

# 証券取引所の統合再編問題

鈴木 芳 徳

## 要 旨

証券取引所の再編統合の流れは、止まるところを知らず、世界的規模のものとなりつつある。しかも商品先物取引所との統合に踏み込みつつある。

こうした一連の統合再編の流れをつき動かしつつある動因は何か。また、そうした動因を生ぜしめる根底の動きは何か。

恐らくはヘッジファンドを中心とする資金の流れが、なによりも注目されねばなるまい。それは瞬時にしてその居所を変え、利益を狙う。しかも証券会社のトレーダーを介すことなく取引所に発注できるDMA（ダイレクト・マーケット・アクセス）によることを希望する。アルゴリズム取引はその一種にほかならない。こうした自動執行は、人件費を削減可能にし、しかも大量発注を容易にする。

かくて、そうした注文を即座に捌きうるシステムが求められることになり、その費用負担は巨額に達する。この経費負担は、取引所の統合再編を促迫する。しかも多くの取引所は、自らの株式を上場しており、従って取引所の株主を意識しつつ運営せざるをえない。このことも統合再編を促しつつある動因となっている。

## 目 次

- |                            |                |
|----------------------------|----------------|
| I. 証券取引所の統合                | VI. NMS 規制の圧力  |
| II. PTS の登場                | VII. 先物取引所との統合 |
| III. 電子化の意義                | VIII. 最近の動向    |
| IV. 機関化現象の持つ意義とヘッジ・ファンドの登場 | IX. 東証の立会外取引   |
| V. 証券取引所間の統合               | X. むすび         |

## I. 証券取引所の統合

近年における証券取引所の統合は大規模化しつつある。これを促進しているものは何か。統合を迫っている力は何か。小稿は、こうした問題の全体を俯瞰しつつ事態の大観を試みようとするものである。

結論を先取りするというなら、およそ次の2点が問題である。

第一に、現在のように複雑で大量の注文を瞬時に裁くシステムが求められるようになると、その開発費用は数百億円ないし1千億円になるといわれる。その背景には、国境を越えて資金を移動させるファンドの圧力がある。ヘッジファンドは売買のスピードを競う。すなわち、投資家は、かつてのような個人顧客とは異なり、機関投資家であり、ヘッジファンドである。彼らは、アルゴリズム取引を多用する。これは、証券会社のトレーダーを介すことなしに取引所に直接発注するダイレクト・マーケット・アクセス (DMA) の一種に他ならない。アルゴリズム取引は、一度に取引所に大量発注するとマーケット・インパクトが大きく生じる可能性が強いことから、自動的に分割処理を行う手法で、アメリカでは2003年頃から急速に普及したものである。これは、予め組み込まれている数理モデルをもとに、コンピューターが顧客の注文を小口に分け、最適な価格や数量を瞬時に判断して売買する分割発注の仕組みである。また、自動執行によるところから人件費の削減になり、売買手数料の引き下げが限界に近いと思われるところから、こうした手法に期待が高まることになる。かくてこうした動きに即応し得ない取引所は時代の潮流から取り残され

ざるを得ない。こうしたことから、例えば、後にも触れるユーロネクストは、2007年から注文の処理能力を引き上げ、注文を出した証券会社が確認通知を受け取るまでの時間を千分の5秒に短縮する。従来、各国の証券取引所では千分の百秒前後といわれるのと比較すると、これでもかなりの処理能力の向上といえる。ところがドイツ取引所は、これをさらに千分の16秒まで短縮した。

すなわち、統合再編によって取引規模と顧客基盤を拡大し、そのことでシステム開発投資をまかなう可能性を得たいという動きが生じてくる。

また、既に2001年にロンドン証券取引所やユーロネクストはそれ自身の株式を上場しており、取引所株主に配当金を支払い、取引所間の競争に生き残るには、そうした巨額のシステム投資が必須となってきている。つまり、こうした巨額のシステム投資の必要が取引所間の統合を促しているのである。「固定費削減ニーズ」の高まり、とこれを称することもできよう。

第二に、最近、ニューヨーク証券取引所やナスダックには、中国を始めとする新興国の上場企業が香港市場やロンドン証券取引所に流れていることを危惧する向きが多い。すなわち、「新興企業の争奪戦」の一環として、取引所間の統合を求める傾向がある。「新規導入商品の多様化」へのニーズとこれを称することもできよう。

加えて、これは副次的なことと一般には考えられるところから必ずしも広く議論されてはいないが、最新の金融情報をリアルタイムで入手するののであれば、国際的な規模での競争に生き残ることは出来ない。統合によって人事交流が頻繁に行われるようになれば、他国市場の動

向について精密な情報が的確に、また必要に応じて手に入れることができるようになる。逆説的なことであるが、情報化・システム化が進めば進むほど、本当に重要な、そして微妙な情報は、やはり顔をつき合わせてでなければ手に入らないということが痛感されるようになる。これもまた、統合にさいして秘かに念頭に置かれている問題側面である。

これら諸点からして証券取引所間の統合再編が世界的な規模で進められつつある。

そこで、今、世界の各地で生じつつある統合を見ると、全世界的規模での統合もあれば、また或る地域内での統合の進捗もある。

一例を挙げると、現在最も規模が大であって、またその影響するところも大きいと思われるのは、NYSEとユーロネクスト（Euronext）との対等合併であろう。ユーロネクストは、2006年12月19日、アムステルダムで臨時株主総会を開催し、NYSEグループと来春、統合することを承認した。20日にはNYSEの臨時株主総会で承認された。ここに成立するものは、統合社名「NYSEユーロネクスト」、合併総額は百四十億ドル（約1兆6千5百億円）、本社はニューヨーク、傘下にはニューヨーク証券取引所、フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルの現物株市場、英国の金融派生商品市場、欧州国債市場を持つ。両者は、これより先、2006年6月2日、合併に調印した旨を発表、この合併により、取引時間は1日22時間となり、3億7500万ドル（420億円余）の収入増が見込まれている。また、両者の統合をふまえ、アメリカのSECは、ユーロネクストの規制部門と市場監視に関して協力することが取り決められている。（以上に関して、英ファイナンス・タイムズ、2006.12.20. 所載の記事

