

取引所統合とわが国証券市場の展望

滋賀大学経済学部
教授 二上季代司

実務家からみて学会とりわけ経済系の学会は「高尚」すぎて参考にならないように思われがちだが、意外に興味をそそるテーマを取り上げている場合がある。さる6月14、15の両日、獨協大学で開催された証券経済学会（81回全国大会）の共通論題「取引所統合とわが国証券市場の展望」などは、その好例で、時宜を得た関心の高いテーマといえるだろう¹。

昨年初め、東西の証券取引所が経営統合し日本取引所（JPX）グループが発足した。この1年半の間、予定通りに現物株、清算業務、自主規制業務、デリバティブと相次いで市場および業務の統合が行われた。統合後の現物株やデリバティブ市場、清算業務については、流動性（出来高）、金利スワップ清算高が増加し、価格形成についても旧大証単独銘柄の株価上昇などが伝えられている²。もっとも、統合の効果について結論を下すにはもう少し時間が必要だろう。

以下では、証券経済学会において、JPXに関しどのようなことが議論されたのか、基調報告の内容ならびにフロアからの質問とそれへの回答を紹介してみよう（なお、基調報告者の敬称ならびにフロアからの質問者の氏名・所属先・肩書きは紙幅の都合上、省略させていただいた）。

1、取引所統合の歴史的意義

小林は、取引所再編統合の歴史をさかのぼり、今回のJPX発足の歴史的意義を検討している。小林によれば、1893年の取引所法成立後、取引所の乱立時代が始まり、ピーク時（1897年）には137（うち9割以上の132が株式会社組織で、米など商品と証券との兼営が多かった）を数えている。

しかし組織弱小、投機に偏る傾向が顕著であったため、1902年以降、最低資本金の引き上げなど政府は抑制政策に転換、取引所の新設はほぼなくなる。戦時統制下では、米の統制によって米取引が急減。これらの結果、取引所の解散が増え、1939年には18取引所（うち株式組織13）となる。そして金融統制強化の観点から1943年には全国11すべての証券取引所が統合され「日本証券取引所」（以下、「日証」と略）が発足する。

「日証」は戦時統制の産物ではあるが、上場基準の明確化、投機的取引の抑制がうたわれている。これをもって小林は、「日証」発足が、取引所・証券取引一般が国民経済や金融の中によりやく位置づけられる契機となった、と評価する。もっとも、その評価は「日証」への過大評価と思われることを懸念してか、質疑応答の中では、取引所統合と並んで証券業者の統合・再

¹基調報告は小林和子（日本証券経済研究所）「戦時取引所統合から平時統合まで」、大崎貞和（野村総研）「取引所統合とわが国証券市場の展望（国内面に関する論点）」、山澤光太郎（JPX）「日本取引所グループのアジア戦略について」の3氏。これにフロアからの質問が加わって活発な討論が行われた。なお、筆者は高橋元教授（作新学院大学）とともに共通論題の司会を行った。

²旧大証単独銘柄195銘柄の統合後一年の株価を比較したところ（2014年7月15日対比13年7月12日）、158銘柄（8割）が上昇し、130銘柄（7割）が日経平均を上回っている（日本経済新聞7月16日）。金利スワップの清算高急増については日本経済新聞7月21日付。

編・選別淘汰が戦時下で進んだことも戦後の市場発展の要因の一つだと指摘している。

戦後は、戦時金融統制の撤廃とともに「日証」は解散し、1949年には東京、大阪、名古屋を中心に証券取引所が再開された。また証券取引法のもとで取引所は自由設立が建前になる。とはいえ実質的には認可制で新設は認められず（例外は札幌）、かといって戦時下のような統合合併への強制も見られなくなった。しかし、20世紀末になると、金融証券改革政策の過程で市場間競争の促進が取り上げられ、取引所（および証券業）の経営・運営の根幹は市場の判断にゆだねられた。今回のJPXの誕生は、「市場の判断」がもたらしたものと位置づけている。

2、市場の圧力とJPX

小林が指摘するように、取引所統合が市場間競争の渦中で「市場の圧力」に押されつつ、既存の証券取引所の主体的な判断によって結果したものだとするれば、統合後のJPXが直面する課題は何だろうか。大崎はJPXが直面する主として国内面の課題に、山澤は海外面の課題に言及しているのだが、それぞれの論点ごとに、どのようなことが議論されたのか、整理してみよう。

