

平成15年12月9日

「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告

「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」メンバー

平成15年12月現在

座長	池尾 和人	慶応大学経済学部教授
メンバー	石橋 英樹	ゴールドマン・サックス証券マネージング・ディレクター
	大崎 貞和	野村総合研究所資本市場研究室長
	兼坂 光則	新光証券取締役会長
	神田 秀樹	東京大学法学部教授
	菊一 護	日本証券業協会常務理事
	黒沼 悦郎	神戸大学法学部教授
	佐賀 卓雄	日本証券経済研究所主任研究員
	関 哲夫	新日本製鉄常任顧問
	田中 浩	野村証券執行役
	林部 健治	大和証券グループ本社取締役
	藤田 友敬	東京大学法学部助教授
	松本 大	マネックス証券社長
	村上 堯	東京金融先物取引所常務理事
	安 陽太郎	十字屋証券社長
	吉野 貞雄	東京証券取引所代表取締役専務
	米澤 康博	横浜国立大学経営学部教授
	米田 道生	大阪証券取引所専務取締役

〔計18名〕

(敬称略・五十音順)

「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告（概要）

1. 当ワーキング・グループは、昨年8月6日に公表された「証券市場の改革促進プログラム」を踏まえ、我が国取引所のあり方について、中長期的な観点から幅広い検討を行うため、金融審議会金融分科会第一部会の下に設置された。
2. 当ワーキング・グループでは、昨年度の取引所のグローバルな展開への対応に関する議論に引き続き、国内市場の制度整備その他の課題について、これまで4回にわたり検討を行い、以下のような結論に達した。
 - (1) PTSについて、市場間競争の促進の観点から、取引所に関するルールとのバランスに配慮しつつ、取引所と同様の機能を認めるべきである。また、グリーンシートについて、その健全な発展を促す観点から、証券取引法上の位置付けを明確化していくべきである。
 - (2) 証券会社による顧客の注文の執行について、投資家利益の向上と市場間競争の促進の観点から、取引所取引原則を見直し、顧客にとって最良の条件で執行する義務として、最良執行の確保に関する制度を整備すべきである。
 - (3) 市場開設者について、効率的かつ実効的な自主規制機能を確保する観点から、自主規制部門の独立性や一体的検査を担保する措置について検討を行うべきである。
3. これらの各項目についての検討結果は、（別紙）に掲げているとおりであり、本報告を踏まえて、必要な制度整備・検討が速やかに実現されることを期待する。

市場間競争の制度的枠組み

論 点	検 討 結 果
<p>基本認識</p>	<p>平成 10 年の金融システム改革において、様々な資金調達者、投資家それぞれの多様なニーズに従って市場を選択する幅を広げ、市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化を図っていくこととし、</p> <ul style="list-style-type: none"> イ 店頭登録市場については、取引所市場の補完との位置付けを見直し、取引所市場と同等の市場として証券取引法に規定 ロ 取引所集中義務を撤廃し、上場銘柄の取引所外取引を認め、そのような取引の場として私設取引システム（PTS）を導入 ハ 未上場、未登録銘柄の証券会社による取扱いを通じ、多様な資金調達、売買の場を提供するためにいわゆるグリーンシート制度を創設 <p>等の一連の施策が講じられたところである。</p> <p>店頭登録市場は、その後「JASDAQ市場」と呼ばれるようになり、その認知度はこの5年の間に相当程度高まってきたものと評価できる。一方、証券会社の店頭での相対取引から発展したものであるため、取引所市場のような「立会」や「市場外」の概念が存在せず、取引所市場に比べて市場機能面での制約がある。JASDAQは、このような市場機能面での制約を脱し、既存の取引所と重複上場しながら競争すべく、自身の取引所化を予定しており、その方向性は評価できる。</p> <p>（参考）店頭登録市場においては、以下のような取引が認められていないほか、取引所市場との重複上場が禁止されている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 成行注文、立会外分売、デリバティブ取引 ・ 制度信用取引（貸借取引） <p>PTSは、市場間の競争を促進し、投資家の利便性向上を図るために導入され、債券取引においては相当程度当初の目的を達しつつあると評価できる。一方、株式取引については、PTSの価格決定方法の制約や、証券取引法上取引所取引原則が課されていること等から、投資家による利用が伸びていない状況となっており、本来の目的が達せられていないとの指摘がある。</p>

