

証券取引所のグローバルな再編について

佐賀 卓雄

はじめに

証券取引所をめぐる国際的な統合や業務提携の動きが顕著である。同一地域における取引所の統合は流動性を厚くし効率性を高める効果が期待できるものの、国境を越えた取引所の統合はその効果が必ずしも明らかではない。過去にも二度、同じような動きがあったが、この背景には機関投資家の注文がより低い執行コストを求めてデライズ・マーケットに流出し、それに危機感を抱いた

既存の取引所が奪回に向けてグローバルな連携を強めたことがある。

しかし、この試みが成功するためには相互上場や監督体制の統一化など、現実には実現が困難な課題が多く、十分な成果をあげることはできなかった。これらの課題に解決の道筋をつけない限り、機関投資家の注文の争奪をめぐるデライズ・マーケットの優位性を覆すことは難しいであろう。

一、証券取引所の株式会社化、上場の背景

近年、取引所も含めた証券取引システムの変貌が著しい。例えば、一昔前であれば、証券取引には取引所（市場）集中義務が課せられ、唯一の取引場所は証券取引所に限られていた。そして、証券取引所の最も大きな特徴の一つは会員制度であった（これらの点については、佐賀「一九九五」を参照されたい）。

しかし、取引所集中義務は撤廃され、複数の取引の場が並存するようになった。また、証券取引所は会員制組織から株式会社組織に変更され、その多くが自ら上場を果たしている。証券取引所の株式会社化は一九九三年のストックホルム証券取引所が先鞭をつけたが、その後、九〇年代後半か

ら次々に株式会社組織に移行するとともに、上場する取引所が相次いだ。二〇〇六年三月現在、上場企業の時価総額でみれば世界に存在する取引所の八九％が株式会社組織である（うち、七〇％が上場され、一九％が非上場）（Aggarwal and Dahiya [2006]）。今や、証券取引所は株式会社組織が主流になっているといえる。わが国では、二〇〇一年四月から株式会社組織の証券取引所も認められるようになり、現在、東京、大阪、そして名古屋の各証券取引所が株式会社に組織変更している。

このように、国際的にみれば会員制の証券取引所は少数派になっているが、このことは規制上、困難な問題を提起することになった。それは、証券取引所が営利を目的とする株式会社組織に変わる場合、会員制の取引所が認められてきた自主規制機関（SRO）としての機能をどのように位置

づけるかという問題である。取引所の運営を行い利益をあげる行為と、それを管理する立場とはしばしば矛盾することが予想され、自主規制機能が十分に発揮されなくなる恐れがあるからである。

この問題に対する対応は、各国の証券規制に対する考え方を反映して様々である（例えば、イギリスは監督機関である金融サーピス機構（FSA）が自主規制機能を吸収、アメリカは自主規制機能を担う組織を別会社化、日本の東京証券取引所は自主規制機能を保持したまま株式会社組織へ移行）。しかし、株式会社組織に変わったからといって、証券取引所のもつ公益性の性格がなくなる訳ではなく、依然としてSROとしての機能をどのように位置づけるかは重要な問題である。

