

東証グループと大証の経営統合の要点

平成24年1月6日



株式会社資本市場研究所きずな

統合スキームとその予定

予てより噂されていた証券取引所の統合が明らかになった。東京証券取引所グループと大阪証券取引所は、11月22日両社の経営統合を公表、2013年1月1日を目途に合併し、日本取引所(仮称)グループとして発足することを決定した。現在、東証グループが非上場会社、大証がジャスダック市場に自らを上場しているため、具体的な経営統合スキームは、次の様な方法を取る。

○経営統合に向けて、両社が事業承継の為の分社化を行う。東証グループは、2012年4月1日に子会社を設立し、同社の事業を承継する予定。大証は、来期の株主総会以降か。

○東証グループが、上場会社である大証に対して子会社化を目的にTOB(公開買付)を実施。大証の上場維持を図る為に、取得株数は発行済株式総数(27万株)の3分の2未満に抑える。なお、TOBの実施は、来年夏以降が予定されており、大証株式の公開買付価格は48万円を想定している。

○両持株会社が合併して経営統合を行う。合併の比率は、東証グループ1株に対して大証0.2019株が割当てられるが、発行済株数は東証グループ株230万株に対して大証株27万株なので、株価資産規模では、東証グループ対大証≒1.7対1 なる。なお、この合併は以下の手順による。

・2011年12月頃に、この両社の合併に関して公正取引委員会による企業統合審査が開始される。

・2012年秋頃に、東証グループによる大証株式のTOB成立(子会社化)を前提に、両社が合併契約を締結。両社の臨時株主総会で合併契約を承認へ。

・2013年1月1日、合併の効力が発生し、両社の経営統合会社である日本取引所グループが発足。なお新会社株式は上場を維持している。

両社は経営統合後に、速やかに組織再編を行うとしているが、公表されている再編イメージは、取引所機能が以下の4つに再編されるとしている。

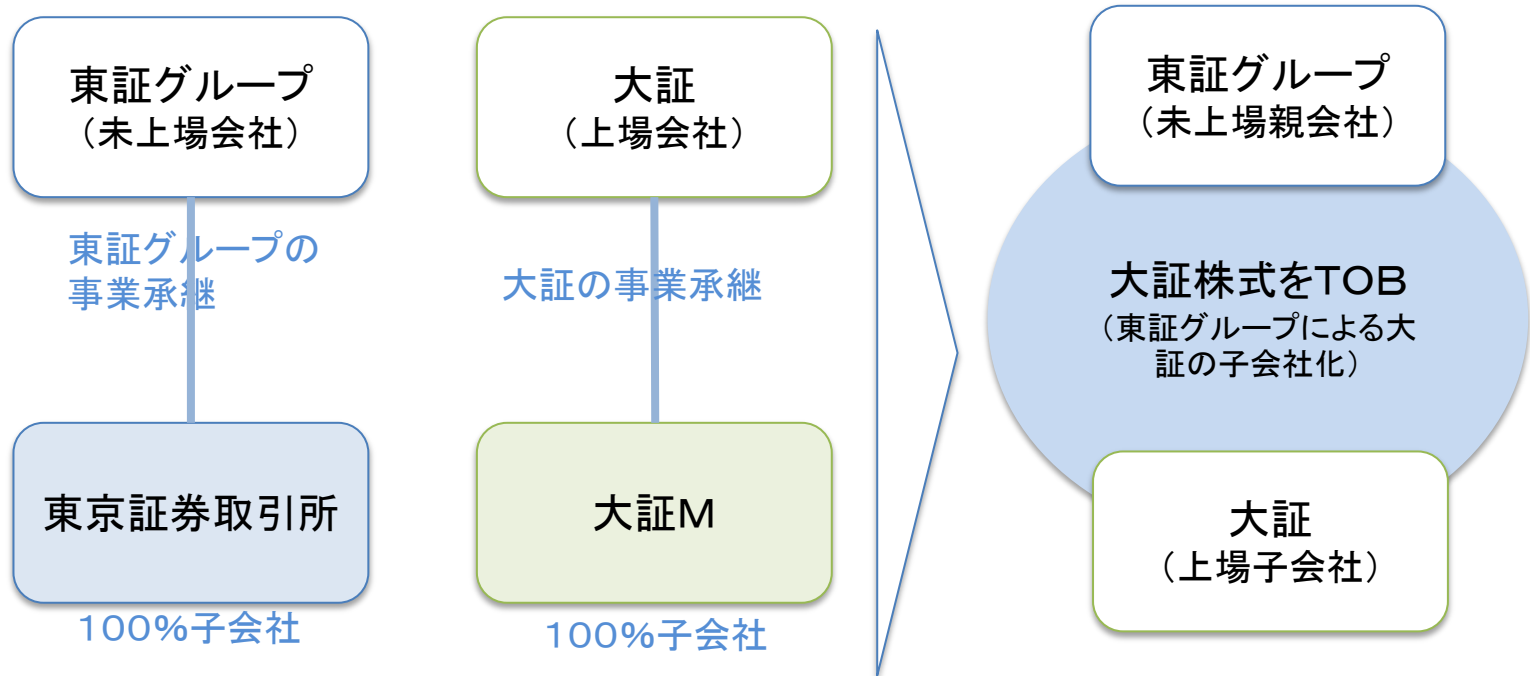
○現物市場の運営会社として、東証(現在の東証に事業を承継する会社)にグループ内の事業を再編する。

