

金融商品取引法研究会
(証券取引法研究会)
研究記録第 20 号

金融商品取引所について － 自主規制業務を中心に －

財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会
(証券取引法研究会)

ま え が き

日本証券経済研究所の証券取引法研究会は、証券市場、証券取引をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心にご報告、ご議論をいただく場としてご注目いただいているところであるが、本年9月30日から、証券取引法の全面改正により、新たに「金融商品取引法」が施行されることとなったため、9月19日開催の研究会で当研究会の名称は「金融商品取引法研究会」と改められることとなった。今後は、「金融商品取引法研究会研究記録」という名称で、引き続き研究記録を公表させていただき（研究記録番号は、従来からの通番）皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、9月19日の研究会における前田副会長（京都大学大学院法学研究科教授）の「金融商品取引所について－自主規制業務を中心に－」のご報告と、この問題をめぐる委員の先生方のご討論を掲載した。

金融商品取引法では、金融商品取引所の自主規制業務の適正な運営を確保するため、自主規制業務を「自主規制法人」に委託すること、または、自主規制業務に関する決定を行う「自主規制委員会」をおくことを可能とする制度が整備されているところであるが、前田先生から、これらの自主規制機関について、自主規制業務の範囲や権限のあり方、独立性の確保のための関連規定等について、分析、ご報告をいただいた。これらの問題を中心に、行政、実務家のオブザーバーも参加し、熱心なご討論が展開され、大変有意義な研究記録となった。

ご報告いただき、議事録の整理にもご協力いただいた前田副会長に厚くお礼申し上げます、又、神田会長をはじめご参加いただいた先生方、オブザーバーの方々に心から感謝申し上げる次第である。

2007年10月

財団法人 日本証券経済研究所
理事長 高 橋 厚 男

金融商品取引所について

－ 自主規制業務を中心に－

(平成 19 年 9 月 19 日開催)

報告者 前 田 雅 弘

(京都大学大学院法学研究科教授)

目 次

I. 金融商品取引所に関する改正点	2
II. 自主規制業務の目的と定義	2
1. 自主規制業務の目的	2
2. 自主規制業務と利益相反問題	3
3. 自主規制業務の定義	4
III. 自主規制法人	7
1. 自主規制法人の仕組みの概要	7
2. 自主規制法人の独立性確保	8
IV. 自主規制委員会	10
1. 自主規制委員会の仕組みの概要	10
2. 自主規制委員会の独立性確保	11
V. 東京証券取引所における組織体制の変更	15
1. 組織体制の変更の概要	15
2. 委員会等設置会社案	16
3. 自主規制法人の方式の採用	18
4. ニューヨーク証券取引所における組織体制の変更	20
討 議	22
報告者レジュメ	
「金融商品取引所について－自主規制業務を中心に－」	41
資料 1 金融商品取引所等に関する内閣府令〔抄〕	49
資料 2 「組織図」(株式会社東京証券取引所、平成 19 年 8 月 1 日)	53
資料 3 「当取引所の組織体制の変更に関する要綱(骨子)」	54
(株式会社東京証券取引所、平成 19 年 4 月 24 日)	
資料 4 「自主規制業務のあり方に関する特別委員会報告書」	61
(株式会社東京証券取引所、平成 17 年 10 月 25 日)	
資料 5 新自主規制機関に関する SEC のプレス・リリース	78
(2007 年 7 月 26 日)	
資料 6 新自主規制機関に関する NASD のニュース・リリース	79
(2006 年 11 月 28 日)	

金融商品取引法研究会出席者(平成19年9月19日)
(証券取引法研究会)

顧問	森本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木 浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口 恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	戸田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山田 剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松尾 直彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永井 智亮	野村證券執行役
〃	桑原 政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山 明彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅場 達也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
〃	河村 賢治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	廣瀬 康	東京証券取引所グループ総務部法務グループ課長
研究所	高橋 厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小林 和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安田 賢治	日本証券経済研究所事務局次長
(特別参加者)		
オブザーバー	平下 美帆	金融庁市場課専門官
〃	長谷川 勲	東京証券取引所グループ経営企画部課長
〃	萬澤 陽子	立教大学法学部助教

(敬称略)

金融商品取引所について

－ 自主規制業務を中心に－

神田会長 若干遅れて来られる委員もいらっしゃるようですが、定刻になりましたので、始めさせていただきます。

本日は、証券取引法研究会の第5回の会合ということになります。今日は、私、神田が進行を務めさせていただきます。

本日は、前田先生にご報告いただくわけですが、その前に、本日、特別にご参加いただいておられる方々を簡単にご紹介させていただきます。お手元に出席リストがあると思いますので、ごらんいただければと思います。

まず、金融庁から金融商品取引法の取引所関係部分をご担当された市場課専門官の平下美帆さんにご参加いただいております。よろしくお願いします。

それから次に、東京証券取引所から金商法の法案検討段階から改正に関与された経営企画部の長谷川勲さんにご参加していただいております。

そして、もう1人、立教大学の法学部助教の萬澤陽子さんをご紹介しますいただきます。

萬澤オブザーバー（以下OBS） 萬澤でございます。よろしくお願いいたしますします。

神田会長 萬澤さんは来年4月から日本証券経済研究所の研究員として勤務されることが内定しておられるということで、この研究会についてご担当になる予定であると伺っております。よろしくお願いいたしますします。

それでは、今日の報告に移らせていただきます。既にご案内のとおり、今日は副会長の前田先生から「金融商品取引所について」というテーマでご報告をいただきます。いつものように全体を2時間で終わりたいと思っておりますので、1時間をめどにご報告をいただいて、その後、質疑というか討議の時間にさせていただきたいと思います。

それでは、よろしくお願いします。

I. 金融商品取引所に関する改正点

前田副会長 それでは、レジュメに沿ってご報告をさせていただきます。

金融商品取引所に関する今回の改正の全体像につきましては、既に5月に三井課長がご報告くださったところですが、ごく簡単に項目だけを最初に挙げさせていただきます。

まず第1に、改正前には証券取引法に基づく証券取引所と金融先物取引法に基づく金融先物取引所があったわけですが、改正法はこれらを金融商品取引所として統合し、横断的な法制を整備しています。

第2に、改正により証券取引所と金融先物取引所の区別が法律上はなくなったということから、取引対象として通貨・金融指標のデリバティブ取引も入ってきますし、有価証券概念の拡大、デリバティブ取引の概念の拡大により、取引所の扱える商品が拡大したということがあります。

第3に、上場の手続としまして、原則として事前届出制にするなどの整備がされていますが、取引所が自分の発行する有価証券等を上場するには、市場ごとに内閣総理大臣の承認が必要とされています。

第4に、自主規制業務の定義規定が置かれて、自主規制法人、自主規制委員会の制度が新設されるという改正がされています。本日は、特にこの改正点をこの後取り上げさせていただきます。

第5に、主要株主規制の見直しとしまして、認可を受けて議決権の20%から50%まで取得・保有できる者の範囲が政令で定める者に限定されました。政令では、法律で例示されました地方公共団体だけが指定されているところです。

II. 自主規制業務の目的と定義

1. 自主規制業務の目的

ごく簡単ですが、全体像はこれだけにしまして、早速、自主規制業務のほうに入っていきたいと思います。

まず、自主規制業務の目的というところから見ていきたいのですが、金融商品取引法の84条1項によると、自主規制業務の目的として、取引の公正確保と投資者保護が挙げられています。

やや細かなことなのですが、金融商品取引法の法律本体の目的規定、1条においては、今回、「金融商品取引所の適切な運営を確保すること」が目的達成のための方策の1つとして定められるようになったわけですが、法律の目的は、国民経済の健全な発展と投資者保護という2つを究極の目的として、取引の公正確保というのは、その究極の目的を達成するための直接の目的の1つという位置づけになっていまして、84条1項とは目的規定の体裁が少し異なっています。

法律の目的規定、つまり1条がいつている国民経済の健全な発展という部分については、これを投資者保護と別に挙げることに実質的な意味があるのか議論のあるところですが、取引所の自主規制業務については、国ではなくて、あくまで民間の経済団体が行う業務ですので、84条1項のほうでは国民経済の健全な発展という目的は外してあるのだと思われます。

それから、84条1項の自主規制業務の目的は、1条と違いまして、取引の公正確保というのが投資者保護と並列的に並ぶ形で規定されてはいるのですが、取引の公正確保というのは、究極的には投資者保護を目的にすると考えていいでしょうから、結局は自主規制業務の究極の目的は投資者保護だと考えてよいのではないかと思います。

もっとも、この自主規制業務の目的規定をどう解釈するかによって、ほかの規定の具体的な解釈に影響してくることはないでしょうから、目的については、これ以上は立ち入らずにこの程度にさせていただきます。

2. 自主規制業務の定義と利益相反問題

次に、自主規制業務の目的が投資者保護にあるということから、いわゆる利益相反問題が出てきます。

取引所が会員制でも利益相反というのはないわけではありませんが、特に

取引所が株式会社形態をとり、あるいはさらに進んで自社の株式を上場するという状況になると、利益相反問題が顕在化してきます。すなわち、まさしく取引所自身が利益を上げて、利益を取引所株主に分配することを目的にするということになると、利益を上げるために取引の監視を甘くするとか、あるいは上場基準を緩くするというような事態が生じるおそれが出てくるわけです。

そして、ここで利益相反と一口にいても、その内容はいろいろあり得るのであり、これにつきましては資料4の特別委員会の報告書、この報告書については、また後で改めて取り上げさせていただきますが、その3ページでは、利益相反の内容は3つに分類されています。

レジュメに書きましたように、①取引参加者の利益との利益衝突、②上場会社の利益との利益衝突、③取引所株主の利益との利益衝突です。ただ、この報告書が挙げている、①の取引参加者の利益と②の上場会社の利益、これらの利益を取引所がなぜ追求するのかというと、それは取引所自身が利益を上げて株主の利益を増大させるためですから、この①と②も、究極的には③の取引所株主の利益との利益衝突に吸収される関係にあるのだと思います。

ですから、利益相反問題は、最も単純化すれば、結局は投資者の利益と取引所株主の利益の衝突だととらえていいのではないかと思います。

3. 自主規制業務の定義

3-1 「自主規制業務」の範囲

続きまして、自主規制業務の定義ですけれども、金融商品取引法84条2項が自主規制業務の定義規定になっていまして、具体的な業務をレジュメの①～⑧に挙げたように列挙しています。

①上場・上場廃止に関する業務、②会員等の法令等の遵守状況調査、③売買審査、④会員等の資格審査、⑤会員等に対する処分等、発行者による情報開示に関する審査、⑥発行者に対する処分等、⑦前記①～⑥に関する規則の

作成・変更・廃止、⑧前記①～⑥に関する定款変更議案の概要の作成です。

3-2 自主規制業務を法律で定義したことの意味

そこで、今回このように自主規制業務が法律で定義されたことの意味を考えておきたいのですが、第1に、法定の自主規制業務は適切に行うことが金融商品取引法によって取引所に義務づけられていますから、これを適切に行わなければ、まさしく法令違反ということで行政処分の対象になるということがあります。

そして、第2に、実質的により重要と思われるのは、この法定の自主規制業務が、この後見ますが、自主規制法人に業務を委託し、または自主規制委員会に決定を委任できる最高限度になると思われます。

自主規制法人については、自主規制業務及びその附帯業務しかできないとされていまして、自主規制業務とその附帯業務以外の業務は委託できないということは法律上明らかになっていると思われます。

改正法が自主規制法人の業務を限定した理由としては、もしも法定の自主規制業務を超える業務の委託を認めますと、せっかく自主規制業務を市場運営業務から独立させようという趣旨が害されるおそれがあるからだと思われます。つまり、ほかに何でも任意に委託できる、市場運営業務の一部も自主規制法人に委託できるということになると、せっかく分離したのに、自主規制法人のほうで結局はその両方の業務が行われることになってしまって、分離した意味が乏しくなると考えられたからだと思われます。

次に、自主規制委員会のほうは、自主規制業務に関する事項の決定以外の決定はできないという明文規定はないのですが、やはり自主規制法人について、今いいましたのと同じ趣旨から、やはり自主規制委員会で決定できるのは自主規制業務に関する事項及びそれに付随する事項の決定に限られると解すべきではないかと思います。

自主規制委員会のほうは、会社法によっても、委員会設置会社なら一部の取締役意思決定を委任することはできませんし、監査役会設置会社でも、

重要な業務執行に当たる事項は一部の取締役意思決定に委任できないということになっていますが、たとえ監査役会設置会社において重要でない事項であっても、今いいました制度の趣旨からは、自主規制業務に関する事項とそれに付随する事項以外の決定を自主規制委員会に行わせることはできないと解すべきではないかと思います。こう考えていいのであれば、法定の自主規制業務というのは、自主規制法人、自主規制委員会に委託等ができる業務の最大限を画するという意味を持つことになると思います。

もっとも、自主規制業務が法定されたからといって、これを超える自主規制を取引所が自治的に行うことは否定されるわけではないと考えるべきだと思います。よくいわれますように、もともと取引所の自主規制機能というのは、市場が生まれながらにして自然にある程度は保有している。ですから、法律が自主規制業務を定めたからといって、これを超える自主規制、つまり、法が予定するよりも厳しい規制を取引所が自治的に行うことが否定されるわけではないと思われます。法律で求められるよりも高いレベルの規制をするというのは、自主規制の最大のメリットの1つでありまして、取引所が法定の自主規制業務を超えた自主規制を行いたいといっているのに、それを法律が禁止すべき実質的理由はないと思われます。

ただし、任意に行う自主規制の部分は、先ほどいいましたように、自主規制法人等への委託等はできないということになるのではないかと思います。自主規制業務ならば法定の自主規制業務を超える部分も委託等は認めていいのではないか、自主規制法人については立法論になると思うのですけれども、自主規制ならば別に法定されたものでなくても、委託等を認めて何も悪くないという議論はあり得るようには思うのですが、法定の自主規制業務を超えてどこまでが実質的な自主規制かという範囲が相当にあいまいです。見ようによっては、取引所がやっているのはほとんど全部自主規制だということにもなりかねないのであって、その委託等を認めると、やはり自主規制業務と市場運營業務とを分離しようという法の趣旨は損なわれることになるのではないかと思います。

ですから、自主規制といえども、委託等ができるのは法定の自主規制業務に限られると考えるのがいいのではないかと思いますし、金融商品取引法はそういう規定になっているのではないかと思います。ただ、ここはご異論があるところかもしれません。

Ⅲ．自主規制法人

1．自主規制法人の仕組みの概要

取引所が自主規制業務を行う形態の選択肢として、金融商品取引法が用意しているのは、自主規制法人を利用するか、自主規制委員会を利用するか、いずれも利用しないかという3つです。

まず、自主規制法人のほうですが、取引所は内閣総理大臣の認可を受けて、別法人である自主規制法人に対して、自主規制業務の全部または一部を委託することができます。

この自主規制法人は、金融商品取引法 102 条の 2 以下の規定に基づいて設立される法人です。

そして、金融商品取引所または金融商品取引所持株会社でなければ設立できず、会員もまた、金融商品取引所または金融商品取引所持株会社に限定されています。ただし、みずからが会員でない自主規制法人に自主規制業務を委託することは妨げられていません。

役員は理事長 1 人、理事 3 人以上、監事 2 人以上です。理事、監事は総会決議で選任します。

そして、自主規制法人は、先ほども少し出てきましたが、自主規制業務及びその附帯業務だけを行うことができます。営利目的で業務を行うことは禁じられています。先ほど少し見ました資料 4 の報告書では、「自主規制業務会社」となっていまして、会社形態が想定されていたようですが、改正法がこれを営利法人としなかったのは、自主規制業務が営利目的とはなじまないからだと思われます。例えば、違反者から高額の過怠金を取るなどして、積極的に利益を上げて構成員に分配することを目的にするということは、適当

でないと考えられたのだと思われます。

それから、自主規制業務に関連する一定の規則の変更・廃止には、自主規制法人の同意が必要です。どのような規則の変更・廃止に自主規制法人の同意が必要かということは、取引所府令の35条1項に列挙されています。

これによりますと、例えば上場・上場廃止に関する業務を自主規制法人に委託した場合には、上場基準・上場廃止基準の廃止には自主規制法人の同意が必要になるということになります。先ほど、レジュメの自主規制業務の定義の⑦の括弧書きに挙げましたように、上場基準の変更等は自主規制業務には含まれていません。つまり、上場基準等をどうするかというのは、まさしく市場運営会社にとっての重要事項です。経営戦略にかかわる中核的な事項であり、その変更等を別法人に決定させるというわけにはいかない。

しかし、他方では、自主規制法人のほうも、上場等に関する業務を委託されながら、そのもとになっている上場基準等を自分の知らないところで変更等がされるのでは、自主規制業務の独立性は維持できない。そこで、上場基準の作成等の権限は市場運営会社に残すことにした上で、自主規制法人の同意を要するという非常に巧妙な規制がなされていると思います。

このほか、自主規制法人の理事会は取引所に対して必要な助言をすることができ、取引所の側は、その助言に対する対応を理事会に報告しなければならないことになっていますし、取引所のほうは、業務執行の状況について定期的に自主規制法人の理事会に報告する義務を負い、理事会は取引所の取締役等に対して職務執行に関する事項の報告を求めることができることになっています。

2. 自主規制法人の独立性確保

制度の概要は以上ですが、次に自主規制法人の独立性確保のためにどのような手当てがされているかということを確認しておきたいと思います。

2-1 理事の構成等

まず、理事の過半数は外部理事でなければなりません。外部理事というのは、株式会社の社外取締役に対応する者であり、子会社も含めて、委託をする取引所の取締役、理事、執行役、使用人のいずれでもなくて、過去にもそうでなかった者ということになります。

そして、理事長も外部理事から互選されるということになります。

理事の解任の要件は厳格であり、会員の過半数が出席をして、出席した会員の5分の4以上の多数決によらなければならないということになっています。

2-2 行政的監督

行政的な監督としては、内閣総理大臣の認可が、自主規制法人と委託をする取引所、この両方に要求されています。1つは、自主規制法人による自主規制業務の実施の段階です。自主規制法人は、その設立自体は準則主義にのっとって設立登記で成立するわけですが、自主規制業務を行うには認可が必要です。どこから委託を受けるかにかかわらず、とにかく自主規制業務を行うには認可が要ということです。認可の基準は102条の16に規定されています。このほか、取引所に対する監督規定が自主規制法人に対する監督に準用されています。

もう1つは、取引所による自主規制業務の委託の段階です。取引所が個別に自主規制法人に委託をする段階でも認可が必要です。こちらは具体的に委託をする段階での認可ということになります。認可の基準は85条の3に規定されています。ここでは委託手数料など、主に委託契約の内容が審査されるわけです。そして、いったんは認可されても、一定の場合には認可の取消しなどの措置がとられることになります。

自主規制法人については、また後ほど、東京証券取引所の関係で改めて取り上げることにしまして、続いて、自主規制委員会のほうに入っていきたいと思います。

Ⅳ．自主規制委員会

1．自主規制委員会の仕組みの概要

まず自主規制委員会の仕組みの概要をざっと見ておきたいのですが、自主規制委員会は、株式会社金融商品取引所だけが定款の定めにより設置できる機関でありまして、取引所の自主規制業務に関する事項の決定を行います。

