

事例 10 (株)東京証券取引所グループと(株)大阪証券取引所の統合

第1 本件の概要

本件は、金融商品取引法（以下「金商法」という。）の規定に基づき内閣総理大臣の免許を受けて金融商品市場を開設する株式会社東京証券取引所等を子会社とする会社である株式会社東京証券取引所グループ（以下、株式会社東京証券取引所を「東証」という。）が、東証と同様に免許を受けて金融商品市場を開設している株式会社大阪証券取引所（以下「大証」という。）の株式を取得し、議決権の過半数を取得すること（以下「本件統合」という。）を計画したものである。関係法条は、独占禁止法第10条である。

第2 本件審査の経緯及び審査結果の概要

1 本件審査の経緯

当事会社は、本件統合に関する計画の届出以前から、当事会社が競合する役務である上場関連業務、現物商品の売買関連業務及びデリバティブ取引の売買関連業務等について、本件統合が競争を実質的に制限することとはならないと考える旨の意見書及び資料を自発的に当委員会に提出し、当委員会は、当事会社の求めに応じて、当事会社との間で数次にわたり会合を持った。その後、平成24年1月4日に株式会社東京証券取引所グループから、独占禁止法第10条第2項の規定に基づき、本件統合に関する計画の届出があったので、当委員会はこれを受理し、第1次審査を開始した。当委員会は、前記届出書その他の当事会社から提出された資料、需要者及び競争事業者に対するヒアリング等を踏まえつつ、第1次審査を進めた結果、より詳細な審査が必要であると認められたことから、同年2月3日に株式会社東京証券取引所グループに対し報告等の要請を行い、第2次審査を開始するとともに、同日に、第2次審査を開始したこと及び第三者からの意見書を受け付けることを公表した。

第2次審査において、当委員会は、当事会社から順次提出された報告等のほか、需要者及び競争事業者等に対するヒアリング、アンケート調査の結果、一般から寄せられた意見等を踏まえ、本件統合が競争に与える影響について審査を進めた。平成24年4月頃までには、株式会社東京証券取引所グループに要請した報告等の大部分が提出されたところ、論点等の説明が必要と認められたことから、当委員会は、その時点での検討結果に基づき、論点等の説明を行った。これに対して、当事会社からは追加の主張及び資料提出があり、当委員会は、当事会社の主張及び資料について検討を行った。その後、新興市場における上場関連業務、株式の売買関連業務及び株価指数先物取引の売買関連業務について、本件統合が競争を実質的に制限することとなるおそれがある旨の当委員会からの指摘に対し、株式会社東京証券取引所グループから競争上の問題の解消方法の提示があり、当委員会における検討を経

て、当事会社は、問題解消措置に係る変更報告書を提出した。

なお、株式会社東京証券取引所グループに対する報告等の要請については、平成24年6月15日に提出された報告等をもって、全ての報告等が提出された。

当委員会と当事会社との間では、本件統合に関する計画の届出以前から本件審査期間中を通じて、約40回の会合を持った。

2 審査結果の概要

本件においては、新興市場における上場関連業務、株式の売買関連業務及び株価指数先物取引の売買関連業務について、当事会社が当委員会に申し出た問題解消措置を前提とすれば、本件統合が一定の取引分野における競争を実質的に制限することとはならないと判断した。また、これら以外の取引分野については、いずれも、本件統合が競争を実質的に制限することとはならないと判断した。

前記の問題解消措置が講じられることとなった取引分野に係る審査結果の詳細は、後記第3から第5までのとおりである。

(参考)

平成24年1月	4日	株式取得に関する計画の届出の受理（第1次審査の開始）
2月	3日	報告等の要請（第2次審査の開始）
6月15日		全ての報告等の受理
		（事前通知期限：平成24年9月14日）
6月26日		当事会社による問題解消措置に係る変更報告書の提出
7月	5日	排除措置命令を行わない旨の通知

第3 上場関連業務

1 概要

上場関連業務とは、上場申請を受け、現物商品（株式、債券、転換社債型新株予約権付社債、新株予約権証券、上場投資信託〔以下「ETF」という。〕、不動産投資信託証券〔REIT〕等）の上場適格性を審査するとともに、上場が認められた現物商品の上場適格性が維持されているかについて継続的に管理・監督する業務である。

2 一定の取引分野

(1) 役務範囲

ア 現物商品の種類による区分

上場関連業務における需要者は、株式については株式発行会社、ETFについては管理会社というように、現物商品ごとに異なり、需要者にとって現物商品間には代替性がないため、上場関連業務については、現物商品ごとに役務範囲を画定する。

以下では、当事会社の上場関連業務の大部分を占める株式（外国株式を含まない。以下、第3及び第4において同じ。）の上場関連業務について検討する。

イ 本則市場と新興市場

株式を上場する市場としては本則市場（注1）と新興市場（注2）とがあるところ、株式を上場する会社が上場先とする市場を選択する場面は、新規公開と上場替え（上場先市場の変更。二部制を採用している取引所〔金融商品取引所及び海外において金融商品取引所と同種の事業を営む者をいう。以下同じ。〕における市場第一部と市場第二部の間の「指定替え」を含む。）の2つである。新規公開を行うのはそれまで上場していない会社であり、上場替えを行うのは既に上場した会社であるところ、新規公開の場合には、そのほとんどにおいて新興市場が選択されており、上場替えの場合には、そのほとんどにおいて本則市場が選択されている。

したがって、株式の上場関連業務に関しては、それぞれ「本則市場」と「新興市場」を役務範囲として画定した。

（注1）各取引所の主たる市場のことをいう。当事会社は、本則市場として、東証及び大証の市場第一部及び市場第二部を開設している。

（注2）主として新興企業が資金を調達するための市場として開設されたものをいう。当事会社は、新興市場として、東証のマザーズ及び大証のJASDAQを開設している。

(2) 地理的範囲

当事会社は、日本企業がアジアの取引所に上場する事例があること、アジアの取引所が日本企業の上場を積極的に誘致していることなどから、地理的範囲はアジアであると主張している。

しかし、日本企業がアジアの取引所に上場する事例は、国内の取引所に上場する場合と比べてごく僅かであり、日本企業がアジアの取引所に上場するためには、国内の取引所に上場するよりも多額の費用を要し、現地の法制度や開示規制に従わなければならない。また、上場会社及び上場を予定している会社並びに証券会社等の関連事業者に対するヒアリング及びアンケート調査の結果からは、日本企業がアジアの取引所に積極的に上場する傾向は確認できない。