○デリバティブ市場の運営会社として、大証(現在の大証に事業を承継する会社)にグループ内の事業を再編する。

○清算機関として、グループ内の清算業務を日本証券クリアリング機構(JSCC)に集約する。

○自主規制機能を、東証自主規制法人に集約する。

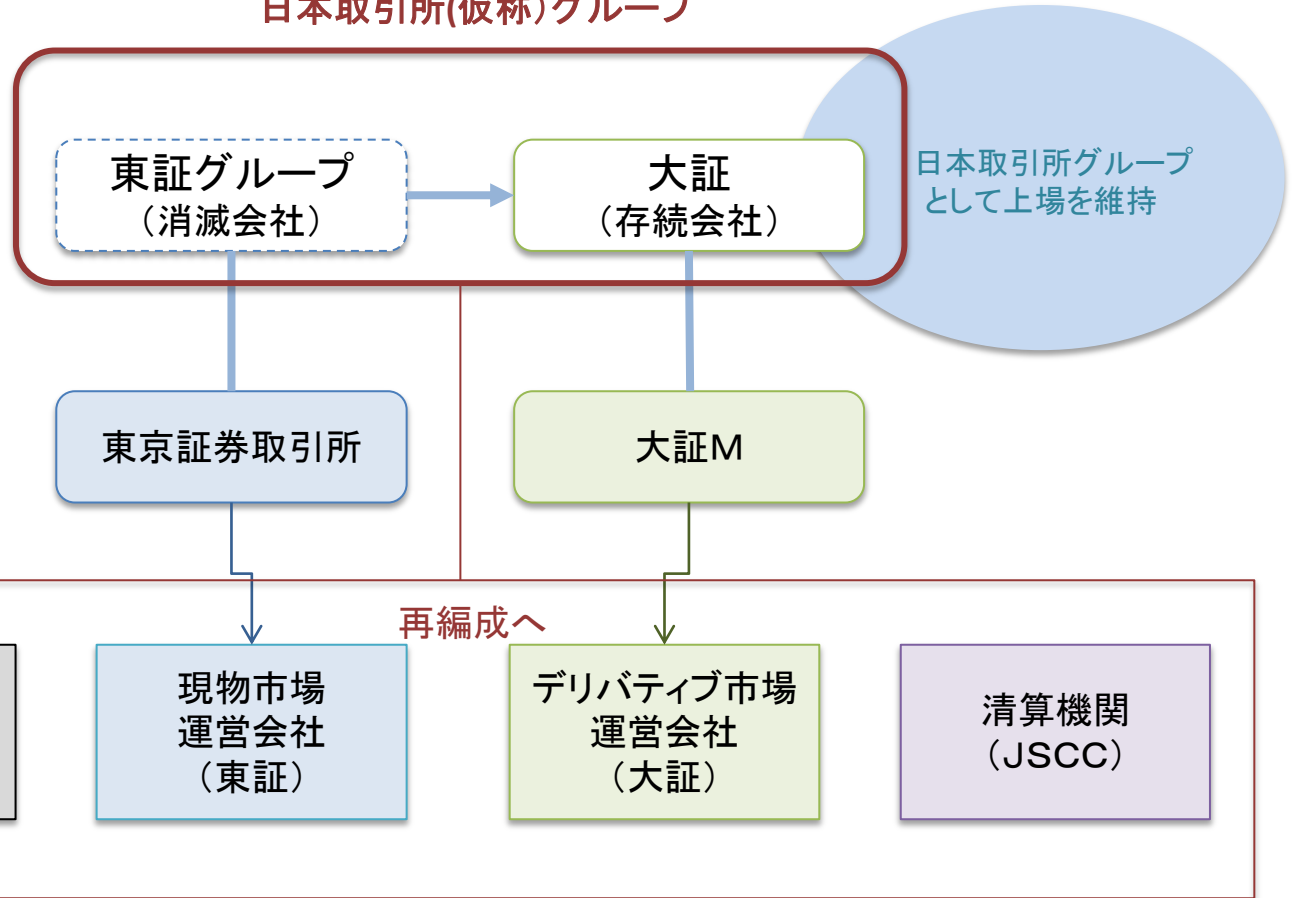
合併前の統合プロセス



合併後の再編イメージ

日本取引所(仮称)グループ

両持株会社の合併
2013年1月1日予定



両取引所の統合における要点と想定される影響

両取引所の統合によって、人・物・金の経営資源が有効に活用されることが期待されているが、先ず人の面では、統合会社のCEO(最高経営責任者)は齊藤社長(東証)、COO(最高執行責任者)は米田社長(大証)が予定されており、委員会設置会社として経営される。両取引所の従業員は、本年3月末で東証854名・大証337名いるが、上記の再編イメージの様に4つの組織に再編され、両取引所が重複する業務が集約されていけば、戦略的に人員を配備することが出来る。例えば、海外取引所との提携促進や海外企業の上場促進のプロモーション活動など、また国内の上場企業サポート活動やIPO支援活動などが期待されている。また、物＝主にシステムに関しては、次の統合効果が期待されている。(以下は、記者発表資料より)

- ・両社で重複しているシステム運営上のランニング・コストの削減
- ・システムの統一化に伴い減少が見込まれる分の減価償却費
- ・システムの統一後には上記2つ合わせ年間70億円程度のコスト削減効果

今回の統合スキームでの最大の特徴は、統合された取引所グループが上場を維持している点にあるが、アジアの中核市場としての地位を確立する為には、今後アジアの取引所等との資本関係を強化していくことも予想される。その場合、自らの株式を上場している取引所グループである方が、自社株式を利用した株式交換など、他の取引所との資本関係構築を有利に進めることが出来る。新取引所グループとしてグローバル・プレーヤーの地位確立の為には、次の方向性を示している。

