

市場間競争と証券取引所のあり方

激化する市場間競争

2000年8月、スウェーデンの取引所運営会社OMグループがロンドン証券取引所に対する敵対的買収（TOB）を宣言した。これに先立って、ロンドン証券取引所は、ドイツ取引所と合併し、新取引所iXを開設するとの構想を発表していた。iXの傘下に設けられるベンチャー企業向け市場には米国のナスダックが出資するものとされた。2000年9月には、ロンドン証券取引所がiX構想を白紙撤回するとともに、株主に対してOMの買収提案を拒否するよう呼びかけた。同じ月、パリ、ブリュッセル、アムステルダム の3取引所が合併し、新取引所ユーロネクストが発足した。

一方、米国では、電子証券取引ネットワーク（ECN）と呼ばれるコンピュータ・ネットワーク上の擬似証券取引所が、ナスダック市場出来高の3割から4割を占めるなど、取引高を増加させている。中でもECNの一つであるアーキペラゴは、サンフランシスコを本拠とする地方取引所であるパシフィック証券取引所と提携し、新しい取引所としてニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダック市場に対して正面から競争を挑もうとしている。これに対して、NYSEやナスダック市場は、システム投資を進めるための資金調達やグローバルな取引ネットワークの構築を通じて競争力の強化を図ろうとしている。

わが国においても、米国のナスダック市場が、あたかも幕末の黒船のように上陸し、2000年6月には大阪証券取引所と提携してナスダック・ジャパン市場を開設した。これは、ナスダック市場のグローバル・ネットワーク構築構想の一環という側面を有するが、わが国最大の取引所である東京証券取引所が、競うように新興企業向け市場マザーズを開設するなど、国内市場にも大きな波紋を呼んだ。従来、ナスダック市場の日本版をめざしてベンチャー企業の株式公開に力を入れてきた株式店頭市場も新勢力に対抗すべく市場改革や企業の発掘に力を注いでいる。

株式市場や債券市場、先物市場を運営する取引所が、一般の事業会社のように買収・合併や提携を模索したり、競うように新分野へ進出したりする。数年前までは想像もできなかったような事態が、世界中の取引所を巻き込んで展開されている。「市場間戦争」という表現がさほど大袈裟でもないほどにまで、市場間競争が激化しているのである¹。

¹ 市場間競争の全体像については、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）参照。

PTS の台頭と取引所の公開株式会社化

市場間競争の激化という世界的な流れの中で、際だっている現象の一つが、伝統的な会員制取引所とは異なる形態をとる私設電子取引システム (PTS) の台頭と会員制取引所による公開株式会社化の動きである。

PTS は、米国では法令上代替的取引システム (ATS) と呼ばれており、既に触れた ECN はその中の一類型である。電子取引システムの元祖とも言えるインスティネットは、1969 年稼働と世界初の立会場を有しない取引所となったナスダック市場よりも長い歴史を有する。しかし、電子取引システムの取引高が拡大し、そのあり方が広く論議を呼ぶようになったのは、1990 年代に入ってからである。最近では、米国以外にも電子取引システムの利用が広がり始めており、欧州では、債券取引を中心に多数の新たなシステムが生まれている。

わが国では、長年にわたって PTS は証券取引法で禁じられてきた取引所類似施設にあたりと考えられていたが、1998 年 12 月に施行された金融システム改革法 (いわゆる「金融ビッグバン」を実施した法律) によって、証券会社による PTS 業務という形で存在が認められることになった。2000 年 6 月末には日本相互証券の BB 株式スーパートレード、イー・ボンド証券のイー・ボンドの二つのシステムが初の PTS 業務認可を受けた。その後も、株式の夜間取引や債券の機関投資家間取引などを視野に入れながら、新たな PTS を開設しようとする動きが進められているようである。

これら PTS は、営利を目的とする株式会社の形態をとる証券業者が運営する取引システムである。PTS の台頭は、伝統的に証券取引所や証券業協会といった非営利の半公的機関が独占的に行ってきた市場機能の提供が、一つのビジネスとして捉えられるようになってきたことを如実に示している。

