

国際的な市場間競争の展開と日本の取引所

大崎 貞和

高橋理事長 大変お待たせいたしました。ただいまから「資本市場を考える会」、今月の例会を始めたいと思います。

御案内いたしましたように、本日は野村資本市場研究所の研究主幹でいらっしゃいます大崎貞和さんをお招きいたしました、「国際的な市場間競争の展開と日本の取引所」ということでお話を伺うことといたしました。

御承知のように、取引所間の合従連衡といいますが、国際的な動きは、近年大変目覚ましいものがございます。ごく最近でも、ニューヨーク取引所とユーロ

ネクストの合併の問題、あるいはナスダックがロンドン取引所の株式を二五％以上保有しているという問題、そういう大西洋を越えた動きがあります一方、CMEとCBOTの統合が発表され、世界で一番大きな時価総額を持つ取引所ができることとなる動き等々がございます。

そういう動きはアジアの市場、また東京の市場にも、関連していろいろな動きが出てきているということかと思えます。実は、日々こういう動きがあるわけですが、昨日、今日の新聞でも、ドイツ取引所がユーロネクストに対する合併の申し込みを撤回し

たということが報じられておりますし、主要金融機関がヨーロッパで株式の取引をするプラットフォームを構築するという動きが出てきた等々が報じられております。

大崎さんは、御承知のように資本市場という問題、この取引所の問題だけではなくて、資本市場全般の問題について大変精通しておられまして、またそういうことを中心に金融審議会等、政府の審議会等でも御活躍でございますし、アカデミックの世界でもいろいろな活躍でいらつしゃいます。こういう大きな問題につきましての背景でありますとか、あるいはねらい、メリットといった問題につきまして、大崎さんのお話を伺うのは大変タイムリーなことではないかと思っております。

大崎さんの御略歴でございますけれども、お配りいたしましたとおりでございます。皆様よく御承知のとおりだと思いますけれども、ざっと御紹介いたします

と、一九八六年に東京大学を御卒業されまして、野村総合研究所にお入りになりました。一九九九年に野村総合研究所の資本市場研究室長になりました。また、二〇〇四年からは野村資本市場研究所の研究主幹を務めておられます。

その間、ごらんいただきますように、九〇年、九一年にロンドン大学あるいはエディンバラ大学でそれぞれ修士課程を修了して、LL.M.（法学修士）を取得しておられますほか、二〇〇二年以降をごらんいただきますと、東京大学で比較法政国際センター客員助教授でありますとか、早稲田大学のビジネススクールで客員助教授、客員教授、それから東京大学法科大学院で客員助教授等をお務めになっておられます。

大崎さんの御著書もそこに一部を掲載いたしましたとおり、私ども関心のある多方面の分野についていろいろ著していらつしゃるところでございます。

それでは、大崎さん、よろしく願いいたします。

はじめに

ただいま御紹介にあずかりました野村資本市場研究所の大崎です。

この講演のお話をちょうだいしましたのが数力月前、夏ぐらいでしたでしょうか。その時は、ちょうどいろいろな世の中も動いているので、もしかするとロンドン、ナスダックの動きあたりが、少し目鼻がついて御報告ができるかなというようなつもりでお引き受けしたのですが、ただいま理事長のお話にありましたとおりで、本当に日々新しいことが起きる、事態が急展開するという状況です。

例えば、資料は、事前にお届けしておるわけですが、開いていただきますと、二ページのところにもいろいろ書いているのですが、これを早

速訂正あるいは修正しなければいけなくなっている次第です。まさに今最もホットな分野になっているということです。

そこで、どういうことが起きているかということとを細かく御紹介するというやり方もあるかとは思いますが、皆様新聞等で大体こんなことが起きているというのは見ておられると思いますので、個別の動きを詳細に紹介するよりは、なぜこういうことが起きているのか、またこれは一体何をもたらすのかということを中心に、最近考えていることをお話しできればと思います。

一、国際的な取引所再編の動き

まずナスダックの動きについてです。このナスダック自体も、今大きく変わっております。昔は、ナスダックは法律上、店頭市場と位置づけら

れておって、日本でもそれに倣って株式店頭市場というのをつくったりもしたのですが、ことしの八月から法律上、正式に取引所になっております。その取引所になったナスダックがロンドン証券取引所の最大の株主となって、傘下に入れということで、いろんな圧力をかけながら、かなりの長期戦になっているようですが、交渉が続けているという状況です。

一方、ニューヨーク証券取引所（NYSE）がユーロネクスト、これはヨーロッパの多国籍取引所です。もともとパリ、ブリュッセル、アムステルダムという三つの取引所を統合する形でできた会社ですが、大西洋を越えてこれと経営統合をすることに合意しております。

資料では、「先行きはやや不透明」と書いておったのですが、私がこれをつくっていた時点ではそのとおりだったのですが、先ほどお話しがこ

ざいましたように、現地時間の昨日、ドイツ証券取引所が従来提案しておりましたユーロネクストに対する合併の申し入れを撤回しました。これは、ユーロネクスト側がいつまでもたっても賛同してくれないので、敵対的に無理やり力づくでということをして、しよせん統合はうまくいかないだろうということで、あきらめるといっております。

ドイツの方は、やや捨てぜりふ的に、そうはいつでもヨーロッパ域内の取引所統合の方が本来望ましいのであって、NYSEと統合するのはいいかなものかみたいなことを発表文でも書いているようですが、ドイツが断念したということで、NYSE、ユーロネクストの統合はこのまま順調に進みそうという状況です。

あるいは、先ほどもお話がありましたシカゴの両先物取引所、CME（マーカントایل取引

所)とCBO T(商品取引所)が合併するという事です。

この二つの取引所は、ずっと、現物の世界でいうとNYSE、ナスダックのようなライバル関係にありまして、それぞれが電子的なプラットフォームをつくって各国の取引所を仲間に入れる争いをしたり、対抗商品を開発するとかいうようなことをしていました。ただ、それだけお互いに競い合っているだけに、逆にいつか手を組むのではないかということもかねてからいわれておったのですが、ついにそれが合併合意をすることになったわけで、これも歴史的な出来事といってよろしいかと思います。

また、NYSEが東証と資本提携をしたいといっているという報道も出てまいりまして、これは日本でも注目されました。また、日本の国内の取引所の動きでいいますと、ジャスダックによる

ナスダックとの提携が既に発表されております。東証はNYSEだけではなくロンドン、ドイツ等とも提携する方向と報じられているということ、世界中の取引所がいろんな動きを繰り広げているという現状があるわけです。

二、市場間競争の背景

こうした動きは、必ずしもここ最近に始まったことではないと思います。私個人としても、この取引所の問題はかれこれ十数年、調査研究をやっております。そういうことを始めた一つのきっかけは、世界の取引所が競争関係に入りつつある、つまり各国それぞれ独自に自分たちの市場をしっかりと運営していればいいという時代ではなくなつて、国際的な競争関係が生まれているのだということ、調べ始めたわけですから、今起きている事

態の原型は十数年前からあったわけですが、

(1) 証券取引の電子化

その背景は幾つかあると思うのですが、一つは「証券取引の電子化」であろうと思います。やや古くさい表現かもしれませんが、コンピューター化です。

電子化というのは、証券市場には非常に古い歴史がありまして、一番古いのはティッカー・テープというものです。証券取引所の立会場で売買が成立すると、その価格を外に知らせる手段です。これはNYSEでは一八六七年に導入されたのだそうです。日本では明治維新のころ。そのころからもう既に証券取引の電子化というものが始まっていたのです。

