

日本取引所グループ発足の意義と 今後の課題

野村総合研究所 未来創発センター 主席研究員

大崎 貞和



■ 1. JPXの発足

2013年1月、東京、大阪の両証券取引所を傘下に置く取引所持株会社「日本取引所グループ」(JPX)が発足した。ほぼ130年間にわたってライバル関係にあった東西の二大取引所が1つになる歴史的な経営統合が、いよいよ実現する。

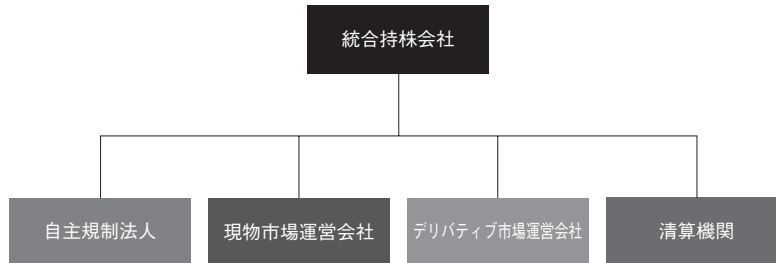
JPXは、“Your Exchange of Choice”を将来ビジョンのスローガンとして掲げ、創造性豊かで、公共性・信頼性のある質の高いサービスを提供するアジア地域でもっとも選ばれる取引所、すなわち「アジアNo.1の取引所」を目指すとしている。

〈目次〉

1. JPXの発足
2. 統合のメリット
3. 今後の課題

統合当初は、従来の東証、大証(注1)、東証自主規制法人、日本証券クリアリング機構(JSCC)がそれぞれ事業子会社(注2)としてJPXの下に置かれる。つまり、当面は、従来の取引所の態勢が維持され、それを持株会社が統括するだけである。その後、2013年7月を目途に、現物市場(市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ、TOKYO PRO Market)の東証への統合、自主規制機能の東証自主規制法人への統合、清算機能のJSCCへの統合(注3)と証拠金の一本化を実施する。また、2014年3月を目途に、デリバティブ市場(国債・株価指数等)を大証に統合し、大証は大阪取引所(仮称)に改称される。これらの統合計画が順調に進めば、2013年度中には、統合持株会社の下で、機能ごとの事業子会社が並立するというJPXの新たな態勢が整うことになる(図表1)。

(図表1) 事業子会社再編後のJPXグループ



(出所) 東証・大証発表資料

■ 2. 統合のメリット

現物株式の取引で圧倒的なシェアを占める東証とデリバティブ取引に強みを持つ大証が統合することで、JPXは、現物とデリバティブのいずれにも強いバランスの取れた取引所グループとなる。事業規模が大きくなることも相まって、中長期的にみて、取引所の経営は安定度を増すだろう。

短期的に最も具体的な効果が見込まれるのは、取引システムや清算機能の統合である。両取引所がそれぞれ整備してきた取引システムなど、重複するシステムが統合されれば、システムの運営費用が削減できる上、減価償却費も縮減される。これらシステム統合の効果は、年間70億円程度に達すると試算されている(注4)。

また、清算機能がJSCCに統合されることで、日経225株価指数とTOPIXといった類似のデリバティブ取引については、証拠金の一本化が図られる。2007年のシカゴ・マーカン

タイム取引所(CME)によるシカゴ商品取引所(CBOT)との合併ではCMEのS&P500株価指数とCBOTのダウ工業株指数のデリバティブ取引について証拠金が一本化されたことで、取引高が大きく伸びたと言われており、相場環境によって左右される面もあるが、取引の効率性向上に伴う効果が期待できるだろう。

取引所の体質が変化する可能性も大きい。これまでの東証に対しては、市場全体の制度作りに力を発揮したこともあってか、その「お役所体質」を揶揄する声も少なくない。しかし、従来の大証に吸収合併されて成立するJPXは上場会社であり、東証生え抜きの役員も海外ファンドをはじめとする株主と真摯に対峙することを余儀なくされる。市場の運営者が自ら市場の評価にさらされることで、組織風土と市場運営のあり方が、より前向きな方向へ変わっていくことが期待できるのではないだろうか。

■ 3. 今後の課題

(1) 国際的なプレゼンスの向上

多くの統合メリット発揮が期待されるJPXだが、少なからぬ課題も抱えている。中でも喫緊の課題は、取引所グループとしての競争力強化と国際的なプレゼンスの向上であろう。

東証と大証が強調しているように、市場統合後の東証は、上場する企業の時価総額でみた場合、世界第3位、アジアでは第1位の市場を有する取引所になる。それは事実だが、だからと言って、JPXの目指す「アジアNo.1の取引所」という目標が既に達成されているとか容易に達成できるというわけでは決してない。