まずJPXのガバナンス環境についてであるが、山澤は次のように言う。すなわち旧大証の時代は株主の70%が外人であり、彼らはROE8%以上を要求してきた。東証は大証と合併してようやく上場株式会社となったが、統合後も外人株主が多いことには変化はない。一方で取引所は公的な存在でもあり、従業員1100人うち直接的な収益には関わらない自主規制部門に200人を擁しているが、これは市場の公正性・信頼性の維持・向上のために不可欠である。

同じく山澤はいう。JPXの世界における位置付けは、現物は3位であるが、デリバティブは14位とかなり低い。デリバティブの課題としては、商品の多様化が必要である。現状は株価指数と国債のデリバティブに偏っており、金利とコモディティの分野での品揃えが欠けている。

以上のように、自主規制という公的な役割を抱えつつ株主利益にも応えていくことが今後のJPXのガバナンスさらには経営戦略を規定していくということになる。その際、主たる株主が外人であることからJPXは常に国際的な位置付けを意識せざるを得ないだろう。

3、デリバティブの課題

国際的にみて、デリバティブ市場の強化が喫緊の課題であることは上記の指摘から明らかであるが、ではJPXはこれについてどう取り組むべきなのか。

そもそも、旧東証において現物市場に比べデリバティブが国際競争に出遅れた原因は何か、という質問がフロアから出された。

これに対し、大崎は、旧東証がデリバティブに否定的だったこと、その背景として先物取引禁止の時代が長く取引所として積極的ではなかったことを挙げている。また、山澤は、旧東証は取引所を「インフラ」として位置づける意識が強く、他方、旧大証は「収益性」重視の意識が強かった。これがデリバティブ市場への取り組みの差に反映された、と答えている。

また、JPXにおけるデリバティブ市場の位置付けについて、大崎は、デリバティブは取引所のイニシアチブによって上場を増やせること、現物以上の規模が拡大できること、今後の方向

としては、シカゴのように可能性のあるものはドシドシ上場していけばよい、と答えている。他方で、大崎はデリバティブに対する根強い偏見をどう克服するか、という課題があることを指摘し、デリバティブの機能を「ヘッジ手段」として位置づけるよりも「価格発見」機能を果たすもの、という理解を広く世間に広めることが、偏見を払拭するうえで重要だと主張する。

さらに大崎は、デリバティブ市場の最大の焦点が「総合取引所化」であることを指摘する。その手っ取り早い解決策は、東京商品取引所との経営統合・市場統合であるが、それがなかなか進展していない。他方、JPX 単独による商品取引市場開設には経産省・農水省による同意が必要であり、縦割り行政が壁になっていると指摘する。

JPX が重視するアジア地域では、デリバティブ市場は急成長し、JPX はあっという間に追い抜かれた。しかし、山澤はいう。彼らも大きな問題を抱えている。つまり、中国のコモディティ・デリバティブ、韓国の株価指数オプションなどは投機的な個人がマーケットの中心となっており、かつてのわが国の商品先物市場に類似している。JPX のデリバティブ部門は多様な市場参加者により構成される健全かつバランスのとれた市場発展を目指すつもりである、と。

4、現物市場の課題

現物株市場の統合により、JPX は国際的にも出来高で世界 3 位となった。大崎によれば、国内シェアも圧倒的である。日本国内における PTS のシェアは依然として小さく「市場の分裂」を懸念する必要はない。したがって注文獲得競争は市場運営者の技術革新・サービス革新を刺激するとともに裁定取引の活発化につながり、現在の競争は望ましい、という。

これに対して、海外企業の上場誘致対策では Pro Market 創設や英文開示の推進等の努力はあるものの現状ではなお効果が出ていない。他方、日本企業の海外上場については日本語の壁があるため東証から海外への上場流出は起きないだろう、と大崎はいう。

このように、国内市場における圧倒的シェアとは対照的にクロスボーダーの上場誘致がほとんど見られないことについて、フロアからいくつかの質問があった。

まず、大阪に現物株市場がなくなったことの影響が問われた。これに対し、山澤は大阪地区上場企業の相談業務、決算発表は統合後も大阪で行っており、このために、スタッフも東証からの出向という形で旧大証の出身者が引き続き従来と同じ仕事をしている、と答え、影響はほとんど出ていないと主張している。

