

市場間競争と証券取引所

一上季代司

新聞報道によると、金融審議会は 国内の証券取引所が持株会社制度を導入すること、支店を持たない外国証券会社を取引参加者として受け入れること、を認める方向で所要の法改正を行う方針のようである。持株会社制度導入によって海外の証券取引所との連携や地方証券取引所の再編など多様な選択肢を与える効果を見込むとしている。東証、大証など日本の証券取引所はすでに株式会社へと組織変更を行っているが、現行の証券取引法では証券取引所の株は5%を超えて保有できないという株主規制がかかっており、このままでは持株会社の組織を組めない法制になっていたのである（日本経済新聞一月二十六日、三〇日）。

1 改正の意味

ところで今回の改正案は、証券取引所のあり方についてどのような意味があるのだろうか。まず株式会社組織証券取引所の株式保有制限については当初から問題があったとされている。平成一二年の証取法改正により、これまで会員組織であったわが国の証券取引所は株式会社組織への変更を認められたのだが、そのメリットとして資金調達の多様化、意思決定の迅速化、関係者の意識改革、経営の効率化、経営戦略の柔軟性、などが上げられていたが、このうち意思決定の迅速化や関係者の意識改革、経営の効率化は、株式市場からの監視市場規律が働くことによって得られるものである。ところが、5%の株式保有制限があるのでは、株主からのプ

レッシュヤーが働く余地が狭くなり市場規律が期待できないこと、また株式交換や持株会社制度を利用した経営戦略の柔軟性が損なわれるなど、株式保有制限について当初から批判があつたのである。⁽¹⁾したがって株式保有制限の撤廃は証券取引所のガバナンスに対して一般企業と同様の市場規律が働く効果を期待したものと評価できる。

また、日本国内に支店を持たない外国証券会社の取引参加を認めることは、証券市場のグローバル化に対応して我国の証券取引所が海外での取引を自市場に囲い込もうとする市場間競争の現れである。しかし、これは同時に利害の異なる取引参加者が増えることを意味する。このことは、あとで見るEU諸国の例のように、取引参加者の利害に掣肘されない取引所運営（すなわちガバナンス）の重要性を一層強く認識させるだろう。

要するに今回の改正は、金融ビッグバンを契機に導入された「市場間競争」の展開が、証券取引所の組織変更（株式会社化）とそれに伴う取引所運営（あるいはガバナンス）の変化と密接に結びついていることを改めて認識させたように思われる。

そこで今一度、市場間競争と証券取引所の株式会社化とのかかわりについて考えてみることにしよう。

2 証券取引所株式会社化の位置付け

まず、何のために証券取引所は株式会社化に組織変更するのか、証券取引所の株式会社化の意義をとりあげてみよう。これは日本の場合、欧米と同列には論じられないものがある。欧米ではすでに激化していた市場間競争が株式会社化の引き金になったのに対し、わが国では市場間競争の導入はビッグバンの政策意図であつて株式会社化もその一環という位置付けで考えたほうが理解しやすいように思われる。

すなわち九〇年代初頭から、アメリカは国内レベルでATSと呼ばれる私設取引システムと、またヨーロッパ

はEU域内レベルで各国証券取引所間に厳しい競争が展開され、巨額のシステム投資へと駆り立てられていたのである。ところが、喫緊の課題となるシステム投資の迅速な実行が会員組織ではますます困難となっていたのである。例えば、アメリカでは店頭市場NASDAQの上場銘柄をめぐってNASDAQ市場とATSとが厳しい競争を展開しているが、NASDAQの会員にはNASDAQ市場をビジネスチャンスとしない地方債ブローカー・ディーラーが多数存在し、彼らにとってNASDAQ市場へのシステム投資は負担以外の何ものでもない。NYSEにおいても、スペシャリストは立会場内売買の廃棄（システム売買への移行）に反対である。すなわち競争激化に伴って必要となるシステム投資に関する意思決定の不統一が取引所運営において重大な障害となるという認識が深まりつつあったのである。

