

# 世界の証券取引所改革と 日本への示唆

シティグループ証券 取締役副会長 **藤田 勉**

## ■ 1. 変貌する世界の証券取引所

世界の証券取引所と株式取引制度が大きく変貌しつつある。そのカタリストは、規制緩和、IT技術の革新、市場のグローバル化である。そして、これらは一段と加速することであろう。

日本ではようやく、東京証券取引所（以下、東証）と大阪証券取引所（以下、大証）の経営統合が実現することになった。しかし、日本国内の取引所の統合に時間をかけている間に、既に世界の取引所は経営統合を通じて大きくグローバル化し、株式取引も高度化している。そこで、東証、大証の経営統合を機に、再度、世界の株式市場のあり方について整理し、今後を展望したい。

証券取引所とは、株式、債券、デリバティブといった有価証券を取引するために必要な市場（流通市場）である。証券取引所は市場に大量の需給を集中させることで金融商品の流通性を高め、市場原理に基づく公正な価格を形成し、それを公表するという役割がある。こうして証券取引所は、投資家には資金の投資先、企業にとっては資金調達を提供している。そして、証券取引所には、企業の上場基準、投資家保護のための規則に基づいて市場を監視するなど、自主規制法人としての側面も求められる。

証券取引所が資本市場において果たす役割は大きい。その中で最も重要な役割が、強いものを益々強くし、弱いものを淘汰するという市場メカニズムである。経営の悪化した会社は、通常、株価が大きく下落する。その結果、株主の圧力によって能力の低い経営者が

淘汰され、能力の高い経営者に交代することが期待される。また、株価が大きく下落すれば、時価総額が大きく減少するため敵対的買収を含む買収の対象になりやすい。その場合も、能力の低い経営者が淘汰され、能力の高い経営者に交代することになる。

歴史的に、世界の証券取引所は次に述べるような発展を遂げてきた（注1）。古代ローマ時代から証券取引に近いものは存在し、中世のイタリアの国家都市では国債を中心とした売買が活発であった。1250年頃のトゥールーズ（フランス）における株式売買が、世界初の本格的な証券取引の始まりであるとされる。1540年頃にはリヨン、1684年にはパリで、同様の証券売買が開始された。



藤田 勉氏

株式取引が行われた世界最古の証券取引所はオランダのアムステルダム証券取引所であり、1602年に設立された。1606年には、世界初の株式会社であるオランダ東インド会社の株式が売買されている（注2）。1637年をピークとするチューリップ取引に関わるバブルが生まれるなど、オランダの金融取引は活発であった。つまり、その当時の世界の金融先進国はオランダであった。

証券取引所が本格的に発展したのが英国である。1688年に名誉革命が起り、オランダ統領であったウィリアム3世とその妻メアリー2世がイングランドの王位についた。その後、国際金融センターの地位がアムステルダムからロンドンに移った。1698年に、ロンドンで本格的な株式売買が開始された。1761年に、約150のディーラー達は株式取引クラブを設立し、1773年に証券取引所を設立した。これが現在のロンドン証券取引所の原型である。

世界の主要な証券取引所は1800年前後に設立されたものが多く、当時は会員制であった。1792年にニューヨーク市で5証券の取引が開始された。1817年に取引所規則が制定され、ニューヨーク証券取引所は近代的な取引所となった。欧州諸国の証券取引所もこの時期に整備された。

世界的に法制度の整備が進んだ20世紀以降、株式会社制度が急成長し、つれて証券取引所の近代化が進んだ。そして、世界の大企業のほとんどが株式会社となり、かつその株式を上場することが定着した。こうして、証券取引所は株式市場の成長とともに拡大していったのである。

英国では1986年に、サッチャー政権下で証券市場の自由化を中心に金融ビッグバンと呼

---

ばれる金融制度改革が実施された。20世紀末から21世紀にかけて、世界の証券取引所と株式取引は大きく変貌している。証券取引所に関わる規制緩和が進み、かつIT技術の進歩、グローバル化によって証券取引所のあり方は激変している（注3）。

1990年代後半以降、世界的に取引所が株式会社化されてきた。ロンドン証券取引所は1986年に会社法に基づく有限責任私会社となり、2001年に株式を上場した。ニューヨーク証券取引所（NYSE）は2006年にアーキペラゴと合併した後、株式会社化し、持株会社を上場した。ナスダックは1996年に持株会社の下に市場会社と規制会社を分離している。ドイツ証券取引所はフランクフルト証券取引所を運営しており、1991年にフランクフルト証券取引所が株式会社化された。証券取引所の上場の目的としては、① 競争力強化（システム増強等への対応に向けた資金調達の多様化等）、② 株主構成の多様化、それによるガバナンスの強化等、③ 職員の意識改革、④ 取引所間の機動的な連携、が挙げられる（注4）。

