

わが国証券取引所をめぐる将来ビジョンについて (論点整理 (第三次))

平成 18 年 9 月 13 日
証券取引所のあり方等に関する
有識者懇談会

1. はじめに

当懇談会においては、証券取引所がわが国経済や内外の投資家にとって極めて重要なインフラであるとの基本認識のもと、国内外の情勢変化に的確に対応した改革を取引所に促し、また、取引所自身が進めようとする改革を後押しするため、様々な観点から議論、提言等を行ってきた。これまでの議論のうち、証券取引所のシステム整備や上場規則を始めとする自主ルールのあり方等については既に論点整理や議事の公表等の形で提言や情報発信を行ってきたところであるが、更に今般、取引所を取り巻く近年の情勢変化を踏まえ、証券取引所自身の上場問題や自主規制機能等との関係、世界的視野の中での今後のわが国取引所市場のあり方等についても議論を行った¹。

当懇談会としては、こうした議論を論点整理し、わが国証券取引所をめぐる将来ビジョンとして公表することとした。各取引所が、このビジョンに示された意見、指摘等を十分に参照・斟酌し、今後の業務運営に活かしていくことを強く期待するとともに、こうした取り組みを通じて、内外の市場関係者からより高く信頼・評価されるわが国資本市場が創られていくことを希望する。

2. 証券取引所をめぐる情勢の変化

(1) 歴史的沿革と自主規制機能

¹ 当懇談会では、まず、証券取引所のシステム問題を中心に議論し、2月及び3月に、取引所のシステム整備に関する「論点整理 (第一次)」及び「論点整理 (第二次)」を取りまとめた後、上場制度の整備に関する議論を行い、その議論等の内容を経て、東証が「上場制度総合整備プログラム」を策定した。その後、本文に記載したとおり、今後のわが国取引所市場のあり方等についての議論を行い、今般、「証券取引所をめぐる将来ビジョン」について「論点整理 (第三次)」として取りまとめたものである。

歴史的沿革をみると、わが国の証券取引所は、諸外国の主要な取引所と同様、もともとは証券会社を会員とする会員制組織として運営されてきた。こうした会員制組織が持つ自主規制機能については、「会員自治の理念を基礎に、会員相互で自らを律するもの」とする捉え方と、「法律の授権等により²、規制当局としての役割の一部をより市場に近い現場で代行するもの」とする二つの捉え方が並存してきたが、実際には双方の性格を併せ持つものとして整理することが現実的である。また、どちらの立場に重きを置くにせよ、公正で透明な市場運営がなされるためには、取引所の持つ自主規制機能が特定の利害に左右されることなく、公正かつ十全に発揮されることが極めて重要である。

(2) 株式会社形態の導入

その後、株式会社形態の取引所も制度上認められるようになり³、複数の取引所が株式会社組織に移行したが、その際、株式会社として営利を追求する局面と、自主規制業務との間に利益相反が生じるおそれもあり、自主規制機能は、他の業務から独立して遂行されることが必要との指摘もみられた。

こうした問題に対処するため、先般成立した金融商品取引法においては、取引所が自主規制部門の独立性強化を目指す場合に、①取引所とは別の非営利法人が自主規制機能を担う組織形態と、②同一法人（取引所）内に独立性の高い自主規制委員会を置く組織形態の大きく言って2つの形態を選択することが可能とされたところである。

(3) 国際的情勢

このようなわが国の動きとは別に、昨今、特に欧米を中心として、取引所の自市場への上場や、取引所間の業務提携、経営統合等の合従連衡の動きが急速に進展してきているところであるが、この背景には、上場商品の多様化、経営拠点の共有化等による合理化、システムの集約・標準化、時差等を活用した相互補完、市場規模の拡大等によって競争力強

² 証券取引法においては、取引所は上場や取引等に関する規則の制定や会員証券会社（取引参加者）に対する調査・処分等に関する規則の制定・実施が義務付けられ、その内容についても行政庁の認可が必要。