そして、自主規制委員会の構成員（自主規制委員）は、取引所の取締役の中から取締役会決議で選定され、人数は3人以上です。

これは取締役会内部の機関なのですが、自主規制業務に関する事項の決定について取締役会から委任を受けたものとみなされることになっています。これは会社法 362 条 4 項、416 条 3 項の規定の例外規定という位置づけになるとおもわれます。

会社法 362 条 4 項といたしますのは、委員会設置会社でない従来型の取締役会設置会社において、重要事項の決定を一部の取締役に委任してはいけないという規定です。取引所において自主規制業務に関する事項の決定は、通常は重要事項の決定のはずでありまして、会社法では取締役会自身で決定する必要があるわけですが、金融商品取引法はその例外を認めたことになります。

委員会設置会社におきましては、会社法 416 条 4 項の規定により、執行役に委任することはできるわけですが、416 条 3 項により、取締役あるいは取締役のつくる委員会に業務執行の決定を委任することはできません。ですから、自主規制委員会への委任を認めるということは、やはり会社法の例外を定めた規定だということになります。

それから、これは自主規制法人のところで見たと同様ですが、自主規制業務に関連する規則の変更・廃止をする場合には、自主規制委員会の同意を得なければなりません。

また、自主規制委員には、執行役・取締役の一定の行為に対して差止請求権が与えられています。

2. 自主規制委員会の独立性確保

2-1 自主規制委員会の人的構成

以上が仕組みの概要ですが、ここでも自主規制委員会の独立性確保のためにどのような手当てがされているかということを整理させていただきます。

まず、自主規制委員会の人的構成に関してですが、自主規制委員の過半数は社外取締役でなければなりません。そして、自主規制委員長は自主規制委員の互選によって社外取締役のうちから選定されます。

自主規制委員の解職の要件は厳格です。出席した取締役の過半数だけではなくて、出席した自主規制委員の過半数の賛成も要件になっています。

人的構成において、会社法における委員会設置会社の委員会よりも一層独立性に配慮した規制になっているというのは、会社法の観点からしても大変興味深いところです。委員会設置会社の委員会では、会社法上は委員長に関する定めはありませんので、置かないことも制度上は可能です。逆に、指名委員会と報酬委員会では、代表執行役が委員長になるということも制度上は可能だと思われませんが、自主規制委員会は必ず社外取締役の中から委員長を選定せよという規制になっています。解職についても、委員会設置会社の委員は通常の実務取締役会決議で解職されるのに対して、自主規制委員会では、出席した自主規制委員の過半数の賛成が要件に付加されています。

委員会設置会社の委員会と自主規制委員会との人的独立性に関するこのような違いは、両委員会に期待される役割の違いから生じているものと思われます。すなわち、委員会設置会社は、取締役会全体を執行役から独立した存在にするということをねらった制度でありまして、人事と報酬の両面から取締役会全体が執行役から相当程度に独立した存在になることが予定されています。

これに対して、自主規制委員会というのは、もっぱら自主規制業務を業務執行の執行機関、具体的には代表取締役・執行役から独立した存在にすることを目指した制度です。何も取締役会全体を代表取締役とか執行役から独立

した存在とする必要はないのであり、現にその手当てはされていません。

そうしますと、取締役会が執行機関から独立していないところで取締役会内部の機関である自主規制委員会が執行機関から独立して自主規制業務を行うためには、委員会設置会社の委員会以上に独立性を維持しやすい仕組みにしておく必要があると考えられます。そのことが、委員長の定めであるとか、解職要件が厳格であるという規制にあらわれているのだと思われまして、委員会設置会社の委員会と合理的な違いが設けられているものと思います。

2-2 自主規制業務に関する事項の決定の取締役会からの委任

次に、自主規制業務に関する事項の決定については、自主規制委員会は取締役会から委任を受けたものとみなされます。取締役会が委員会に決定を委任するという形式は、かつて平成14年商法改正のときの重要財産委員会で見られた形ですが、こちらの自主規制委員会は、取締役会が自主規制委員会に委任「できる」というのではなくて、法律によって当然に委任されたとみなされるということです。

ですから、自主規制委員会の決定は取締役会決議によっても覆すことはできないということになると思います。委任をやめて取締役会みずから決定したいのであれば、定款を変更して自主規制委員会を廃止しないとできないということになるのではないかと思います。

規定の仕方が、委員会設置会社の指名委員会とか報酬委員会のように、端的に自主規制委員会は自主規制業務に関する事項を決定するという規定ぶりにはなっておらずに、取締役会から決定の委任を受けるという形になっています。しかし、取締役会の中の委員会であるにもかかわらず、その決定を取締役会自身も覆せないという点では委員会設置会社の委員会と共通しているのであり、みなし委任の規定の仕方をとらずに、端的に自主規制委員会は自主規制業務に関する事項を決定するだけ規定したのと実質的な差はないのではないかと思います。

2-3 執行役・取締役への委任の禁止

次ですが、金融商品取引法の105条の4第4項の規定は、自主規制委員会
は一定の事項の決定については執行役・取締役に委任することができないと
規定しています。委任できない事項は、自主規制業務に関する事項の決定、
自主規制委員の選定・解職です。

この規定の読み方が、よくわからないところです。自主規制業務について
はわかります。取締役会からみなし委任を受けた事項を執行役等に再委任し
てはいけませんといっているわけです。しかし、自主規制委員の選定・解職
は取締役会の権限ですから、105条の4第4項の規定の主語は、「自主規制
委員会は」ではなくて、「取締役会は」と規定すべきところではなかったの
かというように思われます。

「会社法第362条第4項及び第416条第4項の規定にかかわらず」という
部分がありますが、これらは取締役会の権限の委任に関する規定ですから、
この部分からしても、4項の主語は「取締役会は」と読まないといけないの
ではないかと思われそうですが、読み方がおかしければご指摘いただければと思
います。

「取締役会は」と読んでいいのであれば、この規定の趣旨は明快です。つ
まり、取締役会が自主規制業務に関する事項の決定を委任できるのは、自主
規制委員会に対してだけであって、それと別に執行役・取締役に委任しては
いけないということを定めていることになります。自主規制業務の決定を業
務執行の執行機関から独立した場で決定するようにしようというのが自主規
制委員会の制度の趣旨ですから、その決定を執行役・取締役にゆだねては意
味がなくなるからです。

自主規制委員の選定・解職を執行役・取締役に委任できないことにしたの
は、自主規制委員の独立性を確保するためだと思われそうです。監査役会設置会
社であれば、自主規制委員の選定・解職は重要な業務執行の決定として、こ
の規定がなくても、取締役に決定を委任できないはずですが、しかし、この規
定によってそのことを確認するとともに、委員会設置会社については、自主

規制委員の執行役からの独立性を確保するために、執行役への委任を禁じたものと理解することができます。

2-4 自主規制委員会の職務執行に必要な事項の決定

次に、取締役会は自主規制委員会の職務執行に必要な事項を決定しなければなりません。株式会社金融商品取引所は会社法上の大会社ですから、業務全般の適正を確保するための体制、いわゆる内部統制システムを構築する義務があるわけですが、自主規制委員会を設けた場合には、特に自主規制業務が適正に行われるための組織体制、自主規制システムとでも呼ぶべき体制を構築することが求められます。

取締役会で決定すべき具体的事項は、取引所府令 53 条に規定されています。53 条 6 号にありますように、自主規制システムというのは、要するに「自主規制委員会の自主規制業務に関する事項の決定が実効的に行われることを確保するための体制」ということであり、1 号～5 号がその例示になっています。

取引所府令 53 条 7 号は、自主規制委員会が自主規制業務以外の業務に関する事項の決定を行う場合の規定になっています。ただ、自主規制業務の定義のところで検討したように、自主規制委員会というのは自主規制業務に関する事項とそれに付随する事項の決定しかできないと解すべきではないかと思います。そうしますと、ここは付随的な事項を決定する場合のことをいっているのではないかと思います。例えば、自主規制委員長の選定です。これは法定の自主規制業務そのものとはいえません。84 条 2 項、先ほど見ました法定の自主規制業務のどれにも自主規制委員長の選定というのは入らないと思いますが、自主規制委員長の選定を単なる互選によらずに自主規制委員会決議で行うということは差し支えないと思われ、そういう場合に、その決定が適切かつ実効的に行われることが確保されるための体制をつくっておきなさいということだろうと思います。

この取引所府令 53 条 7 号の規定があるからといって、自主規制委員会が

自主規制業務と無関係な事項の決定までできるということにはならないのではないかとと思うのですが、あるいはご異論もあるかもしれません。

2-5 行政的な監督

最後に、業務改善命令などの行政的な監督も働くわけですが、自主規制委員会は先ほどの自主規制法人とは異なり、取引所内部の機関にすぎませんから、自主規制委員会の独立性についての監督も、取引所に対する行政的監督の一環として行われるということになります。

今回の改正法については以上です。それでは少し話題が変わりますが、東京証券取引所における組織体制の変更について見ていきたいと思います。

V. 東京証券取引所における組織体制の変更

1. 組織体制の変更の概要

東京証券取引所では、ことし6月22日の定時株主総会において、株式移転による完全親会社の設立が承認され、これに基づいて8月1日に株式会社東京証券取引所グループが設立されています。

レジュメの図に挙げた株式会社東京証券取引所グループというのが、グループという名称になっていますが、持株会社であり、その下に市場運営会社である従来の株式会社東京証券取引所が完全子会社としてぶら下がるという形の組織再編がなされました。

それぞれの会社の組織図は資料2に添付したとおりです。組織図にありますように、持株会社のほうは委員会設置会社として設立されています。市場運営会社のほうは従来どおり監査役会設置会社のままです。

そして9月30日に金融商品取引法が施行されますと、持株会社が自主規制法人を設立する。持株会社だけが会員の自主規制法人ですから、持株会社の下に自主規制法人がぶら下がる。そして、市場運営会社が自主規制業務を自主規制法人に委託するという形になることが予定されているということです。

2. 委員会等設置会社案

こういう形に決まるまでには議論の変遷がございましたので、ここで少し取り上げさせていただきます。資料4にあります「自主規制業務のあり方に関する特別委員会」というのは、東京証券取引所の諮問を受けて設けられ、神田先生も委員になっておられた委員会です。

その報告書では、これは平成17年段階での議論であることに注意する必要がありますが、考え得る組織形態として、まず5つの類型を挙げていました。資料4の最後のページに図が出ていますが、5類型を挙げて、その上で「自主規制業務の独立性確保の要請」と「自主規制業務の実効性確保の要請」、ここで「実効性確保」という言葉は、自主規制部門と市場運営部門との情報の共有・連携の容易さなどをいっているわけですが、これら2つの要請から、委員会等設置会社案と自主規制業務会社案にまず絞り込まれています。これらがそれぞれ今回の自主規制委員会と自主規制法人に対応する形態です。

さらに、特別委員会報告書ではこの2つの比較検討を行い、独立性の確保、必要な経営資源の確保、これは自主規制業務を適正に行うための人員・予算をどう確保するかということですが、これらの観点では実質的な差はないけれども、しかし、実効性の確保の観点では委員会等設置会社案がすぐれている。自主規制業務会社案ですと、幾ら同一グループとはいいましても別法人になりますので、情報交換とか連携は困難になるということです。

さらに、移行コストの点でも、委員会等設置会社案がすぐれている。自主規制業務会社案ですと、別法人をつくらないといけませんのでコストがかかる。それから、法的実現可能性、すなわち実現するのに法改正を要するかどうかという点でも、委員会等設置会社案がすぐれている。この報告書の平成17年時点の法制のもとでは、法改正なしには自主規制業務会社案を実現するのは困難だと考えられたわけです。

そして、結論として、報告書は委員会等設置会社案がよいと提言をしたわけです。この委員会等設置会社案が今回の改正法の自主規制委員会に相当す

る形態なのですが、若干の重要な違いがございます。

1つは、改正法の自主規制委員会は監査役会設置会社でも設けることができます。報告書は、当時の法制度のもとで実現可能な方法として、自主規制に関する委員会を置ける会社は、平成17年当時の委員会等設置会社になるべきことを提言していたわけです。

しかし、立法論として考えるのであれば、自主規制委員会を置くことのできる会社を委員会等設置会社、会社法のもとでの委員会設置会社に限定する必要はないと思われます。確かに、委員会設置会社であれば取締役会全体の執行役からの独立性が相当程度に確保されていまして、3つの法定の委員会がありますから、それと並ぶ形で自主規制委員会を設けるとするのは制度として簡明といえますか、わかりやすいのは確かです。しかし、先ほど自主規制委員会の人的構成のところで見ましたように、自主規制委員会の独立性確保は、委員長を社外取締役の中から選定せよとか、あるいは委員の解職決議に厳格な要件を設けるという形でも実現でき、委員会設置会社でなければ自主規制委員会の独立性を確保できないということはありません。

そして、独立性の確保の目的も、委員会設置会社の委員会と自主規制委員会は同じではありません。委員会設置会社では、当該会社の株主の利益のために委員会を執行役から独立させる必要があるわけです。それに対して自主規制委員会の場合は、投資者保護のために委員会を執行機関から独立させる必要がある。独立性の確保の目的が違うわけですから、独立性確保の方法も委員会設置会社の委員会と異なって差し支えないと考えられます。ですから、改正法が委員会設置会社に限らず、監査役会設置会社についても自主規制委員会を利用できることにしたのは正当であると思います。

もう1つ、報告書の委員会等設置会社案と改正法の自主規制委員会との違いとして、報告書の案では、当時の法制度を前提としていたために、会社法416条3項、当時の平成17年改正前の商法特例法21条の7第2項の規定により、業務執行の決定を委員会には委任できなかったわけです。ですから、自主規制業務に係る事項の決定、例えば委員長の選解任とか自主規制業務に

係る予算の決定などについても、その決定権限を委員会に移すということとはできずに、決定権限はあくまで取締役会にあると考えざるを得ないという問題がありました。

そのために、報告書では技巧的といいますか、非常に工夫をして、取締役会の決議要件を加重するなどの工夫をすべきだということを提言していました。定款で取締役会決議の決議要件を加重して、例えば自主規制業務に係る事項の決定については、委員会の承認がなければ特別多数の賛成を要するということに定めておくわけです。当時の法制度のもとでは、委員会に自主規制業務の決定を行わせることにはこういう問題があったわけですが、改正法は明文で自主規制委員会に自主規制業務の決定権限を付与することで、この問題を立法によって解決しています。

以上のように、報告書では委員会等設置会社案、今見ましたように少し違いはありますが、改正法でいう自主規制委員会に相当する形態がよいと提言をしました。そして、この委員会の提言を受け、東京証券取引所は、平成17年段階では、委員会等設置会社に移行して、法定の3委員会のほかに自主規制に係る委員会を取締役会内に設置する形態をとるということを決定しました。東京証券取引所の取締役会でいったんこう決定されたと報じられています。

3. 自主規制法人の方式の採用

しかし、その後、金融商品取引法の成立を受け、組織形態について再検討が行なわれ、2006年7月には、自主規制法人を置くという形態を第1候補にして検討を進めるという決定がされました。その理由は、公表されている社長記者会見によりますと、レジュメに挙げましたように、1つは、自主規制業務の独立性が外形的に見てわかりやすい。そして、ニューヨーク証券取引所でも採用されていることから、国際的にも説得力が高いということです。

それから、もう1つ、自主規制法人を全く独立した別の法人とはせずに、持株会社の下にぶら下げることにした理由としては、自主規制機能の実効性

を確保できることが挙げられています。このように東京証券取引所が組織形態についての考え方を大きく方針変更したのは興味深いところです。

自主規制委員会の方式がいいのか自主規制法人の方式がいいのか、その優劣は、一般論としてはつけられないはずです。優劣が一般論としてつけられるならば、初めから改正法はどちらか1本に絞ったはずであり、これらの選択肢を設けたということは、制度的な優劣としては対等で、どちらが適しているかは各取引所がそれぞれ考えなさいということだと思います。

そして、資料4の報告書によりますと、実効性の確保、すなわち情報交換とか連携、それから移行コスト、これらの点では、自主規制法人の方式は劣るということになるわけですが、東京証券取引所は、理由として挙げられた外形的なわかりやすさ、国際的説得性、これらのプラスがそれらのマイナスを上回るという経営判断をされたものと考えられます。

これは高度な経営判断であり、その判断について私などがコメントすることは到底できないのですが、独立性の確保と実効性の確保について感想のようなことだけ申し上げさせていただきますと、まず、独立性の確保につきましては、結局は、外部理事が真にどれだけ市場運営会社の代表取締役等から独立して活動できるかということに負うところが大きいように見えます。

自主規制法人を全く独立した別の法人とはせずに、持株会社の下にぶら下げることにしたのは実効性確保のためであり、報告書でもそういう案が出されていたところですが、持株会社の下にぶら下げるということになりますと、独立性の確保はそれだけ困難になることは否定できません。自主規制法人の理事は外部理事も含めて自主規制法人の総会決議で選任されるわけですが、自主規制法人の総会決議といいましても、自主規制法人の会員は持株会社1人ですから、結局、自主規制法人の理事を実質的に決めるのは持株会社の取締役会、ひいては持株会社は委員会設置会社ですから、委任を受けた執行役ということになるわけです。

この持株会社にとって利益の源泉になりますのは市場運営会社のほうの事業ですから、別法人にしたからといって、構造的には利益相反問題は完全に

は解消されてはいないということになります。初めのほうで取り上げました株主の利益と投資者の利益が衝突するという利益相反問題が、持株会社株主の利益と投資者の利益の衝突という、少し姿を変えた形でなお残ってしまうということになるわけですが、これはやむを得ないところです。改正法の趣旨を生かすためには、持株会社の取締役会または執行役が、外部理事として市場運営会社の代表取締役等から独立した方を選任するかどうかということに負うところが大きいように見えます。

他方、実効性の確保については、まさしく報告書で、別法人にすると委員会等設置会社案よりも困難になると指摘されていた問題です。人事面においては、資料3を見ますと、自主規制法人の役員は市場運営会社の取締役と全く兼務しないという方針が打ち出されています。独立性確保に強く配慮されて出された方針だと思いますが、情報交換とか連携を考えますと、自主規制法人の理事の半数未満であれば、市場運営会社の取締役、使用人もいいわけで、一部は兼任を認めるなどの工夫はあり得るところだと思われます。

あと、市場運営会社が別法人に情報を提供するということになると、守秘義務等の問題もありますので、情報の保存・管理に関する内部統制システムがますます重要になるのだと思います。

4. ニューヨーク証券取引所における組織体制の変更

そろそろ時間になってしまったのですが、最後に、東京証券取引所における組織体制の変更に大きな影響を与えたと推測されます、ニューヨーク証券取引所における組織体制の変更にに関する最近の状況を、ごく簡単にご紹介をさせていただきますと思います。

ニューヨーク証券取引所については、2006年3月に株式会社化と同時に、既に自分の株式を上場し、それとともに自主規制部門を分離しています。その結果、ニューヨーク証券取引所グループという持株会社の下に、市場運営会社であるニューヨーク証券取引所と、自主規制法人であるニューヨーク証券取引所レギュレーションがぶら下がる形の組織形態となっていまして、

ちょうど東京証券取引所が予定している形になっているわけです。

そして、ことし4月のユーロネクストとの統合で、今はこの持株会社であるニューヨーク証券取引所グループの上に、さらに持株会社である NYSE Euronext 社が来るという形になっているところです。この2つの持株会社の下には、ほかにも子会社が並んでいます、単純化しますとレジユメの図のようになります。

