

取引所新時代

1. 進展する取引所の「民間企業化」

1) 日本にも到来する市場間競争の時代

ビッグバンの一環として、わが国においても市場間競争原理がようやく導入されることとなった。すなわち、上場企業の獲得や注文の獲得を目指し、取引所同士が競争する、あるいは取引所と先端的な電子取引システムなど他の市場が競争する、場合によっては、証券会社も取引所外でより良い注文執行を目指すようになる。こうした各市場の競争を通じて、日本の証券市場が全体としてより効率的で革新的な姿に生まれ変わっていくのである。この歴史的な転換は、98年6月に成立した「金融システム改革法」に明記され、98年12月より実行に移される。

ビッグバンは、護送船団体制から競争原理が機能する金融・資本市場への転換であるが、「金融業者」同士が活発に競争しなければならないと同様、取引所など「市場を提供する者」も互いに活発に競争しなければならない。これが市場間競争である¹。そもそも、後述する通り、「金融業者」と「市場を提供する者」との区別が時代の変化とともにあいまいになってきたのが世界の現実である。

この傾向にいち早く対応し、市場間競争原理を導入したのが、1975年の米国のメーデーである。イギリスも、1986年のビッグバンで対応した。イギリスのビッグバンが刺激となり、大陸ヨーロッパ諸国の取引所間でも活発な競争が展開されるようになった。さらにはアジア、オセアニアの諸国も、80年代後半から90年代にかけ、資本市場育成策の一環として取引所の競争力を強化していった。日本における市場間競争原理の導入は、これらの動きに大きく遅れており、今後、ビッグバンの趣旨に則り、改革を実効あるものにしていく必要がある。

金融・資本市場の課題は山積しているが、この取引所問題を後回しにできる時間的猶予はあまりない。なぜならば、諸外国の取引所における変化が、昨今、一段と加速しているからである。すなわち、「金融業者」と「市場を提供する者」の区別がますますあいまいとなり、各国の「取引所」がますます「民間企業」のように行動するようになっているからである。

¹市場間競争の考え方と、そのビッグバンにおける位置づけについては、拙著『証券ビッグバン』日本経済新聞社、1997年参照。

以下、まずこうした取引所の性格変化を象徴するような動きとして、欧米における取引所同士の合併や提携、そして取引所の株式会社化、公開会社化の動向を確認し、その背景を探ってみる。

2) 取引所間の合併、提携

米国では、Nasdaq の運営会社と、アメリカン証券取引所が合併する²。店頭登録市場と上場株を扱う取引所が、全米証券業協会 (NASD) の傘下の兄弟会社になるという姿が生まれるわけである。6月25日、アメリカン証券取引所の会員による投票で、合意が得られた。NASD の戦略は、「一つのテントの下で、米国でもっとも効率的で低コストな、ディーラ市場、オークション市場、オプション市場を提供すること」。(Richard Ketchum, President & COF, NASD)と伝えられる。

さらに、この連合にフィラデルフィア証券取引所が加わることで基本合意が表明されている。フィラデルフィア証券取引所は、シカゴオプション取引所からも合併のオファーを受けていたが、より良いオファーを提示していたアメリカン証券取引所を選択した。この結果、ニューヨーク証券取引所に対抗する NASD 連合とも言うべき一大勢力が生まれる可能性がある。

フィラデルフィア証券取引所との合併が実現しなかったシカゴオプション取引所は、パシフィック証券取引所との合併交渉を進展させている。また一部では、米国の他の地方取引所 (ボストン、シカゴ) を巻き込んだ、スーパーリージョナル取引所の誕生を予測する向きもある。

ヨーロッパに目を転じると、98年7月に、これまで熾烈な競争を展開してきたドイツ証券取引所とロンドン証券取引所が共通上場やシステムの統合を発表して、関係者を驚かせた。その後、オランダもこの統合に加わることを表明し、ルクセンブルクの参加も見込まれている。

これらの動きに先立ち、ドイツ証券取引所はフランス、スイスの取引所と共同市場を構築していく構想を97年9月に発表している。まず98年秋をメドに、スイス先物オプション取引所とドイツ先物取引所の一体化を目指しており、このため、共通の取引システム EUREX も用意されている。この後、ルールの共通化、清算機関の統合へ向かう予定で話が進んでいる。

ヨーロッパでは、この他、ストックホルム証取、コペンハーゲン証取、オスロ証取、ヘルシンキ証取の合併構想や、アムステルダム証取、ルクセンブルク証取、ベルギー証取の提携構想 (クロスメンバーシップ、クロスアクセス、データ・情報の共有) も報じられている。

² 詳細は、大崎「Nasdaq 市場とアメリカン証券取引所の合併」『資本市場クォーターリー』野村総合研究所、1998年夏号参照。

ヨーロッパにおける証券取引所間の提携としては、1996年3月よりユーロNMというフランス、ベルギー、ドイツ、オランダのベンチャー向け市場をリンクしたシステムが稼働している。しかし、最近の動きは、ベンチャー市場に限らず、より全面的な提携が構想されているのが特徴的である。

これら各国の提携、統合関係が今後どのような展開になるか、予断を許さない。ドイツ取引所が、ロンドン証券取引所との提携を発表したのは、以前に発表されていたパリ証取との提携がうまく進展していないことを証明するものだ、という見方もある。その一方で、今後多くの欧州取引所が参加する、「大欧州取引所」の誕生を予想する見方もある³。

米国とヨーロッパにまたがる提携の動きもある。すなわち、98年3月、CBOTが、EUREXとの提携を表明している。さらに、98年6月には、ナスダックとドイツ証券取引所の提携が報じられている。

3) 取引所の株式会社化

日本の証券取引所やニューヨーク証券取引所に典型的なように、証券取引所という組織は、証券会社を会員とする組織で、かつ公益性が高い組織というのが、従来からの姿であった。ところが最近では、表1に示すように、株式会社形態をとり、さらには、その株式を上場するようなケースまで見られる。

ロンドン証券取引所はビッグバン、パリ証券取引所はプチバンで、それぞれ株式会社形態に転換したが、この1980年代における二つの株式会社化の場合は、株主は会員に限定されていた。それが、1990年代の株式会社化の場合は、ストックホルム、ヘルシンキ、コペンハーゲン、アムステルダム、オーストラリアに見られるように、会員以外も株主となっている。

株式を上場したのは、オーストラリア証券取引所で、1997年のことである。アムステルダム証券取引所も2002年に上場を予定している。この他、英下院、大蔵委員会は97年

表1 証券取引所の組織形態

形態		取引所名	備考
会員組織		N Y S E、アメリカン証券取引所、東京証券取引所、トロント証券取引所	アメリカン証券取引所は株式会社組織に転換し、NASDの傘下に。
会社組織	株主は会員に限定	ロンドン証券取引所 パリ証券取引所 香港証券取引所	1986年に株式会社化。 1988年に銀行法に基づく株式会社。資本力増強のため、優先株を銀行、保険会社に対し発行。
	株主として会員以外も認める	フランクフルト証券取引所 ストックホルム証券取引所 ヘルシンキ証券取引所 コペンハーゲン証券取引所 アムステルダム証券取引所 オーストラリア証券取引所	ドイツ取引所株式会社が運営体。 1993年に株式会社化、94年以降株は自由に売買される。 1995年に株式会社化。 1996年に株式会社化。 97年1月に株式会社化、同年3月、外部投資家に株売却。 2002年に上場を予定。 1997年株式会社化。上場。