³ 平成12年証券取引法改正。

化を図る狙いがあるものとみられる。

3. 証券取引所の上場と自主規制機能、株主等との関係について

(1) 証券取引所の上場

海外の主要な取引所は既に株式を自市場等に上場しており、国際的に見れば、証券取引所の上場自体は世界的な潮流と言える。わが国においては、大阪証券取引所が2004年4月に株式を自市場に上場し、東京証券取引所についても、本格的な市場間競争に備えるため、次世代システムの稼動を目指す2009年までには、上場を実現したい旨の意向が先般表明されたところである⁴。

証券取引所が上場を目指す際の狙い、目的等には様々なものがあり得るが、一般的には、次のような点が指摘されることが多い。

- ① 競争力強化（システム増強等への対応に向けた資金調達の多様化等）
- ② 株主構成の多様化、それによるガバナンスの強化等
- ③ 職員の意識改革
- ④ 取引所間の機動的な連携

ただし、上場自体はあくまで通過点に過ぎず、より本質的には、上場後に目指すべき市場理念を明確にすることが肝要である。その上で目指すべき理念がわが国資本市場の重要なインフラであり、社会的公器としての取引所の使命に相応しいものであるかどうか、また、理念達成のために上場がどのように位置付けられるのかという検証を行う必要がある。更に、東京証券取引所の上場がわが国取引所市場全体に与える影響といった視点も重要である。その意味でも、後述の今後のわが国取引所市場のあり方の検討は重要と言える。

なお、以上の議論の大前提として、上場に伴って生じ得る様々な弊害の防止については、自主規制部門の独立性強化などにより、十分な対応がなされていることが必須である。また、東京証券取引所の上場時期については、次世代システムの構築等との関係も重要な考慮要素ではあるが、昨今みられるような海外主要市場をめぐる様々な動向についても十

⁴ 実際に取引所が自市場等に上場する場合には、それに先立ち金融商品取引法に基づく当局の認可が必要。

分注視しつつ、検討を進めていくことが必要との指摘もなされたところである。

(2) 自主規制部門の独立性、自主規制機能の実効性

証券取引所が上場後も自主規制機能を十全に発揮するためには、自主規制部門の独立性がより強く求められることとなる。これについて、自主規制部門を別法人とする組織形態のうち、東京証券取引所からは、持株会社の傘下に自主規制法人と市場運営会社を置く方式とすべく検討を進める方向性を決定した旨の報告があった。当懇談会としては、わが国を代表する取引所である東京証券取引所については、自主規制部門の独立性の強化、明確化等について、外から見て分かり易く、特に国際的にも理解の得やすい組織形態とすることが不可欠であり、今後、そうした方向で検討が具体化していくことを強く期待する⁵。

自主規制業務を別法人に独立させることとした場合の留意点としては、

- ① 「仕組み」としての組織形態のみならず、実質的な独立性や実効性等を確保するための取り組みを継続すること、
- ② 各々の法人が行う業務運営が全体として円滑に行われるよう、各部門間における必要かつ適切な情報交換、連携等がバランスよく行われること、
- ③ 非営利法人である自主規制法人の財務基盤の確立や業務を適切に遂行できるような体制の整備が十分になされていること、
- ④ 自主規制ルールの制定や定着等の過程において、市場関係者等と十分なコミュニケーションを図り、合理的で幅広く納得の得られる形でその実効性が確保されること

などがあげられるが、いずれにしても、自主規制機能の確保のために、上場に先立って更に具体的かつ現実的な検討が急がれる。

なお、組織体制の見直しと並んで、すでに一部で取組みが見られるように、専門的知見を有する人材の外部登用や研修強化などによる役職員のレベルアップ、スキルアップ等についても引き続き重要課題として取り組んでいくべきである。

⁵ 証券取引所の上場と同様、取引所の組織改変や自主規制法人の設立、当該自主規制法人が取引所から委託を受けて自主規制業務を行う場合など、それぞれについて金融商品取引法に基づく当局の認可等が必要。

(3) 多様化する株主との関係

今般の金融商品取引法により、取引所の株主にかかる主要株主規制については、取引所株式の20%以上の保有を原則禁止とする旨の規定の明確化が図られているが⁶、株式を上場する以上、常に一定の買取りリスクに晒されることを十分に認識すべきである。

また、社会的公器としての安定性を果たし得るよう、取引所の経営的側面においても、株主、投資家の動向等を十分注視し、その状況に応じて、取り得る方策等についても検討していくべきである。