が参考になる。）かくして成立したNYSEユーロネクストは、2007年4月4日、ユーロネクスト・パリ市場に上場、初値は75ユーロ、株式時価総額は260億ドル、ドイツ取引所の230億ドルを上回り、上場証券取引所として世界最大となった。また、この統合を期に、取引電子化が加速されるものと見られるところから、従来のスペシャリストは職を失うことへの危機感を抱いているといわれる。また、NYSEは2007年中にも、現物株のプラットフォームを前年3月に統合したECNのアーキペラゴと統一し、スペシャリストと電子取引とを組み合わせたハイブリッド型を目指す方針と伝えられる。（『日経金融新聞』2007.4.6.による。）

こうしたユーロネクストの動きに、いわば取り残されたかたちのドイツ取引所は、米国第二位のオプション取引所であるISE（International Securities Exchange）を約3300億円で傘下のユーレックスを通じて買収することに合意（『日本経済新聞』2007.5.1. 夕刊、『日経金融新聞』2007.5.8.）、更にドイツ取引所は約13億円を投じてシステムを増強、処理能力を512キロビット/秒から1ギガビット/秒に高めることでアルゴリズム取引への対応を進めている。（『日経金融新聞』2007.5.15.）

他方、例えば北欧諸国においては、スウェーデンで金融システム会社と取引所が合併して発足したOMXが、2003年から統合・合併を重ねて、北欧市場統合を目指してきた。いまや傘下の市場はスウェーデン・ストックホルム証券取引所、フィンランドのヘルシンキ取引所、デンマーク・コペンハーゲン取引所、旧ソ連圏のバルト3国の各取引所（エストニアのタリン、ラトビアのリガ、リトアニアのビリニュス）と、6カ国に広がっている。アイスランドのレイ

キャビク取引所をも統合したが、ここにきてノルウェーのオスロ取引所が頑強に抵抗しており、地元の金融機関を中心にスウェーデンの拡大主義に反発を強めている。OMXは、既にオスロ取引所の発行済み株式の10%（1株主による持ち株上限）を取得しているが、オスロ取引所はなお慎重な構えを続けている（『日本経済新聞』2006.10.7.及び『日経金融新聞』2006.12.7.）。さらに、OMXは、12月14日、中欧スロベニアのリュブリャナ証券取引所に対し、総額420万ユーロ（約6億5千万円）で買収を提案したことが伝えられており（日本経済新聞 2006.12.15.夕刊）、またアルメニアの証券取引所を買収することを決定したことが報じられている。（『日経金融新聞』2007.5.2.）

## II. PTS の登場

更に、取引所の外部におけるPTS（ないしECNs）の登場もまた、いわば取引所との競合関係からして、取引所の統合を促迫する。近着の*Business Week*誌(Feb.2007)は、特に、BATSとDIRECT EDGEに注目する。BATS Trading Inc.は、旧社名Better Alternative Trading System(カンザス・シティ)であるが、今日では、「立派な一人前の(a full-fledged)」取引所になっており、またDIRECT EDGE(ジャージー・シティ)もまた同様であるという。同誌が伝える2006年12月における一日当たり取引高は次の通りである。

〔取引所〕 NYSE GROUP	2,150
NASDAQ	1,830
AMEX	55
NATIONAL STOCK EXCH.	53

CHICAGO STOCK EXCH.	42
BOSTON EQUITIES EXCH.	10
PHILA. STOCK EXCH.	3
〔ECNs〕 BATS	105
DIRECT EDGE	100

(単位：100万)

このBATSは、売買注文の執行スピードという点では、既にNASDAQを凌駕しており、また、総じていえば、大口注文に関して約定価格のパフォーマンスにおいてECNsが常に優位にあると考えられている。

それでは、これらの点から見てわが国の状況はどうか。

わが国の場合はアメリカにおけるとは異なり、同一銘柄についての注文獲得競争が本格的に展開されているわけではなく、また、PTSでの取引が市場全体に占める割合も未だごく僅かであるが、その成長振りは著しい。（取引所銘柄取引に占めるPTS取引の割合は、2001年に0.001%、2007年1月に0.085%である。）

わが国では、カブドットコム証券、マネックス証券、インスティネット証券などのPTSが稼動している。SBI証券がこれらに加わることも伝えられている。尤も、わが国の場合、これらPTSの将来性については未だ定かではなく、その帰趨は今しばらく時日の経過を見た上でないと判断できない状況にある。

## 〔主な日本のPTS市場〕

(業務開始日)	取引時間	売買方式	特 徴
カブドットコム証券 (2007.9.)	19:30-23:59	オークション方式	口座開設者を対象 取り扱い1000銘柄 (2000銘柄に拡充の方針)
マネックス証券 (2001.1.)	17:30-23:59	取引所の終値を基準 値とする一本値 (上下7%の範囲内での 場合を含む)	口座開設者を対象 扱いは3000銘柄以上
インスティネット証券 (2001.7.)	8:00-17:00	指値対当方式(リアル タイム・マッチン グサービス)及びク ロッシング・サービ ス)	機関投資家・証券会社及 び上場会社などを対象

SBI証券は、国内の証券取引所に上場する全銘柄を対象、平日の午後6時から午後11時50分で、売り手と買い手が価格を指定し、合致すれば売買を成立させる方式で、成り行き注文は受け付けない。幅広く証券会社の参加も促す予定と伝えられる(『日本経済新聞』2006.12.4.)。これにはSBI証券、SBIイー・トレード証券、楽天証券、オリックス証券、GMOインターネット証券が参加する(『日本経済新聞』2006.9.5.) また、このSBIによる私設取引市場にアメリカのゴールドマン・サックスが資本参加する。これは外国人投資家の参加によって市場の流動性が高まることを期待してのものといわれる。(『日本経済新聞』2007.3.1.) カブドットコム証券の夜間市場にゴールドマン・サックス証券、三菱UFJ証券、BNPパリバ証券が参加する(『日本経済新聞』2006.10.6.) また、カブドットコム証券に三菱UFJが出資を拡大することが伝えられており、従来約30%で