その後、とりわけ一九九〇年代以降、コンピューターのネットワークが急速に発達し、状況

が大きく変わってきました。

もともと証券取引所は、コンピューターネットワークそのものともいえるわけです。取引に参加する人と注文付け合わせの仕組みがネットワークでつながっていれば、それで取引所になるわけです。昔は、そういう仕組みを実効的につくるために、体育館のような立会場にとりあえず人間が集まらないとだめだったわけですが、これを回線でつなげば、別に一カ所に集まる必要はないということになってきますと、取引所は世界中どこにあっても構わないということになるわけです。

そうなってくると、体育館のような場所に集まらなければいけないがゆえに、例えば東京の株式の注文は東京で取引する、大阪の注文は大阪でするというふうに、自然に地域独占的な形ができて上がっていたのが、競争関係に入っていくわけです。それも、一国内はその国の取引所がやるとい

うことから、どんどん国際化していったわけですね。

この電子化の一つの象徴ともいえるのが、昨今また話題になっておりますPTSといわれるもので、私設電子取引システムと訳しております。最初、一九六九年にインスティテットというものができました。これは、Institutional Networkの略です。つまり、institution（機関投資家）のネットワークです。

証券取引所は伝統的に、証券会社しか取引に直接参加できません。機関投資家は証券会社ではありませんので、取引所の取引には直接参加できず必ず証券会社を通さなければいけない。機関投資家としてはそれを外したい。自分たちの証券取引所はできないのかというニーズが出てくるわけで、それにこたえたのがPTSだったわけです。

これもいろいろ紆余曲折があり、必ずしも一直

線に成長してきたわけではないのですが、最近、かなりの勢力になってきてまして、場合によっては既存の取引所を上回る。例えば、NYSEと合併して日本でも有名になったアーキペラゴは、NYSEと合併する前にパシフィック証券取引所という地方取引所を事実上買収しています。ですから、昔の序列から逆転したわけで、証券会社であるPTSが証券取引所を支配することになった。それがさらに証券取引所に支配されるというか合併されたわけですが、そういうふうになってきているわけです。

(2) 証券取引のグローバル化

それからもう一つの要因は、「証券取引のグローバル化」です。

これは、先ほども申しましたが、一国の取引所は一国の仕事をしていればいいという時代が終わ

り、取引が国境を越えるようになり、隣の国の取引所が、いつの間にか自分の国の取引を吸い上げる競争相手になっていた、こういう現象です。

これも、実はそんなに新しいことではありません。もう二〇年前になりましたが、一九八六年にイギリスがビッグバンをやりました。その重要な動機の一つとなったのが、このグローバル化です。

つまり、イギリスの株式取引は当時非常に非効率なやり方だったものですから、イギリス株の取引がニューヨークに流出してしまったのです。イギリスとアメリカは時差が五時間ですから、イギリスの午後になるとアメリカの朝の取引が始まるという関係です。そうすると、隣の国として競合してしまうのです。それで、イギリスの取引所が取引を取り返そうとしてビッグバンをやった。

ビッグバンをやって非常に効率化したものです

から、今度はヨーロッパの取引を取り込んでしまします。かつて、SEAQインターナショナルというものが大変有名でしたが、欧州の株をイギリスで取引する。そうなってくると、今度はヨーロッパも改革をしなければいけないというので、市場改革が連鎖していったわけです。

最近では、欧州の域内市場統合が進んでいます。例えばユーロネクストなどは、まさに「無国籍」というていいと思います。「ユーロネクストはどこにあるのですか」という問いに対する答えは、登記上の本社ということではアムステルダムにあり、ユーロネクストが運営している市場の中心地は、ということになると、現物でいえばパリということになります。

ところが、ユーロネクストには先物の取引所もあります、これはロンドンの先物取引所です。実際、ユーロネクストのスタッフはロンドンにも

大勢いるわけで、社内の共通語は英語です。こういう、全く国籍がないような、ちなみに経営トップはフランス人ですが、そういうまさにユーロ的な取引所が出てきてグローバル化していく、国境がなくなっていくという現象があります。

(3) 取引所の株式会社化

それから、これらの変化の結果であり、かつさらに競争を促進する原因にもなったものとして、「取引所の株式会社化」を指摘できようかと思えます。

これも進み始めてもう一〇年ぐらいになりますでしょうが、世界各国で伝統的に取引所というのは会員組織であるといっていたのが、会員制の非営利では競争を勝ち抜けないというので、株式会社形態に変更していくということが進んでいるわけです。

ちなみに、世界で一番早くから株式会社形態の取引所を持っていた国は日本です。これは皮肉なことですが、戦前の日本の証券取引所は基本的に全部株式会社形態で、しかも営利追求をやった。自市場の投機的取引を盛り上げればそれで手数料収入がふえるというので一生懸命やっていたのです。

ところが、歴史の皮肉というべきですが、戦後、そういう市場のあり方はけしからぬ、取引所は非営利の会員組織でなければいけない、それがグローバルスタンダードだといわれて、日本は株式会社の取引所を禁止してしまったのです。

それが、今度はいつの間にかグローバルスタンダードが変わってしまったて、会員組織の非営利なんていうのは時代遅れだといわれてしまつて、日本では二〇〇〇年の法律改正でまた株式会社取引所を認めるという展開になっているわけです。

三、最近の変化を後押しするもの

以上のようなことは、正直申し上げてかなり旧聞に属することだと思えます。十数年前から起きていることでして、別に今に始まったことじゃないだろう、そのとおりです。

しかし、冒頭に申し上げましたように、最近になって、まさに風雲急を告げるといいますか、いろいろ動いているじゃないか、一体何が変わったんだという疑問が当然出てくると思います。それが、私が四ページに書いたようなことで、それが今の新しい変化を後押ししているのではないかと思います。

(1) 市場環境の変化

第一の要因は、市場環境が大きく変化している

ということですが。これは、先ほど御紹介したことだと思いますと、電子化というのが新しい段階に入ってきたということだと思います。

何が良い証券取引の場かという点、いろんな条件が上がってくると思えます。その中で、かつてはそれほど重要ではないと思われていた取引の迅速性が急速に重視されるようになってきて、その迅速性というニーズにこたえるために、取引所のコンピューターシステムを抜本的に変えなければいけなくなってきた。これが、最近の合従連衡とでもいうような動きを後押ししているわけです。

具体的に申しますと、例えばアルゴリズム・トレーディング。これは市場間競争が激しくなってきた、同じ銘柄の取引がさまざまな場所で行えるようになった結果として生まれた取引手法です。

例えば、同じ銘柄が四つ、五つの取引所やP T

Sで取引されている。そうすると、当然ある瞬間にそれぞれの場所に出ている注文の値段、条件は異なるわけです。そこで、投資家としては、自分にとって一番有利な条件の場所を探してきて、そこで取引をしたいと考える。

昔は、これは非常に難しいことだったわけですよ。例えば四つ、五つのモニターを眺めながら、ここが有利だというのがわかると慌ててそこへ注文を出す。

現在では、これを全部コンピューターのネットワークでつないでしまい、一番よさそうなところを探してきて注文を処理する。その場合、マーケットは刻一刻と変化していますから、よさそうだと思うってそこへ注文をとりに行ったら、直前に別の人の注文が入っていたということもある。その場合、出した注文をキャンセルして、今度は別の次のところへ転送する。これは、一生懸命いく

