

「金融・資本市場競争力強化プラン」と国内取引所の課題

土 屋 陽 一

要 旨

2007年12月、金融庁より「金融・資本市場競争力強化プラン」が発表された。取引所強化の対策として、上場商品の多様化と取引所の相互乗り入れによる総合化が打ち出された。これは、国内最大の規模をもつ東証の低迷に対する危機感が背景にある。世界的な統合再編が進む近年の取引所において、国内取引所の存在感は低い。1990年以降のより長い期間でみた取引高や時価総額をみても、東証の低迷は顕著である。さらに、2005年末から続くシステム障害で東証の信頼は損なわれた。

国内の取引所自身も対応策を打ち出し、積極的な姿勢を取り始めている。東証は、取引システムの大幅な能力増強のため、「IT マスタープラン」を発表し次世代システムへの移行を行っている。さらに、大証は上場商品の充実を図るために、海外オプション取引所との提携を発表するなど、新しい動きも目立つようになった。

しかし、依然として課題は残っており、それらを乗り越えて、東京あるいは日本が世界の金融・資本市場で存在感を高めていくためには、発想の転換が必要となる。これまでの取引慣行や方法を見直すことも求められる。また、国内の取引所問題と言うと、東証ばかりに注目が集まりがちであるが、今後は東京工業品取引所など商品取引所の動向が重要になると考えられる。

目 次

- | | |
|----------------|----------------------|
| I. はじめに | Ⅲ. 取引所の IT システム |
| Ⅱ. 世界の主要取引所の現状 | 1. IT システムの重要性 |
| 1. 証券取引所 | 2. 基本的な取引システム |
| 2. 相対の金融取引 | 3. 東証の取引システムが抱える問題 |
| 3. 商品取引所 | 4. 取引システムからみた統合再編の動き |

* 本稿は、日本経済研究センターの情報経済研究班報告書「IT 活用とサービス産業」に掲載された論文に加筆修正したものである。なお、本稿における誤りは、すべて筆者に帰するものである。

IV. 取引所に関連する政策と提言

1. 「金融・資本市場競争力強化プラン」

I. はじめに

ここ数年、取引所に対する関心が高まり、多くの議論が国内外でなされてきた。国内では、東京証券取引所（東証）のシステム障害以降、一段と注目が高まった。海外においても、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とユーロネクストの合併、ロンドン証券取引所（LSE）に対する買収提案、ナスダックとOMX¹⁾の統合などが注目を集めている。

世界の取引所が合従連衡など活発な動きをみせるなかで、2007年12月金融庁から「金融・資本市場競争力強化プラン（強化プラン）」が発表された。この強化プランでは、証券取引所を中心とした取引所が、国際的な競争力を維持し、さらなる向上を目指すための方策が示されている。証券取引所の問題は、一国の金融サービス業、さらには一国経済の成長に大きな影響を与えうるという意味で、1つの業態にとどまらない重要な問題である。

「強化プラン」で上場商品の多様化が示されたことに加えて、東証が「IT マスタープラン」を発表して取引システムの能力増強を始めたことから、取引所が抱える問題は、十分な処理能力・スピードを備えた取引システムを構築することで解決できる、と考えられがちである。

しかし、本稿では、上場商品の多様化と現在進められている次世代システムの導入だけでは、問題解決に十分でないことを指摘する。実際、東証は世界の取引所と比べ比較的早い段階で取引のコンピュータ化を行っており、ITの

2. これまでになされた政策と提言

V. おわりに―課題と展望

有用性を認識していたものの、昔の仕組みにこだわり過ぎたために、世界の潮流に乗り遅れた。

結論を先に述べると、取引所問題に必要な視点は、これまでの取引方法や慣行を見直した上で、取引システムの構築や導入を行うという姿勢や発想の転換であると考えられる。そうすることで投資家の利便性が高まり、初めて「強化プラン」の効果が得られることになる。

本稿の構成は次のとおりである。第1に世界の主要取引所の現状について、第2に近年取引所の競争力を左右すると考えられている取引システムについて、考察を行いながら東証を中心とした国内取引所の問題点を明らかにする。その後、「強化プラン」を中心に国内取引所に関する政策や提言を説明する。最後に、明らかとなった問題点を整理し、今後の展望を述べる。

II. 世界の主要取引所の現状

1. 証券取引所

世界の3大取引所と言われたNYSE、LSE、東証の変遷を確認すると、東証の低迷ぶりが明らかとなる（図表1）。1990年末の時点で、NYSEの時価総額が2.7兆ドルであったのに対して、東証は2.9兆ドルと世界一の規模を誇った。LSEの時価総額は0.9兆ドルと、東証を2兆ドル以上下回っていた。売買代金をみると、NYSEにはわずかに及ばないものの、LSEの2倍以上であった。

ところが、東証の存在感は2007年末には大き

図表1 3大取引所の変遷

	時価総額		売買代金	
	1990年	2007年	1990年	2007年
NYSE	2,692	15,651	1,325	29,210
LSE	850	3,852	543	10,324
東証	2,929	4,331	1,288	6,476

(注) 単位は10億ドル。

(資料) World Federation of Exchanges [2007a] から作成

く薄れてしまっている。時価総額ではNYSEの4分の1程度、かろうじてLSEを上回っている状況である。売買代金については、NYSEだけでなく、LSEに大きく引き離されている。NYSEとLSEが時価総額を5倍程度増やしたのに対して、東証は1.5倍にとどまった。また、売買代金でもNYSEとLSEが約20倍となった一方、東証は5倍にただけである。以下、2007年の状況をWorld Federation of Exchanges [2007a] を用いて詳しくみていこう。