したがって、本則市場と新興市場のいずれについても、地理的範囲を「日本全国」として画定した。

3 競争の実質的制限についての検討

(1) 市場構造の変化

ア 本則市場

主として上場会社である需要者が、上場替えにより本則市場を選択するという取引分野における各取引所の地位を表す指標として、過去5年分の本則市場への上場件数でみると、統合後の当事会社の合算市場シェアは約85%（第1位）、統合後のHHIは約7,000、HHIの増分は約350であることから、水平型企业結合のセーフハーバー基準に該当しない。

【過去5年分の本則市場への上場件数ベースの市場シェア】

順位	会社名	市場シェア
1	東証	約80%
2	A社	約10%
3	B社	0-5%
4	C社	0-5%
5	大証	0-5%
合計		100%

なお、本則市場について、取引所の開設する市場の規模を比較する際の指標として一般的に用いられる時価総額でみると、下表のとおりであり、統合後の当事会社の合算市場シェアは約70%（第1位）、統合後のHHIは約5,200、HHIの増分は約2,200であることから、水平型企业結合のセーフハー

バー基準に該当しない。

【平成２３年末における本則市場の時価総額ベースの市場シェア】

順位	会社名	市場シェア
1	東証	約４５％
2	大証	約２５％
3	D社	約１５％
4	E社	約１０％
5	F社	約５％
合計		１００％

イ 新興市場

新興市場については、主に新規公開の獲得に向けた競争が行われていることから、過去５年分の上場件数でみると、統合後の当事会社の合算市場シェアは約９５％（第１位）、統合後のHHIは約９，１００、HHIの増分は約３，７００であることから、水平型企业結合のセーフハーバー基準に該当しない。

【過去５年分の新興市場への上場件数ベースの市場シェア】

順位	会社名	市場シェア
1	大証（ＪＡＳＤＡＱ）	約７０％
2	東証（マザーズ）	約３０％
3	G社	０－５％
4	H社	０－５％
5	I社	０－５％
合計		１００％

(2) 本則市場における当事会社間の従来競争状況

東証が開設する本則市場については、市場第一部又は市場第二部を問わず、多くの会社が上場先として選択しているのに対して、大証が開設する本則市場に上場している会社については、テリトリー制（会社が上場する場合にはまず各地方を管轄する取引所が開設する市場に上場する必要があるというルール）廃止以前に上場した会社又は近畿圏に所在する会社が大半を占める上、近年、大証の本則市場に積極的に上場する会社は見られない。このように、上場替えをしようとする会社は東証の本則市場以外の選択肢を考えないのが実態である。また、東証と大証の本則市場に重複上場している会社を中心に、大証での上場を廃止する傾向が顕著である。

したがって、本件統合による本則市場における上場関連業務の競争状況への影響はないと考えられる。

以下、第3の3においては、新興市場における上場関連業務について検討を行う。

(3) 新興市場における当事会社間の従来競争状況

当事会社は、東証が開設する新興市場であるマザーズと大証が開設する新興市場であるJASDAQでは、高い成長性を有する会社や将来的に東証の本則市場への上場替えを希望する会社はマザーズへの、収益の安定した会社はJASDAQへの上場を希望することから、両者の間には明確な「すみ分け」が存在しており、両者は直接的に競合していないと主張している。

当事会社の主張するような傾向は一定程度認められるが、高い成長性を有する会社や将来的に東証の本則市場への上場替えを希望する会社がJASDAQにも多数存在するなど、マザーズとJASDAQの特徴が大きく異なることはなく、両者を代替的なものとして検討し、一方への上場を選択した上場会社も存在する。また、当事会社が手数料や上場会社向けサービスを新規上場会社の獲得手段として積極的に利用しているとは認められないものの、お互いを新興市場における競争事業者と意識して営業活動を行っていることも確認できることから、両者が直接的に競合していないとはいえない。

(4) 需要者からの競争圧力

当事会社は、需要者である上場会社には、非上場化（MBO等により上場を廃止すること）並びに間接金融及び社債発行による資金調達という選択肢があるため、需要者からの競争圧力が存在すると主張している。

上場会社はいつでも上場を廃止することができるが、会社が上場する目的は、資金調達だけでなく、社会的知名度の向上、信用力の向上、優秀な人材の確保等の多岐にわたるところ、これらの観点から新規公開及び上場維持を希望する多くの会社にとって、非上場化は選択肢とはならない。

また、会社にとっては間接金融や社債発行によっても資金調達は可能であるが、株式発行と間接金融等では資金調達の性質が大きく異なり、さらに、間接金融等では前記の上場の目的の多くが達成されない。

したがって、需要者からの競争圧力が働いているとは認められない。

(5) 隣接市場からの競争圧力

当事会社は、たとえ地理的範囲が日本全国として画定されとしても、アジアの取引所が隣接市場として競争圧力を有すると主張している。

しかし、前記2(2)のとおり、日本企業がアジアの取引所に積極的に上場する傾

向はみられず、近い将来にその数が大幅に増えるとも考えられないので、隣接市場からの競争圧力が働いているとは認められない。

(6) 効率性

当事会社は、本件統合後のシステムの統一化に伴い年間70億円程度のコスト削減効果が見込まれ（上場関連業務に限らず、全ての取引分野におけるコスト削減効果としての見込み）、本件統合により効率性が向上すると主張している。

企業結合審査に関する独占禁止法の運用指針のとおり、効率性については、効率性の向上が企業結合に固有の成果であるか（固有性）、効率性の向上が実現可能であるか（実現可能性）及び効率性の向上による成果が需要者に還元されるものであるか（需要者の厚生増大可能性）という観点から判断することとなるが、当事会社は、システムの集約やシステムコスト削減の時期等は未定としており、効率性に係る固有性、実現可能性のほか、需要者の厚生が増大するというメカニズムについても十分説明されていない。本件統合により新興市場における上場関連業務において当事会社の市場シェアが非常に高くなり、独占に近い状況がもたらされるので、たとえ当事会社の主張する効率性の向上が実現したとしても、当事会社が価格引下げなどの競争的な行動をとるとは認められない。