最近変動がありましたのは、ニューヨーク証券取引所レギュレーションが、自主規制業務の一部、会員検査とか仲裁などの業務を切り離しまして、全米証券業協会（N A S D）と統合して、新たな規制機関がこれを行うことになったということです。この新たな自主規制機関、N A S Dがなくなってしまう、N A S Dの後継機関ということになるわけですが、これは Financial Regulatory Authority（F I N R A）と呼ばれています。

東京証券取引所の廣瀬さんに貴重な資料を多数ご提供いただきましたが、添付した資料5と6はその一部です。この統合の合意が公表されたのが2006年11月28日であり、資料6は、そのときのN A S Dのニュースリリースです。資料5が、S E Cがことしの7月26日にこの統合を承認したときのプレスリリースです。正式のリリースは80数ページと非常に大部なものですので、お配りしたのはその簡略版です。

このような統合がされた理由としては、規制の重複を排除する、つまり、統一的なルールを制定して、単一の機関に責任を負わせることで、投資者保護を強化することが挙げられています。規制のコストといっているのは、する側よりもされる側のコストが主なようですが、これで規制のコストが年間数百万ドル節減できるともいわれています。

この新たな動きは、本日取り上げた利益相反問題を軽減するというよりは、むしろ主に規制の重複によるコスト削減をねらったもののようですが、ともかくニューヨーク証券取引所が、持株会社の下で行なわせていた会員検査等の自主規制業務を完全にグループの外に出してしまい、会員検査等の権限を失ったということは注目に値するところですので、最後にご紹介させていた

だきました。

私からの報告は以上でございます。

討 議

神田会長 動いている最中の話を含めて、大変貴重なご報告をいただきましてありがとうございます。

それでは、いつもどおり質疑に移りたいと思います。その前に、本日は東証から、長谷川さんと廣瀬さんに特別においでいただいていますので、最後のNYSEのところとか、あるいは東証自身のことにつきましても、もし何かご発言があれば、ここで多少していただいて、また後で質疑の中でもご発言いただければと思います。お願いします。

長谷川課長 では、1点だけ。

先ほど前田先生のレジュメの5ページの3のところで、結局、東京証券取引所が自主規制法人方式を採用したのは、高度な経営判断があったとのだろうというお話があったのですが、その経営判断に際して、レジュメに記載されている理由以外に大きな理由があったことを付け加えさせていただきます。それは、この間、先ほどご紹介があったNYSEとEuronextとの経営統合等の国際的な市場間競争がさらに進展をしたという状況の中で、東京証券取引所として、持ち株会社方式を採用することによって、組織面で経営の自由度を確保しておくべきではないかといった、やや視点が異なる判断要素が加わったということでございます。

神田会長 どうもありがとうございました。それでは、ご質問、ご意見を、どなたからでもお出しいただきたいと思います。いかがでしょうか。

森本顧問 金融庁の方に先ほど、前田さんが疑問を提示された条文の読み方について、補足願えないでしょうか。

神田会長 今、森本先生から金融庁のほうに、先ほどの条文の読み方についてご依頼がありました……。

松尾OBS ご指摘の点は、先ほど平下専門官と話をしていたのですけれど

も、現時点では、解釈としてはご指摘のとおりだろうということをお答えさせていただきます。今後の検討課題とさせていただきたいと思います。

いろいろ申し上げたいことはあるのですが、それはまた後で、いろいろな場面で申し上げたいと思います。

森本顧問 今の105条の4の第4項をどう読むかということとも関連するのかも知れませんが、105条の4の第2項の「自主規制業務に関する事項の決定を行う」と3項の「自主規制業務に関する事項の決定について、取締役会から委任を受けたものとみなす」ということの関係について、お尋ねします。前田さんは、「取締役会から委任を受けたものとみなす」というのを、商法特例法のように「事項の決定をする」としたらいいいのではないかといわれたけれども、2項において、「自主規制業務に関する事項の決定を行う」と規定されていますので、2項と3項を合わせるとどう読むべきなのかということが、気になったのです。要するにこの条文がわかりにくいというのは確かなのですが、そこら辺のところをお教えいただければと思います。

前田副会長 確かに、105条の4第2項のほうでは、委員会設置会社の指名委員会、報酬委員会と同じように、端的に「決定を行う」と規定されているのですね。

森本顧問 加えて3項で「委任を受けたものとみなす」と重ねてあるのはどうということかなということなのです。

前田副会長 2項があれば、先生のお考えでは、3項は必ずしも必要はないということになりますでしょうか。

森本顧問 自主規制業務について、全般的に委任を受けたものとするワンセット方式であることを意識しているのですかね。

前田副会長 自主規制法人のほうは、法定の自主規制業務の「全部又は一部」とあるのですね。

森本顧問 こちらはワンセットですね。

前田副会長 はい。自主規制法人のほうは一部だけ業務委託することが可能ですけれども、自主規制委員会のほうは、法定の自主規制業務に関する事項

の決定は、セットで丸ごと委任を受けたものとみなすということになる。

森本顧問 それがこの3項の趣旨なのかなと思ったのです。全体を知らずに、にわか勉強ですので、誤解しているのかもわかりませんが。

前田副会長 表現はともかくとして、実質は委員会設置会社の委員会と同じように、初めから委員会が決定するのだけ規定するのと変わりはないと思っていたのですが、今森本先生からご指摘をいただいた、2項と3項との関係については、よく考えていませんでした。

松尾OBS そこはちょっと技術的な理由もありますので、ご説明をさせていただきます。

平下専門官 この自主規制委員会のところの規定を作成するに当たって、産業再生機構の条文を参考にしました。産業再生機構というのは、ご存じのとおり監査役設置会社ですが、監査役会設置会社に、委員会設置会社の3者委員会と同じものを置くのに、何か支障はないかという検討をいたしまして、産業再生機構法において、「委任を受けたものとみなす」という規定が置かれていましたので、端的に申し上げると、それを参考に105条の4第3項を規定しました。私どもの悩みというのが、自主規制委員会が取締役会の下に設置された会社の機関であるという点でした。

会社の中の機関である委員会が、もう1つの機関である取締役会から単に「委任」を受けたというようにしてしまうと、何か気持ち悪い感じがしたので、機関と機関の権限の問題として、産業再生機構法では「委任を受けたものをみなす」という規定ぶりになっているのかなという理解のもとで、金融商品取引法でも同様の規定を取り入れたものです。

105条の4第2項のほうは、自主規制委員会の職責を端的に述べている条文であり、第3項は、機関と機関の間の権限関係はどのようになっているのかということを説明している条文として、規定したつもりなので、あわせて読むことができるとおっしゃられると、確かにそうなのかもしれないのですが、こちらの意図としてはちょっと違う趣旨で入れているものです。

前田副会長 どうもありがとうございました。

ついでにお伺いしたいのですが、自主規制委員会は、自主規制業務に係る業務以外のことを決定できるという表現が府令 53 条 7 号の中にございまして、読み方を悩んだのですけれども、その読み方は、報告の中で申しましたように、自主規制業務に付随する事項の決定、例えば、自主規制委員長の選定のようなことを念頭に置いてよろしいのでしょうか。

松尾 OBS この自主規制委員会の職務の範囲につきましては、私は基本的には前田先生のご指摘のとおり、自主規制業務及びそれに付随する業務に限定されると解するのが正当だと思います。

ただ、この府令は実は、東京証券取引所以外の取引所が、法定の自主規制業務以外の一定の自主規制業務に関連すると思われる業務を、自主規制委員会の決定にゆだねたいという具体的な提案がありまして、それを念頭に置いて書いたものです。ちょっとそれについて説明をお願いします。

平下専門官 自主規制業務の範囲は法定されていることだけなのですが、自主規制業務の範囲を規定した条文には「会員等に対する処分」という規定があります。「会員等」とは、取引参加者と会員制の会員に対する処分であることを念頭に置いていたのですが、取引所の中には、取引所が清算機関も兼業しているところがありまして、そこでは、取引参加者と清算参加者が表裏一体になっているとのことで、清算参加者についても、参加者資格の審査についての決定を自主規制委員会に委任したいといった話がありました。

そこで、自主規制業務には含まれないが、自主規制業務以外の業務に関する事項の決定を認めても、自主規制業務が不公正になるおそれがないものもあるだろうという判断をし、その範囲を限定した、例えば清算参加者の資格審査についての決定といったことであれば、実務として認めてもよいのではないかと考え、取引所等府令 53 条 7 号を規定しています。この点については、金融庁のパブリックコメントに対する回答(19 年 7 月 31 日)の 563・564 ページに記載しています。

もう一言ちょっと申し上げておきますと、自主規制委員会の決定の条文というのが、会社法の監査委員会の条文をそのまま参考にしているところが多

くて、具体的には会社法 404 条の 2 項「監査委員会は次に掲げる職務を行う」という条文を参考にしているので、自主規制委員会の職責を決定するにあたり、会社法 404 条 2 項の解釈を参考にしました。

法務省民事局に会社法の条文解釈を照会しまして、「監査委員会は会社法 404 条 2 項に書いてあること以外はできないのか」との質問に対し、「監査委員会が行うのは業務ではなくて職務なので、他の業務を行うことは禁止される。しかし、監査に付随するようなことについては全く禁止されているというわけではない」という非公式な回答を得たので、自主規制委員会も、限定した範囲であれば、他の業務を行うことも解釈として禁じられてはいない。ただし、趣旨からいけば、全く何でもいいということではないと考えたという立法経緯があります。

前田副会長 どうもありがとうございました。

川口委員 自主規制委員会と自主規制法人の権限の違いですが、取引所は、自主規制法人の場合には、一部だけ委任することが認められるけれども、自主規制委員会の場合は、そのようなことはできず、全てを任せるか任せないかしかないのでですね。この違いについて、論理的な必然性はあるのでしょうか。

松尾 OBS 論理的に必然かどうかは、ご判断になると思うのですが、これは一種の政策論でもありまして、逆にいいますと、なぜ自主規制法人については業務の全部のみならず一部の委託を認めたかということにつきまして、先ほどご指摘いただきましたように、要は他の取引所からの委託ということも、政策論として認めているものです。

その場合、他の取引所から自主規制業務の全部の委託のみを、例えば、東京証券取引所の自主規制法人が、他の取引所の自主規制業務の全部の委託を受ける場合だけを念頭に置くのは、現実的には適当でないということから、一部の委託ということも認めているわけでございまして、私もは、論理必然かどうかかわからないのですが、政策論として、むしろ自主規制法人のほうには一部の委託ということを認めているということでもあります。

川口委員 自主規制委員会のほうにも、一部のものを委託するという選択肢はあり得なかったのですか。

平下専門官 これは商法の先生方のほうがお詳しいと思うのですが、自主規制業務というのは、金融庁の整理では、市場開設業務の一部だという整理です。市場開設業務ということで、自主規制委員会は株式会社の経営判断の一部を行っているわけです。

自主規制委員というのは会社の業務に関する決定の一部を担っているとの前提で、株主代表訴訟など、取締役の責任との関係をいろいろ考えたのですけれども、自主規制業務に関する事項の決定について、一部というものを認めてしまうと、自主規制委員である取締役の責任の所在が不明瞭になってしまうのではないかと。

しかもここで、「自主規制業務に関する事項の決定を行う」というふうに、職責を明確に決めているので、一部というのは考えにくいのではないかとというロジックで考えていったのですが、これはちょっと勉強不足で、論理必然ではないのかもしれませんが。自主規制委員である取締役の責任というところが、実務で質問がすごく多いところで、どういうふうに整理していったらいいか、こちらも何かヒントになるものをいただければ大変助かるのですけれども。

前田副会長 自主規制委員会というのは、自主規制業務に関する事項の意思決定をするだけですよ。ですから、取締役の責任の面では、特に一部だけを決定させたからといって、私は境界が不明確になるとは必ずしもいえないような気がするのです。ただ、自主規制業務の決定の一部だけをゆだねるといようなニーズといいますか、一部だけを委員会にゆだねて、ほかは残すというような制度に合理性があるかという……。

平下専門官 先ほど先生がおっしゃったのですが、ここは会社法の特例的な規定です。それを個々の取引所の一部とか全部とかの判断で変えてしまっても、耐え得るものなのかということも大変不安が残ります。

森本顧問 よく分からなかったのですが、結局、別法人である場合は、自分

のところでこれだけするけれども、一部は別法人に委ねるということにも合理性がありますね。委員会について、一部にしたら、2つの委員会をつくるのですか。一部だったら、あとは取締役会でできるという話ではないですね。Aという自主規制委員会とBという自主規制委員会を2つつくったほうが、独立性とか実効性が確保されるという論理があれば別だけれども、むしろ、全部とした方がよいというのが、政策判断であったのではないですか。何か勘違いしているのでしょうか。

川口委員 自主規制委員会を置かないという選択肢もあるのですよね。

黒沼委員 自主規制委員会への一部の委任を認めれば、残りは取締役会に残るのではないのでしょうか。

森本顧問 そう。

黒沼委員 別の自主規制委員会に委任するというのではなくて、取締役会に残る。それは中途半端だといえば中途半端で、そういう制度を用意する必要はないというのも、1つの政策論だとは思うのですけど。

森本顧問 それはちょっとどうかなと思ったのですが。

山田委員 同じく自主規制法人と自主規制委員会の独立性について、前田先生のお考えをご教示いただきたいのですが、レジュメの3ページですと、102条の23第3項で外部理事ということで、前田先生はニアリーイコール(≒)というふうにされておられますが、自主規制委員会のほうですと、過半数は社外取締役だということで、このニアリーイコールとされたところについては、どのような違いがあるのか、それとも同じなののでしょうか。

会社法2条の15号の社外取締役は、雇用関係について、NYSEとかと比べて、過去に何年間という制限がないので、1回でもなったことがあれば、これは社外ではないということで、かなり厳しい要件だと思いますが、そのほかにNYSEでは、例えば身分関係とか取引関係とか、そういう要件がある。

ただ、日本の会社法では、雇用関係ということだけが規定されておるのですけれども、その辺で先生のお考えで、この2つの委員及び理事の場合、何

か独立性で違うところがあるのかないのか。できましたら、先生がニアリーイコールとされた部分の意味をご教示いただきたいと思います。

前田副会長 ここは会社法の考え方をそのまま持ってきたということなのでしょうね。執行機関からの独立性を確保するということでは、会社法の社外取締役概念をそのまま持ってくるということで、私は問題ないと思うのです。もしそれで不十分だというなら、会社法のほうだって不十分だということになるわけですから。

あと、もし考慮するとすれば、独立性を確保しなければいけないのは、そもそも執行機関だけからでいいのか。例えば、取引参加者からの独立性とか上場会社からの独立性とか、そういうことをいい出しますと、これだけでは足りないという議論はあり得ると思うのです。

山田委員 解任の部分で、自主規制法人のほうは5分の4の多数決が必要だということですが、これはここだけ厳しいような感じがするのですが、このように厳しくなったというのは、何か理由があったのでしょうか。

前田副会長 自主規制委員会のほうも、自主規制委員の解職要件は厳格ですね。東京証券取引所の場合は、自主規制法人の会員は1人しかいないわけで、1人であれば、どう要件を加重しても実質的には変わらないということはあるのですが、会員が多数あるようなケースを考えると、市場運営部門からの独立性を確保するためには、そうそう簡単に理事が解職されるというのではまずいということだと思うのですね。

黒沼委員 余り現実的な話ではないのですが、自主規制法人に対して自主規制業務を委託した場合に、その委託の撤回はできるのでしょうか。例えば、自主規制業務に関連する規則の変更について、自主規制法人が同意を与えないので、委託を撤回して、みずから変更を決定することはできるのでしょうか。

前田副会長 業務委託契約の解約ですね。ただ、業務委託契約の締結段階で認可が必要ですから、解約するときも行政的なチェックは働く仕組みになっているのではなかったかと思うのですが。

黒沼委員 解約についての認可がわからなかったのです。

平下専門官 委託する自主規制業務の内容は認可申請書に記載されます。委託の内容として申請して認可を受けたことを、撤回して、自分のところで決めるためには、認可の内容、即ち委託契約の内容の変更をするということになり、153条の3の規定により「85条の第1項の認可を受けた金融商品取引所は、85条の2第1項の第3号に掲げる事項に変更があった場合はすぐに届け出なければならない」ことになります。当局に届け出られた内容について、もし自主規制業務の公正性が担保されるのに不十分な内容であれば監督処分の対象になるという関係にありますので、余り簡単にはいかないと思われます。ただ、解約する業務の委託契約の条項の内容次第だとは思いますが。

この条文は、ニューヨーク証券取引所の制度を参考にしておりまして、その制度ですと、NYSEレギュレーションとNYSEエル・エル・シーが上場基準について定めるときには、両者協議して決めるという制度になっています。それを日本の法のたてつけに合うように似たような制度を規定しようとする、こういう感じになるのかなというところなのです。確かに、日本の法の立て付けでは、NYSEの制度のように市場運営側と自主規制法人側の意見が整わなかった場合に協議するという規定が入れづらくなっていて、結局、東証取引所運営会社と東証自主規制法人の間の委託契約の内容により具体化するほかに、自主的に協議の条項が規定されることになるのかという理解です。

もう一言申し上げると、自主規制委員会方式と自主規制法人方式の平仄をとるといえるか、制度上同じものにするために非常に頭を悩ませた点というのが、別の法人になると、業務委託契約の内容いかんでどのようにでもなり得るということです。法人間の契約は、基本的に契約自由の原則がありますから、契約内容について何か歯どめをかけるとすれば、認可という外部的なところからかけるしかないということです。

委員会方式であれば、株式会社の中の機関としてうまくワークしていくはずなのですが、委員会方式と自主規制法人方式でその内容を同等なものにする

るために、業務を委託する際の認可で2つの法人の関係を見ていくというあり方と、自主規制委員会、即ち会社の内部の機関が果たす役割を同じものにするというのはすごく難しいなというか、ここは非常に悩ましいところだと思っているのですけれども。

松尾OBS ちょっと問題提起ということでもいいですか。平下専門官は、むしろ先生方のご意見を伺いたいところがあると思うのですけれども、実は前田先生のレジュメの5ページ目の下のほうで、東証さんの自主規制法人の公正の確保で、例えば人事面で「自主規制法人の役員が市場運営会社の取締役と兼務することなく」というのがございました。法令上は兼務してはいけないという規定はないのですけれども、先生のご指摘のとおり、考え方といたしましては、兼務するのは望ましくないと思います。

実は同じような問題が、例えば自主規制委員会の場合に、社内取締役が業務執行取締役である場合、特に自主規制委員会というのは手足がないものですから、法令上は実は制限がないのですが、それでは業務執行取締役を兼ねるのが望ましいかどうかという論点とか、あとは、これは自主規制委員会の場合手足はございませんので、自主規制業務に関する案をだれがつくるかというのは、事務方になりまして、そのために会社法の内部統制システムの構築義務を参考にいたしまして、自主規制システムの構築義務というのを設けて、独立性の確保を図ることにしたのですが、自主規制法人の場合、例えば規則の改正の案をどちらがつくるかというのが、これは法令上何も書いてないわけです。ただ、どちらが望ましいかどうかという論点もあろうかと思います。