(1) 株式

株式取引の現状を確認する。2007年末時点の時価総額は、NYSEが15.7兆ドルと大きく、第2の規模を持つ東証（4.3兆ドル）の3倍以上となっている。米国のナスダック、欧州のLSEとユーロネクストが4兆ドル前後で続いている。アジア第2の規模を持つのは、2.7兆ドルで香港取引所となっている。香港に続いて、TSXグループ²⁾、ドイツ証券取引所となっている。

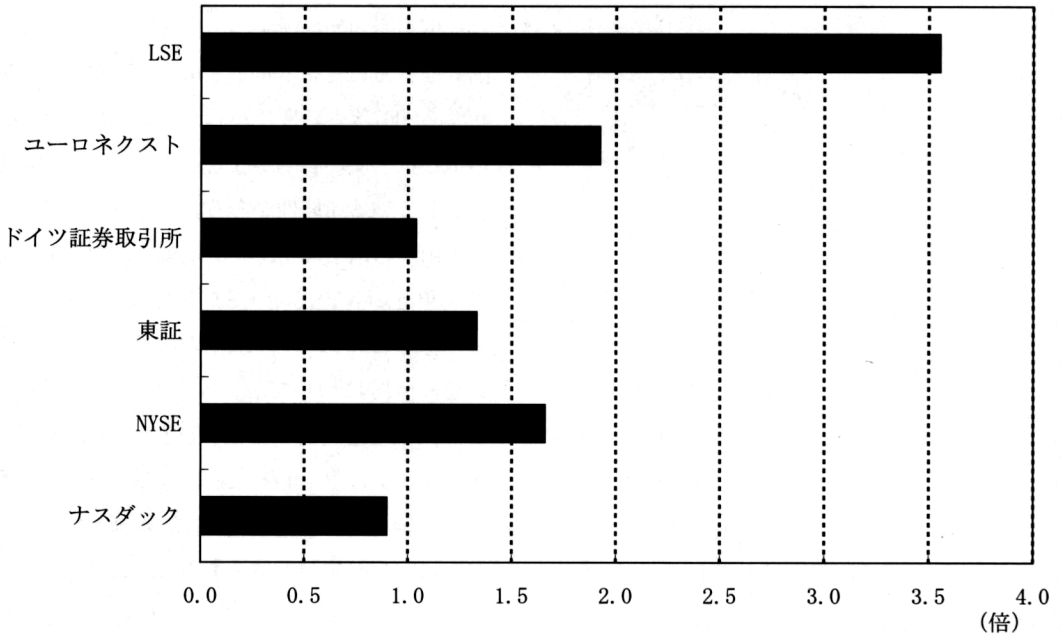
次に、株式の売買代金をみると、ここでもNYSEが29兆ドルで最大の規模であることが分かる。東証は6.5兆ドルであり、ナスダック（15兆ドル）とLSE（10兆ドル）に抜かれてしまう。東証、ナスダック、LSEの時価総額がほぼ同じ規模であるにもかかわらず、東証の売

買代金がナスダックの3分の1程度と小さいのは、取引所の使い勝手が良くないため取引が不活発であることを示唆する可能性がある。1990年から2007年への変化から明らかとなった東証の低迷は、使い勝手が改善してこなかったことを表している可能性がある。

取引所の取引高を、経済規模との対比でみても、東証がNYSEとLSEを大きく下回っている（図表2）。LSEの規模の大きさは際立っている。米国については、NYSEとナスダックの2大市場を合計すると2.6倍となり、東証を1ポイント以上上回ることになる。日本で2番目の規模を誇る大証は0.1倍にも満たない。ちなみに、アジアの上位2都市は、香港が4.4倍、シンガポールが1.4倍となっている。こうした東証の経済規模でみた市場流動性の低さは、取引所の競争力だけでなく、日本の金融サービス業全体にとっても大きな問題である。

上場する企業にとって取引所がどれだけ魅力的かを判断する1つの材料として、外国企業の上場数をみることにする。東証の上場外国企業数は減少を続けており、その減少率も海外取引所に比較して高い。NYSEは1995年から2002年にかけて増加を続けたものの、2003年以降徐々に数を減らしている。LSEは、1995年以降減少傾向が続いてきたが、直近ではわずかであるが増加に転じた。東証は、毎年減少が続き1995年の77社から50社以上の減少となっている。香港取引所も東証と同様の傾向で推移している。一方で、シンガポールは2003、2004年と減少したものの、積極的な海外企業の上場誘致が奏功してかこの3年で大きく数を伸ばすことに成功した。

図表2 取引総額の名目 GDP に対する倍率



(注) 2006年のデータ。ユーロネクストはフランスの名目 GDP で計算。

〔資料〕 World Federation of Exchanges [2007a] と OECD, *Annual National Accounts* より作成

(2) 金融派生商品 (デリバティブ)

近年、特に発展の著しい金融派生商品 (デリバティブ) 取引についてみる。世界的に取引が拡大している中であって、オプション、先物のいずれをみても欧米の主要取引所に大きく引き離されており、国内取引所のプレゼンスは非常に低い。アジアにおいても、香港、シンガポール、韓国に遅れをとっている状況である。デリバティブ商品の開発は証券機能を高める意味で重要となる。商品開発を進めることで、リスクマネーが集まり資金が円滑に回るようになるためである。リスクをとる人がいなければ、イノベーションに必要な資金が供給されないことになる。

具体的に、株式のオプション取引数で、国内取引所の位置を確認しよう。ニューヨークにある国際証券取引所³⁾が8億件、

シカゴ・オプション取引所が5億件、フィラデルフィア証券取引所が4億件と米国の取引所が上位を占めている。次いでサンパウロ証券取引所、ドイツ証券の傘下にあるオプション取引所であるユーレックスとなっている。一方、日本は大阪証券取引所 (大証) が44万件、東証が15万件となっており、合計しても900万件的のインド証券取引所に及ばない。

(3) 上場投資信託 (ETF)