いま世界の取引所は、経済のグローバル化や情報通信技術・コンピュータ技術の発達と新興の電子取引システムの台頭を背景に、国境を越えた激しい競争を繰り広げている。2011年には世界最大の株式市場であるニューヨーク証券取引所（NYSE）の運営会社であるNYSEユーロネクストが、世界最大級の先物取引所を傘下に置くドイツ取引所との統合を目指し、独占禁止政策の観点から反対したEU（欧州連合）によって阻止されるなど、取引所間の合従連衡の動きが活発である（注5）。

JPXが世界第3位、アジア第1位とする上場企業時価総額という指標で、JPXを上回るのは、アメリカのNYSEとナスダックだが、この2つの取引所は、それぞれNYSEユーロ

ネクスト、ナスダックOMXという世界トップクラスの取引所グループの中核的な取引所である。

NYSEユーロネクストは、アメリカ、フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルの5カ国で現物取引所を運営するほか、傘下にはヨーロッパ有数のデリバティブ取引所であるNYSE Liffeを有する。他方、ナスダックOMXは、アメリカに加えて北欧とバルト諸国で7つの現物取引所とノルディック・デリバティブ・マーケットを運営するほか、50カ国の70以上の市場に対して取引システムを提供している。

このように、JPXのライバルは、現物市場の運営だけでなく、デリバティブ市場の運営や取引システムの提供でも大きな存在感を示す総合的な取引所グループなのである。しかも、2012年12月20日にはコモディティの電子取引で知られるインターコンチネンタル取引所（ICE）がNYSEユーロネクストを買収することで合意したことが明らかとなるなど、国際的な取引所再編の動きは決して止まっていない。

こうした中で、取引所グループの実力を測る最も客観的な尺度とも言える取引所グループ会社自体の株式時価総額でみると、JPXは、自らがライバルと目するNYSEユーロネクストやナスダックOMXだけでなく、香港取引所やシンガポール取引所といったアジアの取引所にも大きな差を付けられているのが実情である（図表2）。

(図表 2) 世界の主要取引所時価総額 (2012年11月末時点) とJPXの位置づけ

1位	シカゴ・マーカントイル取引所	1兆5,182億円
2位	香港取引所	1兆4,314
3位	サンパウロ証券・商品・先物取引所	1兆0,034
4位	ドイツ証券取引所	8,977
5位	インターコンチネンタル取引所	7,943
6位	シンガポール取引所	4,985
7位	NYSEユーロネクスト	4,690
8位	オーストラリア証券取引所グループ	4,441
9位	ロンドン証券取引所グループ	3,512
10位	ナスダックOMXグループ	3,303
11位	日本取引所グループ (東証 + 大証)	約2,400
12位	TMXグループ	2,205
13位	シカゴボードオプション取引所 (大阪証券取引所)	2,162 874

(出所) 日本経済新聞電子版2012年12月3日「スクランブル」欄掲載の戸田敬久「日本取引所グループの多難な船出」より転載

もちろん、株価は日々変動するものであり、JPXの株価が従来の大証の株価よりもはるかに高く評価される可能性を否定はできない(注6)。逆に、香港取引所やサンパウロ証券・商品・先物取引所といった取引所の株価が高いのは、最近のM&A(買収・合併)の効果や将来の再編などへの期待などを織り込んだ一時的なものだといった解釈もできないわけではない。

しかし、株式交換を通じたM&Aにおいて、株式が通貨の如く用いられるという現実を踏まえれば、現状では法制面の制約もあるとはいうものの(注7)、JPXがライバル取引所グループに比較的簡単に買収されてしまいかねないような水準の評価しか市場から獲得できないのであれば、事態は容易ならざるものと言わざるを得ない。

(2) 総合取引所化

実は、JPXの取引所運営会社としての株式

時価総額が、ライバル取引所と比べて見劣りするという事実には、JPXが抱えるもう1つの課題に係わる鍵が隠されている。すなわち、商品(コモディティ)などを含む幅広いデリバティブ取引を取り扱う総合取引所化という課題である。

これまで大証が、デリバティブ取引で強みを発揮してきたことは間違いない。しかし、その実態が、日経225株価指数という1つの商品に依存する単品商売とも言うべきものだったことも否定できない。

他方、海外のライバル取引所グループは、その多くが、株価指数だけでなく、通貨や金利などの金融デリバティブ、貴金属や資源といったコモディティ、更には天候デリバティブやクレジット・デリバティブなどを幅広く取り扱う総合的なデリバティブ取引所であり、取引所としての屋台骨を支える商品を複数有しているのである。一般には知名度の低いICEが、歴史あるNYSEユーロネクストを

