

# 取引所の事業戦略

～資本市場機能と株式会社の狭間で

平成28年7月27日

株式会社資本市場研究所きずな



## 取引所とは何か

今回は取引所の事業戦略について取り上げたいが、その前に取引所とは何かということについて、現状を見直したい。

我が国の資本市場における取引所の定義は、金融商品取引法(第5章金融商品取引所)に定められるところで、その概要は下図に示したが、現在国内には株式等の現物では4つ(東証、名証、福証、札証)、デリバティブで1つ(大証)の金融商品取引所があり、これとは別に私設取引システム(PTS)が2つ運営されている。また、証券会社内で顧客の売買ニーズを付け合わせる相対取引(ダークプールなど)が行われている。なお、上場株式の取引に関しては、その取引の9割が東京証券取引所(東証)に集中しており、デリバティブの大阪証券取引所(大証)と合わせて、清算機能、自主規制機能を体制整備している株式会社日本取引所グループ(以下、JPX)のことを取引所と呼称するケースが多い。

一方、取引所はあくまでも取引機能の提供を行うインフラで、取引所において実際売買執行するのは取引参加者とされる証券会社等であり、2者合わせて市場を構成している。もともと取引所は、取引を行うものが集まって取引ルールを定め、必要なインフラには共同で資金を出し合って運営する会員制組織だったが、株式会社化が認められ、会員の出資金が株式に転換され、JPX自身の取引所上場によってその株式が投資家にも保有されるようになっていく。但し、取引所は資本市場の要なので、その運営には金融行政の意向が強く反映される。例えば、グローバルな資本市場動向(米国や欧州での新たな金融規制やフィンテックの動向など)やアベノミクスなどの政策(コーポレートガバナンス強化やリスクマネー供給強化など)の影響を受けやすい。

現在、金融審議会では市場・取引所を巡る諸問題に関して検討が進められているが、直接取引所に関係するものが3つ、取引所の代替機能や取引参加者等に関係するものが2つ取り上げられており、年内に各問題に関する方向性が打ち出される予定となっている。その概要は次の様なものだ。

### 【取引の高速化】

アルゴリズムを使って高速・高頻度取引を行うHFTに関して議論が行われるが、欧米のHFT規制動向を受けて、日本においても何らかのHFTに対する規制が行なわれる可能性が高い。

### 【取引所外の取引】

取引所の代替機能として期待されているPTSだが、現状は取引シェア5%程度に伸び悩んでいる。このPTSでの信用取引解禁やダークプールに関する議論が行われる。

### 【取引所の業務・自主規制機能】

フィンテックの進展に対して、取引所としてどう取り組んでいくべきか。また海外事業や情報ビジネスなど踏まえて取引所の業務範囲をどうするか。自主規制機能の発揮に関して、市場環境など踏まえてどこまでどう行うか。等が議論される。

### 【ETF等の投資商品の提供】

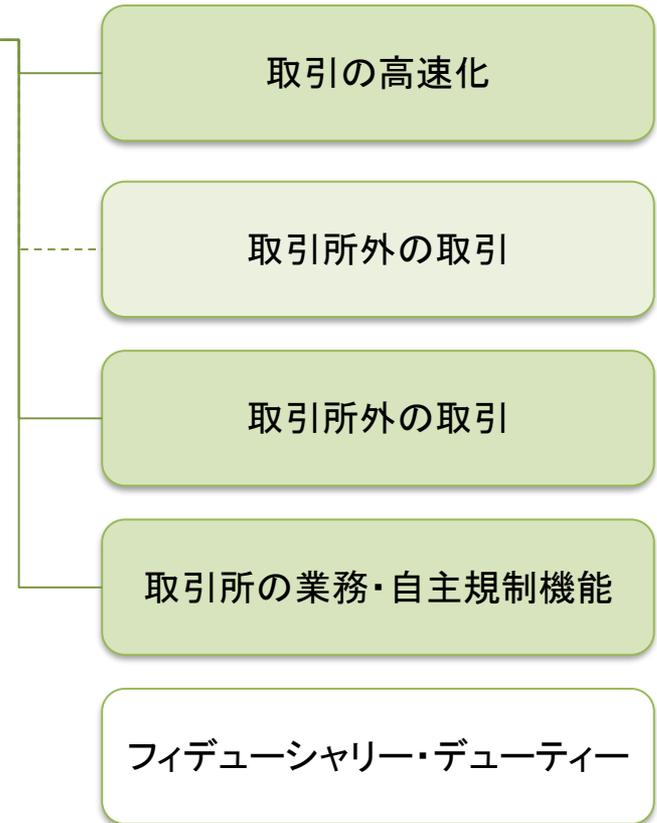
ETFは現在200近くまで増加し、純資産も16兆円を超えているが、組成の在り方や販売チャネル・流動性の供給などに関して、多様な投資家が参加する取り組みが求められている。

