

証券取引所の現状と課題

国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER 603 (2007. 12. 6.)

はじめに

I 証券取引所を取り巻く環境の変化

- 1 金融システム改革と証券取引所
- 2 グローバルな取引所間競争の活性化
- 3 我が国の証券取引所の国際競争力の低下

II 証券取引所を巡る議論と今後の課題

- 1 総合取引所構想
- 2 証券取引所システムの課題
- 3 自主規制機能のあり方

おわりに

近年、金融・資本取引のグローバル化が進み、欧米やアジア各国における市場間競争が激しくなっている。こうしたなか、我が国の金融・資本市場の競争力が相対的に低下していることを踏まえ、2007年1月、山本有二金融担当大臣（当時）は、東京都内に「金融特区」を設ける構想を明らかにした。また、経済財政諮問会議は、① 取引所等の市場インフラ(フィールド)、② 金融機関や機関投資家(プレイヤー)、③ 市場監視(審判)の改革が必要であると提言した。

本稿では、金融・資本市場のフィールドのひとつである証券取引所を取り上げる。証券取引所は、現在、上場商品の拡充、システムの整備、自主規制機能の強化などの課題に取り組んでいる。金融審議会は、証券取引所の上場商品の拡充に向けた規制緩和を検討している。証券取引所の改革が、金融・資本市場の発展に寄与し、我が国経済の活性化に資することが期待される。

財政金融課

おおとり かよこ
(鳳 佳世子)

調査と情報

第603号

はじめに

近年、金融・資本取引のグローバル化が進むなかで、欧米を中心に世界の市場間競争はますます激しくなっている。アジアにおいても、シンガポールや香港が、市場の競争力強化に向けた取組みを進めており、我が国のアジアの金融センターとしての地位が、相対的に低下しつつあることが指摘されている。

経済財政諮問会議は、我が国の金融・資本市場の競争力を高めるために、① 取引所等の市場インフラ（フィールド）、② 金融機関や機関投資家（プレーヤー）、③ 市場監視（審判）の改革が必要であると提言した¹。本稿では、このうち金融・資本市場のフィールドのひとつである証券取引所²を取り上げ、現状と改革に向けた課題を整理する。

I 証券取引所を取り巻く環境の変化

1 金融システム改革と証券取引所

証券取引所とは、市場を開設して、有価証券などの金融商品を取引するために設けられた場所や組織をいう³。大量の取引を集中させることによって、有価証券の流通性が高まるとともに、市場原理に基づく公正な価格形成が可能となる。証券取引所は、資金を求める企業と、余剰資金の投資先を求める投資家の、資金の需給をつなぐ場として機能する。

証券取引所は、企業の上場基準を定めるなど、上場企業の「品質管理」を行い、適正な取引が行われるよう不公正な取引を監視し、取り締まる。このような公的な機能は、「自主規制機能」（後述）と呼ばれる。このため、証券取引所の開設には内閣総理大臣⁴の免許が必要とされるなど、高度な法規制のもとにある。

1990年代後半の金融システム改革（いわゆる「金融ビッグバン」）以降、証券取引所をめぐる枠組みが歴史的に大きく転換した。まず、1998年12月、株式売買の「取引所集中義務」が撤廃された⁵。これは、インターネットなどの情報通信技術が高度に発達した結果、証券取引所に取引を集中させなくとも、公正な価格形成に必要な情報の集中、公表が可能であるとの認識が高まったためである。証券会社は、内閣総理大臣の認可のもとで私設取引システム（PTS）を開設することができるようになった⁶。つぎに、2000年12月、証券取引所が株式会社形態に移行することが可能となった⁷。証券取引所は伝統的に、証券会社を会員とする会員制組織であることが義務づけられていたが、株式会社組織となることで、意思決定が迅速となり、大規模な資金調達が可能となるメリットがある。株式会社化によって、市場運営者としての競争力向上に寄与することが期待された。

¹ 平成19年第8回経済財政諮問会議議事要旨、2007.4.17。

² 2007年9月施行の金融商品取引法（改正証券取引法）によって、証券取引法と金融先物取引法が統合されたこととともない、証券取引所は「金融商品取引所」として規定された。ただし、引き続き証券取引所の名称を使用することが認められているので、本稿では「証券取引所」と表記する。

³ 証券取引所の機能と歴史については、主に、『詳説 現代日本の証券市場 2006年版』日本証券経済研究所、2006。及び、米澤康博『証券市場読本 第2版』東洋経済新報社、2006。を参照した。

⁴ 内閣総理大臣は、金融商品取引法による権限を金融庁長官に委任する（金融商品取引法第194条の7）。

⁵ 「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」（平成10年法律第107号）

⁶ PTSは、証券取引所と類似する機能を有しているが、一定範囲の売買手法および売買数量にとどまることから、証券業者として認可される。

⁷ 「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」（平成12年法律第96号）

このように、我が国の証券取引所をめぐる環境が、取引所間の競争を促進するものへと変化したこともあって、2000年以降は、地方証券取引所の合併・再編が相次いだ。2000年3月、広島、新潟の両証券取引所が東京証券取引所（以下「東証」とする。）に吸収され、2001年3月、京都証券取引所が大阪証券取引所（以下「大証」とする。）に吸収された。また、2001年4月に大証、2001年11月に東証、2002年4月に名古屋証券取引所が、株式会社組織に移行した（うち大証は自市場に上場している）⁸。現在、我が国の証券取引所は、東京、大阪、名古屋、福岡、札幌の5つの取引所に、2004年12月に店頭市場から改組されたジャスダックが加わった、6取引所体制となっている（表1）。

