

# 真の「総合取引所」実現へ、 求められる一体化の姿

## 切れ目ない施策で商品デリバティブ市場の再生を

10年以上前の2007年に提唱され、その具体化に向けた法改正や再三にわたる閣議決定を重ねながら「先送り」されてきた総合取引所構想が、ようやく実現しようとしている。ただし、今回の統合はあくまで手段にすぎない。日本の総合取引所の存在感を高めていくためには、新たな商品の導入や取引ルールの見直しを不断に行うことが求められる。

### 総合取引所構想の意義

昨年10月以降、日経225先物取引など証券デリバティブ市場を運営する大阪取引所（OSE）を傘下に置く日本取引所グループ（JPX）が、貴金属や石油など商品（コモディティ）のデリバティブ市場を運営する東京商品取引所（TOCOM）に対する株式公開買付（TOB）を実施して100%子会社化する方向で協議を進めている。総合取引所構想とは、株価指

数や債券を原資産とする証券デリバティブ取引から貴金属やエネルギー、農産物といった商品デリバティブ取引に至るまで、幅広いデリバティブ取引の市場を運営する総合的な取引所を創設しようとするものだ。2007年4月に筆者も参加した内閣府のワーキンググループによって提唱された。

構想の背景には、①日本では証券デリバティブ取引と通貨・金利など金融デリバティブ取引を取り扱う「金融商品取引所」と、商品デリバティブ取引を取

り扱う「商品取引所」が異なる規制・監督体系のもとに置かれる縦割り型の制度がとられてきたが、諸外国では必ずしもそうではなく、世界の主要なデリバティブ取引所の多くが総合取引所化していること、②商品デリバティブ市場の取引高が低迷し（図表1）、国際競争力の低下が著しいこと——などがあった。

総合取引所の開設が実現すれば、証券デリバティブ取引と商品デリバティブ取引の証拠金の共通化などで取引の効率性向上が期待できる。また、日本の商

野村総合研究所  
フェロー 大崎 貞和



品デリバティブ取引が低迷する背景には、TOCOMなど既存の商品取引所の経営基盤や清算基金の安定性に対する不信任などがあつたことも否めない。世界的に見ても規模の大きい証券デリバティブ取引の市場運営で実績のあるOSE（当時は大阪証券取引所）との経営統合で総合取引所化すれば、国際的な機関投資家や大手の実需家が積極的に市場に参加することが期待できると考えられたのである。

### 構想実現に向けた 制度整備

そこで、09年には金融商品取引法と商品取引所法（当時）の

# 退場基準の「時価総額」一本化 こそ望ましい改革の方向性 マーケットインの発想による市場規律の強化を

米国では、私設取引システム（PTS）などによる低コストでの株式取引のほか、大手金融機関が手を組んで新たな証券取引所「メンバーズ・エクスチェンジ」を創設するなど、既存の取引所に対抗する動きが出てきている。日本の証券取引所も、ユーザー（投資家、証券会社）の不満などを背景とした自己改革に迫られている。本稿では、過去に証券アナリストとして株式市場に接してきた経験の中で感じられた課題や改革の方向性について論じたい。

## パッシブ化の潮流と取引所

世界的な趨勢として、株式投資におけるパッシブ化の勢いが止まらない。個別株式銘柄や産業のリサーチを担う証券アナリストとしては、その存在意義の低下にもつながりかねない嘆かわしい潮流であるが、現実として認めざるをえない状況である。米国においては、昨年末にパッシブファンドの運用資産がアクティブファンドの運用資産を

上回ったほか、わが国においても図表が示すとおり、公募株式投信におけるインデックスファンドの存在感の大きさは明らかである。そうなると、当然のことながら代表的な株価指数が果たすべき役割が大きくなる。その意味で、指数を構成する銘柄のクオリティーコントロールが日本株全体の評価に直結しかねないため、わが国の証券取引所の位置付けは従来以上に重要となっている。

こうした点を意識して、自己

## 取引所と市場規律のバランス

資本利益率（ROE）などを反映した株価指数「JPX日経400」が導入済みだが、依然として東証株価指数（TOPIX）の全体の参照は広く行われており、上場銘柄のクオリティーをいかに向上させるかが重要な課題である。

しかしながら、取引所にクオリティーコントロールをすべて委ねることは適切ではない。エ



東洋大学 国際学部  
教授 野崎 浩成

ントリー時に厳格な審査を行うことは従前どおり極めて重要である。しかし、こうした審査も銘柄の質を維持するうえで完全ではないほか、上場後におけるモニタリングも限界がある。そこで、上場後においては、より大きなモニタリングの役割を市場（厳密には投資家）に担ってもらうことが効果的である。つまり、市場規律を上場維持により反映させることである。そのために必要なことは、ディスクロージャーの質・量の確保を取引所が規則運営の中で厳格に取り組むこと、そして上場維持に関して取引所の裁量が入り込まないわかりやすいルールにす

# 市場区分見直しは時価総額下位の地銀・第二地銀に打撃

## 「株式非公開化」や「協同組織化」の道を選択する契機か

東京証券取引所は昨年12月21日に公表した「市場構造の在り方等の検討に係る意見募集（論点ペーパー）」で、東証1部上場の基準を厳格化する方針を示した。市場区分の新しい区分けにあたっては、株式時価総額が判断基準として用いられる見込みだ。業績懸念から地銀・第二地銀の株価は低迷しており、現状の株価水準が続けば「東証1部からの降格」の憂き目に遭う地銀・第二地銀が少なくとも10行以上出現する可能性が浮上している。

### 1部からの脱落で株価下落に拍車も

総合取引所の実現とあわせて、日本取引所グループ（JPX）が検討を進めている市場区分見直し。その線引きしだいでは、小規模な地銀・第二地銀に大きな影響が及びそうだ。

現在、東京証券取引所（東証）に上場している地銀・第二地銀は74社（図表）。これらの銘柄はすべて東証1部上場企業に該当する。市場区分の新たな

線引きには株式時価総額が用いられる見通しであり、具体的な基準として「500億円」や「250億円」といった金額が持ち上がっている。3月20日の終値ベースでは、時価総額500億円以下の地銀・第二地銀が31行、250億円以下は16行となっている。

まず懸念されるのが、1部からの「降格」が当該銀行の株価に与える影響だ。大手投資運用会社インベスコ・アセット・マネジメントの小澤大二運用本部

長によれば、「TOPIX型のETFやバッシブファンドなどが1部上場銘柄を自動的にポートフォリオに組み入れるため、1部に残留する企業とそれ以外の市場に区分される企業の株価には一時的に差が出る可能性がある」と話す。また、トリグラフ・リサーチの大久保清和代表も年金運用中心にバッシブ運用重視の流れが継続していることから、「TOPIXインデックスファンドを中心に、東証1部残留銘柄には株式需給の一層の

好転、降格銘柄には需給悪化（インデックスはずし）が当然発生する」と言う。東証1部からの降格で、株価下落の憂き目に遭う地銀・第二地銀が出現しそうだ。

こうなると株式市場が注目するのは、時価総額が250億〜500億円の水準にある、当落線上の地銀・第二地銀だ。3月15日までは「500億円」が東証1部残留の基準になるとの見方が有力だったため、その基準として「250億円」との報道が出た3月15日には市場関係者に動揺が走った。「1部に残留」との思惑から、「時価総額250億〜500億円の地銀・第二地銀の株価が上昇した」（銀行アナリスト）という。

もっとも、「東証1部からの降格は、短期的に株価の下押し要因となる可能性はあるものの、決定的な株価決定要因にはなら

