

共通論題

[取引所統合とわが国証券市場の展望]

『証券経済学会年報』第50号 2015年9月

概要

高橋 元

作新学院大学

二上 季代司

滋賀大学

今大会では上記の共通論題について3名からの報告とそれに対する質疑応答がなされた。

1. 報告の概要

小林和子氏（日本証券経済研究所）は戦前から現在までの取引所統合の歴史を概観し、時代ごとに異なった力学が働いたことを指摘した。戦前とりわけ戦時の日本証券取引所にいたる取引所統合は、国家的統制のもと強力な政策によって指導された。「日証」は戦時統制の産物ではあるが、上場基準の明確化、投機的取引の抑制がうたわれている。これをもって小林氏は、「日証」発足が、取引所・証券取引一般が国民経済や金融の中によりやく位置づけられる契機となった、と評価する。

戦後は、金融統制の撤廃とともに「日証」は解散し、1949年には東京、大阪、名古屋を中心に証券取引所が再開された。また証券取引法のもとで取引所は自由設立が建前になる。とはいえ実質的には認可制で新設は認められず（例外は札幌）、かといって戦時下のような統合合併への強制も見られなくなった。しかし、20世紀末になると、金融証券改革政策の過程で市場間競争の促進が取り上げられ、取引所（および証券業）の経営・運営の根幹は市場の判断にゆだねられた。今回のJPXの誕生は、「市場の判断」がもたらしたものだとして位置づけている。

次に大崎貞和氏（野村総研）は、統合後、JPXの直面する課題のうち国内面に絞って論点整理を行った。現物市場でのJPXの国内シェアは圧倒的である。PTSのシェアは依然として小さく「市場の分裂」を懸念する必要はない。したがって注文獲得競争は市場運営者の技術革新・サービス革新を刺激するとともに

裁定取引の活発化につながり、現在の競争は望ましい。これに対し海外企業の上場誘致対策ではPro Market創設や英文開示の推進等の努力はあるものの現状ではなお効果が出ていない。他方、日本企業の海外上場については日本語の壁があるため東証から海外への上場流出は起きないだろう。

次にデリバティブ市場では「総合取引所化」が最大の焦点である。現状、東京商品取引所との経営統合・市場統合は進んでいない。またJPXでの単独の商品取引市場開設には経産省・農水省による同意が必要である。このほか、デリバティブに対する根強い偏見をどう克服するか、という課題もある（これについてデリバティブをヘッジ手段として強調するよりも「価格発見」という重要な機能を果たすもの、という理解を深めることが重要だと指摘する）。

最後に、自主規制の課題について次のように指摘する。粉飾決算や不正取引が相変わらず横行しているが、これまでは法的手当てに委ねる度合いが高かった。しかし今後は、取引所自身が取引を行う上で必要なルールを作るべきである。

山澤光太郎氏（JPX）は、統合後、JPXの直面する課題のうち対外面に絞って論点整理を行った。山澤氏は次のように指摘する。旧大証の時代は株主の70%が外人であり、彼らはROE8%を要求してきた。東証は大証と合併してようやく上場株式会社となった。そして統合後も外人株主が多いことには変化はない。一方で取引所は公的な存在でもあり、従業員1,100人のうち直接的な収益には関わらない自主規制部門に200人を擁しているが、これは市場の公正性・信頼性の維持・向上のために不可欠である。

JPXの世界における位置付けは、現物は3位であるが、デリバティブは14位とかなり低い。デリバティブの課題としては、商品の多様化が必要である。現状は株価指数と国債のデリバティブに偏っており、金利とコモディティの分野での品揃えが欠けている。次に海外戦略について、JPXはアジアに注力していると指摘する。なぜならば、2050年にはアジアは世界のGDPの50%を超えると予測されるからである。JPXはアジアの証券市場発展に貢献しつつ、その成長にあずかりたい、という。

現状の取り組みとしては、①ミャンマーにおける取引所設立への支援、②アジア取引所におけるETF・先物上場、③プロボンド市場ならびに④インフラ・ファンド市場創設を通じた資金供給に注力しているという。

2. 質疑応答

以上の報告に対し、次のような質疑応答があった。

山口博教氏（北星学園大学）は、取引所統合の歴史においてドイツではナチによるユダヤ系業者の「アーリア化」によって人脈が切斷され、それが戦後のドイツの証券取引発展に対しブレーキになったが、日本はそうではなく、戦前からの業者の連続性が維持され証券取引発展に貢献した、と自論を展開した。小林氏はこれに同意したうえで、取引所統合と並んで証券業者の統合・再編・選別淘汰が戦時下で進んだことも戦後の市場発展の要因の一つだと指摘する。

