

## 市場間競争の現状と展望

吉川 真裕

関理事長 お待たせしました。きょう（二月十九日）は、「ミニ資本市場を考える会」の第二弾として、私どもの大阪研究所の主任研究員であります吉川真裕さんに、「市場間競争の現状と展望」というテーマでお話をいただきたいと思っております。

私どもの研究員がずっと取り組んでいる研究の成果は、皆様方に証研レポートとか私どものホームページでごらんいただけるようになってきているわけですが、吉川研究員は毎月のように最近の欧米の市場間競争の流れを克明にフォローされております。こうした動きは日本ではまだこれからということも多々あるわけですが、今後の展開を考えるとときに大変参考になるのではないかと考え、今回の講師をお願いしたわけでありま

す。

それでは吉川さん、よろしくお願いいたします。

### 一、市場間競争とは何か

本日のテーマの「市場間競争」ですけれども、恐らく新聞や雑誌にこの言葉が頻繁に出るようになったのは、ナスダック・ジャパンが構想され発表されたときからではないかと思えます。もちろん、かなりさかのぼると、以前から使われていた

例があるのですけれども、一般に「市場間競争」ということが取り上げられるようになったのは、ほぼ二年ほど前ではないかと思えます。その後、昨年あたりまでは、取り上げられる頻度もかなり多かったのですけれども、どうも昨年の後半以来、市場全体が収縮する中では、それまでほど多く取り上げられることはなくなってきたようです。そこで、市場間競争について、盛り上がったとき、あるいはそれ以降も含めて、どのようなことが起こっているのかということをお話しさせていただきたいと思えます。

ただ、「市場間競争」という言葉を聞いたときに、当然市場が競争するんだということで、違和感なく理解できるといことは一方であると思うんですけれども、実は市場というのは、経済学でいわれるときには具体的なものではなくて、個々のもの、競争しているものすべてを含めて「市

場」というわけで、市場が競争するというのは、すべてを含めて市場だといってしまえば、定義の上では矛盾するわけです。ですから、競争しているのは、実は「市場」といっていますけれども、本来は市場の一部である取引市場、取引所であるということ、一般的な慣用ではわかるんですけども、概念的に経済学等では「市場」というのは少し違っていらっしゃるんだということを踏まえたいとお聞きいただければと思います。

というのは、経済学でいうところの「市場」というのは具体的なものではなくて、競争しているものすべてを含めていうわけです。もともとある財についての市場というのは一つしかないわけ、それは具体的に取引される場所が一つではなくて、どこで取引されようと、それらが競争している限り、一つの市場を構成するものとして扱われている。そういう考え方からすれば、「市場

間競争」という言葉は出てこないわけですから、ただ一般に「市場間競争」と聞いたときに、大体イメージとして取引所なり店頭市場が競争しているんだな、あるいはもつとわかりやすい例でいえば、複数の国があつて、国境を挟んで競争しているんだということはイメージできるかと思えます。

ですので、日本語として聞くときには非常にわかりやすい言葉ではあるんですけども、経済学の考え方がある程度浸透している欧米では、「市場間競争」という言葉はほとんど使われない言葉です。市場は競争して、すべてを含めて市場というんだから、個々の取引場所同士を取り上げて「市場」という使い方はしない。

後で紹介しますが、アメリカの場合でいえば、個々の取引所なり店頭市場をどうやって競争させるかというときに問題になってくるの

は、市場が競争することが問題ではなくて、競争しないことが問題だ。競争しないということは、競争しないで済むように細分化されている、分断されている。分断、細分化がなければ、必ず市場は競争するはずであり、問題になるのは市場が競争することではなくて、市場が競争しないこと、直訳でいいますと、市場の分裂、市場が分断されているということが問題で、その分断を取り払うような施策をすることが最大の問題である。言葉の上では、分裂（フラグメンテーション）という言葉が四〇年近く前に最初に取り上げられまして、一昨年にアメリカで再びこの話題が出たときにも、同じように市場の分裂、マーケット・フラグメンテーションというのがそのテーマとして、短く簡潔にあらわす言葉として使われているというわけです。

日本語で聞くと「市場間競争」はわかりやす

い。何の疑問もない。というのは、一方では、従来の考え方では、個々の市場が競争するということを余り念頭に置いていない。市場というのはインフラであって、インフラは公共的なものだから、それ自身が競争するということは念頭に置かれていないのではないか。その背景には、戦後になってから、取引所は戦前も戦後も競争しているわけですけども、その競争の結果が一極集中のような形でだんだん一つのものに近づいていくという結果を生んでいた。それを背景にしてみると、市場というのはインフラだから、一つあれば十分だという考え方が暗にあって、その上で、今度は市場が競争し出した。具体的には取引所であつたり取引市場であつたりが競争し出したというので、新たに市場間競争という言葉が逆に新鮮味を持って受け入れられたのではないかと思つております。

具体的に市場間競争はといいますと、当然、市場、取引所が競争しているわけですけども、二種類あるだろう。一つは、最終的には市場は売買が多いところに取引が集中する傾向にありますから、取引をめぐる競争。ただし、何らかの規制によつて、その取引対象をすべての市場が取引できない場合、片方で取引していれば、もう一方では取引できないというルールがあれば、取引できるものをたくさん取り込んだ方が、結果的に取引量もふえることになるというので、取引対象を自分の方へ確保するという競争の二種類が、大きいえばあるのではないかと考えられます。

## 二、アメリカにおける市場間競争

### 1 株式上場競争

我が国のことについても後で紹介しますけれど

も、むしろ話題に上ることが多い欧米の例をまず紹介しておきます。まず、アメリカにおける市場間競争から始めますが、取引対象に関していいまでも、幾つもあるわけですけれども、市場間競争としてよく取り上げられるのは、株式が中心です。株式について見ていきますと、先ほど申し上げました取引の量を競うというのとは別に、何らかの規制があつて、取引対象を両方が取引することはないという前提においては、取引するものをたくさん持っている方が取引量も多くなる。アメリカの例でいいますと、株式の上場銘柄をどの取引所がたくさん取り込むかということが、一つの競争の対象になる。

もともとは、株式の取引においても、決済において現物で決済するということが念頭にありましたので、物を実際に運んでいかないといけないということ、取引場所である市場が一カ所になつ

て遠くにあるということであれば、物の受け渡し  
が円滑に行えないということで、アメリカは面積  
の上では日本の数十倍になりますので、幾つもの  
取引所が各地域に誕生した。その中で、現在に至  
るまでニューヨーク証券取引所が最も大きいもの  
である。ですから、地方のそれ以外の取引所とし  
ては、ニューヨーク証券取引所が大きくなつた後  
においては、いきなりニューヨーク証券取引所に  
上場するような会社は余り地方証券取引所に関心  
を持たない。そうすると、まだニューヨーク証券  
取引所で活発に取引される段階ではないようなもの  
を、まずその地域から探し出して上場するとい  
うのが、地方証券取引所の戦略になる。

