



JPXの「第二次中期経営計画」 について

——統合の成功を基礎に市場の持続的な発展に
向けた投資を強化——

日本取引所グループ 取締役兼代表執行役グループCEO

清田 瞭

1. はじめに

2016年度は、日本銀行の全国企業短期経済観測調査（日銀短観）における大企業の景気見通しの低下などから、株式相場は大きく値を下げる幕開けとなりました。

昨年夏のチャイナショック以降、グローバル経済の先行きが混沌とした状況にある中、ここ数年、アベノミクスの下で堅調に推移してきた日本経済にも、やや不透明感が漂いはじめているように見えます。

金融資本市場を巡っては、昨年末に米国連邦準備制度理事会が利上げに踏み切る一方

で、本年1月末には日本銀行がマイナス金利の導入を決定するなど、日米欧で金融政策の方向が異なるという新たな局面に入りました。マイナス金利が実体経済に与える効果については、それが狙いとする設備投資や国内消費需要の拡大、リスク性資産へのポートフォリオ・リバランス作用のいずれについても、長期の目線で評価される必要がありますが、短期的には経済情勢の判断を難しくしている面があると思われます。

さらに、本年2月下旬には、ドイツ取引所グループとロンドン証券取引所グループとの統合計画が明らかになり、これに対して米国のインターコンチネンタル取引所が対抗買収の提案を検討している旨が伝えられました。取引所間のグローバルな競争関係も新たなステージを迎えています。

こうした中、2013年1月に発足した日本取引所グループ（以下「JPX」といいます。）では、統合直後に策定した「第一次中期経営

〈目 次〉

1. はじめに
2. 第一次中期経営計画の振り返り
3. 第二次中期経営計画の概要
4. おわりに

計画」(対象期間は2013年度から2015年度まで)を完了させ、新たに「第二次中期経営計画」(対象期間は2016年度から2018年度まで)を策定、公表いたしました。新年度のスタート初日である4月1日付で役員や組織も変更し、新たな執行体制の下で「第二次中期経営計画」に基づく取組を推進し始めたところです。

本稿では、「第一次中期経営計画」の期間中におけるJPXの取組を振り返るとともに、「統合の成果を基礎に市場の持続的な発展に向けた投資を強化」するとの方針を掲げたJPXの「第二次中期経営計画」の概要についてご説明いたします。

■ 2. 第一次中期経営計画の振り返り

(1) JPXの業績動向

JPX発足前の2012年当時を思い起こしますと、中国をはじめとするアジア新興諸国が金融危機の影響をいち早く払拭し、目覚ましい経済成長を示す一方、我が国では、長期に亘るデフレ経済の継続や2011年3月に発生した東日本大震災の影響、さらには少子化による生産年齢人口の減少や超高齢社会の到来による社会保障制度の行詰りなどの構造的課題もあり、日本の金融資本市場がグローバル経済の中で埋没していくのではないかと、という懸念が広がりつつありました。

TOPIX(東証株価指数)が、バブル経済

崩壊後の最安値(終値ベースで695.51ポイント)を記録したのは2012年6月のことでしたし、東証市場第一部における一日の売買代金が1兆円を下回ることも、当時は決して珍しくありませんでした。

そうした外部環境に対する強い危機意識が、JPX発足の原動力となり、また、統合に際して、「アジア地域で最も選ばれる取引所」になるとの「将来ビジョン」を掲げた背景でもあります。足許では、中国経済の成長鈍化や資源価格の下落による新興国経済の停滞から、アジアの成長も一本調子ではありませんが、中長期的に見れば、アジアの中に入り、アジアとともに成長することが今後の日本の発展の方向性であるとの考えに揺らぎはありません。JPXの運営する金融資本市場も、その実現に貢献することを通じて、はじめてグローバルな市場間競争に耐える存在になると考えています(注1)。

2012年当時と比較すると、アベノミクスによる積極的な財政・金融政策と、いわゆる「六重苦」の軽減から企業収益が大きく改善したことなどを映し、直近の3年間の証券市場は平均的に見て大変な活況となりました。

そうした環境変化にも支えられ、JPXの業績は、第一次中期経営計画の策定当初の目標を大きく上回り、東京証券取引所と大阪取引所との統合に伴うコスト削減にも努めた結果、2015年度の当期利益は過去最高の水準となる見通しです(注2)。コスト削減目標の達成を踏まえ、統合時には先送りとした