こうした中で、通貨統合、経済統合が進み、国境の意義が低下してきた欧州を中心に、伝統的な証券取引所の側からも、PTS と同じような営利を目的とし、取引参加者 (会員) 以外の者を株主とする株式会社へと組織形態を変更しようとする動きが現れてきた。米国でも、1999 年 4 月に電子取引システムの規制に関する新たなルールであるレギュレーション ATS が施行され、営利を目的とする取引所の存在が公式に認められたことが一つの契機となって、NYSE を始めとする既存の取引所が、公開株式会社形態への転換を検討し始めた (表参照)。

わが国においても、2000 年 5 月に成立した改正証券取引法 (12 月施行予定) によって、従来、非営利の会員組織のみに限定されてきた証券取引所の組織形態として、株式会社が新たに認められることになった。既存の会員制取引所が、株式会社へと組織変更を行うことも法律上可能となる²。

² 詳しくは、大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号参照。

表 証券取引所株式会社化の動き

組織形態	証券取引所名	内容	
会員組織形態	ニューヨーク証券取引所	個人会員制の非営利法人、99年9月、理事会において株式会社化計画を推進すること、99年2月の報告書で株式会社化検討の可能性に言及。2000年7月、「組織形態のあり方に関する特別委員会」を設置。	
	東京証券取引所		
株式会社組織形態	株式保有を一般にも開放	ロンドン証券取引所	86年に株式会社化。2000年3月、会員外への株式開放を決定。
		ストックホルム証券取引所	92年に株式会社化し、94年以降、株式の自由な譲渡が可能となっていた。98年1月にOMグループにより買収された。現在OMグループの株式は上場されている。
		フランクフルト証券取引所	運営主体であるドイツ証券取引所は93年に株式会社化。
		ヘルシンキ証券取引所	95年に株式会社化。
		コペンハーゲン証券取引所	96年に株式会社化。
		アムステルダム証券取引所	97年に株式会社化し、会員外へ株式を開放。2000年9月、ユーロネクストに合流。
		オーストラリア証券取引所	98年10月に株式会社化し、株式を自らの市場に上場。
		香港証券取引所	2000年3月に先物取引所とともに持株会社HKExの傘下に入った。同年6月、HKExが株式を自らの市場に上場。
		Nasdaq市場	NASDAQが100%株式を保有してきたが、2000年4月に外部出資の容認を総会にて決定。同年6月に行なわれた増資(フェーズ1)によりNasdaq株式の約40%が外部の投資家に保有されることとなった。同年秋にフェーズ2を実施する予定。
		その他	バリ証券取引所
アメリカン証券取引所	98年11月にNasdaqと合併し、Nasdaq市場を運営するNASDAQの傘下に入った。NASDAQが全ての持ち分を保有。		
シンガポール証券取引所	99年12月に先物取引所(SIMEX)とともに持株会社SGXの傘下に入った。現在SGXの株主の大部分は元SES及びSIMEXの会員であるが、将来的にSGX株の半分以上をSGXのビジネス・パートナーに割り当てる予定。		
トロント証券取引所	2000年4月に株式会社化。株式は会員に割り当てられ、株式会社後2年間は取締役会の同意なしには譲渡できない。		

(出所)野村総合研究所

東証の株式会社には弊害が懸念される

一般的に、会員制の証券取引所が株式会社への組織変更を行う目的としては、①システム投資などを賄うための株式発行による資金調達、②営利目的を掲げ株主による経営監視にさらされることによる職員の意識改革や経営効率の向上、意思決定の迅速化、③株式公開による情報開示の強化と経営の透明性向上、④合併、買収などの容易化による経営戦略の柔軟化、多様化、などが考えられる。他方、多くの国では、証券取引所を証券市場における公正性確保のための自主規制機関と位置づけていることから、営利目的の株式会社への転換と規制機能の維持をどのように両立させるかが大きな課題となる。