表1 我が国の証券取引所の概要

	東京	大阪	名古屋	福岡	札幌	ジャスダック
上場株式時価総額（兆円）	524	356	233	120	108	14
上場株式数	3,473	230	1,289	645	533	131
上場内国企業数	2,394	1,072	389	145	88	978
第一部	1,723	649	246	135	78	
第二部	474	253	112	10	10	
新興企業市場	197	170	31	-	-	
上場外国企業数	25	1	-	-	-	-
職員数	757	204	38	24	15	161

（注）2007年8月末時点のデータ。上場内国企業数は、複数の取引所に上場している企業を含む。

新興企業市場は、それぞれ、東京（マザーズ）、大阪（ニッポン・マーケット「ヘラクレス」）、名古屋（セントレックス）、福岡（Qボード）、札幌（アンビシャス）。

（出典）金融審議会金融分科会第一部会資料⁹より抜粋。

2 グローバルな取引所間競争の活性化

欧米を中心とした世界の証券取引所においても、2000年以降は、合併・再編の動きが相次いでいる（図1）。2002年には、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの史上初の3か国の取引所合併により、ユーロネクストが誕生した。2004年から2006年にかけては、ユーロネクストとドイツ証券取引所が、ロンドン証券取引所に対し相次いで買収提案を行った（いずれも不成立）。2007年以降は、ニューヨーク証券取引所（以下「NYSE」とする。）とユーロネクストの史上初の欧米取引所合併（4月）、ロンドン証券取引所によるイタリア証券取引所の買収合意（6月）、米ナスダックとUAEのドバイ証券取引所によるOMXグループ（北欧の証券取引所連合）の買収提案競争（9月以降）などが起こっている。

取引所をめぐるこのような世界的な再編の背景には、取引所間競争の激化がある。上場をめざす企業や投資家にとって、従来は国内の証券取引所しか選択肢がなかったが、今では、海外の証券取引所も視野に入れて選別できる時代となっている¹⁰。欧米の取引所は、合併・再編を進めることで、システム投資の効率化や取扱商品の多様化を図り、競争力を強化する戦略をとっている。また、アジア各国の政府は、取引所の国際競争力の強化に向けた取組みを本格化させている¹¹。

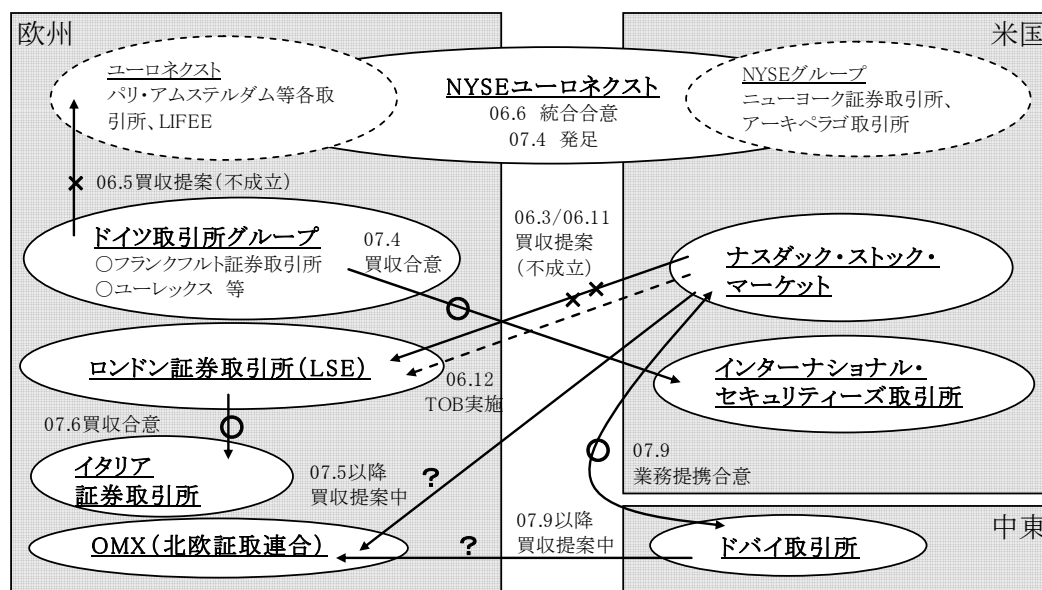
⁸ 福岡証券取引所と札幌証券取引所は、2007年11月現在、会員組織法人である。

⁹ 金融庁「証券市場関係資料」2007.10.17, 第45回金融審議会金融分科会第一部会配布資料1. <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/dai1/siryou/20071017/01.pdf>

¹⁰ 「証券取引所のグローバルな再編について」佐賀卓雄『証券レビュー』46巻12号, 2006.12, pp.43-58.