もう1つは別の論点なのですが、取引所が自分の業務をどこまで外部委託できるかという論点がありまして、例えばJASDAQと証券業協会の関係にも出てくるのですが、ここは私どもの解釈として、自主規制法人制度ができた以上は、自主規制業務に関しては、取引所は自主規制法人以外には業務を委託できないというのが解釈なのですけれども、こういう解釈をした場合、例えば自主規制業務に関するコンピュータシステムに関するものも何も委託

できないのかとか、いろいろな実務的な論点も出ていまして、これはどのように考えるのかというのを、むしろご見解をお伺いしたいというのがあります。

とりあえずこれぐらいで、その他どのような実務上の論点があるでしょうか。

平下専門官 今ちょうど各取引所が自主規制委員会の設置を検討していて、法の106条から委任を受けた取引所交付令の53条、これは会社法の内部統制システムの条文を参考にしてつくりました自主規制委員会の職務の執行のための決定の条文なのですが、これについてどういうものを定めたらよいのでしょうかという質問が来ています。こちらも条文が想定しているものが何であるか抽象論としては説明することができるのですが、具体的にどういう工夫をしていくべきものなのかというところが、実務感覚が余りつかめていないものですから、整理のポイントとなるようなことがあれば、ご教示いただければと思うのです。

神田会長 ありがとうございます。問題提起いただきましたが、いかがでしょうか。

前田副会長 独立性確保の問題につきましては、確かに独立性が高いのはいいことではあるのですが、高ければ高いほどいいというものでもないと思うのですね。会社法でも、よく取締役会の独立性の議論などをする場合に、そうしたら、例えば委員会設置会社で、取締役会が全員社外取締役で、代表執行役ですら取締役になってない会社が一番いい会社かという、一般には決してそうは考えられてないと思うのです。独立性の確保は大事ですが、情報が入ってこなければ、幾ら独立性だけ高くても機能はしにくいわけですから、法律が半数未満であれば取締役の兼任を認めているというのは、私はむしろ、実効性の確保のためにそこまではよろしいということを示しているというように理解しておりました。できるだけ兼任が少ないほうが望ましいということは、必ずしもいえないのではないのでしょうか。

平下専門官 さらに、自主規制委員会の職務の執行のための決定と会社法の

内部統制システムの関係が必ずしもうまく整理できておらず、大会社であれば、結構重い目の内部統制システム構築義務があって、さらに取引所金融商品市場を開設している株式会社だから、もう1層の屋根のように上乘せ的に自主規制委員会のシステムを構築する義務が生じているのか、それともこれは全く別の観点から定めただけのもので、株式会社としての取引所の内部統制とは別に、自主規制業務を適切にするための内部統制が必要とされていると考えたらいいのか。

それとも、株式会社金融商品取引所は、株式会社ですが、公共のインフラである取引所を開設しているところは、会社全体の内部統制の中でこれを構築していったらいいのかというところが、うまくいい当てられないといえますか、考え方の整理が残っています。

前田副会長 自主規制業務というのは、取引所の業務の中では極めて大きなウエートを占める業務ですから、私は、自主規制システムというのは、会社法で構築すべき内部統制システム、業務の適正を確保すべき体制の一部というようなイメージでとらえておりました。

平下専門官 企業会計審議会の内部統制の実施基準で、4つの目的から6つの基本的要素でというようなものを出していたりするのですが、それと絡めてしまうと非常にわかりにくくなってしまう感じがしています。内部統制の実施基準との関係と、ここでいっているものをどのように整合性をつけるのか。もしうまく整合性がつかないのであれば、もっと独自の観点から考えていいのか。

今のところ、東証ですと非上場会社ですので、内部統制の実施基準の内容は関係ないといえれば関係ないのかもしれませんが、将来的に上場されるということであれば、実施基準によらなければならなくなるのでしょうし、どういうふうに考えるのかなというのが、ちょっと難しく考え過ぎなのかもしれないのですが、もっとシンプルに考えればいいのかと思うたりするのですけれど。

神田会長 私は発言を控えるべきなのかもしれないのですけれども、前田先

生がおっしゃったのは、会社法のほうの内部統制から見るとということであると思うのです。多分それは普通はそうに考えていて、伝統的な表現でいえば、会社法という法令遵守あるいはリスク管理体制という場合の法令は、会社法だけではなくて、ほかの法律も含む。

ですから、例えば銀行という株式会社に、預金者保護の見地から特別の規制がかかっていた場合には、その規制を守って、銀行株式会社が運営していくことも、会社法上の内部統制というか、法令遵守システムであり、リスク管理体制の中に含まれるという整理になるわけです。したがって、そういう意味で、証券取引所の場合には、ここで求められる自主規制機能の発揮ということも会社法の内部統制システムには含まれる。

ただ、他方において、平下さんが今おっしゃったのは、金商法のほうの内部統制システムなので、金商法のほうの内部統制システムは、今の銀行の例でいうと預金者保護という会社法とは目的が異なるというか、金商法でいえば財務報告の適正性というのが目的なわけです。銀行を例にとると、銀行が上場していれば、金商法の内部統制規制にも服するわけですが、それは財務報告の適切性のために要求されるわけです。と同時に、預金者保護の規制にも服する。その両者を守ることは必要で、これを会社法の側から見ると、会社法の法令遵守システムの中でやっていかなければいけない。しかし、金商法の財務報告を目的とする内部統制システムと、預金者保護を目的とする規制のために要求される何らかのシステムがあるとすれば、それは目的が別です。

ですから、財務報告を目的とする内部統制システムと呼ばれるシステムと、ここで今取引所に求めようとしておられる自主規制システムというのは、同じではないけれども、会社法の側で受け止める場合には、すべてが法令遵守体制に含まれ、リスク管理体制の中に位置づけられるということだと私は思います。

森本顧問 先ほどちょっと全体像がわからずに誤解していたのかわかりませんが、川口さんと黒沼さんの発言との関連出、質問させていただきます。前

田さんのレジュメの最後に、最近のニューヨーク証券取引所の話がありましたけれども、これは自主規制業務の一部を別法人にやるという形ですね。

前田副会長 はい。

森本顧問 ある取引所が自分の自主規制業務の一部を、別の持株会社の下に設けられている自主規制法人に委託するとともに、残りは自分のところで対処したい。特に検査については、コストの関係で、外に出すけれども、市場管理と直結する自主規制については自分のところでやりたいというときには、105条の4の第1項の規定との関連で、自主規制委員会は、全ての自主規制業務を行わなければならないということで、委員会方式はだめだということになるのです。先ほどの川口さんのご質問について、自主規制委員会をつくるなら、一部の自主規制業務は委員会に委ねるけれども、あとは取締役会をやりますというのは、どうも不自然だなと思ったのですが、小さな取引所を前提にいたしますと、一部は他のところがつくった別法人に委託するけれども、他については、取締役会でやらずに、少し独立の組織でやりたいというとき、それは、金商法上の自主規制委員会でない、任意の委員会となるのです。そうすると、先ほどの川口さんのご質問について、なお検討する余地があるかなと思ったりもしたのです。そこら辺はどうなのですか。

神田会長 おっしゃるとおり認めてはいないのです。自主規制委員会の場合には、自主規制業務の一部だけということは認められていません。

神作委員 今の森本先生のご質問にはほぼ重なるので、あわせてお答えいただければと思いますけれども、まず、金商法84条の自主規制業務がそもそものような考え方に基づいて切り出されたのかを教えてくださいというのが第1点です。

先ほどのご説明の中で、自主規制業務は取引所の市場開設業務の一部であるといわれましたし、現に取引所というのは、結局のところ、ルールをつくってそれを執行するということなので、ある意味で取引所の業務全部が自主規制といえば自主規制であるとも考えられるように思います。そうであると致しますと、自主規制業務以外の運營業務と自主規制業務との区分をどのよう

に引かれたのかという基本的な考え方をまずご教示いただければ幸いです。次に、森本先生のご質問と重なってくるのですが、金商法 84 条 2 項に定義された自主規制業務には、機能的に見るとさまざまなものが含まれていると思うのです。例えば、会員管理ですとか上場に関するものですとか、あるいは取引の公正確保のために必要な業務として内閣府令で定めるもの、それらは、一言で「自主規制業務」とされますが、営んでいる機能はさまざまでありまして、そうだとすると、機能ごとにこういったものについてはアウトソースするけれども、これは残すということが考えられてもしかるべきではないかと思ったのです。上場についてやや特別な扱いがなされているということは、前田先生のご報告の中にありましたが、もう少し、例えば自主規制業務について、機能別に取引の公正確保なのか、それとも会員の管理なのかで区別して考えてゆくという発想はとり入れる余地がないのか。

会員の管理といっても、法令違反の場合と、それ以外の規則の違反の場合とでは、また随分意味も違いようにも思われるわけですが、自主規制業務の間でのそういった機能の違いについての配慮というのは、金商法の立場としてどのように考えておられるのかということも、あわせてご質問できればと思います。

神田会長 ありがとうございます。ちょっと私も発言させていただきます。

最初のほうにも戻る話なのですが、全部または一部の委任という考え方は、日本の委員会設置会社についてはとられていません。ご存じのように、母国とっていいかどうか分かりませんが、アメリカの州会社法ではすべてが取締役会の権限であって、全部または一部を委員会に委任することができるという考え方なわけですね。

日本が平成 14 年でこれをとらなかったのは特別な理由があって、委員構成というか、社外取締役の人数要件の関係から、一部または全部を取締役会が委員会に委任するという考え方は、とらないこととし、それが会社法にも引き継がれているわけですね。

それを今回参考にされたということなのですが、逆にいうと、会社法では

ほかの委員会に権限は付与できませんので、特別法で今回のように委員会を設けた。その場合には、結局、法律で権限を書いてしまって、法律上は委任したものとみなすという整理をしたということで、そこは一貫していると思うのですね。

それで、今度は権限を外へ出すという話をする前に、神作さんのお話とも関係して、何をもって自主規制の権限とするかという問いがあるのですが、これは先ほどお話があったように、法定権限以外は権限がないというのは、もちろん文言解釈としてはそうなのですが、心は自主規制に当たるものは何でもできるはずなので、本来は法律でそうした自主規制の権限をすべて書き切っているはずなのでと思うわけです。

ですから、それが書き切れていなければ、それは先ほど「その他」とおっしゃったように、自主規制に当たる「べき」ものはやれないとおかしいですよ。なぜなら、法の趣旨はそうしたことを含めておよそ自主規制に当たるはずのものについて独立性を確保することですから。

ですから、それを文言の上で対応したのが、さっきの府令の規定だということだと思うのですね。

結局、今回の法整備の趣旨が何かということになると思います。伝統的な取引所の業務を見ると、市場の開設運営というのがまずあって、要するに売り主と買い主が出会う。それをもって、流動性の供給ですとか価格発見とか、いろいろな言い方がありますがどれも。それと並んでここでいう自主規制というのが2大活動であるわけです。これらの2つは分離したほうがいいというのが今回の政策的判断です。いいというのはちょっと言い過ぎで強制しているわけではないですけども。いずれにせよ、どちらかという中をきめ細かく分けるというよりは、その大もとのところを分離しますということに主眼があって、制度設計ができていると思うのですね。

そこで、どこまでの範囲で委託を認めるかという問いになると、先ほどの自主規制委員会の場合には全部でなければいけないというのは、1つの政策判断でしょうが、他方で、今の制度趣旨に反しなければ、さきほど松尾さん

がおっしゃったコンピュータシステムだけ外へ委託するということは、別に認められても構わないように思われます。

将来、もしニューヨークのようなことを日本でもとなった場合には、1つ、ひょっとすると森本先生のご指摘の点が出てくるかもしれません。すなわち、会員とか業者に対する自主規制機能というのはどこかに一元化しようとなったようなときには、上場会社に対するもの、これも日本では自主規制機能と通常は呼んでいますけれども、これについては、今回の法制では、別法人にすればできますが、残念ながら、自分のところで自主規制委員会にはできないということになります。そこまでのフレキシビリティをということになれば、そこは法律を変えなければということになると思います。

ですから、抽象的にいえば、機能を分けるという場合でも横割りするのか縦割りするのかといった細かな整理をして考えることが必要になると思います。

松尾さん、神作さんからの質問について、いかがですか。

松尾OBS 神作先生からお話のございました自主規制業務の範囲の考え方でございますけれども、まず法律（金商法84条2項1号・2号）で定めておりますのが、法定事項と申しますと、上場及び上場廃止に関する業務、これは株券の発行者を念頭に置きますと、ある意味で神作先生ご指摘の上場会社に関する部分が第1です。2号のほうは会員等に関するもの、第2の分類です。大きく分けますと、この2つになりまして、内閣府令第7条におきましても、1号、2号、3号で、会員等に関するもの。4号で上場会社に関することと書かれています。

今回最も難しかったのは、規則制定の取り扱いでございまして、整理の方法といたしましては2通りあったと思います。

1つは、規則は原則としては市場運營業務であるとする整理方法です。もう1つは、規則も、原則として上場・上場廃止基準を除けば自主規制業務と考える整理方法です。これは最後は割り切りの問題です。東証さんの規則の体系も、実は形式的な意味の業務規程、つまり「業務規程」という名前の

業務規程と、実質的意味の業務規程、つまり法律上は業務規程に当たるので金融庁の認可の対象なのですが、「業務規程」という名前がついていないものがあるという複雑な体系になっています。

最終的には、考え方といたしまして、自主規制業務というのは投資者保護及び市場の公正性・透明性確保を図る上で大変重要な業務である。ですから、これはできるだけ広くとらえて、独立した決定をする必要性が高いということから、規則につきましても、ここに5号で書かれていますように、上場及び上場廃止基準及び会員等の資格の付与に関する基準以外は自主規制業務であると位置づけています。これは論理必然的な結論ということではなくて、むしろ政策的な結論だというように考えております。ここはご議論があらうかと思えますし、実は東証内部でもいろいろ議論があったと聞いておりますけれども、そういう整理で、自主規制業務の範囲が広め目に定められているものでございます。

神田会長 あっという間に時間が来てしまっておりますけれども、最後に何かありますでしょうか。——よろしいでしょうか。

本日はなかなか難しいテーマだったように思いますが、今日の議論も踏まえて、最後さらに研究をおまとめいただけると、我々も大変助かると思います。

それでは、まだご質問もあらうかと思えますけれども、また必要に応じて個別にさせていただくということで、時間も参りましたので、そろそろ終わりとさせていただきたいと思えます。

前田先生、どうもありがとうございました。

前田副会長 ありがとうございました。

神田会長 今後の報告日程ですが、お手元に一覧表がありますけれども、次回は、11月21日の水曜日の午後2時を予定しております。太田委員から、不公正取引に関連するテーマでのご報告をいただく予定です。

太田さん、それでよろしゅうございますか。

太田委員 基本的に、最初不公正取引のこと全般をやろうと思ったのですが、

ちょっと拡大し過ぎるような気がしますので、村上ファンド事件を中心に、不公正取引に関しては関連する範囲で取り上げたいと思います。

神田会長 それと、この研究会の名称ですけれども、どなたにも事前にご相談もしておらず、準備もしてきてないのですが、9月30日に法律の名称が変わりますので、どうするかという問題があります。

とりあえず思いつきの案としては「金融商品取引法研究会」というふうに、「証券」という文字を「金融商品」に変更するということではないかと思うのですが、いかがでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、何か不都合があった場合にはまたお知らせいたしますが、金商法制の施行と同時に、この研究会の名称も変更させていただきたいと思いますので、そういうことでよろしくお願いいたします。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

金融商品取引所について ― 自主規制業務を中心に

2007・9・19

京都大学 前田雅弘

I 金融商品取引所に関する改正点

- ①金融商品取引所への統合
- ②取引対象の拡大
- ③上場の手続
- ④自主規制業務に関する制度の整備
- ⑤主要株主規制の見直し

II 自主規制業務の目的と定義

1 自主規制業務の目的

- 自主規制業務の目的＝取引の公正確保と投資者保護（84条1項）。
- 金融商品取引法の目的規定（1条）との比較
 - ・金融商品取引所の適切な運営の確保は目的達成のための方策の1つ
 - ・国民経済の健全な発展と投資者保護が究極の目的
 - 取引の公正確保は直接の目的の1つ
 - ・自主規制業務は、経済団体が行う業務
 - ・取引の公正確保は、究極的には投資者保護を目的

2 自主規制業務と利益相反問題

- 取引所が株式会社形態をとり、さらに自社の株式を上場するという状況になると、利益相反問題が顕在化。
- 「利益相反」の内容（資料4の報告書3頁参照）
 - ①取引参加者の利益との利益衝突
 - ②上場会社の利益との利益衝突
 - ③取引所株主の利益との利益衝突
- 「投資者の利益」と「取引所株主の利益」の衝突

3 自主規制業務の定義

3-1 「自主規制業務」の範囲（84条2項）

- ①上場・上場廃止に関する業務（1号。取引所府令6条1項で定める業務を除く）

- ②会員等の法令等の遵守状況調査（2号）
- ③売買審査（3号・取引所府令7条1号）
- ④会員等の資格審査（3号・取引所府令7条2号）
- ⑤会員等に対する処分等（3号・取引所府令7条3号）
- ⑥発行者による情報開示に関する審査、発行者に対する処分等（3号・取引所府令7条4号）
- ⑦①～⑥に関する規則の作成・変更・廃止（3号・取引所府令7条5号。上場基準等を除く）
- ⑧①～⑥に関する定款変更議案の概要の作成（3号・取引所府令7条6号。上場基準等に関する定款変更を除く）

3-2 自主規制業務を法律で定義したことの意味

- 適切に行わなければ法令違反として行政処分の対象。
- 自主規制法人に業務を委託し、または自主規制委員会に決定を委任できる最高限度。
 - ・自主規制法人は、自主規制業務およびその附帯業務しかできない（102条の22）。
 - ・自主規制法人の業務を限定した理由
 - ＝法定の自主規制業務を超える業務の委託を認めると、自主規制業務を市場運営業務から独立させようという趣旨が害されるおそれがある。
 - ・自主規制委員会については、自主規制業務に関する事項の決定以外の決定はできない旨の明文規定はないが（105条の4第2項参照）、前記の趣旨から、自主規制業務に関する事項およびそれに付随する事項の決定に限られると解すべき。
- （監査役会設置会社における重要でない事項であっても、これら以外の決定はできない）
- 法定の自主規制業務を超える自主規制を取引所が自治的に行うことは否定されない。
 - ・高いレベルの規制をするのは自主規制の最大のメリットの1つ。
 - ・自主規制業務であっても、法定の自主規制業務を超える部分の委託等は認めるべきでない。←実質的な自主規制かどうかは範囲が曖昧。

Ⅲ 自主規制法人

1 自主規制法人の仕組みの概要

- 取引所が自主規制業務を行う形態の選択肢

＝自主規制法人を利用するか、自主規制委員会を利用するか、いずれも利用しないか。

○取引所は、内閣総理大臣の認可を受け、自主規制法人に対して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（85条1項）。