- ・日本の復興やアジアの成長に投資する機会を世界中の投資家に対して提供する、先進国の洗練されたグローバル取引所としての独立性を確保
- ・欧米の主要取引所との提携を軸に、グローバル・ネットワークを生かした商品開発や相互上場、システム開発を展開しグローバル・プレーヤーとしての地位を維持・強化

国内の取引所との関係も、今後新取引所グループが総合取引所を目指す以上、検討されていくだろう。先ず、金利先物やFX取引を扱う東京金融取引所、監督官庁は異なるが商品先物を扱う東京工業品取引所・農産物の先物を扱う東京穀物商品取引所などとの関係を、どの様に進展させるか

が注目されている。当面は、東証グループと大証の統合効果を上げることが優先するだろうが、グローバルな総合取引所には商品関係は欠かせないと言われており、また商品取引所にとってグローバルなプレーヤーを引き入れる為には、現在の清算機能の拡充が欠かせない。現在は、商品取引所側からの秋波だが、行政を含めて今後の総合化の動きの中では、これらの取引所との統合問題が注目される。

新取引所グループがグローバル対応を強化する一方、国内の残された取引所の機能や役割についても再び見直されるだろうが、東証・大証が統合してしまった後の地方取引所の現物株売買での役割、そして地域における新興市場の意義などが検討されるべきだろう。また、取引所外取引ではあるが、日本の資本市場の裾野拡大としてのグリーンシート市場や、出口としてのフェニックス市場の機能充実などの議論も必要で、日本の資本市場全体のグランド・デザインがあってこそ、その中核にある新取引所グループの機能の十分に活かされることが期待される。