東証が注力することを表明している上場投資信託 (ETF) についても確認しよう。売買代金は、NYSEが2兆7000億ドル、アメリカン証券取引所⁴⁾が2700億ドル、ドイツ証券が1700億ドルとなっている。一方、東京と大阪の2取引所は合計しても420億ドル (東京220億ドル、大阪200億ドル) となっており、株式オプション

ン同様、非常に小さな規模にとどまっている。売買代金が伸びない理由として、上場銘柄が少ないことが考えられる。2007年8月に大証が金ETFを上場してから、東証も含めて新銘柄の上場が盛んに検討されてはいるものの、2007年末時点で東京・大阪合わせた上場銘柄数は17である。一方、同時点末の海外取引所は、NYSEが240、アメリカン証券取引所が380、ドイツ証券が279と種類が豊富である。後述するように、上場銘柄を増やして、投資家を呼び込むことが今後の課題となる。

2. 相対の金融取引

(1) 外国為替取引とデリバティブ取引

各取引所を抱える主要都市における、相対の外国為替取引の規模や推移についても、国際決済銀行（BIS）の統計から確認しておこう。東証を除いた場合の東京市場としての国際的な位置づけが明らかとなる。

外国為替の取引高シェアは次のようになっている。英国は2001年からシェア拡大を続け、2007年には34.1%と最大のシェアをもっている。米国は2004年の19%からシェアを2ポイント以上落とした。日本は米国に次ぐ6%の割合ではあるものの、2001年からシェアの低下が続いている。また、ドイツも同様にシェアを落としている。一方で、香港は1998年以降わずかずつではあるがシェアが拡大し続け、2007年では4.4%となった。シンガポールは、2004年までのシェア低下から反転し、日本とほぼ同程度の5.8%にまで迫っている。世界全体の金額については、1日当たりの平均取引高は3年前から71%増、3.2兆ドル（約350兆円）となった。2001年から2004年への増加幅を上回っており、規模の拡大が顕著である。

デリバティブ取引は、取引所で売買が行われるよりも、相対で行われることが一般的である。そこで、店頭デリバティブ（外国為替と金利）の取引高シェアもみておく。外国為替と同様の傾向がここでもみとれる。つまり、英国がシェアを拡大させトップの地位を揺るぎないものとしている一方で、米国、日本、ドイツはシェアを低下させている。そして、香港とシンガポールがシェアを伸ばし、日本に迫っているという姿である。英国は、2001年からシェア拡大が続き、2007年は40%を超えている。米国は2004年からシェアを落とし、18.6%となった。日本は2001年からシェアの低下が続いており、4%台半ばの水準にあり、シェアを伸ばしたシンガポールに並びかけられている。香港もわずかではあるがシェアを拡大させた。1日当たりの平均取引高は3年前から74%増えて、4.2兆ドル（約460兆円）に達した。

(2) 都市ランキング

2007年9月にロンドン・シティの行政機構であるシティ・オブ・ロンドンが発表した調査によると、東京の金融センターとしての評価は非常に低い順位である。東京は10位にランクされており、同年3月調査の9位から順位を下げた。上位は順に、ロンドン、ニューヨーク、香港、シンガポールとなっている。上位2都市は、取引所や金融取引の規模などから考えてある意味当然の結果であるが、それらに次ぐ規模を持つ東京が、アジアの香港、シンガポールに大きく引き離されている点は注目される。また、取引所や金融取引で存在感の大きくないスイスの2都市が5位と7位にランクされている点は興味深い。この2都市は、プライベート・バンキングと資産運用というニッチ市場での圧

倒的な競争力を武器にしている。

このランキングは競争力を、人材 (people)、ビジネス環境 (business environment)、マーケット・アクセス (market access)、インフラ (infrastructure)、一般的競争力 (general competitiveness)、の5つの要素で定義している。アンケート結果などから、上記の5要素に分類される54項目にウェイト付け⁵⁾を行っている。ウェイトが高い順に①専門の人材のアヴェイラビリティ、②規制環境、③国際金融市場へのアクセス、となっている。取引所の取引規模や利便性は③に含まれており、非常に重要な要素と考えられている。日本の金融規制に対する評価が低いことは一般に言われることであり、実際に、②規制環境だけの順位は10位圏外である。

世界で最大級の取引規模と時価総額を保持する東証を抱える東京のマーケット・アクセスだけの順位をみると、10位となる。これをもって、東証の評価は比較的高く、専門の人材・制度面で大きく遅れていると判断するのは危険である。債券やデリバティブといった市場について考えると、東京の規模の小ささはこれまで述べてきたとおりである。

3. 商品取引所

先物取引の出来高から、商品取引所の現状を確認する。証券取引所と同様、国内商品取引所の取引規模は小さい。2007年の出来高を大きい順に並べると、シカゴ・マーカンタイル取引所 (Chicago Mercantile Exchange)、ユーレックス・フランクフルト、シカゴ商品取引所 (Chicago Board of Trade) となっている。また、ニューヨーク商品取引所 (New York Mercantile Exchange) は7位、大連商品取引所

は9位、ロンドン金属取引所 (London Metal Exchange) は12位、国内最大の東京工業品取引所は14位となっている。東京穀物商品取引所は30位、中部商品取引所は36位となっている。

出来高は上位3取引所が群を抜いており、シカゴ・マーカンタイル取引所が11億枚、ユーレックス・フランクフルトが9.6億枚、シカゴ商品取引所が6.8億枚となっている一方、東京工業品取引所は0.6億枚と10分の1以下となっている。

海外の取引所は、原油や穀物といった伝統的な商品に加えて、株価指数や天候デリバティブなど多様な商品で、投資家を引きつけようとしている。一方、縦割り行政の影響もあり、国内では各取引所において上場できる商品が限られている。また、欧米では、建玉制限や値幅制限⁶⁾を緩和・撤廃する動きが加速しており、取引方法や商品設計の見直しで幅広い投資機会を提供しようとしている。

