



—連載（第34回）—

欧州における10年後の証券取引所ビジネスを予測

■ 1. はじめに

10年後の証券取引所ビジネスはどうなっているのだろうか。証券取引所に勤務する者としては、目先の業務に追われる日常の中においても、各人が頭の片隅に、あるいは一度まとまった時間を作り、じっくりと考えなければいけない事項であることはいうまでもない。

反対にいまから10年前を振り返ってみると、いまの証券取引所ビジネスとは隔世の感ともいえる部分も多くある一方で、本質的に変わらないものも多くあるようにも感じている。

こうした中、スイス取引所を運営するSIX Group Ltd.（以下「SIX」という^{（注1）}）が、本年1月29日、この先5年から10年ほどの間に、欧州証券取引所及びその周辺ビジネスがどのようなになっているのか、その予測シナリオをホワイトペーパー「Future of the Securities

Value Chain」として公表した^{（注2）}。

SIXによると、このホワイトペーパーは、当初はSIX経営陣が、事務部門に対して、5年から10年程度の将来を念頭に、欧州証券取引所及びその周辺ビジネスがどのような姿となっているのか、予測シナリオを策定するよう指示したことに伴い作成されたものである。SIX経営陣としては、将来の予測シナリオをあらかじめイメージしていくことにより、この先の証券取引所ビジネスに関する経営判断を行う際の参考情報として利用していくことを考えていたようだが、検討の過程において、このような予測シナリオのうち一部の内容については、むしろ対外的に広く公表していくことで、SIXのステークホルダーを含めた幅広い市場関係者との間で情報をシェアし、これにより外部からSIX経営陣に向けて、この先のSIXビジネスをどうしていくかといった議論を惹起させていくことを念頭に置いているようである。

このホワイトペーパーだが、5年から10年



(図表) 証券取引所の将来予測シナリオに影響を与える要因

大分類 (5)	内訳 (主な事項を抜粋)
社会・文化 (17)	デジタルネイティブ (注3)、透明性 (注4)、持続性
テクノロジー (14)	インターネット化 (IoT)、データ分析機能の向上、人工知能、自動化、分散台帳技術
経済 (20)	オンラインや仲介機関の業務、金融危機、サイバー犯罪、IT
自然環境 (4)	気候変動、再生エネルギー
政治・法規制 (16)	規制のばらつき (注5)、IT企業の大型化、保護主義、政府への信頼性

※大分類枠内に記載されている数値は、各分類枠ごとに、分類項目に掲げた要因数を示す。
(出所) SIXレポートをもとに、JPX作成

ほど将来の欧州証券取引所のビジネス環境について、証券取引所が自ら分析し、かつ情報をシェアしている点に興味を感じたことから、本コラムでは、SIXが公表した当該ホワイトペーパーの内容を紹介することとした。

なお、本文中の意見は執筆者に属し、必ずしも所属する組織の見解を示すものではない旨をお断りする。

■ 2. 証券取引所の将来予測シナリオに影響を与える要因

SIXは、欧州証券取引所の将来予測シナリオの分析を行うにあたり、まず、証券取引所や証券取引所が取り扱う金融商品等に、影響を及ぼす可能性の高い要因として、どのようなものがあるのか、といった検討を行っている。

それによると、まず、大きな分類項目として、①社会・文化、②テクノロジー、③経済、④自然環境、⑤政治・法規制、といった5つの要因を掲げており、それぞれに小分類項目

を設け、その分類数は70以上に及んでいる。

■ 3. 想定される今後のシナリオ

SIXによると、市場環境等に影響を及ぼすと考えられる諸要因等を洗い出し、それらをもととした試算を行い、その結果に基づいて5-10年後に想定されるシナリオを構築し、実現可能性のレベルに応じて、4つのシナリオを提示している (注6)。

1) 実現可能性の最も高いシナリオ

数多くの金融商品のうち、証券取引所の上場商品は、投資家の信頼も高く、人気のある商品として、取引が継続される。ただし、IT技術の発展等により、マーケットに直接アクセスが可能な電子プラットフォーム (ダイレクト・アクセス) を利用した取引も開始されており、仲介機関の役割は現在よりも低下している可能性がある。グローバルレベルで見ると、大手IT企業が、単独で独自市場を開設している可能性もある。

証券業界にも、自動化、人工知能、クラウ



ド技術、データ分析機能等といった新技術が幅広く普及・適用されていく一方で、ブロックチェーン等といった分散型台帳技術が、これまでの中央集権型台帳に取って替わるかとの点については未知数としている。サイバーリスクは、攻撃技術の高度化に伴い、従来以上に高まっていく可能性がある。