(出所) 東京証券取引所「海外証券取引所における主な市場改革の動向について」をもとに野村総合研究所作成。

³ これらの見方については *Business Week*, July 20, 1998 参照。

3月、ロンドン証券取引所の公開を提案している。また、パリ証券取引所も早ければ1999年に公開するという構想が伝えられている。

証券取引所の公開会社化の議論に際しては、一般に以下のようなメリットが指摘されている。

①証券取引所においてテクノロジー投資が重要になっているが、株式会社となることにより、資本市場を通じてシステム投資の資金調達が可能となる。

②昨今、会員の間で業務の性格の違いや収益、規模の格差が拡大する傾向が見られ、会員の合意で運営していくのは、ますます困難となっている。そこで、株式会社化することにより迅速な意志決定が可能となる。

③ストックオプションの導入により、取引所幹部、従業員のインセンティブの向上が期待できる。

④ディスクロージャーなど組織の透明性の向上が期待できる。また、会員を重視する組織から、上場企業や投資家を真の顧客として重視するようになり、彼ら及び株主に対するアカウンタビリティの向上が促進される。

⑤コスト削減など、組織の効率化が促進される。

このように、これまで企業に対して、株式公開のメリットを掲げ、上場を促進してきた取引所自身が、自ら公開し、公開会社のメリットを追求することを考える時代になっているわけである。

なおアメリカン証券取引所は、今回の NASD との合併により、会員組織から株式会社組織に転換する（ただし、持株会社である NASD の傘下であり、非公開会社）。1）で述べた取引所同士の合併、提携といった動きが、今後活発化すれば、こうした組織構造の転換が一層促される可能性がある。

4) 独占から競争、公共機関から民間機関へ

以上のように、取引所の合併や、公開会社化など、従来考えられなかったような変化が生じている背景として、今日、取引所という制度の社会的、経済的位置づけが大きく変革する時を迎えていることが指摘できる。すなわち、取引所が独占的で公的機関の色彩が強い組織から、競合相手との競争にさらされ、より一般の民間企業に近い組織として行動する組織に転換しつつあるのである。

米国の場合は、伝統的取引所自体も相互に競争を展開するが、Nasdaq との競争もある。そして電子取引システムを巡る競争が活発化している。欧州の場合は、各国の取引所間の競争が英国のビッグバン後活発化したが、この流れが通貨統合が迫るにつれ、一段と熾烈なものになっている。英国の場合には、これに加えて、トレードポイントと呼ばれる電子取引システムとの競合も生じている。

このように、取引所がますます競争にさらされるようになる中で、生き残りのために、その姿を変えつつあるわけである。

独占的かつ公的産業が、競争原理が働く民営的産業に転換していく例は、過去様々な産業において見られてきたところである。港湾、鉄道、航空、海運、陸運、電話、通信、放送などなどである。これらの産業で生じてきたことが、取引所においても顕著に現れるようになってきたわけである。

これらの産業に共通なことは、テクノロジーの発達を一つの重要な契機として、既存の組織の独占性を裏付けていた背景（ネットワーク外部性や巨額の固定投資の必要性）が崩れていき、一方で既存の独占的、公共的体質の下で、官僚型組織の弊害や既得権の弊害が、従来以上に問題とされる社会風潮が強まってきた。

例えば、ネットワーク産業においては、電話に典型的なように、加入者が増えれば増えるほど、サービスのメリットは向上する。従って、個々の企業が別々にネットワークを拡大させるよりも、一社が業務を独占的に拡大させる方向に経済的誘因が働いた。ネットワークの拡大に巨額の投資が必要なことも、純粋民間企業のアプローチを困難とした。しかし、テクノロジーの発達、競争の活発化、従来型組織構造への批判のなかで、こうした電話産業が、世界的に民営化されていったのが現実である。

証券取引所も、注文を物理的に一カ所に集めることにより、より効率的な取引、価格発見が可能となったために、独占的な組織として発達したが、もはや物理的なスペースがなくても、コンピュータ上で注文のマッチが可能な世界となった。また、昔は、物理的なスペースが必要で、コンピュータも高価であったため、取引所が一種、公共的施設として、国策ないし地域政策的に共同して資金を出し、設立・運営されることに、必然性がなかったわけではない。しかし、コンピュータが安価になれば、様々な主体が比較的容易に、既存のものより機能的に優れた新施設を創造しうる時代になったのである。

テクノロジーの発達は今後も進むことを考えると、取引所の民間企業化の流れは一つのトレンドとして、一層進展していくものという認識を持つ必要があるだろう。そして、今や、電話産業、というより通信産業において、国際的な提携、合併が展開され、一握りのグローバル企業が熾烈な競争を展開される時代になっているように、取引所、というより市場提供ビジネスにおいても、グローバルに通用する企業が台頭していく時代がやってくるに違いない。

5) 取引所「民間企業化」時代における政府の役割

ある独占的、公益的組織が、競争原理が働く、民営的組織へ転換していく場合、こうした組織を巡る政府の役割も大きく変貌していかなければならない。

独占的産業、公益産業の場合に必要な規制は、独占的であるが故に生じる様々な弊害を最小化することに重点が置かれる。すなわち、独占的な価格設定を防ぐために、料率の

公認制度や、業務範囲の制限が導入される。

しかし、民間企業的な競争が可能な産業になるのであれば、こうした性格の公的介入は当然、見直されていく。ただし、公的介入が無くなるわけではなく、変化するという点が重要である。政府の役割として、新たに重要となっていくこととして、次のような点が指摘できる。

第一に、完全な競争が行われるようになるならば良いが、競争が不完全であるために生じる問題があり、これへの対応が必要である。

実際、欧米の取引所において、透明性の強化が図られている。アメリカでは注文執行義務規則が導入され、マーケットメーカーやスペシャリストの注文執行における透明性や最良執行の徹底が促された。また、ロンドン証券取引所では、新取引システム SETS (Stock Exchange Electronic Trading Service) が導入され、オーダードリブン制の導入が実現したが、これも透明性の向上に対する、投資家及び公正取引庁の要請が一つの契機であった⁴。

各市場が活発な競争関係にあれば、透明性の確保を規則として強制しなくても、各市場が注文をより多く集めるために、必要な情報を開示する経済インセンティブが当然働くという考え方がある。しかし実際には、Nasdaq で問題になったように、マーケットメーカーのスプレッドが広いままで、ほぼ固定された状態になるようなことが現実起きてきた。

第二に、競争の不完全性とも関連するが、情報の非対称性の問題がある。例えば一般の個人にとって、様々な執行ポイントにおける気配や価格の情報を十分把握するのは困難である。従って、個人にわかりやすいよう、統一されたルールで公表を義務づけることが望ましいという議論がなされる。

第三に、システミック・リスクの防止のため、公的介入が正当化される場合もある。システミック・リスクには様々なものが含まれるが、取引所の場合は、文字通り、システムダウンの問題がある。テクノロジーが取引市場においてますます重要になるにつれ、システムに問題が生じた場合、これが市場全体に及ぼす影響も、過去に比べて大きなものになっていく。このため、アメリカでは、取引市場のシステムの容量やセキュリティに対するチェックのあり方が制度化されている。これも、競争原理を重視する立場からは、各市場は、当然、システム上の問題を最小化することに、経済的インセンティブが働くから、規制を導入する必要は無いという議論になる。しかし、一つの市場の混乱が、その市場自身が被る損害を超えて市場全体に問題が波及するのであれば、個々の市場の自主的努力に委ねるのでは不十分ということになる。

第四に、上記のように競争が不完全である場合、これに対する公的介入が正当化されるが、同時に、競争を促進し、より完全なものに近づける点にも、公的な介入が正当化される。すなわち、競争政策がより重要となっていくのである。この点も他の産業において