商品取引を含めた取引所の総合化は、投資家の利便性を高める意味で重要となる。最近では、金融市場と商品市場の区別なく資金が世界中を駆け回っている。これまでは、実物資産のなかでも金が、資金の待避先として代表的であった。ところが、今や貴金属に加えて、とうもろこしをはじめとした穀物にまで資金が流れている。これは、資金の一時的な動きではなく、投資家の投資姿勢の基本的な変化を反映していると考えられる。

Gorton (2006) によれば、株・債券からなるポートフォリオに商品先物を組み込めば、ポートフォリオ全体の平均収益率を維持しながら、リスクを大幅に削減できる。これは、商品相場の上昇による原材料高とインフレは株安・債券安要因となるので、商品先物からの収益率

は、株とはゼロあるいは負の相関、債券とは負の相関を示すためである。

以上みてきたように、米英と比較して、経済規模対比での東証の市場規模は小さい。多くの先行研究で指摘されてきたように、規制が与える影響は大きい。ただし、規制の問題を除いた東証の経営上の問題があることも考えられる。東証固有の問題をより明確にするため、次節では、市場規模を小さくしている要因を、経営上最も重要とされる取引システムの点から明らかにする。

Ⅲ. 取引所の IT システム

1. IT システムの重要性

中西 (2006a, 2006b) でも分析されたように、取引所と IT (情報技術) は密接な関係を持ち、IT 投資が大きく競争力を左右する状況となっている。そのため、取引所の IT 支出ウェイトは他の産業と比較しても高くなっている。

世界取引所連盟 (World Federation of Exchanges) に加盟している世界55の取引所の IT 支出平均 (2006年) は、売上高比7.4%⁷⁾である。一般的に、全産業ベースでは、2から3%が平均的と言われており、取引所の IT 支出ウェイトの高さが分かる。ユーロネクストは15%、NYSE が17%と平均を大きく上回っている。東証はおよそ14%で、LSE は10%である。

2. 基本的な取引システム

取引所の基本的なシステムは、「売買系」、

「情報系」、 「清算系」に大別される。「売買系」は売買取引を行うシステムで、取引参加者から発注された注文の付け合わせを行い約定させる。「清算系」は取引所から約定データを受領し、清算・決済指図処理及び担保管理などを行う。そして、「情報系」は有価証券市場における約定値段や株価指数などの市場情報をユーザーへ配信する。一般的に、処理能力・スピードの問題として取り上げられるのは、「売買系」である。

(1) 処理速度

世界の主要取引所は、多額のシステム投資を行い、処理能力の向上に努めている。売買の注文処理時間は1000分の1秒単位での争いとなっており、処理速度を上げることで競争力を高める経営戦略をとる取引所が多い。処理能力・スピードにおける競争は、今後も数年は続くと考えられる。

主要取引所の処理スピード⁸⁾を比較する⁹⁾。ユーロネクストは1000分の5秒、LSE は1000分の10秒、ドイツ証取は1000分の16秒となっている。NYSE はヨーロッパに比べてスピードが遅くなっており、1000分の300秒である。東証の処理スピードは1秒以上必要とされており、欧米と全く競争になっていない。国内の取引所では大証の1000分の100秒が最も速いが、ヨーロッパの取引所に大きく遅れをとっている。コンピュータで自動的に売買を繰り返すアルゴリズム取引が増加しているなかであって、このスピードは致命的な遅さと言える。また、通常取引量の何倍まで処理が可能かを示す処理能力についても、東証が2倍であるのに対して、NYSE は5倍となっており、東証の能力不足が目立つ。

(2) 東証の「IT マスタープラン」

東証は、取引システムの能力増強とスピード向上を可能とする次世代システムの2009年稼働を目指している。利用者である証券会社などの意見も反映して、処理能力だけではない利便性の高いシステムの検討を行っているもようである。公表された設備投資計画によると、2007年度188億円、2008年度184億円、2009年度92億円と大規模な投資を予定して、1000分の40秒の処理スピードを目指している。緻密な工程表を作成し、多額の予算を当てていることに加え、NYSEから取引所システムに関する助言を受けることも決まっている。

ところが、早くも問題点が明らかとなっている。「IT マスタープラン」によると、汎用的な技術の活用が予定されていたものの、基幹サーバーは汎用製品でなく特注品を利用している。システムの安定性や保守などを考慮してのこととされているが、取引所の交渉力を低下させ、高コストとなることは避けられない。現在では、売買系と相場報道系システムの主要システム間でのインフラが統一されていない問題もある。

また、目標としている1000分の40秒という処理スピードは、依然としてヨーロッパの取引所より遅いという問題も残る。ただし、世界で起きているITをめぐる動きと国内の動きを分けて考える必要がある。世界の主要取引所のシステムは、スピードでほぼ互角の競争をしており、問題は膨大なシステム投資を賄うだけの取引量を必要としている点にある。また、株式公開をしているところが多いため、株主から収益に対する圧力が強いことも背景にあるだろう。一方の東証は、上で示したとおり海外に比べて圧倒的に処理スピードが遅い。したがって、現

在進行中の「IT マスタープラン」は、海外勢に追いつくために必要なものであり、差別化を図ることができるようなものではない。競争に参加するための最低限の競争力をつけるに過ぎない。

3. 東証の取引システムが抱える問題

東証のシステムにおける競争力が著しく低い理由として、システム開発に対する姿勢が大きく影響していると考えられる。メイン・フレーム型で独自の開発を長年続けたために、拡張性が大きく妨げられてしまった。さらに、2006年に、分散していたシステム担当者をシステム本部に集約したことから分かるように、業務部門、商品別の部分最適化が長期間にわたり行われてきた点も影響していると考えられる。