ところがアメリカでは、一九七〇年代から店頭  
市場の整備が進んで、「ナスダック」と呼ばれる  
ようになる市場が整ってくる、従来はニュー  
ヨーク以外の、あるいはニューヨーク近郊であつ

ても、公開を最初に始めるような段階において、ニューヨーク証券取引所が対象でないというものを、地方証券取引所が上場銘柄として獲得することを競争していたわけですが、店頭市場が大きなライバルとしてあらわれてきた。しかも、その当時の基準からいいますと、店頭市場の方が上場の基準が緩やかであり、日本語でいう上場と多少違いがあるんですけれども、取引所として扱うと、上場賦課金に当たるものも安い。そうすると、今までのある程度地域に根差した形で上場銘柄を確保することが、地方証券取引所にとってはますます難しくなってきた。

現在、我が国でも地方証券取引所は大変なんですけれども、アメリカでもそうです。むしろ今は、上場対象を探すということは既に戦略から外している。上場対象の争いということでは、アメリカではニューヨーク証券取引所とナスダックが

取引対象をめぐって行っています。ナスダックで取引されているものを、ニューヨーク証券取引所は、自分のところで上場してないんだから取引しない。反対の場合は、ニューヨーク証券取引所で取引しているものは、ナスダックで取引しても構わないんですけれども、今のところそういった形で、ニューヨーク証券取引所で上場している銘柄であってナスダックの方が取引が活発に行われているというものはありません。

ですから、どちらを選ぶかということが、その銘柄の取引全体をどちらに帰属させるかということに結びついてきますので、数の上ではナスダックからニューヨーク証券取引所にいく方が圧倒的に多いんですけれども、逆にニューヨーク証券取引所から、上場維持の基準を下回ったからではなく、ナスダックに移行する会社も幾つか見られます。ですので、上場対象を争う競争というのは、

ニューヨーク証券取引所とナスダックの間で現在も行われております。

## 2 株式取引競争

次に、同一銘柄をめぐる取引の競争という点に關しましては、先ほども四〇年ほど前と紹介したのですけれども、一九六〇年代に一時市場の分裂ということがアメリカで取り上げられた。日本語でいえば市場間競争。当時はアメリカも固定手数料制でした。ところが、抜け道として、地方証券取引所や店頭市場、ナスダックという意味ではないのですけれども、業者との取引として取引した場合には、手数料を引き下げることができるということがありましたので、先ほどの上場銘柄を集めてくるというのとは反対に、手数料を引き下げするために、あえてニューヨーク証券取引所で取引できるものを地方の証券取引所や証券業者を相手

に相対で取引することが起こってきて、そのときに市場の分裂といわれたわけです。

もちろん、そうなって取引がニューヨーク証券取引所から流出していくのを、ニューヨーク証券取引所はそのまま見ていたわけではありませんので、手数料が問題だというのであれば、手数料を段階的に引き下げていく。あるいは、流出していく取引というのは、個人の小口の取引ではなくて大口の取引である。そうすると、大口取引をやりやすいような仕組みを導入していく。これは取引所が進めて仕組みとしてつくったものではないのですけれども、結果的にはアップ・ステアーズ取引といわれるように、事前にある程度の大きな取引の売り手と買い手の注文をブローカーが預かってきて、取引所では値段のつけ合わせを行うだけのクロス取引に近いようなものが行われるようになった。

一九七五年のメーデー、固定手数料制の撤廃で、ニューヨーク証券取引所からの取引の流出という問題は一たんおしまいになった。ただ、取引が行われる場所がニューヨーク中心から分散されたときに、取引される価格がばらばらであつて、それが互いに知らされないのであれば、どこかで取引したことが得することもあれば損することもあるということが生じてくる。投資家には最もよい価格で取引が成立するようにすべきであるということ、議会のほうでは、一九七五年の証券取引法改定に当たつて、市場がたくさんあることが問題なのではなくて、ばらばらの市場の間で値段、数量に関する情報が相互に共有されなくて、不利になる投資家が出てくることを回避しようということ、NMS、全米市場システムと呼ばれているのですけれども、どこの市場で取引しても、その時点で市場での最もよい価格で取引ができるよ

うにという仕組みをアメリカではつくつていった。

そのときに、NMSを支えるものとして、CTSといわれます直近の取引価格の情報を、地方証券取引所もニューヨーク証券取引所も、あるいは店頭のパライマーも共有できるようにする。どこかで取引された値段は、即座にほかの市場にも情報が伝わる。

それからCQS、こちらは気配値の方で、今現在どれだけの気配値があるのかということ、すべての市場参加者が容易にアクセスできるような形で提示する。

最後に、ITSというのは、市場間で価格差があつた場合には、より有利な市場へ向けて、この時点では証券取引所だけですけれども、証券取引所から相手の証券取引所に関して注文を回送して、そちらで執行することができる。そういった

ものをつくり上げて、市場は幾つあってもいいんだけれども、トータルで見ただけには一つの市場であるかのように、そういったものをつくり上げようというふうにしたわけです。

ですから、これはほかの国では見られないことで、それが成功した部分も大きいのですが、ただしこれが始まったのが一九七五年からで、それぞれは七八年であったり八〇年であったり、少しずつずれてその後に出てくるわけですけれども、この時点での技術でもってつくっているわけです。

コンピューター関係でいいますと、従来の大型のコンピューターを前提にして、現在使われているようなワークステーションであるとかパーソナルコンピューターというのが必ずしも普及していた時期ではなかった。とりわけ一九八〇年代からパーソナルコンピューター、ワークステーションが普及していくと、当初つくった時点ではなかなか

かいいものであったんですけども、時間がたつにつれると、制度的にもっと改善できる可能性が出てくるのではないかということになってきたわけです。

取引対象が違うのですけれども、ナスダックとというのが出てくるのも一九七〇年代になってからです。NMSというのは証券取引所をつなぐ。価格の方はブローカーを含めてですけれども。それに対してナスダックは、個々のマーケットメーカーが出していたものをみんな集めて一つの市場のようにして提示する。ですから、それまでは別々のマーケットメーカーへ問い合わせをしなければならなかったのが、一つの画面でだれが一番いい値段をつけているのかということが一目でわかるようになった。ナスダックという仕組み自体も、ある意味では市場が分裂あるいはばらばらにあるものを統合しようという試みの一つであった