つもの画面を見ながらやっていけば、テレビゲームみたいな感じで手作業でもできなくはないのでしょうが、これを全部コンピューターのプログラムにして自動でやってしまう仕組みが出てきます。

このような仕組みが出てきたもう一つの背景は、機関投資家のマーケットインパクトの削減ニーズです。機関投資家は何百億円、何千億円という非常に大きな資金を運用していますから、ある銘柄一つのポジションといっても非常に大きいわけです。私ども、個人は、せいぜい数百万円も持っていれば非常な大きいと思っていますけれども、機関投資家の取引は、けたが違うわけです。そうしますと、個人投資家が何十万円とかいう金額の取引をしているところに機関投資家が何億円という注文をばーんと入れてきますと、当然ですが、これが買い注文であれば値段が上がってしま

う、売り注文であれば下がってしまうという現象が起きるわけです。これをマーケットインパクトと呼んでいます。

機関投資家は、このマーケットインパクトを回避する方法がないかとずっと悩んできたのですが、一つは証券会社になぜしてしまうという方法が考えられます。つまり、証券会社のトレーダーに注文を渡しておいて、あとはよしなにやってくれ、そのかわり、ある程度のコミッションは払うからというやり方です。証券会社側は、そういう場合には、自己勘定で受けて、そのポジションを長い時間をかけて小さく割って処理していくということをやっていたわけです。

しかし、これは証券会社のリスクテイクを介しますから、当然コストがかかる。そこで、それを自動化してしまって、しかも機関投資家みずからが指図する形でできないか、そういうニーズが出

てきたことにも、このアルゴリズム・トレーディングは十分こたえています。

この結果、証券取引所では注文の件数がものすごくふえていまして、日本でも今年の初めのライブドアショックのときに東京証券取引所で、それによる問題が露呈してしまったわけです。

日本では、あれはライブドアという特殊な会社の株の取引が急激にふえた結果起きた、一時的現象であるという受けとめも強いと思いますが、こういう世界的な流れの中で起きていることです。私はこういうことが再発するリスクは決してなくならないと思っています。

市場環境の変化でもう一つ申し上げますと、昔は株式の取引は株式の取引である。商品先物とか金融先物とかは別の世界であるという風に考えられていた。日本はまだまだそういう思い込みが投資家の間あるいは証券会社の間でも強いように思いま

す。しかし、よく考えてみれば、お金をふやす手段の制約など、合法的である限り、考える必要は全然ない。当然、株式を取引しながら同時に商品の先物を取引するとか、その逆を行う投資家が出てきます。

そうすると、今までは現物の取引所と先物の取引所は全く違うといっていたのが、国によっては合併するといったことが進んでいくわけです。ヨーロッパやアジアでは、主要な先物と現物の取引所はみんな一緒になってしまっています。

実は、これが一番おくられているのはアメリカでして、アメリカでは規制当局間の権限争いがずっと続いています。つまり、現物の市場を監督するSECと先物の市場を監督するCFTCというものが、それぞれどちらの市場も発達しているだけに、お互い譲らない。新しい商品が出てくるたびに、これは一体どちらの管轄だともめる。

ですから、CMEとCBOTが合併するという話がありますが、純粹に戦略的に考えたら、そういう組み合わせではなくて、例えば、CMEとNYSEが合併した方が効率的とか、あるいは競争力ということだけ考えれば、本当はいいのかもしれないのです。ところが、この二つは、法律上全く相入れないものだということになってしまっていますから、合併できないわけです。

アメリカは、ほかのことでも時々思いますが、世界の最先端なんだかおくられているんだかよくわからない不思議な国でして、こと、取引所の規制に関しては、アメリカは市場の種類による壁が随分厚い国です。

(2) ニューヨーク証券取引所の姿勢の変化

以上、市場環境の変化をお話ししましたが、もう一つは、これは小さいようで大きな問題です

が、NYSEの考え方あるいは行動が急激に変化しているということです。

世界の取引所業界の盟主は、やはりNYSEです。もちろん、現物の取引所の業界を考えた場合ですが。世界最大の現物株式市場を運営しており、かつ世界最古かどうかはともかく、二〇〇年以上の伝統を有する歴史のある取引所である。そういうことで、NYSEがどう動くかが世界の取引所の動向を左右するわけです。

ところが、NYSEは、市場間競争ということに関して、最近まで極めて保守的な考え方をとっていました。もちろん、ナスダックに対抗して新規上場を頑張ってみるとか、あるいは取引所外取引がふえてきたので、日本でいうToSTNetみたいなものをつくってみるとか、そこそこ工夫はしていましたが、基本的なスタンスは、NYSEはNYSEである、自分たちが過去二〇〇年やつ

てきたことは正しい、変える必要はない、むしろ周りで騒いでいる人がおかしいのだという考え方だったわけです。

ところが、これが二〇〇三年頃から大きく変わってきました。変わったきっかけは幾つかありますが、一つはNYSEのスクャンダルです。会長の退職金が余りに高額だったので問題になった。また、NYSEはスペシャリストという制度をとっていました、このスペシャリストが常に気配を表示して、需給が不均衡になったときはみずから売買に介入する。したがって、市場を維持する非常に重要な役割だといわれているのですが、このスペシャリストたちが市場を維持するどころか自分たちがすべての情報を見られることをいいことに不正取引をやっていたという事実が暴かれまして、今までのやり方が根本的な批判にさらされてしまった。

もう一つは、規制の変化です。アメリカのSECは、創立された一九三〇年代からNYSEをやや敵視しているようなところがあり、取引所の古い慣行を攻撃することを一つの使命としていまして、手数料自由化とか取引所集中原則撤廃とか、すべてそうです。

今回は何をしたかといいますと、レギュレーションNMSというSEC規則において、NYSEの立会場のあり方をやり玉に挙げたのです。

これは、先ほど申し上げた機関投資家取引の变化と呼応しております。つまり、機関投資家は取引の執行の迅速性を求めている。ところが、立会場における取引の処理というのは当然手作業、もちろん大いにコンピュータを使っていますけれども、最終的に人間の口頭での発注や交渉を絡めますので、手作業の部分がどうしても出てくる。そうすると、立会場に出された注文の執行は非常

に時間がかかります。

機関投資家はかねがねこのことに不満を持っておりました。NYSEの言い分は、自分たちが提示している条件、気配というのは、市場の中で一番いいものだ。だから、少しぐらい時間がかかったってうちでやるべきだ。ところが、機関投資家にいわせると、時間がかかることで市場の条件はどんどん変化してしまつて、確かに最初に見たときは一番よかったんだけど、その後、実際に注文が執行されたときはもつとほかにいい条件が出ているということも起きる。こんなのはおかしいと主張し、このレギュレーションNMSでは執行のスピードが遅い市場でよりよい条件が提示されているときに、それを無視して注文を執行したとしても最良執行義務違反には当たらないという規定が盛り込まれたのです。

これは、技術的な問題といえはその通りです

が、額面どおり実行されてしまいますと、NYSEにとつては大打撃です。つまり今までNYSEで注文を執行しないと最良執行義務違反に問われるという一種の恐怖心から、証券会社が注文をNYSEに送っていたという事情があります。それを堂々と無視していいのだということになりますと、迅速な執行を望む機関投資家の注文がみんなよその電子取引に流れてしまうおそれがあるわけです。