暗号資産の取扱いについては、種類、取扱金額ともに爆発的に増加し、投資資産としての需要は引き続き増加していく一方、オープン型ブロックチェーン技術については、大幅な拡大までは予想されないとしている。

2) 実現可能性の高いシナリオ

「上場」というステータスが、投資対象の品質を示す1つの尺度としてはみられなくなるようになり、「非上場」であっても優良な企業は、投資対象としての人気が高い商品も出てくる。上場規則が一層厳格化されていくことにより、上場商品の多様性が進まず、それに代わり、多様な商品上場が可能であるオープンマーケットを通じた取引が拡大していく。このオープンマーケットについても、投資家による、ダイレクト・アクセスを通じた参加が可能となることから、仲介機関の役割は現在よりも低下する可能性がある。非上場会社への投資が拡大していく中において、非上場商品に対する格付情報を提供するサービスも充実してくる。

3) 実現可能性の低いシナリオ

マーケットインフラどおしの競争が激しくなり、それに伴い利益も減少していくことから、規制当局が、こうした中においても非介入を続けるようであれば、大掛かりなM&Aが進展する。

この結果、証券市場においては、プライマリ市場、セカンダリ市場、CCP（中央清算機関）、CSD（証券決済機関）といった証券インフラごとの寡占化が一層進展する、あるいは、株式・コモディティといった商品ごとに、一部のグローバル企業における寡占化が進展していく可能性がある。新技術や特有のビジネスモデルを有する新たなマーケット参加者が多数参入していく中、法制度面におけるサポートも追い風となり、これらのマーケット参加者が一定の地位を確立していくようになる。巨大ITプラットフォーム企業の台頭は、政府による懸念もあり、規制の厳格化が求められる中、プラットフォーム企業の利益は減少する。

4) 実現可能性は低いものの、影響が大きいシナリオ

資本市場参加者の中には、デジタル技術等の進展に伴う自社への収益拡大の可能性は少ないと判断するところも出てくる。欧米各国における、保護主義の台頭や悪化する経済環境などの中において、グローバルレベルでみた成長の源泉は欧米からアジアへとシフトしていることも要因となり、資本市場関係者に

~~~~~  
おける業績見通しは悪化していく。政府に対する信頼も失墜し、国民は法定通貨を信頼せず、暗号資産の発掘等、国民の誰でも幅広く参加することが可能なブロックチェーンや暗号資産が利用されていく。

#### ■ 4. 最後に

SIXが今回公表したホワイトペーパーは、前述のとおり、SIX経営陣が自社に関する経営判断を行う際に、5年から10年後に想定される欧州証券取引所の姿（シナリオ）を予測し、その一部を対外公表することで、ステークホルダーを含めた幅広い市場関係者との間で情報をシェアし、外部からも議論を惹起していくことを目的としている。

SIXは、世界の主要証券取引所の中でも、いわゆる伝統的証券取引業務のほか、証券・資金決済サービスやスイス国内において中心的役割を担うバンキングサービス（ATMビジネスやデビットビジネス）、さらには最近ではフィンテック関連ビジネスにも積極的に取り組むなど、幅広い業務を担う多角的証券取引所の1つである。このため、5年後、または10年後の欧州証券取引所の姿を描くことで、これまでも大きく進化を遂げてきた証券・金融分野の価値創造を、いまのうちからしておくことが、自社グループのビジネスにも大きなメリットになるとの判断に基づき、一般の証券取引所ビジネスの将来予測シナリオとの形として公表されたものと考えている。

本コラムにおいて紹介した、「想定される今後のシナリオ」については、今後の市場環境の変化等に伴い、ステークホルダーから出された意見が今後変化していく可能性もあるとのことで、SIX自身がホワイトペーパーの中でも述べているとおり、「シナリオ作りには、目標期限もなく、終わりが無い」ということになる。

今回、SIXから公表された欧州証券取引所の将来予測シナリオが、今後、市場環境等の変化を受けて、どう変化していくこととなるのか、ロンドン駐在員事務所としても引き続き興味を持ってみたいと考えている。

- (注1) SIXは、もともとは「Swiss Infrastructure and Exchange」の略語
- (注2) <https://www.six-group.com/en/home/company/innovation/research-reports.html>
- (注3) 学生時代からインターネットやパソコンのある生活環境下で育ってきた世代のことを示している。
- (注4) 効率的な市場構築に向け、企業の情報開示、及び取引価格等といった取引情報等が適時適切に開示・公表されているか否かを示している。
- (注5) 導入された規制が、特定の組織・人に対して優位な結果を招いてしまい、必ずしも平等な結果をもたらさない制度となることなどを示している。
- (注6) 各シナリオ内においても、類似シナリオを別途検討しているものもあることから、厳密には合計8つのシナリオを提示している。