JASDAQの取引参加者料金の適正化の問題につきましても、本年3月に一定の方向性を示すことができました。

(2) 第一次中期経営計画におけるJPXの取組

外部環境の好転に恵まれた面はあるものの、JPXとしても、「統合効果の早期実現」を図りながら、「新しい日本株市場の創造」や「デリバティブ市場の拡大」、「取引所のビジネス領域の拡大」などを重点戦略項目として掲げ、第一次中期経営計画の期間中において市場の利便性や信頼性の向上につながる取組を精力的に行ってきました。

まず、「新しい日本株市場の創造」については、金融庁と共同で「コーポレートガバナンス・コード」を策定したほか、投資者にとって魅力の高い銘柄で構成された「JPX日経インデックス400」の算出を開始するなど、上場会社における企業価値向上の取組を促すとともに、それを国内外の投資家に効果的に発信することを通じて、日本株市場の投資魅力の向上と新たな投資家層の開拓に努めました^(注3)。また、金融危機直後の2009年には19社にまで落ち込んだ新規の株式公開会社数も、2015年は95社と危機前の水準を回復しています。さらに、第一次中期経営計画においては、基幹システムである株式売買システム(arrowhead)のリプレースを実施しました。新システムは、高頻度取引やアルゴリズム取引などの市場利用者側における取引行動の多

様化・複雑化を踏まえ、注文処理能力の強化だけでなく、取引に係るリスク管理機能の充実を図り、市場運営の安定性を向上しています。そのほか、ETFやREITなどの商品拡充にも努めた結果、現物市場の一日平均売買代金は2015年度で約3.4兆円と、2012年度の実績と比較して2倍以上の水準となりました。

次に、「デリバティブ市場の拡大」については、JPX日経インデックス400先物などの日本株関連商品のほか、将来の発展をにらんでインドNifty 50先物の取引を開始するなど、上場商品の拡充を図りました。海外機関投資家の取引参加に向けたプロモーション強化などもあり、主力商品である日経225miniが、株価指数先物の取引枚数として世界第3位の水準となるなど、デリバティブ市場の年間取引高は、2012年度の実績と比較して1.5倍の規模に成長しました。

また、「取引所ビジネス領域の拡大」については、グローバルな金融規制の強化を背景に金利スワップなどのOTCデリバティブに関する清算ビジネスの拡大に注力したほか、日本国債清算機構との合併による取扱い対象の拡大などを実現しています。

さらに、「統合効果の早期実現」については、現物及びデリバティブの市場及びシステムの集約、組織や社内制度の融合及びスリム化などを完了し、統合シナジーとして想定したコスト削減を実現しました。

こうした一連の取組が、市場関係者の皆様から一定のご評価をいただき、また、関係

各方面からのご支援もあって、第一次中期経営計画は、期待以上の成果を上げることができました。

■ 3. 第二次中期経営計画の概要

(1) 基本方針

第二次中期経営計画では、「統合の成功を基礎として、市場の持続的な発展に向けた投資を強化」していくとの基本方針を掲げました。これは次のような考え方に基づくものです。

JPXが目指す「アジア地域で最も選ばれる取引所」の実現には、JPXが金融資本市場のインフラ運営者として安定的に高品質のサービスを提供していくことと同時に、多様化・高度化する市場利用者のニーズに的確に対応していくこと、すなわち、中長期的な目線で積極的かつ戦略的な投資を行うことを通じ、グローバルな投資家や発行会社の期待に応えていく必要があります。

もっとも現状では、JPXの収益構造は日本株関連市場からの収益（現物株式に係る取引・上場関連収益と日本株関連の株価指数先物取引の収益）に相当程度依存している状況にあり、日本経済の動向に大きく影響を受けることが、持続的な市場運営上のリスクとなっています。また、2015年の投資部門別売買動向を見ますと、現物市場（市場第一部）では60.8%、デリバティブ市場の主力商品である日経225miniでは71.3%が外国人投資家によ

る取引で占められていますが、このことは、JPXの運営する市場がグローバルに開かれ、またグローバルな投資者から支持されたマーケットであることの証左であると同時に、グローバルな市況や国際的な金融規制等の動向によって、JPXの収益が大きな影響を受ける可能性を増幅しています。