○自主規制法人は、金融商品取引法 102 条の 2 以下の規定に基づいて設立される法人。

- ・金融商品取引所または金融商品取引所持株会社でなければ設立できない（102条の3）。

- ・会員も金融商品取引所または金融商品取引所持株会社に限定（102条の12）。
自らが会員でない自主規制法人に委託することはできる（85条1項参照）。

○役員は、理事長1人、理事3人以上、監事2人以上（102条の23第1項）。
理事・監事は総会決議で選任（同条2項）。

○自主規制法人は、自主規制業務およびその附帯業務だけを行うことができる（102条の22）。

- ・営利目的で業務を行うことは禁止（102条の21）。

- ・営利法人とされなかったのは、自主規制業務が営利目的とはなじまないから（資料4の報告書では会社形態を提案）。

○自主規制業務に関連する一定の規則の変更・廃止には自主規制法人の同意が必要（102条の32、取引所府令35条1項）。

⇒上場・上場廃止に関する業務を自主規制法人に委託した場合、上場基準・上場廃止基準の変更・廃止に自主規制法人の同意が必要。

- ・上場基準の変更等は、自主規制業務には含まれない。

- ・市場運営会社にとって重要事項であるとともに、自主規制法人にとっても、同意なく変更等がされるのでは自主規制業務の独立性は維持できない。

→上場基準の作成等の権限は市場運営会社に残したうえ、自主規制法人の同意を要するという規制。

○自主規制法人の理事会は、取引所に対して必要な助言をすることができ、取引所の側はその助言に対する対応を理事会に報告しなければならない（102条の33）。

○取引所は、業務執行の状況について定期的に自主規制法人の理事会に報告する義務を負い、理事会は、取引所の取締役等に対して職務執行に関する事項の報告を求めることができる（102条の34）。

2 自主規制法人の独立性確保

2-1 理事の構成等

- 理事の過半数は外部理事（102 条の 23 第 3 項）≒株式会社の社外取締役。
- 理事長は外部理事から互選（同条 6 項）。
- 理事の解任の要件は厳格＝会員の過半数が出席し、出席会員の 5 分の 4 以上の多数決（102 条の 25 第 3 項）。

2-2 行政的監督

- 自主規制法人による自主規制業務の実施の段階（102 条の 14）。
 - ・自主規制法人は設立は準則主義に則って設立登記で成立するが（102 条の 8）、自主規制業務を行うには認可が必要。
 - ・認可の基準（102 条の 16）。
 - ・取引所に対する監督規定（148 条・149 条・150 条 1 項・151 条～153 条）を自主規制法人に対する監督に準用（153 条の 4）。
- 取引所による自主規制業務の委託の段階（85 条 1 項）。
 - ・認可の基準（85 条の 3）。
 - ・一定の場合に認可の取消し等の措置（153 条の 2）。

IV 自主規制委員会

1 自主規制委員会の仕組みの概要

- 株式会社金融商品取引所だけが定款の定めにより設置できる機関（105 条の 4 第 1 項）。
- ・株式会社金融商品取引所の自主規制業務に関する事項の決定を行う（105 条の 4 第 2 項）。
- 構成員（自主規制委員）は、取引所の取締役の中から取締役会決議で選定。3 人以上（105 条の 5 第 1 項 2 項）。
- 自主規制業務に関する事項の決定について、取締役会から委任を受けたものとみなされる（同条 3 項）。
 - ・会社法 362 条 4 項（重要事項の決定を取締役に委任できない）および 416 条 3 項（取締役に業務執行の決定を委任できない）の規定の例外規定。
- 自主規制業務に関連する規則の変更・廃止をする場合には、自主規制委員会の同意を得なければならない（105 条の 11、取引所府令 50 条）。
- 自主規制委員には、執行役・取締役の一定の行為に対して差止請求権あり（105 条の 10）。

2 自主規制委員会の独立性確保

2-1 自主規制委員会の人的構成

○自主規制委員の過半数は社外取締役（105条の5第1項）。

自主規制委員長は自主規制委員の互選により社外取締役のうちから選定（同条4項）。

○自主規制委員の解職の要件は厳格

＝出席取締役の過半数＋出席自主規制委員の過半数の賛成（105条の7第2項）。

○人的構成について、委員会設置会社の委員会よりも独立性に配慮。

- ・両委員会に期待される役割の違い。
- ・委員会設置会社では取締役会全体を執行役から独立した存在にすることを意図。
- ・自主規制委員会は自主規制業務を業務執行の執行機関（代表取締役・執行役）から独立した存在にすることを目指した制度
→取締役会が執行機関から独立していないところで、執行機関から独立して自主規制業務を行うためには、独立性を維持しやすい仕組みが必要。

2-2 自主規制業務に関する事項の決定の取締役会からの委任

○取締役会から「委任を受けたものとみなす」と規定（105条の4第3項）。

- ・自主規制委員会の決定は、取締役会決議によっても覆すことはできない。
- ・「自主規制業務に関する事項を決定する」と規定するのと実質的な差はない。

2-3 執行役・取締役への委任の禁止

○一定の事項の決定については、執行役・取締役に委任することができない（105条の4第4項）。

- ・委任できない事項は、自主規制業務に関する事項の決定、自主規制委員の選定・解職（105条2項・105条の7第1項）。

○105条の4第4項の規定は、「取締役会は」と読まざるを得ないのではないか。

- ・取締役会が自主規制業務に関する事項の決定を委任できるのは自主規制委員会に対してだけ。
←自主規制業務の決定を業務執行の執行機関から独立した場で決定させるのが自主規制委員会の制度の趣旨。
- ・自主規制委員の選定・解職を執行役・取締役に委任できない。
←自主規制委員の独立性を確保するため。
（監査役会設置会社では会社法の原則を確認）。

2-4 自主規制委員会の職務執行に必要な事項の決定

○取締役会は、自主規制委員会の職務執行に必要な事項を決定しなければならない（106条）。

- ・内部統制システムの構築義務があるが、自主規制委員会を設けた場合には、特に自主規制業務が適正に行われるための組織体制（自主規制システム）を構築しなければならない。

○取締役会で決定すべき事項（取引所府令 53 条）。

- ・「自主規制委員会の自主規制業務に関する事項の決定が実効的に行われることを確保するための体制」（同 6 号参照）。
- ・自主規制委員会が自主規制業務以外の業務に関する事項の決定を行う場合（同 7 号）。

付随的な事項を決定する場合か ⇒ 自主規制委員長の選定。

2-5 行政的な監督

○取引所に対する行政的監督の一環 ⇒ 業務改善命令（153 条）。

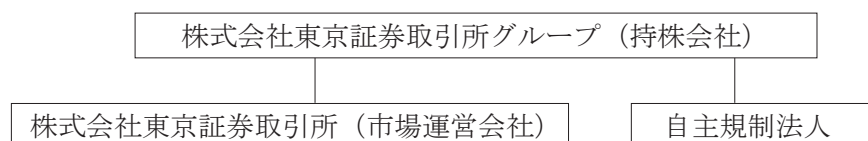
V 東京証券取引所における組織体制の変更

1 組織体制の変更の概要

○株式移転による完全親会社の設立を承認（2007 年 6 月 22 日）。

株式会社東京証券取引所グループ設立（2007 年 8 月 1 日）。

○金融商品取引法の施行後、持株会社が自主規制法人を設立。



2 委員会等設置会社案

○「自主規制業務のあり方に関する特別委員会報告書」（平成 17 年 10 月 25 日）（資料 4）

- ・5つの類型。
- ・自主規制業務の独立性確保の要請と、自主規制業務の実効性（自主規制部門と市場運営部門との情報共有・連携の容易さ等）確保の要請から、「委員会等設置会社案」と「自主規制業務会社案」。
- ・「独立性の確保」「必要な経営資源の確保」の観点では実質的な差はない

が、「実効性の確保」の観点で委員会等設置会社案が優れている。
「移行コスト」「法的実現可能性」の点でも、委員会等設置会社案が優れている。

- ・結論として、委員会等設置会社案がよいと提言。
- 「報告書」の委員会等設置会社案と自主規制委員会との違い。
 - ①自主規制委員会は、監査役会設置会社でも設けることができる。
 - ・自主規制委員会の独立性確保は、委員長を社外取締役の中から選定する等、別の形で実現できる。
 - ・独立性の確保の目的も、自主規制委員会の場合は投資者保護のため。
 - ②「報告書」の委員会等設置会社案では、自主規制業務に係る事項の決定権限を委員会に移すことはできない（平成 17 年改正前商法特例法 21 条の 7 第 2 項＝会社法 416 条 3 項）。
 - ・取締役会の決議要件を加重する（自主規制業務に係る事項の決定については、委員会の承認がなければ特別多数の賛成を要すると定款で定める）などの工夫が必要（報告書 11 頁参照）。
 - ・改正法は、自主規制委員会に自主規制業務の決定権限を付与。
- 特別委員会の提言を受け、東京証券取引所は、平成 17 年段階では、委員会等設置会社に移行し、「自主規制に係る委員会」を設置することを決定（2005 年 10 月 25 日の東京証券取引所・社長記者会見）。

3 自主規制法人の方式の採用

- 2006 年 7 月、自主規制法人を置く形態を第 1 候補にして検討を進める旨を決定（2005 年 10 月 25 日の東京証券取引所・社長記者会見）。
- ①自主規制業務の独立性が外形的に見てわかりやすく、国際的にも説得性が高いこと。
- ②自主規制機能の実効性を確保できること。
- 自主規制委員会の方式か、自主規制法人の方式か、優劣は一般論としてはつけられない。
- 「実効性の確保」「移行コスト」
- 独立性の確保
 - ・外部理事が市場運営会社の代表取締役等から独立して活動できるかに負うところが大きい。
 - ・自主規制法人の理事を実質的に選任するのは、持株会社の取締役会（または委任を受けた執行役）。
 - ・持株会社にとっての利益の源泉は市場運営会社の事業。

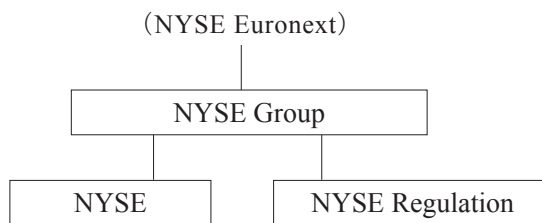
利益相反問題が、持株会社株主の利益と投資者の利益の衝突という形で残存するが、やむを得ない。

○実効性の確保

- ・人事面で、自主規制法人の役員が市場運営会社の取締役と兼務することなく、実効性を確保できるか（資料 3 の 4 頁参照）
- ・情報の保存・管理に関する内部統制システムの重要性。

4 ニューヨーク証券取引所における組織体制の変更

○2006 年 3 月、株式会社化と同時に自己の株式を上場、自主規制部門を分離。



○NYSE Regulation が自主規制業務の一部（会員検査・仲裁等）を切り離して NASD と統合し、新たな規制機関がこれを行う。

- ・新たな自主規制機関（NASD の後継機関）＝FINRA（Financial Regulatory Authority）。
- ・統合の合意の公表（2006 年 11 月 28 日）（資料 6 参照）。
- SEC の承認（2007 年 7 月 26 日）（資料 5 参照）。
- ・規制の重複の排除。

金融商品取引所等に関する内閣府令〔抄〕

第一条～第五条 〔省略〕

（自主規制業務から除かれる業務等）

第六条 法第八十四条第二項第一号に規定する内閣府令で定めるものは、特定市場デリバティブ取引（市場デリバティブ取引のうち業務規程その他の規則において当該市場デリバティブ取引の対象となる金融商品等の銘柄が特定されているものをいう。第三十五条第二項第一号及び第五十条第二項第一号において同じ。）のための金融商品等の上場及び上場廃止に関する業務とする。

- 2 委託金融商品取引所の理事又は取締役若しくは執行役は、前項の金融商品等の上場後又は上場廃止後、遅滞なく、当該金融商品等を上場した旨又は当該金融商品等の上場を廃止した旨を受託自主規制法人の理事会に報告するものとする。
- 3 特定株式会社金融商品取引所の取締役（自主規制委員であるものを除く。）又は執行役（自主規制業務の執行を行うものを除く。）は、第一項の金融商品等の上場後又は上場廃止後、遅滞なく、当該金融商品等を上場した旨又は当該金融商品等の上場を廃止した旨を自主規制委員会に報告するものとする。

（自主規制業務）

第七条 法第八十四条第二項第三号に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

- 一 会員等が行う取引所金融商品市場における有価証券の売買又は市場デリバティブ取引の内容の審査（取引所金融商品市場における有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を円滑にするため、これらの取引の状況について即時に行うものを除く。）
- 二 会員等の資格の審査
- 三 会員等に対する処分その他の措置に関する業務
- 四 上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示に関する審査及び上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務

五 法第八十四条第二項第一号及び第二号に掲げる業務並びに前各号に掲げるもの（以下「特定自主規制業務」という。）に関する業務規程その他の規則（金融商品等の上場及び上場廃止に関する基準並びに会員等の資格の付与に関する基準を除く。）の作成、変更及び廃止

六 特定自主規制業務に関する定款の変更（金融商品等の上場及び上場廃止に関する基準並びに会員等の資格の付与に関する基準に関する定款の変更を除く。）に係る総会又は株主総会の議案の概要の作成

第八条～第三十四条 〔省略〕

（受託自主規制法人の同意を得るべき変更等）

第三十五条 法第二百条の三十二に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

一 金融商品等の上場及び上場廃止に関する基準（法第八十四条第二項第一号に掲げる業務の全部又は一部を受託自主規制法人に委託している場合に限る。）

二 会員等の資格の付与に関する基準（第七条第二号に掲げる業務の全部又は一部を受託自主規制法人に委託している場合に限る。）

三 特定自主規制業務（受託自主規制法人に委託しているものに限る。次項第五号において同じ。）に関連する業務規程その他の規則（第七条第五号の規定により受託自主規制法人にその作成、変更及び廃止を委託しているもの並びに前各号に掲げるものを除く。）

2 委託金融商品取引所は、次の各号（当該委託金融商品取引所が受託自主規制法人に法第八十四条第二項第一号に掲げる業務を委託していない場合にあっては第一号及び第三号を除く。）のいずれかに該当するときは、受託自主規制法人の同意を得るものとする。

一 特定市場デリバティブ取引のための金融商品等の上場及び上場廃止に関連する業務規程その他の規則の作成、変更及び廃止を行おうとするとき。

二 前項第一号若しくは第二号に掲げるものに関連する業務規程その他の規則又は同項第三号に掲げるものの作成を行おうとするとき。

三 金融商品等の上場及び上場廃止に関する基準に関連する定款の変更に係る総会又は株主総会の議案の概要を定めようとするとき。

四 会員等の資格の付与に関する基準に関連する定款の変更に係る総会又は株主総

会の議案の概要を定めようとするとき（第七条第二号に掲げる業務の全部又は一部を受託自主規制法人に委託している場合に限る。）。

- 五 特定自主規制業務に関連する定款の変更に係る総会又は株主総会の議案の概要を定めようとするとき（第七条第六号の規定により当該議案の概要の作成を受託自主規制法人に委託している場合及び前二号に掲げる場合を除く。）。

第三十六条～第四十九条 〔省略〕

（自主規制委員会の同意を得るべき変更等）

第五十条 法第百五条の十一に規定する内閣府令で定めるものは、次に掲げるものとする。

- 一 金融商品等の上場及び上場廃止に関する基準
 - 二 会員等の資格の付与に関する基準
 - 三 特定自主規制業務に関連する業務規程その他の規則
- 2 特定株式会社金融商品取引所は、次の各号のいずれかに該当するときは、自主規制委員会の同意を得るものとする。
- 一 特定市場デリバティブ取引のための金融商品等の上場及び上場廃止に関連する業務規程その他の規則の作成、変更又は廃止を行おうとするとき。
 - 二 前項第一号若しくは第二号に掲げるもの又は特定自主規制業務に関連する業務規程その他の規則の作成を行おうとするとき。
 - 三 前項第一号若しくは第二号に掲げるもの又は特定自主規制業務に関連する定款の変更に係る株主総会の議案の概要を定めようとするとき。

第五十一条～第五十二条 〔省略〕

（自主規制委員会の職務執行のための決定）

第五十三条 法第百六条に規定する内閣府令で定める事項は、次に掲げる事項とする。

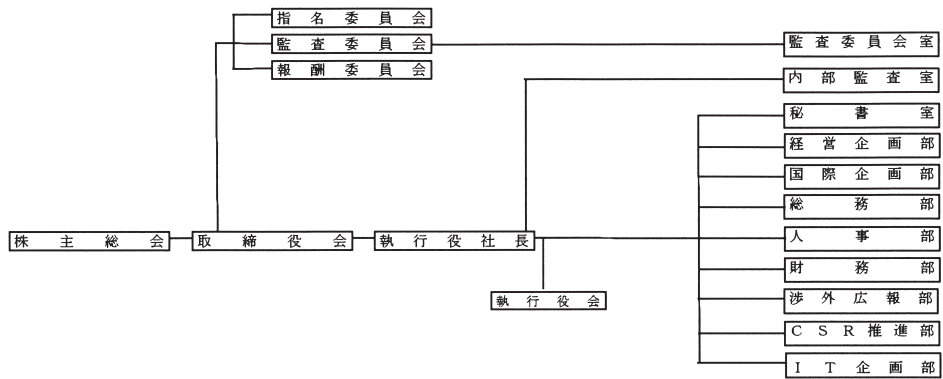
- 一 自主規制委員会の職務を補助すべき取締役及び使用人に関する事項
- 二 自主規制業務の執行を行う取締役、執行役及び使用人に関する事項
- 三 第一号の取締役又は使用人の執行役からの独立性に関する事項（当該特定株式会社金融商品取引所が委員会設置会社である場合に限る。）
- 四 第二号の取締役、執行役及び使用人による自主規制業務の執行に関する業務の他の業務からの独立性に関する事項
- 五 第二号の取締役、執行役及び使用人が自主規制委員会に自主規制業務の執行に関する事項を報告するための体制その他の自主規制委員会への報告に関する事項
- 六 その他自主規制委員会の自主規制業務に関する事項の決定が実効的に行われることを確保するための体制
- 七 自主規制業務以外の業務に関する事項の決定を行う場合における当該決定が適切かつ実効的に行われることが確保されるための事項