わけです。

市場間競争ということでは、上場銘柄に関して N M S ができて、実際にはほとんどニューヨーク証券取引所で取引が行われていて、注文がニューヨーク証券取引所からほかの市場へ回送されるということはほとんどなくて、逆に地方証券取引所がニューヨーク証券取引所へ注文を回送する。それから、回送するのは別に、自分のところでスペシャリストが気配値を出さなくても、ニューヨーク証券取引所の値段を見て、ニューヨーク証券取引所へ回送してくれというふうに来た注文を、その地方証券取引所で自分がつけ合わせしてしまつて構わないということですから、ある意味では市場の分裂を防ごうとした仕組みが、地方証券取引所が競争するのではなくて、ニューヨーク証券取引所にぶら下がって存続するよつな形をもたらすことにもなつてしまつた。

取引対象の違うナスダックの市場では、当初は、従来とりわけ店頭銘柄についてはマーケットメーカーごとに値段が違つて、だれが一番いい値段を出しているのかというのを苦勞して探さなければいけなかつたのが、一つの画面でわかるようになったということ、非常に便利になつたんですけれども、ナスダック自体が、値段が一目でわかるようにすること、まず焦点を置いていましたので、値段がわかつて、それから先は個々の人が取引したい相手に電話なりファックスなりで注文を出すという形であつたわけです。そこへ、現在では E C N と呼ばれていますけれども、以前は P T S と呼ばれていた、取引所類似施設が参入してきた。ナスダックの方は、値段はわかるけれども、注文が成立するまでに時間がかかる。P T S の方は、それを即座にパソコンなりワークステーションの端末から成立させることが

できるといふ利点を持っていたわけです。

PTSは、実はもともとは、さきに地方証券取引所や第三市場に流出したような大口取引を対象にしたんですけれども、必ずしも大口取引ではそれほど多くはできなくて、むしろナスダック銘柄を取引対象にしたことによって、飛躍的に取引がふえるようになった。一九九〇年代に入りますと、さらにナスダック銘柄の取引が活発になって、以前の、それこそプロフェッショナルの取引所類似施設から、比較的小さな、必ずしも証券業にかかわってなかったような人たちが、新たな取引、注文を成立させるシステムとしてのECNというのを、九〇年代になって立ち上げてくる。

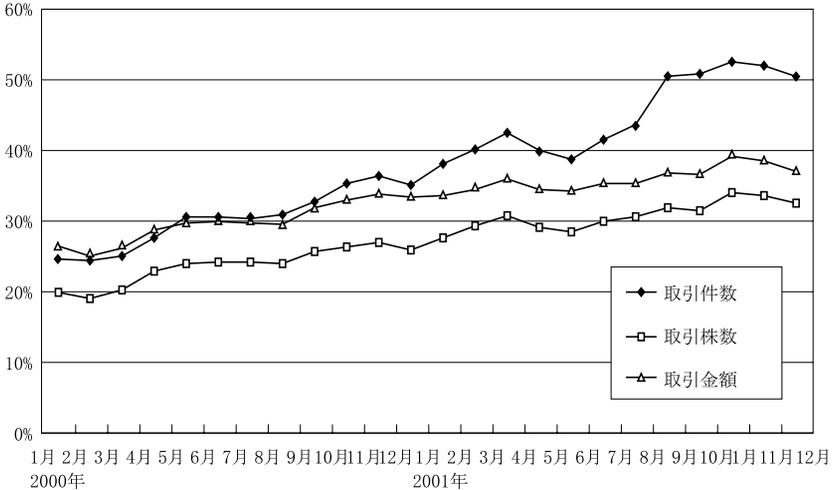
実はECNは、株式よりも債券を対象にしたものの方がたくさんあるのですけれども、現在存在しているのは、株式では、インスティネット(Institut)・アイランド(Island)・レディブック

(REDBOOK)・ブルート(BRUT)・アーキペラゴ(Archipelago)・トレードブック(Tradebook)・アテイン(Attain)・ネクストレード(NexTrade)・マーケットXT(MarketXT)という九つで、ただしレディブック(REDBOOK)とアーキペラゴ(Archipelago)は、合併の発表を昨年一月に出しております。

ニューヨーク証券取引所の上場銘柄に関しては、必ずしも市場間競争というのは起きなかったわけですが、ナスダックの銘柄に関しては取引の流出と呼ばれるほどの結果が生じてきた。

図1を見ていただきますと、ナスダックの取引に占めるECN九社のシェア合計が書いてあります。一番上が取引件数、真ん中が取引金額、一番下が取引株数で見たシェア。二〇〇〇年一月のころですと、取引件数と取引金額で大体二五%。それが昨年十二月ですと、取引件数は五〇%、取引

図1 ECNのナスダックに占めるシェア



金額でも三五%を上回るといふ水準に達している。取引株数の方は、ECNで成立する注文は小口が多いということ、二〇%から三二、三%ですが、ほかの金額や件数に比べると、それほど大きいわけではない。九〇年代前半に紹介されたころには一〇%とか二〇%といわれていたものが、現在は三〇%、四〇%という形で、ECNの取引量が多くなってきている。この現象が市場間競争の一つの側面です。あるいは、日本に紹介されたときに一番目にしたのが、ナスダック市場でのECNの取引シェアの拡大ではなかったかと思えます。

ただ、解釈に多少問題がありますのは、もともとナスダックというのは取引所じゃなくて、個々のマーケットメーカーが出している値段を一つにまとめて表示する。ですから、注文自体は、投資家なりブローカーは個々のマーケットメーカーに

出していたわけですから。個々のマーケットメーカーの取引した数字の合計を、ナスダックの取引量というふうにあらわしていたわけですから、当初はECNは必ずしも自分のところで取引した値段等を報告する義務はなかったわけですから。ところが、一部で隠れた取引が行われるということは市場が分断されていることになるので、上場株式会社市場のITSと同じように、少なくとも最良気配についてはECNの気配をナスダックのマーケットメーカーの画面にも含めて表示するという形になりました。

しかし、表示があるだけでは、値段がわかっていても、ECNは、その当時はPTSですけれども、会員にしか取引を認めないわけですから、会員外の者は注文を出せない仕組みになっていました。それに対して、市場の分裂を防ぐという観点から、最良の気配はナスダックにも出すし、マー

