

取引所の自主規制機能について

伊豆 久

1 はじめに

世界的に証券取引所の株式会社化が進んでいるが、そこでの論点の一つは、取引所の自主規制機能をどうするかである。営利を目的とすることになれば、直接的には収益を生み出さない自主規制活動は縮小されるのではないか、と懸念されるからである。

しかしながら、では、従来型の会員制の取引所であれば自主規制という規制方法に問題はないのかと考えると、これも簡単に答えることはできない。取引所自体は営利を目的としなくても、会員証券会社は営利を目的とする株式会社であり、例えば必要な自主規制コストをカットして会員の負担コストを小さくしたり、会員の利益を不当に優先するカルテル的な規則を制定したりする可能性もあるからである。

あるいは、会員制であれ株式会社であれ、取引所の自主規制を政府の監督下に置いておけば、組織形態による違いはない、と考えることもできる。しかしその場合には、では、自主規制の存在根拠はどこにあるのかという疑問が生じる。自主規制を政府が監督さらには強制するというのは、そのまま考えれば語義矛盾である。証券規制は政府の直接規制に一本化すべきだという考え方もありうるであろう。にもかかわらず、自主規制機関を政府機関が後ろから規制する二段階の構造をとってきたのはなぜなのだろうか。

もとより、こうした自主規制をめぐる大きな諸問題を小稿で十分に扱うことはできないが、株式会社化と自主

規制という問題を念頭に、まずは証券取引所における自主規制の意味を再確認するところから、自主規制に対する政府の公的介入の背景と目的、市場間競争下の自主規制等について、筆者なりの簡単な整理を試みることにしたい。

2 自主規制とは何か

自主規制に関してはすでに非常に多くの解説がなされているが、ここでは、自主規制のメリットとして、証券取引は専門的技術的であるため、業務に精通した当事者に委ねるほうが効率的である、という点があげられている。しかし、こうした説明には素朴な疑問を感じる。証券取引の規制に専門的知識や経験が必要とすることは当然としても、では反対に、今日の様々な産業において、専門的技術的な知識を必要としない産業は果たして存在するのだろうか。いずれの産業も高度化専門化が進んでいるのであるから、にもかかわらず証券市場において特殊に自主規制という規制のあり方が発展してきた理由を説明するためには、漠然とその専門性の高さを指摘するだけではなく、どのような専門性が、あるいは証券市場のどのような特殊性が、自主規制を生み出したのかを説明する必要があるように思われる。

そのように考えれば、むしろ単純に、自主規制を、「売買取引が集团的かつ継続的に行われるところで必然的に発生する、誰が、何を、どのようにして 売買するかに関する、売買参加者自身によるルールの作成」と定義することができるであろう。「ルールの作成」は当然に、違反の有無の監視、違反者への処分等を含む。したがって、それは、原理的には「売買が集团的かつ継続的に行われるところ」、「すなわちいわゆる市場であれば程度の差はあれどこでも見られるものであり、証券取引所に限られたものではない。ただ、後述するように、具

体的な使用価値をもつ通常の商品を売買対象とする市場では、当初から市場の管理が行政によってなされたいり、あるいは逆に管理の必要性が低かつたりするのに対して、証券という特殊な商品を売買の対象とする証券市場では、自主規制の必要性が著しく高く、それが今日まで典型的な形で残っているのだと思われる。

定義として述べた内の「誰が」は、証券取引所においては「会員管理」にあたる。売買が継続的に行われる場所では、市場施設の大きさに応じて売買参加者の数を制限せざるを得ないほか、詐欺的行為や決済リスクを排除するために参加者の資格を事前かつ継続的に審査する必要がある。トラブルの頻発は市場の評価を落とすことになり、決済不履行が他の参加者にも波及する場合にはその防止は市場の存続に関わる。しかし、具体的なモノを実際に陳列して販売するような市場であれば、詐欺的行為の余地は小さく、また買い手は手にとって商品を吟味できるのであるから、各自の自己責任を追究しやすい状況にある。さらに、決済が一件一件その場で行われれば決済リスクも小さい。そうした場合には、市場参加者の管理（「誰が」に関するルール）は、簡素化されることになる。

しかし、証券取引所においては、取扱い商品の価格変動が激しく、参加者である会員の決済リスクは高い。また決済不履行は相手方に波及し総括清算制であればその影響は極めて大きい。その一方で、板情報へのアクセスなど会員となることのメリットは非常に大きく会員希望者は多い。そのため、証券取引所ではその参加者に対する資格と数の制限が厳しく、それが「会員管理」として取引所の重要な業務の一つとなったものと考えられる。