今回の両取引所の統合で、具体的に起きる変化・変更などについて触れておきたいが、先ず現物株市場については、日本取引所グループの100%子会社となった東京証券取

引所に統合される。本則市場の市場1部と2部、そして新興市場に分けて、大証単独上場銘柄が市場区分に振分けられると見られるが、その際に、現在のJASDAQ銘柄のスタンダードとグロースの扱いについては、両社間以外にJASDAQ上場企業との調整も必要になる可能性がある。

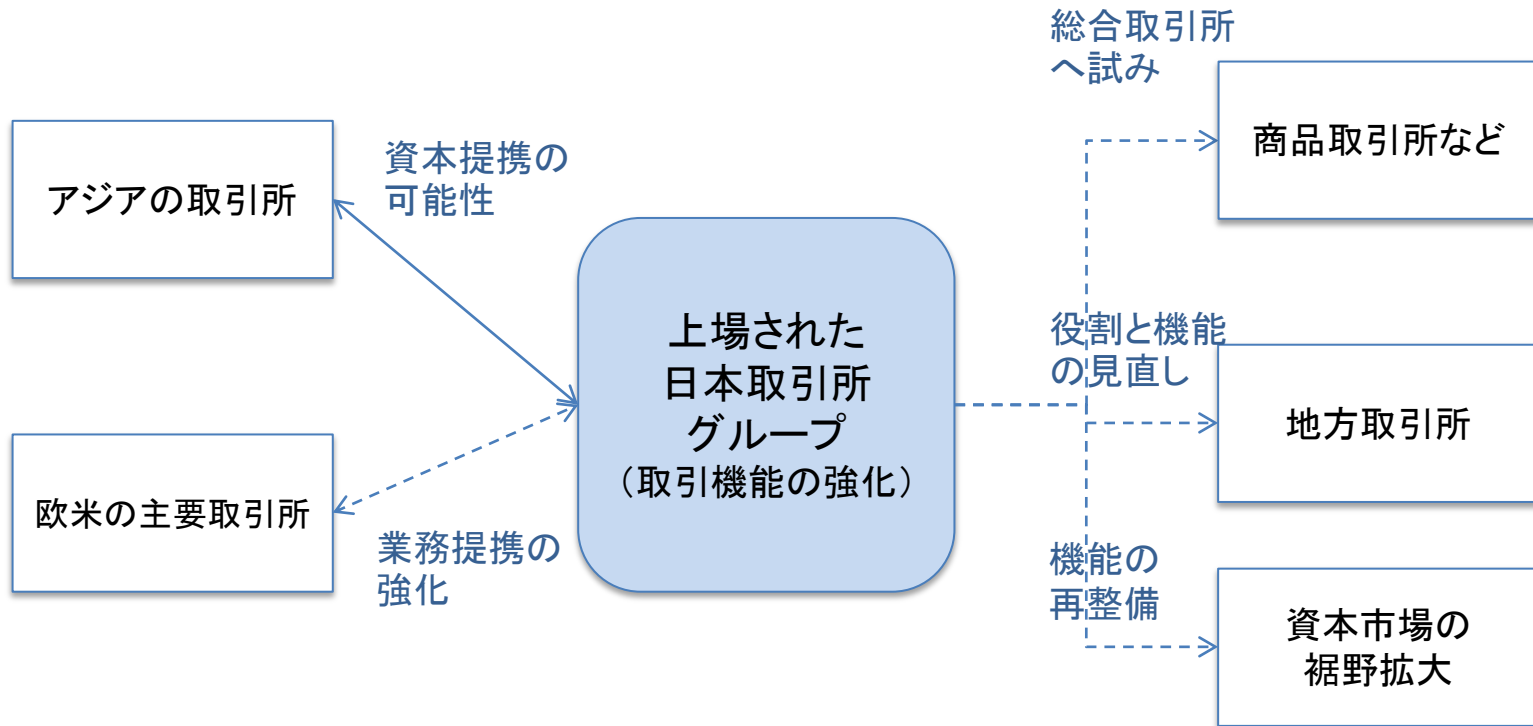
また、市場統合によって指数内容が変更され、その為に指数を利用してインデックス運用している運用会社のファンドの運用銘柄大幅変更や償還がされる可能性も出でくる。制度的な問題も起き、現物株市場における制度信用取引の証券金融会社が法令上は1社と定められているので、この問題も市場統合までは新しい対応が検討されなければならない。

