

月刊 資本市場

1 Jan.
2012
No. 317

■新春座談会■

新春経済展望

■論文■

これからの証券市場を展望して

グローバルな取引所再編と東証・大証の経営統合

大阪証券取引所とCMEの業務提携について

■講演録■

市場の監視と市場の活力（日本経済と金融システム）

■連載■

アジア／G20株式市場のいま（第16回）

消費税率引き上げと97年の教訓／欧州における政治と経済の相互作用／東証・大証統合、冷ややかな声も／欧州不安が引き続き重しに／消去法の国債買いで1%割れ

グローバルな取引所再編と 東証・大証の経営統合

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. 東証と大証が経営統合へ

2011年11月22日、東京証券取引所グループ（東証）と大阪証券取引所（大証）が、2013年1月をメドに新たな持株会社「日本取引所グループ」の下で両社の経営を統合すると発表した。

経営統合は次のような形で進められる。まず、東証が大証ジャスダック市場に上場されている大証の株式を対象として、公開買付（TOB）を実施する。買付予定数の上限は、大証の発行済み株式数の3分の2未満に設定

されているため、TOB後も大証の上場は維持される。その上で、2013年1月をめぐり、大証を存続会社として東証と大証が合併する。合併後は、統合持株会社の傘下に東証と大証がぶら下がる形となる。その後、1年程度で子会社の再編を行い、現物市場運営会社、デリバティブ市場運営会社、自主規制法人、清算機関（日本証券クリアリング機構：JSCC）の4社が持株会社傘下に並立する企業グループを形成する（図1参照）。

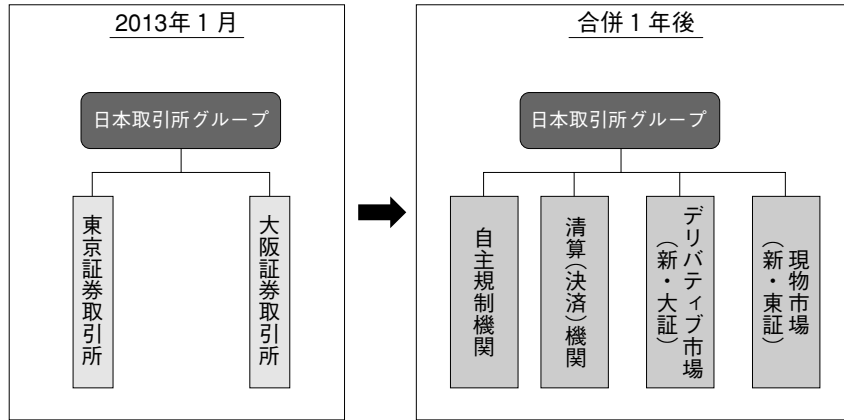
統合の第一ステップとも言うべきTOBの実施は、2012年夏頃とされる。これは、統合によって形成される日本取引所グループが、国内の株式市場やデリバティブ市場の運営ビジネスにおいて相当高いシェアを占めることになるため、公正取引委員会から独占禁止法違反を理由とする排除命令が行われないことを事前に確認しておく必要があると考えられたためである。

東証の前身である東京株式取引所と大証の

〈目次〉

1. 東証と大証が経営統合へ
2. 統合効果に対する期待
3. 統合の背景
4. 日本取引所グループの課題
5. おわりに

(図1) 東証・大証経営統合の姿



(出所) 野村総合研究所作成

前身である大阪株式取引所は、いずれも1878年の設立である。戦時下の国家総動員体制により、全国の証券取引所が日本証券取引所の下で統合された時期を除けば、130年以上にわたってライバル関係にあった二つの取引所が統合される。正に歴史的な出来事である。

2. 統合効果に対する期待

株式の現物取引で大きなシェアを占める東証と日経225先物などデリバティブ取引に強みを有する大証が経営統合すれば、現物とデリバティブの両方に強みを持つバランスの取れた取引所グループが誕生し、企業規模の拡大とも相まって経営の安定性が高まるだろう。取引システムの統合、デリバティブ取引における清算の共通化、自主規制機能の共通化などによる経営の効率性向上も期待される。

また、従来、株式市場における上場監理な

どの自主規制を行ってきた東証に対しては、その「お役所的体質」を揶揄する声も少なくなかったが、上場会社としての経営ノウハウを蓄積してきた大証と組織的に融合していくことで、企業風土が前向きな方向へ変化することも期待できる。