ケットメーカーから回送されてきた注文はECNは拒否できないことにした。ただし、ECNは、その注文に対して、手数料に当たるもの、ECNの会員であれば当然払っている額に相当するものは徴収する権利があるということで、手数料を取っているけれども、ナスダックのマーケットメーカーの市場とはつながったわけですから。そうすると、ECNも一つのマーケットメーカーあるいはブローカーディーラーと考えると、ナスダックというのはもともトータルをいうわけですから、その中であるマーケットメーカーのシェアが大きくなると、市場が分裂しているというふうには普通はいわれないけれども、ECNが大きくなったときだけ、市場が分裂しているというふうに考えるのはどうなのかという問題があるかと思えます。

ただ、直観的には、ECNといったら一つの取

引所のようなものだから、そっちの取引量が多くて、マーケットメーカーの側が減つてくると、競争の結果、取引市場が片方へ傾いたのかなというふうに考えることもできるかとは思いますが、でも、ナスダックというのが取引所ではなくて、個々のマーケットメーカーの取引の合計なわけですから、一番最初に申し上げました市場間競争じゃなくて、市場はトータルなんだということであれば、ナスダック銘柄の市場の中で、どのマーケットシェアが大きくなったからといって、そのこと自体がそれほど問題になることなのかどうかと考えることもできるのではないかと思います。

では、どうしてECNへ注文がいったかという点、最大の問題は、ナスダックには自動執行というか、直接注文を成立させる機能がなくて、マーケットメーカーにアクセスしないとだめだ。ナス

ダック市場も当然その欠点についてはわかっていますし、あるいはSECの方からの後押しもありまして、小口注文に関しては既に以前から自動執行ができるようになっていた。ただし、自動執行ができるんですけれども、そのシステムが非常に遅いので時間がかかってしまう。ECNはそれが非常に早くできるところの違いがあつて、ある意味では技術に起因するような問題で、ECNの方に取引が動いているのではないか。

それ以外にもいろいろ原因があるんですけども、今度はナスダックもそのことがわかってから、ECNにどんどん注文が流れるという仕組み、最大の問題はテクノロジーだということであれば、ナスダックの方がすぐれたテクノロジーを導入すれば、ECNに流れる必要もないし、逆にいうと、ECNから注文が戻ってくるというので、一九九九年一月にSECに申請し、昨年の一

に承認されたスーパーモニタージュと呼ばれるシステムを、現時点ではことしの七月に導入予定なわけですが、つくり上げる。

ナスダックは、システムの問題もありますけれども、もう一つ、実はマーケットメーカーの値段だけが出るので、お客さんが指値注文を載せるという形にはなっていないわけです。スーパーモニタージュというのは、ナスダックのマーケットメーカーとお客さんの指値注文、ECNの最良気配を全部合わせて、当初ですと最良の三本ずつ、買い気配、売り気配の三本ずつの各数量と合わせて表示し、自動執行も行う。ただその後、デシマライゼーション、値刻みを一セントにしましたから、三本じゃ少な過ぎるということで、五本ずつになっておりまして、逆にナスダックのECN化と呼ばれているものですが、そういった形で巻き返しを図ろうとしているのが現状です。

### 3. デリバティブ取引競争

もう少しほかの市場ということだと、アメリカの中でデリバティブ市場もある。デリバティブ市場では取引対象ごとに、株式市場でいえば取引対象をどっちが取るかというのに近いことが起こっている。同じものを複数で取引していることは極めてまれで、株価指数の先物取引に関しては、シカゴ・マーカント取引所のS & P 500指数先物というのが非常に大きなシェアを持っている。

それに対して挑戦したのが、シカゴ商品取引所のダウ指数の先物だったわけですが、金額ベースでいえば直接いって八対一くらいですか。S & P 500先物がそれ以外に同じS & P 500を対象としてEミニ、サイズを小さくしてコンピュータ取引でというのもありますから、契約数ではそっちの方が上回っているのですけれども、

単位が五分の一ですので、合わせてしまうと二〇分の一くらいにしかならないということで、新商品は幾つも導入されているのですけれども、当初からS & P五〇〇先物に流動性は集まっている。ただ、ニューヨーク証券取引所にナスダックが迫ったように、実はここ二、三年でいいますと、ナスダック一〇〇指数の先物取引も非常に大きく伸びている。しかし、上場しているのは、同じシカゴ・マーカントイル取引所。金額ベースでいきますと、もう二分の一は超えているという水準に伸びております。

あと、株式のオプション取引でいいますと、シカゴ・ボード・オプション取引所、アメリカン証券取引所、パシフィック証券取引所、国際証券取引所と訳すんでしょうか、インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジだったと思いますが、二〇〇〇年に二七年ぶりにアメリカで開

設された証券取引所で、オプションのみを扱うところですけども、電子取引所で取引フロアを全く持たない。それから、フィラデルフィア証券取引所というのが上場している。実はこちらの方も、現物株式と同じように、市場が分裂しないようにという考えはSECにあったわけですけども、実質的にすみ分けを行って、競争しないとということが長らく行われてきている。

ただし、一九九九年の夏からは、重複上場を行って取引の奪い合いを一応やっていますが、結果として見ると、数量で見た取引シェアは既存の取引所間ではそれほど動いてない。ただ、最後に入ってきた電子オプション取引所については、二年間で、昨年でいいますと全体で九%のシェアに達している。シカゴ・ボード・オプション取引所が三五%、アメリカン証券取引所が二八%、パシフィック証券取引所一四%、フィラデルフィア証

券取引所一三%。株式市場に比べますと、かなりシェアが均等に近い形になっている。

二〇〇〇年の一二月に法案が通りまして、個別株先物というのも、本来であれば昨年導入予定であつたんですけれども、現在もまだ準備が進められていない。この中では、既にイギリスで個別株先物を導入したロンドン国際金融先物オプション取引所とナスダックが提携して、ナスダック・ライフ・マーケットという取引所をシカゴに設立している。シカゴの三つのデリバティブ取引所も、ワシントン・シカゴという名前で個別株先物のための取引所を設立している。それ以外にも幾つか名乗りは上げているのですけれども、先の二つに関しては、既にスタート時の上場銘柄も五〇銘柄、三〇銘柄というふうに公表している段階であります。

### 三、ヨーロッパにおける市場間競争

#### 1 株式取引競争

次に、ヨーロッパの方も簡単に少し紹介しておきたいと思います。

アメリカは国が広くて、一つの国の中で取引対象によっていろいろ市場が競争している。それに比べると、ヨーロッパは一国の規模ではそれほど大きくないので、むしろ国内ではなくて、外国の取引所と競争するというような形になっている。従来であれば国境で区切られていたわけですが、でも、一九八六年、ビッグバンと呼ばれる改革がイギリスで行われたときに、ナスダックと同じ表示システムをロンドン証券取引所が導入して、イギリス株のみならず、外国株の取引が活発になった。