したがって、効率性の向上を考慮することはできない。

(7) その他の当事会社の主張

ア 取引所のビジネスモデル

当事会社は、取引所のビジネスモデルは、一般的に上場関連手数料を低く抑えることで魅力のある会社の上場を容易にして、その上場商品が活発に売買されることで得られる売買関連手数料により収益を上げる構造となっており、このようなビジネスモデルに基づく当事会社の上場関連手数料を低く抑えようとするインセンティブは、本件統合後も変わらないと主張している。

当事会社の主張のとおり、活発な売買が行われる銘柄が増えれば、売買関連手数料で大きな収益を上げることができると考えられる。

しかし、株式の上場と類似の機能・効用を有する手段はなく、株式を上場させるという役務に対する需要の価格弾力性は小さいと考えられるところ、新興市場における上場関連業務で独占に近い地位に立つことになる当事会社が、上場を希望する会社が減少しない範囲で上場関連手数料を引き上げることは容易であると考えられる。

したがって、当事会社が主張する取引所のビジネスモデルを考慮しても、上場関連手数料を当事会社がある程度自由に引き上げることができないとは認められない。

イ 取引所の公共的機能の存在

当事会社は、取引所には公共的機能が存在し、新興市場の信頼性回復及び活性化のための中心的役割を担う立場にあることから、本件統合後に上場関連手数料を不合理に引き上げることはないと主張している。

当事会社の主張のとおり、取引所には公共的機能があり、当事会社が現状でもある程度は可能と考えられる上場関連手数料の引上げを行っていないことに鑑みれば、取引所の公共的機能の存在が当事会社の行動を一定程度制約している可能性はある。

しかし、当事会社は株式会社であり、利益獲得という目的も有しているのであるから、取引所の公共的機能を考慮しても、今後とも上場関連手数料の引上げを行わないとは認められない。

ウ 手数料についての規制及び金融庁の監督

当事会社は、取引所による手数料の変更は金商法の規定に基づき届け出なければならないとされているところ、当事会社は金融庁に事前相談を行い、同庁の了解を得た上で届出を行っていることから、本件統合後に手数料を不合理に引き上げることはないと主張している。

当事会社の主張のとおり、手数料変更の実務上のプロセスによれば、金融庁による監督の効果として、当事会社による手数料の引上げが一定程度制約されている可能性はある。

しかし、金商法の規定に基づく手数料に関する規制は届出制度であり、どのような手数料を設定するかは原則として事業者の自由とされていることから、金商法上は取引所が手数料を引き上げられないわけではない。

したがって、手数料についての規制や金融庁の監督によっても、当事会社が本件統合後に上場関連手数料の引上げを行わないとは認められない。

4 独占禁止法上の評価

(1) 本則市場についての評価

前記3(2)のとおり、本則市場については、上場替えをしようとする会社にとっては、東証の本則市場以外の選択肢を考えないのが実態であり、また、既に大証の本則市場に上場している会社が上場を廃止する傾向が顕著であることから、本件統合による競争状況への影響はないと考えられ、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとはならないと判断した。

(2) 新興市場についての評価

新興市場については、本件統合により当事会社間の競争は失われ、当事会社の独占に近い状態となり、その市場支配力に対する有効な牽制力が存在しない。

また、新興市場における上場関連業務について、当事会社が手数料を新規上場会社の獲得手段として積極的に利用しているとは認められないが、需要者に対するヒアリング及びアンケート調査の結果によれば、新興市場に上場しようとする会社にとっては、上場関連手数料は無視できるコストではなく、現状では、当事会社のいずれか一方が上場関連手数料を大きく引き上げると、他方の当事会社との競争上不利となる可能性があり、当事会社間で手数料の引上げに関し、相互に一定の牽制力が働いていると認められる。

これらを踏まえると、本件統合により、新興市場における上場関連業務で独占的に近い地位に立つことになる当事会社が、ある程度自由に上場関連手数料を引き上げることができる状態が現出し、新興市場における上場関連業務の取引分野における競争を実質的に制限することとなると考えられる。

5 当事会社による問題解消措置の申出

前記4(2)のとおり、本件統合により新興市場における上場関連業務の競争を実質的に制限することとなることから、当事会社は、新興市場における上場関連手数料の決定を外部の有識者の判断にかからしめ、当事会社のみでは上場関連手数料を決定できないようにするため、次の問題解消措置を講じることを申し出た。

- (1) 当事会社において、新興市場の上場関連手数料の設定、廃止及び金額の変更に關しては取締役会の決議事項であるが、東証と大証のそれぞれにある常設の諮問委員会（いずれも現在の名称は「市場運営委員会」）の承認がない限り取締役会で決議できないこととする。諮問委員会の決議は、過半数をもって決する。
- (2) 東証の諮問委員会の構成員は、現行の諮問委員会規則に基づき「取引参加者の役職員」又は「金融商品取引業と直接関係のある業務を営む会社の常務に従事する者以外で取引所金融商品市場に関し識見を有する者」から取締役会が委嘱した者とする。
- (3) 大証の諮問委員会の構成員は、現行の諮問委員会規則に基づき「取引参加者の役員」又は「取引参加者以外の学識経験者」から取締役社長が委嘱した者とする。
- (4) 当事会社が、本件統合後に新興市場の運営会社の統合等を行う場合には、現行の市場運営委員会と規模、構成員の属性、機能において実質的に同等の取締役会の諮問委員会を設置し、同委員会の承認がない限り上場関連手数料の設定、廃止又は金額の変更を取締役会で決議できないこととする。
- (5) 本措置の実施期間は定めず、手数料の設定、廃止又は金額の変更、諮問委員会規則の変更（新興市場の上場関連手数料に係るものに限る）、取締役会規則の変更

（新興市場の上場関連手数料に係るものに限る）等がある場合には当委員会に報告する。報告期間は、本件統合後１０年間とする。

6 問題解消措置に対する評価

(1) 構造的措置以外の措置の是非

競争上の問題に関する問題解消措置としては、事業譲渡等の構造的措置が原則であるが、新興市場の運営は単独で確実に収益を見込める事業ではないため、例えば、マザーズ又はＪＡＳＤＡＱのいずれかの市場を譲渡しようとしても、譲渡先を見付けることは難しく、また、仮に譲渡先を見付けられたとしても、譲渡対象となった市場に上場している会社の多くは、自らの上場先市場が東証又は大証が開設する市場ではないものとなることに抵抗があると考えられ、他の市場への上場替えが進むことが予測されることから、構造的措置は現実的でない。