拡張性が低いのは、これまでの取引方法や取引慣行をあまり見直さずに、ITシステムを導入・構築するという姿勢からきていると考えられる。人間が手作業で行ってきた業務フローを、コンピューター・システム上に再現しようとしてきたのではないか。これまで人間が構築した精密なフローがあるからこそ、システムを完璧にしようとする考え方が強く、ITに適した業務フローへの転換や業務の標準化が行えなかった可能性が高い。

現在のIT機器の性能であれば、1000分の1秒単位の世界を汎用製品で達成できると指摘されることは多い。しかし、多くの例外処理を抱えた複雑な取引システムでは、機器の性能が高くても、取引システムの処理性能はさほど向上しない。多額の投資にもかかわらず、次世代システムが欧米に追いつけないのは、上記のような姿勢が続いていることを示唆していると言える。

取引所に課された公正な価格付け機能を担保するためには、システムが複雑にならざるを得ないのは事実であろう。しかし、この点は事後検証や監視機能を高めることで補うことが可能である。多くの取引所は、他の取引所が開発したシステムを利用、あるいは買収することで手にいれた。東証が独自の方法にこだわれば、開発、保守・運用コストがかさむことになる上に、投資家の要望に応えられないことになってしまう。

4. 取引システムからみた統合再編の動き

(1) PTSやECNとの競争

東証を中心に国内取引所の処理スピードが遅いといった問題は、欧米のように強力な競争相手が近くにいなかったことにもよる。米国では、私設取引システム(PTS)や電子取引所(ECN)と既存取引所の間で、激しい競争が起きた。一方、ヨーロッパではECNなどの設立は少なかったが、EU域内における取引所間の競争がこれに代わるものとなった。日本では、東証が全取引の9割弱を占める独占状態にある。カブドットコム証券やマネックス証券がPTSを運営しているが、取引高は取引所の1%に満たず、既存取引所を脅かす存在にはなっていない。

ヨーロッパでは現在、欧米の大手投資銀行9行が2008年9月をメドに、欧州株のPTS「ターコイズ」の開設を計画している。LSEなどへの対抗策として、システム能力と手数料などコスト低減により、最低でも2割のシェアを確保できると目論んでいる。ターコイズの誕生によって、LSE、ユーロネクスト、ドイツ証券など既存取引所、さらにはインスティネットな

ど既存のPTSの競争が一層激しくなる。このような競争が、欧米取引所の質を高めてきたし、今後も高めていくものと考えられる。日本にも東証に危機感を与えうる存在が必要であろう。

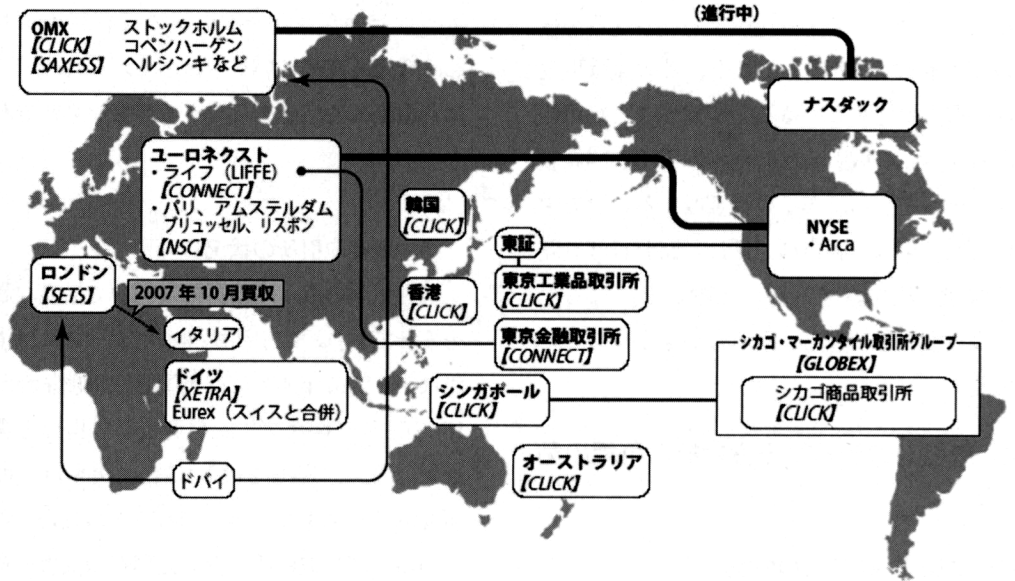
(2) 既存取引所の状況

現在世界の取引所は再編に向けて活発な動きをみせており、取引所関連のニュースには事欠かない。2007年4月には米国と欧州にまたがるNYSE-ユーロネクストが誕生して世界を驚かせた。また、米国ではNYSEに次ぐ巨大取引所であるナスダックが、OMXとの統合を進めている。商品取引所も含めた現在の提携・資本関係を図3に示した。

この数年、取引所間での競争が激化し、再編の動きが活発な状況の背景には、取引所自体の上場や幅広い商品構成を求める投資家の要求、取引システムの高度化への対応などが背景にあると考えられる。特に、前節で明らかになったように、IT化が進展したことで、システム投資に多額の費用が必要となったことが大きい。再編には大きく2つの狙いが考えられる。1つは、取引所のシステムを統合し重複投資を避けることによるコスト削減効果である。もう1つは、国内の取引量だけでは頭打ちとなることから、海外の取引を取り込む戦略である。取引所は、規模の経済を利用して収益を上げるために、取引量を増加させる必要がある。取引所の合併戦略によって、現物取引、デリバティブなどのためのITプラットフォームを統合することにより両取引所の取引システムが統合される。これにより、流動性が増し、費用効果が高まることが期待されている。