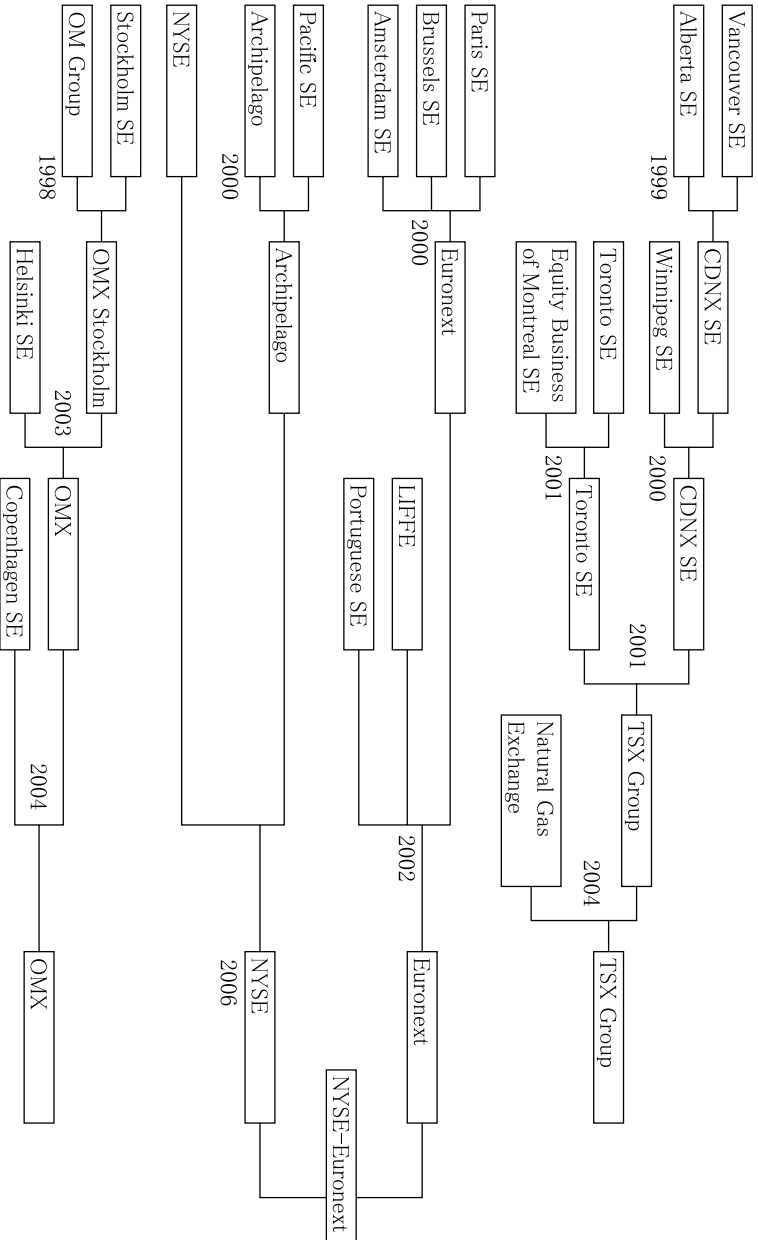
それはともかく、最初から民間企業（株式会社）として運営されていたスウェーデンのOMGグループのような例外は別として、取引所の株式会

社組織への移行が顕著になっているのは、証券取引のシステム化が急速に進むにつれて、意思決定の迅速性、および資金調達の機動性の確保が死活問題になりつつあるためである。国際的な証券取引所間の競争はいうまでもなく、アメリカのように国内的にもECNなどの代替的な取引システムが競合する下では、市場参加者のニーズに十分に応えることのできない取引システムは淘汰されざるを得なくなっているのである。

二、証券取引所再編の現状

図表1は主要な証券取引所の統合の流れを整理したものである（ロンドン証券取引所、ドイツ証券取引所をめぐる動向は、現在進行中であるため除いている）。一九九〇年代末より、集約化が著しいことが分かる。国際的な取引所の統合を促し

図表 1 国際的な証券取引所の統合



(出所) Aggarwal and Dahiya [2006], p.101

ている要因として「オーダーフローの外部性」、証券取引の電子化にともなう固定費の割合の上昇、そして規制上の制約の緩和、が指摘できる。

まず、「オーダーフローの外部性」(order flow externality)とは、流動性の厚い市場に注文がますます集中する現象を指す。証券取引は価格の優位性、執行の確実性が高い、つまり流動性の厚い市場に集中する傾向を持っている。したがって、何らかの理由によって、いったん取引が一つの市場に集中し始めると、その傾向は持続かつ強まる傾向がある(これについては、Harris [1995], Harris [2003], chap.26, を参照されたい)。これはグローバルにみても、一定地域に情報インフラの面で優位性を持つ中心的なマネー・センターが存在する理由である(たとえば、外国為替市場における、ロンドン、ニューヨーク、東京、そしてそれを取り囲むシドニー、香港、シン

ガポールなどのサテライト・マーケットの編成)。

これはITが発達し、どこにいても情報が入手できる状況を考えれば、極めて逆説的である。つまり、ITの発達により海辺のリゾート地であるうが山の中であるうがコストをかけずに同じ情報が手に入る環境では、各地に分散した金融市場が出現するのが自然にみえるからである。次元の異なる問題ではあるが、各主要都市における金融の中心がおおよそ昼飯を食べに集まれる、半径が地下鉄の二駅ぐらいの範囲に集中しているのも興味深い。一見、ITの発達とは逆説的なこれらの現象は、どこにいても手に入る情報というのはそれほど価値が高くなく、本当に価値のある情報は顔をつき合わせて手に入る情報であることを意味している。