5、海外戦略

JPX の海外戦略について、山澤はアジアに注力していると基調報告の中で述べている。なぜならば、2050 年にはアジアは世界の GDP の 50% を超えると予測されるからである。JPX はアジアの証券市場発展に貢献しつつ、その成長にあずかりたい、という。そして、現状の取り組みとしては、①ミャンマーにおける取引所設立への支援、②アジア取引所における ETF・先物上場、③プロボンド市場ならびに④インフラ・ファンド市場創設を通じた資金供給に注力していることを紹介している。

しかし、前述のように、海外企業の東証上場誘致はこれまでほとんど成果が得られていない。これに関連して、アジア戦略とりわけアジア企業の東証上場誘致について具体的な戦略はあるのかという質問が出た。質問者は、たとえば上場説明書の日本語訳を省略することなども考えられるのではないかと、と具体例を出して問うた。

これに対し山澤は、プロ向けの TOKYO PRO Market、TOKYO PRO-BOND Market では、英語の書類により上場が可能となっている。一般向けには日本語訳は投資家保護の面から不可欠であり省略できない。確かにアジア企業にとって日本語訳はコスト高だが、従来はそれを補って余りあるほどのメリットがあったから上場申請する海外企業もあったのだろう。そのメリットが低下していることの方が問題であり、日本語訳を省略するという策よりも、今後はこのメリットを強化することが大事だ、と答えている。

6、地方取引所問題

JPX は旧東証・大証の経営統合であり、名古屋、札幌、福岡に証券取引所はなお残存している。これら地方取引所の今後のあるべき姿が問われた。

これに対し、大崎は、かつて地方取引所は新興市場の創設など上場誘致競争によって生き残ろうとしたが結果ははかばかしくなかった。現行のフルラインの取引所としては存続できないだろう。証券取引所のもつ上場機能と売買機能はいまや分離しつつある。売買機能だけを担っているのが PTS だとすれば、上場機能だけを担う方向で取引所として生き残りを模索するのも一考だ、と興味深い提案をしている。つまり地方企業の発掘、上場適格性を持てるようなアドバイス、サポート業務に専念するのである。これには先例がある（沖縄 J アドバイザリー）。

しかし、こうした地方企業の発掘は地方取引所の専売特許ではなく地方金融機関でも行えることではなかろうか。事実、大崎は、地銀もこうした方向性に関心を示している、と答えている。そうであれば、「上場機能」を巡っても競争が待ち受けていることを認識しておく必要があるだろう。

7、自主規制のありかた

自主規制の在り方について、JPX は傘下にこれを抱える形をとっている。これに対し、分離独立させることを考えなかったのか、と問われた。

これに対し、大崎は内部に並立させ、両立させることはできると答え、山澤は米国の FINRA（米国金融取引業規制機構）のように外に出しているところもあればそうでないところもありグローバルスタンダードはなく、内に抱える良さもある、と答えている。むしろ、このような組織面よりも、大崎が自主規制機関の本来の在り方を強調したことの方が印象的であった。すなわち大崎は言う。現在においても粉飾決算や不公正取引が相変わらず横行しているが、これまでは法的手当てに委ねる度合いが高かった。しかし今後は、取引所自身が取引を行う上で必要なルールを作るべきである、と。けだし正論であろう。

8、おわりに

以上、本年6月に行われた証券経済学会の共通論題「取引所統合とわが国証券市場の展望」の基調報告および質疑応答の内容について紹介した。論点としては、①JPX発足の歴史的意義、②JPXの戦略を規定するガバナンス環境、③デリバティブ市場、④現物株市場、⑤海外戦略それぞれにおける課題、さらに⑥自主規制機関の在り方、⑦残された地方取引所の今後の進むべき方向性など、多岐にわたっている。基調報告を含め2時間半のセッションであったが、きわめて示唆に富む、内容の深い議論であったことを付記しておきたい。

(なお文中、基調報告者ならびにフロアからの質問と回答についての記述は、筆者に文責がある。これによる誤りは筆者にあることをお断りしておきたい)

(参考文献)

小林和子『日本証券史論』日本評論社、2012年。

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。