二番目の「何を」は、売買対象の限定であり、取引所の「上場管理」に相当する。市場一般について考えれば、売買の対象商品の種類を増やせば、売り手買い手双方とも、複数の市場を訪ねる必要がなくなるというメリットがある反面、それには市場施設の物理的容量という限界がある。他方で、売買の対象商品の種類を限定すること

にも、買い手が望む商品を見つけるまでの時間を短縮するというメリットがある。商品の質についても規格化すれば、買い手の便宜は一層高まる。

しかし、これも証券市場においてはより厳格な規制が必要となる。証券市場の売買対象である証券（株券）は、それ自体では使用価値をもたない紙切れにすぎず、株式会社の持分という抽象的な権利を示す人工的な商品である。だからこそ、それは初めから流通しやすいように作られている面があるものの、その一方で買い手が自分でその品質を確認することは極めて難しい。そこで売買参加者からなる団体自身がその品質に一定の規格、基準を設けることが必要となつたと言えるだろう。

第三の どのようには、取引所では 売買管理 として発展してきた。売買方法が事前に決められていなければ、迅速に大量の売買を行うことはできない。しかし、その方法は、原則的には、売り手と買い手が合意すればそれでよいのであつて、これも売買参加者のみによつて決めることができる。売買方法を決定する際の最大の問題は、買い手と売り手どちらか一方に有利な方法とならないことであるから、その両方が合意することが、売買方法決定の十分条件となる。やや極端であるが、現在では不正・違法とされる方法であつても、売買参加者が合意すればそれで問題はないはずである。例えば、証券市場における相場操縦やインサイダー取引も「OKだ」と市場参加者全員が合意すれば、そうしたルールを作成することが可能である。にもかかわらず歴史的にそうした取引が排除される方向に進んだのは、後述するように市場参加者が多様化し、そうしたルールでは参加者全員の合意が困難になつてきたためであらう。

3 市場の社会的役割と公的介入

証券の売買システムが他の商品の売買システムと異なるのは、究極的にはその取扱商品が、証券というそれ自身に具体的な使用価値のない特殊な商品であるためである。ここでは、取引所と同じく組織された市場でありながら具体的な使用価値ある商品を扱う 卸売市場 と比較することで、証券取引所の特徴を改めて確認してみよう。

使用価値ある商品は、必然的に、生産者から消費者へと一方向にしか流れない。特に生鮮食品には腐敗という問題があるため、その流通は迅速であることが要求され、流通方向が錯綜することはない。そのため卸売市場の参加者は、生産者の代理人としての売り手（卸売業者）と、消費者の「代理人」的役割を果たす買い手（仲卸業者とスーパーなど大手購入者）であつて、その役割は明確に分かれている。市場の中で卸売業者が買い手にまわることはないのである。（ただし、卸売市場における 買取仕入れの禁止¹¹無条件委託取引、即日全量上場、全量セリ取引 といった原則は、冷凍技術の発達、スーパー等の大口需要者・農協等の大口供給者の台頭によって大きく変容してきたのであるが、その過程には、機関化の進展による証券取引所の変化と類似する点も多い。）

しかし、株券の場合、それは、一旦発行されれば投資家の間を半永久的に流通するばかりで「消費」されるということがない。そのため、投資家の代理人たる会員証券会社も、買い手と売り手は固定せず、一瞬の後に買い手と売り手が入れ替わることもあれば、買い手が同時に売り手であることもある。さらには、戦前のように、最終投資家が十分な広がりをもつて存在せず、証券会社が投資家を兼ねる場合には、証券会社間のキャッチボールのみによって、市場が成立することも十分可能である。すなわち、証券市場は経済的再生産から相対的に独立性が高く、このことが市場運営における 自治、自主規制機能の 高度化 を可能にしたのだと思われる。言い

換えれば、政府による公的介入の必要性が、その分、小さいのである。

ところが、卸売市場の場合、経済社会の物的再生産において不可欠の役割を果たしており、文字通り、人々の毎日の生活に直結している。そして市場組織の両端に位置する生産者と消費者に対して、両者をつなぐという従属的な位置を占めるにすぎない。生産者から委託された商品は全量を即日上場し、全量を取引することが義務付けられており、流通業者が積極的に需給に関与することは禁止されてきた。社会的経済的再生産上の制約があまりに厳しかったために、流通業者に自治が許される余地は初めから限られていたのである。市場の設立者をもて、日本において中央卸売市場法が制定されたのは一九二三年であるが、当初から、地方公共団体を原則としており、営利を目的とする卸売業者等が市場を開設することは禁止されている。急速に進行する工業化¹¹都市化に伴うニーズに対応して、前期的な商人を排除しつつ、生鮮食品の衛生的かつ円滑な供給・価格の安定を確立することが目指されたのであり、ここでは市場に対する公的介入は直接的全面的である。

