

証券取引所の株式会社化の意義

一上季代司

1 はじめに

大阪証券取引所がこの四月にも株式会社へと組織変更し、続いて東京証券取引所も同様に株式会社化に踏み切るようである。証券取引所の組織形態に関する議論は戦前、非常に多かつたが、戦後はこれを問題にする機会そのものが少なかつた。⁽¹⁾従つて、会員組織から株式会社組織への変更は、わが国証券取引所の歴史の中でも画期的な出来事といつてよい。

証券取引所の組織構造は、そこで取引をする証券業者がこれを保有、運営し自ら治める会員制自治組織が一般的なあり方である、とされてきた。この考え方は、証券取引所は証券業者たちの共同利用の施設であり、そのものとしては営利機関ではないという趣旨で運営されるべきであるというものであり、その意味では、証券取引所を手形交換所と共通視している面がある。

しかし、実際には歴史的かつ国際的に見ても証券取引所は手形交換所と違つてその組織形態や運営のされ方においてはるかに多様であつた。例えば、戦前のわが国証券取引所は株式会社として設立されたが、戦中に資金統制の一環として国営化され営団組織の日本証券取引所となり、戦後は占領軍が提示した取引所再開の条件に沿つて会員組織の取引所に移行した、という経緯がある。また日本を離れて主要先進諸国の証券取引所を見ると、これまたその組織形態は各国間で一様ではなかつたのである。

ところが、ここ二〇年ほどの動きをみると、証券取引所の株式会社化は世界的な潮流であることを示しているのである。⁽²⁾ すなわち最近約二〇年の間に各国証券取引所は例外なく変革に迫られ、歴史的にも、国際比較的にも、証券取引所はローカル色を薄めつつあり共通のモデルへと収斂する傾向が見られるのである。株式会社化はその共通化傾向の一つの表れである。以下では、証券取引所の株式会社化の実例を取り上げて株式会社化の意味と、そこから派生するいくつかの問題について、事実関係を整理してみた。

2 株式会社化の意味 (Demutualization)

まず、「証券取引所の株式会社化」と言った場合に、何がどう変わるとイメージされているのか、それを明らかにしなければならぬ。言い換えれば、会員組織と株式会社組織の証券取引所はどこがどう違うか、ということをもっと明確にしておかなければならない。

例えば、会員組織の証券取引所とは具体的にどのような姿をとっているのだろうか。それは、日本では「法人会員による社団法人組織」、アメリカのNYSEは「個人会員による非営利会社」、そしてイギリスのLSEでは「法人会員による有限責任私会社」、という形態をとっている。NYSEは一九七一年までは個人会員による法人格をもたない私的任意組合であったが、その後、非営利会社法 (Non-for-Profit Corporation Law) に基づく非営利会社へと法人化されたのである。⁽³⁾ またLSEもかつてはNYSEと同様に個人会員による法人格をもたない私的任意組合であったが、一九八六年のビッグバンにより法人会員制を導入、これにあわせてLSEも会社法に基づく有限責任私会社 (Private Limited Company) となった。(これをもって、LSEはビッグバンの時に株式会社化されたとする解釈もあるが、株主は会員証券会社に限定され、株式に譲渡制限がついておりLS

Eは依然として会員制証券取引所であった。

つまり同じく会員制証券取引所といつても、その組織形態は一樣ではない。しかし、どのような組織形態をとつていようが、取引参加者である会員が証券取引所の資産処分権、役員選出、取引所合併・清算・組織変更に関する議決権行使を持っていることは共通しているのである。つまり「会員制証券取引所」とは、その組織形態を問わず、市場で取引する参加者（＝会員）が自ら市場の運営に関しガバナンスを有する相互組合的組織（Mutual Association）を指すのである。したがって、昨年来のLSEのように法人会員所有のLSE株の売却（LSEの株式公開）を認めたりすると、会員証券会社以外の株主が現れたり、逆に株主以外の取引参加者が現れたりすることになり、その段階で初めてLSEは相互組合組織から脱することとなる。従つて、このような変更をイギリスでは（もちろんアメリカでも）証券取引所の Demutualization（脱相互組合組織）という。これが日本にいる我々が「株式会社化」と呼んでいる実態である。