したがって、本件においては、マザーズ又はＪＡＳＤＡＱのいずれかの市場の譲渡は困難であるが、構造的措置以外の措置により、前記４（２）の上場関連手数料の引上げに関する問題を解消することが可能であれば、問題解消措置として構造的措置が不可欠であるとはいえない。

(2) 当事会社が申し出た問題解消措置の妥当性

東証及び大証の諮問委員会の構成員は、全員が当事会社以外の者であり、手数料を変更するという当事会社の方針から独立して意見表明を行うことが可能であると考えられる。

また、現在の各諮問委員会の構成員の多数を占める証券会社の役職員は、新興市場における上場関連業務において、主幹事となることが多い証券会社又は株式引受シンジケート団に入ることがある証券会社の役職員であり、証券業界についての知見を有している上、企業を新規上場させたいというニーズを有している。そのため、需要者である上場を希望する企業と利害が共通する傾向があり、当事会社による不適当な手数料の引上げに対する牽制力になり得ると考えられる。

当事会社によるこのような措置については、これに加えて、取引所の公共的機能の存在や手数料の変更プロセスに係る金融庁の監督の効果により、当事会社による上場関連手数料の引上げが一定程度制約されている可能性があることを踏まえれば、本件統合による独占禁止法上の問題に対する有効な問題解消措置になると考えられる。

7 結論

本件統合が本則市場における上場関連業務の取引分野における競争を実質的に制限することとはならず、また、当事会社が申し出た問題解消措置により、本件統合

が新興市場における上場関連業務の取引分野における競争を実質的に制限すること
とはならないと考えられる。

第4 現物商品の売買関連業務

1 概要

現物商品の売買関連業務とは、現物商品の売買に必要な取引所金融商品市場を開設又は私設取引システム（以下「PTS」という。）を運営し、投資家の売買を成立させる業務である。国内の取引所は、自らの市場に上場した銘柄だけを、売買関連業務において取り扱うことができる。

PTSとは、電子情報処理組織を使用して株式等の売買の約定を成立させるためのシステムであり、PTSの運営は金融商品取引業者の業務の一つとして金商法上認められている。PTS事業者は、上場関連業務を行わず、いずれかの取引所に上場している銘柄全てを取り扱うことができるなど、取引所と異なる点はあるものの、取引所と同様に価格情報等を公表することが義務付けられており、現物商品の売買関連業務においては取引所と同様の業務を行っている。

2 一定の取引分野

(1) 役務範囲

現物商品の売買関連業務において取り扱われている現物商品は、株式、国債、転換社債型新株予約権付社債及びETF等であるが、これらの商品は、それぞれ商品の性質が大きく異なり、需要の代替性が認められないことから、現物商品の種類ごとに役務範囲を画定した。

以下では、当事会社の現物商品の売買関連業務の大部分を占める株式の売買関連業務について検討する。

(2) 地理的範囲

株式の売買関連業務は日本の取引所及びPTS事業者によって行われていることから、地理的範囲は「日本全国」として画定した。

3 競争の実質的制限についての検討

(1) 市場構造の変化

株式の売買関連業務においては、当事会社の合算市場シェアは約95%、統合後のHHIは約9,300、HHIの増分は約1,000であり、水平型企业結合のセーフハーバー基準に該当しない。また、競争事業者として、PTS事業者（下表におけるJ社及びK社）及び地方取引所が存在するが、いずれの事業者も市場シェアは小さい。

【平成２３年における株式の売買関連業務の市場シェア】

順位	会社名	市場シェア
1	東証	約９０％
2	大証	約５％
3	J社	０－５％
4	K社	０－５％
	その他	僅少
合計		１００％

(2) 当事会社間の従来競争状況

当事会社は、①単独上場銘柄（当事会社のいずれかのみを上場している銘柄をいう。）について、当事会社は競争関係になく、重複上場銘柄（当事会社のいずれにも上場している銘柄をいう。以下同じ。）についても、流動性の性質（流動性とは、市場での売買金額の大きさ〔市場の厚み〕を意味しており、市場の厚みがあるほど大量の注文を消化することができる。流動性は１か所に集中する傾向がある。）から、取引はどちらか一方の市場に集中しているところ、主として取引が行われる市場から他の市場に流動性を移転させる有効な手段はないこと、②東証は非常に大きい市場シェアを有しているのに対して、大証の市場シェアは小さいため、本件統合により当事会社間の競争状況が大きく変化するわけではないこと、③東証は大証を競争事業者として意識していないことから、当事会社は相互に直接的な競争関係にないと主張している。

現在、証券会社の多くが最良執行方針（証券会社が顧客から受けた注文を最良の取引の条件で執行するための方針であり、金商法の規定に基づき、証券会社はこれを定め、公表しなければならない。）において、顧客からの指示がない場合には流動性を重視して執行市場を選択することとしていることなどから、重複上場銘柄について流動性を主たる市場から移転させることは容易ではないが、当事会社は、お互いを競争事業者として意識して売買システムや取引制度の改善を図るなど、相手からの流動性の奪取を含め、より多くの流動性を獲得しようとしていたことが認められることから、当事会社は相互に直接的な競争関係にないとは認められない。ただし、株式の売買関連業務では東証の市場シェアが圧倒的に大きく、大証が東証に対して強い競争圧力を有していたとは認められない。

(3) 競争事業者の状況

ア P T S事業者

株式の売買関連業務において、P T S事業者は、高性能の売買システム、低額な手数料、呼値（売買注文の値段）の刻みの細かさ等によって、投資家がより有

利な条件で約定できる可能性が高いことを主な要因として、近時成長している。

他方、PTS事業者の市場シェアはいずれも前記3(1)のとおり0-5%であり、有力な競争事業者とは認められない。また、後記のとおり、PTSには新規参入・成長を制限していると考えられる規制がある。

イ PTSに対する規制

取引所には適用されないものの、PTSのみに適用される規制の一つとして、公開買付けに係る「5%ルール」(市場外における株式の買付け等により株券等所有割合の5%を超える場合には公開買付けによらなければならないとする規制)が存在する。当該規制により、株券等所有割合が5%を超える場合の株式の買付けをPTSにおいて行うことができないため、現在、多くの機関投資家がPTSを利用していないことから、当該規制がPTS事業者の新規参入・成長を抑制していると考えられる。