わが国においても、東京証券取引所を始めとする既存の証券取引所は、上述のような目的を達成するために、会員組織から株式会社へと組織形態を改めるべきだという意見がある。2000年7月には、東証が「組織形態のあり方に関する特別委員会」（委員長：氏家純一野村證券社長）を設置し、株式会社形態への転換の可能性をも視野に入れながら検討を開始した。

現時点では、この委員会の検討状況は明らかでない。しかしながら、東証がわが国の証券市場、なかんずく株式市場において果たしている役割の大きさを考えれば、ここで、東証が株式会社になるべきかどうかという問題に関して検討を加えておくことが必要なのではあるまいか。

結論から言えば、筆者は、現時点で、東証が株式会社形態に組織を変更することは、それに伴うメリットよりも懸念される弊害の方が大きく、わが国の証券市場にとって望ましくない結果をもたらす恐れがあると考えている。

ここで言う弊害への懸念とは、以下のようなものである。

第一に、株式会社となった東証が正面から利益の拡大を図ろうとするのであれば、短期

的には、取引参加者（会員）から徴収する場口銭や取引参加者や情報ベンダーから徴収する情報料を引き上げ、収入を増加させることが早道である。激しい競争が行われている市場においては、そうした価格引き上げは容易でないが、東証は日本株取引においてほぼ独占的な地位を確立しており、取引参加者は少々の価格引き上げだけで流動性の低い（あるいは全く存在しない）他の市場へ取引を振り向けるというリスクをとるわけには行かないであろう。

ちなみに、現在の東証の場口銭は、かつてに比べてかなり引き下げられており、国際的にみても低い水準にある。収入拡大を目的とする引き上げが行われる可能性は小さくないのではないか。場口銭や情報料の引き上げは、激しい競争にさらされている証券会社によって吸収され、結果的に投資家に直接転嫁されることはないだろうが、長期的にみれば、証券会社のサービス水準の低下や取引コストの上昇につながっていくだろう。

もちろん、現在の東証の理事、職員といった立場にある方々は、収入拡大のための値上げといった短絡的な手法はとるべきではないと考えておられるに違いない。しかし、取引参加者以外の者を株主とする株式会社になれば、収益拡大を求める新たな株主の声に耳を傾けざるを得なくなるだろう。取引に直接参加しない株主からすれば、証券市場の振興以上に、取引所の収益向上が重要になるのは当然である³。

第二に、上場審査や市場監視を含む自主規制機能が軽視され、国内で最も公正で監視の行き届いた市場としての東証の評価が傷つけられるような懸念はないだろうか。改正証券法は、株式会社形態の取引所においても、取引参加者に法令を遵守させるといった規制機能は維持されるとしている。しかし、取引所による市場規制が、職員の配置やシステムの整備などのコストばかりかかり、何ら直接的な収益を生まない業務である以上、営利目的を掲げた場合に、非営利組織である現在よりも相対的に軽視される恐れは十分にあるだろう。

現状ですらも、例えば、東証マザーズ、大証ナスダック・ジャパン、株式店頭市場の三市場の間での新規公開企業獲得競争が、審査手続きを緩めてでも上場企業数の確保を狙うような行動を誘発する危険性がないとは言えない。上場審査が、賦課金収入の確保、営利企業としての取引所の収益拡大に直結するようになれば、その危険性はなおさら大きくなる。

第三に、証券市場において日本を代表する半ば公的な機関としての東証が担ってきた国際交流や発展途上国への知的支援といった機能が低下する恐れもある。こうした活動は、わが国の国際的な地位の向上やわが国と各国との友好親善関係の強化には大いに役立っているが、直接的に東証上場企業数の増加や取引の拡大につながるわけではなく、多くの費用を要しながら収益を生んではいない。

³ なお、かつて証券取引所は独占禁止法適用除外法に基づいて、手数料の固定制などを認められてきたが、現在では、一般企業と同様に独禁法による規律に服することとされている。しかし、競争相手を圧倒するための値下げやカルテルはともかく、単独の場口銭引き上げならば独禁法にも触れない可能性がある。