引所、ドイツ取引所というところで競争が行われている。それに対して、スイス取引所が出資した形のバートXというものがロンドンにつくられたり、あるいはスウェーデンのOMグループが中心になって、ジウエイという取引所がやはりロンドンにつくられた。あるいは、もともとはベンチャー市場としてブリュッセルにあったイースダックというのをナスダックが買い取る形で、ナスダック・ヨーロッパとして再編しているというあたりで競争が行われている。

ベンチャー株式市場につきましては、ドイツ取引所の傘下のフランクフルト証券取引所の一市場としてのノイア・マルクト。それから、ロンドン証券取引所の一市場としてのAIM。パリにもヌーボー・マルシエというのがあるのですけれども、ただ取引の量が小さいのであまり注目されていない。量が小さいという意味では、ナスダック

・ヨーロッパも取引は非常に小さい。

それから、もう一つは、アメリカのところではちょっと紹介できなかったのですけれども、従来は取引を活発にするのは、ディーラーでありプロフェッショナルである。ところが、オンライントレーダーというのがあらわれてきたことによって、個人の小口の注文も奪い合う対象になるというところで、取引所のような非常に多くの注文を集めるということでは必ずしもなくても、小口の注文を一定量集められれば十分ペイするというので参入してきたのが、先ほど紹介したジウエイ。さらに、ロンドン取引所もそういう市場を外国銘柄について、それをポンド建てで取引するという市場をつくっております。ゴールドマン・サックスのプライムアクセス、メリルリンチのマーケットエッジ、シティバンクグループのシティコネクトといったような形で、一部にはそういう市場に焦

点を当てた競争も行われている。

## 2 デリバティブ取引競争

ヨーロッパもデリバティブ市場を簡単に見ておきますと、アメリカでECNがナスダック市場でシェアを伸ばしたというのが、市場間競争が意識されるようになった大きな要因ですけれども、もう一つは、ヨーロッパのデリバティブ市場で、ロンドンで取引されていたドイツ国債の先物取引がドイツへと移っていった。これまでデリバティブ取引で、一つの市場がその対象の中心市場として定着した後にほかの市場へ移ったという例はないわけです。それがしかも、一年間という極めて短い期間に急速に起こった。一九九七年です。そのとき取引を奪ったドイツの取引所は電子取引所で、奪われたロンドンの取引所はフロア取引の取引所であった。

一つの原因はここにあるのではないかということとで、ロンドンのデリバティブ取引所であるライフは、それまでシカゴの取引所と同じように、デリバティブはフロアで取引するのが最もいいんだというふうにいっていたのを、一番大きな商品を奪われた後に、自分のところも一八〇度転換して、結果的に現在にもう取引フロアを廃止している。ですから、市場間競争は結果として、取引場所が変わったという最たる例はロンドンとフランスフルトの間で生じているわけです。

実は、ロンドンのデリバティブ市場の最大の商品はドイツ物だったわけです。ドイツ物の中でも、国債の先物と短期金利の先物と二つあった。そのうち、国債先物の方がフランスフルトへ奪われたわけですけれども、その当時の言い方ですと、ユーロマルク先物、マルク金利の先物取引は一九九九年のユーロ導入後もロンドンにとどまっ

た。これについても、当初はユーレックスがドイツ国債先物をライフから奪った勢いで、やはりフランスフルトへ移るのではないかという見方もあったわけですが、結果的にはロンドンも短期金利の先物に関して、自分が参加しないユーロ市場の商品を手放すことはなかった。これも、細かいことをいえばいろいろあるのですが。

あと、株価指数につきましては、共通のヨーロッパ全体の指数という形では必ずしも定着していない。ただし、ユーロに既に参加している国の中の五〇銘柄を対象にしたダウ・ジョーンズ・ユーロSTOXX50という指数については、ほかの指数よりはかなりよくできている。代金ベースで見ますと、ドイツの株価指数先物、イギリスの株価指数先物、フランスの株価指数先物、その次あたりです。オランダやスイスやイタリアよりも多いぐらいの量にはなってきている。この取引

は、フランスフルトとパリとで同時に始まったわけですが、フランスフルトに大半の取引がある。

#### 四、アジアにおける市場間競争

最後に、アジアについてはどうだろうか。といっても、アジアは時価総額でいえば、多少年度によつて違いますけれども、少なくとも半分以上は日本である。ヨーロッパのような国境を越えた形での競争というのは必ずしも多くない。幾つものものに見られますが、株式については、具体的にはほとんどありません。国が違えば国境があつて、通貨が違つて、ほかの国の方が取引が多いということがありません。

ところが、デリバティブの商品については、幾つもの商品で国境を越えた競争がある。日本の例

を挙げれば、日本のものに対してシンガポールが株価指数先物も、短期金利先物も、国債の先物はほとんどないのですけれども、一応取引を行っていて、一時期は株価指数先物や短期金利先物はかなりのシェアを持った。ただし、現時点ではかなり日本の方に回帰しているので、国境を越えた競争というのは余り問題になっていない。最近では香港や台湾といったところのものを上場して、台湾の株価指数先物は台湾国内での取引高が非常に少ないので、シンガポールでの取引が大体、金額ベースでは同じかあるいは若干上回る程度ということになっております。

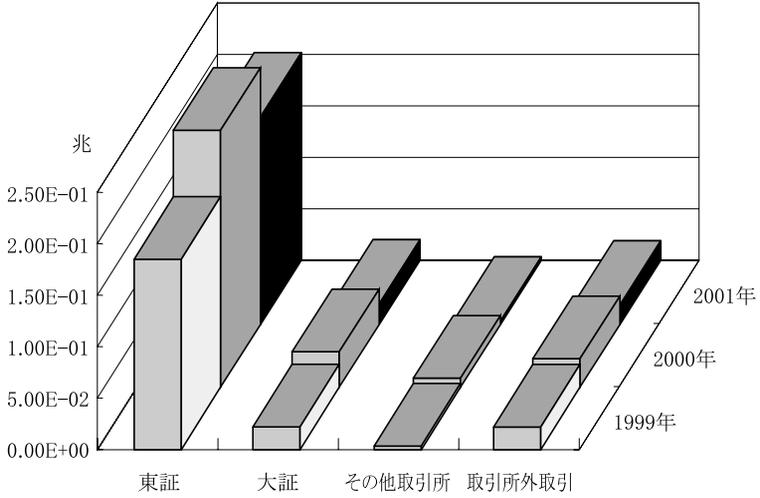
日本国内を見たときにはどうかといいますと、まず上場銘柄の取引の競争がある。ただ、これはもう過去数十年間にわたって傾向的に東京証券取引所に集中する傾向がある。それが大きく反転するという形にはなっていない。ただし、一般の取