## ■ 2. 経営統合が進む世界の証券取引所

21世紀になって、IT化、規制緩和、グローバル化の影響を受け、世界的に証券取引所の合従連衡が急速に進んでいる。その結果、証券取引所が巨大化している。さらに、商品、通貨、先物などの取引所を含むグローバルなM&Aが活発化している（注5）。

現在、取引所別の株式時価総額ではニューヨーク証券取引所と大陸欧州の有力取引所が統合したNYSEユーロネクストが世界最大で圧倒的な金額を誇る（図表）。米国と欧州を合わせると、世界シェアは30%である。2位がナスダックOMXグループ（米国）、3位が東京証券取引所である。

NYSEユーロネクスト（米国）とナスダックOMXグループ（米国）は、合計で世界の売買金額の49%を占める。また、上海と深圳を合わせると中国の売買代金構成比は10%である。日本（東証+大証）の構成比は7%であり、中国の水準を下回る。

証券取引所関連で最大のM&A案件は、米国のシカゴ・マーカンタイル取引所によるシカゴ商品取引所（CBOTホールディングス）買収である（2007年）。2位がブラジルのBM&Fによるボベスパ・インターナショナル買収（2008年）、3位がニューヨーク証券取引所とユーロネクストの経営統合（2007年）である。東証と大証の合併が完了すれば、買収金額で8位に入ることになる。

欧米をまたがる巨大証券取引所を形成しているのが、NYSEユーロネクストとナスダックOMXである。

(図表) 世界の取引所別株式時価総額上位10取引所

(10億ドル)	2011年末	2010年末	構成比	増加率
1 NYSEユーロネクスト (米国)	11,027	11,796	24.5%	7.0%
2 ナスダックOMX (米国)	2,740	3,845	8.0%	40.3%
3 東京証券取引所	2,265	3,325	6.9%	46.8%
4 ロンドン証券取引所	2,165	3,266	6.8%	50.9%
5 NYSEユーロネクスト (欧州)	1,889	2,447	5.1%	29.5%
6 上海証券取引所	—	2,357	4.9%	NM
7 香港証券取引所	506	2,258	4.7%	346.2%
8 TMXグループ	611	1,912	4.0%	212.7%
9 BM&Fボベスパ	186	1,229	2.6%	559.9%
10 オーストラリア証券取引所	376	1,198	2.5%	219.0%
世界合計	26,727	48,184	100.0%	80.3%

(出所) World Federation of Exchanges、シティグループ証券

NYSEユーロネクストは、2007年に米国最大のNYSEと欧州大陸最大のユーロネクストが合併し成立した。ユーロネクストは合併により、ヨーロッパ最大の証券取引所となっている。2000年に、パリ証券取引所（フランス）、アムステルダム証券取引所（オランダ）、ブリュッセル証券取引所（ベルギー）の3つの証券取引所が合併し、ユーロネクストが設立された。

ナスダックOMXは、グループ全体で米国のナスダックなど24市場、3決済機関、5つの中央証券預託機関を運営している。新興企業、IT企業などが新規公開する際には成長イメージの高いナスダックを選択するケースが多く、アップル、マイクロソフト、グーグル、インテルといった有力IT企業は、ナスダックに上場している。

ナスダックは、店頭市場の自主規制機関であった全米証券業協会（NASD）が1971年に開設した市場である。店頭登録銘柄を取引するため、全米証券業協会自動気配表示システム（NASDAQ）が開始された。2006年に国法証券取引所としてSECに登録し、取引所としての地位を獲得した。

2006年にナスダックとNASDは分離し、2007年にNASDとNYSEの会員規制・執行・仲裁機能が統合され、金融規制機構（FINRA）が発足した。FINRAは非政府組織であり、新たな自主規制機関として米国内のすべての証券会社（約4,335社）を監督する。

### 3. 多様化する世界の株式取引制度

株式取引制度も同様に、電子化、規制緩和、グローバル化の影響を受け、大きく変貌し

---

ている。結果として、取引所以外で成立する売買が増加している。特に、その変化が大きいのが米国である。IT技術の進化により、1990年代以降、取引所集中義務がない米国を中心として取引所外取引が活発化し、証券取引所間の合従連衡のきっかけともなった。

取引所集中義務とは、証券会社が顧客から株式の売買注文を受けた場合は、証券会社の自己売買部門や第三者と取引させるのではなく、必ず証券取引所を通じて株式取引を集中させなければならないというルールである。米国では1980年以降、段階的に廃止された。遅れて、取引所集中義務を撤廃したEUの金融商品市場指令（MiFID、2007年）の施行後は、欧州でも取引所外取引が活発化している。