以上を整理すると、流動性および情報の質の面で、金融市場、特にリスク商品の市場は本質的に

集中傾向をもっているといえる。

取引所集中義務が課せられ、代替的な取引システムが存在しない下では、唯一の競争は証券取引所間の競争であるが、ニューヨーク（NY）や東京のような中心的な証券取引所に注文が集中する傾向がある。したがって、それ以外の証券取引所が同じ銘柄について注文を集め流動性を高めるためには、取引所間での合併や統合によって規模を拡大し流動性を厚くすることが必要である。先進各国において取引所が集約されてきたのはこのためである。

地方の証券取引所がこのような状況を打開していくのも一つの方策は、異なる商品、市場を育てていくことである。最近のアメリカの個別株オプション市場における地方証券取引所の健闘、あるいは大阪証券取引所のデリバティブ市場の成功はこうした例である。

証券取引所の統合を促進しているもう一つの要因は、証券取引の電子化である。依然としてフロア取引を続けている証券取引所は珍しくなったが、バックオフィスまで含めれば取引工程のほとんどが電子化されている。元々、証券取引所の業務は固定費の割合が大きく、取引量が増加するにしたがって急激に利益が増える「規模の経済」が作用するとみられてきた。証券取引の電子化によってシステム投資が増加するにつれて、証券取引所は巨大な装置産業になり、この傾向はいつそう強まっている。今回のNYSEによるユーロネクストの買収にあたって強調された点の一つもシステム投資の節減であった。

しかし、逆説的ではあるが、現在のように技術革新のスピードが速くシステム自体が急速に陳腐化し、新しい低コストのシステムが次々に登場するような状況の下では、ECNのような最新の取

引システムを備えた新規参入業者が急速にシェアを奪つような事態が展開している。参入障壁はかつてないほど低くなり、競争は激しくなっているのである。

最後に、証券取引に対する規制上の制約の緩和である。このことが特に顕著なのは欧州共同体（EU）においてであることはいうまでもない（ユーロネクストへの集約、そのNYSEとの統合を受けて、イタリア取引所、マドリード取引所、さらにはNYSEと競合関係にあったドイツ取引所の合流も観測されている）。

三、アメリカを震源地とする証券取引システムの再編

(1) 市場間競争の展開

視野を証券取引システム全体に広げてみよう。

アメリカでは、既に一九六〇年代後半に同一の銘柄が分断された異なる市場で取引される「市場の分裂」(market fragmentation) が問題にされ、七五年の証券諸法改革法によって証券市場の統合に向けた全国市場システム (NMS, National Market System) の導入が行われた。その後、機関投資家が台頭し注文が大口化すると、従来の取引所のオークション・システムではマーケット・インパクト・コストが大きくなり、このニーズに十分には応えることができなくなる。匿名性や、他市場でついた価格で執行を行う価格の模倣（デリバティブ・プライシング）を特徴とする私的取引システム（PTS）の登場は、このような機関投資家のニーズに応えようとしたものである。この中の一部の業者は他業者との差別化を図り、自ら自動執行機能を持つことを優位性として標榜するようになる。これらは電子取引システム

(ECN)と呼ばれるようになった。

こうなると、取引所とECNは機能上の区別はなくなる。かくして、証券取引委員会(SEC)は一九九八年にレギュレーションATS(代替的取引システム)を採択し、両者は機能上は異ならないとした。これにより、取引所が営利目的の株式会社組織に変更することも可能になったのである。

ECNは特にすべての上場銘柄にマーケット・メーカー(MM)制度を義務づけているナスダックの取引シェアを奪い始めた。MM制度はそれぞれの銘柄に最低限のロットの注文に応じる義務を負わずMMを指定することにより執行の確実性を高めることに利点があるが、MMは自己勘定で応じることにともなうリスクをアスク・ビッドの Spreadを広げることによって吸収する。この分が投資家のコスト負担になるから、投資家にとつ

てマイクロソフト、インテル、アップル、アマゾン、グーグルといった、人気が高く流動性の厚いナスダック上場銘柄についてはオークション・システムの方が有利である。ECNはアスク・ビッドをゼロにし一株当たり数セントの手数料を徴収する、つまり事実上のオークション・システムを採用することによってナスダックのMM制度の矛盾を突き、シェアを奪っていったのである。当然の結果であるが、投資家に人気があり流動性の厚いナスダックの銘柄ほどECNのシェアは高くなった。

