

論 点 5

市場のあり方について

投資サービス法の制定により、販売業者や市場の取り扱う商品の範囲が広がるなか、東京市場の魅力を高める観点からも、引き続き、市場の効率性、公正性、透明性の向上に努めることが必要である。

1. 市場の透明性・公正性

投資商品について、その性格に応じ、最良執行義務を適用するほか、価格公表義務のあり方について検討すべきである。

2. 市場制度のあり方

(1) 取引所が、投資商品に加え、幅広い上場商品を扱えるようにすべきである。

(2) 取引所が上場企業のガバナンスに果たす役割について引き続き検討すべきである。

(3) 一部上場商品の認可制を届出制とすべきである。

3. ディスクロージャー制度のあり方

ディスクロージャー制度、公開買付規制制度、大量保有報告制度について引き続き検討を行うべきである。

1. 市場の透明性・公正性（資料5-2）

昨年証券取引法改正により、市場間競争を促進するため、私設取引システム（Proprietary Trading System: PTS）へのオークションの解禁、上場株券等に係る取引所取引原則の撤廃、証券会社への最良執行方針等の策定・公表やこれに基づく顧客注文の執行の義務付け（いわゆる最良執行義務）などが講じられ、4月1日より施行された。

（注）私設取引システムについては、米国では、代替的取引システム（Alternative Trading System: ATS）との呼称に統一されている。欧州では、EU指令において多角的取引システム（Multilateral Trading Facility: MTF）と呼ばれている。

米国においては、1975年以来、全米市場システム（National Market System: NMS）の確立に向け、①各市場での取引・気配情報を集中し公表するシステム、最良気配を出している取引所に注文を回送できるシステムの構築、②ペイメント・フォー・オーダーフローについてキックバックの開示や口座開設時（及び毎年一回）の説明書面交付の義務付け、③マーケット・メーカーに自ら表示している気配値より良い値段での指値注文を顧客から受けた場合、これを表示する（オーダー・ディスプレイ・ルール）、または気配値の変更や注文の回送などの同等の措置を講ずることなどの義務付けなどが行われてきた。さらに、昨年2月には、最良気配が提示されている場所以外で売買を成立させることを禁ずるトレード・スルー規則の対象をナスダックNMS銘柄に拡大するなど、NMSの強化を図ることを内容とするレギュレーションNMSが提案されたところ。

欧州においては、改正投資サービス指令において、投資サービス会社に最良執行義務を義務付けることとされた。当該義務は、注文執行サービスのほか資産運用サービスについても義務付けられ、対象も指令が対象とする全ての投資商品（有価証券、金融市場商品、金融・商品デリバティブ）に及ぶものとされている。また、顧客注文取扱ルールとして、公正・迅速な注文執行、時間優先による執行、指値注文の表示（又は規制市場・MTFへの回送）義務などが定められている。同時に、これらの義務を実効あらしめるため投資サービス会社、MTF、規制市場のそれぞれについて取引前（pre-trade）・取引後（post-trade）の価格表示（透明性：transparency）義務が規定された。

（注）なお、改正投資サービス指令の正式名称は Directive on Markets in Financial Instruments (MiFID) であり、金融商品市場指令がより原語に近いが、その内容やこれまでの経緯から、当面改正投資サービス指令と記載する。

(1) 最良執行義務のあり方

投資サービス業者は、民事上の義務として最良執行義務を負うものと考えられるが、証券会社については、取引所取引原則の撤廃と併せ、最良執行を担保する観点から、業法上の義務として、上場株券等を対象として導入されたところである。投資サービス法の対象となる投資商品についても、その性格に応じ、業法上の最良執行義務を適用することが適当である。

また、米欧において一般化してきているマーケット・メイクにおける指値注文表示ルール（オーダー・ディスプレイ・ルール）を我が国でも取り入れることなどについて引き続き検討すべきである。

(2) 価格公表義務のあり方

最良執行を担保するためには、市場の価格に関する透明性を高めていくことが重要である。昨年の証取法改正におけるMTFへのオークションの解禁や最良執行義務の導入に併せ、資料5-3にあるような措置を講じたところであるが、今後、市場における価格の透明性向上のためどのような措置を講じていくべきか。

また、対象となる投資商品が拡大するなか、価格公表義務のあり方についてどのように考えるか。例えば、外国為替証拠金取引等の一定の店頭取引については、改正金融先物取引法の施行状況を踏まえつつ、投資サービス法における価格公表義務のあり方について検討すべきである