### 【フィデューシャリー・デューティー】

この言葉は本来運用者の受託者義務を示すものだが、金融商品の販売者や資産管理など含め証券会社・金融機関などに及ぶことが議論される。

# 取引所の構成と市場課題

	金融商品取引所
運営主体	取引所
開業規制	免許(市場開設業務及び附帯業務)
最低資本金	10億円
主要株主規制(議決権の保有制限)	原則:20%以上保有禁止(※)地公体等は認可を受けて20~50%保有可
自主規制業務	<ul style="list-style-type: none"><li>・会員等の法令等の遵守状況の調査</li><li>・会員等の取引の内容審査</li><li>・会員等の資格の審査</li><li>・会員等に対する処分等</li></ul>



## 日本取引所グループの事業戦略

JPXは2013年1月に東証1部に上場して以来、アベノミクスのフォローもあって順調に成長を続けており、2015年度の営業収益は1,145億円(2012年度比+39%増)、当期利益447億円(同246%増)、直近の時価総額は約6,500億円となっている。最初の取引所上場は、大阪証券取引所が運営するヘラクレス市場に自らを上場させており、これを存続会社として東京証券取引所グループと経営統合され、日本取引所グループとして上場されている。上場直前(2012年9月末)の東証の株主は、72%が国内証券会社(68社)海外金融機関等は6%(6社)だったが、直近(2016年3月末)の株主構成では国内証券会社が26%(67社)に大きく減少し、それに反して海外金融機関等の保有が43%まで上昇している。また、個人株主も約3万名(保有シェア3%)となっている。

JPXの事業計画も第二次中期経営計画(2016年度～2018年度)に入っており、重点的取組みとその具体的な目標数値については、以下の様なものがある。

【個人投資家層の資産形成活性化や魅力ある投資商品の  
の上場などの目標として】

○ETFの保有者数を50万人以上増加させる。(2021年度までに300万人以上の増加)＝4取引所によるETF 受益者情報調査では、2015年7月で57万の保有者数となっている。これを3年で倍増させる計画だ。

○新たに算出する指数等に連動する運用資産で1兆円以上の増加を目指す。

○ETF等で5兆円以上、J-REITで1兆円以上の純資産増加を目指す。＝国内ETFの純資産残高は、2015年12月末で約16兆円、J-REITの時価総額は2016年5月末で11.8兆円となっている。

【上場企業の価値向上を支える目標として】

○東証1部での独立社外取締役2名以上選任会社比率75%以上＝2015年7月時点では、同比率は48.8%。コーポレートガバナンスの実効性向上の為に。

○魅力的な会社のIPO促進として年100社程度の新規上場を目指す。＝直近3年度の年平均は約80社。リスクマネーの安定的な供給の為に。

【市場基盤の強化として】新中計におけるJPXの設備投資総額予定は460億円で、前中計の360億円(実績値450億円)に比し約3割増となっている。

◇清算・決済サービスの拡大及びシステム基盤整備＝決済期間短縮化(国債T+1、株式等T+2目標に向けて)・ポストレードビジネスの拡大に伴うシステムインフラ面の整備・強化などで世界水準の先進的な清算サービスの実現を目指す。

◇次世代売買システムの構想＝現物売買システムarrowheadは2015年9月にリニューアル、先物・オプション売買システムJ-GATEは2016年にリニューアル予定だが現物立会外売買の次期ToSNeTシステムは2017年1月稼働予定。

◇適切な自主規制業務の実施、◇BCP・サイバーセキュリティの強化

#### 【新たな取引所ビジネスとして】

○OTC分野における新商品の取扱い＝通貨スワップの新たな取扱いを検討

○新たなビジネスによる安定的収益拡大で15億円の

増収へ＝ポストレード分野など新たな清算サービスなどで、2021年までは35億円増収目標

#### 【財務目標について】

○2018年度の営業収益は1,230億円で、過去3期間平均の1,080億円の150億円増。増加分の内訳は現物市場ビジネスで40億円増、デリバティブ市場ビジネスで50億円増としている。

○2018年度のROEは17%が目標で、2015年度16%のほぼ現状維持。配当性向は60%程度としている。

これらの目標は、当然のことだが取引所を利用する証券会社等取引参加者の取引に拠るが、その取引の背後にある投資家の投資動向の変化によって大きく影響される。つまり投資家のJPX利用＝日本市場利用が拡大することが前提となっている。