このように、証券取引所の「株式会社化」とは「脱相互組合組織」であり、それは証券取引所資産の所有者ならびに運営主体が取引参加者とは別の主体になることである。「Demutualization」という表現には、証券取引所の運営が取引参加者の自治から脱するという意味合いが強い。つまり組織形態の変化そのことよりも取引所ガバナンスの変化に焦点があるわけである。

3 証券取引所の公共性とガバナンス

ところで証券取引所の業務は普通一般の企業とは違って一種の「公共性」を持っているため、いずれの国においても監督当局は、公共性を帯びるということを根拠にガバナンスに対する規制介入を行ってきた。会員制組織

の場合には、この介入のやり方は次のようであった。すなわち取引参加者による自治組織ならびにその自主ルールに対しては、明確な共同行為「カルテルではあるが、公共性に鑑みて独禁法の適用を除外し自主規制機関として認め、その代わりに会員自治が会員業者の利益追求に偏らず投資家保護に資するように理事会構成や理事会権限、定款の内容や取引所規則、業務規定等に対し当局の認可を要する、というやり方で介入してきたのである。

しかし、一九七〇年前後から、まずアメリカで証券取引所の自治組織、自主ルールのあり方に対して独禁法の適用除外を見直す動きが始まり、手数料自由化をはじめとする七五年のメーデーにつながった。同じ動きは、イギリスでもみられ、一九八六年のビッグバンとなった。そしてわが国でもそれから約一〇年遅れて手数料自由化や市場集中義務の撤廃などの措置が行われた。これは、証券取引所の公共性を再検討し、取引システムの構築については「自由競争」（市場間競争）を導入し、これを阻害するような取引所規則や業務規定は独禁法違反として摘発するという動きが世界的な傾向となっていることを意味している。

その背景としては、多様な執行ニーズを持つ機関投資家の出現と拡大、情報通信手段の格段の発展に伴い、注文回送、執行、市場情報の伝達等の取引システムの構成要素が、証券取引所以外においても民間営利会社によって安価に構築できるようになったこと等が挙げられる。

しかし、証券取引所の業務から完全に公共性がなくなつたわけではない。証券取引所は取引システムを提供するだけでなく、投資家保護の観点から市場秩序の維持ならびにそこで行われる取引からの詐欺的行為（価格操縦やインサイダー取引など）の排除、証券取引所において取引するにふさわしい取引客体の選別、この二つのために必要な諸規則を制定し、法令そのほか上記の諸規則の遵守を監視、違反者を処罰することも行っている。

すなわち売買管理や上場管理に関する諸規則制定はなお独禁法の適応除外とされるべき自主規制機関の手中にあり、そうした諸規則が果たして投資家保護に適っているかどうか、その観点から政府は介入する権限を留保している。

このように、証券取引所の業務について競争政策を導入する部分とそうでなく依然として公共性の強い部分との切り分けが意識されるようになったのである。すなわち、前者にあたる部分についての運営は会員証券業者に限定するのではなく他の営利会社が行ってもよいようにし、そのガバナンスは一般企業のそれと変わりなく、そのガバナンス構造に政府は介入しないようにするが、後者の部分については現場に近い者が自らルールを作る自主規制を基本とし、政府がそのガバナンス構造（理事会構成等）や定款諸規則に介入して投資家保護に適っているかどうかをチェックする、ということになる。

これを明確に主張しているのは『取引所とは何か』の著者、ルーベン・リー⁽⁴⁾である。彼は、証券取引所ならびに私設取引システムに対する政府の規制対象を市場構造に関する規制とそれ以外の部分（市場参加者の行為や価格操縦・インサイダー取引など市場の信認）に関する規制とに区分し、前者は自由競争に委ね、後者については従来通り政府の介入規制の傘の下で自主規制機関に行わせるべきだと主張する。そして、例えば、私設取引システムに対しては、その運営主体に対して政府は介入すべきではなく、そこで行われる取引の不正除去に対しては、自主規制機関になって介入を甘受するか、あるいは他の自主規制機関のメンバーとしてその傘に所属して規制を受けるかのいずれかを選択させよ、というのである。