これは大変だということで、NYSEも慌てて電子取引——もともと電子取引システムはあるにはあったんですが、これを拡充して「ハイブリッド市場」というものをつくる。

私はこの九月でしたか、NYSEの立会場を久しぶりに見る機会があったのですが、前回訪問した時と比べて大きく変わったのが、フロアトレーダーという立会場で、その場で注文を出して取引

するトレーダーがいるのですが、この人たちがみんな、A4サイズぐらいの端末のようなものを肩から下げて持って歩いているのです。それでカタカタやっている。

それがいわゆる「ハイブリッド市場」の一つの具体的な姿でして、従来はフロアトレーダーは立会場のスペシャリストに注文を出すだけだったのですが、この電子端末を使うと、外から電子取引システムに直接入ってくる注文と競合する形で電子取引の方にも注文を送れる。これはフロアトレーダーがどう考えるかにもよるのですが、もしかするとスペシャリストを介する取引が、電子取引にどんどん置き換わっていくことになるのかもしれないですね。

もう一つ、NYSEの急激な変化を後押ししたのがナスダックの行動です。NYSEとナスダックというのは、ずっとライバル関係にある。しか

も不思議なライバル関係で、かつてはたんナスダックに上場した会社はNYSEに勧誘しないという密約があるとか、そんなうわさもあつた不思議な関係だったのですが、NYSEがだんだん我慢できなくなってきたわけです。

つまり、新規上場はナスダックにどんどん向かう。マイクロソフト、インテルなんかがそうですが、そのままナスダックにずっと居ついてしまうということになりますと、NYSEの方は新しく呼び込む対象が国内にはなくなってしまうわけです。そこで、自分たちは世界に冠たるNYSEなんだから、世界の優良企業を呼んでくればいいんだということも考えたんですけれども、これも例のSOX法が出てきて、必ずしも世界中の会社がニューヨークに來たいわけではないということになりますと、限界がある。

そこで考えたのは、一つはナスダックと全面的

に競争をするぞということであり、もう一つはユーロネクストと組むことで海外の企業はそちらで取り込もうということです。

ナスダックに全面的に対抗するというので具体的に動いているのはNYSEアーカ取引所というのがあります。旧アーキペラゴです。さっき申しましたように、アーキペラゴがパシフィック証券取引所を買って、取引所ステータスを持っていたのですが、これは地方取引所です。上場基準が非常に緩い。NYSEグループに入つたのですが、上場基準はそのままです。したがって、NYSEのメインボードに上場できない会社もNYSEアーカだったら上場できる。これを積極的に活用してベンチャー企業をNYSEグループに取り込もうなんてことをやっております。

ナスダックはナスダックで、御存じのようにインスティテットのECN部門であるアイネットを

買収するか、ロンドンの証券取引所の買収を試みるとか、いろんなことをやっています。

四、取引所の新しい評価尺度

こうした中で、今後の変化の方向性を決めていくようなおもしろい現象が起きております。それは、取引所を評価する尺度が変わっていくということです。

つまり、今まではNYSEは世界最大の取引所である、世界一の取引所であるといった場合に、ああそうですねということで、だれも異論を唱えなかったのです。それは何を意味しているかというと、そこに上場されている会社の株式の時価総額が一番大きいという意味だったのですが、一々そんなことを説明する必要はなかったわけですから、今は取引所がみんな株式会社になっ

てしまいました。株式会社になりますと、自らの株を上場します。すると、市場価格・時価総額というものがついてまいります。そこで、取引所を時価総額の順に並べてみるということが始まったわけです。次の五ページに（参考）ということで載せておりますけれども、これがいわば取引所を見る新しい尺度です。これでいくと、実は、今世界トップはCMEです。第二位はドイツ取引所。第三位がNYSE。

こうなってきましたと、今までは自分たちは世界のトップだということで、一種あぐらをかいていた人たちも、新しい尺度での評価を高めていくことを真剣に考えなければいけなくなってくるわけです。

この新しい尺度での評価をどうしたら高められるかというのが今の世界中の取引所にとって大きな課題になっています。

このグラフは、CME、CBOTが自分たちの合併がいかにすばらしいかというのを宣伝するためにつくったので、やや偏った並べ方になっていますが、これを見ますと、CME、CBOTが一緒になったのが圧倒的に大きい。その次がNYSE、ユーロネクストの合併したもの、その次がドイツ取引所だとなっていますが、その後には、例えばICEとかISEというのが出てきます。ICEは商品取引所ですし、ISEはオプション専門の取引所です。

このグラフに出ていないものも時価総額を基に並べてみますと、例えば香港取引所とかシンガポール取引所はかなり上位で、ロンドンとそれほど変わらないぐらいのところに入ってきます。そういう取引所の共通点は何かという、いずれもデリバティブの取引を大規模にやっているということです。

それに比べて、例えばナスダックは、上場株式の時価総額の規模でいうと、世界で三位とか四位になるはずですが、こういうふうに並べますと、かなり下の方に行ってしまう。これは、現物の株式の取引だけやっている取引所では限界があるというか、そんなことが見えたりいたします。

つまり、収益性の高いデリバティブ取引に対してどういう取り組みをするのかということが、実は取引所業界で上位に上がるための一つの課題になってくるわけです。

五、市場はどう変わるのか

六ページですが、取引所業界の中の人は、いかにして業界他社に勝つかということに一生懸命になるわけでしょうが、業界の外の人からしますと、気になるのは取引所間の競争の結果、一体何

が起きてどういう効果、メリットがあるのでしょうかということだと思います。

例えば、NYSEとユーロネクストが一緒になると一体何か変わるのでしょうか。例えば、ニューヨークに上場している会社がパリにも上場することになるのでしょうか。答えは、「いやそんなことはありません」ということです。

どういうことかといいますと、取引所の統合というのは市場の統合と同義ではない。もちろん市場を統合するという方向性も考えられなくはないですが、過去行われた取引所の統合というのは、ほとんどの場合市場の統合を実施していない。例えば、NYSEとアーキペラゴは合併したのですが、アーキペラゴ取引所は、そのままNYSEアーカという独立した市場になって、NYSEの市場と同じではないのです。

そうすると、投資家や証券会社からすれば、例

えば、ある証券会社が会員権や取引参加権を持っている取引所がどこかと合併したからといって、急に取引できる銘柄がいっぱいふえるということではないわけです。別にそういう話ではないんだということになると、一体取引所は何をやっているんだという素朴な疑問が生まれてくるでしょう。

こうした疑問には、率直に言って、取引所の経営者の方々はそんなに明確に答えてくださっていない。統合計画を説明したプレスリリースなどを見ますと、大体出てくるのは、規模の利益、コスト削減効果です。しばしば強調されているのはシステムの統合効果があるという話です。例えばユーロネクストというのは、過去それを実行してきたところでして、複数の取引所を運営しているのですが、基本的にシステムは一つ。先物と現物は別だったと思いますが。確かに複数のものが一

つになったら若干メリットがあるのかなという気がします。

しかし、もう少し利用者にもすぐわかるようなメリットはないのかというと、本当によくわかりません。逆に、例えばけさの新聞に出ていたヨーロッパで証券会社が新たなPTSを立ち上げようなどという話については、ヨーロッパにおける取引所の統合がどんどん進んでしまうと、むしろ競争による手数料の低下効果が期待できなくなるから、自分たちが競争を仕掛けることで何とか手数料が上がらないように頑張ろうという趣旨もあるのだなんてことが書かれている。