あった出資比率を40%まで増やす方針という(『日本経済新聞』2007.2.23.)。カブドットコム証券は、三菱東京UFJ銀行の代理店として、銀行代理業の認可を取得し、個人顧客の銀行預金口座の開設などを取り次ぐ。なお、ここで特に付記すれば、アメリカでは個人顧客向けのPTS取引は注文が集まらず、普及していない。機関投資家などを含む多様な参加者を呼び込んで流動性を高めることが必須と考えられている。

こうしたPTSがわが国で表舞台に登場したのは、1998年の証券取引法改正においてであった。この時に、新規に認められた証券業務として、①店頭デリバティブ業務と②PTS業務がある。ここにPTS業務が、新たに証券業務規制の下に服するようになった。

近時における証券取引法ないし金融商品取引法における規定をみると、金融商品取引法は、直前の証券取引法を継承して、次のように規定

している。

すなわち金融商品取引法は、その第2条において、「有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であって、電子情報処理組織を利用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの」として次のような項目を掲げる。「イ、競売買の方法（有価証券の売買高が政令で定める基準を超えない場合に限る。）ロ、金融商品取引所に上場されている有価証券について、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の売買価格を用いる方法、ハ、第67条の11第1項の規定により登録を受けた有価証券（以下「店頭売買有価証券」という。）について、当該登録を行う認可金融商品取引業協会が公表する当該有価証券の売買価格を用いる方法、ニ、顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法、ホ、イからニまでに掲げるもののほか、内閣府令で定める方法」としている。

ここに示されているようにPTSは、その売買手法として、「市場価格売買方式」、「顧客間交渉方式」、「顧客注文対当方式」、「売買気配提示方式」及び「オークション方式」が可能とされている。

これらPTSの認可を得るに際しては、売買高シェアによる数量基準を設け、一定の水準を超える場合には、証券取引所の免許が必要であり、また、取引所外取引を行う業者として日本証券業協会の規制下にあり、リアルタイムで価格情報などを即時に外部公表する義務が課せられている。

こうした段階において、今必要なことは、PTSにおける取引に関する監理体制の整備であって、この点では証券取引所と同等の公正さ

が求められる。それというのも、放置すればPTSには規制が届かない「規制の隙間」がありうるからである。

先に述べたように、先んじてPTSの発展をみたアメリカの場合、例えばInstinet、POSIT、そしてアリゾナ証券取引所が「非取引所取引システム」として登場した。これらは、単なるB/D（ブローカー・ディーラー）に過ぎないものが取引所類似施設として発展したものであるが、そこではコンピューター・システムが取引所システムの機能を代行している。

こうしたPTSが出現したのは、電子化、機械化、そして国際化という3つの環境条件のしからしむるところである。これらの中で、電子化、すなわちコンピュータリゼーションが提供した可能的条件の持つ意義は決定的であった。まず、この点から考えてみることにしよう。

### Ⅲ. 電子化（コンピュータリゼーション）の意義

(1)ごく一般的には、コンピュータリゼーションは、機械化・自動化を極限まで推し進め、取引・取引コストの低下を可能にした。

(2)証券取引所との関連でいえば、コンピュータリゼーションは次の点で大きな役割を果たすことになった。すなわち、これによって「取引所」ないし「立会場（trading floor）」という物理的な空間の持つ意味は消え去った。情報の統合、注文の回送、売買の執行、受渡しと清算といった作業がコンピューター・ネットワークによって統合され、リアルタイムに処理されていけば、取引の場が複数存在する「分散型ネットワーク」によっても均衡価格が発見できる、という全く新たな環境条件が整備されたことに

なる。こうした「分散型ネットワーク」においては、かつてのような「投資家—会員業者—取引所」といった「階層構造(hierarchy)」が崩れ、投資家による直接発注の仕組みになる。これは、「階層構造(hierarchy)」の「フラット化(flattening)」とでも呼ばれるべき変化である(拙著『金融・証券論の研究』白桃書房、2004年、240頁)。

#### IV. 機関化現象の持つ意義とヘッジ・ファンドの登場

上に述べたように、コンピューター・システムのおかげで新たな事柄が「出来るようになった」のであるが、可能性があるからといって、それを現実化するにはそれを実際に「求めている」ものがあるのでなければならない。

ここでは機関投資家を中心とする「投資家像の変貌」が注目される。ここで、機関投資家に加えて念頭に置かれるべきは、巨大企業における証券投資への参加である。いまや巨大企業は、その保有する巨額の内部資金を中心に、資金運用者として、すなわち投資家として登場しているのであって、巨大企業の「金融主体化」ないし「金融的自立化」が注目される必要がある。そのことを、ここでの文脈で言い換えるなら、法人企業の投資家としての自立化ということができよう。翻って考えるに、取引所が元来、念頭においていたのは個人投資家であった。そもそも、個人投資家を念頭に置いた形で証券取引所の構造は組み立てられていたのである。従って、いまや証券取引所の仕組みの全体が見直されざるを得なくなってくるのは必然であった。

機関投資家にしろ、巨大企業にしろ、彼らは

情報劣後者であるどころか、むしろ「専門的知識」においても、またその「信用力」においても、また「資金力」においても、通常の証券業者を凌ぐものである。かくて、「情報劣後者」である個人を念頭に置いて組み上げられた取引所の仕組みが、再構築されざるをえないのは当然であった。

こうした「投資家像の変貌」は、さまざまの点において取引所に期待するところに変化を生んだ。(1)まず、ニーズの多様化(diversification)ということがある。小口取引のみならず大口取引も、迅速執行のみならず低取引コストも、情報劣後者のみならず情報優位者も、という期待の多様化に 대응する必要に迫られる。このことが市場に変革を促すことになった。

(2)しかも、かつての場合には、「最良執行(best execution)」というのは、証券価格の問題だけであった。しかるに例えば機関投資家の場合に求められる最良執行は、必ずしも価格面だけのことではない。ブロック・トレーディングとかバスケット・トレーディングの場合には、現在の気配値よりやや下回るとしても、一本値での即時執行を希望するとか、複数銘柄の同時執行を希望するとか、匿名性の保持を重要要件とするとかいう場合がある。仮に、約定に時間がかかるとか、ある銘柄はすぐに執行されたが他の銘柄が執行されないとか、いろいろの価格で細切れに執行されたために約定値段の平均が動くとか、そういう危険は回避したい。例えば機関投資家にとっての最良執行とは、①マーケット・インパクトが小さく、予め売買コストが確定できること、②手口を公開されることなく、匿名性が保持されること、③迅速な注文執行、④取引コストの節減、これはブルーデントマン・ルールからして厳しい要求となる、