営利を目的とする取引所にとっては、他市場との交流は、収益拡大に結び付く提携などの協力関係以外には必要ない。アジア諸国の市場への知的支援などは、むしろ、競争相手を助け、収益拡大を難しくする恐れがあるものとして、否定的に評価されるようになるのではなからうか。

弊害を上回るメリットや株式会社化しないことによる問題は小さい

仮に、以上のような弊害が生じ得ることを認めたとしても、東証の株式会社化によって更に大きなメリットが期待できるとか、あるいは東証が株式会社化しないことによってはるかに大きな問題が生じる可能性が高いというのであれば、株式会社化を急がざるを得ないということになろう。しかしながら、以下のような理由から、それらはいずれも現実味がないと判断される。

第一に、株式会社化の一般的な目的として指摘されているようなメリットの多くは、株式会社化という手段によらずとも、達成することができるものである。例えば、しばしば強調される資金調達について言えば、借入れや証券化といった手段によって、同じ目的を達成することは不可能ではないだろう。また、意思決定の迅速化や職員の意識改革についても、仮に現在の組織において大きな問題が存在するのであれば、個別に対処法を考えるべきではなからうか。

第二に、会員組織取引所の問題点として、会員証券会社の利害に偏った取引所運営がなされると指摘されることがある。本来、証券会社は、証券市場の拡大によってしか収益を伸ばせない存在であり、証券会社の利益は市場の利益と一致するはずである。しかし、新規参入が制限されるなど証券会社間の競争がなかったり、取引所の会員権が制限されるなど既得権化している場合には、そうした予定調和は成り立たず、偏った取引所運営が行われるという懸念が生じる。事実、NYSE の株式会社化構想の背景には、既得権を振りかざすスペシャリスト（特定銘柄について売買気配を提示する義務を負う特別な証券会社）会員の影響力を削ごうとする意図が隠されていたと言われる。

ところが、東証の場合、会員権の数的制限は既に撤廃されており、信用力など一定の要件を満たした証券会社は、容易に取引所経営と取引に参加することができる。金融ビッグバンによる登録制への移行で証券会社間の競争は激化しており、顧客である投資家の声に真摯に耳を傾けない業者は早晩淘汰されて行かざるを得ない。そうした状況の下で、証券会社以外の者を株主として経営に参加させなければ投資家の期待に応える市場運営ができないなどということはないだろう。更に言えば、会員証券会社以外の者を取引所経営に参加させることは、既に公益理事の選任や委員会への参加という形で実現しており、株式会社化と密接不可分のものではない。

第三に、欧米、とりわけ欧州における取引所株式会社化の大きな動機の一つとなっている取引所の経営戦略の多様化、柔軟化は、わが国の改正証取法の下では株式会社形態に転換したとしても、十分に達成できない恐れが大きいのである。

ドイツ証券取引所やスウェーデンの OM グループは、持ち株会社構造をとることで、法体系の異なる複数の商品を取り扱ったり、外国の取引所を併営したりしている。フランス、オランダ、ベルギーの三国にまたがる取引所であるユーロネクストは、持ち株会社構造の下で初めて可能となった。これに対して、わが国の改正証取法では、取引所の株主は単独で5%以上の株式を保有することができないとされており、取引所を支配する持ち株会社は存在し得ない。

また、株式会社が経営を効率化できる理由の一つとして、資本市場による評価と規律にさらされるという面が指摘されるが、この取引所株式会社に対する法律上の持ち株制限が存在する以上、東証が株式会社に転換して株式を上場したとしても、株式公開買い付け (TOB) の危険にさらされる可能性は全くないのである。OM グループによるロンドン証券取引所に対する TOB 宣言のようなことは、わが国の法律上、起こり得ない。

