

## 取引所のあり方について

## 中間整理における指摘

## ＜自主規制機関としての取引所のあり方＞

自主規制機関のあり方については、欧米においても議論が行われており、例えば英国においては金融サービス・市場法の制定に伴う金融サービス機構(FSA)の設立にあたり、それまで存在した自主規制機関がFSAに統合された。米国においては、NYSEのガバナンス問題などを契機として、証券取引委員会(SEC)より、自主規制機関のガバナンスの強化に関する新規則の制定と自主規制に関するコンセプト・リリースが公表された。また、NYSEは上場に向け、自主規制部門を独立性の高い非営利法人として切り離すとの発表を行った。このような国際的な流れも踏まえ、日本における自主規制機関のあり方について引き続き検討を進めるべきである。

また、より効率的なエンフォースメント体制を構築する観点から、一昨年当部会においても検討を行ったように、行政、自主規制機関、日本銀行などの役割分担について引き続き検討を行っていくべきである。

## ＜投資サービス法制定(横断化・包括化)に伴う論点(取引所における取引範囲等)＞

投資サービス法上の取引所においては、有価証券や金融先物などの投資商品に加え、幅広い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、利便性を高めるべきである。

商品上場に際しての届出制の範囲を広げるなどの規制緩和により市場の効率性を向上させることが望ましい。

## 【資料】

- ・ 取引所に関する証取法の規定 [資料1-1](#)
- ・ 取引所の自主規制に関する過去の金融審議会報告 [資料1-2](#)
- ・ 取引所が制度上取り得る組織形態 [資料1-3](#)
- ・ 証券取引所の概要 [資料1-4](#)
- ・ NYSEの組織改革案 [資料1-5](#)
- ・ ロンドン証券取引所に係る自主規制組織について [資料1-6](#)
- ・ 東京証券取引所とNYSEの収益構造 [資料1-7](#)
- ・ 証券取引所の株主ルール [資料1-8](#)
- ・ 海外の取引所主要株主に対する規制の概要 [資料1-9](#)

## 【論点】

### 自主規制機関としての取引所のあり方

#### 1. 取引所の自主規制機能をどのように位置付けるか

取引所は公共性を有する存在であることから、証取法では、免許制を採用するとともに、行政当局による規制・監督を及ぼしている。同時に、証取法は、取引所が一定の自主規制機能を果たすことを求めている。この、取引所の果たす自主規制機能をどう位置付けるか。

#### 2. 株式会社形態をとる取引所について

##### ～営利性と公共的性格の両者を有することをどのように考えるか～

市場運営を取り巻く環境変化等に対応するために、平成12年の証取法改正により、株式会社形態での取引所有価証券市場の開設が認められることとなった。株式会社形態の取引所は、株式会社としての営利性を有すると同時に、取引所としての公共性が求められるが、両者の関係又はその間のバランスについてどのように考えるか。

#### 3. 株式会社形態をとる取引所における組織形態に関して留意すべき点は何か。

株式会社化された取引所が、株式会社としての営利性を有しつつ、取引所として求められる公共性を果たしていくために、望ましい組織のあり方を考える上で、具体的に留意すべき点として、どのようなものがあるか。

#### 4. 取引所が上場する場合に、どのような点について検討すべきか。

株式会社形態をとる取引所が、さらに上場する場合に、取引所が有する公共性との関係で、特に検討すべき点はあるか、あるとすればそれはどのような点か。

### 投資サービス法制定(横断化・包括化)に伴う論点

#### 5. 投資サービス法制定に伴い、取引所における取引の対象範囲等をどう考えるか

投資に関する横断的・包括的法制である投資サービス法(仮称)の制定に伴い、取引所における取引の対象範囲をどう考えるか。

## 【検討にあたってのポイント】

### I. 自主規制機関としての取引所のあり方

#### 1. 取引所の自主規制機能の位置付けについて

##### (1) 取引所の有する公共性(証取法83条、証取法106条の32)

証取法において、有価証券市場の開設は、透明かつ流動性の高い取引の場を安定的に提供すること等により、公正な価格形成を実現するという公共性を有していることを理由に、免許制が採用されており、定款及び諸規則の変更については、行政当局の認可が必要とされている。

##### (参考) 免許の要件

- ・ 取引所有価証券市場における有価証券の売買等が、公正かつ円滑なものであること
- ・ 投資者を保護するために十分であること

##### (2) 取引所の有する自主規制機能

現行証取法は、行政当局の規制・監督の下で、取引所が一定の自主規制機能を果たすことを義務付けている。

##### (参考1) 現行証取法の規定

- ・ 売買、上場等に関する規則の制定義務(108条)
- ・ 取引所の規則は、取引所における有価証券の売買等を公正かつ円滑ならしめ、並びに投資者を保護するために十分でなければならない(83条)
- ・ 定款において、会員等が法令及び取引所規則等を遵守しなければならない旨、並びにこれに違反した会員等に対し、過怠金の賦課や除名等の処分を定めることを義務付け(87条)
- ・ 定款に、会員等の考査に関する事項の規定を義務付け(88条、102条)
- ・ 定款、業務規程等の変更の認可(149条)、変更命令(153条)