⁴ SETS の対象は、FTSE100 指数構成銘柄で標準決済 (T+5) かつ 500 株 (5 ポンド超) ないし 1000 株 (5 ポンド以下) 以上、NMS (1 日平均売買高の約 2.5%) の 10 倍以下の取引である。SETS については吉川「ロンドン証券取引所における SETS 導入後の取引状況」『証研レポート』日本証券経済研究所、1998 年 7 月参照。

も見られてきたことである。電電公社が民営化されNTTとなり、さらにこの分割が要請された。そして、各種の独占的な取り決めや手続き等の見直しが徹底されている。

後述するように、アメリカでは、SECが電子的取引システムを、証券会社と見なしてきた。これは、電子取引システムが小規模であることも勘案し、従来の取引所に対する規制を機械的に適用せず、こうした革新的な市場が成長し、既存の取引所との間での競争が活発化することを好ましいとしてきたためである。

証券取引所も、電話も鉄道もそうであるが、代替的システムの登場がその産業の性格を公益的産業から、民間企業に変化させていったわけであるが、これらの産業が、いわゆるネットワーク産業であり、ネットワークの経済が働く点には変わらない。すなわち、参加者が多いところほど、使い勝手が増し、競争上有利になる。このため、代替的システムが優れていても、既存のシステムに対しては、競争上不利になりかねない。従って、新興勢力の台頭を支えるような制度や政策も合理性を持ちうるわけである。

2. 取引所新時代への対応－米国のアプローチ

1) 米国の市場間競争促進政策

以上の議論から明らかなように、今日、証券取引所という組織は、独占的、公益的存在から、一般の民間企業により近い存在に向けて急速に転換する段階に入った。従って、市場間競争は活発化し、各取引所は生き残りのための対応を迫られ、一方、規制機関は、取引所が真の民間企業になりきっておらず、市場の市場（market for markets）が未だ不完全であることからくる問題への対応を迫られているわけである。

いうまでもなく、後者、すなわち規制機関がいかなる対応をとるかによって、前者、すなわち、市場間競争の程度、個々の取引所のなすべきこと、競争から生まれるユーザーへの便益の程度も大きく変わってくる。ひいては、証券市場全体のクォリティや競争力も左右されるわけである。

そこで、もっとも優れた証券市場を実現させている米国において、競争と規制の関係がどのようになっているか、確認してみよう。

まず重要なことは、米国では1960年代には、証券取引所にも独占禁止法が適用されるという判断が、いくつかの裁判を通じて示されていたことである。その結果、会員に対して顧客から固定手数料を徴収することも独占禁止法上の問題とされ、手数料自由化の要請が高まった。取引所外の取引を禁止しようというニューヨーク証券取引所の主張も、議会の委員会で反対された。こうした議論を背景に打ち出されたのが、1975年の証券改革法である。これは一般に、メイデー、すなわち手数料自由化をもたらしたものとして知られているが、その本質は、取引所の独占性を否定し、市場間競争を法定した点にある。

その上で、各市場に関する統一的な透明性確保のフレームワークとして、取引報告のルールと、気配報告のルールを導入したわけである。このルールは、取引所であるか、マーケットメーカーをする証券会社であるか、あるいはマーケットメーカーを組織した Nasdaq 市場であるかに関わらず適用される。

このように、市場的機能を提供する役割を、取引所に限定せず、競争を促進するスタンスが取られたため、すでに 1969 年より場外取引のシステムとして機能していたインスティテュートも問題なく発展することが可能となり、またその後のテクノロジーの発展の中で、コンピュータを駆使したマーケットメーカーや、各種の電子取引システムが台頭することも可能となったのである。

この間、1989 年にデルタシステムという国債現物オプション取引の取引システムに対し、取引所登録が必要ではないかという訴訟がシカゴ商品取引所から提訴された事件においても、裁判所から専門的な判断を委ねられた SEC は、取引所の定義を限定的に解釈し、電子取引システムが導入されやすい環境を確立した⁵。また、1994 年に発表された SEC 市場規制局のレポート、「マーケット 2000」でも、市場間競争を重視し、電子取引システムの台頭を肯定的にとらえるスタンスが再確認された。

2) 新たな電子取引システム規制の提案

このスタンスは、最近になり重要な調整が加えられている。すなわち、市場の透明性がより厳格に追求されるようになり、また、電子取引システムの急増に対して、電子取引システムに対する規制上の要件を従来より強化する提案が打ち出された⁶。

特に、電子取引システムに関する新たな規制上の提案は、単に、規制が強化されたということにとどまらず、次に示すように、取引所とは何かという問題、及び電子取引システムなど各種の市場が登場する中で、規制はどうあるべきか、という問題についての SEC の新たなアプローチが打ち出されたという点で注目される。

今回の提案では、まず、取引所の定義の解釈が示された。すなわち、証券取引所法セクション 3(a)(1)では、「取引所とは、株式会社ないし非株式会社であるあらゆる組織、協会ないしは自然人のグループであり、証券の売り手と買い手を集める市場ないし施設、あるいは、証券に関連して、一般に証券取引所と理解されるものが通常行う機能を果たす市場ないし施設が構成し、運営するものであり、こうした取引所によって運営される市場ないし施設を含む」とされている。いわば「取引所とは一般に取引所と理解されるもの」である、とも読みとれ、あいまいになっている。今回この条文の解釈としてルール 3b-12 が提

⁵ 注 8 参照。

⁶ Securities and Exchange Commission, Proposed Rule, “Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems”, Release No. 34-39884. 1997 年 5 月に出されたコンセプト・リリースに対する各界からのコメントを踏まえて 98 年 4 月に提示された。

案されたのである。ここでは、取引所とは

①「複数の参加者の注文を統合し⁷」かつ

②「こうした注文を入れる参加者が、取引の条件について合意する上での重要な条件を、裁量的では無い形で（取引施設の提供やルールの規定によって）設定するもの」

とされた（ルール 3b-12(a)）。これは、デルタ・システムの問題の際に示されたこれまでの SEC による取引所の定義⁸よりも、はるかに広範な定義となっている。一方、注文を回送するだけの仕組み、単一の証券会社がビッド・オファーを提示し、注文を集め執行する仕組み、証券会社が内部で注文を付け合わせたり、クロスさせたりする仕組み⁹は、この定義に該当せず、従って、取引所ではないということも明記された（ルール 3b-12(b)）。

しかし、上記の広い取引所の定義では、多くの電子取引システムは、取引所に該当することになってしまう。そこで興味深いことに、SEC は、こうした電子取引システム¹⁰は、取引所となるか、あるいはレギュレーション ATS という新たな規制に服する代わりに、取引所登録を免除され、証券会社として運営を続けるかを選択できるようにすることを提案した（ルール 3a1-1(a)(2)、ルール 3a1-1(b)(2)）。¹¹

従来は、電子取引システムが取引所という法的形態を選択することは困難と考えられてきた。特に、証券取引所法セクション 6(b)(3)は、取引所は、会員によってコントロールされる役員会を持たなければならない、この役員を選出に関しては、会員を公正に代表するようにしなければならない、としている。しかし電子取引システムはそもそも会員制をとっておらず、そのガバナンス形態も私企業そのものである。今回、SEC は、「この規定は必ずしも、取引所が会員によって所有されなければならないとしたものではない」とした上で、公正な代表という点を満たすには、全ての参加者から役員の名を求めたり、参加者