さらにいえば、主要な海外取引所グループでは「市場の分裂（フラグメンテーション）」による市場間競争を促進する政策によって、伝統的な取引所ビジネスが厳しい収益環境に晒されたことを背景に、ここ十数年の間に、現物からデリバティブへ、さらには清算・決済分野をはじめとして指数や市場情報、システム販売などの周辺ビジネスの領域へとビジネスの多様化を進めています。同一の経済圏内で複数の取引所が激しい競合関係にある欧州や米国では、従前から、取引所間の合従連衡による取引高シェアや取扱商品の拡大を目指す動きが生じてきましたが、冒頭に触れたドイツ取引所グループとロンドン証券取引所グループとの統合計画を典型として、近年では、主として周辺ビジネスの領域における規模の拡大やシナジーの獲得が取引所経営の重要課題となってきた趣があります。

我が国においては、今のところ、欧州や米国に見られるような激しい市場間競争は生じていないものの、ホームカンントリーバイアスの少ない周辺ビジネスの領域では、主要な海外取引所グループによるアジア進出の動きがあり、今後のJPXのビジネス展開を制約する

懸念もあります。

そこで、第二次中期経営計画では、JPXとして市場の持続的な発展を図っていくために、「現物市場」、「デリバティブ市場」及び「周辺ビジネス」の3つの主要なビジネスポートフォリオを保持する「将来像」を中長期的に目指していくことを明確にし、そこに向けて、統合によって獲得したグループの総合力を発揮しつつ、新たなビジネスに積極的に進出していく方針としました。あわせて、そのような方針をJPXグループの内外に浸透させていく観点から、「STEP UP TO THE NEXT」というスローガンを掲げています。

第二次中期経営計画の実行に際しては、第一次中期経営計画における営業費用の削減等を通じて確立した柔軟で筋肉質な財務基盤を基礎に、負債の活用を含めて積極的な投資を展開したいと考えています。清算・決済のシステム基盤整備に係る投資を中心に、3年間で460億円を投下する計画ですが、これは現時点で見えている範囲のものであり、今後の進展にしたがって、さらなる上積みもありえます。

JPXとしては、現状に満足することなく、市場や制度の改善、商品・サービスの拡充、さらには個人投資者層の資産形成活性化のための金融リテラシーの向上などの課題に対して、グループ全社を挙げて、さらなる発展(THE NEXT)を希求していくこととします。

(2) 重点的な取組

改めて付言するまでもありませんが、JPXの目指す市場の持続的な発展は、国内外の多様な投資者、発行会社、証券会社その他の市場関係者の皆様、さらには監督当局や一般社会の理解と支援なくしては実現不可能なものです。そこで、第二次中期経営計画では、JPXとして、投資者や上場会社にどのような価値を提供し、株主をはじめとするステークホルダーや社会からの期待にどのように応えていくのかという視点で、重点的な取組を4つの分野に整理しています。

① 投資者の中長期的な資産形成の活性化

まず、1点目が、「投資者の多様な投資ニーズを充たすとともに、中長期的な資産形成を活性化する」ことです。

2015年末現在で1,741兆円の家計の金融資産に占める現預金の割合は51.8%（日本銀行・資金循環統計）と、引き続き全体の半分以上を占めている一方、株式その他の証券投資の割合は16.7%（対外証券投資を含めても17.3%）にとどまっています。アベノミクス開始前の2012年9月末と2015年末とを比較しますと、東証株価指数（TOPIX）が2.1倍の水準となっている中、ストックベースの家計の証券投資金額は1.6倍の水準にとどまっており、アベノミクスによる資産効果が家計にも及んでいるものの、中長期投資の果実は十分に行き届いていない状況が見て取れます。少額投資非課税制度（NISA）の開設口座数が約1,000万口座（累計買付額では約6兆5,000

億円)に達し、本家の英国のISAの規模を上回る急速な普及^(注4)を実現している一方で、現役世代には十分に浸透しておりません。長期に亘るデフレ経済の下で結果的に預貯金への選好が正当化されてきてしまったこともあり、これまで繰り返し唱えられてきた「貯蓄から投資へ」の動きは、まだまだ本格的なものとなっていないと思われます。