##### (参考2) 米国証券取引所法6条(b)項(取引所の登録要件)

- ・ 取引所自体が法令の規定や取引所規則等を遵守できるとともに、会員等に対して、法令の規定や取引所規則の遵守させることができるような組織体制となっていること

- ・ 取引所の規則において、法令の規定や取引所規則に違反した会員等に対して、資格停止や制裁金を課す等、適切な制裁措置を講ずることができる旨の定めが置かれていること

### (参考3) 英国

英国においては、金融サービス・市場法の制定に伴い、それまで自主規制機関として活動していたSIB(証券取引委員会)等の各組織を統合してFSA(金融サービス機構)に改組された。

## 論 点

### ○ 取引所の自主規制機能の位置付け

#### (i) 取引所の自主規制機能に関しては、

- ・ 取引所が法律上の授権を受けて、行政当局の監督の下で、いわば行政の一部代行的な役割を果たすという性質を有するとの考え方
- ・ 取引所が取引参加者を会員とする会員制組織として形成されてきたという沿革的経緯に着目して、取引所の自主規制機能は、取引参加者による自治を発現するものという性質を有するとの考え方

があるが、これらの考え方を踏まえて、取引所の有する自主規制機能の位置付けについてどのように考えるか。

#### (ii) 現在、取引所が行っている自主規制業務には、

- ・ 上場審査・管理
- ・ 売買審査
- ・ 取引参加者への考査

といったものがあるが、これらの業務の具体的な内容について、どのように考えるか。

## 2. 株式会社による取引所有価証券市場の開設について ～営利性と公共的性格の両者を有することをどのように考えるか～

### (1) 株式会社形態をとる取引所の制度の導入

平成12年の証取法改正において、取引所の株式会社化が認められ、市場の開設主体としては、非営利の場合は証券会員制法人、営利を目的とする場合は株式会社という2つの法人形態が選択可能とされた。その際の金融審議会における議論(平成12年2月22日金融審議会金融分科会第一部会報告「証券取引所等の組織形態の在り方について」)は以下のとおり。

〔非営利の会員制組織としての取引所〕

- ・ 会員が同質的であり、概ね共通の利害を有する場合には、会員制組織とすることが、取引コストの低減や簡便な意思決定につながるとの考えから、取引所は非営利の会員制組織として運営されてきた

〔その後の環境変化〕

- ・ 経営スタイル等の多様化が一層進む等、会員の同質性が希薄化
- ・ 市場運営に関する巨額のシステム投資の必要性
- ・ 諸外国における、取引所の非会員組織化の進展

〔株式会社化のメリット〕

- ・ 意思決定の迅速化
- ・ 資金調達方法の多様化・円滑化
- ・ 取引所のガバナンスの向上
- ・ 波及的効果として、証券市場全体の利便性・効率性や国際競争力の向上

(2) 取引所が取り得る組織形態の多様化(平成15年の証取法改正)

株式会社形態をとる取引所については、取引所の国際競争力の確保を図る等の観点から、取引所間の資本提携を可能とするため、平成15年の証取法改正において、取引所の株主ルールを見直すとともに、取引所持株会社の制度が導入される等の制度の整備が行われた。

(3) 株式会社としての営利性と、取引所が有する公共性の関係

株式会社としての取引所が有する営利性と、取引所の公共性の間では、以下のような指摘がある。

- ・ 取引所の株式会社化により、営利性を追求する局面において、公共性の高い自主規制機能を遂行する主体としての取引所と、取引所の株主や上場企業等との間に利益相反が生じる恐れがあるのではないか
- ・ 取引所には、自主規制機能の遂行のみならず、流動性の高い取引の場を安定的に提供するという大きな社会的使命があり、公共性の議論はこうした点にも当てはまるのではないか
- ・ 取引所が自主規制業務を適正に行うことを通じて公正・透明な市場が実現し、投資家の信頼が高まることは、市場の活性化、ひいては証券取引所の利益にも資するものであるとの見地から、一般企業が高品質の商品・サービスの提供を行うことにより収益を上げていく場合があるのと同様、取引所についても営利性と公共性は両立し得ないものではないのではないか

## 論 点

- 以上のような、証取法改正時点における議論と、その後の状況変化を踏まえ、株式会社化された取引所が有する営利性と公共性の関係又はその間のバランスについてどう考えるか。

### 3. 株式会社形態をとる取引所における組織形態について

#### (1) 取引所の自主規制業務の遂行体制

株式会社形態をとる取引所が、自主規制業務を遂行するための体制について、平成15年12月24日の金融審議会金融分科会第一部会報告においては、「自主規制業務の遂行体制としては、他の業務から独立して行われるよう担保すべきである。そのために、資本関係のない別法人とするか、親子・兄弟法人とするか、同一法人内の別組織とするかは、自主規制の現場の品質管理といった側面も踏まえて検討される必要がある」とされている。