他方、上場会社や投資家にとっては、統合後短期間で大きなメリットが実感されるといったことはあまり期待できない。日本の取引所の取引手数料（場口銭）が国際的にみてかなり低い水準にあることなどから、統合による効率性向上が、上場会社や投資家といった市場の利用者にとっての直接的な負担軽減に直ちに結び付く可能性は低いからである。もっとも、経営基盤を安定化させ、効率性を向上させた取引所が、中長期的にみて、そうでない取引所よりも市場の利用者にとって使い勝手の良い優れた市場を提供していける可能性が高いことは疑いないと言えるだろう。

■ 3. 統合の背景

東証と大証の統合が歴史的な事件であり、一定の効果が期待できるとしても、なぜこの時期に統合を決断するに至ったのだろうか。その背景には、激化するグローバルな市場間競争と日本市場の相対的な地位低下がある。

かつて取引所は、半ば公的な機関のような存在とみられがちであった。ところが、今世紀に入ってから、世界の主要な取引所は、金融取引の電子化とグローバル化が進展する中で、国外の取引所や新たに勃興したATS、PTSなどと呼ばれる電子取引システムとの激しい競争に直面している。こうした環境変化に対応すべく、伝統的な非営利会員組織から株式会社組織へと転換するとともに、積極的なM&A（買収・合併）の展開による規模の拡大と取扱商品の多様化に取り組んでいるのである。

国境を越えた取引所の再編は、当初、EU（欧州連合）の域内市場統合で金融市場の一体化が進む欧州で展開された。2000年9月にパリ、アムステルダム、ブリュッセルの3取引所が統合してユーロネクストが発足したのに続き、2003年5月にはストックホルム証券取引所を運営していたOMがヘルシンキ証券取引所に対する買収提案を行い、北欧・バルト諸国の取引所を傘下に収めるOMX（現ナスダックOMX）への第一歩を踏み出した。

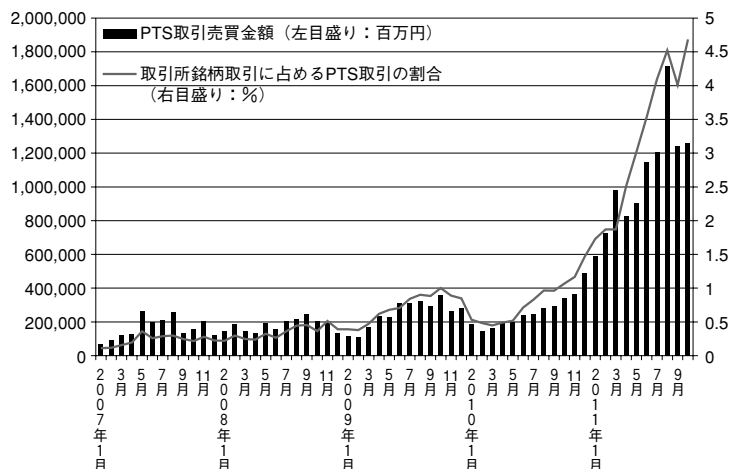
その後、2006年3月、米国のナスダックがLSEに対する買収提案を行い、同年5月には

ニューヨーク証券取引所（NYSE）がユーロネクストに対する合併提案を行ったことで、真にグローバルな取引所再編の幕が開いた。この時のナスダックによるLSE買収は失敗に終わったが、NYSEとユーロネクストの統合は順調に進み、2007年4月、大西洋をまたぐ取引所運営会社NYSEユーロネクストが発足した。失地回復を狙うナスダックは、2008年2月、OMXと合併し、ナスダックOMXとなった。

世界的な再編は更に続く。2010年10月、シンガポール取引所（SGX）が、オーストラリア取引所との経営統合で合意、2011年2月には、ロンドン証券取引所（LSE）とトロント証券取引所を運営するTMXグループとの経営統合合意も明らかになった。この二つの国境を越えた取引所統合は、「国益」が損なわれることを懸念する政治的な思惑や世論によって頓挫させられたが、同じ月には、NYSEユーロネクストとドイツ取引所の統合計画も発表されている。

日本の取引所は、規制上、海外の取引所の傘下に完全に入ることが難しいといった事情もあり、こうした取引所再編の嵐に巻き込まれることはなかった。しかし、近年の新興国経済・金融市場の好調ぶりを反映して、アジア域内における日本市場の相対的地位は低下気味である。東証はアジアでの株式売買高トップの座を上海証券取引所に奪われ、アジアにおける株式新規公開（IPO）の中心地は香港となり、投資ファンドの運用はもっぱらシンガポールで行われている。