しかしながら、労働人口の減少や社会保障制度の行詰りなどの構造的課題を抱える日本経済にとって、証券投資を通じた家計の中長期的な資産形成を活性化するとともに、家計の金融資産の運用を受託する機関投資家の運用手段の多様化・高度化を実現していくことは急務であり、また、JPX市場の健全かつ持続的な発展にとっても不可欠であると考えられます。マイナス金利を含む金融緩和政策の継続が、ポートフォリオのリバランスを後押ししている状況を踏まえ、JPXとしては、投資者のニーズに応えながら、投資者の中長期的な資産形成を活性化する施策に、これまで以上に注力していくこととします。

具体的には、現役世代、とりわけ若年層の金融リテラシー向上を図るため、金融証券教育や起業家教育などに加え、様々なチャネルを通じて投資未経験者に対する金融知識・証券知識の普及、啓発に努めるほか、相対的に少額かつ低コストで、様々なアセットクラスへの分散投資が可能な上場投資信託(ETF)をこの分野における戦略商品と位置付け、日本株に対する投資魅力を引き出すような指数

の開発やそれに連動するETF等の組成促進、株式以外の多様な原資産(例えば、外国資産やコモディティなど)の価格に連動するETFの品揃え強化などに、JPXグループの総力を挙げて取り組むこととします。

ETFについては、その上場純資産額が、第一次中期経営計画の期間中において、6.4倍の16兆円余りとなったほか、これを保有する個人投資者の数(延べ数)が約20万人増加して、56万人に達するなど、幅広いアセットクラスへの分散投資手段として定着しつつあるものの、まだまだその認知や普及は十分ではありません。そこで、第二次中期経営計画では、それぞれについて5兆円、50万人の上積みを目指すこととします。

そのほか、多様な機関投資家の誘致を図る観点から、プロモーションの陣容及び手法の強化を図るとともに、デリバティブ商品の品揃え強化と投資者による活用促進にも取り組んでいくこととします。

② 上場会社の企業価値の向上

2点目は、「上場会社の価値向上を支える」ことです。

第一次中期経営計画では、上場会社の持続的な成長と企業価値の向上を促す観点から、「コーポレートガバナンス・コード」(以下この②において「コード」といいます。)の策定や「JPX日経インデックス400」の開発、普及などに取り組みましたが、今後は、これらの取組が形式を整えるだけのものに終わらないことが必要であり、グローバルな機関投

資家からの期待を維持するうえでも重要な意味を持つと考えられます。

コードにおいて採用された「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みは、上場会社が、コードに掲げられた原則の趣旨等を踏まえて自律的に検討、対応するよう求めるものであり、株主である機関投資家と上場会社との間の建設的な対話によって、コードの実効性が確保されていくことが前提とされています。コードの導入初年度において独立した社外取締役を選任する上場会社（市場第一部）の数が半数近く（2015年7月調べ）となるなど、上場会社における対応が大きく進展している状況を踏まえ、JPXとしては、上場会社と機関投資家との対話が円滑に行われるための環境整備に努めるとともに、上場会社の対応状況が適切に認識、理解されるよう国内外に向けた情報発信の取組を強化していく方針です。さらに、コードの策定と相俟って、JPX日経インデックス400の銘柄選定に係る評価項目が我が国におけるコーポレートガバナンス改革を下支えした面もあると考えられることから、今後の活用方法について検討していくこととします。

また、日本経済の持続的な成長の実現には、経済・産業の成長分野に対するリスクマネーの円滑な供給が不可欠となりますので、適切な上場審査等を通じた品質の維持・向上を図りつつ、安定的に100社程度の魅力的な新規公開会社を生み出すべく、引き続き、上場準

備会社の裾野の拡大やベンチャー企業を巡るエコシステムの改善に取り組むこととします。

③ 市場インフラの基盤強化

3点目は、「市場基盤の強化により社会の期待に応える」ことです。

JPXの運営する市場は、公共インフラとして極めて高い重要性を有しており、その安定的な運営と同時に、市場利用者の利便性の向上にも努めていく必要があります。また、高頻度取引やアルゴリズム取引の普及などに対しては、その実態や潜在的なリスクを的確に捉え、リスク管理や売買審査等の機能強化に結び付けることを通じて、市場に対する信頼の確保に万全を期することが欠かせません。