しかし、金融庁は、一定の要件を満たすPTSにおける取引について、5%ルールの適用を除外するとの改正を行うこととしており(参考参照)、当該改正により、5%ルールの適用除外となるPTSについては、機関投資家による利用の増加が見込まれることから、当事会社に対するPTS事業者の競争圧力が強くなると考えられる。

なお、証券会社及び投資家に対するヒアリング及びアンケート調査の結果においても、PTSにおいて5%ルールが適用されないこととなれば、多くの機関投資家がPTSを利用するという意見が多数あった。

(参考) 金融庁ウェブサイト

<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20120626-1.html>

(「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令(案)」及び「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(案)」の公表について)

なお、本件審査結果公表後の平成24年10月31日、上記政令及び内閣府令が公布・施行されている。

(4) 需要者からの競争圧力

当事会社は、特に機関投資家は海外の取引所でも取引できること等を理由に、需要者が当事会社に対して強い競争圧力を有していると主張している。

しかし、当事会社の市場に上場されている株式のほとんどは海外の取引所では上場されておらず、海外の取引所で上場されている銘柄であっても、海外の取引所における流動性は十分ではない。また、海外の取引所に上場されている外国株式は、

一般的に、取引に必要な手続等において当事会社の市場に上場されている株式とは異なると考えられる。そのため、当事会社の市場に上場されている株式に投資しようとする投資家にとっては、海外の取引所は選択肢にならないことから、需要者からの競争圧力は認められない。

(5) 隣接市場からの競争圧力

当事会社は、他の金融商品や海外の取引所が隣接市場として競争圧力を有すると主張している。

しかし、他の金融商品については、商品の性質が株式と大きく異なること、仮に株式と類似した商品があったとしても株式と比べ流動性が十分ではないこと等から、他の金融商品から競争圧力が働いているとは認められない。また、海外の取引所についても、前記(4)のとおり競争圧力を有しているとは認められない。

(6) 効率性

当事会社は、前記第3の3(6)のとおり、本件統合後のシステムの統一化に伴い年間70億円程度のコスト削減効果が見込まれることから、本件統合により株式の売買関連業務においても効率性が向上すると主張している。

しかし、前記第3の3(6)のとおり、当事会社は、システムの集約やシステムコスト削減の時期等は未定としており、効率性に係る固有性、実現可能性のほか、需要者の厚生が増大するというメカニズムについても十分説明されていない。本件統合により株式の売買関連業務において当事会社の市場シェアが非常に高くなり、独占に近い状況がもたらされるので、たとえ当事会社の主張する効率性の向上が実現したとしても、当事会社が価格引下げなどの競争的な行動をとるとは認められない。したがって、効率性の向上を考慮することはできない。

(7) その他の当事会社の主張

当事会社は、前記第3の3(7)ウと同様に、手数料の変更は金商法の規定に基づき届け出なければならないとされており、金融庁の監督が行われているので、本件統合後に手数料を不合理に引き上げることはないとは主張している。前記第3の3(7)ウと同様に、金融庁による監督の効果として、当事会社による手数料の引上げが一定程度制約されている可能性はあるが、金商法の規定に基づく手数料に関する規制は届出制度であり、手数料の引上げを行わないとは認められない。また、株式の売買関連業務においては、手数料のみならず売買システムの性能、呼値の刻み等も競争手段となるところ、これらについては届出制度に基づく金融庁の監督により問題が生じないとは認められない。

4 株式会社日本証券クリアリング機構によるP T Sの清算業務の引受け

株式の売買が成立すると、当該株式の受渡しや対価の支払いに関する債務の引受け等を行う清算が必要になる。現在、株式会社東京証券取引所グループの子会社である株式会社日本証券クリアリング機構（以下「J S C C」という。）は、東証及び大証のみならず、地方取引所やP T S事業者の清算業務も同等の条件で引き受けており、このことが地方取引所やP T S事業者での株式の売買がカウンターパーティーリスク（取引相手の信用リスク）なく行われるための制度的基盤となっていることから、J S C CによるP T Sにおける売買の清算業務の引受けは、P T S事業者の新規参入・成長を促進するために必要と考えられる。

しかし、J S C CがP T S事業者を排除又は差別的に取り扱うことがあれば、P T S事業者の新規参入・成長が阻害され、競争圧力が失われることとなる。特に、前記3 (3)イのとおり、5 %ルール改正により、P T S事業者の市場シェアが拡大し当事会社に対して強い競争圧力を有するに至った場合には、J S C Cがこのような行動をとる可能性があると考えられる。

5 独占禁止法上の評価

株式の売買関連業務においては、本件統合前から東証が市場において圧倒的な地位を占めており、大証が東証に対して強い競争圧力を有していたとは認められないが、本件統合により、実質的に唯一の競争事業者である大証の存在がなくなり、市場における支配的地位が維持・強化されることとなる。

他方、近年急成長している競争事業者としてP T S事業者が存在しており、規制の改正により今後更に市場シェアが拡大し、当事会社に対する一定の牽制力を有することとなると考えられる。

しかし、J S C CがP T S事業者を排除又は差別的に取り扱うこととなれば、当事会社に対するP T S事業者の競争圧力が失われ、当事会社がある程度自由に価格等を左右することができる状態が現出し、株式の売買関連業務について競争を実質的に制限することとなると考えられる。

6 当事会社による問題解消措置の申出と評価

当事会社は、問題解消措置として、J S C Cが当事会社の競争事業者における株式の売買の清算業務の引受けを、今後も、実質的に差別的でなく、かつ、競争上不利にならない条件で行うことを、当委員会に対して申し出た。

当事会社の申出内容が履行されれば、今後もP T S事業者がJ S C Cに清算業務を委託できる状況が確保され、当事会社に対するP T S事業者の競争圧力は失われないと考えられる。

