

株式市場の次なる進化への取組み

平成25年9月3日



株式会社資本市場研究所きずな

インフラ進化とその背景

7月の参議院選挙後は、アベノミクスの成果を見極めるような市況になっているが、日本の株式市場も成長戦略に寄与していく為、様々な市場進化への取組みがなされているところだ。総合取引所構想もあれば、アジアのメイン・マーケット構想も進められている。これら日本の株式市場改革の目的を一言で纏めるなら、“インフラの充実と多様性の確保”ではないかと思われる。また、副題として取引に参加する投資家間の情報格差是正に対する取組みも挙げられる。

まず、インフラ＝取引機能の充実からみていくが、中心になっているのは“取引の超高速化”だ。既にミリ秒単位になっている取引スピードを、次世代のarrowhead(開発中、2015年度稼働予定)では一段と引き上げる。これは、アルゴリズム取引を行う国内外の大手投資家の取引を取り込み、ヘッジファンドなどのHFT(High-frequency trading=高頻度取引)にも対応する為だが、日本取引所グループはPTS(私設取引システム)や海外取引所との競争に

勝ち抜くためには必要な戦略であるとしている。

少しでも早い取引情報を求める投資家にとって、取引所システムの最も近くに自らの取引発注システムを設置する必要があるが、これを提供するのが取引所のコロケーション・サービスとなる。このコロケーション・サービスを利用した売買注文の発注は、昨年10月～12月には全注文件数の50%を超えるようになってきている。つまり、東証における売買注文の既に半数以上がHFTによっている。

この取引超高速化の背景は、世界の取引所間によるグローバルな投資を行うファンドや金融機関など大手投資家の獲得競争があるといわれている。また、各国市場においては、個別企業に比べて上場基準や上場準備作業負担が証券会社(直接の取引参加者)にとって軽いETF・ETNや、取引所の戦略によって上場しやすい指数先物などに注力する傾向が強まっている。これらの上場商品は、ファンドなどの大手投資家にとって大量にかつ頻繁に売買を繰り返しやすいが、その為、同じような投資対象のETFやデリバティブが、各国の主要な取引所に上場されることと

なる。結果、現物株市場のETF、指数先物などのデリバティブを中心に、大量に売買注文を発注する投資家層の獲得競争が激しくなり、取引の超高速化競争がグローバルに進むこととなる。更に、現物株市場の個別企業においてもETFや指数先物を構成する銘柄であれば、これらとの裁定取引が行われ、同程度の取引高速化が求められていく。現物株市場での取引所の競争相手は、国内のPTSや欧米金融機関のダークプール(社内マッチングシステム)である。いずれにせよ、取引の超高速化の進行と、コロケーション・サービスによる投資家囲い込みが、各国取引所の競争戦略の中心となっている状況に、当面変化はなさそうだ。