ECNはMMの一つとみなされる限り、そのシェアの上昇は注目されても、ナスダックにとって大きなダメージではなかった。しかし、レギュレーションATSにより一部のECNが証券取引所として登録するに及び、ナスダックにとってECNは自己の存立基盤を揺るがしかねない脅威と

なってきた。

他方、依然としてフロア取引を続けるNYSEはナスダックやECNと較べ執行のスピードが劣るため、次第に機関投資家から敬遠され、じりじりとシェアを落としてきた。そのため、小口注文についての電子化などの改革を行ったものの、取引制度の根幹をなすスペシャリスト制度はそのまま維持されてきた。

二〇〇五年にレギュレーションNMSが採択され、トレード・スルー（劣後執行）規則により執行スピードの遅い非電子取引システムへの注文の回送は義務づけられなくなった（これについては、Stoll [2006]、pp.170—72を参照されたい）。かくして、ナスダック、およびNYSEの両者にとつて、ECNは手強い競争相手として意識されるようになった。二〇〇五年以降のナスダックによるINETの買収、NYSEによるアーキペ

ラゴの買収は、アメリカ国内における株式市場の勢力変動がECNの取り込みを中心に進行していることを示している。

(2) 地方証券取引所の反撃

こうした動きから取り残された感のあつた地方取引所も、ここにきて大手証券会社の資本参加を得て、存在感を強めている (McGEE [2006])。地方証券取引所は全体でも株式売買高の一〇%以下を占めるに過ぎないが、近年、大手投資銀行の出資を得て、存在感を強めている。図表2は大手投資銀行のECNや各地方証券取引所への出資動向を示したものであるが、近年、積極化していることが分かる。

この理由は、二〇〇五年に成立したレギュレーションNMSにより、依然としてフロア取引を続けているNYSEのような取引所はトレード・ス

図表 2 市場機能への出資状況

出資金融機関	ISE 証券取引所	ボストン オプション 取引所	フィラデル フィア証券 取引所	ジョンナ ル証券 取引所	ボストン 株式 取引所	シカゴ 証券 取引所	CBOE 証券 取引所	BATS (BCN)	BIDS (ATS)	Level (ATS)
クレディ・スイス		●	●	●	●			●	●	●
シティ・グループ		●	●	●	●			●	●	●
モルガン・スタンレー				●	●				●	●
メリルリッチ			●	●	●				●	●
リーマン・ブラザーズ			●	●	●				●	●
シタデル・デリバティブズ			●						●	●
インタラクティブ・ブローカーズ	●									
ベテスターズ	●									
UBS	●		●						●	
JPモルガン	●	●								
ナイトキャピタル	●			●						
Eトレッド	●					●				●
バンダーモレン	●				●					
フィデリティ	●									
ゴードマン・サックス						●			●	
ロイチェ・バンク	●									
ノムラ・セキュリティーズ	●									
サント・トラディティヴ	●									
ブルンバーク・トレードブック	●			●						
バンクオブアメリカ						●				
ラブランシュ							●			
サスケハンチ							●			
ライム・ブローカーレージ								●		

(注) ●……2005年4月以前に出資
 ●……今年度(2006/4以降)の出資報道
 ●……昨年度(2005/4-2006/3)の出資報道
 (出所) 大和総研 NY 情報技術センター

[各社資料、報道発表より大和総研 NY 情報技術センター作成、2006/10/17現在]

ル―規則で保護されなくなったため、地方取引所がシステム面での優位性をいち早く確立し、NYSEからの注文の奪回を目指しているのである。

他方、大手投資銀行にとってはNYSEとナスダックの優位による証券取引の寡占的な状況の出現は、いずれは諸々の手数料の引き上げにつながりかねないとの危惧から、それらへの対抗軸を確立するという思惑がある。これは、一九九〇年代に大手投資銀行がECNに積極的に出資していたのと相通じるものである。地方証券取引所は個別株オプシオン市場でも存在感を強めている（これらの具体的事例については、McGEE [2006]を参照されたい）。

(3) SECのスタンス

このようなアメリカの証券市場におけるダイナミックな動きは、SECの姿勢によるところが大

きい。SECはイノベータータイプな新規参入業者に對して一貫してハンデを認める形でイノベーションの目を育もうとしてきたように思われる。いくつかの例をあげよう。

まず第一に、アメリカ証券市場の大改革であった一九七五年の全国取引システム(NMS)の採用をあげることができる。当時、NYSEは自らを中央市場とする構想を主張するが、議会、司法省およびSECは三三年証券法はNYSEを中央市場と定めてはいないという理由でこの主張を退け、各取引システムが公平な条件で競争するNMSを採用するのである。これが以後のダイナミックな「市場間競争」の展開をもたらしたことは周知のところである。