論 点	検 討 結 果
	<p>「グリーンシート」は、ベンチャー企業や地方有力企業の一部に利用されており、これら企業の資金調達の機会とその株式の売買の場を提供することを通じ、新規産業の育成につながっていくことが期待されている。一方、「グリーンシート」について、そもそも未公開企業や投資家にこの制度が浸透していないため、広く普及していないのではないかと指摘がある。</p>
<p>制度整備の必要性</p> <p>1 . 店頭登録市場</p> <p>2 . P T S</p>	<p>J A S D A Qの取引所化に伴い、実態として店頭登録市場は存在しなくなるため、証券取引法における店頭登録市場制度に係る規定も不要になるとの指摘もあるが、将来、いわゆるグリーンシートの取引が活発に行われるようになったときの受け皿として、あるいは米国における「O T C B B」のような店頭取引に活用される可能性も否定できないため、現行の店頭登録市場に係る法令、諸規則は、存置も含め検討すべきである。</p> <p>(参考) 米国における OTCBB 制度</p> <p>NASDAQ 市場の登録基準を満たさない企業の株式について、「OTCBB」と称する情報システムを通じ、マーケットメーカーが表示する気配により店頭取引を行うもので、我が国における金融システム改革以前の店頭登録市場に近い形のものとして位置付けられる。</p> <p>価格決定方法を法令で限定せず、取引所と同様の機能を認めることにより、投資家が自身の取引ニーズに従って市場を選択する幅が広がり、その結果、市場間競争が促進され、投資家の利便性が一層向上することが期待される。</p> <p>この場合、P T Sについて、一定以上の取引量となる場合に取引所の免許取得を義務付けることとし、取引所市場とP T Sは取引量という量的基準による区別の導入が適当である。ただし、店頭取引が中心の公社債や未公開株式は取引量による区別が難しいと考えられることから、その適用除外を検討すべきである。</p> <p>今般のP T Sの価格形成機能の見直しにより、取引所市場とその機能面においては同等のものとなることか</p>

論 点	検 討 結 果
<p>3 . グリーンシート</p>	<p>ら、取引の公正性等を確保するために、公開買付規制、相場操縦規制の適用関係を整理する必要がある。</p> <p>具体的には、公開買付規制を取引所等と同様の価格決定方法を用いる P T S における上場株券等の買付けについて適用除外とすること、相場操縦規制を P T S に係る相場へ適用することについて検討する必要がある。</p> <p>高度な価格形成機能が付与された P T S における取引量が一定以上の水準になった場合には、相場操縦的行為に利用される蓋然性が高くなると考えられることから、そのような相場操縦的行為を防止するために P T S 自身による売買審査を求める必要がある。</p> <p>P T S 業務に係る自主規制は証券業協会が行っているが、証券業協会は J A S D A Q の運営も行っており、価格形成機能の向上により J A S D A Q 市場と市場機能面において競合することとなる P T S の自主規制を行うことに利益相反の問題が発生する可能性があるとの指摘がある。これについては、J A S D A Q の取引所化に伴い、J A S D A Q 自らが自主規制機能を担うことになるとともに、将来的に証券業協会との資本関係も希薄化されることから利益相反が発生する蓋然性は相当程度低くなると考えられるが、なお利益相反の発生する可能性については留意していく必要がある。</p> <p>「グリーンシート」について、証券業協会が行う業務として証券取引法上の位置付けを明確にし、投資家保護ルール等を整備することにより、この制度の認知度を高め、その健全な発展を図るべきである。</p> <p>具体的には、グリーンシート銘柄の取引において不正行為が行われているとの不信感が高まれば、投資家の信認を失い、グリーンシート制度の健全な発展が阻害されるおそれがあるため、証券取引法上の規制（不公正取引規制等）を一定程度課すとともに、現行と同程度のディスクロージャーを行うことを明確にすべきである。ただし、グリーンシート銘柄は未公開企業が対象であるということに留意し、証券取引法上の規制は極力少なくするとともに、その取引の自由度を高いものとする配慮が必要である。例えば、ディスクロージャーについては、証券業協会の自主規制に委ねることが考えられる。</p>