引だけではなくて、大口取引だけを取り上げてみると、大阪証券取引所のクロス取引であったり、名古屋証券取引所のクロス取引、それから店頭市場の取引所外取引という形で、ある種類のものについては必ずしも東京証券取引所だけが大きなシェアを持っているということではないわけです。

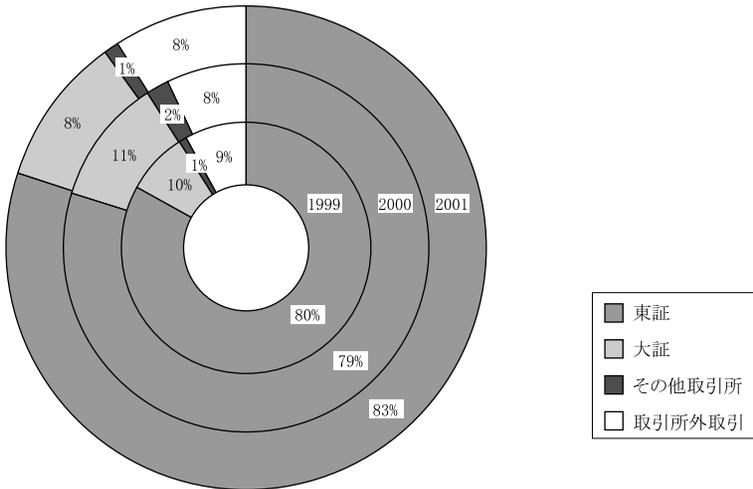
図2に挙げています上場株式売買代金、こちらはすべての上場株式の売買代金の合計ですけれども、東京証券取引所が八〇％程度。ただ、この中で大阪証券取引所や取引所外取引、これは取引所外取引ですから、ジャスダック銘柄は含めておりません。取引所外取引そのものだけです。これを見るとシェアが必ずしも減っているというわけではないわけです。上場銘柄の東京証券取引所の中の立ち合い外取引をちよつと抜き出してくればよかったですけれども、その部分に関しては現在

市場間競争の現状と展望

図2 上場株式売買代金



上場株式売買代金シェア



も競争がある。

それから、最も注目を浴びるのであるつベンチャー株式市場に関しては、ご存じのとおりナスダック・ジャパンという話が出た後に、東京証券取引所はマザーズという市場を開設し、店頭市場のジャスタックもそれに対抗する形で競争している。

図3をごらん頂きますと資金調達額については二〇〇〇年から二〇〇一年にかけて、マザーズは非常に減っている。それに比べると、ナスダック・ジャパンとジャスタックがほぼ同じ金額を調達している。これはトータルの数字ですから、会社数を見ても、会社数ではジャスタックが圧倒的に多い。次いで、ナスダック・ジャパン、マザーズである。

ところが、一番多いジャスタックでは二〇〇一年に九八社の新規公開が行われていきますけれど

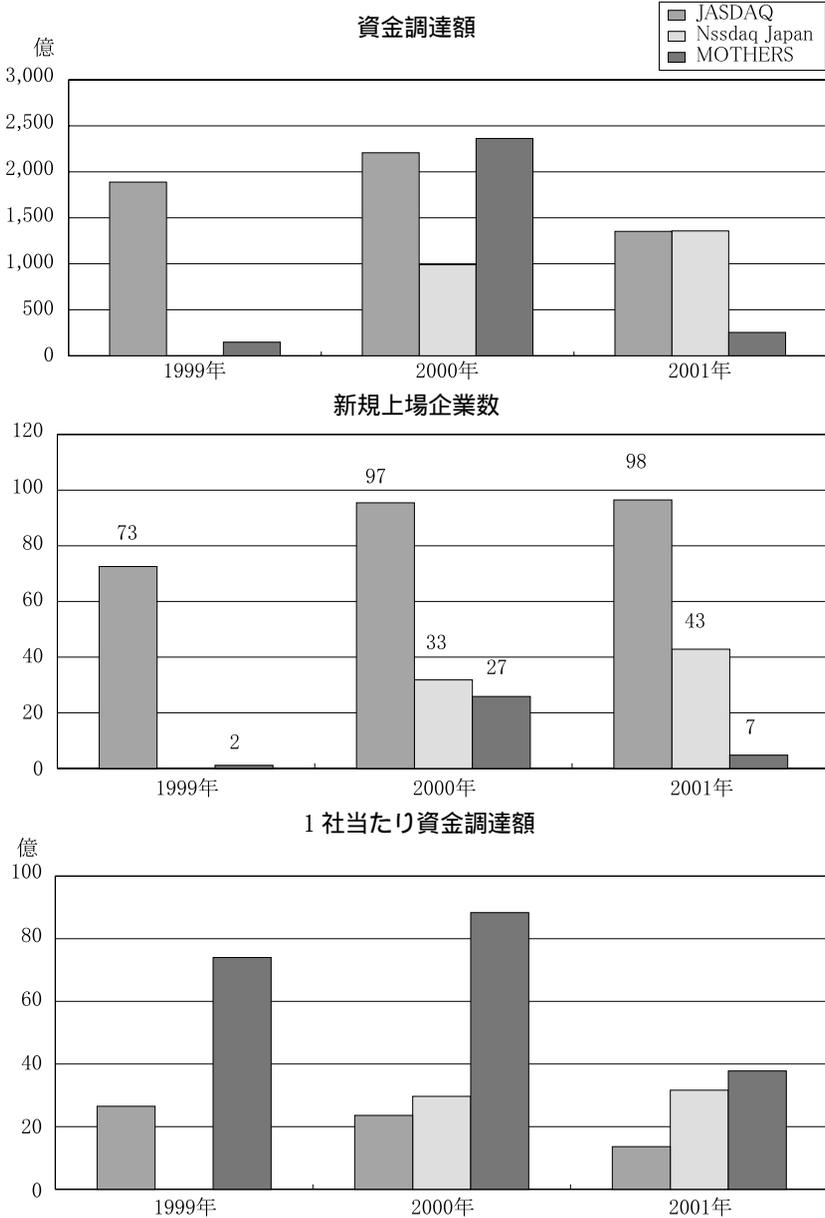
も、実はジャスタックから東証へ移ってしまったのが四三銘柄あります。ですから、差し引きでいいますと、五五銘柄という考え方もできるわけですし、その辺の考慮の仕方もあるかと思えます。