取引所の方々が統合、提携という話をされるたびに、具体的に何をするんですかと伺いますと、よく出てくる話が、例えば会員権の相互開放とか、あるいは相互上場などです。ナスダック・ジャパンという計画がかつてありましたが、あの

ときいわれたことは、日本のナスダック・ジャパン市場にアメリカ・ナスダックの上場企業を全部持つてくるんだ。そうすると、今まで日本の人がなかなか買えなかったナスダックの駆け出しベンチャー企業の株を、円で楽に取引ができて結構なことだ、こういう話があったわけです。

ところが、これを実行しようとするとなんが起きるかというと、各国の法制度の違いが出てくるわけです。日本の株式市場に株式を上場しようと思ったら、日本の証取法に基づくさまざまな開示（ディスクロージャー）ルールを遵守しなければいけないという話になります。ナスダックの会社が大阪証券取引所ナスダック・ジャパン市場に上場したいと思えば、当然募集なり売り出しをするのでしょうから、日本の法律に基づいた有価証券届出書を提出してください、有価証券報告書を毎年提出してくださいという話になります。

そうすると、それは物すごくコストがかかるわけです。単純に翻訳をするとか、日本の会計基準との違いを説明するとか、そういうのをやるだけで非常にお金がかかるわけです。それだけのお金を企業がみずから負担してでもぜひやりたいというほどのメリットがあるんですかというところ、それは「はてな？」という話になるわけです。現実には、ナスダック・ジャパン・プロジェクトが進んでいる間、ナスダックからの上場は一社もなかったわけです。

市場間リンクという話についても同じようなこととです。これはどういうことかというところ、ある取引所ともう一つの取引所をコンピュータシステムでつなぎましょうという話です。例えば東京証券取引所の取引端末を使えばたばたとやると、今は東証の銘柄しか注文が出せませんけれども、NYSEの銘柄も注文が出せますというわけ

です。NYSE板というのがちゃんと見られて、注文が出せる。「お、すばらしいな」という感じがするかもしれないんですが、これもいろいろと現実的な障害があります。

一番大きな現実的な障害は、例えば野村といった証券会社を考えますと、ニューヨークの証券取引所の会員権を持っています。ロンドンも持っています。ドイツも持っています。ユーロネクストも持っています。みんな持っていて、社内の注文回送システムもつくっていますので、取引所にわざわざリンクというようなものをつくらなくても、もしIBMの注文が来たら出せるし、マイクロソフトの注文が来たら出せるわけです。

もちろん、取引所の方は、それはあなたが野村の人間だからそんなことをいうのであって、中小の証券会社にはそんなのはないよ、だからうちが

つくるんだとおっしゃるんですけれども、これも語弊があるかもしれないですが、中小の証券会社の一般的なお客様は、余りマイクロソフトとかIBMとか、あるいはもっと知名度の低いアメリカの会社の株とか、もともとそんなに取引したいと思っていないのではないのでしょうか。

また、機関投資家となると、国内の投資家でも、ニューヨークの注文は別に野村にだって頼まないよ。そんなの、アメリカのブローカーに頼めばいいじゃないかということになっています。そうなってくると、市場間のリンクは、アイデアとしては確かにおもしろいのですが、なかなか実用にならない。実際に幾つかの仕組みが実用化されتانですが、すべてとていいと思います、失敗しています。

つい最近も、シンガポール証券取引所とオーストラリア取引所の市場間リンクが停止されており

ます。これは、鳴り物入りで始まったのですが、結局利用者がいなくて維持コストがかかり過ぎるのでやめたということです。

実はこの辺、別に私は取引所の方を批判するつもりはないですが、競争、競争ということがいわれて、いろんな合従連衡が華々しく打ち上げられているのに、意外と具体的に何が起きるのかわからない。そのことがこの問題のネックになっているように思います。

六、ナスダック vs. GEM (二〇〇〇年当時)

七ページは、こんなことを蒸し返すなといわれそうですが、あえて載せておきました。つまり、今起きているさまざまな合従連衡あるいはその間をつなぐ構想は決して目新しいものではないとい

うことを確認するために載せております。

二〇〇〇年、ナスダック・ジャパン構想が打ち上げられて、ナスダックの世界進出が現実のものになりつつあったときですけれども、ちょうどそのとき、GEM (Global Equity Market) という構想が、これも華々しく打ち出されました。

これは、NYSEが中心となって、東証もこれに参加しますと表明されて、下の太い線で書いてある世界の取引所を結んで、注文の回送をやるんだという構想だったのですが、「その後どうなりました？」というのも怖くて聞けない状態です。

ただ、私がおもしろいと思っているのは、このときのメンバーというふうわさされている今の組み合わせに共通点があることです。このときNYSEとユーロネクストは同じチームに参加していますし、東証にも声がかかってきた。今NYSEとユーロネクストが一緒になり、東証との提携

をするという話と何か似ています。

ナスダックは、当時はロンドンとドイツで合併するとかいう構想があり、実際は実現しなかったですが、ナスダック陣営の方にはやはりロンドンがやや近い印象がありました。最近、ミラノの取引所がドイツと統合するという話も一時進みかけましたが、これも当時の組み合わせと似ています。どうも取引所業界には二大陣営あって、それぞれの盟主がNYSEとナスダックであるという構図があるのではないかと思います。

以上、ちょっと妙な言い方もしましたが、私は取引所間の合従連衡には全く意味がないと思っているわけでは決してありません。企業の発展にはいろんな段階がありまして、ある時期、とにかく規模を大きくしなければならないということが経営の原動力になるというステージも十分あったと思います。実際に大きくなってみたら、実は

いろんなことができるんだということに気がついて、新たなサービスが生まれてくるということも十分あります。また、システムを統合していろんな部門の英知を結集してみたら全く新しい展開があるということも十分考えられますので、私は取引所が統合していくことには意味がないというふうには思わないわけです。

むしろ、世界のいろんな産業を考えますと、大抵どの産業も世界で大手何社というふうになっていくのに、取引所だけが最低は各国に一つずつあるというようなことが本当に必要なんですかという疑問があるわけです。

もちろん、どの業界にもニッチというのはありますから、巨大な取引所が一般的なニーズにこたえるサービスを提供する一方で、例えば機関投資家の特殊な取引ニーズにこたえる小さなPTSも当然成り立っていくと思います。しかし、世界

の巨大取引所が幾つかに収れんしていくというのは、ほかの産業との比較でいえば、決して不思議なことではないだろうと思います。

七、日本の現状と展望

最後に、ずっと外国の話ばかりしてきましたので、そういう中で日本はということを少し申し上げたいと思います。八ページです。

日本では、もともと取引所は地域独占だったわけです。ビッグバンの前は管轄地域制というのがありまして、ある県はこの取引所が管轄するというのが決まっていて、例えば広島の場合は、必ず広島証券取引所に上場しなければならないというルールがありました。実際は、広島で単独上場してしまいますと、正直、その会社は困っ

てしまいますから、そうしないために広島、東京、同時上場ということをやったり、株式会社店頭市場で一たん公開しておいて東京単独上場するということをやった。

これは正直いって不自然な規制でして、余り意味がない。こういったものはビッグバンで全部撤廃されたわけですが、その後何が起きたかといいますと、アメリカの場合は取引所間の競争が同じ銘柄の注文獲得競争という形で展開していったのですが、日本の場合はそのようななかった。いろんな理由があると思いますが、一つは、東京証券取引所の市場が極めて効率的なつけ合わせの仕組みを持っていて、余り東証よりさらにいい価格を提示するような競争の仕方が現実的ではなかったということじゃないかと思います。