# JPXの事業戦略

## 魅力ある投資商品上場

- ・ETF保有者倍増
- ・新指数運用資産1兆円増
- ・ETF等で5兆円増、J-REITで1兆円増

## 上場企業の企業価値向上

- ・独立社外取締役複数比率75%以上
- ・IPO年100社

## 市場基盤強化

- ・設備投資総額予定は460億円
- ・決済期間短縮化対応
- ・次世代売買システムの構想検討等

## 新たな取引所ビジネス

- ・OTC分野新商品の取扱い
- ・新ビジネスで15億円の増収

## 財務目標

- ・2018年度の営業収益は1,230億円
- ・2018年度のROEは17%が目標
- ・配当性向は60%程度

## 海外及び国内から見た取引所機能

最近では市場での世界経済に大きな影響を及ぼすイベントがあったり、リスクオン・リスクオフ其々のムードが高まると、日本市場が大きく動くことが多いが、その説明として日本経済は世界の景気との連動性が高くまた市場流動性も高いとされることがある。JPXに関して、海外の主要な取引所と比較してみたのが下表になる。(データは世界取引所連合統計資料より)

JPXの時価総額はドルベースで約4.7兆ドルとなっており、ニューヨーク証券取引所やNasdaqに次いで世界第3位となっている。時価総額に対する年間売買金額の比率については上場銘柄の回転率とも見做すことができるが、これはJPXが約5割となっており欧州市場の2~3割台に比べると高いものの、上海(約8割)深圳(約1.6倍)には劣っている。(ニューヨーク証券取引所は4割、Nasdaqは7割)

一方、上場数をみると上場企業数ではJPXが3,521社(ジャスダックやマザーズ市場を含む)で主要市場の中では最も多い(ムンバイ取引所は5,949で最多)が、ETF等

(ETNを含む)については229と欧米の取引所に大きく劣っている。例えば、上場企業数に対するETF等の上場比率は、JPXが7%なのに対して、欧米取引所は軒並み7~8割もありドイツ取引所では1.9倍となっている。

海外からの日本市場について見てみると、海外投資家の売買金額シェアは5月に7割を超えており最近3年間は個人のシェア低下傾向と相反してシヨア上昇傾向が強まっている。反対に、海外企業の東証上昇数は9社まで減少しているが、これは全上場企業数の0.3%となっており、ニューヨーク証券取引所やロンドン取引所の2割程度、シンガポール取引所の37%とは大きな差がついていて、他の先進国の取引所に比べても極端に少ない。

国内の投資家等からみたJPXについて触れたいが、2015年度の営業収益1,147億円の内訳は、その46%が現物やデリバティブなどの取引関連収益、20%が清算関連収益、12%が上場関連収益、15%が情報関連収益、その他( कोरोケーション関連など)が7%となっている。取引所の取引や上場に関する収益のイメージは一般的だが、清算や情報で約三分の一を稼いでいることになる。その清算

関連ビジネスだが、JPXで上場・取引されている金融商品以外で、証券会社や金融機関などが店頭取引で行っている大口の金融取引(日本国債、金利スワップ)まで及んでおり、今後、物価連動国債や通貨スワップまで拡大する予定だ。つまり、日本市場での主要な金融商品取引の清算機能がJPX傘下の日本証券クリアリング機構(以下、JSCC)に集中しつつあるのが現状とも言える。これは、大きな金額が動く金融取引において取引決済リスクに備えた清算基金が重要になるが、JSCCに於ける清算基金特定資産は、前期末で3,537億円に達している。

取引所におけるリスクマネーの供給状況を見ると、昨年度の上場企業における株式での調達額は1兆3,457億円(41社)、新規公開は95社だったがその新規資金調達額(売出しを除く)は1,030億円、J-REITでは7,485億円(50件)の資金調達が実行されている。これは、上場企業等が取引所機能を利用してリスクマネーを調達しているともいえる。ETFに関しては、JPX400や設備・人材投資指数など新指数に連動するETFの純資産が順調に増加しており、ヘルスケア・リートやインフラファンドなどの新市場も創設されているので、投資家の多様ニーズに応える一方、

TOKYO PRO-BOND Market やTOKYO PRO Marketなど、特定投資家(プロ投資家)向け市場整備で日本市場の裾野拡大への取組みも行っている。