## 論 点

- 平成15年の報告において例示された3つの類型について、どう考えるか。  
その際、「現場の品質管理といった側面も踏まえ」る場合、取引所を取り巻く環境や、市場の開設者が自らの市場をどうデザインしていくかという方針は、各取引所によって異なり得ることとの関係で、どのような制度設計をすべきか。  
また、これらの3つの類型は、法形式上の組織形態に着目したものであるが、それぞれについて、具体的な制度設計や運営によって、現実的な機能の発揮のされ方は異なり得ることから、例えば、以下のような諸点と併せて検討する必要があると考えられるが、どうか。

#### [例えば、同一法人内の別組織において自主規制業務の監督・執行を行うこととした場合の論点]

- 自主規制業務の管理・監督部門(委員会等)について
  - ・ 構成(構成員の独立性、任免の方法等)
  - ・ 権限の範囲(自主規制機能一般に対する監督、規則制定権、自主規制業務に対する一般的な監督、日常的な自主規制業務の執行等、どのレベルまでを権限に含めることとするのが適当か)
  - ・ 取締役会との関係
- 自主規制業務の執行部門について
  - ・ 委員会等設置会社における執行役(CEO)に相当する担当役員(CRO)の設置を義務付けるか、またCROにいかなる権限を与えるか

- ・ 市場運営部門との間の情報交換等について、何らかのファイアーウォールを設ける必要はないか

[例えば、親子・兄弟法人として自主規制業務の監督・実施を行う組織を置くこととした場合の論点]

- 前述のとおり、現行の証取法における「市場の開設」という概念は、自主規制機能が他の市場運営業務とともに一体として遂行されることを前提としたものであるが、これらの機能を別法人で分担することを、法制上可能とする必要があるのではないか。
- 市場開設機能を複数で分担し、多様なグループ形態の構築を行う際、それぞれの業務について責任の所在を明確化し、適切な監督を行う観点から、市場開設に係る免許や定款変更に係る認可等をどのような形で与える仕組みとすることが適切か。
- 自主規制機能を担う法人(以下「自主規制法人」)に、どこまでの範囲での自主規制機能を分担させるのか(例えば、日常的な自主規制業務の執行を自主規制法人に分担させるのか、あるいは執行部門は市場運営法人に残したままで当該法人に対し一般的な監督が及ぶことにとどめるとするのか等)。
- 自主規制法人の財政基盤や人材をどのように確保するのか(また、自主規制法人に営利性を認めるか)。
- グループ内における人事交流や情報交換のあり方をどう考えるか。

[例えば、資本関係のない別法人として自主規制業務の監督・実施を行う組織を置くこととした場合の論点]

- 別の法人格を有することから、親子・兄弟法人とする場合の論点は、この場合にも概ね当てはまるものと考えられるがどうか。
- 更に、この場合は、その他の場合に比して自主規制機能の独立性は非常に高いものとなるが、その反面、自主規制機能とその他の市場運営機能を統合する仕組みが弱まることをどう考えるか。

## 4. 取引所が上場する場合について

### (1) 取引所の上場について

現行の証取法では、有価証券の上場に関して、

- ・ 有価証券の上場は原則として届出制
- ・ 但し、取引所が自市場に上場する場合には、上場審査の公正性・中立性を確保する観点から、行政当局の承認が必要と規定されている。

### 論 点

#### ○ 取引所の上場については、

- ・ 資金調達方法の多様化・円滑化
- ・ 取引所のガバナンスの向上
- ・ 利害関係者が多様化し、自主規制機能との利益相反の惧れがより高まることに対する懸念

といった点が指摘されているが、取引所の上場に際しての行政庁の関与についてどう考えるか。

### (2) 取引所の株主としての地位が一部の者に集中することについて

#### ① 現行の証券取引法には、以下のような主要株主規制が置かれている。

- ・ 50%超の議決権保有は、証券取引所持株会社等のグループを形成する場合を除いて原則として禁止
- ・ 20%以上50%以下の議決権保有には、行政当局の事前認可が必要

#### ② 取引所について世界的な再編が進む中で、取引所の自主規制機能と特定の株主との利益相反の可能性についても意識されるようになってきている。例えば、米国ではNYSEが持株会社を上場するに当たり、特定の株主に議決権を集中させないような方策の導入が検討される等、株式の集中等に制限を加えようとする動きも見られている。

### 論 点

○ 以上を踏まえ、主要株主規制についてどう考えるか。また、商法改正等を踏まえて、取引所が定款の定め等によって独自の方策を講じることについて、国際的な動向等も踏まえてどう考えるか。

## Ⅱ 投資サービス法制定(横断化・包括化)に伴う論点

### 5. 投資サービス法制定(横断化・包括化)に伴う、取引所における取引の対象範囲等の考え方について

#### 論 点

- 証券取引法が投資サービス法に改組されることに合わせて、取引所における取引の対象範囲を見直す必要はないか。その際、現行法上、有価証券の上場が届出制である一方で、デリバティブ取引については承認制となっており、両者が混在していることについてどう考えるか。