では、競争はどうなったかといいますと、新規公開企業獲得競争です。これは、いろいろ批判も

ありますが、私は非常にいいことだったと思っております。昔は新規公開というのは、毎年五、六〇社もあればいいという感じだったんですけれども、昨今は少なくとも一〇〇社ぐらいは公開してくるわけです。これだけ活発に新規公開が行われるようになったというのは、やはり競争の成果だろうと思うわけです。

最近では、カブドットコム証券がPTSをつくるというような動きもありますが、まだ同一銘柄の注文獲得をいろんな市場あるいは取引の場が競い合うことにはなっておりません。

この背景の一つは、最良執行義務という考え方が余り浸透していないということではないかと思えます。日本は、最良執行義務という制度は、その後の証取法の改正で入ってきましたが、証券会社は最良執行方針を定めて開示しなさいというもので、それはどういう方針ですかと聞くと、「東

証上場銘柄は東証に注文を出します」と書いてあって、「以上、終わり」というのが最良執行方針です。

もし万が一、東証よりも有利な値段がどこかにあったらどうするんだということは、現実に余りないからですが、余り考慮されていない。

しかし、アメリカ流に言えば、それを考えるのが最良執行義務です。つまり、NYSEもいいけれども、NYSEよりも、例えばボストン証券取引所の方が値段がよかつたらどうするんだ、そこからへ出すのか、それともボストンはスピードが遅いからやらないのか、それを考えなさいというのが最良執行義務なんです。日本ではなかなかそうならない。ですから、競争の形態がアメリカとは随分違うということです。

もちろん、日本でも市場間競争をめぐるいろいろな議論があります。そうした中で、私がちよつと

心配しておりますのは、どうも日本の証券取引所が外国の取引所に比べて競争力が弱いという前提を置いている人が世の中に少なくないのか、取引所を余り競争にさらすんじゃない、守った方がいいんじゃないかという考え方が強まっているような気がすることです。

これが端的にあらわれていますのが証券取引所の株式保有規制をめぐる議論です。証券取引所が株式会社化しますと、今までは会員以外は持ち分を持つていなかったのが、いろんな人が取引所の株式を保有するようになる。ただ、その保有の量に制限をかけようという考え方があるわけです。この考え方がいいか悪いかというのは今後も引き続き議論していく必要があると思います。

コーポレートガバナンスの考え方からいえば、やはり株式というのは自由に取引されて、取得した人たちが自由に経営陣に注文をつけていくこと

で、企業価値の向上、株主価値の向上が図られることになるはずなんですが、取引所の場合はそういうことを教科書どおりやったらまずいんじゃないかという考えの人が結構多い。最初、二〇〇〇年に取引所の株式会社化が認められたときは、五％を超えて取引所の株を持つてはいけないということだったんです。これは非常に強力な制限です。

この間、ドイツ取引所の人から人づてに聞いた話では、彼らは、その手の取引所株式の保有制限というのは取引所の企業価値の向上を妨げるといっています。もちろん、実際にだれかが乗っ取るといわけではないのですが、だれかに乗っ取られるかもしれないということが経営陣に緊張感を与え、企業価値向上、経営の効率化に邁進させる強いインセンティブになるわけで、そういう可能性があるからこそ企業価値が高くなって、逆に

そう簡単には乗っ取られなくなるということでもあるのです。これが例えばヨーロッパですと、スペインは一％を超えて取引所の株を持つてはいけないというルールがあるのだそうで、こういうものがあると、企業価値としてもディスカウントされてしまうといっていたのだそうであります。

私もそのとおりだと思います。日本は最初五％までしかだめだよという法律をつくって、その後、二〇〇三年度でしたか、これを五〇％に緩めたのです。その上で二〇％から五〇％については認可制ということにしました。

ところが、御記憶かと思いますが、村上ファンドというのがありまして、これが大阪証券取引所の株式の二〇％を取得したいという認可申請を出してきた。これが大きな騒ぎになって、その後、ことし成立した金融商品取引法に伴う改正で、今度はまだ二〇％まではいいけれども、それより上

は禁止というふうに変えてしまったのです。

これは、私は非常に残念な改正だと思っております。二〇％より多く持ちたい人は認可制というのは、まことにまっとうな仕組みだと思うのです。つまり、取引所の株式を持たせることが国益に反するような人というのがあるでしょうから、そういう場合は認可しなければいいわけです。現実に、村上ファンド、村上さん個人の名義だったと思いますが、その認可申請は拒否されたのです。これは、ファンドというものをやっている人が同時に取引所の株をいっぱい持つてしまうと、自分の投資している銘柄を上場させるとか、そういう勝手なことをやりかねないから、弊害が予想されるのでだめだといって、ちゃんと認可を拒否しているのです。

ですから、そういうふうに肅々と一個一個対応すればいい話で、事前の厳しい保有制限をしてし

まいますと、株主からの圧力が経営陣に及ばなくなってしまう。もちろん、経営陣は、一生懸命やる人は放っておいても一生懸命やるんですけれども、一生懸命やらない人も出てくるのが懸念されるわけです。

私は、この辺、取引所の公共性とか公益性というものが誤解されているのではないかと思っています。今まで世界中で取引所が競争しているというお話をしてまいりましたが、このことは何を示しているかといいますと、取引所はいわゆる経済学でいう公共財ではないということを何よりも証明しているのです。

つまり、公共財というのは、定義上、市場機能による適正な供給が成り立たないものをいうわけですし、利用している人から適正な対価を取ろうとしても取ることができない、フリーライドしようとする人を排除できないとか、そういうもので

す。この点、取引所はフリーライドなんかできないわけです。会員権がないと注文が出せないわけですし、会員権がある人から手数料を取ればいいわけですから、立派に市場が供給する競争的な財として成り立つわけです。そこがやや勘違いされていて、公共性が高いということは公共財だ、競争にさらしてはいけないんだ、という考え方には問題があると思います。

何となく日本の取引所がほかの国の取引所と競争すると、日本に何かよくないことが起きるのではないかという前提で物考える人も少なからずおられて、その結果、ともすれば競争制限的な制度をつくってしまおうとするように思います。それが、結果的には、取引所に対する競争圧力を弱め、日本の取引所の競争力を弱めてしまうことが懸念されます。

つまり、本当に競争がないのであれば、それは

それでよろしいのですが、現実にあるのに、ないかのように装うことをしてしまうと、よそでは盛んに競争が起きているわけですから、日本には入ってきてはだめよというふうにすれば、影響は遮断できますが、結果的に競争力そのものは低下してしまうおそれがあるということです。

さっきもいいましたように、これからは株式時価総額という形で世界の取引所がみんな評価される時代になってきますから、例えば香港取引所と東京証券取引所と、どちらが会社としての時価総額が大きいかという比較ができてしまいます。それで、何だ、香港の方が倍大きいんだというふうになってしまうと、幾ら東京証券取引所は日本の財産だといってみんなで守っても、それは守っていることにならないでしょう。

結果的に、日本の投資家は競争力の低下してしまった取引所をやむなく利用せざるを得なく

なって、みんなが不幸になるということすら考えられるわけです。私は、積極的に国際競争を受け入れて、取引所の競争力を強めていく方向をとるのが日本にとっても望ましいと思っております。