前項で指摘した東証システムの課題は、図表

図表3 提携・資本関係と取引システム



(注) 1) 太実線: 統合, 矢印: 資本参加, 実線: 業務提携
 2) 【CLICK】等は取引システムの名称。2008年1月末の情報に基づく。
 [資料] 岩田 [2006] 図表2を参考に筆者が作成

3からもうかがわれる。世界の多くの取引所で、OMXが開発したCLICKとユーロネクスト傘下のライフが開発したCONNECTが取引システムとして使われている。多くの取引所は、他の取引所が開発したシステムを利用、あるいは買収することで手にいれた。東証が独自の方法にこだわれば、開発、保守・運用コストがかさむことに加えて、投資家の要望に応えられないことになる恐れもある。

IV. 取引所に関連する政策と提言

ここまで、取引所の現状を説明しながら、問題点を指摘してきた。これらの問題を解決し、投資家の利便性を高める対応や政策はとられていないのだろうか。2006年1月に起きた東証の売買停止を端緒として、広い視野で議論がなされてきた。経済財政諮問会議（諮問会議）、規

制当局である金融庁、証券会社の業界団体である日本証券業協会が、政策や提言をそれぞれ打ち出した。こうした流れは海外でも起きており、米英の動向についても紹介する。

以下では、それぞれの機関が、取引所の問題をどのように捉え、そして、今後の方向性をどのように提示しているかを中心に整理する。政策・提言の名称、発表機関、そして概要を図表4に整理した。

1. 「金融・資本市場競争力強化プラン」

金融庁は2007年12月に、「強化プラン」を発表した。「強化プラン」によると、金融・資本市場の競争力強化が必要となるのは、少子高齢化が進行する中で今後も持続的な経済成長を実現するためである。資金供給サイドである家計部門に、国内金融・資本市場において適切な投資機会を提供する一方、資金需要サイドである

内外の企業等に成長のための資金を供給することが求められる。上記の目的を達成するため、国際的な市場間競争が進展するなかにおいて、内外の市場利用者のニーズに応えるよう、市場の競争力を強化し、魅力を高めていくことが喫緊の課題となっている。市場の競争力を高めることで、金融サービス業が高い付加価値を生み出す産業として日本経済に貢献することも期待されている。

「強化プラン」は、競争力強化のための方策を、大きく4つの分野にわたってまとめている。それらは、①信頼と活力のある市場の構築、②金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備、③より良い規制環境（ベター・レギュレーション）の実現、④市場をめぐる周辺環境の整備、となっている。取引所と関係が深いものは、①信頼と活力のある市場の構築において述べられている。金融商品取引法の見直しや市場監視の体制を強化することで公正性・透明性を確保しつつ、多様性・利便性を高める市場インフラの整備を行うことが骨子である。

①で挙げられている論点を詳細にみていこう。まず、世界の主要取引所に比べ極端に銘柄数が少ないETFの充実が挙げられている。さらに、最近では金など貴金属といった商品と株式などの境界がなくなり、両者ともに投資ポートフォリオを構成するものとの認識が高まっている。そういった投資家の行動様式の変化を反映して、金融取引と商品取引の垣根をなくす点も挙げられている。また、情報開示や業績に関する基準が緩いプロ向け市場の整備も求められている。東証は、プロ向け市場で大きな成功を収めたと評価されているLSEのAIMをモデルと考えている。AIMは1995年に設立され、

株式発行の際の要件がなく、発行を手伝う証券会社などに任されている点が特徴である。また、「貯蓄から投資へ」の流れを加速する証券税制で後押しを狙っている。

市場の公正性・透明性確保の観点から挙げられたのが、取引所の自主規制機能の強化である。東証は持株会社化にあたり、取引所から上場機能を独立させた。東証の上場制度整備懇談会において検討されている制裁金制度の導入等、取引所における自主規制機能の強化に向けた取り組みを引き続き行うことが求められている。加えて、取引所におけるコーポレート・ガバナンス強化への取り組みも推進するとされている。

他の3つの柱についても、簡単にみておこう。②金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備とは、銀行・証券・保険会社における業務の見直しを目的としている。③より良い規制環境（ベター・レギュレーション）の実現とは、規制当局と市場参加者の対話を充実させることなどを狙っている。世界の主要金融センター・ランキングなどからも、市場の優位性や競争力を決定する要因として、規制環境が重要との認識が深まっている。制度の整備だけでなく、運用も含めた金融規制の質的向上が急務とされる。④市場をめぐる周辺環境の整備とは、金融・法務・会計等の専門人材の育成や国際金融センターとしての都市機能の向上を目的としている。この背景には、専門性の高い人材や都市インフラも、市場の優位性を決める重要な要因と考えられていることがある。

2. これまでになされた政策と提言

図表4にあるように、「基本方針2007」、「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向け

図表4 取引所に関連する政策と提言一覧

政策・提言	公表機関と時期	ポイント
金融・資本市場競争力強化プラン	金融庁 2007年12月	I. 信頼と活力のある市場の構築 II. 金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境 III. より良い規制環境 (ベター・レギュレーション) IV. 市場をめぐる周辺環境
経済財政改革の基本方針2007	経済財政諮問会議 2007年6月	取引所の市場インフラ (フィールド)、金融機関や機関投資家 (プレーヤー)、市場監視 (審判) を総括する総合的プランの策定
第一次報告「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて」	グローバル化改革専門調査会 金融・資本市場ワーキンググループ 2007年4月	I. 「自由と規律 (Discipline)」の視点 II. 東京がアジアの金融センターとしての地位さえ脅かされようとしている危機感 III. 新しい金融商品の開発やシステム投資を促進するための制度整備
証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会	金融庁 2006年2月から同年9月	I. システム問題は取引所経営の中心的課題 II. システム問題と制度問題の整合性をとる III. 行政からも、制度面を含め環境整備などの形で支援
国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革—中間報告—	日本証券業協会 2007年4月	I. 一般の個人がより安心して投資できる市場 II. 企業が安定的に低コストで資金調達をでき、プロの投資家が高度な金融技術を利用して効率的な運用ができる市場 III. 証券市場全体のシステムの共通基盤の整備