¹¹ 上海市は、2010年までに、上海証券取引所の時価総額を7兆元にするとの目標を定めている。香港と韓国も、それぞれ、自国市場を国際金融センターに育てることを政策課題に掲げている（「上海市、金融数値目標を

図1 欧米における証券取引所の統合の動き

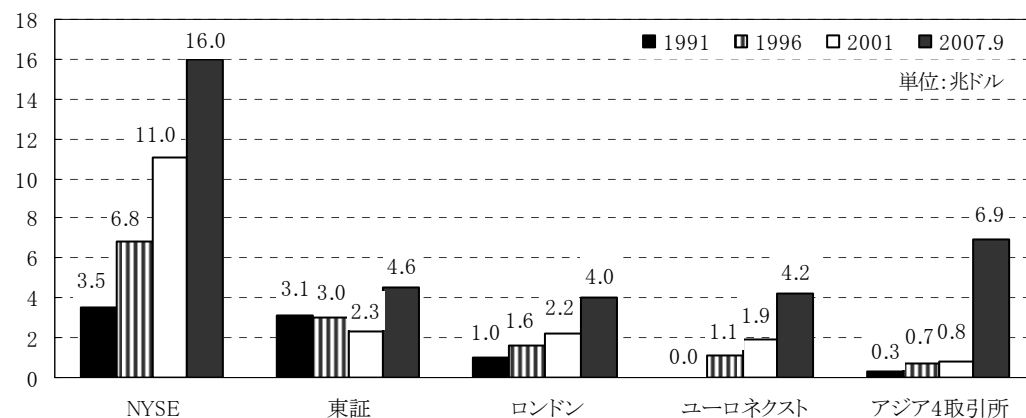


(出典) 脚注9の資料をもとに筆者作成。

3 我が国の証券取引所の国際競争力の低下

こうした世界の潮流のなかで、我が国の証券取引所の存在感は、相対的に低下しているといわれる。上場企業時価総額においては、東証は依然として、NYSEに次ぐ世界で2位の地位を占めているが、バブル崩壊後は株価の伸び悩みが続き、2006年には、日本を除くアジア市場の合計時価総額に追い抜かれている(図2)。

図2 世界の証券取引所の上場企業時価総額



(注) 各取引所が開設する各種市場の合計。1991年から2001年までの東証のデータは、重複上場分を含む。アジア4取引所は、香港、上海、韓国、シンガポール取引所の合計。

(出典) 脚注9の資料および国際取引所連合統計資料¹²をもとに筆者作成。

設定」『日本経済新聞』2006.12.4；「アジア域内金融センターの条件と韓国金融ハブ構想」『資本市場クォーターリー』34号、2005年秋号、pp.110-118；香港経済貿易代表部（東京）「香港行政長官2006-2007年度施策方針演説を発表」2006.10.11.。

¹² World Federation of Exchanges “Statistics (Monthly)”

<<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=28>>

外国企業の上場数については、2007年9月時点で、NYSEの434社、ロンドン証券取引所の670社に対し、東証は26社にすぎない(表2)。世界の金融機関が集まり最新のサービスを提供する両取引所と東証との差が指摘されている¹³。

商品・サービスについては、近年、主に欧米の機関投資家やヘッジファンドの間で、先物やオプションなどのいわゆるデリバティブ取引¹⁴が拡大しているが、世界の取引所のデリバティブ取引の売買高を比較した場合、大証は24位、東証は40位にとどまっている¹⁵(表3)。

我が国では、上場投資信託(以下「ETF」とする。)に対する取組みが、世界と比較して遅れていることも指摘されている。ETFには、一般的な投資信託比べて手数料が安い、価格変動の透明性が高いなどのメリットがある。世界の主要取引所においては、株式や債券、商品などを投資対象とした多様なETFが取り扱われており、ETFの上場数は、NYSEで198本、ロンドン証券取引所で129本に上る(表4)。一方、我が国では、商品などを投資対象としたETFの組成が法制度上複雑であることなどから¹⁷、ETFの上場数は13本にとどまっている(東証11本、大証2本)。

表2 世界の証券取引所の上場企業数

	1998年末			2007年9月		
		うち外国企業数 (割合)			うち外国企業数 (割合)	
東証	1,890	52 (2.8%)		2,410	26 (1.1%)	
NYSE	2,669	391 (14.6%)		2,262	434 (19.2%)	
ロンドン	2,423	466 (19.2%)		3,297	670 (20.3%)	
ユーロネクスト	-	-		1,186	242 (20.4%)	
ドイツ	3,525	2,784 (79.0%)		857	99 (11.6%)	
香港	680	15 (2.2%)		1,210	9 (0.7%)	
上海	-	-		855	0 (0.0%)	
韓国	748	0 (0.0%)		1,725	0 (0.0%)	
シンガポール	349	37 (10.6%)		739	255 (34.5%)	

(出典) 脚注12の資料をもとに筆者作成。

表3 世界のデリバティブ取引所の取引高順位

順位	取引所	総取引高(百万単位)
1	韓国取引所	1,756
2	ユーレックス	1,113
3	OME	970
7	NYSEユーロネクスト	380
24	大阪証券取引所	54
29	東京金融取引所	45
34	東京工業品取引所	27
40	東京証券取引所	18

(注) 2007年1月～7月のデータ。

(出典) 金融審議会資料¹⁶

表4 世界の主要取引所におけるETFの上場状況

	ETFの上場数	ETFの投資対象
東京証券取引所	11	株価指数
NYSE	198	株価指数、債券指数、為替レート、商品先物指数、商品現物(金)等
ロンドン証券取引所	129	株価指数、債券指数、為替レート、商品先物(原油等)、商品現物(金)等
ドイツ証券取引所	291	同上
ユーロネクスト	283	同上
シンガポール取引所	16	株価指数、債券指数、為替レート、商品先物指数、商品現物(金)

(注) 2007年7月時点のデータ。

(出典) 金融審議会資料¹⁸

¹³ 「東京市場 復権目指せ 時価総額はNYの3割、成長アジア企業獲得カギ」『毎日新聞』2007.5.3.