他方、欧州でも違った形であるが同様のことが生じていた。八〇年代後半からのEU統合の進展により、相互認可主義のもと「単一免許制」シングル・パスポート⁽²⁾が導入された。その結果、当該国に支店を持たない金融機関でも端末を通じて証券取引所にアクセスできる「遠隔地会員」制度が流布し始めたのである。遠隔地会員を取り込むということはそれを通じて域内他国から取引を自市場に囲い込むことを意味し、市場間競争が遠隔地会員獲得、端末設置の競争という形で展開されたのである。しかしこのことは、各国の証券取引所の会員業者がブローカーレスで活躍するインベストメント・バンカーとローカルな業者とへの分極化が進むことを意味し、これまた会員間に利害の不一致をもたらしつつあった。

こうしてNASDは、折からの「談合問題」⁽³⁾も手伝って、自主規制機関NASDRと市場運営機関NASDAQに分離。持株会社NASDを設立してこれらを子会社におき、NASDQ株を公開してスピンオフしようとしているのである。また欧州でもドイツ、イギリス、フランスなど主要な証券取引所は軒並み、株式会社組織を採

用することとなったのである。要するに、欧米の場合には、証券取引所の外で吹き荒れる市場間競争が内部のガバナンスに会員相互の利害不一致を顕在化させ、その解決として株式会社化が進んでいるのである。

これに対して日本の場合には、ごく最近まで上場制度において「テリトリー制」⁽⁴⁾が採られていたし、市場集中義務を会員業者に課すなど、市場運営において競争がなかったたのである。これが撤廃されたのは五年前の金融ビッグバンによってである。もちろん、会員業者間の異質性が顕著になってきたということはある。すなわち、大手証券が中小証券系列化政策を放棄したこと、他面、銀行系、外資系、ネット系などが参入したことから大手証券が主導権を握る形での意思決定ができなくなつて欧米におけるような会員業者の異質性が顕著になつたという背景は指摘できよう。そして、今回、支店を持たない外国証券会社の取引参加を認めたことは、EU諸国で見られたようにこの傾向をますます強めよう。

しかし市場間競争に関していえば、競争が激化したから株式会社化したのではない。むしろ証券取引所の株式会社化（組織形態の多様性の容認）は、市場間競争を促進させるための一手段であつたと考えられるのである。

そうだとすると、日本における証券取引所の株式会社化は、秩序ある適正な、そして意味のある市場間競争に沿つたものとなっているか、競争制限的なものになっていないか、というアプローチから論じるべきだということになる。次に、そういった観点から、これまで提起されてきた株式会社化に伴う論点ならびにその対策を紹介しよう。

3 IOSCOの問題提起

証券取引所の株式会社化（Demutualization）に関して、もっとも包括的な論点提起をしたものとしてIOSCO

〇（証券監督者国際機構）のディスカッションペーパーがある。⁵⁾そこでは、次の三つの領域において問題が提起されている。

第一は利益相反問題である。これは会員制組織においても内在するもので特に株式会社になつたからといって出てきた問題ではないと断りながらも次の三つの形態で発生し得るといふ。一つは証券取引所が営利追求することと営利の源泉たるユーザー（会員業者や上場会社など）を取り締まる（自主規制権限）こととの相反である。例えば収入の源泉である顧客やユーザーを摘発するような行動は採りにくいと、流動性のある上場物件の取引停止措置などはとりにくくなるのではないかと、営利追求のために自主規制機能を犠牲にするのではないかという問題である。二つ目は、特に独占的な立場を持つ場合には、同じような取引サービスを提供する会員業者そのほかとの利益相反があるといっている。すなわち独占的な立場を利用して反競争的な行動を取る可能性を指摘している。このペーパーでは自主規制業務で競争相手に懲戒手続きで差別的取り扱いをする恐れ、取引所サービスへの参加を認めない恐れ、差別的な手数料を課す恐れなどを挙げている。三つ目は当所株を自市場に上場した場合、上場会社としての自らを自らが規制できるか、という相反問題である。上場規制において上場している他の競争者と自らを差別する恐れがあると指摘している。具体例としてはシドニー先物取引所のTOBに絡んでASX（オーストラリア証券取引所）とASXが上場規則の遵守を監視している上場企業Computershare社が争つたことが挙げられている。