⑤ビッド・アンド・アスク・スプレッド (bid and ask spread), などが重要な要素となる。つまり、総じて言えば、これらは「非価格競争」の側面であって、単純な価格競争ではなくなってきたり、「最良執行」の意味するものが「投資家像の変貌」によって変わってきていることが知られる。

このように考えを進めてみると、かつての「市場集中義務」において示された単一市場としての取引所への収斂は、個人投資家のみを念頭に置いたが故にこそ可能とされていたものであることに改めて気づかざるをえない。いまや、個人投資家とは異なった投資家が登場し、かつまた市場の分散を踏まえた統合を可能とするネットワーク技術が生まれたことにより、両側面が一体として作用することによって、証券市場の全体像は一変したのである。

わが国におけるごく最近の数字を見ると、例えば2006年10月の取引所外取引の売買代金を銘柄別にみると、①三井住友FGは、1961億円(取引所の売買代金に対して23.4%に当たる)、②三菱UFJは、1486億円(取引所の売買代金に対して13.0%に当たる)、というように、もはや無視できない水準となっている。また、取引所外取引においては、取引所取引では考えられなかったほど大量の株式がごく短時間に移動することになるので、当該会社の情報開示に問題がでてくる場合がある。

機関投資家は、「運用額が巨大で、保有株式の売却で自ら相場を崩すリスクがある。それより一回で大量の売買ができることが魅力」となって、取引所外取引に乗り出すことになるのである(『日経金融新聞』2006.11.14.)。

しかし、ここで近年におけるヘッジファンドの登場について考えてみる必要がある。すなわ

ち、かつては株主とは①個人株主のみであった。これに②機関投資家が新たな存在として加わる。さらに今日では、最も影響力のある株主は③ヘッジファンドになっている。つまり、株主という概念或いは投資家という概念に盛り込まれた内容が大きく変化しつつあるのである。そして、このヘッジファンドの最大の特徴は、売買回転率の高さであって、このことが市場のあり様に大きな影響を与えつつあるのである。

世界的な金余りと低金利の中で、年金基金など機関投資家の株式・債券への投資リターンが低下する中で、ヘッジファンドへと資金は委ねられた。実際、OECDの調査によると、2004年から2006年にかけて株式市場が低迷する中でもヘッジファンドは好成績を収めてきているのである。(OECD, *Financial Market Trends*, Volume 2006/2 No.91 p.16) しかもヘッジファンドへの資金流入は増大の一途を辿っており、ヘッジファンド・リサーチ(ケネス・ハインツ社長)の計数によると、2006年末で世界のヘッジファンドの運用資産総額は前年同期比29%増の1兆4千億ドルに達している。

しかも近年、ヘッジファンドそれ自体が証券市場に上場する例が増加しつつあり、これによってヘッジファンドは借入金を減らし、証券市場で資金調達し、自己資金での投資比率を高めようとする傾向にある。アメリカのフォートレス・インベストメント・グループ(Fortress Investment Group)、オークツリー・インベストメント・グループ(Oaktree Investment Group)がNYSEに、また欧州ではマーシャル・ウェイス(Marshall Wace)がユーロネクスト・アムステルダムに上場した。こうしてヘッジファンドは自足的に行動する台風の目と化したのである。さらに買収ファンドであるブ

ラックストーン・グループ (Blackstone Group LP) も NYSE に上場した。これに続いて、コールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR; Kohlberg Kravis Roberts) も上場を検討中という。(Wall Street Journal, June 22, 2007) こうした動きに対してアメリカの AFL・CIO (米労働総同盟産別会議) が、ブラックストーン・グループの株式上場差し止めに SEC に要請したことが伝えられている。ヘッジファンドの企業統治には不十分なところがあり、投資家保護にも問題が生じることが主張された。(『日本経済新聞』2007.5.17. 夕刊)。これについて SEC は要請を却下したが、次いで米議会によるファンドに対する増税論議が生じている。(Wall Street Journal, June 22, 2007) なお、買収ファンド、例えばブラックストーンの上場は、ファンドではなく運用会社本体であり、業務中にヘッジファンド関連の部分が多く含まれていることは注目に値しよう。

## V. 証券取引所間の統合

細部を措くとして、最も重要な中心軸は、先に述べたように、NYSE と欧州ユーロネクストとの統合である。ユーロネクストは、2000年に合併 (パリ、アムステルダム、ブリュッセルの3取引所の合併) によって設立された「多国籍証券取引所」で、その後ロンドン国際金融先物取引所 (LIFFE) やリスボン証券取引所も加えることで、拡大してきたものである。ユーロネクスト自身は、ユーロネクスト・パリにその株式を上場している。

この統合をもって、「最古」と「最大」の取引所の統合と評する向きがある。かつての東インド会社の株式は、アムステルダム取引所で売

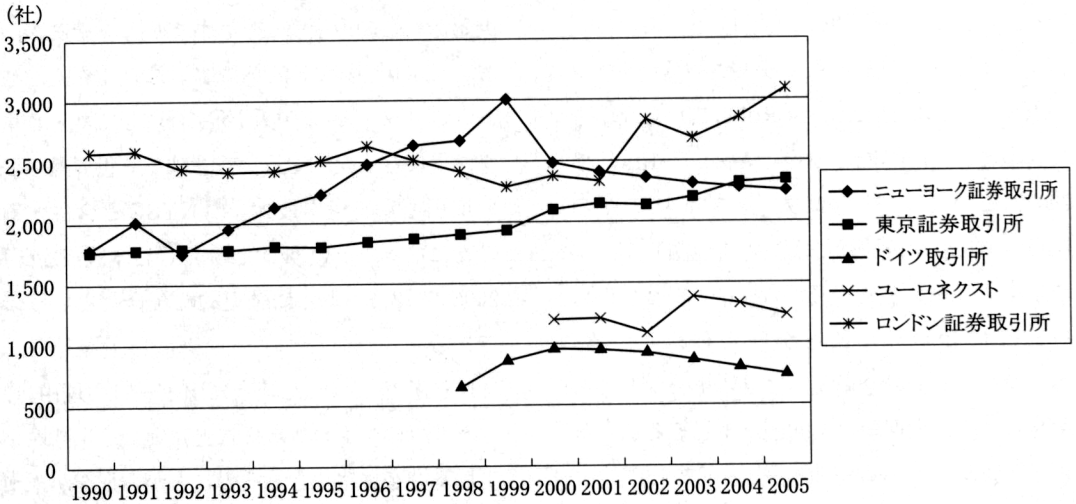
買された。世界最初の証券取引所は、1611年に発足したこの取引所だとされている。それが、およそ400年後の2000年にアムステルダム、パリ、ブリュッセルの取引所が合併してユーロネクストになった。そういう意味で「世界最古」の取引所が「世界最大」の NYSE と合併することになる、というのであり (『日本経済新聞』2006.6.12.), まさに歴史的な統合だということである。