第五十四条～第二百二十一条 〔省略〕

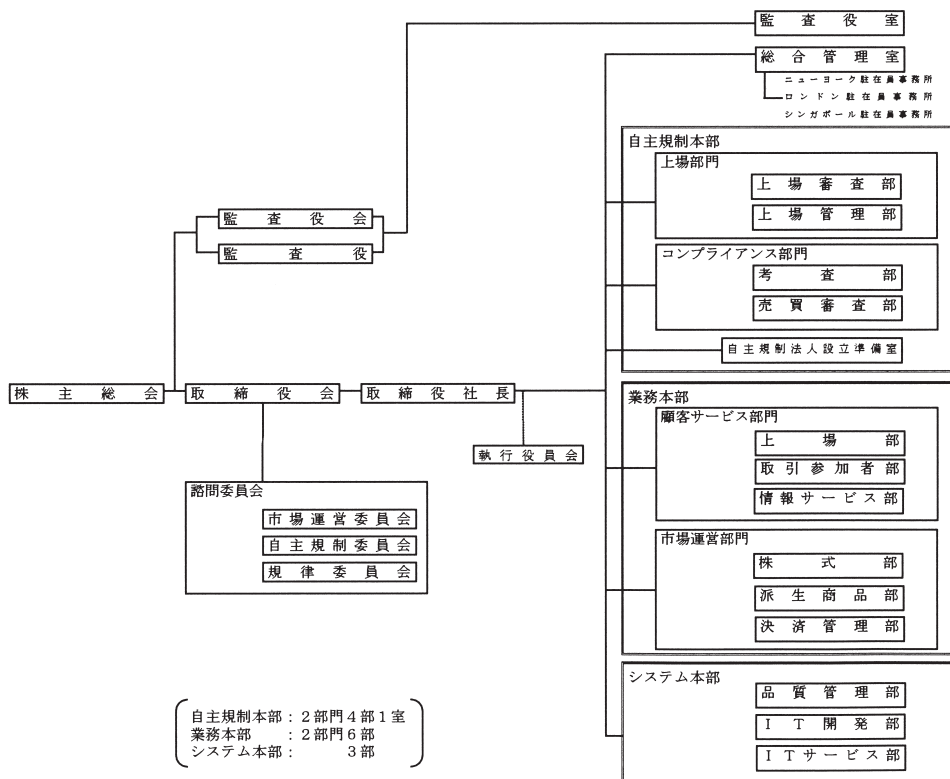
資料 2

組 織 図

株式会社東京証券取引所グループ（持株会社）



株式会社東京証券取引所（市場運営会社）



（平成19年8月1日予定）

当取引所の組織体制の変更に関する要綱（骨子）

平成19年4月24日

株式会社東京証券取引所

組織体制の変更趣旨

近年、証券市場のグローバル化によって国際的な市場間競争が激化しており、諸外国においては、国際的地位の確保と競争力強化を図るため、国境を越えた大規模な合従連衡や取引所自身が上場するといった対応が急速に進んでいる。くわえて、取引所の自主規制機能のあり方についても、活発な議論が行われている。

また、我が国においても、平成16年の改正証券取引法施行により証券取引所持株会社の設立が認められ、本年に施行が予定されている金融商品取引法（以下「金商法」という。）においては、自主規制機能の独立性確保のため、自主規制法人を設立し、当該自主規制法人に自主規制業務を委託することが可能となるなど、取引所の組織体制に係る法的枠組みの整備が進んでいる。

こうした状況の中、株式会社東京証券取引所（以下「当取引所」という。）は、企業体としての利害と自主規制機関として確保すべき市場の公正性との間の利益相反問題を回避するとともにその実効性を確保しなければならない点、将来的にはアジアでも起こるであろう取引所合従連衡の動きに適切に対応する準備を行う必要がある点を強く認識し、①自主規制機能の独立性の強化 ②自主規制機能の実効性の確保 ③国際的な事業戦略上の自由度の向上 の3つの目的を達成するために、持株会社と市場運営会社と自主規制法人を置くべく、必要な組織体制の変更を行うこととする。

これは、自主規制業務を市場運営会社から独立した自主規制法人が遂行することで自主規制機能の独立性を強化し、持株会社を活用することで市場運営会社と自主規制法人の適切な連携による自主規制機能の実効性確保と事業戦略上の自由度の向上が可能となるためである。

今後、証券取引所を預かる当取引所としては、将来にわたり国際的な市場間競争は益々激しくなっていくと予想される中、わが国のセントラルマーケットを預かる当取引所としては、将来にわたり国際競争力の維持・向上を図り、国際金融資本市場の一翼を担っていくためには、これまでに東証市場の機能強化・魅力向上に向けて、積極的に改革に取り組んでいかなくてはならない。そのような観点からも、当取引所は、組織体制を変更し、基盤整備を図る必要があると考える。

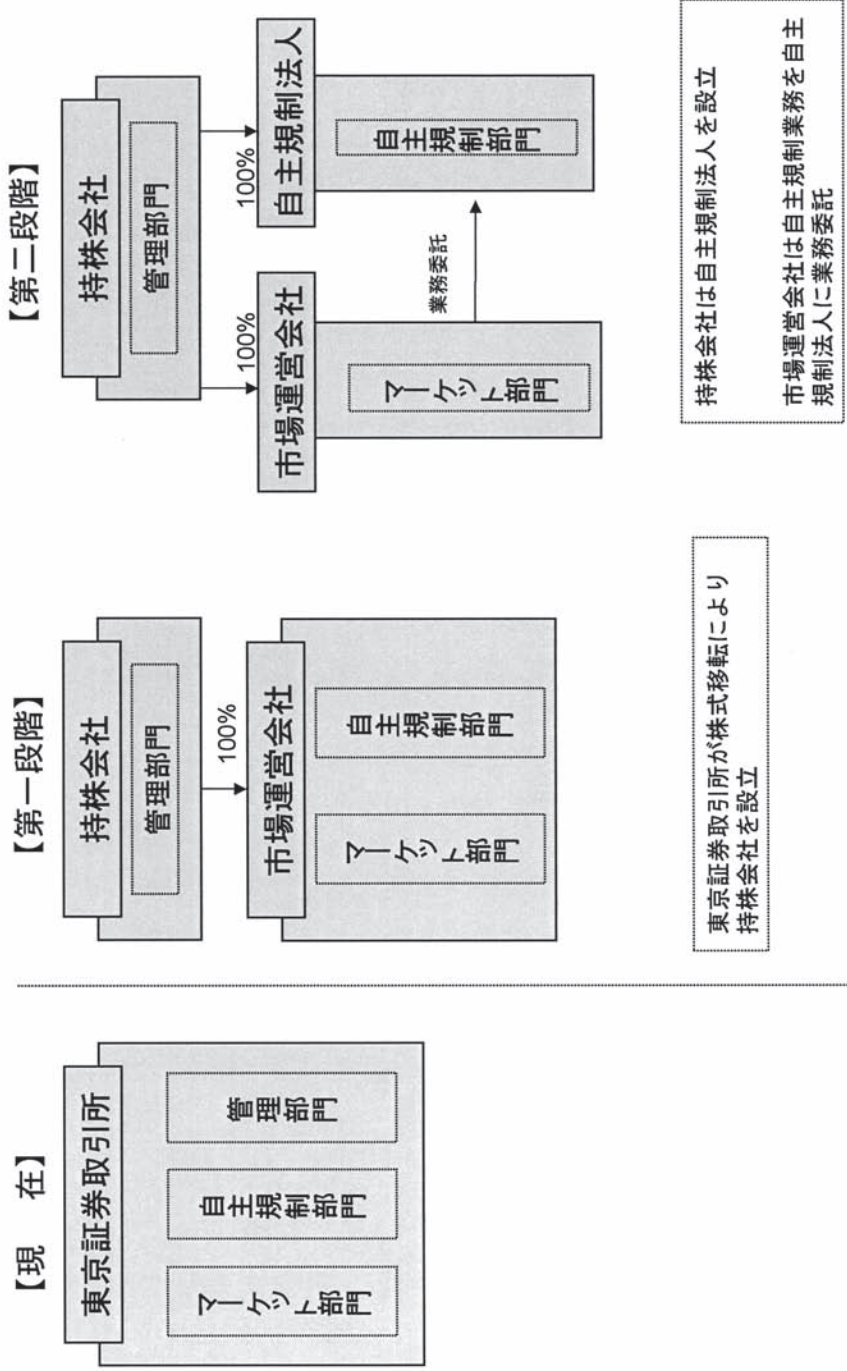
(注) 組織体制の変更については、金商法の施行を前提としており、必要な内閣総理大臣の認可等を条件とする。なお、当要綱は、現在、パブリックコメント中の関係府令案を前提としており、今後、府令の公布等に伴い、所要の変更を行うものとする。

項目	内 容	備 考
1. 基本スキーム	・ 当取引所は、株式移転により、持株会社を設立し、市場運営会社として当該持株会社の子会社となる。 ・ 持株会社は、金商法施行後、同法に基づいて自主規制法人を設立する。 ・ 市場運営会社は、自主規制法人に自主規制業務を委託する。 ・ 持株会社は、市場運営会社及び自主規制法人の経営管理を行う。 ・ 市場運営会社は、市場運営業務全般（自主規制法人に委託した業務を除く）を行う。 ・ 自主規制法人は、市場運営会社の委託を受けて自主規制業務を行う。 ・ 株式移転（単独株式移転）の方法により、持株会社を設立し、当取引所を完全子会社とする。 ・ 平成 19 年 5 月 22 日 取締役会（株式移転承認） 6 月 22 日 株主総会（株式移転承認） 8 月 1 日 株式移転期日、持株会社設立日、設立登記日 ・ 当取引所の普通株式 1 株に対して、持株会社の普通株式 1 株を割当交付する。 ・ 当取引所単独での株式移転によって完全親会社（持株会社）1 社を設立するものであり、株式移転時における当取引所の株主構成と持株会社の株主構成に変化がないことから、1 対 1 とする。 ・ 持株会社が発起人となって、金商法の規定に基づき、自主規制法人を設立する。 ・ 金商法施行後、速やかに創立総会を開催し、必要事項を決議のうえ、設立の登記を行う。	・ 別添 1 参照
2. 持株会社の設立 (1) 設立方法等		
(2) 設立日程（予定）		
(3) 株式移転比率		
(4) 算定方式及び算定根拠		
3. 自主規制法人の設立 (1) 設立方法		
(2) 設立日程（予定）		

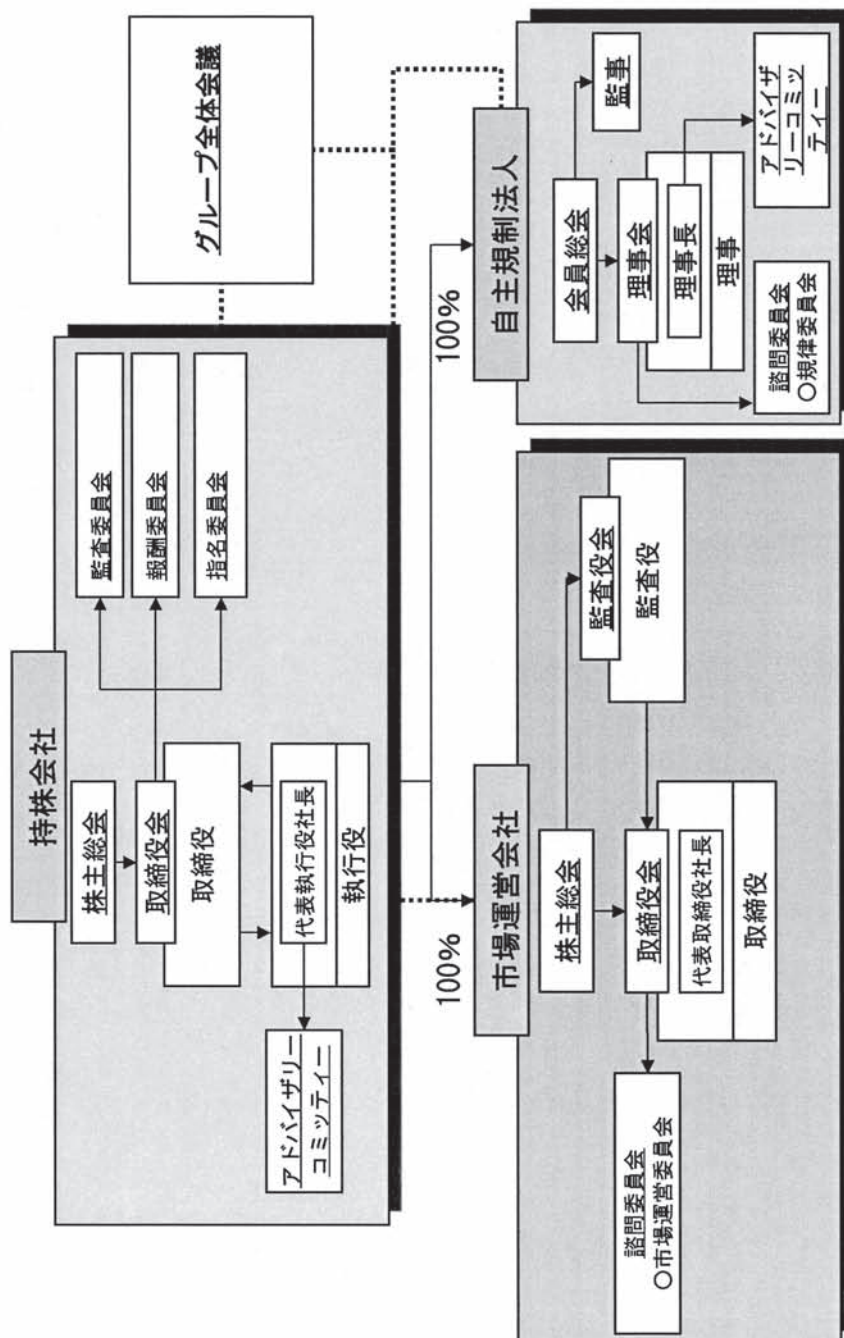
項目	内 容	備 考
4. 自主規制業務 (1) 委託する自主規制業務の概要	・ 金商法第 84 条第 2 項に規定する以下の自主規制業務について、委託を行うものとする。 ＜委託する自主規制業務の概要＞ * 金融商品等の上場及び上場廃止に関する業務 * 取引参加者の法令、法令に基づく行政官庁の処分若しくは定款その他の規則又は取引の信義則の遵守の状況の調査 * 取引参加者が行う売買又は市場デリバティブ取引の内容の審査 * 取引参加者の資格の審査 * 取引参加者に対する処分その他の措置に関する業務 * 上場する有価証券の発行者が行う当該発行者に係る情報の開示に関する審査及び上場する有価証券の発行者に対する処分その他の措置に関する業務 * 上記に関する業務規程その他の規則の作成、変更及び廃止 * " 定款の変更に係る株主総会の議案の概要の作成	・ 内閣総理大臣の認可が条件 ・ マーケットコンセンサスに関わる金融商品等の上場及び上場廃止に係る基準並びに取引参加者資格付与及び喪失基準などについては、自主規制法人の同意を得て、市場運営協会が作成、変更及び廃止を行う。 ・ 金融商品等の上場及び上場廃止の手続き並びに取引参加者資格の付与及び喪失等に係る諸手続きは、上場契約及び取引参加者契約の当事者である市場運営協会が行う。 ・ 内閣総理大臣の認可が条件
(2) 委託契約の概要	・ 自主規制法人は市場運営会社の委託を受けて上記の自主規制業務を行う。 ・ 自主規制業務を自主規制法人に委託するにあたり、市場運営会社と自主規制法人との間で委託契約を締結する。 ・ 当該委託をする費用の額を定める。当該費用は、以下のとおりとする。 * 当該費用の算出方法については、当該自主規制法人が委託を受けた自主規制業務を行うために適正かつ明確に定めるものとする。 * 市場運営会社の収益状況に影響されることなく、自主規制法人の財務基盤を適正かつ安定的に確保される観点から、原則として長期、固定金額とし、必要に応じて、見直しの協議を行う。 * 当該費用については、これまでの自主規制業務に係るコストを基準として定める。 ・ 自主規制法人は、当該委託に係る自主規制業務に関して知りえた情報を当該自主規制業務の用に供する目的以外のために使用しないものとする。	・ 具体的な金額については、委託する自主規制業務の詳細を検討したうえで、決定する。

項目	内 容	備 考
5. その他 (1) ガバナンス体制 (2) 人的関係 ① 役員 ② 社員 (3) 業務の連携 (4) 会社・法人情報の開示	・ 持株会社は、委員会設置会社とする。 ・ 市場運営会社は、監査役設置会社とする。 ・ 自主規制法人は、営利を目的としない法人とし、理事会等を設置する。 ・ 東証グループの経営に係る重要事項について協議を行い、もってリソースの有効活用や適切な連携を図ることを目的として、3法人の役員で構成するグループ全体会議（仮称）を設置する。 ・ 持株会社の取締役は、市場運営会社の取締役及び監査役並びに自主規制法人の理事を中心に構成する。 ・ 自主規制法人の役員は、自主規制業務の独立性確保の観点から、市場運営会社の取締役と兼務しない。 ・ 持株会社は、当該持株会社の設立にあわせて、当取引所の全社員の労働契約を引継ぐ。 ・ 市場運営会社及び自主規制法人については、持株会社の社員が出向する。 ・ 自主規制法人において勤務する者は、自主規制業務の独立性確保の観点から、持株会社及び市場運営会社の業務を兼務しない。 ・ グループ全体会議のほか、実務者レベルにおいても定期的に会議を開催することなどにより、3法人間の適切な業務連携を確保する。 ・ 持株会社、市場運営会社及び自主規制法人に関する会社・法人情報の開示については、引き続き、積極的に行うものとする。	・ 別添2 参照

組織体制の変更の推移



組織体制変更後のガバナンス体制



自主規制業務のあり方に関する特別委員会報告書

平成 1 7 年 1 0 月 2 5 日

「自主規制業務のあり方に関する特別委員会」委員名簿

平成17年10月現在

委員長	江頭 憲治郎	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	伊藤 邦雄	一橋大学大学院商学研究科教授
〃	岩原 紳作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	上村 達男	早稲田大学法学部・大学院法務研究科教授
〃	歌田 勝弘	日本インベスター・リレーションズ [※] 協議会会長・味の素 [㈱] 特別顧問
〃	大崎 貞和	㈱野村資本市場研究所研究主幹
〃	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	斎藤 静樹	明治学院大学経済学部教授
〃	関 哲夫	新日本製鐵 [㈱] 常任監査役
〃	原 良也	㈱大和証券グループ本社取締役会長
〃	藤沼 亜起	日本公認会計士協会会長
〃	松本 大	マネックス・ビネース・ホールディングス [㈱] 代表取締役社長 CEO
〃	水原 敏博	弁護士
〃	ロバートソン 黎子	国際ジャーナリスト

(五十音順・敬称略)
計14名

自主規制業務のあり方に関する特別委員会の審議経過

第1回会合

平成17年7月20日（水）

- 自主規制業務のあり方に関する当取引所としての問題意識について
- 自主規制業務のあり方に関する主な論点について

第2回会合

平成17年8月30日（火）

- 海外の株式公開取引所等における自主規制機能に関連した議論について
- 証券取引所による自主規制機能の分類について
- 自主規制業務の概要及び課題等について

第3回会合

平成17年9月12日（月）

- 自主規制業務の課題等について（上場関係）
- 自主規制業務の各課題に共通する問題点について
- 自主規制業務の遂行体制に関する基本的な考え方について（1）

第4回会合

平成17年9月29日（木）

- 自主規制業務の遂行体制に関する基本的な考え方について（2）

第5回会合

平成17年10月4日（火）

- 自主規制業務の遂行体制に関する基本的な考え方について（3）

第6回会合

平成17年10月13日（木）

- 自主規制業務のあり方に関する特別委員会報告書の骨子（案）について

目 次

はじめに	1
1. 東証の自主規制業務が果たすべき役割について（機能論的アプローチ）	2
2. 自主規制業務に関連して生じうると考えられる利益相反について	3
3. 自主規制業務の公正性確保のための遂行体制（望ましい組織形態等）のあり方について	5
「独立性の確保」の観点	7
（i）自主規制業務を監督する機関の独立性	7
（ii）CROの独立性	7
「実効性の確保」の観点	8
「必要な経営資源の確保」の観点	9
「移行コスト」の観点	9
「法的実現可能性」の観点	9
「その他の論点」	9
（i）投資者及び世間一般からの評価	10
（ii）持株会社の子会社に対するガバナンス	10
4. 具体的な組織設計に際しての留意点について	11
おわりに	12