このように考えれば、証券取引所の自主規制に対する公的介入が段階的に高まってきた理由も明らかであるように思われる。

売買対象が企業の資金調達に直接貢献しない清算取引を中心とし、かつ、投資家層の拡大が十分でなく証券業者による自己売買が大きなウエイトを占めている状況では、取引所の経済的再生産からの乖離度¹²自立度が高く、だからこそ自治が認められていたのであろう。しかし、第二次大戦後、状況は一変する。発行市場が整備されるとともに証券民主化の掛け声の下、投資家層が急速に拡大したのであり、企業の資金調達、投資家の資産運用の双方において証券市場は重要な機能を果たすようになる。つまり、それまでの証券市場は、流通市場が自立的に肥大した状況にあったが、戦後になって、発行者と投資家の役割が非常に大きくなり、流通市場（取引所）に許

される役割は、それらを結ぶ仲介者という従属的なものへ変化していったのである。

そのため、取引所の運営にも発行企業や投資家の意向を反映させざるをえなくなり、政府がそれらの代理人として介入し始めたと考えられる。会員証券会社は、あくまで最終投資家の委託を受けた代理人にすぎないとなれば、誰が 何を どのように 売買するかに関するルールを会員の意向のみで決定できなくなるのは当然である。

しかし、それは一挙に進行するのではない。取引所は長年にわたって自主規制によって運営されてきたという歴史的事実がある上に、取引所の側が何らかの理由で自ら政府の意向を汲む方向に自主規制のあり方を変えるのであれば、ことさらに公的介入を行う必要がないからである。その場合には、政府には、直接規制にともなうコストを抑制しつつ目的とする市場規制を実現できるというメリットがある。資本主義経済において政府が資本市場の運営に直接関与することへの抵抗もあるだろう。また取引所にとっては、公的介入をできるだけ回避することによってカルテル的性格をもつ自主規制を存続させることが可能となる。しかし、証券市場の社会的役割（端的に言えば、企業の資金調達ニーズと投資家の資金運用ニーズ）が上昇していけば、それに対応して公的介入は深まっていかざるをえず、とりわけ、証券市場が著しく低迷したり、証券業界が社会的に強い批判を受けるような状況が生じた場合には、公的介入が一挙に進むことになる。しかしその場合も、いわば自主規制の伝統を逆手に取る形でその枠組みをできるだけ利用すれば、政府は規制コストを抑制することが可能となるのである。

4 市場間競争・株式会社化・自主規制

証券市場の社会的役割の上昇⇨投資家・発行会社の意向尊重の必要 自主規制への公的介入 自主規制の形

骸化 という論理は、しかし、市場間競争が本格化した場合には、大きく変化することになる。発行会社や投資家が取引所（あるいはそれに代替する取引システム）を選択できるようになれば、何も政府による介入を待たなくとも、利用者のニーズを満たせるかどうかで、取引所の自然淘汰が始まるからである。さらに、公的介入は、行政と取引所の癒着をもたらすばかりで利用者のニーズを十分に反映していない、といった批判が強まれば、市場間競争という市場メカニズムによる取引所運営への「介入」のほうが公的介入よりも効果的だと考えられるようになる。

市場間競争の地点から振り返れば、社会的役割の上昇が政府による取引所への介入を必要としたのは、市場を運営する組織は、自然と独占化する傾向があり、市場メカニズムに期待することが不可能だったからだとも言える。しかし、情報通信技術の発達により、新しく市場を設立することが可能となり投資家が遠隔地に所在することも証券取引の障害でなくなつて市場間での競争が始まると、取引所に対する社会的ニーズは、何も政府を通じた形でなくとも、取引所に「伝達する」ことが可能となるのである。

こうした状況ではじめて、取引所は株式会社化すべきか、会員制を維持すべきか、という問題が生じることになるのである。市場間競争が本格化しておらず、政府の取引所への介入が絶対不可欠である段階では、株式会社という選択肢は非現実的であろう。いくら同じように自主規制を法的に強制することができるとしても、外部からのガバナンスを受ける株式会社の場合には、閉鎖的な会員制組織に比べて、政府による介入が難しくなるからである。

したがって株式会社となるか会員制を維持するか否かという問題は、あくまで市場間競争が始まつた状況のもとで、どちらの組織形態がその利用者（投資家と発行会社、および（会員としてではなく）そうした最終利用者