NYSE がこうした統合に出る一つの理由は、アメリカのエンロン事件などにより、米当局が上場基準を厳格化し、そのことから企業が米市場を敬遠し始めたことがあると言われるが、この推論の当否は定かでない。それはともかく、この統合が如何に大きな意味もつものかは、次の図表を見れば一目瞭然である。(この図表は、小津稚加子「EUにおける会計基準統合プロセス」(『企業会計』Vol.59 No.1. 2007.1. 77頁) から借用した。)

NYSE とユーロネクストとの統合の衝撃が、アメリカのナスダック市場を運営するナスダック・ストック・マーケットをロンドン証券取引所 (LSE) 買収提案へと走らせた。しかし、最終的には、この買収提案は失敗に終わった。2007年2月10日、ナスダックは、買収が失敗に終わったことを公式に発表している。

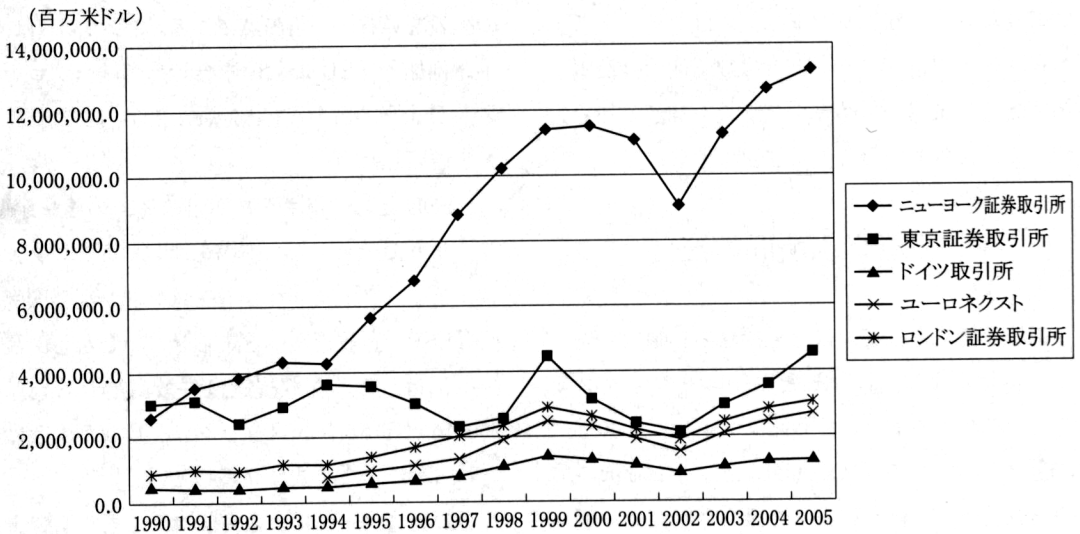
このナスダックによる買収は、そもそも資金を借り入れての買収であった。ナスダックは既にロンドン証券取引所の株式の28.75%を取得していたが、これを過半まで拡大しようとの試みであった。ナスダックは、欧米金融機関 (バンク・オブ・アメリカ及びドレスナー・バンク) から51億ドルの融資枠を獲得し、先に一度提案して即座に拒否されたにも拘わらず (この時は1株9.5ポンドでの買収提案)、重ねて買収

〔図表1〕 主要取引所の上場企業総数 (1990年~2005年)



〔注〕 世界取引所連盟の公表資料より作成。

〔図表2〕 主要取引所の時価総額の推移 (1990年~2005年)



〔注〕 世界取引所連盟の公表資料より作成。

を提案する意向（1株12.43ポンドで、先の提案から30%引上げた）であることが明らかとなった（『日経金融新聞』2006.11.30.）。しかし、今回の買収価格は総額27億ポンドに達し、米格付会社S&Pは、2006年5月、ナスダックの信用格付けを「BBプラス」に引き下げた。

また、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは、買収提案に伴う財務負担の重さを理由に今の信用格付「Ba3」からさらに引き下げられることを検討していることが伝えられた（『日経金融新聞』2006.11.22.）。ナスダックは、借入れの拡大によって財務体質が悪化し、2006年

9月現在、ナスダックの時価総額は35億ドルから減少傾向にあり、一方のロンドン証券取引所の時価総額は60億ドルというから、いわば「小が大を飲む」形の買収ということが出来る（『日経金融新聞』2006.9.28.）。さらに、2006年12月12日、ナスダックは、ロンドン証券取引所に対して株式公開買い付け（TOB）を実施することを発表した。すべて買い取れば買収額は27億ポンド（約6千億円）、買い付け価格は先の買収再提案時と同じ1株12.43ポンド、買い付け期間は2007年1月11日まで、買収に関して経営陣に働きかけたものの賛成を得られなかったため、株主に直接働きかける強硬手段を取ることになった（『日本経済新聞』2006.12.13.及び『朝日新聞』2006.12.13.）同時に、ナスダック・ストック・マーケットは、2007年秋をめどに株式オプション市場を開設する意向と伝えられた（『日本経済新聞』2006.9.8.）。また、こうした経過の中で、ロンドン証券取引所は配当金を前期に比べて5割増とすることを発表し、TOBに対して一般株主をつなぎとめようとした（日本経済新聞2006.12.20.）。そして結局のところ、ナスダックは、ロンドン証券取引所の発行済株式の0.41%を新たに取得したに止まり、それ以前から保有していた分を合算しても29.16%の保有に止まったのである。（この買収提案の法的な側面に関しては、参考文献に記載した、平野正弥「事例にみる英国TOB制度」が詳細である。）さらに、最近に至ってナスダックが北欧のOMXとの買収の最終協議に入る一方、ロンドン証券取引所はイタリア取引所と経営統合で合意した旨が報道されている。