2. 市場制度のあり方

(1) 投資商品・投資サービスの拡大などを踏まえた今後の取引所のあり方

一昨年の証券取引法改正において、国際的な市場間競争を背景に、諸外国で取引所間の提携・統合が進む中（資料5-4）、日本においても取引所の資本提携を可能とすべく、株主ルールの見直しと持株会社・親子会社形態による提携を可能とするための制度が整備された。これにより、例えば、異なる根拠法により設立される証券取引所と金融先物取引所間の統合も持株会社方式により可能となったところである。対象となる投資商品・投資サービスの拡大により、個々の取引所の取り扱える投資商品の範囲が広がるほか、取引所間の直接の統合も可能となることについては望ましいものと考えられる。

また、世界的な潮流として、電子的な取引システムにおいて、債権やエネルギー、排出権など、様々な権利が取引されるようになってきているなか、投資サービス法上の取引所においては投資商品のほか、幅広い上場商品の取扱いが可能となるようにすることにより、取引所の機能を活用するとともに、投資家の利便性を高めるべきである。

このような変化を踏まえ、MTFのあり方についても所要の見直しを行っていくことが考えられ、引き続き検討を行うべきである。

また、国際的な市場間競争が一層進展しており、ブローカーを介していることなどから外国取引所にあたらぬ情報端末などを通じさまざまな形態で国境を越えた取引所取引が可能となってきたことや、国際間での取引所業務のアウトソーシングを提供する動きなども出てきていることから、引き続き国際的な資本市場のあり方やその規制の枠組みについて更に検討を行うべきである。

(2) 株式上場制度・上場企業のガバナンスのあり方（資料5-5①）

上場制度については、平成11年以降、各証券取引所がいわゆる新興市場を設立し、ベンチャー企業の上場が促進されるなど、その多様化や中小企業の直接金融による資金調達の容易化が図られてきたところである。

一方、このような企業のなかには、上場後、架空増資や粉飾決算があることが明らかになるなど、上場企業としての資質が問われるような問題企業があることも指摘されており、今後とも上場審査、市場監理の徹底が求められる。

また、上場企業のあり方についてみると、米国におけるエンロン、ワールドコム事件を契機として、世界的にコーポレートガバナンスの強化のあり方が議論されてきている。また、日本においては、会社法の改正や株式買収案件などを契機として、企業の敵対的買収からの防衛策のあり方などを中心にコーポレートガバナンスのあり方が議論されている。コーポレートガバナンスについては、一義的には会社法上の問題であるが、会社法の改正などに伴い、企業やこれを巡る活動が一層多様化していくことが想定されるなか、上場企業に関しては、投資家保護を確保する観点から、証券取引所においてコーポレートガバナンスを確保するための規則整備などを行うことが今後必要になってくることも考えられる。このため、投資サービス法における自主規制機関としての証券取引所がコーポレートガバナンスに果たすべき役割について、引き続き検討を行うことが適当である。

（注）例えば、社外取締役については、ニューヨーク証券取引所においては、過半数の社外取締役の設置を義務付けるとともに、その独立性を向上させるための要件を上場規則に規定している。（資料5-5②）

これと併せて、上場企業が資本調達を行うにあたり、転換社債型新株予約権付社債（CB）の発行直後に株式分割を行うことや、転換価格修正条項付CB（MSCB）の転換価格の設定方法などに関して、一般株主への配慮が足りないのではないかと指摘があること（注1）、親子上場についてガバナンスの問題が指摘されていること（注2）、新規公開株式の販売手法などについ

て問題が指摘されていること（注3）などについても引き続き検討の対象としていくべきである。

（注1）このうち、CB発行直後の株式分割については、一般株主とCBの引受人との公平性を確保するなどの観点から、各証券取引所において、CB発行後6か月間の株式分割の実施を行わないよう、上場企業に要請を行ったところ。

（注2）米英においても、親子会社上場は規制されておらず、親子上場の例はあるが、その数は少ないとのことである。例えば米国においては、親会社等の支配株主が他の株主に対して公正に行動すべき信託義務を負っていることから、当該義務の遵守や訴訟リスクへの懸念が親子上場の少ない理由とされている。なお、東証上場会社で親会社と子会社が上場しているものは262件となっている。