¹⁴ デリバティブは、「金融派生商品」と訳されることが多い。特定の商品の名称ではなく、伝統的な金融商品(株式、債券、外国為替等)から派生する形で開発された、先物取引、オプション取引等の総称である。

¹⁵ ただし、この順位には、証券取引所以外だけでなく、商品取引所も含まれている(Futures Industry Association “Volume Statistics” <<http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?a=1171&iss=175>>).

¹⁶ 大阪証券取引所「大証の取組みと我が国資本市場の活性化」2007.10.17, 前掲注(9)配布資料5.

¹⁷ 商品などを投資対象としたETFの組成は、従来認められていなかったが、金融商品取引法の施行により、受益証券発行信託を利用する形で可能となった。ただし、その場合、信託業法、投資信託及び投資法人に関する法律(投資信託法)、商品投資に係る事業の規制に関する法律(商品ファンド法)に基づく規制が重疊的に課されることになるため、組成にあたって過剰な負担となることが懸念されている。そのほか、海外では現物交換型のETFが多数上場されていることに鑑み、我が国においても、投資信託法で認めている現物交換型の投資信託の範囲を拡大すべきという意見がある(金融庁「論点メモ(3)」2007.11.7, 第47回金融審議会金融分科会第一部会配布資料4)。

II 証券取引所を巡る議論と今後の課題

1 総合取引所構想

2007年1月、ロンドンで英財務省幹部らと会談した山本有二金融担当大臣（当時）は、東京都内に「金融特区」を設ける構想を明らかにした。その狙いは、特区内で規制緩和を実施し、国内外の金融機関の集積を促すことによって、低迷する東京市場をロンドンのシティーのような国際金融センターに脱皮させようとするものである。

山本金融担当大臣の提案を受けて、経済財政諮問会議と金融庁にそれぞれ検討会が設けられ、規制緩和を柱とする改革案の検討が始まった。経済財政諮問会議は、4月に公表した中間報告において、取引所の競争力強化、銀行と証券の垣根の見直し、監督体制の強化に係る改革の具体策を提示した。取引所については、新しい商品の開発等を促進するための制度整備が必要であるとして、上場商品ごとに取引所が縦割りになっている現状（表5）を改め、証券、金融先物、現物商品を幅広く取り扱う「総合取引所」を設立することを提言した。金融審議会も、6月に公表した中間報告において、取引所における取扱商品の多様化の必要性を指摘した¹⁹。多様な商品・サービスの提供を通じて、また、投資家をプロに限定した取引の活性化を通じて²⁰、投資家と上場企業の双方が利用しやすい「厚み」のある市場を形成することが不可欠であるとしている。

表5 我が国の主な証券・商品取引所と上場商品

	監督	主な上場商品
東京証券取引所	金融庁	株式、東証株価指数先物、債券先物、株価指数ETF、金ETF（08年春上場予定）
大阪証券取引所	金融庁	株式、日経平均先物、ミニ日経平均先物（日経225mini）、株価指数ETF、金価格ETF
東京金融取引所（旧・東京金融先物取引所）	金融庁	金利先物、金利先物オプション、為替証拠金取引
東京穀物商品取引所	農水省	トウモロコシ、大豆、砂糖、コーヒー等の現物先物取引、オプション取引及び実物取引
東京工業品取引所	経産省	金、アルミニウム、原油、ガソリン、ゴム等の現物先物取引、オプション取引及び実物取引

（出典）各取引所ホームページをもとに筆者作成。

こうした議論の流れを受けて、「経済財政改革の基本方針2007」（いわゆる「骨太の方針2007」）が閣議決定され、「取引所において株式、債券、金融先物、商品先物など総合的に幅広い品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得ること」が重点施策のひとつに掲げられた²¹。金融庁は、政府の指示を受け、取引所強化策をはじめとする「金融資本市場競争力強化プラン」を2007年内に取りまとめることとなっている。

経済財政諮問会議が提案する「総合取引所」の設立に対しては、投資家の利便性の向上、取引費用の低下、商品市場の活性化²²、運営費用の低減²³などにつながるとして、評価す

¹⁸ 東京証券取引所「我が国金融・資本市場の国際競争力強化に向けて」2007.10.17、前掲注（9）配布資料4。

¹⁹ 両検討会の中間報告の詳細は、経済財政諮問会議グローバル改革専門調査会金融・資本市場ワーキンググループ「第一次報告」2007.4.20.<<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/global/finance/pdf/item1.pdf>> 及び、金融審議会金融分科会我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ「中間論点整理（第一次）」2007.6.13.<http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20070613/01.pdf>

²⁰ 具体的には、新興企業などリスクの高い企業でも上場しやすいよう、情報開示や財務報告などの規制を緩和するかわりに、投資家をプロに限定する「プロ向け市場」の創設が検討されている。

²¹ 首相官邸「経済財政改革の基本方針2007」2007.6.19。

²² 商品先物等を証券取引所に取り込むことによって、低迷している商品取引市場を活性化すべきとする意見がある（経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会第2回金融・資本市場ワーキンググループ（平成19年2月6日）議事要旨<<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/global/finance/02/finance-s.pdf>>）。