冒頭に述べたように、こうしたNYSEとユーロネクストとの統合の背景には、ヘッジ

ファンドからの大量かつ複雑な注文がある。この複雑な注文に対応できるシステム構築が鍵を握るから、取引所にとって、システム投資への負担ないテクノロジー・コストの上昇が決定的な意味を持つ。つまり、顧客層の変化が、証券取引所の統合を推し進める基本の動力になっており、例えば、先に触れたアルゴリズム・トレーディングなどの新しい取引手法の登場が、取引所取引を揺るがしている。そして、そうしたことが株式会社化した証券取引所にとっては、取引所株主の利益向上如何という問題と結びつく。

しかも、先に触れたように、取引所外に、例えばPTSのような強敵が待ち受けている。そうしたことを考えると、証券取引所は、いまや取引所の内外に敵を抱えているようなものであることが分かる。証券取引所間の統合が必須となってくる根底の理由はその辺りにある。

## VI. NMS 規制の圧力

2007年3月から、いよいよNMS規制が現実のものとして施行されることになった。まさに「投資家が取引所を選ぶ時代」（『日本経済新聞』2007.4.7.）が到来したのである。NMS規制は、投資家に各取引所やECNから最良値を選び出して執行することを義務づけるものであり、NYSEは株式売買データ処理能力を2007年末までに、従来の1秒当たり2万件から、6万4千件まで増やす計画という。従来、NYSEはスペシャリストが売買に関与しており、従来の売買データ処理能力は全米平均の1秒当たり3万5千件ないし4万件を下回るという。（『日本経済新聞』2007.4.7.による。）

このNMSは、元来、1960年代から70年代に

かけてアメリカが経験した「市場の分裂 (market fragmentation)」を端緒とするものであって、市場の分裂をコンピュータの力を借りて補おうとするものとして、1975年証券改革法におけるNMS計画として結実、これが今回、現実の規制力を持つものとして決定されたのである。(拙著『証券経済論』226頁参照)尤も、当時における最大の関心は固定手数料制であったのに対し、今日ではECNsとの競合関係にあることが注意されねばならない。

このNMS規制に関して、SECは、統一性のある全米市場システムを確立する権限を与えられており、2004年2月に提案、公聴会などを経て修正案を同年12月に公表、2005年4月にSECでNMS規制が採択されるに至った。2005年4月のSECにおける決定の直後、旬日を経ずしてNYSEはアーキペラゴとの、またNASDAQはインスティネットとの統合戦略に踏み出したが、こうした動きはNMS規制の圧力からきたものと考えられている。

NMS規制には、いくつかの側面があるが、その中心はトレード・スルー規制(後に、オーダー・プロテクション規制と呼ばれるようになった)にある。ここにいう「トレード・スルー」とは、「複数の市場で取引されている銘柄について、最良気配を示す市場以外で売買を成立させる行為」のことであり、これについての規制措置は、投資家の注文について市場における最良の価格で約定することを保証しようとするものである。また、今回の規制措置においては、NASDAQ銘柄も規制の対象とされる。

## Ⅶ. 先物取引所との統合

現実には、これを更に越えて進んでいる。先物

取引所との統合問題の急展開である。

取引所の統合再編の動きは、商品先物取引所相互間にも及んでいる。

既に、米先物取引所最大手のシカゴ・マーカントイル取引所(CME)と二位のシカゴ商品取引所(CBOT)との合併方針が発表されている(2006.10.)。存続会社はCMEで、新会社の名称はCMEグループとなり、2007年半ばの合併を目指している。合併すると、先物の取引では世界最大となり、ドイツ取引所傘下のユーレックスを引き離す見通しである。

さらに、このシカゴ商品取引所(CBOT)に対して、エネルギー商品を中心とする新興の電子取引所(立会場を持たない)であるインターコンチネンタル取引所(ICE)が敵対的買収を提案(2007.3.)、これはシカゴ・マーカントイル取引所(CME)との合併に対する対抗買収である。そもそも、このアトランタに本拠を置くインターコンチネンタル取引所は、先に欧州のロンドン国際石油取引所(IPE、現在はICEフューチャーズ)を買収、またニューヨーク商品取引所(NYBOT)を買収、これらの結果シカゴ商品取引所(CBOT)とほぼ同じ規模のものとなったものである。

こうした先物取引所の合併によって、市場の規模としては証券取引所を上回るものが出現し、NYSEが世界最大などと簡単には言えなくなってくる。しかも、利益率は、一般に先物取引所のほうが証券取引所よりも高い。更に、投資家としての各国機関投資家は、株式・債券・商品の区別なく運用するようになりつつあり、これら市場間で資金を移動させながら運用する。そうであるとすれば、証券取引所の先物取引所との統合が今後、大きな課題となってこよう。

すなわち、証券取引所が今後、拡大可能な分野の中で最大のものは、ここにいう先物市場であって、先にみたニューヨーク証券取引所がユーロネクストとの統合を希望した理由の一つは、ユーロネクストがその傘下にロンドン国際金融先物取引所（LIFFE）を持つことにある。ヘッジファンドを中心とする世界の巨大マネーの争奪戦の時代が到来しつつあることに照応しての動きと見ることができよう。

しかし、この問題は、単に顧客である投資家との関係にだけ注目すればよい、ということにはならない。それは、取引所そのものの時価総額いかんが、大きな問題になりつつあるからである。現に、各国の取引所は、既に買収防衛策を導入しているか、或いはそうでなくても防衛策導入の検討に入っている。このことは、国内のみならず外国からの取引所買収が、ありうるものと想定されているからである。東京証券取引所は、2009年の自身の株式上場を見据えつつ、NYSE 持株会社の手法（10%を超える株式の議決権を認めない）を検討しつつ、自身の買収防衛策導入の具体的な検討に入っている。