また、地方証券取引所や第三市場のマーケット・メーカーを優遇するプレファレンスインギング⁽¹⁾(preferencing)やオーダーフロー・ペイメント

(payment for order flow)⁽²⁾ のような、一見すると公平な競争条件に反すると思われる慣行も SEC は許容してきた。

(1) プレファレンスイングとは、ブローカーが特定のマーケット・メーカーやスベシヤリストに顧客注文を優先的に回送することをいう。一部の地方証券取引所（シンシナチ証券取引所（CSE）ボストン証券取引所（BSE））が一九九〇年代初頭からプレファレンスイング・プログラムを開始したため、競争上の弊害が問題になった。SECは、それがこれまでも行われてきたオーダーフロアの店内化（internalization）と異ならなく、競争上、特に問題はないとした（SEC [1997], *Report on the Practice of Preferring*）。

(2) オーダーフロー・ペイメントとは、ブローカーが支払った手数料の一部を、注文を受けた第三市場のマーケット・メーカーが払い戻すことである。これにより、インターネット証券は顧客に安い手数料の提供が可能になり、注文の獲得が容易になったとされる。

さらには、ECNが台頭しレギュレーションATSによってそれらに取引所登録を義務づける一

方では、取引高の少ないECNに対しては規制による負担が重いという理由で登録免除を認めたのである。

これらの措置から伺えることは、SECがイノベーションの目を大事にしながら、効率性、公平性を高めるような証券市場の絶えざる変革を推し進めようとする姿勢である。

四、証券取引所再編の行方

— いくつか来た道（？） —

振り返ってみれば、これまでも取引所再編が注目されたことが二度あった。一度目は、日本が丁度バブル期にあった一九八五年から八六年にかけての時期である。この頃盛んに論じられたのは、業者が東京、ロンドン、ニューヨークの各現地法人（支店）ネットワークに「ブックを回す」

形でのグローバル・トレーディングの展開、そしてこれらの証券取引所の立会時間を延長し、いつでもどこかの主要取引所の立会いが行われ注文執行が可能な「二四時間取引」構想である。実態的には、前者は現実的ではあったものの、後者は当初からコンセプトが明確ではないという批判が根強く、その後、大きな展開もなく終わった。

そもそもこの時期に取引所の連携の必要性が叫ばれたのは、証券取引における機関化現象の一層の進展がある。アメリカ国内での事態の進展が示すように、機関化はオークション・マーケット（証券取引所）から、業者間市場（ディーラーズ・マーケット）あるいは機関投資家の大口注文やバスケット注文の受け皿となったPTTSやECNへの注文の流出をもたらした。それと同じように、海外取引所での執行も増加した。この失地回復を狙ったものが、当時のフェランNYSE理事

長が提唱した市場リンケージにより二四時間取引の実現を目指したグローバル証券取引所構想であった。それに沿って、清算・決済に関する業務提携は一定程度、進展した。しかし、重複上場や上場基準の統一化、さらには市場管理体制といった、ある意味では各国の主権に関わる側面についてはほとんど進展はみられなかった。ディーラーズ・マーケットからの注文の奪回を目指すのであれば、多国籍市場に向けた進展が不可欠であるが、その面での成果はほとんどなかったといえよう（神木「一九八九」、第八章を参照）。

二度目は、一九九九年から二〇〇〇年にかけてナスダックのヨーロッパ進出（ナスダック・ヨーロッパ）、日本進出（ナスダック・ジャパン）、そしてそれに対抗してNYSEを中心としたグローバル・エキイティ・マーケット（GEM）構想が打ち出された時期である。当時と較べヨーロッパ

の証券取引所が大幅に集約されているが、基本的な構図は酷似している。この結末はどつであつたか。ナスダックの撤退、GEM構想の雲消霧散である。

それでは、現在の統合、合併会社の設立構想、そして業務提携などの動きはどのように評価できるのだろうか。その前に、新聞報道により今年秋以降に明らかとなつた取引所の再編の動きを整理しておこう。