そうすると、では日本の取引所はどうやって競争力を強化するべきかという話に本当はいかなければならないのですが、これは、私、それがわかるぐらいだったら取引所の社長にはならないまでも、せめてコンサルタントになって大金を稼ぐところでもありますので、正直なところ分かりません。それは皆様でお考えいただく、あるいは取引所の経営の方々に論じていただくこととして、私の話はこのくらいにさせていただきたいと存じます。

どうも、御清聴ありがとうございました。（拍手）

高橋理事長 大崎さん、どうもありがとうございました。

大変複雑かと思われます問題を非常にわかりやすく、また広範な視点から分析していただき、本当にありがとうございます。

若干お時間をいただいておりますので、御質問や御意見がおありの方、御発言をいただきたいと思えます。この機会に何かございませんでしょうか。

質問者 お話をいただき、ありがとうございます。

最後のお話で、取引所の株式保有制限の問題ですけれども、取引所が会員に対する規制をいろいろ行っています。例えば、現実には、投信の場合ですと、各種の開示規制でありますとか、これが大変な力を持っている。現実には商法規制以上の大変大きな力を持っています。

結果的には立法作業、これは単に商行為というよりもそういう意味での行為規制が極めて強いと思います。このことと取引所の株式の保有制限を撤廃するという、極端なことをいうと、特定の者が支配的な行為をなし得るということとの兼ね合いで、その場合には取引所の持つ各種の規制権を切り離すとか、そういうことをセツトとして考えた方がいいのか、そのことはいかがでしょう。

大崎 それは、今日は時間の関係もございますし、私の話の段取りも悪くて、全然触れることができなかったのですが、取引所をめぐって現在世界的に議論されております自主規制の独立性をどう確保するかという問題であろうと思います。

これは全く御指摘のとおりで、非常に重要なことです。逆にいえば、自主規制の独立性がきっちり担保されていれば、営利企業としての取引所の株主が経営に対して何らかの方向性を打ち出して

いったとしても、自主規制に直接影響を与えることはないはず。ですから、いかに自主規制の独立性を確保するかということだと思います。

この点は、今回、金商法でも自主規制法人の制度ですとか自主規制委員会の制度ですとか、いろいろ整備がされておまして、東証もいわゆる持ち株会社方式で自主規制法人をつくり独立性を確保するというのをいっておられます。これは正しい方向であろうと思っています。

それからもう一つ申し上げますと、これに関連してぜひ發揮していただきたいのは監督の健全な機能であります。例えば、取引所のルールというお話がありました。これは大体どの国でもそうです。勝手に決めることはできません。基本的には当局の認可事項です。日本もそうです。ですから、例えば取引所が勝手に業務規程を変えてめちゃくちゃなことを考える、投資家をばかにし

たようなとんでもない市場の仕組みをつくってしまふというようなことを、株主のだれかの圧力でやろうとしても、当局が、これは公益に反する、投資者保護に資するものではないといって認可しなければいいのです。

さらにいえば、日本の証取法ですと、取引所の役員が不適任である場合は、当局は解任することもできますし、定款その他を変更させることもできます。非常に強力な監督権限が与えられておりますので、それをぜひ適正な方向で発揮していただき、目先の利益だけを考えた経営の暴走をとめながら、株主の圧力で経営の効率化を図るという、バランスをとった考え方をとるべきだと思います。

高橋理事長　ありがとうございます。ほかに何か御質問等ございませんでしょうか。

質問者　全く違う問題ですが、市場間のリンクの

話で、物すごくアカデミックな議論で、よくいわれるのが、市場間をリンクさせてしまつて、同じ銘柄を二四時間、世界を回る形で取引させてしまえばいいじゃないかという議論がかつてあつて、それはレギュレーションの問題とかがあつて難しいのは一方ではあるんですが、ダイムラー・クライスラー等の例のように、いろんな取引所に全部同時上場させてしまおう、そうしてしまえば二四時間どこでもリンクできるよということをやったにもかかわらず、それはうまくいなくて、結果としてはそういうことは行われなかった。

これは、さっきおっしゃいましたように、やっぱり証券会社の方が能力が取引所よりも高くて、結局ニューヨークならニューヨークでダイムラー・クライスラーならドイツなのかもしれないですけども、結局どこかにまとめてしまうという証券会社の能力が高かったので、それは結果として取

引所が、独占の弊害なのかわかりませんが、負けてしまったということなのでしょうか。

あるいは、最近よくヘッジファンドの現地化が進んでいるというのが私の理解なのですが、やっぱり人間、二四時間は起きていられないので、それぞれの現地でそれぞれ取引すればいいということで、二四時間取引するというのは現実にはいかにアルゴリズム・トレーディングが進んだとしても難しいので、人間の体力の問題というかわからないんですけれども、結果としてはマザーマーケットが強いということなのかとか、そのような問題についてお考えになったことがあれば教えてください。いただきますと思います。

大崎 今おっしゃった二つの点の両方が関係していると思います。

一つは、証券会社として注文を執行するときできるだけ流動性が高そうなところに注文を集中

させるといふ行動をとってしまうので、最初の段階で、あるところに大きく流動性ができてしまうと、なかなか新しい流動性を競合的につくることは難しいというのがまずあります。

ですから、「こちらにも上場しているので夕方以降はこちらへ」といっても、「いやあちらの方が流動性が高いので明日の朝あちらでやります」というふうに証券会社が判断してしまう。これは最良執行義務にこたえていることでもあるのですが、そういうことがあると思います。

もう一つは、御指摘のような、まさに取引をしている人が違うでしょうという話です。ただ、これは、場合によっては二四時間取引の原動力になる可能性もあるのです。つまり、日本の夜になるとロンドンのトレーダーが起き出してロンドンで取引をする。ロンドンのトレーダーが引込むと、今度はニューヨークのトレーダーが同じ銘柄

を取引する。そうすると、三極に上場しておけば結果的に二四時間価格が続き続けていくというのは、あり得る話ではないかと私は思っております。

現在、本当にそういうふうになっている銘柄は多くありませんが、それへ向かっているかなと思うのは、例えばロンドンでの日本株取引の価格形成がある程度東京にも影響を及ぼしているとか、あるいはシカゴの日経平均先物の取引が翌日の東京にある程度影響しているといったことがあります。

高橋理事長　ありがとうございます。ほかに何かございませんでしょうか。

ユーロネクストとニューヨーク取引所が統合したらどういうメリットがあるのか、なかなか難しいというさっきのお話の中で、規模のメリットとということ、あるいはシステムの統合が何か

新しい展開を生み出すんじゃないかというお話かと思います。

そういう大きな統合と並行して、ただアメリカでは既存取引所に対する市場金融機関の出資が非常にふえているようすし、さっきお話のあったPTSはヨーロッパで新しくつくろうという話もありますし、アメリカでPTSが一部ニューヨーク取引所とかナスダックが統合しましたけれども、まだまだそれなりの役割を果たしている。

さっき、ニッチの事情があるだろうとおっしゃいました。その大きな今後の流れと地方取引所に対する出資がふえた、あるいは期待がふえているということはどういうふうに結びつけて考えられているのでしょうか。

大崎　確かに統合が進むと、新しく参入する人にとっては参入障壁が高くなるともいえるのですが、一方で電子化も高度に進んでおりますから、

全く新しい画期的なトレーディングシステムである、意外と簡単にお客を集められるかもしれない。それから、さっきのアルゴリズム・トレーディングのもとになっているのはネットワークですから、そのネットワークに乗っかっていれば、幾ばくかの注文は流れてくる可能性もあるわけです。