いわゆる買収防衛策導入の是非については、法令による主要株主規制の下で、市場評価の向上や安定的な株主との関係構築により対応することを基本とすべきとの考え方が取引所側から示された。他方で、この問題については市場関係者等の意見も交えながら検討を継続し、実際に上場する時点における市場環境等も十分見極めた上でその導入について改めて判断していく必要性も認められよう。

4. 今後のわが国証券取引所のあり方

(1) 世界的視野の中におけるわが国市場の位置付け

① 国際競争力の強化

今後、国際的な市場間競争を勝ち抜いていくためには、
イ. 公正かつ透明で国際的にも整合性のとれた市場ルールの整備
ロ. 世界最高水準のシステム構築と市場運営に対する信頼性確保
ハ. 上場商品の多様化による品揃えの確保
等による競争力強化が重要な決め手となろう。

⁶ 諸外国においても、欧州などでは議決権の一定割合を超えて持分を保有する場合は、当局の事前認可等を必要とする主要株主規制が課されている。

また、米国においては、取引所の定款等において議決権の集中を制限することが一般的であり、例えば、ニューヨーク証券取引所で取引される同取引所の持株会社株式は、10%を超える議決権の集中が生じた場合は、当該超えた部分の議決権が無効となる議決権制限株式の形で上場されている。

このうち、公正かつ透明で国際的にも整合性のとれた市場ルールの整備については、金融商品取引法等の法令ベースでのルール整備に加えて、上場ルールを始めとする取引所ルールに関する適時・適切な見直し⁷、市場仲介者たる証券会社レベルでのチェックや自主的な規律付け⁸等を迅速かつ着実に推進していく必要がある。その際、法令や自主ルールが互いに整合性のとれた形で見直されていくことも重要である。

また、世界最高水準のシステム構築と市場運営に対する信頼性を確保するためには、上記のルール整備に加え、次世代システムの構築や現行システムの能力増強、緊急時のバックアップ・相互補完体制の整備といったシステム面での対応をスピーディーに進める必要があり、加えて、将来的な世界的規模での取引所システムの連携、共有化といった可能性も視野に入れれば、わが国において開発を進める次世代システムは、取引所システムに関する国際標準の獲得をも視野に入れた対応も望まれるところである。

なお、システム構築のために必要なコスト負担については、システムの性能や安全性に関して社会的に許容し得る合理的範囲を取引所ごとに対外的に取り決めた上で、その水準を設定するという考え方に立つことも必要との指摘があった⁹。

上場商品の多様化による品揃えの確保については、近年になって諸外国の取引所においても重視される傾向にあり、発行企業、投資家、市場仲介者等、関係者の多種多様な市場ニーズについての的確な情報を収集・分析し、対応していく必要がある。

② アジア地域における位置付け

⁷ 例えば、当懇談会でも取り上げた東京証券取引所の「上場制度総合整備プログラム」の策定等がこれにあたる。また、各証券取引所間で自主規制ルールの整合性の確保を図るための連携の強化も必要である。

⁸ 先般報告された「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」（金融庁監督局）の論点整理において示されたような、市場仲介者としての証券会社によるオペレーションの信頼性の向上、発行体及び投資家に対するチェック機能の発揮や、市場プレイヤーとしての証券会社の自己規律の維持、規範の整備等が重要となる。

⁹ 例えば、システム構築の「主体者」である取引所と、「活ユーザー」である社会との間でSLA（Service Level Agreement）を締結することとし、その下で、システムの達成目標の明確化、目標達成状況の報告、情勢の変化に応じた目標の見直し等を取引所が行っていく体制を構築することとし、システムの停止や再稼動の条件が客観的にみて合理的な範囲に含まれ、かつ社会的にも許容され得る範囲であれば目標達成レベルの合理化によるコストダウンを図っていくこともあり得る。

世界的視野における競争戦略を考えた場合、東京市場は特に、アジア地域において中心的役割を担っていくべきであり、そのためにまずは、域内の取引所との業務提携の推進等により、アジア企業の上場推進等にも積極的に取り組んでいく必要がある。