(図2) PTSにおける株式取引の推移



(出所) 日本証券業協会資料より野村総合研究所作成

国内における競争圧力という点でも、2010年1月の東証の新しい株式売買システム「アローヘッド」の稼働以降、欧米で盛んな高頻度取引（HFT）を行うトレーディング業者が日本市場でも活動し始めたことやPTS取引のJSCCでの清算が可能となり取引の安全性に対する機関投資家の信認が高まったことなどから、それまで全体の1%未満にとどまっていたPTSの取引シェアが、5%近くにまで急伸している（図2参照）。

■ 4. 日本取引所グループの課題

東証と大証の統合によって発足する日本取引所グループが、既に述べたような統合効果を遺憾なく発揮し、日本市場の存在感を高めることに貢献することを期待したいわけだが、懸念すべき点も残る。

最大の懸念は、国際的な競争圧力が存在し、PTSの取引高も増加しつつあるとは言うものの、国内では当面の有力な競争相手がなくなることで、経営規律が弛緩する可能性も否定できないことである。統合会社の経営陣の強力なリーダーシップの発揮により、懸念を払拭してくれることを望みたい。

もう一つの大きな課題は、国際戦略の展開である。前述のように、世界の取引所は新興の電子取引システムも巻き込みながら、合従連衡を繰り返している。経営統合の発表直後から、東証は、NYSEユーロネクストとのネットワークの相互接続や韓国取引所との市場間連携の強化などを打ち出しているが、それらが日本取引所グループの収益拡大にどう結び付くのかは不透明である。何も提携や買収などを派手に打ち上げるだけが能ではないが、真の競争力強化につながる有効な戦略を早期

に明確化していくことが求められるだろう。

何しろ、統合後の取引所グループは、国内でこそ揺るぎないトップの地位を確保できる立場だが、国際的にみても文句なしにトップクラスの取引所だとは言いがたいのが実情なのである。というのも、NYSEユーロネクスト、ドイツ取引所、ナスダックOMXなど世界の主要取引所の株式時価総額（その市場に上場している企業ではなく、取引所会社自身の）は、いずれも少なくとも5,000億円以上、トップクラスは1～2兆円規模に達している。これに対して、時価総額1,000億円程度の大証が、今回合意された1対1.7の統合比率で東証と統合しても、時価総額は3,000億円程度にしかない。アジアでもシンガポール取引所や香港取引所は、これを大きく上回る規模なのである。

三つめの課題は、国内における総合取引所化の実現である。証券取引所や金融先物取引所と商品取引所の法規制や監督官庁を一本化する総合取引所構想は、今のところ迷走と言わざるを得ない状況に陥っているようだが、政治や行政の動きいかにかわらず、統合後の取引所グループが商品先物をも取り扱う総合取引所となっていくことは経営戦略上の重要テーマである。既存の東京工業品取引所等との連携をどうするかといった観点を含め、どのような方策を講じていくのかが注目される。

■ 5. おわりに

今回の統合合意をめぐっては、いくつかの批判的な指摘もなされている。まず、いったん東証がTOBで大証を子会社化した上で合併するという統合の方法に対して、複雑すぎる、東証による裏口上場ではないかといった見解もある。

この点については、代替案として考えられる東証が株式を上場した上で大証と合併するという方法は、統合比率の算定が容易だといったメリットはあるものの、統合完了までに時間がかかり過ぎる。そもそも、上場後の合併を前提とする会社の上場を認めて良いのかという問題もある。他方、大証が東証の株式を取得するTOBという方法もあり得るが、規模の大きい東証が買収対象になることへの抵抗があったのだろう。今回合意された方法は、最善のものかどうかはともかく、両社の経営陣、株主が納得できる妥当な方法であったと言える。

また、裏口上場とは、上場審査に耐えられない非上場会社が、審査を潜脱する手段として上場会社との合併や買収を行う手法を指す。その場合、本業と無関係の会社を買収し、上場後に売却するといったことすら行われるのだが、今回のケースは全く違っており、裏口上場という批判は当を得ない。

経営統合へ向けた協議が初めて報道されたのが2011年3月で、合意発表が同年11月だっ

たから時間がかかり過ぎだといった批判もみられた。しかし、そもそも本来は、こうしたM&Aの動きは水面下で進むのが通例で、いわば衆人環視の下での交渉は極めて異例であったと言わざるを得ない。3月の報道直後には東日本大震災という想定外の事態も起きた。そうした中で、半年強の交渉で合意が取りまとめられたことに対しては、交渉当事者

の努力を高く評価して然るべきではないだろうか。

今後、公正取引委員会による審査など越えなければならないハードルも残されているが、円滑な経営統合の実現と、パワーアップした取引所会社の下での市場活性化に期待したい。