論 点	検 討 結 果
4 . 市場間競争の姿	<p>東京証券取引所（以下「東証」という。）への取引の集中傾向が続いているのは、市場参加者が流動性を求めたことによる自然な帰結という側面がある。上場企業にとっても、東証以外での取引が成立しにくいために重複上場を見直すことから、一極集中が加速する循環構造になっている。</p> <p>一方、市場間競争を促進するためには、有力な対抗勢力が存在した方が、東証自身も効率経営に向けた不断のインセンティブが働き、ガバナンス上有効と考えられる。</p> <p>こうした観点から、JASDAQの取引所化を契機に、JASDAQと東証以外の取引所との連携が重要との指摘や、JASDAQを含む新興市場間の取引ルールの統一や統合を目指すべきとの指摘があった。市場間競争の具体的な姿を推奨することは行政の任ではないが、こうした課題については、今後関係者間で、利用者利便を踏まえた前向きな検討が行われることが望ましい。</p> <p>また、米国における非上場取引特権制度については、既存の上場銘柄の取引がPTSで行えるのであれば、その銘柄を上場していない取引所での取引も行われて然るべきとの指摘があったが、仮にこの制度を導入しても、市場間競争にはつながらず、地方証券取引所が活性化されるとは考えにくいという意見が多かった。</p>

取引所取引原則 最良執行のあり方

論 点	検 討 結 果
基本認識	<p>J A S D A Qの取引所化やP T S等の制度整備が進むことにより、同一の銘柄が複数の市場においてより活発に取引され、投資家が取引を行う市場等の選択肢が広がることから、投資家保護のため、最良執行を確保することが必要である。</p> <p>我が国においては、取引所市場において取引を行うことが透明性が高く、投資家利益にかなう執行方法であるとの指摘がある一方、証券取引法第37条、第38条の規定の存在が取引所に有利に働き、P T S等の発達を妨げ、市場間競争を抑制しているとの指摘もある。</p> <p>米国においては、判例においてブローカーの最良執行義務が確立している。欧州においても、イギリス、フランス、ドイツといった主要国において、最良執行義務が課されているほか、E Uレベルにおいても投資サービス指令に最良執行義務を規定する方向で改正作業が進められている。また、アジアにおいても韓国、香港で最良執行義務が規定されている。</p>
制度整備の必要性	<p>投資家にとって取引を行う市場等の選択肢が広がることに対応し、証券取引法第37条に規定する取引所取引原則を見直し、我が国の現状に即した最良執行の確保に関する規定を整備すべきである。</p> <p>米国においては、N M S（全国市場制度）を構成する様々なシステムが市場統合に寄与しており、I T S（市場間取引システム）等により最良執行を確保していると言われる。ただし、実際には、市場間取引システムの利用は市場のスペシャリストの判断に委ねられていることから低調であり、実際の「最良執行」は、C T S（総合テープシステム）により提供される取引情報やC Q S（総合気配表示システム）により提供される気配情報に基づき、証券会社が最適な執行手段を選択することにより達成されているとの指摘もある。</p> <p>また、E U投資サービス指令改正案においては、「最良執行」は、価格、コスト、スピード及び執行可能性について最良な結果を得られるような仕方で執行されることを確保すべきとされ、監督当局は投資サービス会社が合理的にアクセスを有することができることを期待される市場において妥当する条件を踏まえ、顧客に最も有利</p>