⁷ 「複数の参加者」であるため、売買の相手が常に一社である単独マーケットメーカーの場合を含まない。「注文」とは、売買の意思の確実 (firm) な表明であり、その価格で注文が執行されて良いというものがある。単なる関心の表明ではない。「集中」とは、参加者の取引の関心を画面上でまとめて示すものを含む。従って Nasdaq システムも含まれる。インターディーラーブローカーも含まれる。ブロック取引のための電子掲示板として普及している AuTeX のようなシステムも該当しうるが、同掲示板は、②の方の条件を満たさない。情報を単に提供するシステムは含まれない。

⁸ 1990 年のいわゆるデルタ・リリース。証券取引所法上の取引所とは「取引ルールや、運営方法、ないしビジネス・インセンティブを通じて、取引を集中し、定期的ないし継続的なペースで売りと買いの気配を提供し、売り手と買い手がその気配値で、通常、注文を執行できるという期待を適度に持てるようにしている組織のみを含む」、と解釈している。Securities Exchange Act Release No.27611 (Jan. 12, 1990), FR 1980, 1900 (Jan. 19, 1990)。

⁹ ただし、顧客の注文が、外部の他の人間に提示されないこと、かつ、注文の執行が、顧客に通知された既定のルールによってなされないことが条件。すなわち証券会社が、注文を集め、この注文を外部に示してそれに応ずる注文を集め、執行するような仕組みを、参加者にとって既定のルールで運営するような場合は、取引所と見なされる。

¹⁰ Alternative Trading System。ルール 3b-12 の取引所であり、かつ加入者のその施設等での取引の仕方に関するルール以外は、加入者の行為規制など既定していないものあるいは、取引を禁止する以外の方法で加入者を律することをしないもの、と定義される（ルール 300(a)）。すなわち、自主規制機関としての機能を果たすものは、ATS ではなく、取引所として登録されるべきと、されている。

¹¹ 証券業協会が運営する市場も、取引所登録を免除される（ルール 3a1-1(a)(1)）。また政府証券、ブレイディ債、及びそれらのレポ取引のみを扱う仕組みは、ルール ATS の対象外である。これは政府債の取引は、SEC と財務省と連邦銀行規制当局によって特別に規制されているためである。

から選出された役員選出委員会を設けたり、参加者に投票権を利用率に応じて配分した上で直接役員を選出する、といった各種の方法を用いることでも良いとしている。すなわち伝統的な会員制をとらなくても、取引所になることができるという解釈を示したわけである¹²。

電子取引システムが、この新たな定義の取引所ではなく、証券会社を選択する場合は、レギュレーション ATS が適用されるが、この結果、従来に比べて、いくつかの要件が厳しくなる。

まずある銘柄¹³の全市場における取引の 10%超の取引シェアを占めている場合は、その ATS は、この銘柄に関する最良気配を一般に公開する義務を負い、また、公開した最良気配に対して参加者以外の者もアクセスできるようにしなければならない。特に取引シェアが 20%超ある ATS においては、システムのアクセスに関して公正であることが要求される。また、適切なシステム容量、完全性、安全性を備えることが要求される。

なお、この他、自主規制機関の会員となること¹⁴、設立及び、システム変更等に当たっての SEC への通知、SEC に対する四半期ごとの取引報告といった要件もあるが、これらの点は、基本的に従来から電子取引システムに要請されていた点である。

以上の一連のレギュレーション ATS の適用により、電子取引システムが証券会社を選択した場合も、取引所に課されているような、透明性や、公正性、システムの適切性が相当程度要求されるようになったわけである。

一方、取引所については、上記のような役員会に関する解釈が柔軟になったことに加え、新たな取引システムを導入する場合、SEC にこれをファイルする義務が免除することが提案された。これは、取引所の場合、ルール導入等の場合、SEC にファイリングし、パブリックコメントを求めるプロセスを経なければならず、そうした要請のない電子取引システムに対して不利となっているという批判があることに対応したものである。

¹² このほか、取引所法セクション 6(c)(1)は、取引所は登録証券会社以外を直接アクセスさせてはならないとしている。SEC は、1997 年のコンセプトリリースにおいては、機関投資家が会員となり、取引所に直接アクセスすることについてのコメントを求めていた。多くのコメンテータは、これに反対の意見を表明した。これは、取引所の直接参加者として証券会社が各種の規制を受けているが、機関投資家も直接参加する場合、当然必要な規制を受けることになるためである。この場合、証券会社に比べてどのような規制を課すことが妥当なのか、など複雑な判断が取引所や SEC に要請される。一方、機関投資家は、システムの注文入力手段を利用することにより、現状においても事実上形式的に証券会社を経由し、ほぼ直接に近い形で取引所にアクセスできる。以上より、今回 SEC は、あえて機関投資家を直接会員にする必要はないと判断された。

¹³ 対象証券は、ルール 11Ac1-1(a)(6)に定義される covered security。具体的には、上場株と Nasdaq 登録銘柄 (SmallCap も含む)。

¹⁴ ATS が、NASD など他の自主規制機関の監視下におかれることについては、「NASD 自体が自ら市場を運営しており、ATS と競合することになる。このように、競争相手に監督されることは問題である」、という批判があった。これに対して SEC は、SEC が自主規制機関の監督者として、自主規制機関が監督上の立場を悪用して自らの運営する市場を、ATS に対して有利にしようというような行動を監視することを指摘している。同時に、ATS のみを監督するような新たな証券業協会の設立も可能であるとしている。

3) 取引所と証券会社の違い

以上、証券取引所として市場を運営する場合と、証券会社として市場を運営する場合の要件の差を、比較したのが、表2である。取引所に対する要件が緩和される一方、証券会社として運営する場合の要件が強化され、どちらを選ぶかで、規制負担の差が大きくなるように配慮されたわけである。

もちろん一見、取引所になる方が、証券会社としてのステータスで市場を運営するよりも依然として厳しい規制に服さなければならない。しかしSECは、取引所であるということは、自主規制機関として自らルールを決定できる、「取引所」という名称を使うことができるため、利用者の信頼を得られる、というメリットがあることを強調している。

さらに、電子取引システムのシェアが拡大したといっても、Nasdaq 銘柄の取引が主であり、ニューヨーク証券取引所銘柄に関しては、4%のシェアに過ぎない。高い流動性を確保した市場は、流動性が高い故に、より多くの注文を集めやすい、逆に、流動性が低い市場は、それ故に人気限定され、一層、流動性が低下するおそれがある。このような背景もあり、既存の市場が、従来から存在するという理由だけで、競争上の優位性を保ちやすいのである。しかし、これではテクノロジー的に優れ、本来投資家のニーズも適切に対応したシステムであっても、市場に定着しにくくなってしまふ。

取引所の規制の方が、依然厳しいということは、こうした現実の競争力の差を配慮した措置と考えられよう。特に上記のレギュレーションATSのうち、いくつかの要件は、取引規模が大きい場合にのみ適用されるようになってきている点も、同じ配慮の現れと言えよう。なお、取引所の場合も、出来高が少ない場合は、登録を免除される。

このように、米国では、市場間の競争を単に肯定するのではなく、現実の競争力の差も勘案した上での実質的な競争条件の均衡を積極的に実現しようという発想があるわけである。

表2 登録証券取引所による市場運営と、証券会社による市場運営

要件	証券取引所として市場を運営	証券会社として市場を運営
自主規制機関	○	×
参加者は証券会社（機関投資家の直接参加不可）	○	×
上場証券のみ取引	○	×
理事会メンバーの公正な選出	○→△ ¹⁾	×
ルール導入等に関わるSECファイリング	○→△ ²⁾	×
最良気配の公表義務	○	×→○ ³⁾
公正なアクセス、反競争的行為の禁止に関する義務	○	×→○ ³⁾
適切なシステム基準を達成する義務	○	×→○ ³⁾