〔資料〕各機関公表の資料、ホームページより作成。

て、「証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会」、「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革—中間報告—」がある。

(1) 「基本方針2007」

「基本方針2007」では、成長力の強化を、①成長力加速プログラム、②グローバル化改革、③労働市場改革、④地域活性化、の4点から実現しようとしている。取引所改革は、証券取引所が置かれている金融・資本市場がそもそもグローバル経済を相手にしていることから、②グローバル化改革の中に含まれている。金融・資本市場の競争力強化のために、取引所の市場インフラ (フィールド)、金融機関や機関投資家 (プレーヤー)、市場監視 (審判) を総括する総合的プランを策定する狙いがあった。特に、重点的に取り組む課題は、「取引所において株式、債券、金融先物、商品先物など総合的に幅広い

品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得る」と指摘された。その他の施策として、銀行と証券に係るファイアーウォール規制の見直し、準司法機能の強化による市場監視体制の整備が挙げられた。

(2) 金融・資本市場ワーキンググループ

「基本方針2007」に先立ち、諮問会議に専門調査会として設置されている「金融・資本市場ワーキンググループ」が4月に発表した、第一次報告「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて」では、日本が市場間競争から大きく立ち後れ、東京がアジアの金融センターとしての地位さえ脅かされようとしている危機感が述べられた。証券取引所だけではなく東京市場の国際金融センターとしての地位向上を実現するため、金融ビッグバンのスローガン「自由 (Free)、公正 (Fair)、グローバル (Global)」

に、「自由と規律 (Discipline)」の視点を加えて改革を進めていく必要性を訴えた。

(3) 証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会

東証の売買停止が発生した直後である2006年1月に、東証をはじめとする証券取引所を巡る諸問題について、金融庁は、外部の有識者から直接意見を聞く場として、「証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会」を設置した。証券取引所の総合的な問題だけでなく、システム問題に焦点を絞って論点整理を行っている点が特徴的である。

システム問題についての2回の論点整理は、東証が2007年に発表したシステムに関する中期経営計画に大きな影響を与えている。注目すべきは、「海外事例も参考にしつつ、現行の取引ルール・慣行についても見直すべき点がないか早急に検討」との点だろう。3節で述べたように、システム問題として残っている処理スピード・能力は、ITの性能よりもむしろ取引ルールや慣行による部分が大きいためである。どんなに高性能・高機能な機器を導入しても、基本となる取引方法が複雑であれば、機器本来の能力を発揮することはできない。

また、「利用者との接続仕様の見直し等も検討しつつ」との点も注目される。次世代システムの導入は、取引参加者(証券会社)の負担もあることから、基本コンセプトをシステム利用者における対応も含めて決める必要があり、新システムが無駄の多い構成、開発コストの膨張につながらないようにすべきと考えられている。

(4) 米英の政策提言

日本だけでなく、海外においても金融・資本市場を対象とした政策提言は注目を集めている。その中から、米国についてなされた提言と現在最も影響力があると考えられる英金融サービス機構(FSA)から発表されたイスラム金融に関する報告書¹⁰⁾を紹介する。

英国の金融・資本市場の存在感が大きくなる状況で、厳格化する規制に危機感を募らせた米国が先頭を切った。まず、2006年11月に、ポールソン米国財務長官が主宰する「資本市場規制委員会(The Committee on Capital Markets Regulation)」が、競争力強化に向けた中間報告書(Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation)を発表した。その後、ニューヨーク市が2007年1月に、米国商工会議所が同年3月に同様の政策提言を行った。これらは、米国市場の競争力を阻害する厳格な法規制の是正や成長に向けた政策を提言している。資本市場規制委員会が2007年末に発表した報告では、中間報告後も米国金融・資本市場の競争力低下が続いていることが指摘されている。

ニューヨーク市の報告書は、米国における企業改革法等の規制強化、移民規制、高い訴訟リスク等が、ニューヨーク市及び米国全体の、金融サービス業界における競争力低下につながっていると指摘している。そして、法整備や規制方針、高い技能を持つ外国人労働者の受け入れなどを提言した。

米国については、日本と同様に行政の対応の遅さが指摘されている。新商品を上場するにあたり米証券取引委員会(SEC)の審査期間が長いことや米商品先物取引委員会(CFTC)といった商品先物取引の規制当局との調整がとれ

ないことなどである。日本のように新商品がほとんど登場しない点を考えれば、金融技術を用いて活発に商品が開発されている点で、性質が異なることには注意が必要であろう。日米で状況は違うものの、両者ともに効果的な規制ができていないと考えられている中で、うまく立ち振る舞っているのが英国である。

日本や米国が成功モデルととらえている英国では、すでにイスラム金融をいかに自国市場で成長させるかが議論されている。2003年から続く原油価格の上昇などによりイスラム諸国の潤沢な資金は、世界の金融市場に向かっている。その資金を、積極的に取り込もうという姿勢がうかがわれる。

FSAの報告書では、イスラム金融の規制に関して、以下の4点が指摘されている。①なぜ英国がイスラム金融の世界的ハブになってきたか、②その中でFSAが果たす重要な役割、③英国におけるイスラム企業が小売・卸売で直面するリスクと課題、④英国におけるイスラム金融の将来成長に関する展望、である。ロンドンがイスラム金融の成長の場として適している理由の1つとして、深く流動性の高い金融市場と世界において上場や金融商品取引で最も利用されている取引所を持っていることが指摘されている。取引所の存在は、重要な要素と認識されている。加えて、ただ1つの機関が規制を行っている点も挙げている。1997年に11ある規制機関を1つに統合して誕生したのがFSAである。これにより、従来は機能が別々で解決できなかった複雑で利害調整が必要な問題を、1つの全体システムとして考えた上で解決できるようになった。