自主規制業務のあり方に関する特別委員会報告書

はじめに

「自主規制業務のあり方に関する特別委員会」（以下「当委員会」）は、平成17年7月20日、株式会社東京証券取引所（以下「東証」）取締役会の諮問に応じ、議論を開始した。

東証による当委員会に対する諮問内容は、東証がこれまで以上に自主規制機能を適切に発揮し、投資者や社会一般の期待に応えていく観点から、株式上場後も見据えつつ、今後、我が国の市場規制分野において市場開設者として果たす役割や、市場開設者が自主規制業務を行うことの意義について、議論を深めるとともに、東証がそうした自主規制業務を的確に行うための組織体制、自主規制業務の遂行体制に係る公正性の一層の充実を図るための具体的措置について、審議願いたいというものである。

そうした議論の背景としては、まず、最近になって相次いだ不適正なディスクロージャーを理由に上場廃止となる事案や敵対的企業買収の事案を契機として、上場会社におけるコーポレートガバナンスや敵対的企業買収に対する企業防衛策といった、これまで公的規制あるいは個々の上場会社の自主的判断に委ねられてきた領域における市場開設者の役割に関心が集まるなど、証券取引所に対する投資者や社会一般の期待の急速な高まりが挙げられる。

また、国内では上場した大阪証券取引所株式を大量に取得して経営に影響を与えようとする投資ファンドが出現するとともに、海外ではニューヨーク証券取引所が上場に際し自主規制部門をグループ内の独立性の高い非営利法人とする組織改革案を発表したことなどを受け、自主規制機能の担い手である証券取引所自らが上場する際には、株主をはじめとした関係者との利益相反を原因とする問題が顕在化する懸念はないのかといった問題提起がなされていることも、背景として挙げられる。

当委員会は、こうした背景等も踏まえた上で、計6回にわたり審議を行った。

なお、証券取引所は、証券取引法により、有価証券の売買等の公正・円滑の確保及び投資者保護に資するように運営することが義務付けられていることから、売買、決済を含むほとんどの業務が広い意味での自主規制業務であると考えられるが、当委員会における議論の前提としては、売買審査・考査業務及び上場審査・上場管理業務を「自主規制業務」と呼ぶこととした。

ただし、当該業務において、売買審査・考査業務と上場審査・上場管理業務についてはその性質が異なる部分があることや、それぞれの業務の中においても、業務規程及び受託契約準則等に規定する自主規制ルール（ルールメイク）と当該自主規制ルールの運用（調査・審査、措置・処分等）という大きく二つの業務内容があることから、議論の内容により、それらを区分して考えることが必要となる場合があることに留意が必要である。

その上で、当委員会では、まず、東証の自主規制業務の現状を検証するとともに今後東証の自主規制業務が果たすべき機能・役割についての社会一般の期待にどう応えていくべきか、といった「機能論」の観点から検討を開始し、海外の事例なども参考にしつつ、社会一般から期待される機能・役割を独立的かつ実効的に発揮していくために、どのような組織形態が望ましいかといった「組織論」を検討するという方法で、議論を進めた。

1. 東証の自主規制業務が果たすべき役割について（機能論的アプローチ）

東証には市場運営業務などの市場開設者として固有の業務がある。このうち主に取引参加者に対して規制的效果を及ぼす売買審査・考査業務は従来から自主規制業務と呼ばれてきたが、最近では、主に上場会社に規制的效果を及ぼす上場審査・上場管理業務も、自主規制業務の一部として認識されつつある。

自主規制業務のうち、売買審査・考査業務は、市場における取引に関し、主として法令違反行為の未然防止や摘発を通じて市場の公正性や信頼性の維持・向上を図る業務であるが、市場における違法行為の摘発に一定の効果を発揮しているものの、東証独自の処分が少なく、多くは行政による処分の追従に留まっているといった問題を指摘することができる。今後は、独自処分をも視野に入れた体制の構築などを通じて、ますますの機能強化が図られることが期待される。

一方、上場審査・上場管理業務は、市場に上場される銘柄に関し、主として上場銘柄としての適格要件を上場基準として定め、これに従って新規上場の審査や上場廃止を行い、あるいは投資判断に必要な会社情報の適時開示のルールを定めるなどして、投資者保護と円滑な流通の確保を図る業務であるが、上場

会社の行うディスクロージャーの信頼性確保やコーポレートガバナンスの充実といった、新しい時代の要請に対する対応が後手に回り気味である、といった問題を指摘することができる。今後は、投資魅力の高い銘柄の提供に努めつつも、新しい時代の要請にタイムリーに応えていくことなどを通じて、一段とその機能を発揮していくことが期待される。

このように「貯蓄から投資へ」の流れの中で、公正で信頼性の高い市場に対する期待、中でも市場開設者としての東証の自主規制業務に対する社会一般の期待は近年急速に高まっている。東証は、自主規制業務を通じて、こうした期待に積極的に応え、かつては公的規制に委ねられ、または個々の上場会社や取引参加者などに委ねられてきた分野についても、自主規制機関として市場規律を確立するために必要な場合には、公的規制と相俟ってさらに一層の役割を果たしていくことが望まれている。

2. 自主規制業務に関連して生じうると考えられる利益相反について

こうした東証の自主規制業務に対する社会一般の期待が高まる一方で、東証も市場運営という事業を営む企業体である以上、企業体としての利害と、市場開設者として確保すべき市場の公正性との間に生じうると考えられる利益相反問題と無縁ではいられない。会員組織時代から利益相反問題は内在していたが、株式会社化・上場といった要素はこれを拡大させる可能性がある。

ここでいう場合の「利益相反」の内容としては、大きく以下の3点に整理されると考えられる。

① 取引参加者の利益確保と市場開設者としての市場の公正性確保との間での利害対立

東証は取引参加者から取引手数料等の収入を得ている。そのため、取引参加者からの注文を増やし、あるいは減らさないことなどを目的として、自主規制ルール策定及び当該ルールの運用において、不適切な措置をとり、若しくは適切な措置をとらないといったことを行う動機が生じうるとの懸念が考えられる。

② 上場会社の利益確保と市場開設者としての市場の公正性確保との間での利害対立

東証は上場会社から上場手数料等の収入を得ている。そのため、上場会社を増やし、あるいは減らさないことを目的として、自主規制ルールの策定及び当該ルールの運用において、不適切な措置をとり、若しくは適切な措置をとらないといったことを行う動機が生じうるとの懸念が考えられる。

③ 株主の利益と市場開設者としての市場の公正性確保との間での利害対立

東証は証券取引法により公正・円滑な取引と投資者保護とを目的として市場運営することを求められている機関であり、そうした制約の下ではあるが、株式会社として株主がガバナンス上相応の権限を有している。そのため、株主の利益を過度に図り、あるいは特定の株主の利益を図ることを目的として、自主規制ルールの策定及び当該ルールの運用において、不適切な措置をとり、若しくは適切な措置をとらない、といったことを行う動機が生じうるとの懸念が考えられる。また、同じ目的から、財務的基盤を危うくする配当を行い、あるいは市場の公正性確保に必要な予算措置を十分講じないといった動機が生じうるとの懸念も考えられる。

上場によって多様な株主が登場する結果、特定の大株主との利益相反が深刻化するという懸念については、証券取引法上の主要株主規制が有効な対策として機能するものと期待される。また、それ以外の株主との利益相反、取引参加者や上場会社との間の利益相反についても、東証は証券取引法の目的を達成するための機関であり、監督官庁による監督の下に置かれていることから、利益相反の弊害を排除するシステムは、現在でも一応は整備されているといえることができる。

しかし、東証の自主規制業務に対する期待が急速に高まりつつある中で、上場による利益相反の拡大が懸念されている現在、東証は自ら利益相反の弊害を排除し、市場の公正性を自律的に確保するような仕組みを整備すべきである。

3. 自主規制業務の公正性確保のための遂行体制（望ましい組織形態等）のあり方について

自主規制業務の公正性確保のための遂行体制のあり方、すなわち望ましい組織形態については、海外の上場している証券取引所の例などを参考にすると、概略以下の5類型が考えられる。

① 自主規制委員会強化案

取締役会の諮問機関である現行の自主規制に係る委員会の権限を強化するとともに、自主規制業務を執行する責任者（CRO）の地位を独立・強化すること等により、市場運営業務と自主規制業務の一体的運営による自主規制の実効性を維持しつつ、現行のガバナンス体制のもとで、自主規制業務の独立性を強化する。

② 委員会等設置会社案

委員会等設置会社に移行し、その取締役会が、自主規制に係る委員会を法定の3委員会（指名委員会・報酬委員会・監査委員会）と並列に位置付けて自主規制業務に対する監督権限を実質的に付与するとともに、CROに対して自主規制業務の執行に関する権限委任を図ること等により、市場運営業務と自主規制業務の一体的運営による自主規制の実効性を維持しつつ、ガバナンス体制の刷新により、自主規制業務の独立性を強化する。

③ 自主規制監督会社案

持株会社を設け、その傘下に市場運営業務と自主規制業務とを行う現在の東証及び自主規制監督会社を置いて、自主規制監督会社に東証内で行われる自主規制業務の監督を委託すること等により、市場運営業務と自主規制業務の一体的運営による自主規制の実効性を維持しつつ、監督に特化した別会社によるチェックを通じて、自主規制業務の独立性を強化する。

④ 自主規制業務会社案

持株会社を設け、その傘下に市場運営業務会社及び自主規制業務会社を置いて、市場運営業務と自主規制業務を同じ企業グループ内で行うことに

より、可能な限り自主規制の実効性維持に努めつつ、市場運營業務とは別会社で自主規制業務を行うことにより、自主規制業務の独立性を強化する。

⑤ 第三者機関案

東証から独立した第三者機関が自主規制業務を行い、東証は自主規制業務を行わないこととして、第三者機関に自主規制業務を委ねることにより、自主規制業務の独立性を確保する。

組織類型の選択においては、利益相反の防止に効果的な防止策がとられていて自主規制業務の独立性が高いと評価されると同時に、自主規制部門と市場運営部門の間における情報共有・連携が容易で、自主規制業務の実効性が高い組織であることが重要である。

この二つは二律背反的な関係を持つ要求であり、独立性を完全なものにしようとすれば第三者に自主規制業務を委ねることが必要となるが、その場合には、自主規制のメリット（①証券市場に最も近い現場主義による機動的かつ実効性の高い規制、②法令より高い水準での規制が可能、③法令違反の未然防止、④適正なコスト配分とコスト軽減効果）の相当部分が失われることとなる。また、上場審査・上場管理業務も第三者に委ねるのでは、東証が自立した会社といえるのか否かも疑わしい。したがって、東証が自主規制業務を行わないこととなる「⑤第三者機関案」については、適当でないと考える。

「①自主規制委員会強化案」は、スキームのポイントとなる「自主規制に係る委員会」が現行と同様の取締役会の諮問委員会であり、加えて、取締役でない人のみで構成されるなど、「②委員会等設置会社案」における「法定の3委員会と並列に位置付けることを意図する自主規制に係る委員会」に比べると権限や責任の面で限界があり、自主規制業務の独立性確保のための組織案として劣るといわざるを得ない。

「③自主規制監督会社案」は、オーストラリア証券取引所のモデルを原型として、子会社ではなく兄弟会社に自主規制の監督業務を委託するものとした案であるが、いずれにしても法律で利益相反防止対策を求めているオーストラリアとは背景が異なること、この案は「②委員会等設置会社案」における「自主規制に係る委員会」に法人格を与えたものと考えることが可能であり「②委員会等設置会社案」の一類型と捉えることができることから、「②委員会等設置会社案」に比べて自主規制業務の独立性確保のための組織案として優れている要素があるとは考えにくい。

したがって、「②委員会等設置会社案」と「④自主規制業務会社案」を比較しつつ検討することが妥当である。

「独立性の確保」の観点

(i) 自主規制業務を監督する機関の独立性

利益相反の弊害を排除するためには、まず一点目として、自主規制業務を監督する機関の独立性を高めることが必要である。

その方策として、第一には、自主規制業務を監督する機関の構成を、経営者や特定の利害関係者から独立した判断を下すことのできる、独立性の高いメンバー中心とすることが挙げられる。この点について、「②委員会等設置会社案」では、自主規制に係る委員会を独立性の高い取締役を中心に構成することにより、人的な面で独立性を強化できる。また、「④自主規制業務会社案」では、別会社で自主規制業務を行うという形式であり、実質的にも自主規制業務会社の取締役会を独立性の高い取締役を中心に構成することにより、人的な面で独立性を強化できる。

第二には、自主規制業務を監督する機関に対し必要な権限を付与することが挙げられる。この点について、「②委員会等設置会社案」では、独立性の高い取締役を中心に構成する自主規制に係る委員会を法定の3委員会と並列的に設け、自主規制業務の監督に係る議案についての取締役会の決議要件を加重するなどの措置を講じることにより、自主規制に係る委員会に対し、実質的に自主規制業務を指揮・監督する権限を与えることができる。一方、「④自主規制業務会社案」では、別会社で自主規制業務を行うという形式であり、独立性の高い取締役を中心に構成する自主規制業務会社の取締役会がその業務、すなわち自主規制業務を直接に指揮・監督する権限を元来有する。

このように、自主規制業務を監督する機関の独立性という点では、両案とも大差のない効果を期待できると考える。

(ii) CROの独立性

利益相反の弊害を排除するためには、二点目として、CROが市場運営業務を執行する責任者（CEO）から独立して業務執行を行えることが必要である。

その方策として、第一には、CROに対し必要な権限を付与することが挙

げられる。この点について、「②委員会等設置会社案」では、同一法人内ではあるものの、自主規制部門と市場運営部門を明確に区分し、CROとCEOを指揮命令系統上並列として、自主規制業務の執行面での権限を執行役であるCROに集中することにより、必要な権限を付与することができる。一方、「④自主規制業務会社案」では、別会社で自主規制業務を行うという形式であり、CROとCEOは別法人に属することから、自主規制業務の執行面での権限はCROが保持しており、もとより必要な権限は付与されている。

第二には、CROの地位の安定化が挙げられる。この点について、「②委員会等設置会社案」では、独立性の高い取締役を中心に構成する自主規制に係る委員会を法定の3委員会と並列的に設け、取締役会において、CROの選解任に係る議案の決議要件を加重するなどの措置を講じることにより、CROの地位を安定化させることができる。一方、「④自主規制業務会社案」では、別会社で自主規制業務を行うという形式であり、独立性の高い取締役を中心に構成する自主規制業務会社の取締役会がCROを選解任するため、CROの地位が直接に市場運営業務会社や持株会社から脅かされることはない。

このように、CROの独立性という点でも、両案とも大差のない効果を期待できると考える。

「実効性の確保」の観点

自主規制業務を実効的に行うためには、自主規制部門と市場運営部門との間で連絡・協業体制を構築することにより、情報共有・連携を図っていくことが不可欠である。具体的には、上場会社の未公開情報が集まるなど、高度な情報セキュリティが求められる中で、一定の制約を課しつつ、両部門間でタイムリーに必要な情報交換や連携を確保する体制を構築する必要があるが、「②委員会等設置会社案」では、両部門は同一法人内にあることから、いかなる場面を想定した場合でも、そのような体制を構築することは比較的容易である。一方、「④自主規制業務会社案」では、同一グループとはいえ別法人の間での対応であり、企業の倒産情報など未公開で機密性の高い情報の交換には、法令上の守秘義務との関係などから、情報に関する記録の作成・役員や幹部社員による対外供与の承認・情報取り扱いに関する注意喚起など、情報セキュリティ上上の手続きを要することから、売買停止や監理ポスト割当といった高い機動性を要する自主規制業務の執行を念頭に置くと、同一法人の場合と同等程度にタイムリーな情報交換や連携を確保することは困難で

あり、「②委員会等設置会社案」には及ばないと言わざるを得ない。

「必要な経営資源の確保」の観点

自主規制業務を適切に遂行していくためには、それに必要な経営資源（人員・予算）を投入していく必要がある。この点について、「②委員会等設置会社案」では、自主規制に係る委員会に人員計画や予算をチェックする権限を付与するなどの措置を講じることにより、必要な経営資源を確保することができる。一方、「④自主規制業務会社案」については、自主規制業務会社と市場運営業務会社（又は持株会社）との業務委託契約を長期契約にするなどの工夫を講じることにより、必要な経営資源を確保することができる。

「移行コスト」の観点

「④自主規制業務会社案」の場合、複数の会社を設立し、多様な関係者との契約などに基づく権利義務関係を遺漏なくそれぞれの会社に移転させ、会社間で自主規制業務の実効性を確保するために不可欠な情報共有や連携を行っていくための各種契約をはじめとした実務上の手当てを講じるとともに、法的側面も含め、それらの有効性を一つ一つ確認していく必要があるなどの点において、「②委員会等設置会社案」の場合には発生しない実務上の様々な作業が生じ、時間と費用を要することになる。

「法的実現可能性」の観点

証券取引法では、証券取引所は自ら市場を開設するとともに自主規制業務をも行うことを想定している。「②委員会等設置会社案」においては、2つの業務を同一の法人で行うため、特段法改正を経る必要はないものと考えられる。一方、「④自主規制業務会社案」においては、この2つの業務を別々の法人で行うこととなるが、そのような事態を現行法が想定しているかどうかには疑問があり、法改正の必要性も生じうるものと考えられる。

「その他の論点」

両案の比較については、他にもいくつかの論点が挙げられたが、それぞれの論点について両論があり、見解をまとめるには至っていない。

(i) 投資者及び世間一般からの評価

自主規制機関にとって、投資者や世間一般からの信頼感を得ることは非常に重要である。この点については、自主規制業務の独立性を表す組織体制としては自主規制部門と市場運営部門を別法人とする「④自主規制業務会社案」がより明確であり、投資者や世間一般からの信頼感をより得やすいとする意見があった。一方、「②委員会等設置会社案」でも自主規制業務の独立性に実質的な差はなく、説明の労を惜しまなければ同等の信頼感は得られるとする意見もあった。

(ii) 持株会社の子会社に対するガバナンス

「④自主規制業務会社案」において、持株会社を上場したと仮定すると、持株会社の株主が子会社（市場運營業務会社及び自主規制業務会社）の取締役に対して株主代表訴訟を提起することが困難であるなど、持株会社の株主による自主規制業務会社に対するガバナンスには限界があり、現行よりもガバナンスの面で後退するような方法を選択することは、法制度の悪用と取られかねないので大きな問題であるとする意見があった。一方、それによって持株会社の株主による利益相反問題が緩和されることを重視すべきであるとの意見もあった。

以上を総合すると、利益相反の防止に関する「独立性の確保」や「必要な経営資源の確保」の点については、両案に実質的な差はないが、「実効性の確保」、「移行コスト」及び「法的実現可能性」の観点において、現状では「②委員会等設置会社案」の方が優れているといえることができる。

したがって、東証の望ましい組織形態のあり方としては、「②委員会等設置会社案」の枠組みの中で、自主規制機能を十全に発揮していくための様々な具体的措置・工夫を講じていくことが適当と考える。

なお、当委員会の審議においては、昨今の証券取引所を取り巻く環境や当委員会の設置の経緯を踏まえて「投資者及び世間一般からの評価」という点を重視するという観点から、また「将来の事業戦略における組織設計の自由度の高さ」といった利点に着目するという観点から、「④自主規制業務会社案」の方が適当とする強い意見があった。