現在のところでは、わが国の金融商品取引法は、株式会社組織の証券取引所の議決権の保有制限に関して次のように定めている。すなわち、同法103条の2は、「何人も、株式会社金融商品取引所の総株主の議決権の百分の二十以上の議決権を取得し、又は保有してはならない。」とし、また、同法103条の3は、「株式会社金融商品取引所の総株主の議決権の百分の五を超える対象議決権の保有者となった者は、内閣府令で定めるところにより、対象議決権保有割合、保有の目的その他内閣府令で定める事項を記載した対象議決権保有届出書を、遅滞なく、内閣総理大臣に提出しなければならない。」と定めて

いる。

このように、20%を超える保有が禁止されているのは明らかであるとしても、他方で金融商品取引法の106条の3では、「地方公共団体その他政令で定める者は、第103条の2第1項の規定にかかわらず、内閣府令に定めるところにより、内閣総理大臣の認可を、株式会社金融商品取引所の総株主の議決権の保有基準割合以上百分の五十以下の数の対象議決権を取得し、又は保有することができる。」としている。ここにいう「その他」の中に外国証券取引所が含まれるのかどうか、明示的には示されていない（下線は引用者）（『日本経済新聞』2006.11.4.）。

こうした保有制限規定そのものが、証券取引所の防衛策であることからすると、そのことが証券取引所の運営上の緊張感を弱め、体力強化にむしろマイナスの効果しかもたないのではないか、という疑問がついて離れない。競争力の乏しい証券取引所をやむなく維持保全するということになる憂いはないか、もしかすると、こうした株式保有制限そのことが証券取引所の体力や質を低下させるのではないか、という観点からなお慎重に検討されてよい事柄である。

ともあれ、以上のようなことからすると、取引所自身の時価総額いかんは、M&Aの渦中に身を置いた場合に、攻・守のいずれであるかを問わず、大きな意味を持つものとなることが予想されるのであり、このことから、統合による体力強化の必要に迫られるのである。

## VIII. 最近の動向

ここでは2つの動向を取り上げる。

第一に、ごく最近、加速する取引所再編の動

きによって、取引手数料などの負担が高止まりするのではないかと、という警戒感から、取引所の主要な利用者であった欧米の有力7投資銀行が独自の取引所をPTSの形で2007年に創設することが伝えられる(『日本経済新聞』2006.11.16.『朝日新聞』2006.11.16.夕刊)。これは、2007年11月にEUにおける市場集中義務緩和が予定されていることを読み込んだ計画といわれる。独自市場創設に参加するのは、ゴールドマン・サックス、シティグループ、モルガン・スタンレー、クレディ・スイス、ドイツ銀行、メリルリンチ、UBSの7社で、均等出資によりシステム運営会社を設立、また株価情報などの配信システムを共同で設立することも決めている。これら7社は、かねてから既存取引所の手数料の水準に不満を持っていたことが伝えられている。

第二に、証券会社の内部で売買を付け合せるクロス取引を機関投資家は多用する。投資家の売注文と別の投資家の買注文とを一定の価格ですり合わせて売買を成立させる。これは株価に影響を与えることがなく、また大口でも短時間で売買をこなすことができる。わが国の場合、すでにUBS証券やクレディ・スイス証券が行っており、また野村ホールディングスが12億ドルを投じて買収した米インスティネットも日本国内でクロス取引のネットワークをもっている。このインスティネットは、電子取引やアルゴリズム取引に特化した証券会社でかねてから多くのヘッジファンドを顧客に持っている。米メリルリンチも2007年にこれに本格参入する方針である。また、米リクイドネットも、同じく2007年にシステムを稼働させる方針で、2006年10月に日本で証券業の登録を申請した(『日本経済新聞』2006.11.21.)。

これらの新しい動きは、いずれも証券取引所の空洞化・地盤沈下につながりかねないものであって、東証の立会外取引(off-floor trading system)にあっても一層の改良が求められよう。

## IX. 東証の立会外取引(off-floor trading system)

東証の場合、売買取引の中心が立会取引(floor-trading)であることはいうまでもないが、これを補完するものとして立会外取引(off-floor trading)の仕組みが1990年代後半に導入されている。東証の立会外電子取引システム(ToSTNeT〔トストネット〕)は、1998年に稼働した。これら立会取引も立会外取引も共に取引所市場内取引であることにはかわりはない。

この立会外取引は、①単一銘柄取引、②バスケット取引、③終値取引、の3種類である。①単一銘柄取引(single issue trading system)は、個別銘柄を対象とし、取引所の当該銘柄の直前の約定値段等に基づいて算出される基準売買代金の一定の範囲内(上下7%等)の値段での執行を可能とするものであって、証券会社内のクロス取引、または、証券会社間の相対交渉取引として主に大口注文の執行に用いられる。②バスケット取引(basket trading system)は、15銘柄以上、かつ売買代金1億円以上の取引を対象として、バスケット構成銘柄の立会取引における直前の約定値段等に基づいて算出される基準売買代金の一定の範囲内(上下5%)の代金での執行を可能とするものである。③終値取引(closing price trading system)は、証券取引所の立会取引終了後に、各立会区分の最

終約定値段により、時間優先の原則に基づいて注文を執行するものであり、上場会社の自社株取得などに用いられている。

また、これらと区別されたものとしての取引所市場外取引について、「金融商品取引法」78条の3（公益協会への報告）は、次のように定める。すなわち、「会員は、次の各号に掲げる場合において当該各号に定める事項を、内閣府令で定めるところにより、その所属する公益協会に報告しなければならない。」「1. 自己の計算において行う上場株券等の取引所金融商品市場外での売買又は、媒介、取次ぎ若しくは代理を行う上場株券等の取引所金融商品市場外での売買が成立した場合、当該売買に係る上場株券等の種類、銘柄、価格、数量その他内閣府令で定める事項」。そして、この報告を受けて次のような会員への通知が、同法78条の4（売買高、価格等の通知等）で次のように定められている。「公益協会は、前条の規定による報告に基づき、上場株券等の取引所金融商品取引所市場外での売買について、内閣府令に定めるところにより、銘柄別に毎日の売買高、最高、最低及び最終の価格その他の事項をその会員に通知し、公表しなければならない。」（下線は引用者）