²³ 総合取引所に移行することによって、取引所の規制・監督部門を集約したり、取引・決済システムを一元化したりすることが可能との意見がある（「総合取引所構想」を提案 経済財政諮問会議『読売新聞』2007.4.18.）。

る

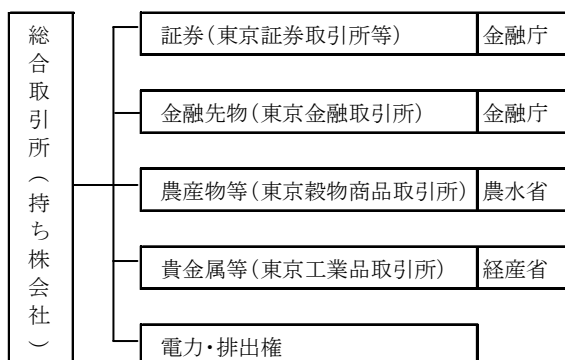
声がある一方で、慎重な意見も目立つ²⁴。

東証は、現在有力視されている東証を軸とした再編²⁵について(図3)、「東証の傘下で一緒にやるところがあれば一つの手²⁶」との見解を示しているが、他の取引所の抵抗が予想されている²⁷。

このように、総合取引所の設立に対して様々な意見があることを踏まえ、政府は、総合取引所の設立を検討する前に、まずは既存の証券取引所の上場商品を拡大させることによって、我が国の取引所の国際競争力を高めるとの考えを示した²⁸。

金融審議会は、証券取引所が、貴金属や農産物などの商品を幅広く組み入れたETF等を取り扱えるようにするための検討作業に入っている²⁹。

図3 総合取引所構想のイメージ図



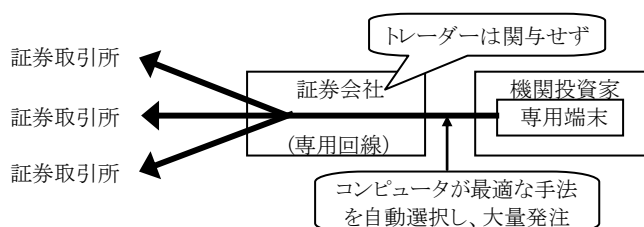
(出典) 脚注25の資料

2 証券取引所システムの課題

近年、証券取引の電子化が急速に進むなかで、「アルゴリズム取引」と呼ばれる手法を用いた株式売買が普及しつつある³⁰ (図4)。アルゴリズム取引とは、数理モデルに従ってコンピュータが株式売買の発注先、タイミング、数量を決める仕組みである。証券会社が提供する新しいサービスとして、当初は米国の機関投資家の間で広まり、我が国では、2005年頃から利用が拡大している³¹。

アルゴリズム取引には、様々なリスクを考慮したうえで発注先、タイミング、数量の決定を行ういわゆる最良執行や、取引の迅速化、コスト軽減などのメリットがある。しかし、巨額の注文を一度に出して株価を乱高下させないよう、注文を極めて細

図4 アルゴリズム取引のイメージ図



²⁴ 東京工業品取引所は、「専門性や存在意義の大きく異なる取引所の統合は、組織を複雑化させ、かえって取引所の運営費用を増大し、最終的に市場利用者の費用負担に跳ね返る弊害がある」との懸念を表明している（「東証取、「総合取引所構想」に反論」『オイル・レポート』1312号、2007.4.23、pp.22-24.）。東京穀物商品取引所も、「価格形成、ヘッジ機能、そして現物の受け渡しという先物取引の機能を殺してしまいかねない」としている（「渡辺東穀取新理事長に聞く コメ上場、生産調整追い風、状況見極め判断」『日経金融新聞』2007.6.4.）。

²⁵ 「証券・金融先物・工業品 「総合取引所」創設促す 政府方針 東京市場を強化」『日本経済新聞』2007.4.16.

²⁶ 「斉藤東証次期社長に聞く、デリバティブ連携で強化 排出権取引、上場の方針」『日本経済新聞』2007.6.1.

²⁷ そのほかの懸念として、証券や商品を幅広く取り扱う取引所が創設された場合、証券取引所を所管する金融庁、東京工業品取引所を所管する経済産業省、東京穀物商品取引所を所管する農林水産省の間で、監督権限を巡る対立が起こるのではないかとする声も上がっている（「取引所統合、官が反発 諮問会議、市場改革を議論」『産経新聞』2007.4.18.; 「総合取引所の先にある課題」『日本経済新聞』2007.4.24.等）。

²⁸ 株式から商品先物まで幅広く取り扱うシンガポール取引所をモデルに、東証の上場商品を多様化する方向で検討されている（「総合取引所、東証拡充で 金融相が意向 再編構想は後退」『日本経済新聞』2007.7.3.）。

²⁹ 「ETFなどへの商品組み入れ、金融審、賛成多く 総合取引所構想も論議」『日本経済新聞』2007.11.8.

³⁰ 「野村、米社買収、電子取引時代に備え、最先端技術取り込む」『日本経済新聞』2006.11.3.

³¹ 「証券市場に普及する「アルゴリズム取引」」田中隆博『NRI未来創発』2006.7、pp.1-2.