資金調達額の方ですけども、当然同じ規模を調達していて、数はジャスタックの方がナスダック・ジャパンの倍だということです。一社当たりの金額は半分だということになっております。一社当たりの金額ではマザーズが多くなっています、ただし二〇〇〇年の数字に関しては、スカイパーフェクTV一社が異常に大きかったので、それを除くと四〇億円程度ということです。

この市場につきましては、マザーズでは上場企業数なんかも減っているというのが現状です。見方を変えると、マザーズがIT関連に最も力を入れていて、それが二〇〇〇年、二〇〇一年とぐあいが悪くなる中で、その影響を最も受けていると

市場間競争の現状と展望

図3 ベンチャー株式市場



というのが現状であるかと思えます。

ですから、IT関連の銘柄がすっかりしてきたら、場合によってはマザーズの方がもう一度盛り返してくるといっても十分にあり得るかと思えます。このベンチャー市場に関しては、現在のところ将来は非常に不透明で、悪い意味ではなくて、いずれにもチャンスがあるという状況かと思われまます。

## 五、今後の展望

残り時間が限られてまいりましたので、もう少し要約するような形でお話させていただきます。

グローバルな市場間ネットワークということ、国境を越えるだけではなくて、それが地球全体に及ぶというふうな取り組みも一部にはある。ただし、この問題は国境を越える問題さえ、今の

ところ必ずしもスムーズにいつていません。現段階では極めて難しいということだけをご紹介しておきます。

最後に、ざっと紹介いたしました世界の市場間競争の中で幾つか、今後どうなるのかなということに関して展望を述べさせていただきます。

一番目としましては、アメリカのナスダックは新しい取引システム、スーパーモニタージユを導入して、取引を取り戻せるのか。これも先ほど申し上げたとおり、ナスダックというのは本来マーケットメーカー、ブローカーディーラーのトータルをいうわけですから、実はECNもナスダック市場の一部なわけですが、シェアを問題にするとすれば、ECNのシェアが減るようなことになるのかどうか。あるいは、これ以上ふえないという形になるのかどうかということですが、こちらの方はやはりナスダックの新しいスー

パーモンタージユというシステムの性能にかなりかかっている。仕組みとしてはよくわかる、理屈としてはいい、でもやはり時間がかかるということであれば、ECNでの取引の拡大はどこまでもとはいいませんけれども、まだ続く可能性はあるかと思えます。ただ、そうではなくて、ナスダックのものも十分ECNに対抗し得るだけのものであれば、ECNの取引がふえる理由は見当たらない。むしろ従来マーケットメーカーがECNに回していたものは、ECNに行かなくなるから逆に減るのではないかというのが私の予想です。

それから、二番目の方ではニューヨーク証券取引所は安泰かということですが、ニューヨーク証券取引所もECNとの競争はあるわけですが、従来はほとんどECNで取引が成立していない。でも、先のことはわからないわけですから、ニューヨーク証券取引所も、部分的には

ECNと同じような自動執行に着目し、一昨年の一二月から移行を開始して、昨年四月で上場銘柄すべてについて小口注文については自動執行で注文が成立するようにしている。ですから、ECNで取引するメリットというのが、必ずしも大きいとはいえない。小口取引がECNに流れる部分を一方で抑えたような格好にはなっているかと思えますけれども、逆に残っているフロアでの大口取引というのは、また新たな仕組みが出てくるとすれば、常にニューヨーク証券取引所にあるとも限らない。ただ、当面考えると比較的競争相手になるようなものが見当たらないのかなということだと思えます。

三番目としてヨーロッパの方につきましては、どこが中心になるのかというのは別に、一つを中心にまとまるのかどうかという問題もあるかと思えます。一つになるとどこかということの、

一つになるのかどうかという二つの問題があつて、一つになること自体が当面は非常に難しいのではないか。そうすると、現在の延長線上にあつた場合には、取引所がどこにあるかということではなくて、取引する人がどこからたくさん注文を出すかということ考えた場合には、ロンドンが有利なのではないか。

それから、四番目としてグローバルな市場間ネットワークということでは、ナスダックの二四時間取引構想というのはどうなのか。一番の問題はアメリカの規制の問題で、SECが外国の取引所の端末を国内に置かせない。例外を一つだけ持っていますけれども、その方針が変わらない限り、物理的には可能であっても、アメリカの規制によつて、アメリカ抜きでしかでき上がらない。ということとは、今のところでき上がるというのはちょっと難しいのではないか。ニューヨークのG

EM構想というのも同じです。ナスダックほどニューヨーク証券取引所はグローバル構想に重きを置いていないのではないかと私は考えております。

五番目としてアジアのことについて見た場合には、東京がアジアの中心市場であり続けるか。直近五年とか一〇年ということは、ほかの市場がということとはなかなか考えにくい。ただ、中長期的に二五年とか五〇年ということだと、あり得ないとはいいい切れない。そうすると、そのときにポイントとなるのは、ロンドン、イギリスがGDPで見たらドイツより小さいにもかかわらず、現在ではヨーロッパの金融市場の中心である。しかもヨーロッパだけではなくて、ユーロ取引、通貨ではなくて規制を離れた市場での取引という意味では、世界の中心である。外国為替取引世界一、ユーロ債取引世界一ですから、そういうような形

で、ある程度ネットワークなりインフラなりを確立してしまえば、GDPの規模が下回ったとしても中心として定着し続けるということは、ヨーロッパを見ていればあり得るのではないか。

最後に、国内のベンチャー株式市場についていいますと、今のところはマザーズが劣勢になったので、ナスダック・ジャパンとジャスタックの競争ということですから、取引所の上場基準が下がってきておりますので、さっきの二〇〇一年の上場企業数、ジャスタック九八社、ナスダック・ジャパン四三社、マザーズ七社に対して、東証への直接上場は二四社。ですから、この三つだけが競争するのではなくて、取引所市場との競争もあるということ、この部分の競争はかなり激しくて、どこかがひとり勝ちするということは今のところは考えにくいですし、アメリカのナスダックのようなベンチャー市場ができるのかということ

の方が問題ではないか。

そういう市場ができるのであれば、どこが一番大きくシェアをとろうが問題はない。むしろシェアの奪い合いはやるけれども、ベンチャー市場全体のパイが広がらなければ、その競争は必ずしも証券市場の活性化には結びつかなかったということになるのを恐れております。これは日本だけではなくて、ヨーロッパでもナスダックのような市場はでき上がっておりません。一時、ノイア・マルクトが異常に膨張しましたけれども。

そういう意味では、ベンチャー株式市場を取引所市場に並ぶような形で育て上げるというのは非常に難しいというのが現状ではないかというふうに考えております。ですから、ある意味では、この部分に関していえば、競争ということよりも、結果的に比較的若い企業や取引所上場には及ばないような規模の企業が公開でき、取引できる市場