7 結論

当事会社が申し出た問題解消措置により、本件統合が株式の売買関連業務の取引分野における競争を実質的に制限することとはならないと考えられる。

第5 デリバティブ取引の売買関連業務

1 概要

(1) デリバティブ取引

デリバティブ取引とは、対象となる原資産の経済価値から派生してその経済価値が定められる取引である。デリバティブ取引の原資産には、株式、債券、金利、外国為替、各種商品（金、穀物等）等があるが、東証及び大証の両方で取引されているのは株式（個別銘柄）又は株価指数を原資産とするものである。デリバティブ取引の原資産となる株価指数としては、東証で取引されるデリバティブ取引については東証株価指数（以下「TOPIX」という。）、大証で取引されるデリバティブ取引については日経平均株価が代表的なものである。

(2) デリバティブ取引の形態

デリバティブ取引は、取引形態から、先物取引、オプション取引及びスワップ取引に分類されるが、現在東証及び大証で取引されているものは先物取引及びオプション取引である。

先物取引とは、将来の一定の時期における決済を前提に、特定の原資産の取引価格等をあらかじめ約定しておく取引をいう。現在東証及び大証の両方で取引されている先物取引は株価指数先物取引であり、東証はTOPIXを原資産とするTOPIX先物取引、大証は日経平均株価を原資産とする日経225先物取引が代表的なものである。

オプション取引とは、あらかじめ定められた将来の一定の時期において、特定の原資産を一定の行使価格で取引する権利を売買する取引をいう。現在東証と大証の両方で取引されているオプション取引は、株価指数オプション取引及び個別株オプション取引である。

(3) デリバティブ取引の売買関連業務

デリバティブ取引の売買関連業務とは、デリバティブ取引を行う取引所金融商品市場を開設し、投資家の売買を成立させる業務である。

以下では、当事会社のデリバティブ取引の売買関連業務の大部分を占める日本株に関する株価指数先物取引及び株価指数オプション取引について検討する。

2 一定の取引分野

(1) 役務範囲

ア 原資産の種類

当事会社は、デリバティブ取引全般又は株式若しくは株価指数を原資産とするデリバティブ取引全般で役務範囲が画定されるべきと主張している。

しかし、一般的に、デリバティブ取引の目的にはリスクヘッジと投機の2つがあるところ、特にリスクヘッジ目的での取引においては、原資産が大きく異なるデリバティブ取引では代替できないと考えられる。

証券会社及び投資家に対して行ったヒアリング及びアンケート調査の結果においても、日本株に関連する株価指数を原資産とするデリバティブ取引と、それ以外のものを原資産とするデリバティブ取引は、リスクヘッジ目的か否かにかかわらず、代替できないとの意見が多数であった。

したがって、日本株に関連する株価指数を原資産とするデリバティブ取引と、それ以外のものを原資産とするデリバティブ取引は、代替性がないと考えられることから、日本株に関連する株価指数を原資産とするデリバティブ取引は、それ以外のものを原資産とするデリバティブ取引とは役務範囲が異なるものと認められる。

イ 先物取引とオプション取引

当事会社は、先物取引とオプション取引は同一の役務範囲を構成すると主張している。

しかし、証券会社及び投資家に対して行ったヒアリングによれば、先物取引とオプション取引は、特にリスクヘッジ目的の場合、多くの需要者にとっては同等の経済効果を有しておらず、基本的にこれらの間には代替性がないと考えられるので、これらは別の役務範囲を構成するものと認められる。

ウ 店頭デリバティブ取引

取引所で取引されるデリバティブ取引（市場デリバティブ取引）のほかに、取引所以外で取引されるデリバティブ取引（店頭デリバティブ取引）があり、当事会社は、市場デリバティブ取引と店頭デリバティブ取引は同一の役務範囲を構成すると主張している。

しかし、市場デリバティブ取引と店頭デリバティブ取引を比較すると、証券会社及び投資家に対して行ったヒアリングによれば、店頭デリバティブ取引にはカウンターパーティーリスクがあること、店頭デリバティブ取引は取引内容が公開されず価格の透明性に欠けること、店頭デリバティブ取引では当事者間で条件を自由に設定できること、市場デリバティブ取引が電子取引であり、大量の注文が行われているのに対して、店頭デリバティブ取引は電話等の方法でも行われておりリアルタイムの大量取引が困難であること等、根本的な相違がみられる。

以上から、市場デリバティブ取引と店頭デリバティブ取引は別の役務範囲を構成するものと認められる。

エ 小括

以上から、デリバティブ取引については、「日本株に関する株価指数先物取引の売買関連業務」及び「日本株に関する株価指数オプション取引の売買関連業務」として役務範囲を画定し、当事会社が売買関連業務を行っていない店頭デリバティブ取引は役務範囲に含めないこととした。

(2) 地理的範囲

当事会社は、デリバティブ取引の売買関連業務について、地理的範囲は世界であると主張している。

日本株に関する株価指数先物取引及び株価指数オプション取引の需要者層は、外国投資家及び証券会社（自己取引）が多数を占める。このうち証券会社（自己取引）は、大手国内証券会社及び外資系証券会社等、一部の証券会社に集中している。これらの外国投資家及び証券会社にとっては、海外の取引所での取引は、ある程度容易に行うことができる。

国内投資家についても、機関投資家に対しては大手証券会社等が海外の取引所での取引サービスを提供しており、個人投資家に対しては、インターネット専門の証券会社が、比較的低廉な手数料で海外の取引所での取引サービスを提供している。

したがって、需要者は海外の取引所での取引をある程度容易に行えることが認められることから、前記(1)エにおいて画定した役務範囲のいずれについても、地理的範囲は「世界全体」とした。

なお、地理的範囲を世界全体としても、日本株に関する株価指数先物取引又は株価指数オプション取引を取り扱っている海外の取引所は、後記3(1)におけるL社及びM社等の数社に限られる。

3 競争の実質的制限についての検討

(1) 市場構造の変化

日本株に関する株価指数先物取引については、当事会社の合算市場シェアは約70%（第1位）、統合後のHHIは約5,300、HHIの増分は約2,000であり、水平型企业結合のセーフハーバー基準に該当しない。

一方、日本株に関する株価指数オプション取引については、当事会社の合算市場シェアは95%以上、統合後のHHIは約9,600、HHIの増分は100以下であり、水平型企业結合のセーフハーバーに該当し、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとはならないと判断した。