注 1) 会員制をとらず営利組織によって運営される場合は、同規定は柔軟に解釈される。

2) パイロットプログラムとして新取引システムを運営する場合、免除。

3) 小規模の市場の場合は免除（なお取引所の場合も小規模のものは登録免除）。

（出所）野村総合研究所

このような発想が基本にある限り、電子取引システムに対する今回の規制強化にも関わらず、電子取引システムの成長が阻害されるような問題にはつながらないと考えられる。むしろ、取引所の定義や証券会社として電子取引システムを運営する場合の定義や要件が明確になり、新規参入の上での不確実性が低下したことは、競争活発化に資するものと言えよう。また取引所として市場を運営するか、証券会社として市場を運営するかという意思決定において、規制上の格差が縮小し、ニュートラルな行政スタンスが取られることは、市場運営者が、より規制が緩い方を選ぶことをあれこれ工夫することに貴重な経営資源を費やさず、真に顧客のニーズと自らの提供したい業務の性格に焦点をあて、システム開発や業務計画に従事できるという意味でも、好ましいと評価できる。

以上のように、テクノロジーの発達の結果、伝統的な証券取引所以外にも証券取引の場が拡大したことを背景に、証券会社という定義のもとでの市場提供者も認めて行くこと、そして、取引所であるか証券会社であるかに関わらず、実質的な競争条件を公平にしていこうというのが SEC のアプローチである。

これに対して、そもそも取引所とか証券会社といった過去の定義自体を見直し、新たに市場提供業といった一つの新たな業務を定義し、従来の取引所と電子的取引システムを共通の枠組みで規制するというアプローチもありえよう。

SEC が後者のアプローチを取らなかったのは、証券取引所法自体を変えるような提案をする権限が SEC にはないということもあり、法という根本的枠組みを安易に変えずとも、解釈を通じて新しい状況に柔軟に対応する姿勢を示したものと考えられる。

もちろんいずれのアプローチをとった場合も、「取引所」、「証券会社」、ないしは「市場提供業」と単なる情報ベンダーなどをどう区別するのか、という問題を抱えることになる。テクノロジーの今後の発展を考えると、様々な境界的なシステムが登場しかねない。また「取引所」、「証券会社」、「市場提供者」とそれに定義されない類似施設との間で規制の負担が極端に違えば、法の抜け穴を探そうというインセンティブも高まろう。これは生産的とは言えない。

この点、米国の場合、「証券会社」になることは比較的容易であり、情報ベンダーも市場を提供するような業務に近いことをするのであれば、念のため証券会社登録をすれば良い。先述したような少額取引に関する登録や規制の免除の措置もあり、最初から厳格な規制を課されるわけでもない。

また、米国の場合、過去からの判例の積み重ねを通じて「証券会社」と情報ベンダーの違いといった点については、かなり具体的な事例で判別が可能である。この点、「市場提供業」という新たな包括的な定義を作り、その解釈を一から議論するよりも、既存の取引所と証券会社の規制の枠組みの中で対応したことは、妥当だったと思われる。

3. 証券ビッグバン第二弾に向けて

1) 始まった取引所改革

日本の場合、取引所のみならず、金融産業全体が、これまで独占的かつ公的機関的体制のもとにあったと言えよう。この点は護送船団体制という言葉に象徴的である。今、始まりつつあるビッグバンは、これをようやく、競争原理が機能し、真に民間企業によって運営される産業にしていくプロセスに他ならない。

わが国の取引所もこのプロセスの一環として変化していくことになる。すなわち、取引所がより民間企業に近くなっていくのである。この過程で、欧米において生じたのと同様、競争の活発化と規制環境の変化という二つの動きが明確になって行こう。

諸外国の場合、テクノロジーの変化等で実際に既存の取引所が代替的手段との競争にさらされる、あるいは海外市場からの競争にさらされ、これに応じて、規制のあり方等も見直されている経緯をとったが、わが国の場合は、まずビッグバンの理念の一貫として、市場間競争の導入が明記された。実際の競争の活発化が生じるかどうかは、これからの課題である。

すなわち、金融システム改革法により、本年12月より、取引所集中義務が撤廃され、場外取引が認められる、この他、店頭登録市場が取引所市場の補完ではなく、同じ位置づけとされ、相互の競争が働く関係に位置づけられる¹⁵。

こうした競争原理の導入を受けて、取引所においては、既に活発な競争力強化の努力が払われている。

東京証券取引所では、97年11月に立会外売買取引制度を導入し、証券会社が立会場外で取引を成立させることを可能にした。この取引の結果は、取引所に報告され、取引所取引の一部と見なされる。この取引を効率的に行うため、98年6月にToSTNet-1が導入され、98年8月にはToSTNet-2が導入される。前者は、これまでファックスで証券会社が立会外取引を取引所に報告していたものを、システム的に行えるようにした他、取引条件について、相対で交渉する機能も付けられた。後者は、終値による取引のためのシステムであるが、従来の立会外売買取引が大口の取引に限定されていたのに対し、1000株からの取引も可能である。

また、従来、立会場銘柄に関しては、3単位超の注文は証券会社がこれをシステム的に入力できず、立会場で人手を介して処理されなければならなかった。この要件が97年8月に緩和され、さらに98年3月には、全ての注文をシステム的に入力することが可能となった。この結果、立会場の存在意義も議論されるようになっていく。

この他、98年4月より証券政策委員会が始まり、中長期的な取引所市場のあり方に関する

¹⁵ 大崎「我が国における証券取引所規制の見直し」『資本市場クォーターリー』野村総合研究所、1998年夏号参照。

る議論が、今後深められる予定である。

一方、大阪証券取引所では、立会場における取引を98年1月に廃止した。さらに年内にも、ネットワークを利用した証券取引を効率的に行うため、J-Netと呼ばれる新システムをスタートさせる予定である。このほか、名古屋証券取引所や各地方証券取引所も、各種の対応や議論を進めている所である。

2) 必要な市場間競争促進政策

(1) 市場間競争は活発化するか？

このように、市場間競争原理の導入方針を踏まえ、各取引所が対応を積極化させていることは、改革の意図通りの好ましい動きと言える。特に大阪証券取引所におけるように、思い切った改革が今後も一部の取引所で打ち出されれば、そうした改革を躊躇する取引所に予想外に大きなインパクトを与える可能性があるだろう。既存の主要取引所間では上場銘柄の重複も多く、取引手法等も同じであるため、例えば各種の手数料、会費等に相当な格差がつけば、取引の大きなシフトが生じてもおかしくない。

こうした既存の取引所間の競争は今後も活発化しようが、場外取引や電子取引システムも登場し、より多様な競争が展開される可能性は、高くないと思われる。

本年12月には取引所集中義務が撤廃されるため、現在取引所取引の形態をとっている立会外取引が、相当程度、証券会社による場外取引に移行することが予想される。現状、取引の多くが、機関投資家からの注文を証券会社が相手となって成立させるものとなっているが、場外取引解禁後はこれを証券会社各社が自らの場外取引とすることにより、取引所に支払う手数料を省くことができるからである。従って、取引所の立会外取引、及びそのための新システムと、こうした証券会社の場外取引の間においては、一定の市場間競争が展開されることになろう。

ただ、こうした競争関係は一部に過ぎず、場外取引や電子取引システムが台頭するような余地は限定されよう。これは、既存の取引所の流動性が圧倒的に高いことに加え、次のような制約要因があるためである。