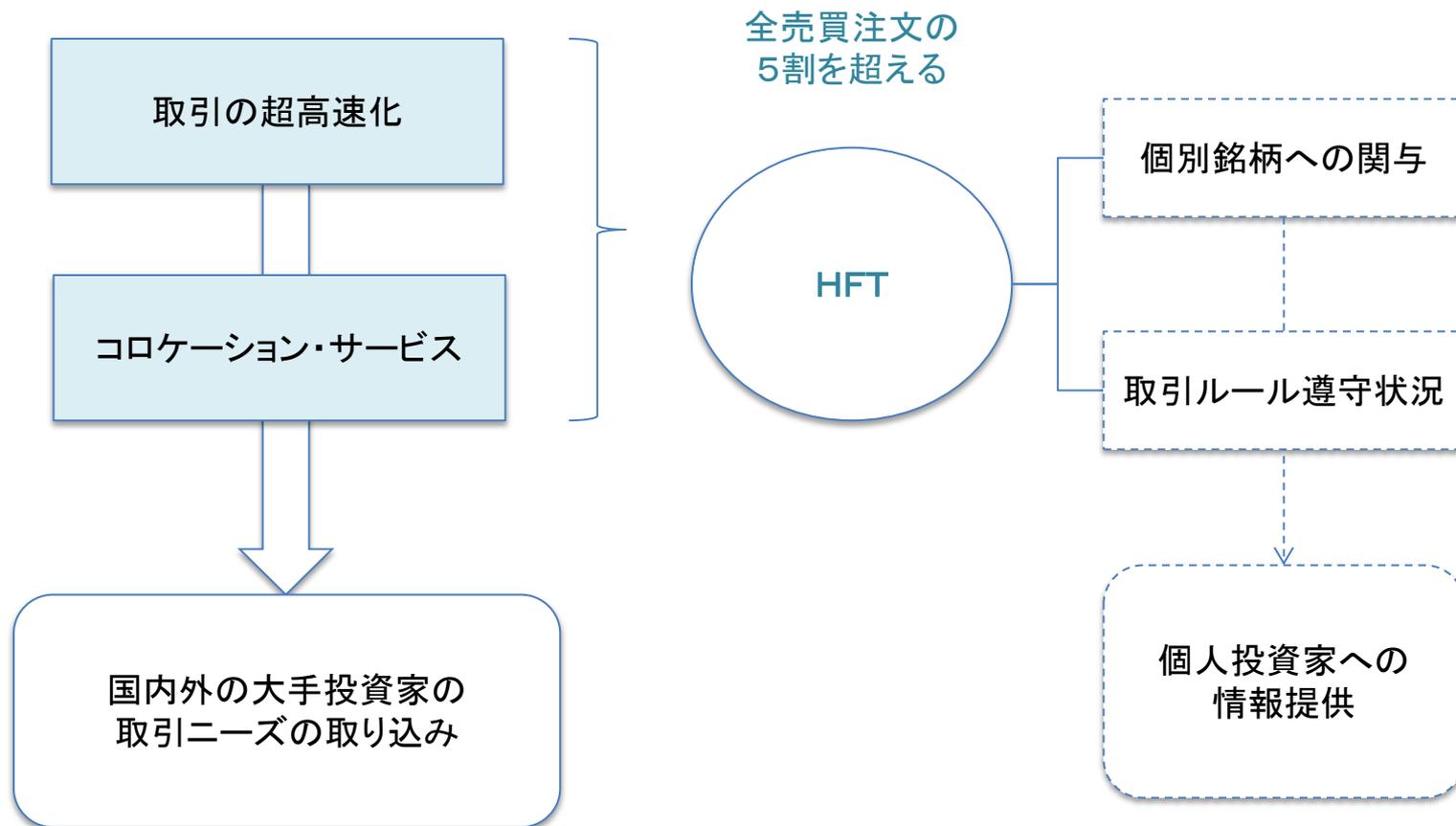
一方、これらの取引インフラ機能強化とは直接関係ない個人投資家に対して、超高速取引のHFTやコロケーションサービスを利用したアルゴリズム取引の状況を、どの様に伝えるかが課題になっている。例えば、超高速で注文発注やその取り消しが頻繁にされる銘柄に対して、専用ウェブ上でその注文状況の変化やその予兆について視覚的に見せる取組みが試験的に行われている。また、HFTの

市場への影響に関しては、中立ではないかとの見方をする研究者が多いが、1日や1週間といった時間においてはそのような結論になったとしても、数分のごく短期間の時間においてはむしろ価格変動率(ボラティリティ)が上昇しているような実感がある。

今後、取引の超高速化が進むにしたがって、HFTの存在感が市場において今以上に増すことも想定されるが、HFTが市場のボラティリティに中立であるのは、個人を含めたHFT取引を行わない多様な取引参加がいる前提ではないかと思われる。また、取引所としても、投資家の多様性の確保は大きな命題だ。

その為には、HFT取引を行わない個人投資家に対して、HFT取引がどの程度のシェアを占めているか個別銘柄の情報開示が必要だろうし、HFT取引の取引ルール順守に関する取組みの情報提供も行うべきだろう。

取引インフラの進化



取引ルールの変化

金融商品取引の潮流のひとつに、取引者間の取引機能のギャップを埋めるため、新たな金融商品やサービスが提供されることがある。例えば、主に金融機関や大手商社の市場であった外国為替取引が、パッケージ化細分化され、個人投資家向けにFX取引として提供されたし、ヘッジファンド向けの複雑なデリバティブ取引も、一部はETF化され個人投資家も取引することが可能になっている。