以下では、日本株に関する株価指数先物取引について検討する。

【平成２３年における日本株に関する株価指数先物取引の市場シェア】

順位	会社名	市場シェア
1	大証	約４５％
2	東証	約２０％
3	L社	約２０％
4	M社	５－１０％
	その他	０－５％
合計		１００％

【平成２３年における日本株に関する株価指数オプション取引の市場シェア】

順位	会社名	市場シェア
1	大証	９５％以上
2	N社	０－５％
3	東証	０－５％
合計		１００％

(2) 当事会社間の従来競争状況

ア 当事会社の主張

当事会社は、当事会社が取り扱っている日本株に関する株価指数先物取引の主力銘柄であるＴＯＰＩＸ先物取引と日経２２５先物取引は、原資産がＴＯＰＩＸと日経平均株価で異なっており、これらの指数の性質の違いから代替性が低いため、当事会社は日本株に関する株価指数先物取引の売買関連業務で直接的に競争していないと主張している。

イ 検討

(ｱ) ＴＯＰＩＸ先物取引と日経２２５先物取引間の代替性

一般的に、ＴＯＰＩＸ先物取引はＴＯＰＩＸをベンチマーク（資産運用において運用の実績を評価するための基準）とした資産運用を行う国内機関投資家にリスクヘッジ目的で用いられることが多く、日経２２５先物取引は投機目的で短期的な売買を行う外国投資家や個人投資家に用いられることが多いといわれており、このことは当事会社の主張に沿うものである。特に年金基金など、約款や投資方針等において、ＴＯＰＩＸをベンチマークとすることが定められている投資家が存在しており、このような投資家は日経２２５先物取引ではなくＴＯＰＩＸ先物取引を利用する。

しかし、ＴＯＰＩＸ先物取引と日経２２５先物取引の需要者層はいずれも外国投資家及び証券会社（自己取引）が多数を占めており、日経２２５先物

取引の方が個人投資家の割合が高いことなどの幾つかの相違点を除けば、両商品の需要者層に決定的な違いはない。

また、当事会社も、ＴＯＰＩＸをベンチマークとした資産運用を行う国内機関投資家以外の機関投資家や証券会社（自己取引）等は、ＴＯＰＩＸ先物取引と日経２２５先物取引の両商品に投資することがあると認めている。

さらに、証券会社及び投資家に対して行ったアンケート調査の結果では、流動性、相関性、執行コスト等を総合的に勘案してＴＯＰＩＸ先物取引と日経２２５先物取引を代替的に利用するという意見と、代替的に利用しないという意見が共にみられた。

以上から、ＴＯＰＩＸ先物取引と日経２２５先物取引については、「当該需要者にとってのＴＯＰＩＸ先物取引及び日経２２５先物取引間の代替性が高いため、両者を選択的に利用する程度が高い需要者」から「当該需要者にとってのＴＯＰＩＸ先物取引及び日経２２５先物取引間の代替性が低いため、両者を選択的に利用する程度が低く、ＴＯＰＩＸ先物取引又は日経２２５先物取引のいずれかを専ら利用する需要者」まで、ＴＯＰＩＸ先物取引と日経２２５先物取引との間で様々な代替性の程度を有する需要者が存在すると思われる。

(イ) 日本株に関する株価指数先物取引における当事会社間の競争

前記(ア)のとおり、東証のＴＯＰＩＸ先物取引と大証の日経２２５先物取引をいずれも代替的に使用する需要者が存在し、当事会社は、このような需要者を対象として競争を行っており、特に東証は、大証の日経２２５先物取引から流動性を奪うために積極的に活動していたことが認められる。

また、当事会社は、日本株に関する株価指数先物取引の売買関連業務全体において、手数料、新商品の開発等に関して、お互いを意識して競争していると認められる。

(ウ) 小括

当事会社は日本株に関する株価指数先物取引に関して競争関係にあると認められる。

(3) 競争事業者の状況

日本株に関する株価指数先物取引において、一定程度の市場シェアを有する競争事業者として、海外事業者であるＬ社及びＭ社が存在する。

Ｌ社は日経２２５先物取引を取り扱っており、同じく日経２２５先物取引を取り扱う大証に対して強い競争圧力を有している。Ｌ社は、Ｌ社が所在する国の法制度

やＬ社の市場環境を含め、様々な点で競争力を有している。

しかし、Ｌ社の日経２２５先物取引は、東証のＴＯＰＩＸ先物取引に関して有効な競争圧力を有していないと考えられる。証券会社及び投資家に対して行ったアンケート調査の結果では、Ｌ社の日経２２５先物取引と東証のＴＯＰＩＸ先物取引間の代替性は、Ｌ社の日経２２５先物取引と大証の日経２２５先物取引間の代替性より低いとする意見がみられた。また、東証が大証の日経２２５先物取引をＴＯＰＩＸ先物取引の競合商品として強く意識していることは認められるものの、証券会社及び投資家に対して行ったヒアリングにおいても、東証及びＬ社がお互いを強く意識し競争していたとの意見はなく、東証がＬ社の日経２２５先物取引をＴＯＰＩＸ先物取引の競合商品として意識している事実は確認できなかった。

以上から、Ｌ社は、有力な競争事業者として評価できるものの、Ｌ社の日経２２５先物取引は東証のＴＯＰＩＸ先物取引に関して有効な競争圧力を有していない。

また、競争事業者として日経２２５先物取引を取り扱うＭ社が存在するものの、Ｍ社は、市場シェアが小さいこと、当事会社がＭ社を意識して積極的な競争を行っていた事実は確認できなかったことなどから、Ｍ社は有力な競争事業者として評価できない。また、Ｌ社と同様に、Ｍ社はＴＯＰＩＸ先物取引を取り扱っていないことから、ＴＯＰＩＸ先物取引に関して有効な競争圧力を有しているとも考えられない。

(4) 隣接市場からの競争圧力

当事会社は、隣接市場として、店頭デリバティブ取引が競争圧力を有すると主張している。

しかし、前記２(1)ウのとおり、店頭デリバティブ取引は、市場デリバティブ取引と異なり、カウンターパーティーリスクがあること、価格の透明性に欠けること、店頭取引は通常電話等の方法で取引が行われており大量の注文を処理できないと考えられることなど、根本的な差異があり、市場デリバティブ取引に対して、隣接市場として競争圧力を有しているとは考えられない。

証券会社及び投資家に対して行ったヒアリング及びアンケート調査の結果においても、店頭デリバティブ取引が日本株に関する株価指数先物取引に対して隣接市場として競争圧力を有しているとの意見はみられなかった。