まず、98年4月に、東証が呼び値を縮小させた結果、アメリカのように広いビッド・オファーの спреッドの間で顧客注文を成立させるシステムの発展は限定的となる。

また、場外取引については、投資家が取引所外での執行を明示的に希望した場合にのみ行うことができるとされ、その場合の取引価格についても、取引所における価格の一定範囲内とされるなど、制約がある。

さらに、電子的な取引の場を提供する業務が証券業務として規定されたが、ここで認められる価格決定方法が、以下の4形態に限定されている点も問題である。

- ①取引所でついた価格を用いて価格を決定
- ②店頭売買有価証券市場の価格を用いて価格を決定

③顧客の間の交渉に基づく価格を用いる方法

④そのほか、総理府令・大蔵省令で定める方法

もちろん、④で定められる方法が広範なものであれば問題ないが、狭く定義される可能性もある。

この他、アメリカの NSCC のように、取引所取引か場外取引かに係わらず、市場全体の取引を統合して扱う清算機関が存在しないため、電子取引システムを運営する証券会社は、それぞれ取引一件ごとの決済処理を行わなければならない。

(2) わが国の電子取引システム規制の問題点

以上の問題のうち、特に、電子取引システムの価格決定方法が問われている点は、不必要に競争を制約する結果になりかねない。証券取引審議会総合部会の市場ワーキンググループの報告書によれば、「新たな取引システムが、取引所と同程度の高い価格形成機能を有したものとなれば、そのようなシステムは、当然、取引所としての規制を受ける必要があろう。しかしながら、当面、このようなシステムでは、基本的に取引所の価格形成機能を活用し、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しないと考えられるので、取引所ではなく、証券業として整理することが適当となる」とされている。

「高度な」価格形成の有無で、取引所と定義されるか、証券会社と定義されるか扱いを変えるのは、必ずしも「当然」ではないであろう。まず、現実に多くの地方取引所が、事実上「取引所（東証）の価格形成機能を活用し」た取引を行い、自らの価格形成機能を発揮していないのにも係わらず、「取引所」として規制されていることとの整合性がつかない。

また、ある電子取引システムの取引が活発となり、その価格形成が「高度」になった所で、「証券会社」として活動していたシステムに対し、「取引所」への転換を迫ることは無理がある。なぜならば、今回の証券取引法改正においても、日本の証券取引所は、営利を追求しない組織であるという定義は変わっていない。従って、証券会社として運営していた電子取引システムが顧客の人気を集め、取引が活発になってくると、非営利組織に転換しなければならなくなる。

取引所＝価格発見機能のあるもの、とするのは良いとしても、なぜ価格形成機能のあるものは、営利を追求しない組織でなければならないか、という点は、十分な説明が求められる所であろう。そもそも、1 で見たように、今世界で、取引所がますます民間企業のように振る舞う時代になっているのである。

(3) 必要な競争促進政策

テクノロジーの発展で、証券取引所と証券会社、さらにはその他の情報システム会社の区別はあいまいになっている。証券取引所、証券会社、及び一般事業会社間の法的な区別が残すとしても、また規制の目標を満たすことは当然としても、市場提供サービス業に従事しようとするものが、自らの経営資源や対象顧客、サービスの特性に合わせ、価格決定

方式の選択、組織形態の選択、営利・非営利の選択、参加者の形態（証券会社を会員とするのか投資家も参加するのか）といった選択を柔軟に行えることが望ましい。これによって、新規参入も促進され、市場の革新も進展する。

先述の通り、米国は、今回の SEC のプロポーザルで、市場提供者が、証券取引所形態を選択する場合と証券会社を選択する場合で、規制上の要因ができるだけこの意志決定にニュートラルになるよう努力している。極端に言えば米国の場合、既存の取引所を含め、すべての市場提供者が、証券会社になって市場を運営することを選択することも理論的には生じうる。すなわち、取引所の消滅である。既存の取引所もそちらの方がより利用者のニーズに対応できるといった理由でより発展できると考えれば、そういう選択をすれば良いのである。取引所にとってそれで失われるものは、「exchange」という呼称を使えなくなるくらいである。それで支障無く、米国市場は機能し続けるであろう。

また、米国では、新興勢力の規模が小さい場合は、この成長を促進するために、規制負担をできるだけ免除するようなスタンスも一貫してとられている。

公的介入のあり方、あるいは規制の性格が、今後、競争促進という点を前面に出すべきことを考えると、日本における取引所及び電子取引システムに関する規制のあり方は、米国の姿を参考にしつつ修正されることが望まれる。

そもそも米国及び英国では、取引所に独占禁止法が適用されるということから、メイデーやビッグバンが始まった。日本の場合は、取引所は、依然として独占禁止法の適用除外指定を受けたままである。この点も早急に見直し、独占禁止政策というより、より優れた証券市場を目指すためという意味で、証券市場政策として、競争促進の姿勢が打ち出されるべきであろう。証券ビッグバンの第二弾が必要とされる所以である。

（４）拡大する海外市場との格差の問題

わが国において、革新的な電子取引システムが導入しやすい環境を積極的に整えていくことが重要なのは、市場インフラを格段に進歩させなければ、前述したようなダイナミックな変化を遂げる欧米市場との格差がさらに拡大してしまうからである。

今後のテクノロジーの変化や、企業、投資家の活動のグローバル化を念頭に置くと、この格差の拡大を放置していると、ある時点で、証券取引の海外シフトが、無視できない規模で顕在化するおそれもある。

実際、そうした真の証券市場の空洞化の素地が散見される。例えば、ニューヨーク証券取引所は、日本事務所の開設を予定するなど、日本企業の上場勧誘を積極化させている。今後、日本的経営に対し、よりグローバルスタンダードに見合った経営が求められる傾向が日本の企業において強まっていくことが考えられる。従って、優良企業を中心に、ニューヨーク上場が今まで以上に戦略的に重視されていく可能性がある。同時にニューヨーク証券取引所は、外国株の多通貨取引の導入を目指している。日本企業の上場が増大すれば、ニューヨーク証券取引所で、日本株が日本円で取引され、日本の投資家も参加しやすい環

境になることも考えられる。

一方、ドイツ証券取引所では、アクセスポイントや取引端末を各国に次々と設置し、諸外国の遠隔地会員が、同取引所のシステムに現地から直接アクセスすることを可能にしつつある。98年後半には、アジアで初めてシンガポールにアクセスポイントが設置され、今後、日本へのアクセスポイント設置も視野に置いている。この場合、日本の投資家、及び証券会社にとって、ドイツ企業の株、そしておそらくドイツ取引所と統合される英国企業の株などについても、東証外国部を使わず、ドイツ市場を使えば良いということになりかねない。

もっとも、こうした海外取引所の「アクセスポイント」を、日本に設置できるか、という問題がある。証券会社が端末を通じて有価証券の高度な価格形成に参加するわけであり、この施設を日本の取引所と見なすことができる。そうすると、日本での取引所免許取得が必要になるが、日本から参加する証券会社だけが会員として免許を申請するのか、この「アクセスポイント」自体が自主規制機関になるのかとか、奇妙な問題に直面する。かといって、こうした施設の設置を認めないと、日本の証券会社、投資家は、国際的なネットワークの時代の証券取引という点で大きく立ち後れてしまう。

ちなみに米国は、98年7月、英国のトレードポイントに「登録免除取引所」のステータスを与えた。トレードポイントは、機関投資家が直接端末を通じて注文板に、取引を入力できる仕組みで、民間企業によって運営されている。これが米国の取引所と認定されたことで、米国の機関投資家も、米国にいながらにして、端末を通じてロンドンのコンピュータで運営される注文板上での取引に直接参加できるわけである。トレードポイントは、現状英国株のみ取引しているが、今後英国以外の株の取引も行う予定である。