次にデリバティブ市場統合だが、これは同じく日本取引所グループの100%子会社となった大阪証券取引所に統合される。この統合部分に関して、少し複雑に感じるのは両取引所のシステムの問題だ。両取引所の新デリバティブシステムは、大証はJ-GATEを昨年2月、東証がTdex+を11月に稼働している。現物株市場のシステムは、一昨年1月から稼働している東証のarrowheadに統合すれば問題は少ないように思えるが、両デリバティブシステムは基本的な構成様式以外にも、注文発注方法などが異なる。但し、こ

れを統合しなければ、デリバティブ市場が統合したことには
ならない。

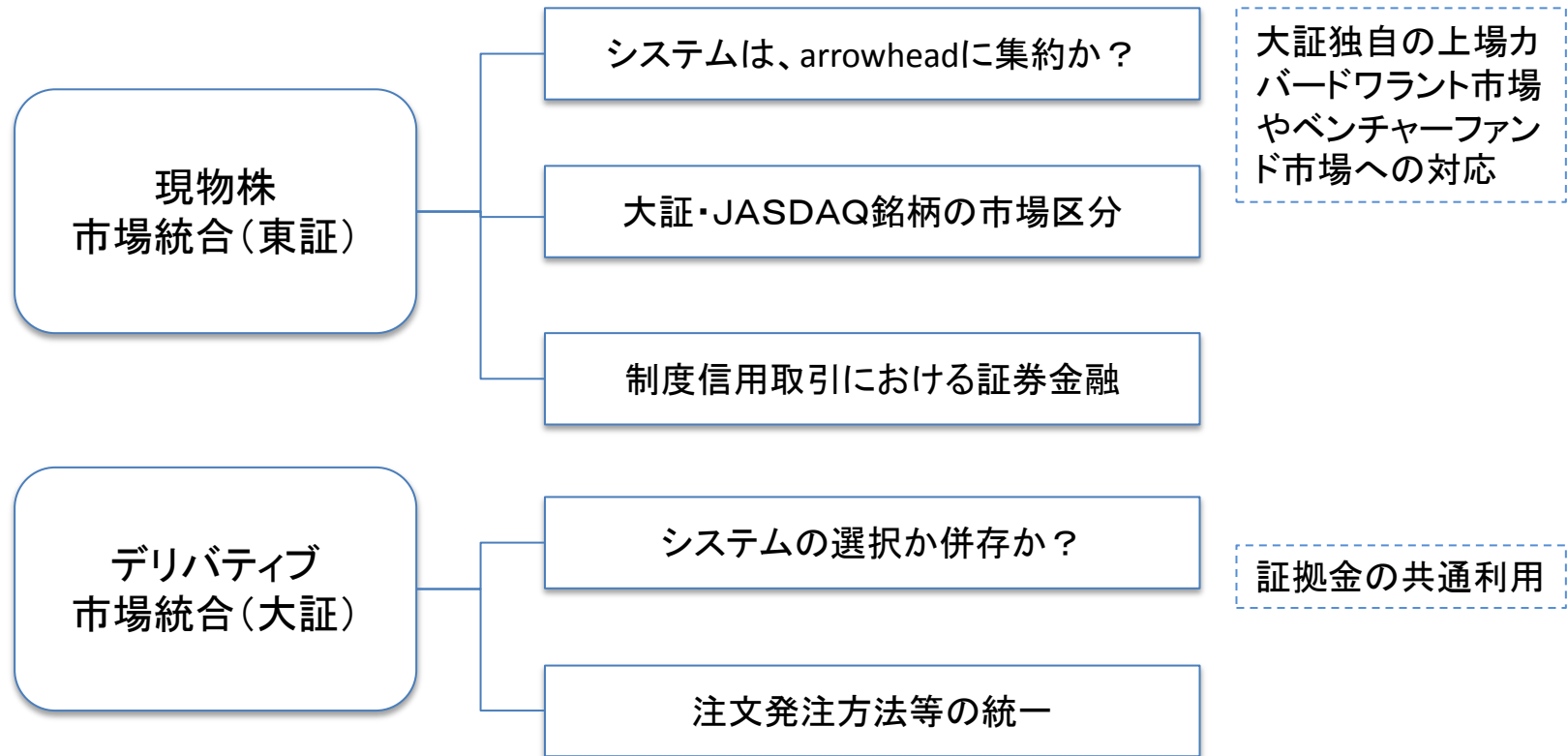
現物市場もデリバティブ市場も、経営統合後、1年程度を目
途に市場運営会社の元で市場統合を行うとしているが、詳
細などは今後検討されるようだ。