第二の領域は「公共性」をどう担保するか、という問題である。このディスカッションペーパーではどのような弊害があるか具体的には述べられていないが、例えば場口銭の引き上げ、投機物件の上場、投機的な売買手法の導入で収益をあげようとし市場の持つ公共性を阻害する恐れ、を指摘できよう。

別表 証券取引所の株式会社化から生じる問題対策への一例（IOSCO）

ガバナンスへの介入	取締役構成	（理事構成への介入は会員制の時代から行われてきた）
	役員・株主の適格性審査（注）	オーストラリア
当所株保有（議決権制限）	オーストラリア	5%のち15%引き上げ
	香港	5%
	シンガポール	5%、これを超える場合は通貨庁MASの要認可
	スウェーデン	10%、これを超える場合は金融監督庁が有資格者であるか否かの審査、有資格者には議決権制限
	イギリスLSE	定款で5%未満、のち撤廃
日本	5%、証取法103条により法定	
場口銭への認可	香港	証券先物委員会SFCに認可権限
当所株上場への規制（当所株上場につき上場認可権限、規則遵守監視等を分離）	オーストラリア	証券投資委員会が規制権限
	香港	証券先物委員会が規制権限
	シンガポール	通貨庁MASに規制権限
	イギリスLSE	金融サービス庁FSAに移管されたUKLAが上場規則を設定
日本	総理大臣の要承認、証取法110条、112条	
自主規制の質低下への対策	オーストラリア	監督当局に自主規制パフォーマンスを報告する義務、監督活動をモニターする機関（役員は全員インデペンデント）の設置
規制の分割、委譲	オーストラリア	市場規制部門はTSE内で社内分社（TSE RS）の形でおく。Cost Recovery baseで運営されること。
	香港	会員業者の財務要件・管理システム、上場規制は証券先物委員会SFC

（出所）IOSCO, *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, December, 2000,より抜粋、一部修正

（注）日本でも証券取引所設立の免許要件として「取引所有価証券市場を適切に運営するに足りる人的構成」を挙げている（83条）

第三の領域は財務上の問題で、ここでは次の四点を指摘している。一つは内部補助の問題である。例えば規制部門の収入を市場部門に投入するのではないが、他の競争者に対する差別的な手数料を課すのではないかといった恐れである。二つ目は逆に市場シェアを握るために非合理的な価格設定（大幅に場口銭や上場賦課金の引き下げ）をすることで、規制部門が資金不足となり、規制業務をともに遂行できない恐れが指摘されている。三つ目は規制コストをどのように公正・公平に配分すべきか、である。公的当局が前面に出れば税で負担していることになるし、取引所が自主規制機関として規制業務を行えばこれを負担していることになる。ところが、私設取引システムがブローカーとして業務を運営すると規制コストは負担していないことになり、応益負担の原則から外れることになる。四つ目は財務健全性をどのように担保するべきかという論点が出されている。会員制組織の時代のように資金不足に

陥つても、もはや取引参加者は資金援助してくれないのである。

以上の論点整理に対してIOSCOのペーパーはすでに各国の取引所で採られている対策の一端を例示している（別表）。これによると、利益相反防止や公共性の担保、財務上の問題解決のために各国が採ってきたアプローチとしては、大まかに見て三つのやり方があったことがわかる。一つは自主規制権限を握る証券取引所に対して公的当局がさまざまな形で関与する、監督するということである。例えば、役員構成や規則制定・変更の認可制である。すなわち公益代表の取締役選任を条件づけたり、役員・株主の適格性を審査したり、場口銭の変更、当所株の上場などを認可制とするのである。二つ目は当所株の保有制限を行うことで不適切な株主によるガバナンスを排除するというやり方である。三つ目のアプローチは取引所のもつ自主規制権限を分割するというやり方である。

このうち、二つ目のアプローチは外部からのTOBを事実上抑止し、市場規律を損なう、また持株会社による柔軟な経営戦略や提携・合併などの戦略を不可能にするというデメリットがあつて疑義の多いものであつた。冒頭で見たように今般、わが国ではこの保有制限を撤廃することになつたのである。そこでこれを除くと、結局は公的規制・公的介入のあり方と自主規制のあり方に対策が絞られてくることになる。