の代理人としての証券会社)のニーズにより速く的確に対応できるのか、という問題だと考えるべきであろう。

そういうなかで、迅速な意思決定が可能であることや、利用者の求めるシステム投資のための資金調達が容易であること、多様な関係者が株主としてガバナンスに関与できることなどから、株式会社化を選択する取引所が増えているのであるが、しかし、そうした機能を果たすことが会員制において不可能であるとも言えないように思われる。何より、株式会社化が望ましいのは、述べてきたように市場間競争が十分に機能している場合に限定されるのである。

ここで、株式会社と非営利企業の棲み分けに関する経済学の議論(非営利組織の理論)を紹介しておこう。

経済学は、市場メカニズムが機能するためには、その大前提として、消費者が、その購入する商品の内容を十分に理解していることが必要だとしている。例えば、高度な医療サービスのように消費者(患者)には理解困難な内容の「商品」を購入する場合には、消費者は、営利企業からではなく、非営利企業から購入する傾向があると考えられる。営利企業の場合、商品内容を十分に理解しない消費者を欺くことで不当な利益を得ようとするのではないか、との疑念を拭い切れないからである。もちろん、非営利企業にも、不当な利益を得ることで従業員報酬などを厚くしようとするインセンティブは存在する。その点は営利企業と同じである。しかし、出資者への利益配当が禁止されている非営利企業と異なって、利益配当というインセンティブが営利企業には付加されている。そのため、「非営利組織の理論」は、消費者と生産者の間で情報の非対称性の小さく市場メカニズムが機能しやすい商品は営利企業で、情報の非対称性の大きい商品は非営利企業で生産・提供することが社会的に望ましいとしているのである。

このことを取引所の提供している商品(サービス)、その一つとしての自主規制にあてはめてみよう。自主規

制というサービスの良し悪し、一言で言えば市場の質を投資家や発行会社が十分に評価する能力を持っていないれば、取引所は、自主規制機能を低下させても「顧客」に逃げられることがないため、株式会社取引所は会員制取引所よりも、自主規制コストを削減するインセンティブをより強くもつと考えられる。逆に言えば、市場の質を判断できる機関投資家などの比率が高い市場であれば、株式会社化によって市場の質を高める方向への市場間競争が促進されると期待できる。

市場間競争が実際に機能するためには、こうした前提の上にさらに、競争する市場が並存することが必要である。そして株式市場で競争が生じるためには、同じ時間帯に位置していることが重要な意味をもつ。発行企業のマザーマーケットの時間帯を離れて、売買が活発になされることは少ないからである。

取引所の株式会社化が、機関投資家の比率が高く、重なり合う時間帯に多くの証券取引所が並存しているヨーロッパ地域で最も進んでいること、反対に、独占度が高く差し迫った市場間競争の圧力にさらされていると言いがたいニューヨーク証券取引所や東京証券取引所では、その作業が中断されたり消極論が根強かったことなども、以上のような観点から理解できるように思われる。

参考文献

- ・ Pirrong, Craig, "Technological change, For Profit Exchanges, and Self-Regulation in Financial Markets", 2000 (<http://www.olin.wustl.edu/faculty/pirrong/>)
- ・ 二上季代司「取引システムの変貌について」、『証研レポート』一四九八号、一九九三年五月。
- ・ 「証券取引所の組織構造とガバナンス」、『証券経済研究』第三三号、二〇〇一年九月。

- ・前田重行「証券取引における自主規制 アメリカおよびイギリスにおける自主規制の形態とその発展」、『河本一郎先生還暦記念 証券取引法体系』商事法務研究会、一九八六年。
- ・神崎克郎『新版証券取引法』青林書院、一九八七年（第一章第一節第三節証券取引の規制方法）。
- ・志谷匡史「市場間競争と自主規制の在り方 証券市場規制を素材に」、『インベストメント』二〇〇〇年四月号。
- ・秋谷重男『中央卸売市場』日経新書、一九八一年。
- ・『大阪市中央卸売市場五〇周年の歩み』一九八二年。
- ・橋本 理「非営利組織理論の検討」、『経営研究』第四八巻第四号、一九九八年。
- ・堀田和弘『非営利組織の形成理論』非営利組織はなぜ存在するのか その一』、『商経学叢』第四六号第三号、二〇〇〇年。
- ・古田俊吉『非営利企業の役割と課題』北陸郵政局、一九九六年（第三章民間非営利企業）（<http://www.eco.toyama-u.ac.jp/~furuta/npoh.html>）
- ・拙稿「市場間競争と上場制度」、『証券経済研究』第二六号、二〇〇〇年七月。

（いず ひさし・主任研究員）