取引所統合の影響



市場統合の留意点

経営統合後、
1年程度を目途



投資家や上場企業にとってのメリット

両取引所の経営統合によって、今まで別々に運営されていた市場も統合されれば、新取引所グループにとって享受できるメリットも大きい。その直接の効果が最も大きいのはデリバティブ市場の統合だろうが、統合公表時の資料では、投資家も以下の様なメリットを受けるとしている。

○証拠金の一本化による資金効率性向上・流動性の増加
－清算機関の統合による担保効率の向上に伴うポジションの拡大(特にデリバティブ)

○取引所のシステム性能の向上による利便性の向上
－流動性の向上による新規上場銘柄数及び新規参加者の増加

○同一プラットフォームにおける上場商品の充実による投資機会の拡大
－同一プラットフォーム上で売買可能な商品の増加による、参加者やコロケーションサービスのユーザーの利便性の向上

現在、東証のデリバティブ市場は、指数先物がTOPIX関連など6銘柄、国債先物が2銘柄、オプション取引はTOPIXや

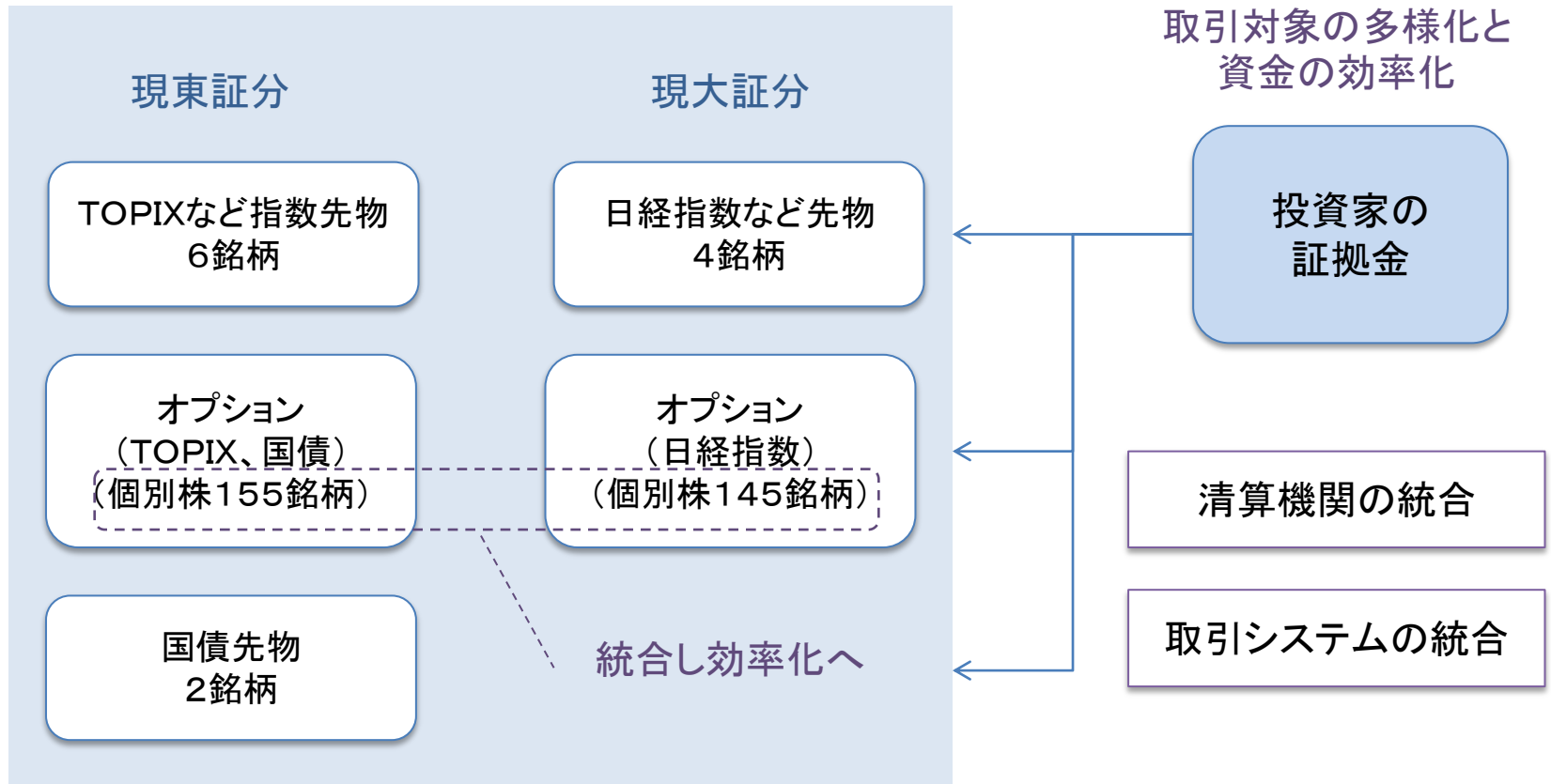
国債に加え155銘柄を対象とした個別株だが、大証は日経指数など指数先物が4銘柄、オプションの対象は日経指数と145銘柄の個別株となっている(9月末時点の数値)。これらを統合すれば、投資家が利用できる先物やオプションの銘柄数が増加するし、個別株オプションは統合されて効率的な取引が期待できる。例えば、1口座の証拠金を利用して、日経225先物を買ひ、個別株オプションを売却しながら、国債先物を買うといったようなリスクヘッジ取引も可能となる。日本のデリバティブ市場は、他のアジア市場に比べて個人投資家のデリバティブ利用が少ないと言われるが、市場統合により投資家サイドの利便性が向上すれば、個人の市場参加増加も期待される。