そういうことを考えますと、いわば業務の効率化のために取引所という制度的な仕組みを使おうという証券会社も出てくるわけで、インターナライゼーション（注文の内部化）ということを経営上ではなぜやらないのか実はわからないのですが、つまり証券会社が受けた売りと買いの注文のうち、マッチングするものがあつたら取引所に出さないうちで自分のところでのんでしまおうという考え方。のむというとか何か違法行為っぽくなつてよくないですが、処理してしまおうという考え

方です。

これをやるために、証券会社というステータスでやってもいいのですが、取引所というステータスを使うと、より箔がつくわけです。これは、今はナショナル取引所という名前になりましたが、昔、シンシナティーでアメリカの証券会社がやってたことですが、今度はそれにフィラデルフィアも使おうとか、どうもそういうことのようにです。

そうなつてくると、取引所というのは法律に守られた一つの箱のようなもので、その中に最高度のトレーディングシステムとかを入れれば、古い地方取引所でも突然最先端の取引システムに早変わりできる、そういうことじゃないかと思ひます。

実際、パシフィックは今NYSEアーカになりましたけれども、そうなつてゐるわけです。

高橋理事長　ありがとうございます。ほかに何かございませんでしょうか。

それでは、時間も過ぎておりますので、お開きにしたいと思います。

大崎さん、どうもありがとうございます。

大崎　どうも有難うございました。（拍手）

（おおさき　さたかず・野村資本市場研究所・研究主幹）

（本稿は、平成一八年一月一六日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

大 崎 貞 和 氏

略 歴

学歴及び職歴

- 1986年 3 月 東京大学 法学部第二類（公法コース）卒業（法学士）
1986年 4 月 榊野村総合研究所入社
1990年 9 月 ロンドン大学法科大学院修士課程修了 LL.M.（経済法）取得
1991年 9 月 エディンバラ大学ヨーロッパ研究所修士課程修了 LL.M. 取得
1999年 6 月 榊野村総合研究所資本市場研究室長
2002年 7 月 東京大学大学院法学政治学研究科附属比較法政国際センター客員助教授（2004年 3 月まで）
2003年 4 月 早稲田大学大学院アジア太平洋研究科国際経営学専攻（ビジネススクール）客員助教授（2006年 4 月より客員教授）
2004年 4 月 東京大学大学院法学政治学研究科法曹養成専攻（法科大学院）客員助教授
2004年11月 榊野村資本市場研究所研究主幹

- 専門分野 証券市場制度、金融機関経営論
所属学会 証券経済学会、日本 IR 学会（理事）、金融法学会
資格 日本証券アナリスト協会検定会員（1994年 9 月取得）

委員等の委嘱（主要なもの）

- 金融庁・金融審議会臨時委員（2006年 4 月～ ）
金融庁・企業会計審議会専門委員（2005年 2 月～ ）
経済産業省・産業構造審議会臨時委員（2001年11月～ ）
東京都・公金管理委員会委員、会長代理（2002年 3 月～ ）
ジャスダック証券取引所・経営諮問会議委員（2006年 7 月～ ）

- 主要著書 『解説 金融商品取引法』（弘文堂、2006年 7 月）
『金融構造改革の誤算』（東洋経済新報社、2003年 9 月）
『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年 1 月）
『インターネット・ファイナンス』（日本経済新聞社、1997年 6 月）
『インターネット・バンキング』（共著、日本経済新聞社、2001年 5 月）

(当日配布資料)

	
国際的な市場間競争の展開と 日本の取引所 (株)野村資本市場研究所 研究主幹 大崎 貞和 2006年 11月	

(株)野村資本市場研究所	
注目高まる国際的な取引所再編の動き ■ ナスダック(2006年8月取引所化)がロンドン証券取引所の株式の25%を取得。 ■ ニューヨーク証券取引所(NYSE)がユーロネクストとの経営統合で合意。 ■ ドイツ取引所が対抗提案を示すなど、先行きはやや不透明。 ■ シカゴの先物取引所CMEとCBOTが合併合意。 ■ NYSEと東証が資本提携を検討との報道。 ■ ジャスダックがナスダックと提携、東証はNYSEに加えてロンドン証券取引所、ドイツ取引所等とも提携と報じられる。 2	

市場間競争の背景

■ 証券取引の電子化

- 電子化の歴史はティック・テープにまで遡るが、近年急速に進展。
- PTS (ECN) が登場し、既存の取引所の地位を脅かすようになった。

■ 証券取引のグローバル化

- 遠隔地の取引所が新たな競争関係へ(英国のビッグバンもそこから)。
- 欧州の域内市場統合で取引所の国境を越えた再編が現実化。

■ 取引所の株式会社化

- 市場間競争への対応策だが、株式会社化が競争を更に激化させる。
 - 上場会社となったことで、株主価値・企業価値の増大という要請が高まる。

3

最近の変化を後押しするもの

■ 市場環境の変化:

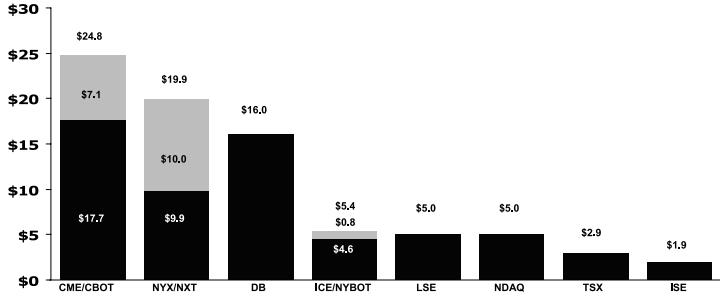
- アルゴリズム・トレーディングなど機関投資家の取引手法の変化。
- ヘッジファンドなどが多様な先物商品への投資を積極化。

■ NYSEの姿勢の変化: 2004年8月、ハイブリッド市場構想発表、2005年4月、アーキペラゴとの合併発表、2006年3月、株式会社化し上場。

- 2006年6月以降、レギュレーションNMSのトレードスルー規制改正が施行されることとなり、「速い市場」への変化を迫られた。
- 長年のライバルであるナスダックに対抗。ナスダックは「第三市場」を改組してNYSE銘柄の取扱いを本格化、ECN最大手アイネットを買収、ロンドン証券取引所へも出資。

4

(参考)世界の主要上場取引所の時価総額



(注) 2006年10月16日の株価に基づく。CME:シカゴ・マーカンタイル取引所、CBOT:シカゴ商品取引所、NYX:ニューヨーク証券取引所、NXT:ユーロネクスト、DB:ドイツ取引所、ICE:インターコンチネンタル取引所、NYBOT:ニューヨーク商品取引所、LSE:ロンドン証券取引所、NDAQ:ナスダック、TSX:トロント証券取引所、ISE:インターナショナル証券取引所

(出所)シカゴ・マーカンタイル取引所の説明会資料

5

市場はどう変わるのか？

- 経営統合をめざす取引所は規模の利益を強調するが、実際の効果は未知数。
- 取引所の統合は、市場の統合と同義ではない。
 - 会員権の相互開放、相互上場などのアイデアはあるが、各国法制の違いと上場企業のインセンティブが低いことが障害に。
- 現物市場における市場間リンクはあまり活用されていない。
 - SGX-ASXリンクは2006年9月末で停止。
 - 香港取引所におけるナスダック銘柄取引も不振が続く。
- ECNの取り込みなどによるシステム力の強化は市場の利用者に歓迎されている。

6