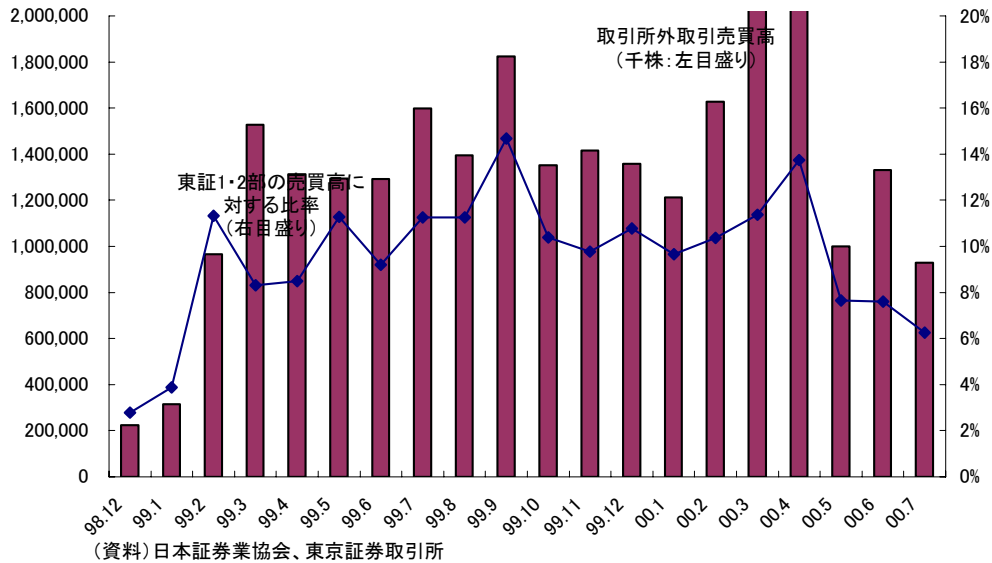
第四に、欧州の取引所の株式会社化、NYSE の株式会社化構想などの背景に強くあった主要商品における競争上の脅威は、今のところ、幸か不幸か東証には存在しない。

経済統合の進んだ欧州では、ある国の取引所が自国の優良企業の株式を取引できることは、もはや自明ではない。実際、既に1980年代後半には、一足先にビッグバンを成し遂げたロンドン証券取引所の外国株市場 SEAQ インターナショナルで欧州大陸各国の優良銘柄が大量に取引され、各国取引所の改革を誘発した。また、NYSE が株式会社化を議論し始めた最大の理由は、ECN が NYSE 上場株の取引に進出しようとし始めたことにあった。もっとも、その後、ECN が上場株取引を大きく拡大させることはなく、当初懸念されたような脅威は現実化していないようである。呼び値の10進法への移行やT+1決済の導入など当面の課題が山積していることから、株式会社化に関する NYSE の姿勢はかなりトーンダウンしているように見受けられる。

これに対して、東証は、国内の上場株取引を事実上独占している最強の市場である。金融ビッグバンによって取引所集中原則が撤廃され、証券会社による上場株の取引所外取引が行われたり、日本相互証券の PTS など登場しているが、これらは、大口取引によるマーケット・インパクトを回避したい機関投資家など、特別な取引ニーズをもつ一部の投資家や業者によって利用されているのに過ぎない。実際、既に一年半以上実施されている取引所外取引をみても、取引高が右肩上がりで増加するようなことはなく、一定のニーズに応える形で安定的に推移しているのである (図参照)。

そもそも、東証は、これまでも国内の他の証券取引所との競争を通じて、取引シェアを高めてきた。現時点では、東証のオーダー・ドリブンのオークション方式と自動化システムによる取引が、公正で効率的な取引手法として市場参加者の取引ニーズの大半に応えるものとして支持されているのである。取引の流出という現実直面して他市場との合併などの方策を模索しなければならなくなった欧州の証券取引所とは、直面する状況が大きく異なっているのである。