V. おわりに一課題と展望

最後に、これまで指摘してきた問題点を整理して、今後の展望を述べることにする。前節までに述べたとおり、最低限の対応策が打ち出されてはいるものの、取引システムの問題など不十分と考えられるものがあり、さらなる対策が期待される。

まず、処理スピード・能力を高めることが必要となる。ただし、旧来型の取り組みの延長で対応しようとする限り、多くは期待できない。本当に必要なことは、これまでの取引方法や慣行から見直した上で、ITシステムの構築・導入を行うという姿勢や発想の転換である。そうして初めて、投資家の利便性が高まり、「強化プラン」の効果が得られることになる。これまでの取引方法や業務フローを、そのままITシステムに落とし込もうとしてもうまくいかないことが多い。ITが能力を発揮できるように、取引方法の抜本的な見直しをする必要があると考えられる。

そして、海外の取引所でETFやデリバティブ取引といった金融商品の多様化が急速に進んでいるなか、東証、大証は大きく海外に遅れをとっており、銘柄数の拡大を含めた総合的な品揃えを可能とする制度整備を行い、競争力を強化する必要がある。現状では、対象が株式に限定されているものの、株式以外の上場有価証券を対象とするものや商品先物を対象とするETFの解禁が計画されている。商品の品揃えを拡充するという点から、商品先物市場自体の機能強化も必要となる。

注

- 1) 北欧・バルト3国の取引所連合である。
- 2) カナダのトロント証券取引所を中心とする取引所連合である。
- 3) 大証と株式オプションの新市場を2009年に共同開設することで、2008年2月基本合意した。
- 4) ニューヨークにある証券取引所である。2008年1月、NYSE-ユーロネクストに買収されることが発表された。
- 5) ランキングの評価方法は定期的に見直されており、常にここで示した方法とウェートで順位付けが行われているわけではない。
- 6) 東京工業品取引所は2009年春に稼動する新システム移行に伴い、取引時間や取引手法を変更する。具体的には、24時間の取引を目指し、従来の制限値幅を撤廃する。
- 7) World Federation of Exchanges [2007b] より計算。
- 8) 処理スピードとは、売買注文が取引システムに出され、その注文を受け付けたことを発注者に返すまでの平均応答時間を指す。
- 9) 2007年末に入手可能な情報に基づく。NYSEは2006年9月、日経コンピュータ2007年4月16日号、2007年1月8日号、2006年7月10日号、各取引所アニュアル・レポートによる。取引所により定義が異なる場合があり、厳密な比較ができないことは注意を要する。
- 10) これはFSA内のチームによるもので、FSA公式の見解ではない。そのため、政策自体やその指針を表明したものでない。

参考文献

岩田健治 [2006], 「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』第46巻第11号, 日本証券経済研究所, 2006年11月

漆畑春彦 [2007], 「米金融資本市場の国際競争力強化に向けた規制緩和と提言書」『証券経済研究』第59号, 日本証券経済研究所, 2007年9月

大崎貞和 [2000], 『株式市場間競争』, 2006年

金融庁 [2007], 「金融・資本市場競争力強化プラン」, 2007年12月

グローバル化改革専門調査会 金融・資本市場ワーキンググループ [2007], 第一次報告「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて」, 経済財政諮問会議, 2007年4月

経済財政諮問会議 [2007], 「経済財政改革の基本方

針2007～「美しい国」へのシナリオ」, 2007年6月

今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会 [2007], 「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革—中間報告—」, 日本証券業協会, 2007年4月

証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会 [2006], 「証券取引所のシステム整備のあり方等に関する論点整理（第一次）」, 金融庁, 2006年2月

証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会 [2006], 「証券取引所のシステム整備のあり方等に関する論点整理（第二次）」, 金融庁, 2006年3月

証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会 [2006], 「わが国証券取引所をめぐる将来ビジョンについて（論点整理（第三次）」, 金融庁, 2006年9月

鈴木芳徳 [2007], 「証券取引所の統合再編問題」『証券経済研究』第59号, 日本証券経済研究所, 2007年9月

東京証券取引所 [2007], 「新中期経営計画（2007年度～2009年度）の策定について」, 2007年8月

東京証券取引所 [2007], 「ITマスタープラン」, 2007年

中西実子 [2006a], 「ITと証券市場」『月刊資本市場』No.248, 2006年4月

中西実子 [2006b], 「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, 日本証券経済研究所, 2006年12月

日本証券経済研究所 [2005], 『図説イギリスの証券市場2005年版』, 2005年

日本証券経済研究所 [2006], 『詳説現代日本の証券市場2006年版』, 2006年

Ainley, Michael, Ali Mashayekhi, Robert Hicks, Arshadur Rahman and Ali Ravalialia [2007], "Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges, Financial Services Authority", November 2007.

Bank for International Settlements [2007], "Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2007", December 2007.

Chamber of U.S. Commerce, Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century [2007], "Report and Recommendations", March 2007.

City of London [2007], "The Global Financial Centres Index", September 2007.

City of New York and United States Senate [2007], "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership", January 2007.

The Committee on Capital Markets Regulation [2007], "The Competitive Position of the U.

S. Public Equity Market", December 2007.

The Committee on Capital Markets Regulation [2006], "Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation", November 2006.

Gorton, Gary and Rouwenhorst [2006], "Facts and Fantasies about Commodity Futures", *Financial Analysts Journal*, Vol.62, No.2, April 2006.

World Federation of Exchanges [2007a], *Annual Report and Statistics 2006*, May 2007.

World Federation of Exchanges [2007b], *Cost & Revenue Survey 2006*, October 2007.

(社)日本経済研究センター研究員)