4 ルーベン・リーの提案

この点で、これまででもっとも有力と思われるのはルーベン・リーの提案である。⁶⁾彼は規制といわれているものを二つの領域（市場構造における規制とその他の公共的規制）に分け、市場構造に関する規制は競争政策に基づいて行われるべきで規制対象とすべきではないという。例えば注文の回送と執行のやり方、これに関連する市

場情報の配信のやり方には様々あるが、どういうやり方を探るかには私的なインセンティブに委ねるべきだという。これに対して、信用取引においてちゃんと証拠金を採っているかといった行為規制、インサイダー取引や相場操縦など不正取引にたいする規制などは引き続き、その市場を運営しているものが自主規制として行つか、あるいは他の自主規制機関のメンバーに組み込んでそこが規制するべきだ、という。

このように規則やルールを二つに分けてその策定・実行主体を分離するというのはいかにも非現実的のように思われるが、しかしこの提案に極めて近い対策がすでにある。それはSECのATS規制（一九九八年二月）である。⁽⁷⁾

SECはATSの取り扱いに長い間、苦闘した結果、次の結論に達したのである。すなわち、ATSは事実上、証券取引所にあたることを認め⁽⁸⁾た上で、実際上の規制コスト負担への配慮からATSに対して取引所登録、ATS登録の選択を認めたのである。

すなわち参加者に対する自主規制機能を行使しているかどうか、行使している場合は取引所登録を要する。また取り扱い銘柄の売買シェアが大きい場合は、ATS規制を選択しても取引所と同様の市場情報の開示義務、公平な取引参加の確保、システム容量・セキュリティの確保の規制に服するというのである。

このやり方のインプリケーションは、証券取引所がこれまで営んできた業務において、競争を働かせるべき領域とそうではない領域の区別をもちこんだこと、また自主規制の下におかれるべき領域と公的規制の下に置かれるべき領域とを区別したという点で重要である。というのはこのやり方によって利益相反に対する問題に一応の答えが出たからである。例えば、競争という観点から見ると、市場運営業務と規制業務は区別される。市場運営業務は競争分野であり私的なインセンティブの下で誰もが自由に参入しうる分野である。これに対し、規制

業務は非競争分野である。そして参加者の市場行為は自主規制機関の管理下におかれ、その規制業務は公的機関の対象になる。規制業務及びそれを担う主体は登録制や認可制により公的監視の下に置かれるわけである。さらにいえば市場運営業務と清算業務も「競争」の観点から区別されなくてはならないということになる。

以上、証券取引所の株式会社化に関する問題点とそれに対する解決策についてIOSCOのペーパーをとりあげながらみてきた。戦前のわが国では証券取引所が株式会社組織であったことから、その弊害について盛んに論じられてきたのである。しかし戦前と違って最近の特徴は、市場運営業務においてすでに競争が展開されている下での議論になっている。このため自主規制や清算業務などの運営において他の市場運営業者に対して反競争的な行動に出る恐れがないか、場口銭や清算手数料、上場賦課金などにおいて内部補助が働いていないか、など戦前にはなかった新しい論点に加わっている。これはわが国においても当てはまることである。むしろ、わが国では市場間競争がなお不十分な段階で株式会社化が行われただけに一層その感を強くするのである。

注

- (1) 大崎貞和「市場間競争と証券取引所のあり方」『資本市場クォーター』二〇〇〇年秋。
- (2) 本国の監督当局の免許を受ければ、EU加盟他国内での支店設立、証券業の提供、証券取引所へのアクセスが自由に与えられるというものである。
- (3) 「談合問題」とはNASDAQ市場のマーケットメイカーが相互に談合し合って気配値を不当に広げていたのではないかと、という疑惑である。SECはNASDAQの自主規制が有効に働いていなかったとして組織改革を命じた。
- (4) 企業が取引所に新規上場する場合には、その本店の所属する地域の証券取引所にまず上場することを決めた上場規定

である。

- (5) IOSCO, *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, December, 2000.
- (6) Ruben Lee, *What is an Exchange*, Oxford University Express, 1998, p308～316.
- (7) 詳しくは清水葉子「A T S 規制に対する S E C の新提案」本誌一五五八号、一九九八年五月。
- (8) ところどころは営利目的の証券取引所を認めたこと、さらには取引所と A T S を区別しないことを意味する。

(にかみ きよし・主任研究員)