19世紀までは、一国の中で、各主要都市ごとにあったとって良い証券取引所が、情報テクノロジーの発達や、全国的な企業や経済活動の発展の中で、20世紀においては、少数の主要な取引所に活動が収斂するようになっていった。21世紀においては、各国ごとにあった証券取引所が、国境を超えて活躍する一握りのグローバル証券取引所に集約される力が長期的に働いていってもおかしくない。こうした取引所のグローバルな競争に参加しない国の証券市場は、相対的な競争力を低下させていくであろう。

日本の金融・資本市場の空洞化懸念がビッグバンの実施を促した一つの要因であった。「金融機関の空洞化」の阻止という点では、今の所、この企ては功を奏しており、外資系金融機関の日本進出が活発化している。しかし、「証券市場の空洞化」を阻止できるかどうかは、今後の日本市場の改革がどの程度進展するかにかかっていると見えよう。

なお、現行の外国証券会社法の下では、海外の証券会社は、日本に何ら拠点が無くても、機関投資家等との間では、直接取引が可能とされる。従って、顧客をこれら大手投資家に限定すれば、証券会社によって運営される海外の電子的取引システムは、自由に日本で活動できることになりかねない。そして、このような在外システムが、日本株を取り扱わないとも限らない。ドイツ証券取引所のように各種の規制で監督されている海外の取引所は、

日本にアクセスポイントを設置できず、海外の証券会社が運営する市場なら、同様なことが可能、という状況が生じてしまいかねないことから、新たな枠組みの必要性は明らかであろう。

3) 取引所改革の方向性

証券市場の真の空洞化を防ぐためには、日本の既存の取引所がより良いものとなり、また各種の革新的な電子取引システムが日本で活動できるようにすることが必要である。後者については、前述のように価格発見機能の形態に関わらず、電子取引システムが証券会社ないし新取引所として導入されるような枠組みを導入し、かつ既存市場よりも規模が小さい場合は、規制上の負担を軽減するような競争促進的配慮がなされることが望ましい。

前者、すなわち既存の取引所がより良いものになっていくためには、今、始まっている各種の改革努力や、一層の改革に向けた改革議論が実を結んでいくことが期待される。すでにアメリカやイギリスが、10年～20年以上前にメイデーやビッグバンを実現し、さらなる改革を続けていることを考えると、迅速かつ大胆な改革が望まれる。

以下、具体的な改革の中身に関し、昨今、話題とされているいくつかの案を中心にコメントする¹⁶。

①取引所への機関投資家の直接参加

現状、取引所は証券会社のみを会員とし、証券会社以外のものが、直接、取引所での取引に参加することはできない。そこで、ユーザーの利便性に鑑み、投資家が直接参加できるようにしようという議論がなされることがある。

しかし、証券会社の手数料が非効率に設定され、証券会社間のサービスの競争も不十分だった時代ならともかく、注文回送、執行に関して、証券会社が熾烈に競争する時代には、このサービスにおける超過利潤も消滅する。機関投資家が直接行う場合と、証券会社を通じて行う場合でコストの格差が無くなるはずである。

また、投資家が直接参加する場合、当然、その財務基盤の健全性や、取引・決済に関する諸規則のコンプライアンスなどを求められる。今日の会員証券会社に求められているこの種の要件が合理的なものであるならば、結局、直接参加を試みる投資家に対する諸要件は結局、会員証券会社となるための要件とそう変わらなくなるであろう。結局、投資家ではなく、会員証券会社になるのと同義ということである。

板情報が把握できるようになり、証券会社との間のネットワークを通じた取引が可能となり、証券会社のサービスのプライシングが効率的に設定されるようになれば、こうした規制上のコストを負担して、あえて直接参加する投資家は少ないと思われる。仮に証券会社の競争が不十分で、既存の証券会社経由では満足したサービスが享受できないのであれ

¹⁶ 以下の議論においては、業界関係者、及びオックスフォード・コンサルティングのルーベン・リー氏より有益な御示唆を頂いた。

ば、子会社や持株会社の規制も緩和された今日、自ら効率的なプライシングを徹底した証券会社を設立して、そこを通じて取引所に参加することも可能である。

直接参加希望者が少ないとしても、禁止する必要は無いという考えもあるかもしれない。しかし先述の通り¹⁷、米国では、97年のコンセプトリリースにおいて機関投資家を取引所会員とすることについての意見を求めた所、多くの反論が寄せられたため、今回の新提案には盛り込まれなかった。

このように考えると、わが国において、優先すべきことは、投資家の取引所直接参加よりも、証券会社間の競争を活発化させること、その一環としての会員枠の柔軟化であろう。

②一部市場と二部市場の統合

東証の一部市場と二部市場については、その統合論が一部で主張されている。確かにニューヨーク証券取引所に一部、二部といった区分けはない。一方、店頭有価証券市場においては、登録企業をその性格によって分け、複数の市場を設立することが提案されている。Nasdaqにおいては、全国市場銘柄と SmallCap の区別がある。

結局、一つの市場が良いか、複数の市場が良いかについては、ケースバイケースであり、どちらかが必ず優れているというわけではないということであろう。判断においては、やはりユーザーの使い勝手を基本に置くべきであろう。取引されている企業が、いくつかの大きな特徴で分類でき、これを別に扱い、例えば取引手法を多少変えることにより、流動性の向上が期待でき、ユーザーにとっても利便性が高まるということであれば、市場を分ける意味はあろう。そうでないのなら、あまり意味はあるまい。

なお、一部、二部の統合論の背景としては、二部は一部より企業の格が下というイメージがあるため、企業経営者が、発行済株式数と株主数を増加させ、市場一部指定基準を充足するために、不要なエクイティファイナンスを行い、単に ROE を低下させてしまうという問題が指摘される。しかしこれは、企業経営者の問題であり、市場の問題ではないと言えよう。ROE を無視し、株主のためにならない行動をする企業は、一部指定であっても、投資家にとってのイメージを低下させようし、二部指定でも実力のある企業は、適切な IR 活動を行うことにより、正当に評価されるはずである。

いずれにしても、欧米における取引所のドラスチックな変貌に比べると、マイナーな改革項目である。

③清算、決済機能について

東証は、日本証券決済を 100%子会社とし、ここで取引所取引の清算を行っている。しかし市場間競争の促進という政策目的からは、市場外取引や電子取引システムも含め、この清算の仕組みに参加できることが望ましい。

米国の NSCC は、従来、ニューヨーク証取、アメリカン証取、店頭市場と各市場ごとに清算機関があったのを、三者が出資する新組織として統合したものである。この結果、取引所取引も、店頭取引も、電子取引システムの取引も全て統合され、処理される。個々の

¹⁷ 前掲注 12 参照。

市場は競争しても、決済は共通のインフラで行われるわけである。日本も、取引所外の取引も処理するような組織にする上では、取引所の 100%子会社という位置づけも見直すという考え方もあろう。

清算、決済の機能については、上記のような競争促進政策という観点と同時に、取引所が競争力を強めていく上で、どう考えるか、という観点も重要である。アムステルダム証券取引所のように、諸外国市場との競争上、従来中央銀行が出資していた部分を買取り、清算機関を 100%子会社とした例もあるが、一般に、清算・決済機関は、ひたすら徹底した合理化、低コスト化を進めることがユーザーにとって望ましい。従って、市場全体の効率的なインフラであることを目指す、公共的な施設と見なすことができる。一方、これからの取引所は、取引手法や商品・サービスを工夫するなど、より高い付加価値を競う分野で勝負していくことが目指されよう。公共インフラではなく、より民間企業的に行動していくわけであり、重要なのは差別化である。これに対して、清算機関は、より多くの人に一樣に良質で低コストのサービスを提供することが求められる。取引所が公共的な存在であった時は、公共的なサービスを提供する清算機関を自ら保有することに意味があったかもしれないが、取引所の性格が変化する中で、この点は見直されてこよう。