目篤氏（セブン・ファイナンシャル・サービス）は、1965年証券恐慌や山一破綻による取引所政策への影響について質問した。これに対し小林氏は、取引所統合の動きには関係なかったが、信用取引、上場基準についての再考・改善のきっかけにはなったと答えた。また、同じく金ドル交換停止、オイルショック、国債大量発行の取引所政策への影響を質問し、小林氏は取引所債券市場の整備に導いたこと、また、これらの外部環境の変化もあって時価発行が定着し、株主人化が進んだため取引所が個人投資家対策に乗り出す契機となった、と答えた。

深見泰孝氏（日本証券経済研究所）は、JPXにおけるデリバティブ市場の位置付けについて質問した。これに対し大崎氏は、デリバティブは取引所のイニシアチブによって上場を増やせること、現物以上の規模が拡大できること、それだけにJPXにとっては重要なマーケットであり、今後の方向としては、シカゴのように可能性のあるものはどしどし上場していけばよ

い、と答えた。

高橋正彦氏（横浜国立大学）は、旧東証において、現物市場に比べデリバティブで国際競争に出遅れた原因は何か、またその改善策として何が必要か、と問うた。これに対し、大崎氏は旧東証はデリバティブに否定的だったこと、その背景として先物取引禁止の時代が長く取引所として積極的ではなかったことを挙げた。また山澤氏は、旧東証は「インフラ」としての意識が強く、他方、旧大証は「収益性」重視の意識が強かった。これがデリバティブ市場への取り組みの差に反映された、と答えた。

坂本恒夫氏（明治大学）は札幌・名古屋・福岡の地方取引所の今後のあるべき姿を問うた。これに対し、大崎氏は上場誘致競争によって生き残ろうとしたが結果ははかばかしくなかった。現行のフルラインの取引所としては存続できない。上場機能と売買機能を分離し、上場機能だけの取引所として生き残りを模索するのも方策の一つである。つまり地方企業の発掘、上場適格性を持てるようなアドバイス、サポート業務に専念することも一考である。これには先例があり（沖縄Jアドバイザリー）、地銀もこうした方向性に関心を示している、と答えた。

童適平氏（獨協大学）は、東証のアジア戦略とりわけアジア企業の東証上場誘致について具体的な戦略はあるのか（たとえば上場説明書の日本語訳を省略することなど）、と問うた。これに対し、山澤氏はプロ向けのTOKYO PRO Market, TOKYO PRO-BOND Marketでは、英語の書類により上場が可能となっている。一般向けには日本語訳は投資家保護の面から不可欠であり省略できない。確かにアジア企業にとって日本語訳はコスト高だが、従来はそれを補って余りあるほどのメリットがあったから上場申請する海外企業もあったのだろう。そのメリットが低下していることが問題であり、今後はこのメリットを強化することが大事だと答える。

斎藤美彦氏（獨協大学）は大阪に現物市場がなくなったことの影響を問うた。これに対し、山澤氏は大阪地区上場企業の相談業務、決算発表は大阪で行っており、このために、スタッフも東証からの出向という形で旧大証の出身者が引き続き従来と同じ仕事をしている、と答えた。

若園智明氏（日本証券経済研究所）は、現状、JPXは自主規制法人を内に抱えているが、分離独立させるのとどちらがよいのか、と問うた。これに対し、大崎

氏は内部に並立させ、両立させることはできると答え、山澤氏は米国のFINRA（米国金融取引業規制機構）のように外に出しているところもあればそうでないところもありグローバルスタンダードはなく、内に抱える良さもある、と答えている。

最後に、山澤氏がデリバティブ市場の今後について次のように述べて、共通論題および質疑応答を終えた。

アジアのデリバティブ市場は急成長し、JPX はあっ

という間に追い抜かれた。しかし彼らも大きな問題を抱えている。中国のコモディティ・デリバティブ、韓国の株価指数オプションなどは投機的な個人がマーケットの中心となっており、かつてのわが国の商品先物市場に類似している。JPXのデリバティブ部門は多様な市場参加者により構成される健全かつバランスのとれた市場発展を目指すつもりである、と。

(2014.6.15 第81回全国大会)