4 株式会社化された証券取引所のガバナンス

では具体的に「Demutualization」に踏み切った証券取引所はどのようなガバナンスを採っているのか。

(1) ドイツ取引所株式会社

まずドイツでは、フランクフルト証券取引所の運営主体はドイツ取引所株式会社 (Deutsche Borse A.G.) であり、自主規制機関としては「取引所理事会」と「上場委員会」があつて、運営主体と自主規制機関は明確に分かれています。ドイツ取引所株式会社それ自体は持株会社であり、その傘下に Xetra や Euronex のような注文回送・市場情報伝達・執行機能を備えた電子取引システムの開発と提供、株価指数の算出とその公表、決済・清算業務を担当する子会社を有している。⁽⁶⁾

これに対し、証券取引所理事会は取引所規則を制定し (これには取引所監督局の認可が必要である)、取引参加者の参加許可権限を有する自主規制機関である。理事会の構成は二四名であり、その構成については大枠が取引所法で定められており、その枠内で取引参加者である銀行が二三名と過半数を占めてきた。なお上場の可否は、取引所取引に関与しない者 (商工会議所が任命) が過半数をしめる上場委員会でこれを決めることとなっているが、「自由市場」については別である。⁽⁶⁾

このように、ドイツでは、運営主体と自主規制機関が明確に分かれている。これは歴史的な慣行だったのである。フランクフルトならびにベルリンでは、歴史的に運営主体は公法上の団体である、「商工会議所」が行ってきた。ところがフランクフルト証券取引所で莫大な資金を必要とする電子取引システムの開発・導入が始まると、収支計算を中心とする商工会議所会計になじまなくなり、そこで一九九一年「フランクフルト証券取引所株式会

社」を設立（これが一九九三年にドイツ取引所 A G に改組）、取引所運営業務をそこへ移したのである。しかし運営主体と自主規制機関は別であると言っても、そのガバナンスにおいて銀行の存在が極めて大きい（ドイツ取引所 A G の株主は八〇％以上が銀行である）、一九九四年以降、取引所理事会が改組され、銀行の独走に歯止めがかけられている。

(2) ロンドン証券取引所

L S E は昨年、株式公開に踏み切ったのであるが、ここにおいては取引所から自主規制機能を外部に移管させるといふやり方で、運営主体、自主規制機関の分離が見られるのである。すなわち、L S E はすでに一九八六年のビッグバンときに会員証券会社の対顧客業務行為を監視する自主規制機能について証券業協会（のち S F A）に移管している。また株式の譲渡制限を解除した一九九九年の定款変更の際して、上場承認権限を監督当局に返上した。したがって、L S E は売買管理その他の自主規制権限はなお保持しているものの、その範囲は以前と比べ狭くなっているのである。

(3) ナスダック

アメリカのナスダックにおいても運営主体と自主規制機関の分離が見られる。一九九四年に N A S D A Q 市場のマーケットメイカーによる談合疑惑を発端に N A S D の管理体制、組織が見直され、その結果、九六年一月、N A S D は業界の自主規制を行う N A S D Regulation, Inc. と N A S D A Q 市場の運営・管理にあたる Nasdaq Stock Market inc. を設立し、二つを両社を一〇〇％子会社とする持株会社となった。もともと自主規制機関は市場参加

者が自らを律する機関であり、自らの利益を優先する恐れがあるのである。そうならないために監督当局は自主規制機関に対して、理事会構成その他に介入する権限を留保してきたのだが、この一件はアメリカの証券監督当局がそのみでは不十分であるとの結論に達したことを意味する。このように運営主体と自主規制機関の分離は英独と異なる理由によるものであるが、結果として市場運営会社であるNasdaq Stock Market inc.は自由な経営戦略を描けるようになった。取引システムの構築・運営は自由競争に委ねられることになったのである。