- ・ CMEとドイツ取引所が統合に向けた話し合いとの報道（一〇月）
- ・ CMEとCBOTの合併合意（一〇月）
- ・ NYSE・ユーロネクスト統合にドイツ取引所が合流との観測（一〇月）
- ・ ドイツ取引所とスイス取引所が共同でワラントやデリバティブを取引する取引所「アレックス」を創設（両取引所は既に先物・オプション）

シヨンの取引所「ユーレックス」を共同運営（一〇月）

- ・ NYSE、東証に株式持合いを軸にした業務提携を提案（一〇月）
- ・ ロンドン証券取引所、東証に対して業務提携を提案（ETFの相互上場など）（一一月）
- ・ 欧米の有力投資銀行七行、欧州株のPT市場の創設計画を発表（一一月）
- ・ ナスダック、ロンドン証券取引所に買収の再提案（一一月）
- ・ メリルリンチ、機関投資家の注文の社内付合せ（クロス取引）の開始（UBS証券、クレディ・スイス証券は既に取扱い開始）（一一月）
- ・ 大証、ISE（インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ）と提携交渉（一一月）

この二ヶ月間だけでも取引所関係の統合や業務提携などについてこれだけ活発な動きがあることに驚かされる。ここで注目されるのは、大手投資銀行における店内付合せと独自の取引市場（P T S）創設に向けた動きである。

先に指摘したように、一九八〇年代後半の市場リンケージによる「二四時間取引構想」は機関化の進展による注文のデイラーズ・マーケットへの流出に対する既存の証券取引所の対応であったが、今回も含めたその後のグローバルな取引所の再編の動きの背景も変わらないといえる。もし違いがあるとすれば、機関投資家の中でもヘッジ・ファンドの存在感が顕著になり、彼らの執行ニーズへの対応が、取引所も含めた取引システムの盛衰を左右することになるであろうということである。そのために、アリゴリズム取引の普及にともなう小口取引の急増に備えたシステムの増強、デ

リバティブの品揃えがこれらの動きの大きな動機になっている。

ただし、大きな違いは、大部分の証券取引所が株式会社組織変更しており、株主の意向を無視できないということであろう。ドイツ取引所とNYSE・ユーロネクストとの関係、またロンドン証券取引所とナスダックなどの合併提案をめぐる動きの背景には主要株主の思惑があると伝えられている。

このようにみれば、八〇年代後半に現実性を持つていたのが業者のグローバル・トレーディングであったように、デイラーズ・マーケットの動向こそ最も注目される必要があると思われる。野村証券によるインスタインネットの買収、大手業者によるPTSの創設、そして店内付合せの拡大は既存の取引所にとって最大の脅威であろう。

これらの動きが今後どのような展開を見せるこ

となるのか、はなはだ興味深い。ただ、原理的に、リスク商品の市場については情報面からマザー・マーケット（母国市場）の優位性が最後まで残るといえる。したがって、国境を越えた取引所の統合の効果は、本来、限定的であろう。加えて、国内、あるいは域内における取引所の統合とは異なり、流動性を集約するという効果はそれほど大きくはない。さらに、各国の規制当局が異なるために、上場基準などを大幅に統一するのは相対に難しい。統合の効果として分かりやすいのは、システム統合によるコストの節減である。

このようにみれば、話題性の割りには、国境を越えた取引所の統合の効果はそれほど期待できないということになる。

【参考文献】

Aggarwal, R. and Dahiya S. [2006], "Demutualization and Public Offerings of Financial Exchanges", *Journal of*

Applied Corporate Finance, Summer

Harris, L. [1995], "Consolidation, Fragmentation, Segmentation, and Regulation", in Schwartz, R.A (ed.), *Global Equity Markets*

Harris, L. [2003], *Trading and Exchanges*: 宇佐美洋監訳
 [100大] 『取引と市場』(上) / (下) 東洋経済新報社

McGEE S. [2006], "Revenge of Regionals", *Institutional Investor*, July

Stoll, H.R. [2006], "Electronic Trading in Stock Markets", *Journal of Economic Perspectives*, Winter

神木良三 [一九八九]、『証券上場理論の展開』晃洋書房

佐賀卓雄 [一九九五]、『アメリカにおける証券取引システムの変貌』『証券研究年報』(大阪市立大学証券研究センター) 第一〇号、二月

証券団体協議会 [一九八六—八七]、『グローバル・トレードインクの現状』(1) / (1D) / (111)

日本証券経済研究所 [二〇〇五]、『図説 アメリカの証券市場』二〇〇五年版、第六章 一

(さが たかお・当研究所理事・主任研究員)