一方、上場企業のメリットは、市場統合後の効果で出来高が増加し流動性が増すので、割安な状況が改善されたり、資金調達の利便性が向上することが期待されている。ただ直接的なメリットは、新取引所の経営統合により、人や資金が効果的に上場会社サポートに向けられることだろう。具体的には、現在も行われている上場企業のIRサポートの強化などが上げられるが、国内だけではなく海外投資家向けの説明会開催支援強化も検討されるだろう。既に大証は、JASDAQ10社が参加する欧州の機関投資家向け合同

会社説明会を12月中旬にロンドンで開催している。また、証券会社のアナリストがカバーしていないJASDAQ銘柄に対して、大証はアナリストレポート作成費用の一部を負担しながら一般投資家向けに公表するアナリストレポート・プラットフォームを昨年12月から運営しているが、1年経過後の現在、対象が52社まで拡大している。この様な取組みの強化は、上場会社が新取引所に期待していることだろう。

市場統合の効果(デリバティブ市場)

新デリバティブ市場



証券会社として統合をどう捉えるか

その国の資本市場にあって取引所機能は中核をなすものだが、その市場インフラを直接動かすのは取引所に参加する証券会社であり、投資家に取引を取り次ぐ証券会社でもある。つまり、市場統合の影響を最も受けるのが証券会社であるが、両取引所の統合により次のようなメリットがあるとされている。(記者発表時の資料より)

○システム投資の削減や対応の負担軽減等による、取引コストの削減

○投資家による取引活性化を通じた収益機会の増加

この2年間の現物・デリバティブでの取引所システム更新により、直接参加する証券会社のシステム対応負担は大きなものだったが、今後は市場統合の効果でコスト削減が期待できる。但し、一時的にはオプションなどのシステム統合への対応を行わなければならない可能性もある。また、証券会社にとっては取引所からの市場関係情報の取得に掛かる費用が直接及び間接的に増加していたが、市場が統合されれば効率的に削減できるだろう。