株式市場におけるHFTなど超高速取引の影響は前章で取り上げたが、自らシステム投資が可能な金融機関やファンドと、個人投資家では取引スピードの差を埋めるのは難しい。しかし、個人投資家の日中の取引をより容易にするための取組みが、本年実施されている。一つは、1月から始まった信用取引の保証金利用の緩和で、これにより同一の保証金を利用して日中なんども信用取引を行うことが可能となった。もう一つは、11月から予定されている空売規制改革におけるアップティックルールの原則廃止で、今までは主に個人が利用する信用取引において、50

単位超の売付けは売り下がり禁止ルールの影響で不慣れた局面もあった。例えば、50単位を超えていれば、寄り付きや引けでの信用売りは出来なかったし、株価が下落局面であれば、現値との同一価格での売却注文も受け付けられなかった。この取引ルールが原則廃止されれば、信用取引での売付けは容易になる。以上の二つの改正は、信用取引の利用拡大を狙ったもので、個人のトレーダー層への影響は大きいと予想されている。

ただし、これらの改正がより効果を上げるためには、個人のトレーダー層が株式を借りやすい取引環境整備が待たれる。制度信用以外の一般信用においては、リテール証券各社の信用売りの株式調達力が異なっているが、個人投資家が貸株市場（金融機関やファンドなどの店頭取引市場）にアクセスすることが可能なサービスの提供が待たれる。（現状は、ネット証券の貸株サービスを通じて集められた個人の株式が、貸株市場に供給されることもある。）

個別株式の取引そのものに対しても見直しが行われる。売買する際の呼び値の縮小だが、これは“スプレッドコスト

の低下による価格改善効果の恩恵が幅広い投資者に提供されることが期待される”として、東証において流動性の高いTOPIX100銘柄のうち、1株の値段が3,000円超の銘柄に対しては、来年1月から概ね現行の1/5~1/10に縮小される。3,000円以下のTOPIX100銘柄に対しては、1000円以下が0.1円、それ以外は0.5円の呼び値単位に来年7月を目途に変更される。それ以下の銘柄の呼び値引き下げ検討については、2015年央が予定されている。

売買の呼び値細分化は、既にPTSにおいて実施されているが、個人投資家がPTS取引に参加可能となるのは、まだ限られたネット証券での対応となっている。なお、PTSでの取引においても代替市場としての機能を整備する目的で、以下の改正がなされてる。

○2010年10月より、空売りの注文取り次ぎは可能となっている。

○2012年10月より、該当銘柄の取引情報を直ちに公表すること等を前提に、TOBの5%ルール(取引所以外での売買取引において、発行済み株式総数の5%を超える

取引は、公開買付けを行わなければならない)の適用除外となる。

○本年行われる空売り規制の見直しによって、11月より取引所と同様の価格規制の対象となる。現在ジャパンネクストPTSは、アップティック・ルールを適用しているが、前述したように取引所取引と同様の扱いになる。

○一方、空売り規制において新たに恒久化される部分において、PTSも対象として加えられる。Naked Short Selling(売付け時点で株式が手当てされていない売り注文)の禁止、空売りの明示・確認義務、公募増資に関連する空売り規制の対象ともなる。つまり、PTSに対しても、取引所の代替市場としての取引ルールが求められることとなる。

PTSにとっての今後の課題は、現在取引所取引しか認められていない信用取引の解禁となるが、外部環境が整いつつある。

取引ルールの変化は、その時々を経済情勢・取引インフラ・取引参加者によって変わっていくものと思われるが、取引に参加する投資家の多様性が維持されるよう時代に合わせた議論が求められる。

最近の取引ルール変化

保証金利用緩和

アップティック・ルール原則撤廃

信用取引制度改革

取引所呼び値細分化

価格改善効果

代替市場としての
PTS整備

個人トレーダー層をサポートするか？

取引所上場の概況

7月16日に東証と大証の現物株市場が統合し、上場企業数は大証に単独で上場していた1,100余りの企業数を加え、3,423となった。これは、インド、カナダの取引所に次ぎ世界第三位の上場企業数となっている。また、下図に本年6月末の世界の主要取引所における上場企業数の内訳を示した。これによると海外企業が上場の絶対数の少なさと、欧米の取引所に比べてETFの相対的な少なさが目立っている。