# JPXと海外主要取引所比較

	2016年5月			2015年、売買金額(億ドル)
	時価総額(億ドル)	上場企業数	E T F 等上場数	
JPXグループ	47,727	3,521	229	23,392
ニューヨーク証券取引所	185,740	2,360	1,557	74,303
N a s d a q	71,509	2,855	238	49,150
ロンドン取引所	37,194	2,636	2,306	9,816
ユーロネクスト	34,199	1,063	774	7,796
ドイツ取引所	16,716	601	1,129	5,719
上海取引所	37,758	1,100	74	31,019
深圳取引所	30,398	1,774	47	49,402
シンガポール取引所	6,476	766	81	849

## 個人からみた取引所への期待と事業戦略の課題

個人投資家から取引所は直接アクセスできない。証券会社などの金融商品業者を使ったり、市場指数に連動する運用商品に投資することで、取引所機能をつかっていくが、取引所で形成される市場価格が投資行動に大きな影響を与えることは他の投資家と変わらない。つまり、個人投資家にとっても取引所の価格発見機能や流動性の確保が重要だということになる。その中で、個人投資家が取引所に期待することを敢えて考えてみた。

例えば多くの個人投資家は、コロケーションサービスを使う訳でもなく、アルゴリズム取引で裁定取引を目論むこともないが、取引情報は正確にかつ公正に知りたいと考えている。取引所側が出来ることは、その個人投資家向けの情報提供だけだ。現在、JPXは多くの個人向け情報を提供しているが、その中には上場商品を分かり易く解説したもの、デリバティブを使った投資戦略の説明、投資教育的な情報提供など多種多様な情報が提供されている。しかし最も重要なことは、価格形成や流動性確保に大きな影響を与えている可能性がある情報を分かり易く個人にも

提供することだろう。現在、JPXは取引情報に関する情報提供をビジネスとして注力しているが、詳細な取引情報はアルゴリズム作成に必須で、HTFを行う内外の金融機関等のニーズが高い為だ。これは、情報サービスとして期待される場所だが、同じ取引情報の概要は個人投資家向けに簡略化して公表しても良いのではないだろうか。

同じ様なことは、米国の社債市場において行われていて、取引の透明性確保の為に導入された取引情報システムTRACE(Trade Reporting and Compliance Engine)では、個人投資家は原則リアルタイムで取引情報にアクセスすることが出来るが、機関投資家や金融機関などは、情報取得が有料となっている。

また、下図は個人投資家にとっての市場機能を示したもののだが、取引所・市場行政・金融商品取引業者は、それぞれが影響しあって市場を構成する主因となっていることに変わりはない。つまり、取引所の事業戦略は取引所だけでは当然成り立たず、市場行政や金融商品取引業者の市場仲介活動に影響を受けている。例えば、取引所における上場企業のコーポレートガバナンス強化や新指数導入などは、市場行政の背後にある政策(アベノミクス)の

影響まで受けており、取引システムの超高速化やコーポレーションサービスはHFTを取り次ぐ金融商品取引業者の要望だ。なお、市場行政については、取引や投資対象のグローバル化が進んでいるので、欧米の市場行政の流れに影響されることも多くなっている。

その中でJPXの事業戦略は、約3万名の株主の期待の応えること・市場行政の流れに沿うこと・投資家や証券会社などの市場参加者の変化に対応することのバランスの中で進められる。また、このJPXの事業推進によって生み出される収益が、日本市場のインフラ整備に掛かるコストとして利用されることも認識しておく必要があるだろう。なおJPXの事業戦略で触れられた事項以外では、以下の様な課題もある。

◇日本市場の市場機能強化の為に、どこまでJPXに頼る必要があるか。＝例えば、国内の商品取引所との統合は制度上は可能で、積極的に議論された時期もあった。その目的は、取引システム強化の為のコスト負担や清算機能強化であったが、現在は統合議論の進展はない。

◇資本市場拡大の為に、どこまで取り組むか＝取引所と

して、どの様な上場制度や取引制度を準備していくかは、将来の我が国の資本市場拡大を見据えて行う必要がある。例えば、特定投資家市場であるTOKYO PRO Marketなどの在り方や、ブロックチェーンを使っての未公開株取引まで米Nasdaqの様に取り組むかどうか、店頭取引の清算機能をどこまで提供していくかなどが当面の課題だ。

日本市場が、アジアのコアマーケットとしての機能を備え、投資家にとって透明性が高くかつ公正な市場であり続ける為に、今後とも取引所・市場行政・金融商品取引業者が三位一体になって市場整備の強化を進めることが重要だろう。

# 個人投資家にとっての市場機能