証券取引所間の競争が激化する中で、取引の拡大が求められている。そこで、取引執行速度が速く、手数料コストの低い私設取引システム（PTS）を拡大させる動きがある。また、証券会社内部の付け合わせで売買を成立させる、いわゆるダークプールも増加している。PTSやダークプールは代替執行市場と呼ばれており、取引所の最良価格よりも有利な価格で取引成立も可能なことから取引量が拡大している。

米国では、PTSはATS（Alternative Trading System）と呼ばれており、1969年にインスティテューショナル・ネットワークが開始したインスティネットが起源となっている。ATSは1990年代後半にナスダック市場の銘柄を扱い、取引が急増した。しかしATSを巡って、マーケットメーカーが自らにとって不利な指値注文を約定せずに放置する問題が浮上した。そこで1996年には、注文執行義務が採択された。注文執行義務ではマーケットメーカーが指値注文を任意に放置することが禁止され、PTSへの注文回送が認められることになった。

1998年にレギュレーションATSが採択された。これによりATSを取引所と認め、ATS規制が明確化された。また、2005年に採択されたレギュレーションNMSでは、最良執行義務（最良価格による執行を義務付けられる）を定めたトレード・スルー規則の例外を認めた。

これまで、市場規模の大きいニューヨーク証券取引所が有利な気配値を提示しており、ATSにとって競走上不利であった。最良執行義務があると、大規模な売買に対応しづらいことが多い。つまり、少ない株数だと高い価格で買えるものの、株数が多いとその分リスクがあるので低い価格は出しづらい。そのため、電子取引ネットワーク（ECN）などが一定の価格範囲であれば、最良価格でなくても迅速に取引が執行できるようになった。

こうして、レギュレーションNMSによって、ATSには有利な規制環境となった。さらに、2005年にはニューヨーク証券取引所が電子証券取引所を運営するアーキペラゴと合併

---

し、ナスダックがインスティネットを買収するなど、ATS市場が拡大した。

SEC（注6）によると、国法証券取引所に上場する銘柄の売買高シェアは、ナスダックが19.4%、ニューヨーク証券取引所が14.7%、NYSE Arcaが13.2%、第三の取引所であるBATSが9.5%、その他登録証券取引所が7.0%、ECNが10.8%、ダークプールが7.9%、内部付け合わせが17.5%である（2009年9月時点）。内部付け合わせとは、顧客の買い注文と売り注文を、証券会社内で成立させるものである。

つまり、売買全体の63.8%が登録証券取引所によるものである。また、ECNは最良価格による執行を義務付けられているので、実態的にはその売買は取引所取引と同じである。

ECNとダークプールはいずれもATSであるが、後者は最良執行義務がないという違いがある。ダークプールは、機関投資家などに対して大型取引の執行サービスを提供するものである。最良執行義務がない代わりに大きな売買を執行することができるメリットがある。ダークプールは、以下、3タイプの類型がある（注7）。

#### ① クロッシング・システム

取引所で決まる価格などを用いて一括付け合わせをするシステム。

#### ② 高速取引を行う電子マーケットメーカーと呼ばれるタイプのシステム

ブローカー・ディーラーがマーケットメーカーとなって気配を提示して顧客注文を執行し、執行されなかった気配は即時キャンセルされる。

#### ③ ブローカー・ディーラーの内部付け合わせ

顧客注文のみを付け合わせるシステムのほか、ブローカー・ディーラーの自己売買が行われるシステムもある。

ダークプールは一般に、広義では気配値を示さない市場を指すが、正式な定義がないため公式な統計はない。なお、上記SEC分類のダークプールは、ブローカー・ディーラーの内部付け合わせを除いたものである。つまり、広義のダークプールは売買全体の25%以上を占めることになる。

## ■ 4. 日本の証券取引所と株式取引制度の改革

こうした世界の変化の潮流は、日本にも押し寄せている。そして、日本でも証券取引所と株式取引制度の改革が急速に進展している。

日本では、1878年に東京株式取引所と大阪株式取引所が開設され、1890年頃に株式取引が活発化した。戦時中に全国11カ所の株式取引所が日本証券取引所として統合された。

---

1949年に、東証と大証が会員組織として設立された。

1997年の金融ビッグバン以降、日本でも証券取引の改革が始まった。日本でも、2000年の証券取引法改正により、証券取引所の株式会社形態が認められることになった。この法改正により、2001年には東証と大証が会員組織から株式会社化した。さらに、2002年に名古屋証券取引所、2004年にジャスダックが株式会社化している。

2011年11月に、東証と大証は経営統合を行うことで合意した。東証グループによる大証株式の公開買付け、東証グループを消滅会社、大証を存続会社とする吸収合併により、持株会社が創設される。2013年1月1日に合併が完了し、日本取引所グループとして発足した。