かく分割するという方法をとるため、(出典)脚注30の資料
注文件数が飛躍的に増加して、証券取引所のシステムに大きな負荷がかかるという問題がある。アルゴリズム取引の増加に加えて、インターネットを活用した個人投資家の取引も拡大しているため、証券取引所は、膨大な注文件数を迅速に処理するシステムをいかに構築するかという問題に直面している。

我が国の証券取引所システムの処理能力は、現在、相対的に低い水準であることが指摘されている。例えば、システムが1日当たりに処理できる最大許容量が実際の取引の何倍にあたるかを比較した場合、NYSEが4.3倍、ロンドン証券取引所が38倍超であるのに対し、東証は2.6倍となっている(表6)。

表6 約定処理における各国取引所のシステム能力の比較

	2005年1日平均実績(A)	1日当たりのキャパシティ(B)	比率(B/A)
ニューヨーク証券取引所	482万件	2,100万件	4.3倍
ロンドン証券取引所	26万件	1,000万件超	38倍超
東京証券取引所	192万件	500万件	2.6倍

(注) 約定後に清算を行うシステムのキャパシティ。

(出典)「証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会」資料³²より抜粋。

また、東証では、2005年以降、相次ぐシステムトラブルが発生した。2005年11月には、売買システムに障害が発生し、全銘柄の取引が約3時間停止した。翌12月には、みずほ証券によるジェイコム株の誤発注が発生し、東証のシステムの問題によって、注文の取り消しが迅速に処理できなかったことから、混乱が拡大した。2006年1月には、ライブドア・ショックの影響で注文件数が急増し、システムの処理能力が限界に近づいたため、緊急措置として14時40分以降の取引が停止された³³。

事態を重く見た与謝野馨金融担当大臣(当時)は、取引所のあり方を議論する有識者懇談会を設け、システム問題を取引所経営の中心的課題として位置づけること、海外取引所と比較して遜色のないシステムの整備を急務とすることなどをあらためて確認した³⁴。

その後、東証は、自市場への上場計画を一時中断してシステム開発に注力し、約定処理速度を大幅に短縮した次世代システムを2009年から稼働させるとの計画を発表した³⁵。ただし、海外の取引所も、システムの共同開発などを活発化させており、我が国の証券取引所が新システムを完成させる頃には、海外の取引所はさらに高度なシステムに移行しているとの指摘がある³⁶。我が国の証券取引所には、継続的なシステム開発が求められている。

3 自主規制機能のあり方

(1) 取引所株式の保有規制

近年、世界の証券取引所の多くが、会員制組織から株式会社組織に移行している。株式会社化するメリットとしては、迅速な意思決定、資金調達の多様化・円滑化、株主を通じ

³² 東京証券取引所「市場に対する信頼の回復に向けた当取引所の取組みについて」証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会 2006.2.6. <<http://www.fsa.go.jp/singi/se-kon/siryofu/20060206-2/01.pdf>>

³³ さらに、翌日から4月24日まで、1日の取引時間を30分短縮する緊急措置がとられた。

³⁴ 「証券取引所のあり方等に関する論点整理(第二次)」証券取引所のあり方等に関する有識者懇談会, 2006.3.31. <<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/17/20060331-9/02.pdf>>

³⁵ 「1ミリ秒を競う証券取引所」『日経コンピュータ』2007.4.16, pp.66-73.

³⁶ 「このままでは、東証のシステムはレガシー化する！第三世代金融システムの世界的普及に取り残されるな」大前研一『日経BP社 SAFETY JAPAN コラム』2006.5.10.<<http://www.nikkeibp.co.jp/sj/2/column/a/29/>>

た経営の規律付け³⁷、関係者の意識改革などが挙げられる。しかし一方で、株式会社化によって特定の株主に経営権が握られた場合、証券取引所が持つ公的な役割（自主規制機能³⁸）との間で、利益相反が起こる可能性がある。そこで、我が国では、2000年の証券取引法改正において、証券取引所の株式会社化が認められた際、同時に、何人も取引所株式を5%超保有してはならないとする、取引所株式の保有規制が設けられた³⁹。

しかし、厳格な株式保有規制は、株式会社化のメリットである株主を通じた経営の規律付けの効果を減殺し、取引所経営の非効率化をもたらす懸念がある。そこで、2003年の証券取引法改正において、規制緩和が図られ、取引所株式の50%超の保有は原則禁止、20%超取得する場合は事前認可が必要とする仕組みに改められた。

こうしていったんは緩和された保有規制であるが、2006年、証券取引法の大幅改正（金融商品取引法）によって再び厳格化された⁴⁰。その契機となったのは、2005年6月、いわゆる「村上ファンド」が大証の株式を20%超取得しようとしたことである。村上ファンドは、2005年1月に大証株を10%超保有する筆頭株主となり、大幅な増配を要求するなど、大証の経営に対し積極的な発言を続けていた。同ファンドは、大証株の20%超取得のための認可申請を金融庁に提出したが、金融庁は、「上場審査・管理などの取引所の自主規制業務と利害が対立する可能性がある⁴¹」として、申請を却下した。村上ファンドの大証株取得をめぐるこうした経緯をきっかけとして、取引所株式の保有規制が、公益性の観点から再び見直され、結果的に、取引所株式の20%超の取得が原則禁止となった⁴²。