5 さいごに

証券取引所の株式会社化とは、会員証券会社の自治組織であった証券取引所のガバナンスを変えることを意味する。その変わり方には色々ある。当面、日本の場合には、株式会社化されても運営主体と自主規制機関との分離は想定されていない。したがって、株式会社になっても自主規制機能を担う限りにおいてそのガバナンスに監督当局の介入が想定されることはもちろん会員証券会社の自治的なガバナンスもなお残ることになる。

ただ、証券取引所の外部に強力な取引システムが現れた時にふたたび、ガバナンスの問題が顕在化することはあり得る。なぜならば、運営ルールに政府の許認可を必要とせず、コストのかかる自主規制機能を有しない営利会社が似たような取引システムを提供してくれば、競争に負ける恐れが出てくるからである。事実、アメリカではこうしたことが起こっている。このため、NYSEはこうした私設取引システムを自主規制機関と認定して自主規制機能のコストを負担させ、かつそのガバナンスに政府が介入せよといい、私設取引システムはそれでは市場競争の否定につながると反論してきたのである。

あるいは、日本の場合には、別の角度からガバナンスが問題となるかもしれない。自主規制機関としては取引

参加者（すなわち会員証券会社）の意見が反映するとしても、市場の運営という面では証券取引所は会員証券会社と利益相反の関係にある。市場運営者としては利益を上げるために場口銭を引き上げることでも営業政策としてあり得る。会員制組織の場合には、そのようなことをしても取引所利益は会員証券会社のものであったので、たいして意味はなかったのだが、株式会社になればそうではなくなる。そうしたときにアメリカのように取引システム間に十分な競争が展開していれば、こうした営業政策は立ち行かなくなるであろうが、そうではない場合には反競争的な営業政策もあり得ることになる。とりわけ、日本では東証のシェアはダントツであるうえに、取引所以外の取引システムも十分育っていない。欧米と比べてわが国の市場間競争は十分ではないのである。⁽⁷⁾ その場合には、市場運営に関するガバナンスに対しても市場参加者からの介入が必要になるかも知れない。

注

- (1) 昭和四〇年証券恐慌後に証券取引所のガバナンスが問題となり、理事会構成の変革（公益理事の導入）、理事長権限の強化、行政的監督の強化など、公共性強化の方向からの改革が行われた程度である。
- (2) この点については、不十分であるが以前に触れたことがある（「証券取引所の組織構造」『証研レポート』二〇〇〇年一月）
- (3) その理由については明らかではないが、筆者は、六〇年代末の会員証券会社のバックオフィス危機に際して証券取引所が法人格を持たない私的組合であったことに伴い一部の証券会社の財務リスクが他に波及・拡散するシステムリスクが強く意識されたからではないかと思つ。

- (4) Ruben Lee, *What is an Exchange?; The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University

- (5) ドイツ取引所 A G はフランクフルトをはじめ各州の証券取引所を子会社として持つ持株会社という理解は誤りである。
- (6) ドイツでは上場証券とは取引所が価格を確定し公認する公定相場表に載せるべき銘柄をさし、日米のように取引客体の選別を意味するわけではない。したがって公定相場表に載せる(これがドイツでいう「上場」である)のではないが、取引所において秩序ある取引が確保される場合には取引所規則に基づいて売買の気配を含む価格を決定、公表することもできることとなっており、こうした銘柄が取引される市場を「自由市場」と呼ぶ。したがって自由市場への取引客体の選別は「上場」ではないので、その選定には「上場委員会」は関与せず、取引所の運営主体が行っている。この自由市場ではもともと外国証券やカバードワラントが多かったのであるが、新興市場の「ノイエマルクト」が創設されたこともあって最近注目されている。その選定は実質的に運営会社であるドイツ取引所 A G が行っている。
- (7) アメリカでは国内において私設取引システムとの競争が激しいし、ヨーロッパ各国では国内での競争は少ないが同じ時間帯での各国証券取引所間の競争は激しい。

(にかみ きよし・主任研究員)