海外企業の少ない原因は、英文開示の徹底とIFRS（国際会計基準）の本格導入が日本市場では遅れていることによるが、取引所機能の問題というより、むしろ日本市場へ誘導する市場仲介者と日本の投資家の問題が大きいかもしれない。しかし、投資家層が機関投資家や金融機関に限定されていて、発行体もグローバルに信用力のあるTOKYO PRO-BOND Marketにおける債券発行プログラムの上場であれば、早期の拡大が望める可能性もある。

一方、ETF（ETNも含める）は順調に上場数を拡大して

いきそうだ。その主な理由は、投資家ニーズを上場投信（ETNの場合は連動債券）としてパッケージ化しやすいこと、個別企業などに比べ上場が容易（殆ど形式基準）である点だ。投資家ニーズの方は、投資対象がグローバル化・多様化していて、外国株式・商品・外国債券などの指数に連動するものが増加している。また、レバレッジが掛り変動幅が大きなものや、対象指数とは逆の動きをするインバース型など、デリバティブ取引に近いものも上場数を伸ばしている。

海外投資にしろ、デリバティブ投資にしろ、既存の現物株の取引インフラを使えるので、個人投資家にとっては利用が容易となっている。

新規上場する企業数も回復している。年間のIPO（新規株式公開）数は、金融危機後の2009年以降は、19社→22社→38社→46社（昨年）となっており、本年は7月末までの上場もしくは上場申請が、既に26社（前年同期比約2割増、12月に集中する傾向がある）で、年間60社程度まで増加する可能性もある。

しかし、金融危機以前は、年間120～200社程度（2000年以降）のIPO数であったことを思えば、現状の日本市場はIPO受容力の回復過程であるとも言える。アベノミクスを背景にした景況観や市況の回復によって、今後IPO希望企業が一層増加していくことが予想される。また、取引所側も上場候補会社への“成長段階に応じたサポート”を一層強化していく（中期経営計画）。勿論、個人を始めIPO銘柄への投資ニーズは強い。むしろ、問題はIPOを実務的にサポートする証券会社側の対応力（IPO審査支援、IPO指導等）不足にある可能性があるが、この部門は不況期におけるリストラの対象となっていた。最近、複数の証券会社がIPO部門の再強化に乗り出したようだが、旧来の実務処理能力回復までには、少し時間がかかりそうだ。

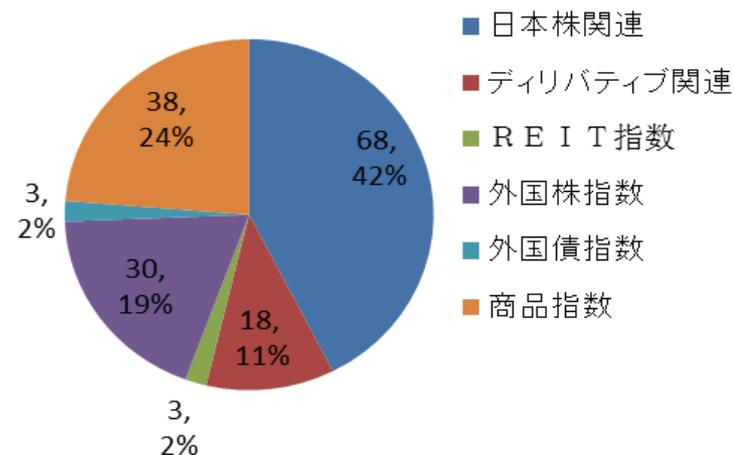
また、取引所による新たな取組みとして、インフラファンドの上場制度整備が検討されている。対象となる社会インフラは空港や港湾施設・エネルギーや交通施設などだが、近年これらのインフラに投資する欧米の機関投資家数が増加しており、日本でも年金基金や保険会社などの関心が高い。既に、約50銘柄、約10.4兆円（日本取引所：報告書より）のファンドが各国取引所に上場されており、東証においても2015年度を目途に、制度整備を目指している。

世界の主要な取引所の上場企業数(6月末)