買収することとなったという事実からも明らかのように、デリバティブ取引に強い取引所の方が、企業としての競争力を高く評価されているのである。

もちろん、大証は、日経225株価指数への過度の依存を自社のリスクとして捉え、早くから総合取引所化の途を模索してきた。しかし、これまで、証券取引所など金融商品取引所を所管する金融庁と商品取引所を所管する経済産業省や農林水産省との意見が対立していたといった事情もあり、幅広いデリバティブ取引を単一の規制・監督当局の下で行うという真の意味での総合取引所の開設は認められてこなかったのである。

この点については、2012年9月に成立した金融商品取引法の改正で、ようやく今後の道筋がみえてきた。2014年1月にも施行される改正規定により、金融商品取引所が、商品取引所との合併や事業譲渡によって商品関連市場を開設する場合には、商品取引所の市場参加者である商品取引員も取引に参加することができることとなり、規制・監督は金融庁に一元化されることになったのである（注8）。

もっとも、JPXが総合取引所化を進める場合に現実的なパートナー候補となり得る東京工業品取引所や関西商品取引所（2013年2月に大阪堂島商品取引所への改称を予定）は、ここ数年取引高の低迷に苦しんできた。不振に陥った取引所を「救済」することで競争力の高い総合取引所が実現できるのかどうかには疑問もあり、そもそも国内の商品取引所が、

そうした途を望むのかどうかも不透明である。

(3) 緊張感の維持

前述のように、JPXが上場会社となることで、従来の取引所の組織風土が刷新されることへの期待は大きい。他方で、そうした変化を生み出すことができず、経営規律が弛緩してしまうという懸念もある。

なにしろJPXは、国内だけでみる限り、株式現物の取引でも株価指数や債券のデリバティブ取引でもほぼ100%のシェアを有するという独占的な地位を獲得する。だからこそ、経営統合に至る過程では、公正取引委員会による独占禁止法の観点からの慎重な審査が行われ、上場関連手数料の改廃を社外者で構成される諮問委員会の判断に委ねることなど、競争の実質的な制限を排除するための問題解消措置が講じられることになったのである（注9）。金融庁が、2012年10月末に私設電子取引システム（PTS）の利用拡大を阻んでいると指摘されてきた株式公開買付け（TOB）規制の適用を見直すことにした背景にも、統合後のJPXが適度な競争圧力にさらされる必要があるとの判断があったものと考えられる（注10）。

2つの企業の経営統合は、組織の内部に様々な摩擦をもたらす。それを避けるために重複した機能の統合や組織の融合といった課題を先送りする誘惑にかられる経営者・管理者は少なくないだろう。ましてJPXのように、国際的な競争圧力と言っても直ちに収益の低

下につながるようなものではなく、国内では実質的な独占という地位を確保できる企業の場合、問題先送りを図っても、すぐに業績の悪化といった事態に陥る可能性は高くない。

それだけに、JPXの経営陣に対しては、経営統合の成果が最大限に活かされるよう、組織内の摩擦を恐れずに経営改革を進めていく強力なリーダーシップを発揮することが求められているのである。

(注1) 厳密には、大証が東証の持株会社を吸収合併して日本取引所グループに名称を変更し、事業子会社としての新大証を会社分割によって設立するという手順がとられる。

(注2) 厳密には、東証自主規制法人は東証及び東証グループを会員とする金融商品取引法上の法人であり、子会社ではない。

(注3) 現在、大証のデリバティブ市場については、大証自身が清算機関となる態勢がとられている。

(注4) 東証と大証の営業収益を単純に合算すると755億円である(2012年3月期実績)。

(注5) 詳しくは、大崎貞和「国際的な取引所再編とそれを阻むもの」宇野淳=大崎貞和編『証券市場のグランドデザイン』中央経済社(2012)第3章、数原泉「グローバルな取引所の合従連衡」同書第4章参照。

(注6) 素直に考えれば、東証による大証に対する株式公開買付け(TOB)が成立し、JPXの発足が既定の事実となっている以上、現在の大証の株価には既に東証との統合効果が織り込まれており、JPXへの移行だけで大きく株価が変動する可能性は低いとみるべきだろう。

(注7) 金融商品取引法は、JPXのような金融商品取引所持株会社の株式について、原則として単独で20%以上保有することを禁じている(金商法106条の14第1項)。一定の要件を満たす外国の取引所は、

例外的に50%までの保有は認められるが(同法106条の17第1項、金融商品取引法施行令19条の3の3第2号)、それでもJPXを100%子会社とすることはできない。

(注8) 詳しくは、笠原基和「金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」旬刊商事法務1980号14頁(2012)参照。

(注9) 詳しくは、公正取引委員会「株式会社東京証券取引所グループと株式会社大阪証券取引所の統合計画に関する審査結果について」参照。
<http://www.jftc.go.jp/pressrelease/12july/120705.pdf>

(注10) 詳しくは、島崎征夫ほか「私設取引システムにおける取引に対する公開買付規制の適用の見直し」旬刊商事法務1980号23頁(2012)参照。