4. 具体的な組織設計に際しての留意点について

東証において、委員会等設置会社案を採用する場合には、以下の4点に留意して具体的な組織設計を行う必要がある。

第一に、自主規制に係る委員会に委任される権限と委員の負うべき責任との関係で、委員会の構成について留意する必要がある。

この案は、法制度上取締役会が有する監督権限の一部を、自主規制に係る委員会に対して委任することを基本的な考え方とするものであり、自主規制に係る委員会の委員はそうした権限に伴う責任を負える者である必要があることから、法定の3委員会と同様に全員取締役である必要がある。

したがって、委員会の審議の充実を図る観点から、取締役以外で専門知識を有する者を自主規制に係る委員会の審議に加える場合には、議決権を持たないアドバイザーのような資格で参加を求める必要がある。

第二に、自主規制に係る委員会に委任される権限と取締役会に残る権限との関係で、自主規制に係る委員会の権限は、法定の3委員会のそれとは性質が異なることに留意する必要がある。

この案は、法律上取締役会に付与される監督権限のうち自主規制業務に関するものを、実効性等の観点からまず一義的に自主規制に係る委員会に行使させるものであり、法制上は自主規制業務についても、その最終的な監督権限は取締役会に残ると解さざるをえない。したがって、取締役会の決議事項のうち自主規制業務の監督にかかわるもの(CROの選解任権など)については、取締役会の決議要件を加重するなどして、自主規制に係る委員会の役割が損なわれないようにする必要がある。

なお、委員会の委員と指名委員会委員又は監査委員を兼任させることにより、こうした問題点を補うことができるとの意見があったが、一方で監査委員との兼任を認めると監査委員会のチェック機能がうまく活かせないなどの問題を指摘する意見もあった。

第三に、自主規制に係る委員会の独立性を確保するために、委員の属性について留意する必要がある。

自主規制に係る委員会は、CEOからはもちろん、取引参加者・上場会社、大株主その他の特定の利害関係者との関係を有しないなど、これら特定の利害

関係者からも独立した判断を下すことのできる、独立性の高い取締役を過半数として構成する必要がある。

第四に、マーケットコンセプトにかかわる事項についての自主規制に係る委員会又はCROの権限に留意する必要がある。

自主規制業務に係るルールメイクについては、上場関係のルールメイクなど一部は国際的な市場間競争における競争力に直結する経営上の重要課題であることから、自主規制に係る委員会又はCROとCEOとの合意によって行われる必要がある。

また、具体的な組織設計に関しては、以上のほか、「事務局の人数を大幅に増やし、専門家を置き、委員会と密接な連携の下に活動し、委員会は頻繁に会合を開いて、監督を行うべきである」、「CROの属性についても留意する必要がある」といった意見があった。

おわりに

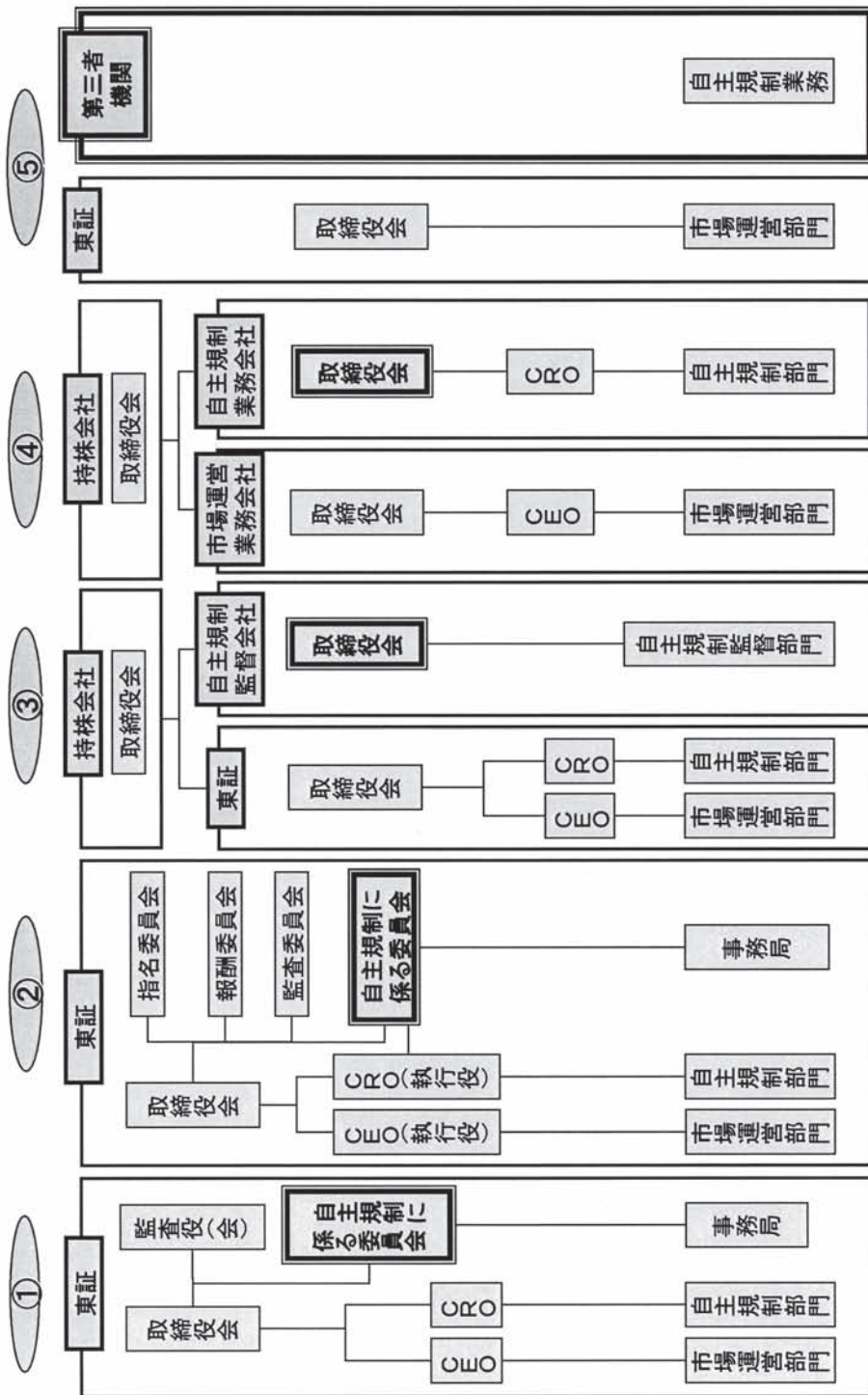
最後に、当委員会では東証の自主規制業務のあり方についてさまざまな角度から検討してきたが、今後、東証自身が上場を目指す中で、敵対的企業買収への防衛策などをめぐる上場会社との利益相反の懸念など、自主規制業務の果たすべき役割が問われる案件が増加することが想定される。

東証においては、この報告書の趣旨を踏まえ、これまで以上に自主規制機能を適切に発揮して高い公共性に対する投資者や社会一般の期待に応えつつ、利便性・公正性・信頼性の高い市場を提供していくことを期待したい。また、それによって東証市場が国際的にも高い評価を確立し、我が国証券・資本市場の発展により一層の貢献を果たしていくことを期待したい。

以 上

考えられる組織形態の類型

参考資料



Press Release: SEC Gives Regulatory Approval for NASD and NYSE Consolidation;...



[Home](#) | [Previous Page](#)

U.S. Securities and Exchange Commission

SEC Gives Regulatory Approval for NASD and NYSE Consolidation

**FOR IMMEDIATE RELEASE
2007-151**

Washington, D.C., July 26, 2007 - The Securities and Exchange Commission today gave final regulatory approval related to the consolidation of the member firm regulatory functions of the National Association of Securities Dealers, Inc. and NYSE Regulation, Inc., a wholly-owned subsidiary of New York Stock Exchange LLC. The Commission approved rule changes that allow for the consolidation of member firm regulation into a single, consolidated self-regulatory organization. The consolidated organization will be known as the Financial Industry Regulatory Authority, or FINRA.

The consolidation is intended to help streamline the broker-dealer regulatory system, combine technologies, and permit the establishment of a single set of rules governing membership matters, with the aim of enhancing oversight of U.S. securities firms and assuring investor protection.

FINRA will operate under SEC oversight. It will be responsible for regulating all securities firms that do business with the public, including with respect to professional training, testing and licensing of registered persons, arbitration and mediation. FINRA also will be responsible, by contract, for regulating The Nasdaq Stock Market, Inc., the American Stock Exchange LLC, and the International Securities Exchange, LLC. Finally, FINRA will be responsible for operating industry utilities, such as trade reporting facilities and other over-the-counter operations. NYSE Regulation, Inc. will continue to be responsible for the regulatory oversight of trading on the NYSE.

SEC Chairman Christopher Cox said, "The consolidation of NASD's and NYSE's member firm regulatory functions is an important step toward making our self-regulatory system not only more efficient, but more effective in protecting investors. The Commission will work closely with FINRA to eliminate unnecessarily duplicative regulation, including consolidating and strengthening what until now have been two different member rulebooks and two different enforcement systems."

The Commission's order approving the amendments to NASD's By-Laws is available on the Commission's Web site at <http://www.sec.gov/rules/sro/nasd/2007/34-56145.pdf>.

<http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-151.htm>

[Home](#) | [Previous Page](#)

Modified: 07/27/2007

News Release

For Release: Tuesday, November 28, 2006
Contacts: Nancy Condon (NASD)
 (202) 728-8379

Scott Peterson (NYSE in DC)
 (202) 347-4300

Brendan Intindola (NYSE in NY)
 (212) 656-4236



NASD and NYSE Group Announce Plan to Consolidate Regulation of Securities Firms

Single Organization Will Eliminate Overlapping Regulation and Reduce Costs to Industry

NASD Chairman and CEO Mary L. Schapiro to be CEO of Combined Organization; NYSE Regulation CEO Richard G. Ketchum to Serve as Chairman of the Board

Washington, DC and New York, NY - NASD and NYSE Group, Inc. (NYSE: NYX) today announced the signing of a letter of intent to consolidate their member regulation operations into a new self-regulatory organization (SRO) that will be the private sector regulator for all securities brokers and dealers doing business with the public in the United States. By streamlining broker-dealer regulation, the plan is aimed at increasing the efficiency and consistency of securities industry oversight. It also is expected to reduce regulatory costs to the industry by millions per year once the operations are fully integrated.

The new SRO, which will be named at a later date and is expected to begin operations in second quarter 2007, will consist of the current 2,400-person NASD organization and approximately 470 of NYSE Regulation's member regulation, arbitration, and related enforcement team. The new SRO will operate from Washington, DC; New York, NY; and 18 District and Dispute Resolution office locations around the country.

NYSE Regulation's CEO Richard G. Ketchum will serve as the non-executive Chairman of the organization's Board of Governors during a three-year transition period and remain CEO of NYSE Regulation, Inc. NYSE Regulation will continue to oversee market surveillance and listed company compliance at the New York Stock Exchange and NYSE Arca.

NASD Chairman and CEO Mary L. Schapiro will serve as CEO of the combined organization, which will be responsible for regulatory oversight of securities firms, arbitration, and for, among other things, the professional training, testing and licensing of registered representatives, and of industry utilities like NASD's Alternative Display Facility, OTC Bulletin Board, and Trade Reporting Facility.

In announcing the regulatory consolidation, Christopher Cox, Chairman of the Securities and Exchange Commission said, "This is a significant step forward for America's investors and for our nation's capital markets. Protecting investors from fraud in today's complex, integrated markets requires that regulators look across markets to prevent wrongdoers from exploiting the seams in regulatory jurisdiction. Eliminating overlapping regulation, establishing a uniform set of rules, and placing oversight responsibility in a single organization will therefore enhance investor protection while increasing competitiveness in our markets."

Currently, NASD regulates more than 5,100 securities firms throughout the United States. Of this total, almost 200 firms, including most of the industry's largest, are also members of NYSE and regulated by both organizations. With this consolidation, those dually regulated firms and their registered representatives will ultimately be subject to one set of rules created and enforced by a single SRO.

The non-binding letter of intent has been unanimously approved by the NASD Board of Governors and approved by the Boards of Directors of NYSE Regulation and NYSE Group. The transaction is subject to completion of definitive documentation and customary closing conditions. The transaction will require certain amendments to the NASD by-laws, which are subject to an NASD member vote, and is subject to

the execution of a definitive agreement. The plan also is subject to review and approval by the SEC.

Highlights of today's announcement include:

- The new SRO will be responsible for all member examination, enforcement, arbitration and mediation functions, as well as all other current NASD responsibilities, including market regulation by contract for NASDAQ, the American Stock Exchange, the International Securities Exchange and the Chicago Climate Exchange. NYSE Regulation will continue to oversee the NYSE market, through its market surveillance division, related enforcement functions, and listed company compliance.
- A 23-person Board of Governors will oversee the new SRO's activities with 11 seats held by Public Governors. Large firms, consisting of 500 or more registered persons, and small firms, consisting of 150 registered persons or fewer, will each be guaranteed three seats on the new SRO Board. Medium sized firms with 151-499 registered persons, NYSE floor members, independent dealer/insurance affiliated firms, and investment companies will each be guaranteed one seat on the new organization's Board. The Chairman and the CEO will also serve on the interim Board.
- Upon closing of the transaction, each NASD member firm will receive a one-time payment of \$35,000 in recognition of anticipated cost savings that will result from the implementation of the plan. Certain member fees also will be reduced for a period of five years.
- This transaction is structured to be financially neutral to NYSE Group shareholders.

"NASD and NYSE Regulation recognize that world markets and regulation are changing," said Schapiro. "Rather than stand by and let events overtake us, we have chosen to lead and help shape a better system of regulation that is good for investors and securities firms of all sizes. This plan establishes a more sensible and less complex regulatory regime that makes private sector regulation more efficient and effective. We will reduce the regulatory costs for all our member firms, while providing protection for the tens of millions of people who invest for their future in the U.S. capital markets."

Ketchum stated: "Today, more than 70 years after the creation of the self-regulatory system for financial markets in the 1930s, we have come together to announce its first major reform. New York Stock Exchange Regulation and NASD have worked extremely hard to coordinate and harmonize our regulatory oversight of some 180 of our nation's largest securities firms. Upon completion of this agreement, we will take the further step of eliminating overlapping regulation of those firms by creating a new, single self-regulatory organization. This streamlined approach will benefit the public, the firms, and U.S. capital markets. It is an idea whose time has come."

Schapiro stated, "I'm looking forward to working with a talented group of professionals from NASD and NYSE Regulation to fulfill our mission, and teaming with Rick Ketchum to bring this plan to fruition."

"I am proud of what a revitalized NYSE Regulation has accomplished and look forward to continuing to lead that organization while also being honored to serve as chair of the new organization. I look forward to working with Mary Schapiro to integrate our two enormously talented staffs," Ketchum said.

About NASD

NASD is the largest private sector provider of financial regulatory services, dedicated to investor protection and market integrity through effective and efficient regulation and complementary compliance and technology-based services. More than 5,100 brokerage firms, roughly 116,000 branch offices and more than 650,000 registered securities representatives come under NASD's jurisdiction. NASD touches virtually every aspect of the securities business-from registering and educating all industry participants, to examining securities firms, enforcing both NASD rules and the federal securities laws and administering the largest dispute resolution forum for investors and securities firms. More information about NASD is available at: www.nasd.com.

About NYSE Regulation, Inc.

NYSE Regulation, Inc., is a not-for-profit corporation dedicated to strengthening market integrity and investor protection.

NYSE Regulation protects investors by regulating the activities of member organizations through the enforcement of marketplace rules and federal securities laws. NYSE member organizations hold 98 million customer accounts or 84 percent of the total public customer accounts handled by broker-dealers. Total assets of NYSE member organizations are over \$4 trillion. They operate from 20,000 branch offices around the world and employ 195,000 registered personnel.

NYSE Regulation also ensures that companies listed on the NYSE and on NYSE Arca meet their financial

and corporate governance listing standards.

NYSE Regulation consists of four divisions: Market Surveillance, Member Firm Regulation, Enforcement and Listed Company Compliance, as well as a Risk Assessment unit and Dispute Resolution/Arbitration. For more information, visit our Web site at www.nysereregulation.com.

Cautionary Note Regarding Forward-Looking Statements

Certain statements in this article may contain forward-looking statements within the meaning of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995. These statements are based on NYSE Group's current expectations and involve risks and uncertainties that could cause NYSE Group's actual results to differ materially from those set forth in the statements. There can be no assurance that such expectations will prove to be correct. Actual results may differ materially from those expressed or implied in the forward-looking statements. Factors that could cause NYSE Group's results to differ materially from current expectations include, but are not limited to: NYSE Group's ability to implement its strategic initiatives, economic, political and market conditions and fluctuations, government and industry regulation, interest rate risk and U.S. and global competition, and other factors detailed in NYSE Group's Annual Report on Form 10-K and other periodic reports filed with the U.S. Securities and Exchange Commission. In addition, these statements are based on a number of assumptions that are subject to change. Accordingly, actual results may be materially higher or lower than those projected. The inclusion of such projections herein should not be regarded as a representation by NYSE Group that the projections will prove to be correct. We undertake no obligation to release any revisions to any forward-looking statements.

Listen to the audio webcast of the news conference held at the SEC on November 28 regarding the announcement of the proposed NASD/NYSE regulatory consolidation.

Investor protection. Market integrity.

1735 K Street, NW
Washington, DC
20006-1506
tel 202 728 8000
www.nasd.com

©2007 FINRA. All rights reserved. | Legal Notices and Privacy Policy.
FINRA is a trademark of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc.

金融商品取引法研究会メンバー
(証券取引法研究会)

(平成 19 年 9 月 19 日現在)

顧問	森本 滋	京都大学大学院法学研究科教授
会長	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木 浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口 恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤 光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	戸田 暁	京都大学大学院法学研究科准教授
〃	中東 正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田 友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	山田 剛志	新潟大学大学院実務法学研究科准教授
オブザーバー	松尾 直彦	東京大学公共政策大学院客員教授
〃	永井 智亮	野村証券執行役
〃	桑原 政宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	永山 明彦	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅場 達也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平田 公一	日本証券業協会常務執行役
〃	菊地 鋼二	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	河村 賢治	日本証券業協会客員研究員・ 関東学院大学経済学部准教授
〃	檜崎 みどり	日本証券業協会客員研究員・中央大学法学部准教授
〃	若林 泰伸	日本証券業協会客員研究員・ 国学院大学法学部准教授
〃	廣瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
〃	萬澤 陽子	立教大学法学部助教
研究所	高橋 厚男	日本証券経済研究所理事長
〃	若林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小林 和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安田 賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |

- 第 11 号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」 2005 年 12 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 12 号「証券仲介業」 2006 年 3 月
報告者 川口恭弘同志社大学教授
- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授

[新 刊 案 内]

証券・会社法制の潮流

B5 判 292 頁 税込 2,100 円

証券取引法研究会編

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 20 号

(証券取引法研究会を金融商品取引法研究会に改名)

金融商品取引所について

－ 自主規制業務を中心に －

平成 19 年 10 月 26 日

定価 (本体 500 円 + 税)

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
(証券取引法研究会)

発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8

東京証券会館内 〒 103-0025

電話 03 (3669) 0737 代表

URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-636-5 C3032 ¥500E