図 上場株取引所外取引の推移



もっとも、筆者は、単に「東証は現在、主要商品である日本株の取引において直接的な競争上の脅威にさらされていないから株式会社化する必要はない」と主張しているわけではない。むしろ、グローバルな市場間競争という現実を認識しつつも、株式会社形態への転換が競争上必要不可欠な手段であるかどうかについて疑問を持っていると言った方が良いでしょう。

証券市場の競争力とは、企業としての取引所の収益力の高さだけで測られるべきものではない。非営利の会員組織であっても、公正で効率的な市場を運営して大量の取引需要に応えることは十分にできるはずであり、市場振興のために改革を進めることも可能である。会員組織であってはグローバルな市場間競争に勝ち残れないと決めつけるのは、やや短絡的な考え方ではなかろうか。

市場間競争の意義

取引所による株式会社化の是非とは直接関係ないが、補足的に述べておくとすれば、筆者は、東証がその主要商品である日本株の取引において直接的な競争上の脅威にさらされていないことを問題だと考えているわけでは決していない。

世界的にみれば、市場間競争が、各国市場の制度改革やビジネス・マインドの向上（単純な収益拡大志向ではない）を促し、市場の使い勝手や効率性を高めてきたのは紛れもない事実である。

かつて、日本市場空洞化論が提起され、空洞化の危機に対処するにはわが国金融制度の抜本的な改革が必要だといった趣旨の議論が盛んに行われた頃、筆者は、日本の証券市場は空洞化しておらず、主として時差の関係から直接の競争上の脅威にさらされていないが、競争上の脅威が存在しないために制度改革が遅らされてはならないと主張する論文の作成

に係わった⁴。

日本の証券市場、とりわけ株式市場が置かれている競争上の環境についての筆者の認識は、当時とさほど変わっていない。むしろ、アジア経済危機を経て、アジア市場が近い将来に日本市場を脅かす存在になるといった可能性は、当時よりも遠のいたと言ってよからう。既に触れたように、取引所外取引も PTS も近い将来に東証のメイン・ビジネスを大きく脅かすものとなる可能性は極めて小さい。

しかし、重要なことは、実際の脅威が存在するかどうかにかかわらず、市場間競争がわが国においても、制度的に禁止されるものではなくなったという事実である。マザーズ開設へ向けての動きの迅速さやその後の市場振興への取り組み姿勢にみられるように、東証のビジネス・マインドも大いに高まっているわけであり、競争への対応を原動力として市場の質が向上するという可能性は、わが国においても、十分に存在するのである。

また、東証の地位を脅かすほどの存在でなくとも、局所的な取引ニーズに応えるものとして、PTS は十分な存在意義を発揮し得る。日本株のメイン・マーケットの維持という重大な役割を担う東証が、ありとあらゆる取引ニーズに応えなければならない理由はない。起業家が自由に PTS を創設してニッチな取引ニーズを掘り起こすことが可能になったという点に、わが国における市場間競争の主要な意義は存するのである。

他の証券取引所は株式会社になるべきか？

上述のように、筆者は、現時点で東証が会員組織から株式会社へと組織変更を行うことについては、積極的に賛成できないと言わざるを得ない。しかし、だからと言って、東証以外の証券取引所が株式会社形態へと組織を改めることや新たに株式会社形態の取引所が開設されることまでも全面的に否定するわけではない。

東証のように日本株取引における独占的な地位を有さず、自主規制や国際交流においてもリーダー的役割を果たしていない取引所が、株式会社に転換するのであれば、上で議論したような懸念はそれほど当てはまらないであろう。仮に、新たな株主を募り得るのであれば、一般的に指摘されているような目的を達成するために、株式会社化するという戦略をとることも考えられる。国内の株式デリバティブ取引において大きなシェアを占めている大阪証券取引所であっても、看板商品とも言える日経 225 株価指数先物がシンガポール取引所 (SGX) との直接的な競争にさらされていることを考えれば、独占的な営利企業として手数料などの価格引き上げに動くといった懸念は小さいのではないだろうか。

また、PTS と同じようなビジネス・モデルを考える起業家が、自らのシステムに対する信認を高めるために、あえて自主規制機能を担い、取引参加者を証券会社に限定する証券取引所という形態を選択することも、あながち無意味ではないだろう。