このように、我が国では、取引所株式の保有制限について、規制の厳格化と緩和の間で試行錯誤が繰り返されている。取引所の公益性の確保は課題であるが、経営の緊張感を高めるうえで、厳格な規制は弊害となるという懸念も依然として残っている。海外の実情も踏まえ（表7）、規制の妥当性について、今後も検証が求められよう。

表7 取引所株式の取得・保有に係る諸外国の規制

日本	米国	英国	仏・独	オーストラリア	香港・シンガポール
20%超の取得は原則禁止	法規制はないが、取引所の定款で議決権の集中を制限するのが一般的※	法規制なし	一定割合の取得には事前の届出が必要。監督当局の判断で、取得の禁止、議決権行使の制限等が可能。	15%超の取得には事前の認可が必要。認可要件は、主務大臣の判断。	5%超の取得には事前の認可が必要。

※ 米証券取引委員会（SEC）は、2004年11月、自主規制機関のガバナンスに関する規制案を公表し、取引所の議決権の20%超を単独で保有することを禁止する規定を盛り込んだが、採択されていない。（出典）大崎貞和『解説 金融商品取引法（第3版）』弘文堂、2007、p.118。をもとに筆者作成。

³⁷ 一般に、株式会社化によって会社の所有と経営を分離した場合、株主によって経営者への監視が適切に行われれば、経営者の緊張感を高め、経営効率を高めるといわれている。

³⁸ 取引所における自主規制機能は、伝統的に、① 上場審査、② 上場管理、③ 売買審査・監理、④ 考査の4つであるとされてきた。取引所の自主規制機能については、旧証券取引法上には特段の規定はなかったが、金融商品取引法において明確化された（第84条「自主規制業務」）。なお、考査とは、会員証券会社の法令遵守状況や管理体制を定期的に検査することをさす。

³⁹ 取引所株式に関する保有制限の見直しの経緯については、主に大崎貞和『解説 金融商品取引法（第3版）』弘文堂、2007、pp.117-121.を参照した。

⁴⁰ 「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成18年法律第65号）及び「証券取引法の一部を改正する法律に伴う関係法律の整備等に関する法律」（同第66号）

⁴¹ 村上ファンドは当時、大証に上場している企業（または上場の可能性がある企業）の株式を数多く保有していたことから、市場運営の公平性に疑問が持たれていた。

⁴² 金融商品取引法第103条の2。ただし、認可金融商品取引業協会、金融商品取引所、金融商品取引所持株会社による株式保有は、この禁止規定の例外とされる。また、地方公共団体その他政令で定めるものは、認可を受けたうえで、20%超50%以下の株式を保有することができるものとされる（第106条の3）。

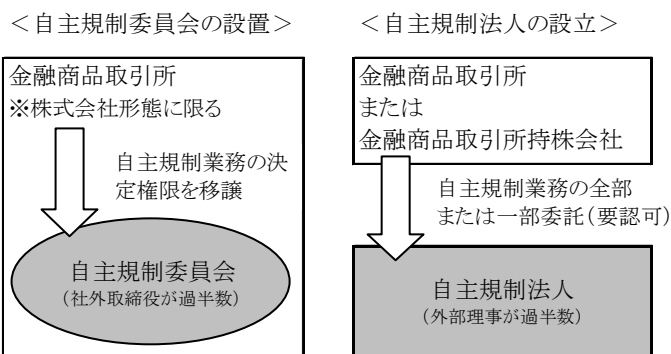
(2) 自主規制機能に係る制度の見直し

取引所の株式会社化による利益相反を防ぐことを目的として、金融商品取引法は、前述の取引所株式の保有規制の厳格化だけでなく、自主規制機能に係る制度そのものの見直しも図っている。金融商品取引法は、自主規制機能の定義を明確化するとともに、自主規制業務の独立性を確保する仕組みとして、① 現状の維持、② 「自主規制委員会」(同一法人内の別組織) の設置、③ 「自主規制法人」(別法人) の設立という3つの選択肢を用意した。

● 自主規制委員会の設置

株式会社形態の金融商品取引所(証券取引所)にのみ認められる形態で、定款の定めるところにより、取引所内に自主規制委員会を置くことができる(図5)。自主規制委員会は、取引所の自主規制業務に関する事項について、取締役会に代わって決定を行う。また、取引所が自主規制業務に関連する規則等の変更・廃止を行う場合は、自主規制委員会の同意が必要となる。自主規制委員会は、取締役会の決議によって取締役の中から選任された自主規制委員3人以上で構成され、その過半数は社外取締役でなければならない。

図5 自主規制業務の独立性確保のための新たな仕組み



(出典) 大崎貞和『解説 金融商品取引法(第3版)』弘文堂, 2007, p. 115. をもとに筆者作成。

● 自主規制法人の設立

金融商品取引所(証券取引所)または金融商品取引所持株会社が、自らが会員となる会員組織として「自主規制法人」を設立し、内閣総理大臣の認可のもと、自主規制業務の全部または一部を委託することができる(図5)。自主規制業務を自主規制法人に委託した取引所は、自主規制業務に関連する規則等の変更・廃止を行う場合、自主規制法人の同意を得なければならない。自主規制法人は、総会で選任される理事長、理事、監事によって運営されるが、理事の過半数は外部理事でなければならない⁴³。