（注3）米国においても、90年代後半のIPO市場が好調であった時期に、IPO銘柄の割り当てが問題となった。この中で、IPO銘柄を顧客企業幹部に優先割当てし、ビジネス受注の見返りを求める「スピニング」、顧客がIPO直後に益出しをする「フリッピング」、IPOを割り当てる条件として公開後の流通市場での追加的な買付けを要求する「ラダリング」などが問題視された。NASDは2003年、このような問題に対応するため規制を新設した。また、SECも、昨年12月、これらに対応する、レギュレーションM改正案を提案した（資料5-6）。

(3) 一部上場商品の認可制度

現行法においては、有価証券等を有価証券先物取引、有価証券指数等先物取引又は有価証券等先物取引のため上場しようとするときは、内閣総理大臣の承認を、新たな金融先物商品を上場しようとするときは、認可を受けることとされている。しかしながら、例えば個別株式オプション取引の場合にみられるように、既に同種の取引が上場について承認を受けている場合（または、一定の商品類型について認可を受けている場合）には、届出制とすべきである。

（注）有価証券の上場については、金融ビッグバン改革において、承認制から届出制とされている。

(4) グリーンシート制度・新興市場のあり方

グリーンシート制度や新興市場の創設により、ベンチャー企業の公開・上場は着実に増加している。今後とも、いわゆる市場誘導ビジネスなどとあいまって、中小企業の資金調達の円滑化といった役割が期待される。

グリーンシート制度については、規制コストを極力抑えるべきであるとの意見が強いことから、このような意見に配慮した制度運用を行うべきである。また、詐欺的な未公開株取引などと区別しつつ参加する投資家層を拡大するため、広報等による制度の一層の周知が必要であると考えられる。

3. ディスクロージャー制度のあり方

(1) ディスクロージャー制度

ディスクロージャー制度については、米国において、昨年11月、発行開示制度を大幅に見直す提案が行われたところ（資料5-9）。また、EUにおいても昨年12月、透明性指令が採択された（資料5-10）。このような動きや論点2（投資サービスの規制内容について）に関する審議も踏まえ、引き続きディスクロージャー制度のあり方全体について検討を進めるべきである。

(2) 公開買付規制のあり方

公開買付規制については、会社支配権の移動を伴う取引等が行われる場合に、投資家に予め情報開示を行うと共に、株主に平等に株式売却の機会を与えることを義務づける制度として、証券取引法において手続の整備が図られてきた。

最近の企業の合併・買収（M&A）をめぐる動きとこれに伴う会社法制や公開買付規制にかかる議論は、公開買付規制のあり方について、企業価値の最大化との観点から、再点検を行っておく必要がないかとの論点を提示している。企業価値の最大化は、株主の利益の最大化を通じて証券市場において取引される株式等の価値を高めていくものであり、証券市場の効率性を追求していく上で極めて重要な要素となる。

更に、合併・買収（M&A）に関する最近の動きは、公開買付けにおける透明性、投資者間の公平性の一層の確保という論点をも提起している。公開買付けの手続において、買付者や対象会社等にどこまで情報の提供を求めていくか、また、公開買付けを利用した合併・買収（M&A）の一連の過程において、株主・投資者間の公平をどこまで追及していくか等について検討していくことが求められている。

以上を踏まえ、公開買付規制のあり方について、証券取引法と会社法の整合性にも留意しながら検討を行っていくべきである。

なお、公開買付規制のあり方の検討に当たっては、大量保有報告書制度のあり方についても検討を行う必要がある。

（注）EUにおいては、昨年、TOB指令が制定された（資料5-11）。また、経済産業省企業価値研究会は、先日、いかのような「企業価値基準」に沿った防衛策の要件を含む「論点公開」を行った。

【要件1】防衛策は平時から導入する。経営者がその設計に慎重な判断を行い、内容を開示することで株主に対する説明責任を果たさねばならない。

【要件2】防衛策は償却可能なものとする。委任状合戦によって取締役を交替させれば防衛策の解除を可能とし、かつ、期差制を導入しないで1年ごとの株主総会で株主に直接是非を問う機会を設けることが不可欠である。合法性を確保するための最低確保すべき要件でもある。

【要件3】有事における取締役の恣意的判断がなされない工夫をしなければならない。独立性のある社外取締役や社外監査役などの第三者チェック、全株式・現金対価買収で外部専門家の分析で妥当とされた提案には一定期間経過後に防衛策を解除するなどの適用除外要件の設定、防衛策の解除維持要件についての株主総会授権といった工夫のいずれかを採用しなければならない。市場から支持を得るための十分条件とも言える。