだ。日本製品が世界中で売れている一方、目に見える「モノ」がないサービス業でグローバル展開に成功している日本企業は数少ない。また、取引所の機能・ガバナンスの問題はとりわけ複雑で、専門家の間でも大きく意見が分かれている。東証上場を巡って、さまざまな利害が入り乱れる状況一つ見ても、その複雑さが窺い知れる。しかし、グローバルガバナンスの体制が確立しないうちは、いくら踏み込んだ海外提携を試みても、成功はおぼつかない。

ITシステム強化も同様だが、表面上、海外取引所のやっていることに倣うだけでは意味がない。東証マネジメントにしてみれば、あれだけ世論の批判を浴びた後で、構想や準備にじっくりかける時間は、かけたくてもないのが実情だろう。しかし、ここで拙速に墮しては、むしろ、多大な時間とコストを費やして、最悪の結果を招く可能性すらある。

2005年から2006年にかけて起こったシステム障害は、それ自体大変な問題ではあるが、問題の根の深さという点からは、氷山の一角に過ぎない。今ここで、戦略の基本に立ち返り、短中期の打ち手を考え直さなければ、またいつ事故が起きてもおかしくない。しかも、そのときにはもう東証に名誉挽回のチャンスがないだけでなく、当初期待された日本経済への貢献とは反

対に、日本経済への引導を東証が渡すという結果にすらなってしまうかもしれない。

## VI. おわりに：改革を加速するために

経済のグローバル化、資本市場のグローバル化は不可避の現実である。2006年に入って、グローバル市場間競争は新しい段階に入り、日本に残された時間はわずかとなった。今まで殆ど競争にさらされたことのない日本の取引所が、いきなり国際競争に真っ向から突入しても対等に戦うことは不可能であり、国際競争に参加する準備、体質強化に直ちに取りかかる必要がある。

日本では、発行・流通両面において、東証の市場占有率が極めて高い。規制当局も、少なくとも過去には、資本市場機能強化の具体的打ち手として、東証強化を推進してきた。実際今でも、資本市場改革と言えば、東証改革を意味することが多い。しかし、現状必要な変革の規模と緊急度、限られた時間を斟酌すると、日本市場が必要なスキル・体力作りを時間内に終わるに当たり、東証の自助努力のみに依存することは現実的でない。

海外の例を見ても明らかなように、競争力強化の早道は健全な競争の導入である。これからは、SECが米国内で一貫して市場間競争を推進してきたように、国内市場に人為的な競争状態を作り出すような行政サイドからの積極的な施策が求められるのではないか。つまり、短期的に東証の独占体制を弱めることで、長期的には国際競争力を高め生き残りを担保することが必要ではないか。既に国内には複数の取引所が存在するが、それらを全て合わせても、東証か

ら見て「ライバル」と呼べる存在にはならない。また、一つの巨大な取引システムだけでは、多様な顧客の取引ニーズに十分応えることは難しい。したがって、意味のある競争を国内に作り出すことは、顧客利便性の観点からも極めて重要である。

こうした変化を迅速に実現するには、かねてから議論されているように、日本にも SEC のような、資本市場の番人的役割を果たす独立の行政機関を設け、競争振興策をとらせることが有効である。日本で SEC や英国の金融サービス機構 (FSA) に相当するものとして、金融庁下部組織の証券取引等監視委員会があるが、法的権限が弱いため、強力なリーダーシップを発揮できないでいる。全体としてチェック・アンド・バランスがうまく機能するための仕組みを作りあげ、その上で、PTS を巡る法制度なども、競争振興の観点から見直していく必要がある。日本経済の今後のために、資本市場効率

化を迅速に実現するには、現在の取引所制度、取引行政のあり方を根本から見つめ直すことが、是非とも必要なのだ。

## 参考文献

大崎貞和 [2000], 『株式市場間競争』, ダイヤモンド社。

——— [2001], 『わが国の新しい PTS (私設取引システム) 規制』, 資本市場クォーターリー。

神山哲也 [2006], 『ユーロネクストとの経営統合を目指す NYSE グループとドイツ取引所』, 資本市場クォーターリー。

——— [2006], 『欧米における取引所の再編を巡る動き』, 資本市場クォーターリー。

佐賀卓雄 [1997], 『私設取引所 (PTS) の規制をめぐって』, 証券経済研究第 8 号。

財団法人日本証券経済研究所 [2005], 『図説 アメリカの証券市場』。

(マッキンゼー・アンド・カンパニー、)  
マネージャー)