いずれにせよ、これらが注目を浴びつつあるのは、証券取引所の求心力が弱くなりつつある状況の反映であり、そうした環境条件の中で透明な市場の仕組みをどう保証するか、という難問に対する当面の回答であると見ることが出来る。機関投資家は、匿名性を求めるであろうし、しかしまた市場監視の機構も整備されなければならない。しかも何よりも求められているのは、そうした状況下における効率的な取引の仕組みであることは忘れられてはならない。

今、2006年の売買代金についてみると、市場外取引は47兆円に達し、昨年比37%の増加、過去最高の金額となった。取引所の立会外取引の場合には価格や時間に制限があるのに対し、それらの制限がなく、当事者間の相対売買である点に特徴がある。ヘッジファンドなどからの注文を受けた外資系証券会社がこれを利用したことが一因と考えられている（『日本経済新聞』2007.1.22.夕刊）。

## X. むすび

さて、以上考えてきたことは、一言にしていこうなら、証券取引所という存在が相対化され、取引所の内外に競合する相手が現れたというに尽きる。そうした新しい状況は、電子化・機関化・国際化という3つの強力な傾向の所産であるという意味で、まさに歴史の所産である。最近、わが国でも「三角合併」問題の現実的な帰趨が注目されつつある。証券取引所もまたその例外ではあるまい。かかる動きにどう対処すべきか、課題はさらに厳密な検討を要する。

しかし、以上のような議論の枠を外して、資本主義経済社会の発展という、より広い見地から考えたとき、次のような二様の問題にどう答えるか、これらの問いに答えることで初めて叙上のようなテーマそのものを本当に位置づけることができるはずであるが、筆者には未だ然るべき答えがない。

第一は、株主（stockholders）ないし投資家（investors）というものが、①個人から②機関投資家へ、そこから更に③ヘッジファンドへと3段階の変貌を遂げつつあるが、そのことは本質的に何を意味するものか。

第二は、電子化（コンピューター化）をひと

まずはフラットニングと捉えるとしても、それで十分か。むしろ情報の共有化に注目すべきではないか。或いは、無料のフリーソフトであるリナックスや、オンライン百科事典であるウィキペディアを考えるなら、新たなコラボレーションないしはコオペレーションに道を開くものではないか。新たな情報共有コミュニティが出現する可能性を示唆するものではないか。

今後の検討に委ねられるべき残された課題は実に大きいと言わねばなるまい。

## 参考文献

- 大崎貞和『株式市場間競争』ダイヤモンド社 2000年  
——「東京『シティ』化構想」『エコノミスト』2007.5.8.
- 淵田康之・大崎貞和『検証・アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社 2002年
- 大崎貞和「国際的な市場間競争の展開と日本の取引所」『証券レビュー』第46巻第12号 2006年12月 日本証券経済研究所
- 佐賀卓雄「証券取引所のグローバルな再編について」『証券レビュー』第46巻第12号 2006年12月 日本証券経済研究所
- 「アメリカにおける証券取引システムの変貌」『大阪市立大学・証券研究年報』第10号 1995年
- 「市場間競争の論理と現実」『証券経済研究』第48号 2004年12月 日本証券経済研究所
- 吉川真裕「レギュレーション NMS—SECの全米市場システム改革案」『証券経済学会年報』第40号 2005年7月 証券経済学会
- 岩田健治「EUの新しい金融サービス政策とEUから見た取引所再編」『証券レビュー』46巻第11号, 2006年11月, 日本証券経済研究所
- 弥永真生「ヨーロッパ諸国におけるPTSの規制」『商事法務』No.1781 2006.11.5.
- 平野正弥「事例にみる英国 TOB 制度」『ビジネス法務』2007.4. 中央経済社
- 福田 徹「変革期を迎える証券取引メカニズム」『証券レビュー』第47巻3号 2007年3月 (特にクロッシング・ネットワークについて詳細な分析を加えている。)
- 堀江貞之「ヘッジファンドを巡る最近の規制環境の変化」『月刊資本市場』No.259 2007.3.
- 梅本剛正『現代の証券市場と規制』商事法務 2005年, とくにその第2章「取引所外取引の規制」
- ルーベン・リー「安易な合併・協力は禁物」(取引所再編と日本, 上) 日本経済新聞 2007.1.18.
- 川村雄介「中国企業の単独上場狙え」(取引所再編と日本, 下) 日本経済新聞 2007.1.19.
- 小津稚加子「EUにおける会計基準統合プロセス」『企業会計』Vol.59 No.1. 2007.1. 中央経済社
- 日本証券経済研究所『現代日本の証券市場 2006年版』(財) 日本証券経済研究所 2006年
- 東京証券取引所『東証要覧2006』(株) 東京証券取引所 2006年
- 鈴木芳徳『証券経済論』税務経理協会 1979年
- 『金融・証券論の研究』白桃書房, 2004年
- 『金融・証券改革の深層底流』御茶の水書房, 2004年
- 『金融・証券ビッグ・バン——金融・証券改革の行方』御茶の水書房, 2004年
- なお、アルゴリズム取引等に関する、次のような文献を含め、佐賀卓雄氏(日本証券経済研究所)からさまざまのご教示を受けた。感謝しつつ記しておく。
- 伊藤慶昭「証券ホールセール・ビジネス事情——米国証券業界で普及するアルゴリズム・トレーディング」『月刊資本市場』No.248 2006.4.
- 中西実子「ITと証券市場」『月刊資本市場』No.248 2006.4.
- 「ITが支えるグローバル市場間競争と東証の課題」『証券経済研究』第56号 2006.12.
- 小川裕克「アルゴリズム取引——高度化する機関

投資家の株式トレーディング」『Fund Management』2007年春季号 野村アセット投信研究所

なお、脱稿後、次の論文に接した。

田中隆博「アルゴリズム取引時代のブローカレッジビジネス」『知的資産創造』2007年7月、

Vol.15 No.7 野村総合研究所

また、PTSの日本における状況については、「規格濫立の株式夜間市場」『週間東洋経済』2007.7.7.があり、各々における価格決定方式がバラバラである現状に疑問を呈している。

(神奈川大学名誉教授)