(5) 効率性

当事会社は、前記第３の３(6)のとおり、本件統合後のシステムの統一化に伴い年間７０億円程度のコスト削減効果が見込まれることから、本件統合により株価指数先物取引の売買関連業務においても効率性が向上すると主張している。

しかし、前記第３の３(6)のとおり、当事会社は、システムの集約やシステムコ

スト削減の時期等は未定としており、効率性に係る固有性、実現可能性のほか、需要者の厚生が増大するというメカニズムについても十分説明されていない。

したがって、効率性の向上を考慮することはできない。

(6) その他の当事会社の主張

当事会社は、前記第3の3(7)ウと同様に、手数料の変更は金商法の規定に基づき届け出なければならないとされており、金融庁の監督が行われているので、本件統合後に手数料を不合理に引き上げることはないとは主張している。前記第3の3(7)ウと同様に、金融庁による監督の効果として、当事会社による手数料の引上げが一定程度制約されている可能性はあるが、金商法の規定に基づく手数料に関する規制は届出制度であり、手数料の引上げを行わないとは認められない。また、日本株に関する株価指数先物取引においては、手数料のみならず、新商品の開発等も競争手段となるところ、新商品の開発等については、届出制度に基づく金融庁の監督により問題が生じないとは認められない。

4 独占禁止法上の評価

本件統合により、当事会社は、日本株に関する株価指数先物取引において約70%の市場シェアを有することとなる。本件統合後も有力な競争事業者であるL社が存在し、大証に対しては強い競争圧力を有しているものの、L社の競争圧力は東証のTOPIX先物取引に対しては直接的に及ばないと考えられる。その他、隣接市場からの競争圧力など競争を維持・促進すると認められる判断要素は存在しない。

TOPIX先物取引の需要者には、大別して、①「当該需要者にとってのTOPIX先物取引及び日経225先物取引間の代替性が高いため、両者を選択的に利用する程度が高い需要者」（以下「選択的ユーザー」という。）及び②「当該需要者にとってのTOPIX先物取引及び日経225先物取引間の代替性が低いため、専らTOPIX先物取引を利用する需要者」（以下「TOPIXコアユーザー」という。）が存在するところ、本件統合により、特に、東証が選択的ユーザーを主たる対象として、大証に対して積極的に行ってきた競争が失われることとなる。

例えば、当事会社がTOPIX先物取引の手数料を引き上げた場合、選択的ユーザーは、他の商品に流出する可能性はあるが、流出先として最も可能性が高いのは現在大証が提供している日経225先物取引であり、統合後は手数料の引上げによる流出を同じ会社の中で吸収できることに加え、TOPIXコアユーザーはTOPIX先物取引の手数料の引上げを受け入れざるを得ないことから、統合後、当事会社はTOPIX先物取引の手数料の引上げに成功すると考えられる。

また、本件統合により、TOPIX等に係る新商品開発意欲も減少すると考えられるところ、このような競争の消滅による弊害は、TOPIXコアユーザー及び選択的

ユーザーのいずれについてもその効果が及ぶこととなる。

したがって、本件統合後は、当事会社が単独である程度自由に価格等を左右することができる状態が現出し、競争を実質的に制限することとなると考えられる。

5 当事会社による問題解消措置の申出

前記4のとおり、本件統合により日本株に関する株価指数先物取引の売買関連業務における競争を実質的に制限することとなるため、当事会社は、NYSE Lifeに対するTOPIX先物取引の取引時間の延長を中心とするTOPIXのライセンス等に係る問題解消措置を講じることを申し出た。

(1) NYSE Life

NYSE Lifeは、NYSE Euronextグループに属し、ロンドンに拠点を置く取引所である。金利先物取引、金利オプション取引、株価指数先物取引等に関して、世界有数の取引量がある。

NYSE Lifeは、東証から、TOPIXのライセンスを受け、2010年から、TOPIX先物取引を取り扱っている。

(2) 当事会社が申し出た問題解消措置の内容

ア NYSE LifeにおけるTOPIX先物取引の取引時間の延長

東証は、NYSE Lifeとの契約において、NYSE LifeのTOPIX先物取引の取引時間を、東証のTOPIX先物取引の取引量が多い日本時間の午前9時から午後3時までと重複しないよう、日本時間の午後3時から翌午前6時（英国の夏時間では午前5時）までに制限しているところ、NYSE Lifeが、TOPIX先物取引の売買関連業務を、東証のTOPIX先物取引の取引量が多い日本時間の午前9時から午後3時まで（英国の夏時間以外は、日本時間の午前10時から午後3時まで）の間も行うことができるよう、当該時間帯におけるTOPIXの使用に関する合理的な条件のライセンスを、本件統合の実行日までに提供する。

イ NYSE Lifeに対するTOPIXライセンス料の引下げ

東証はNYSE LifeからTOPIXの使用に関するライセンス料を徴収しているところ、NYSE Lifeの要望に応じて、当該ライセンス料を現状の水準以下に引き下げる。

ウ TOPIX以外の指数ライセンスの供与

NYSE Lifeの要望に応じて、TOPIX以外のTOPIX関連指数のライセンスを、合理的な条件で新たに提供する。

6 問題解消措置に対する評価

前記5(2)アによって、NYSE Lifeは、東証のTOPIX先物取引の取引量が多い時間帯に、当事会社と直接的な競争関係を有することとなる。また、前記5(2)イによって、TOPIX先物取引に関して、NYSE Lifeの収益性が向上し、NYSE LifeのTOPIX先物取引の競争力が高まることとなる。

加えて、前記5(2)ウによって、当事会社の新商品開発意欲は減少せずに統合前の水準が維持されることとなる。

以上を勘案すれば、株価指数先物取引の売買関連業務は売買システムと株価指数ライセンスがあれば行うことが可能であるところ、デリバティブ取引に関して世界有数の取引量を有するNYSE Lifeに対するTOPIXのライセンス等は、日本株に関する株価指数先物取引の売買関連業務における既存の競争事業者が有効な牽制力を有することとなるよう強化するものであり、有効な問題解消措置となると考えられる。

7 結論

当事会社が申し出た問題解消措置により、本件統合が日本株に関する株価指数先物取引の売買関連業務の取引分野における競争を実質的に制限することとはならないと考えられる。