そこで、第二次中期経営計画では、清算・決済サービスにおけるリスク管理の強化や利便性の向上を図るほか、未決済残高の圧縮を通じた決済リスク削減の観点から、国債や株式に係る決済期間の短縮にも、市場関係者と協力しながら取り組んでまいります。

また、サイバー攻撃への的確な対処に加え、東日本大震災の経験やその後の科学的知見の進展を踏まえたBCPの見直しにも着手することで、インフラの安全性・堅牢性を強化してまいります。

さらに、昨年9月にリブレースを実施した株式売買システム（arrowhead）や本年7月の稼働を予定するデリバティブ売買システム（次期J-GATE）について、その安定的かつ円滑な運用を確保することはもちろん、第二

次中期経営計画では、さらなる市場の競争力強化の観点から、次世代売買システムの在り方についても検討を進めてまいります。このほか、日々進化を遂げる新たな取引行動や取引手法の実態を把握し、それに応じた売買審査の高度化や潜在的なリスクの適切な管理など、自主規制機能の充実にも努めてまいります。

④ 取引所ビジネス領域の拡大

4 点目は、「取引所ビジネスの新たな地平を開拓する」ことです。

前述のとおり、JPXの財務運営上の課題は、その収益が日本株の市況動向に大きく影響を受ける点にあり、市場の持続的な発展の実現には、コスト構造の見直しとあわせて、収益の安定化に向けたビジネス領域の拡大が避けられません。

成長分野であるOTCデリバティブ取引の清算サービスについては、第二次中期経営計画の期間においても、引き続き清算対象となる取引分野の拡大を図るほか、市場インフラを利用した新たなビジネスの創出にも努めるものとします。

また、金融ビジネスの分野においては、「フィンテック」と総称される、高度なIT技術を利用した革新的なサービスによって、既存のビジネスの在り方が大きな影響を受けるとの見方が強まっています。JPXとしても、こうした動向を的確に捉えるため、外部のパートナーとの連携の下、要素技術の開発や可用性の実証研究に取り組みます。

さらに、新たなビジネス領域への進出に際しては、国内外の環境変化その他のビジネス機会を的確に捉え、イノベーションに果敢に取り組むことができる組織基盤の整備を進める必要があります。そこで、海外拠点の整備や調査研究機能の強化、さらには、社内の働き方の改革などにも取り組んでまいります。

■ 4. おわりに

以上が、JPXが本年3月22日に公表した「第二次中期経営計画」の概要となります。

JPXは、その「企業理念」において「公共性及び信頼性の確保、利便性、効率性及び透明性の高い市場基盤の構築並びに創造的かつ魅力的なサービスの提供により、市場の持続的な発展を図り、豊かな社会の実現に貢献する」旨を掲げて、3年前にスタートいたしました。

第一次中期経営計画の対象となった統合後最初の3年間は、外部環境の好転だけでなく、市場関係者の皆様のご支援とご協力に支えられて、この企業理念に恥じない成果を挙げることができました。

もともと、JPXが目指す「市場の持続的な発展」の実現、すなわち日本経済やそれを支える日本株市場がグローバル経済社会の中で埋没することなく、将来世代に亘っても力強い輝きを放ち続けるには、解決すべき困難な課題が多く残されております。

本誌をご覧の市場関係者の皆様には、第一

次中期経営計画の期間中におけるご協力に改めて深く感謝申し上げますとともに、「THE NEXT」を目指すJPXの新たな取組に対する倍旧のご指導、ご支援をお願いいたしまして、本稿を閉じさせていただきます。

(注1) 齊藤惇「JPXの中期経営計画について—成熟したJPXのマーケットインフラを武器に、“アジアで最も選ばれる取引所” へ—」(本誌2013年6月号、No.334)

(注2) 本稿執筆時点(4月上旬)。

(注3) コーポレートガバナンスの強化をはじめとする日本株市場の魅力向上に係るJPXの取組の詳細については、清田瞭「日本の金融・資本市場の魅力を向上させるために」(本誌2016年1月号、No.365)を参照。

(注4) 英国FCAの調査によれば、ISA (Stocks & Shares ISA) の直近の利用数は約271万口座。