③ 欧米市場との関係

欧米を中心とした取引所間の合従連衡の動きは、これまでのところ、市場自体の統合というよりは、資本関係の強化による経営統合の側面が強い。東京市場については、こうした面での欧米市場の動きを考慮に入れつつも、むしろ当面は、世界的視野における取引所市場としての競争力の向上に取り組みつつ、上記のようにアジア域内における優位性、地位を高めていくことに傾注すべきである。

なお、株価指数先物等の派生商品については同一の商品について取引所間競争がグローバルに展開されている現状にあることから、例えば、マザーマーケットとしての優位性を既に有しているような商品については、時差等を活用した市場間連携を通じて、グローバルな取引を更に取り込み、市場としての強みを増していくことも一つの方策として注目される。

(2) わが国取引所市場全体の今後

わが国取引所市場の現状を大きく区分してみると、現物取引の太宗が東京証券取引所に集中する一方で、先物等の派生商品取引で大きなシェアを有する大阪証券取引所や、新興企業向けの市場に特化したジャスダック証券取引所があり、このほか地域経済に根差した特色ある取引所も複数ある。当懇談会においては、このような、わが国取引所市場全体の今後の姿についても議論を行った。

議論の過程において、市場の集約を進めていくべきとの意見もあったが、他方で、市場間の健全な競争の重要性も強調されたところである。

まず、新興市場については、これまで、上場企業等をめぐって問題事例

もあり、市場の透明性・公正性を高めるための各般の努力を更に継続していく必要性が強く指摘された。また、現状、わが国の全ての取引所において、新興市場を有していることが、結果として、取引所ごとの特色を見えにくくしているのではないかといった指摘がある一方で、市場間における健全な競争を通じて、新興市場が成長、発展していくという流れも重要との意見もあったところである。

派生商品市場に関しては、前述の通り取引所が多種多様な上場商品を揃えていくことが、国際競争力の観点からは重要であるが、各取引所が得意分野とする特色ある商品を自らプロモートしていくことによって、結果的に、わが国取引所市場全体の品揃えの多様化につながっていくという側面もあると考えられる。

以上を踏まえると、国内市場全体の今後の姿としては、各取引所が引き続き、わが国取引所市場全体の動向を睨みつつ、発行企業、投資家、証券会社などの市場関係者それぞれのニーズを反映していく中で発展していくべきものとする。

また、現在、証券会社と取引所間のシステム共通基盤の整備、緊急時におけるバックアップシステムの整備や取引所間の相互補完等について協議が進められているところ¹⁰であるが、こうした国内レベルでの市場関係者間における連携や相互協力を通じてわが国市場全体としての効率性・信頼性を高めていくことも重要である。

なお、最近、取引所に類似した私設取引システム（PTS）¹¹を開設する動きが複数みられるが、今後はこのような動きが市場全体にどのような影響を与えるかについても注視していく必要がある。

5. 終わりに

¹⁰ 現在、国内の証券取引所間において、災害やシステム障害の発生等一定の事態に対処するため、システム関係を中心としたバックアップ体制や相互補完体制の整備に向けた検討が進められており、更には、日本証券業協会と各証券取引所との間において、証券会社と証券取引所間のシステムの共通基盤整備のための接続仕様の共通化等に向け具体案を検討するといった動きもみられる。

¹¹ 私設取引システム（PTS）業務は、平成10年の金融システム改革によって取引所集中義務が撤廃されたことを受けて導入されたもの。

当懇談会においては、わが国証券取引所をめぐる将来ビジョンに関して様々な観点からの意見・指摘が出され、上述のとおり、今後、証券取引所が行うべき取組み、検討に向けての着眼点や重点項目等を整理した。ただし、欧米を中心とした取引所の国際的な再編成の動きが加速していく中で、世界市場における日本市場の地盤沈下を避けるためには、証券取引所のみならず、わが国資本市場全体の魅力向上や信頼強化も不可欠である。

そのためには、今後とも機会を捉え、証券取引所、証券会社、上場企業、投資者、更には必要に応じて行政当局も含め市場に携わる全ての関係者が積極的に参加して、日本の証券取引所ひいてはわが国資本市場の将来像、あるべきビジョンについて真剣に議論していくことが望まれる。

以 上