の確立ということの方が重要ではないかというふうに考えております。

お時間をオーバーしておりますけれども、ご質問がございましたらお願いします（拍手）。

関理事長 ご説明があつたように、「市場間競争」がいろいろな意味でどんどん進んでいるという動きがあるわけですが、その過程で、いわゆる市場の価格形成力というのでしょうか、あるいは価格発見機能・価格形成の正確性、そういう問題については、各国ではどういふ議論になっているのでしょうか一つです。

もう一つ、さっきいわれたドイツ国債のデリバティブがロンドンで圧倒的なシェアがあつたのが、一挙にフランクフルトに戻つた。これは確かに、ご説明にもありましたけれども、どこかの市場が非常に大きなシェアを占めると、流動性の関

係ですますそこが強くなるというのが普通の経験であり、見方なのですけれども、どうしてロンドンの場合だけそういうことが起きたのは何処か。

また、売買手法の革新をロンドンがサボつていたためなのか、そのほかにもあるのか、そのあたりはどうでしょうか。

答 後半の方がお答えしやすいので、まずそこから。

ドイツ国債の先物取引をライフが導入したのが一九八八年で、その上場があつてから、ドイツは金融先物取引所をつくつてドイツ国債の先物取引を九〇年から始めています。急いでいましたから、自分のところで全部準備できないので、隣のスイスでやっていたものを持ってきて使っている。当初は九対一ぐらいで、その後、八対二ぐらいの割合ですつと来ていたわけです。ですから、

ユーロマルクの先物も同じですけれども、それが動くということとはほとんど考えられていなかった。それが九七年に、前半で三割になって、真ん中で半々になって、後半には七・三ぐらいになって、九八年になるとロンドンで取引がゼロになってしまふということが半年から一年ぐらいで起こっている。

一つは、電子取引とフロア取引ということがいわれております。けれども、必ずしもそれだけではないと私は思っております。それはどの原因が何%要因として効いたかというのは難しいですけれども、その当時出されていた資料やその前後の実証研究等によりますと、気配のスプレッドとか流動性等を比べてみても、必ずしも大きな差があるというわけではなかった。

一ついわれているのは、ドイツ側で、とりわけドイツの銀行に対するプレッシャーがあつたので

はないか。ユーロを九九年から導入する。当然ドイツ国債が国債の指標銘柄になり、ヘッジ手段としてはドイツ国債先物が使われる。その市場がユーロに参加しないロンドンにある。必ずしも明確には書かれておりませんけれども、幾つかの記事を見る限りは、ドイツの金融機関に対して、政府といいますか関連団体からかなりプレッシャーがあつたし、ある意味では、ユーロに参加しているほかの国は直接いわれなくても、やはりユーロに参加しないロンドンにユーロの長期金利を決める市場があるというのはどうかというふうなこともあつたのではないか。

さらにも一つ、実は、先ほど端末をアメリカに置くかどうかということを紹介したのですけれども、先物取引を管轄するCFTCは、このときのドイツ先物取引所DTBが端末をアメリカに置きたいといったのにオーケーを出していた。アメ

リカからの注文はロンドンへ出す場合、経由がとれだけあるかわかりませんが、フロアへ行って、それからフロアで取引されるということですが、端末上でアメリカから直接フランクフルトの取引所に注文が出せるようになった。その注引量が、九七年の年初と年末を比べてみると一倍以上に膨らんでいるということを考えますと、市場としては、スタートが七・三ぐらいですから、多少劣勢であった方にプッシュが後ろからあって、均衡しているところに、アメリカの分のおもりが乗った分だけだんだん傾いていったのかな。

どれが一番の原因かというのは非常に難しいのですけれども、私は電子取引かフロア取引が一番の原因ではなかったのではないかと考えております。ある意味で、注文が直接出せるということは電子取引のメリットなのですけれども。

もう一方の市場間競争の価格形成への影響ですが、これも、まずわかりやすいナスダックについていいますと、最初ECNの値段は伏せられていて出てこなかった。それが出た途端、ナスダックのスプレッドは、その値段がスプレッドの内側に来ますから、スプレッドが半分近くに縮まった。ECNの値段がナスダックに表示されるようになって、スプレッドは小さくなったということは明らかです。

あとは、競争していることによって、逆に値段がおかしく、あるいは大きく振れるのではないかという点に関しては、それほど同じものの価格をめぐって競争しているものが、むしろ見当たらない。ナスダック市場のECNとマーケットメーカーというのが最もわかりやすい例ですけれども、それ以外では値段をめぐって競争していない。上場株式、アメリカの市場はニューヨークで

ついている値段をみんながつけにいくだけですから、市場間では競争なんかやっていない。

ヨーロッパを見たときに、ロンドンでドイツ株取引をしている値段とドイツの値段をつなぐ手段は何もありません。ただ、値段が違っていたらだれかが損をして、得をする人もいるでしょうけれども、当初はこれが分かれていたことによって、一たんロンドンのマーケットメーカーが預かって、自分がポジションをドイツに持っていったって解消する。結果的にポジションを抱えて損だったかもしれないという格好だったのですけれども、電子取引が普及してきますと、その垣根が低くなってきて、マーケットメーカーはわざわざそれをやるよりも、お客さんから受けた注文をそのままドイツへ流しちゃって、自分は責任を取らない。一番いい値段で、これでできましたというふうな形になるわけで、ヨーロッパではアメリカのような

形で価格を共有するような格好にはなっておりませんけれども、そのこと自体は問題にされたことが余りないということです。

その理由は、ロンドンで行われるのは小口の取引ではなくて大口取引だから、それは市場に出ている最良の値段とはなかなか比べられない。それをいきなり持つていけば、今の市場の値段よりも多分悪い値段でしか成立しないということがわかっていて、その値段と比べるということになるわけです。比べる手段として、アメリカ以外には市場間競争の価格の影響は、株式に関していいますと今のところ比べられない。

それから、先ほどいいましたライフと当時のDTBは、値段を比べているのですけれども、ライフはフロアですから、これがコンピューター取引のように正確に出てこないわけです。人が叫んでいるのを後から入れたりするわけですから。分刻

みぐらいで比べたのはあるのですけれども、それはとった期間やデータの種類によってロンドンがよかったり、フランクフルトがよかったりということ、必ずしも値段が大きく違うという形の結果にはなっておりませんので、同じ対象をめぐっての競争で、可能性としては悪影響ということもあり得るかとは思うのですけれども、今のところそれが話題になっているような事例は余り見当たらないのではないかと思います。

(よしかわ まさひろ・前当研究所大阪研究所主任研究員)