	上場企業数	内、海外企業数	ETF 上場数
ナスダック	2,581	293	105
NY取引所	2,339	514	1,385
東証	2,319	10	138
上海	954	-	41
香港	1,567	86	110
シンガポール	774	306	88
ロンドン	2,733	573	1,860
ユーロネクスト	1,065	134	673
ドイツ	731	81	1,006

※世界取引所連合統計資料より

日本市場のETF・ETNの内訳(7月末)



市場の裾野拡大について

日本市場の進化や成長を安定的に持続していく為には、市場の裾野拡大が必要だ。例えば、米国の未公開株取引市場であるピンク・シート市場のような機能を、日本のグリーンシート市場が果たしているかと言えば、否定せざるを得ないのが現状だ。

現在、金融審議会(金融庁)では、新規・成長企業へのリスクマネー供給策として①クラウドファンディングの活用②地域等における資本調達の枠組みとして新しいグリーンシート市場への取組み③IPOの推進策として、新興企業の事務負担の軽減や株主数要件の緩和などが検討され始めている。

【クラウドファンディング】

本来は、創業・事業支援目的でインターネットを利用して資金を集めるものだが、現在の匿名組合方式の私募ファンドへの投資(寄附以外のもの)から、企業の株式や債券を取得可能とする制度整備を目指している。その為、仲介するものの登録義務は、現在の第二種から第一種金融商品取引業となる。市場の裾野拡大には直接結びつかないもの

の、通常の上場株式に比べ非常にリスクの高い投資行うこととなるが、その為には投資家のリスク限度額管理などが求められる可能性が強い。その為には、証券会社的な顧客管理が合っていると見られる。

【地域等における資本調達の枠組み】

金融審議会における論点として、“地域に根ざした企業等の株主は、当該企業等に馴染みがあること、また、上場企業の株式ほど高度な流通機能が求められないこと等に鑑み、信頼できる仲介業者の関与を前提に、より簡易な手続での資本調達を可能とすることができないか。”とされており、地域金融機関や地域証券会社を仲介者として念頭にした議論が進められる予定。市場の裾野拡大には必要な機能だが、最低限の流動性と、企業側が負うコストに見合ったファイナンス機能(資金調達)が確保される必要がある。

【政策的支援について】

IPOのシーズをより多くするためには、ベンチャー企業への投資が活発化することが望まれる。中小企業基盤整備機構(独立行政法人)は、昨年2月より試験的にベンチャー企業やベンチャーファンドに関する情報を収集・データベース化して、“ベンチャー投資ナビ”として情報の提供を

行い始めている。また、経済産業省が主導するエンジェル税制があるが、現状は手続きが複雑で利用も少なく、通常の有価証券投資との接点も限られている。なお、経団連の要望として、①現在個人にのみ与えている税法上のメリットを企業にも拡大すべき。②「エンジェル税制」の使い勝手をよくすべき(控除限度額の大幅引き上げ、損失繰越期間の延長、手続の抜本的簡素化)。などが上げられている。

【プロ向け市場】

昨年、東証はプロ向け市場TOKYO AIMでのロンドン取引所との合併を解消し、TOKYO PRO Marketとして子会社化した。現状は4銘柄(上場申請中を含める)の上場に留まっている。本来は、市場の裾野拡大として期待されていたが、現状はマーケットとして創業段階と見られる。今後、上場実績が積み上がり、同市場に上場されている銘柄が、市場での資金調達を行いながら、成長して次の新興市場上場を目指す事例が見えてくれば、市場の裾野としての役割は一気に高まる。なお、IPO企業が公開前にベンチャーファンドや金融機関に増資するケースがあるが、一旦プロ向け市場に上場してプロ投資家から資金調達を行い、その後IPOを目指すような利用方法があっても良い。

【地方の新興市場】

本年は、地方取引所の新興市場においてもIPOは増加しそうだ。地方取引所の最近の特徴は、より地域の企業との関係を強化し、地域の投資家との接点を多くすることだが、どうしても小型になりがちなIPO案件を支援する引受証券会社側の対応力強化が期待される。

以上の取組みにより、新興企業が成長段階に合わせてそれぞれの機能を利用し、本則の上場市場を目指すケースが増えていくことが、日本市場全体の進化の為には必要だ。

その為に、証券会社が期待されていることは大きい。

市場の裾野拡大について