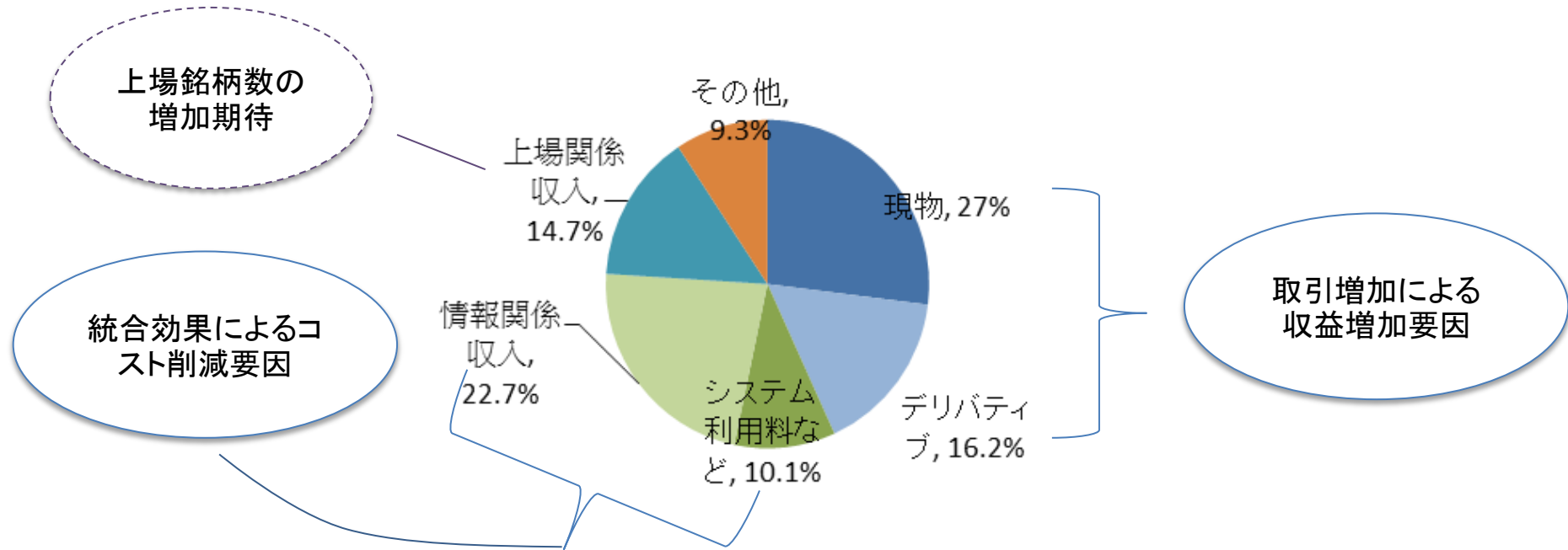
市場への直接のアクセスは証券会社機能の中心となる

ものだが、何も大手証券や一部の外国証券会社の様に全ての参加者がフル装備する必要はない。今後、取引所の統合で市場の統合が進み市場アクセスも効率化されれば、対象を絞った市場と投資家の仲介を行う証券会社が増えても良いのではないだろうか。例えば、国債先物とそのオプションをトレーディングしながら、個人投資家向けに取引を取り次ぐような証券会社が出現しても良い。また、取引システム以外にも、信用取引制度の改善など、時代や投資家の変化に応じた取り組みも、証券会社として取引所に求めていくべきだろう。

最後に上場企業として新取引所株式についてコメントしておきたい。現在、107社の証券会社などが東証の株主となっているが、発行済230万株あり大証株式のTOB価格と合併比率で計算すると約2200億円の資産(既に取引会員権とは切り離されている)を証券会社自身が保有することになる。この管理は証券会社個々の問題だが、今までの大証株式以上に日本市場の市場動向を取り込んだディーリング対象となる可能性もある。新取引所グループは常に市場評価にさらされるが、時代や環境に合わせて変化していくことが上場取引所としてより強く求められるだろう。同時に、そのことは市場参加である証券会社の変化を促すことにも繋がるのではないだろうか。

新取引所の収益構造と証券会社への影響

下の円は、東証・大証の2010年度営業収益の数値を単純合算したもの(800億円)



※以上の資料は昨年末までに、東証及び大証から公表されている情報をもとに作成したものです。今後、内容等が変更される可能性もあります。