清算・決済の問題を考える場合の第三の観点として、決済リスク削減の問題がある。この点については、証券の決済期間が今後数年で T+1 にまで短縮されるべきという議論が諸外国で高まっていることに注目すべきである。資金取引が RTGS 化に向かうにつれ、証券の取引（資金取引やレポ取引のための証券担保のやりとりも含め）が T+3 では遅すぎる訳である。このため、グローバル STP（Straight Through Processing、注文から決済まで一貫して取引を電子的に処理）の推進が重視されており、決済関連機関のあり方を考える上では、グローバル STP の実現を考慮しなければならない。

諸外国では、こうした決済の効率化や、決済リスクの削減のため、商品によって分かれていた複数の決済関係機関を統合する動きも見られる。将来的には、銀行システムや派生商品市場、社債、短期金融市場も含めた金融・資本市場全体の決済リスク・コントロールが理想と考えられる。こうした総合的決済機構においては、各参加者のポジションが統合された形で管理できるため、リスクの正確な把握が可能となるとともに、各参加者にとっても、担保や証拠金の効率的な管理が可能となろう。今後の清算機関のあり方は、以上のような長期的なビジョンに関する議論も伴って、検討されることが望まれる。

④株式会社化等の組織の問題

我が国においても、取引所が株式会社になるべきであるという意見があると伝えられる。しかし競争的な市場が登場しうる環境においては、どのような組織形態をとりようユーザー・オリエンテッドな経営を行わざるを得ない。従って、本質的なことは、ユーザー・オリエンテッドな組織になるかどうかであり、この点は、株式会社化すれば自動的に達成されるというわけではない。

逆に言えば、十分に競合的な市場の登場は困難というのが現実であるとするれば、そうした中で取引所が株式会社化をしても、ユーザー・オリエンテッドな組織になるという保証はないということである。むしろ、独占的な力を保持したままで、公益的組織から営利追求の組織になれば、当然、独占的な価格設定など独占企業ならではの行動が顕在化するおそれもある。独占禁止法でこうした行動を抑制するというのも重要であるが、それ以前の問題として、競合的な市場の登場を促進し、いかなる組織形態であれ、ユーザー・オリエンテッドな経営をしなければ競争を通じて淘汰されるような環境を作っていく点に、改革の優先順位が置かれるべきであろう。

⑤取引所の自主規制機関としての機能

証券取引所は、自主規制機関としての機能を果たすが、これが負担となり、自主規制の役割を担わない電子取引システムに対して競争上不利になる可能性がある。もちろん、自主規制機関として自ら行うことにより、市場の信頼を高め、取引サービス提供業務の競争力向上にも寄与するという部分もあり、必ずしも、競争に不利な面ばかりとは言えない。しかし、自らの市場の競争力に寄与する以上に、証券市場全体の公正と秩序に貢献している部分も大きいと考えられる。

そこで、自主規制機能のうち、公的性格が強い部分は公的機関に任せ、取引サービスを提供する組織として、より民間企業に近い姿に純化していくことも考えられる。実際、アムステルダム証券取引所は、株式会社化に際し、市場規制の役割は残したが、会員規制は証券監督当局に委ねた。ロンドン証取も、市場監視の役割は担うが、会員の対顧客業務を監視する機能は、各会員が属する自主規制機関の役割とされてきた。さらに英国においては、先般発足した金融サービス庁が、従来自主規制機関が担ってきた機能を、行政自身の役割として吸収する予定である。業界が自らを律するというのではなく、プレイヤーとしての業者と規制・監督者行政の区別を明確に分けたのである。この発想は、とにかく自主規制機関の位置づけにあいまいな点が多いとされる日本においても、参考になると思われる。

なお、今後とも何らかの自主規制機関としての機能を取引所が果たしていくとするならば、その規制の手法についても改革が必要とされよう。すなわち、ビッグバンによって、行政が事前禁止型から、事後摘発型に転換していくとされるが、取引所においても、各種ルールの精密化、明文化と、その遵守を厳格に監視すること、そして違反を徹底的に摘発し、取り締まる姿勢が今まで以上に要請されよう。市場監視システムの高度化などは当然要請されよう。

また、行政においても、裁量行政、密室行政から、オープンで透明性の高いルール・メイキングが要請されているが、取引所においても、規則制定や、新システムの導入等に関しては、プロポーザルを公開し、コメントを広く一般から求めるようなプロセスを経るようにすることも、一考に値しよう。これによって、よりユーザー・ドリブンな意思決定が可能となることが期待される。

おわりに

投資家が、証券を効率的に売買できる環境を確保する上では、投資勧誘、注文回送、執行、マッチング、価格発見、清算、決済、口座管理、市場情報配信、以上のシステムの開発・運営、上場勧誘、上場審査、売買管理、売買審査、その他の各種自主規制、投資家教育など、各種のサービスや機能が提供されなければならない。

従来はその一定部分を証券会社が担い、残りを主として証券取引所が担ってきたのであった。これが、今回の証券取引法改正で、証券会社が証券取引所の担ってきたサービスや機能の一部を取り込むことができるようになった。しかし変化はこれだけではない、今まで以上に機能を絞る証券会社もでてこようし、機関投資家が自ら多くの機能を手がけるケースもあるかもしれない。あるいは情報ベンダーやシステムベンダーが一部の機能を担うことも考えられる。

今後の大きなトレンドとして、証券取引に関するどの機能、どのサービスを誰が担うかは、それぞれの機能、サービスにおいて、もっとも優れたコスト・パフォーマンスを発揮できる所が担っていく形となっていこう。法や規則やこれまでの伝統において、取引所は何と何をやるものと、という点が確立していたとしても、優れた担い手が他にいれば、それによって代替される力が働いていくことは必至である。

従って、既存の取引所も、これまでの機能を前提として改革論を考えるのではなく、自らがどういう分野において、他の代替者となりうる組織に比べて、十分競争力のあるサービスを提供できるかどうかという観点から、機能の拡大ないしは絞り込みを考えていくべきであろう。

こうした機能拡大、絞り込みを考える上でも、昨今の欧米取引所の変化が参考になる。ただし、欧米においては、はるかに昔に、手数料の自由化や市場間競争の導入を実現し、相当の競争力強化努力を既に払ってきたことが改めて強調されなければならない。例えばロンドン証取は、ビッグバンからまもなく、立会場を廃止し、リストラを徹底し、ビルのフロアの多くを民間企業に賃貸した。このリストラの過程で組織、人員のスリム化も進んだ。

冒頭に述べたような合併、統合、提携、株式会社化の動き以外にも、広報・マーケティング機能の強化、最先端のシステムの導入といった、華々しい改革メニューが欧米の取引所からは日々報じられるが、その前段階として、市場間競争時代の到来に対応した、地道な改革のための痛みを伴うプロセスがあったことは忘れてはなるまい。

一方、今後の行政サイドの課題としては、上記のような証券取引サービスを巡る社会的な資源が最適配分されるよう、各種規制等のあり方を柔軟に見直していくことが望まれる。言うまでもなく、資源の最適配分を実現するための極めて有力な手段は競争原理の導入に他ならない。従って、市場間競争を促進する政策の重要性が、改めて強調されなければならないのである。

(淵田 康之)