もっとも、東証以外の取引所の株式会社化や株式会社取引所の新設に関しても、既に指

⁴ 淵田康之、大崎貞和「証券市場の競争力 ―空洞化論への視座―」『財界観測』1994年10月号。

摘した改正証取法の問題点が当てはまることは忘れてはならない。例えば、国内の小取引所が、取引所持ち株会社という仕組みを通じて、海外の有力取引所の傘下に入るといった形で飛躍的な事業展開を図ることは不可能なのである。海外の取引所持ち株会社が、国内に新たな取引所子会社を創設することもできない。

競争時代の証券取引所への期待

筆者は、別稿において、大証ナスダック・ジャパン市場のあり方について、現状に対する疑問点や課題を指摘した⁵。また、NYSE や東証が進めるグローバル・エクイティ・マーケット (GEM) 構想を始めとする市場間リンクの意義についても、若干の疑問を提起した⁶。また、東証で検討が進められている夜間取引市場開設構想についても、米国での時間外取引の実状に鑑みても、慎重な取り扱いを要するのではないかと考えている⁷。

その上、ここで東証が株式会社化することに対しても疑問を呈するとなると、中には、筆者が取引所が進めようとする新たな試みに対して、ことごとく反対を唱えようとしているかのように曲解する向きもあるかも知れない。仮に、そうした誤解が生まれるとすれば、それは全く筆者の本意ではない。

ここであまり立ち入った議論はできないが、筆者は、例えば、市場間リンクについて、リンクそのものの意義を原理的に否定しているわけではない。ある市場から他の市場への単純な注文回送だけであれば、国際的なネットワークを既に有する証券会社の手に委ねればよいと考えるだけである。その点、先にNYSEのグラッソ理事長が示唆したように、NYSEの取引終了時に約定できないまま残された注文を時間帯の異なる他の取引所で再度付け合わせて執行するといった形のリンクであれば、十分に検討に値するだろう⁸。

また、夜間取引についても、そうした取引ニーズが一定の投資家の間で存在する可能性があることを否定するわけではない。単なるPTSではない証券取引所、しかも日本株のメイン・マーケットを担う取引所が、夜間取引を積極的に推進すべきかどうかという点に疑問を呈しているだけである。ナスダック・ジャパン市場についても、中長期的には、現在抱えている問題点や課題を克服し、わが国投資家の米国ナスダック市場への投資拡大や新興ベンチャー企業の資金調達多様化につながることを大いに期待している。

筆者が最も懸念するのは、ここ数年の市場間競争に対する意識の急速な高まりの中で、公正で効率的な市場の形成と投資家保護の確保という証券市場制度の基本を揺るがしかねないような「改革」や「施策」が、いわば過剰反応とも言うべき形で拙速に進められることである。

いま、わが国の証券取引所に求められているのは、欧米の取引所間の合従連衡や表面的

⁵ 大崎貞和「まだ残るこれだけの課題」『金融ビジネス』2000年9月号。

⁶ 大崎貞和「三つの局面で展開される市場間競争の姿」『週刊金融財政事情』2000年10月23日号。

⁷ 大崎貞和・平松那須加「米国における株式夜間の実態と問題点」『資本市場クォーターリー』本号。

⁸ グラッソ理事長の発言は、『日本経済新聞』2000年10月14日付け記事による。

な変化ばかりにいたずらに目を奪われることなく、大局的見地に立つ市場振興策を着実に実行に移していくことであろう。手数料自由化によって取引コストが相当程度低下したにもかかわらず、株式市場の出来高が大幅に増加していないという事実一つをとっても、わが国の市場が様々な課題を抱えていることは明らかである。証券取引所、とりわけわが国最大、最高の市場を運営する取引所である東京証券取引所が、目先の利益のみにとらわれざるを得ないPTS等には期待できない、公益的な立場からの見識を発揮することが、今こそ期待されているのである。