日本取引所グループの傘下に、事業子会社として、東証、大証、東証自主規制法人が入る。現物市場は2013年7月を目処に東証に統合され、市場区分は、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ、TOKYO PRO Marketとなる。デリバティブ市場は2013年度中に大証に統合される。当該合併の目的として、国内の確固たる地位の確立、グローバル競争力の強化、取引参加者・投資家の利便性の向上が挙げられている。

株式取引制度の改革も、同時に進み始めている。日本では1998年の日本版金融ビッグバンにより取引所集中義務が廃止され、PTS取引が認められることになった。その後、PTSに係る価格決定方式の拡充、最良執行義務の導入などが実施され、PTS取引が普及するきっかけとなっている（注8）。

また、2005年に最良執行義務が導入されており、証券会社が最良執行方針を定め顧客に開示される。さらに、2012年10月にPTS規制が緩和された。機関投資家にとってPTS利用の阻害要因であった5%ルール（株券大量保有報告制度）が適用除外となった。

日本のPTS市場は制度整備も進展したことから、2011年以降、特に増加傾向にある。日本証券業協会によると、2012年9月現在、取引全体に占めるPTSの割合は売買高で5.3%、売買代金で4.7%である（店頭登録銘柄除外）。東証のToSTNetにおいて、大口注文の他にダークプールの取引が行われるケースが多い。ダークプールの公式な統計はないが、取引所外取引が取引全体に占める割合が売買高で12.0%を占めることから、ダークプールの取引も増加していると推測される。

## ■ 5. 日本取引所グループに期待する

東証と大証の合併効果の目的の1つとしてグローバル競争力強化が挙げられているが、

---

自国市場が縮小していることを考えると、現状では実現は容易でないとわざるを得ない。日本株は20年以上に亘って低迷を続けている。そして、現在の日本経済、日本企業の厳しい状況を見ると、直ちに日本の株価が大きく上昇する時代がやってくるとは思えない。

東証と大証が経営統合交渉に時間をかけている間に、世界の取引所は大規模な経営統合を進めてきた。その結果、グローバル化やIT化において、日本の取引所は外国に対して後れを取っている。しかし、今からでも遅くない。新しい日本取引所グループは、海外の取引所との提携、あるいは買収などによってグローバル化を図るべきである。場合によっては海外の取引所に対して、他の海外の取引所同様、敵対的買収も辞さないという覚悟で経営統合を進めることが望ましい。

日本取引所グループは、特にアジアの証券取引所との連携、経営統合を進めていくことが望ましい。シンガポールや香港など、既に先進国レベルの整備が進んでいる取引所もあるが、多くは情報システム、制度、グローバルな連携などが十分でない。そこで、日本取引所グループはアジアを中心とする新興国の取引所のレベルアップに貢献することが期待される。

日本は世界2位の金融資産を保有する。そこで、日本取引所グループがアジアを中心とする新興国企業を大いに取り込み、眠れる国内金融資産の活性化を図ることができれば、貢献は大きい。そして、日本企業が日本取引所グループの提供する市場において新興国企業と切磋琢磨し、体質を強化することが望ましい。また、新興国企業が日本で成長資金を調達し、一段と成長すれば、さらに市場が活性化しよう。

日本企業がアジアを中心とする新興国企業を切磋琢磨しながら、互いに成長していくことを期待する。日本取引所グループは、そうした場を提供する大きな役割を担っている。

東証はこれまで、システム障害、経営者の交代、大型訴訟、大証との経営統合、強い財務省の影響など、成長という面では多くの障害を抱えてきた。しかし、それらの多くは解決したか、あるいは解決は時間の問題である。よって、もう大きな障害はないであろう。日本取引所グループが日本企業の先頭を切ってグローバル化し、資本市場のリード役になることを期待する。

(注1) 史実については、各証券取引所、中央銀行ウェブサイトを参照した。

(注2) 日本証券経済研究所編『図説ヨーロッパの証券市場2009年版』158ページ参照。

(注3) Karmel, Roberta S., "Turning Seats Into Shares: Implications of Demutualization for the Regulation of Stock Exchanges", December 22, 2000

- 
- (注4) 金融庁証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会「わが国証券取引所をめぐる将来ビジョンについて（論点整理（第三次）」（2006年9月13日）
- (注5) Karmel, Roberta S., “The Once and Future New York Stock Exchange : The Regulation of Global Exchanges”, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 2007 ; Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 70, pp. 1-3.
- (注6) SEC, “Concept Release on Equity Market Structure”, January 2010
- (注7) Haoxiang Zhu, “Do Dark Pools Harm Price Discovery?”, June 2012, 清水葉子「アメリカのダークプール規制のその後」（日本証券経済研究所、2012年8月15日）
- (注8) PTS Information Networkウェブサイト参照、市本博康「取引所外取引の現状等について」（金融研究センター、2009年7月22日）