論 点	検 討 結 果
	<p>な条件で注文を執行するための業務方法を実施していることを検証することとされている。また、監督当局は、投資サービス会社は、定期的に業務方法を見直し、必要であれば最良の執行条件を一貫して提供する執行場所へのアクセスを得るようにすべきとされている。</p> <p>このような諸外国における最良執行の例や我が国における市場インフラの現状を踏まえれば、最良執行について、開示されている気配・取引情報に基づき、価格、コスト、スピード、執行可能性といった条件を勘案しつつ、顧客にとって最良の条件で執行する義務として規定することが考えられる。</p> <p>その具体的な義務の内容としては、各証券会社が最良執行の方法についての方針・業務方法を定め、これを顧客に開示することにより透明性を確保すること、気配・約定情報の透明性を確保し、最良執行の検証を可能にするため、PTS、取引所外取引を行う証券会社等による取引価格、取引数量、執行時間等についての速やかな報告・公表を義務づけることが考えられる。また、PTS及び取引所外取引を行う証券会社等のうち気配表示を行っている者には、気配値について同様の義務づけを行うことが考えられる。</p> <p>なお、 の場合当然ながら、例えば価格のみに着目して事後的に最良の条件でなかったとしても、そのみを理由に義務違反が指摘されるような性格のものではないことに留意する必要がある。</p>

市場開設者のあり方

論 点	検 討 結 果
基本認識	<p>株式会社形態の取引所による営利性の追求と自主規制機能の発揮は本来両立すべきものであるが、営利性を追求するあまり、場合によっては、自主規制機能が歪められるおそれもあることから、自主規制機能を担う部門の独立性の確保が市場の信認のために求められるとの指摘がある。一方、自主規制機能は市場の品質管理であり、市場運営とは一体不可分の関係あるとの指摘もある。</p> <p>自主規制機関が市場参加者に対して行う検査等は、各自主規制機関毎にその目的に差はあるものの、検査等の内容が競合する場合も多く、市場参加者の業務の効率性を阻害しているとの懸念がIMFの金融セクター評価プログラム等において指摘されているが、検査等の目的に照らし、その頻度、検査内容等について見直し、効率の良い検査等を実施する方向で検討を行うべきである。</p> <p>(参考) IMF金融システム安定性評価付属文(抜粋)・・・規制当局が多すぎる点で、それぞれの規制当局の活動及び権限(の一部)が重複している。取引所、日本証券業協会及び日本銀行に加え、金融庁と証券取引等監視委員会がそれぞれ独自に検査を実施している。</p>
制度整備の必要性	<p>自主規制部門の独立性を確保するためには、社内において当該部門と営利部門との間にファイアウォールを設け営利部門の政策決定が自主規制機能部門に影響を及ぼすことがないようにすること、あるいは、当該部門を取引所から組織的に分離(分社化)することなどにつき、検討すべきである。なお、具体的な検討に際しては、各自主規制機関の規模や業務の内容に応じて複数の選択肢から最適な体制を採ることが制度上可能となるよう配慮すべきである。</p> <p>各自主規制機関が行っている検査等については、各機関の特徴を活かしつつ連携して一体的に検査を行うことにより、被検査会社の事務負担の軽減を図りつつ、その効率性と実効性を高めるべきである。具体的には、証券会社の営業姿勢や経営の健全性に関する検査は証券業協会が、取引の受託から決済に関する業務や売買審査に関連する業務は取引所が分担することが考えられる。</p> <p>また、検査の一体化を進めるため、機関間において、検査様式を含む検査方法の統一化、検査結果の共同分析、被検査会社に関する情報の共有等を行っていくべきである。</p>