(3) 東証の上場計画と自主規制機能

東証は、自主規制法人の設立を行った最初の例である。東証は、2009年の上場を予定しており、その準備段階として、2007年8月に金融持株会社(東京証券取引所グループ)を設立し、傘下に自主規制法人を設けて自主規制機能を分離した(11月から業務開始)。東証は、当初は自主規制委員会を設置する方向で検討を進めていたが、上場に向けて、自主規制機能の中立性・独立性をより明確なものとするために、自主規制法人の設置を選択したといわれる⁴⁴。有識者の間では、自主規制機能が外部化されると現場部門との乖離が

⁴³ 自主規制業務の委託元である金融商品取引所等やその子会社の役員経験者でない理事。

⁴⁴ なお、大証は、金融商品取引法が用意した3つの選択肢のうち、自主規制委員会の設置を選択している。大証は、2004年4月、自らが運営する新興市場向け市場「ヘラクレス」への上場を果たしている。ただし、上場に先立つ2003年、大蔵省OBの副理事長(当時)が、取引が活況であるように見せかけるための仮装売買を行っていたことが発覚し、金融庁から業務改善命令を受けた(このため上場準備が3か月凍結)。違法行為が長期間放

生じ機能不全が生ずるとする意見と、利益相反を防止するためには自主規制機能を明確に分離すべきとする意見に分かれた⁴⁵。東証の選択の是非は、今後の自主規制機能の実績を踏まえて議論されよう。

なお、英国では、ロンドン証券取引所が 2001 年に上場するにあたって、同取引所の上場審査機能が、監督当局である金融サービス機構（FSA）に移管されている⁴⁶。米国においては、NYSEが 2006 年に上場した際、自主規制機能を非営利法人に移管する計画が浮上した。ただし、この計画は変更され、NYSEの自主規制部門のうち、証券検査部門が全米証券業協会（NASD）と統合し、上場審査、不正売買監視など他の自主規制機能はNYSE内に残す形で決着している。我が国では、証券取引所と証券業協会、証券取引等監視委員会の間で、規制の重複が指摘されており⁴⁷、NYSEが証券業協会と連携して自主規制機能を遂行するという選択をしたことが、今後の我が国における議論に影響を与える可能性もある⁴⁸。

おわりに

我が国の金融・資本市場の信頼性と競争力を高めることは、国内外の多様な商品・サービスへの投資機会の拡大を通して、家計部門が保有する 1,500 兆円の金融資産の有効活用にもつながるといわれる。経済財政諮問会議は、東京市場が十分な金融サービスを提供できていないがゆえに、我が国を含むアジアの貯蓄が欧米に流出していることを指摘した。また、そうした結果、資金仲介の過程で得られる収益やノウハウが、我が国に蓄積されていないことも懸念された⁴⁹。金融取引とそれに従事する専門人材が日本に誘引されれば、金融産業の発展につながり、雇用や税収の拡大をもたらすことが期待される⁵⁰。少子高齢化が進む我が国においては、高い付加価値を生み出す金融サービスの実現が、経済活性化の重要な鍵となる。

このような観点を踏まえて、我が国の金融・資本市場の信頼性を高め、競争力を強めていくためには、「プレーヤー」の改革、「審判」の改革とともに、「フィールド」である証券取引所の改革が不可欠である。証券取引所は、上場商品の拡充、システムの整備、自主規制機能の強化などを、今後もバランスよく進めていくことが求められよう。

置された原因として、自主規制の重要性についての認識の欠如、組織体制の不備等の問題が指摘された。

⁴⁵ 東証の自主規制部門のあり方を巡るこの間の議論については、「証券取引所と自主規制機能 - 東京証券取引所の上場を巡って -」小池拓自『調査と情報 -ISSUE BRIEF-』496号, 2005.10.4. を参照。

⁴⁶ 移管自体は 1999 年に行われた。ただし、売買監視、業者規制、上場管理および実質的な上場審査はロンドン証券取引所が行っている（小池 同上, p.3.）。

⁴⁷ ① 犯則事件の調査等を行う証券取引等監視委員会、② 証券会社の監督・モニタリング等を行う証券業協会、③ 売買審査や証券会社の考査等を行う証券取引所との間に、機能の重複があるという指摘がある（「証券取引所の役割に関する一考察」西川聡『月刊資本市場』259号, 2007.3, pp.16-26.）。なお、証券取引等監視委員会を巡る議論については、「証券取引等監視委員会 - 組織、活動の現状とあり方をめぐる議論」梶朋美『調査と情報 -ISSUE BRIEF-』545号, 2006.6.14. を参照。

⁴⁸ 「全米証券業協会 NY 証取 証券検査部門を統合 効率化し経費負担減」『日本経済新聞』2006.11.29, 夕刊。

⁴⁹ 前掲注 (19)。この場合、日本の金融・資本市場を代表して「東京市場」という表現が用いられている。

⁵⁰ 例えば、英国では、1980 年代の証券市場改革（いわゆる「ビッグバン」）を通じて、株式売買委託手数料の自由化、証券業務の兼業化、取引所会員権の外資への開放等が実施された。その結果、証券業界の再編・淘汰が激化したが、証券市場全体としては活性化を果たした。外資を呼び込むことで国内市場を活性化させたことから「ウィンプルドン現象」とも呼ばれる。英国の金融サービス業の発展は、雇用の拡大やGDPの伸びに大きく貢献したといわれている（「東京市場改革誰のため（上）国際競争の視点を 税や雇用、流出に歯止め」『日本経済新聞』2007.6.28.）。