

証券取引所の組織構造とガバナンス

二 上 季代司

要 旨

①主要先進資本主義国の証券取引所における最近の傾向は、組織形態の変更すなわち「株式会社化」「営利会社化」である。これまで会員制組織が証券取引所の本来あるべき姿と考えられていたが、それはなぜだろうか。また最近になって、この考え方を否定する株式会社化という傾向が世界的に現出するに至った背景、理由は何だろうか。

②英米独3国の証券取引所の組織形態とそのガバナンスを見ると、会員制から株式会社化（Demutualisation）への路を辿ってきたことが窺える。これら3国の証券取引所の組織構造は細部において違いはあったが、そこで取引する業者が自ら市場を運営するという点では共通している。つまり会員制証券取引所とは市場運営において取引業者が自らガバナンスを有する相互組合的組織（Mutual Association）を指している。しかし、このような私的自治は一種のカルテルであり、市場の持つ公共性を損なう恐れがあるが、市場に関する専門的な知識・技術のゆえに公的当局が規制するよりも取引業者に自らの規制を委ねる方が適切、という考え方が一般的である。そこで公的当局は、その私的自治、自主ルールを容認、独禁法適用も免除する代わりに、取引所設立を要登録・認可とすることによりこれを適切な監督のもとにおき、そのガバナンスに介入する権限を保持してきた。

③市場間競争の出現、証券取引所への政策変更（競争政策導入）がそれまでの体制を一変させた。証券取引所以外にこれと類似する取引システムが民間営利会社によって容易に提供されるようになったことや投資家の取引ニーズの多様化等により、証券取引所への独禁法適用除外政策が見直され始めた。この「競争」こそが、証券取引所の株式会社化への世界的な傾向の基底に横たわる誘因である。

④それとともに、証券取引所業務のどの部分を自由競争に委ね、どの部分に監督当局は介入すべきか、その切り分けが必要になってきている。一つの答えは、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・インサダー取引など市場信認）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の下で自主規制機関に行わせるべきだということである（ルーベン・リー）。この考え方によれば、株式会社組織証券取引所のガバナンスは、a) そこから売買管理や上場管理などの自主規制機能を全く分離独立させて政府の介入から自由になり、株主利益追求の民間営利会社に純化するか、b) 多少なりとも自主規制機能を保持する場合には、自主規制担当部門とのファイヤーウォールを設置する必要があるし、c) 自主規制担当部門のガバナンスに対して市場参加者をはじめ幅広い利害関係者の参画と監督当局の介入を甘受すべきということになろう。

目 次

- I. はじめに
- II. イギリス・ロンドン証券取引所ー
 - 1. 二重の管理機構とその解消
 - 2. ビッグバンと組織変化
 - 3. 株式会社化(脱相互組合組織, Demutualisation)
- III. アメリカ
 - 1. NYSEの会員組織
 - 2. 34年証券取引所法とNYSEの機構改組
- 3. NYSEの法人化と理事会構成の変更
- 4. 株式会社化の議論
- 5. NASDとCMEのケース
- IV. ドイツ・フランクフルト証券取引所ー
 - 1. 経営主体と自主規制機関の分離
 - 2. ドイツ取引所株式会社 (Deutsche Börse A.G.) の設立
- V. 組織構造の決定要因

I. はじめに

主要先進資本主義国の証券取引所における最近の傾向は、組織形態の変更すなわち「株式会社化」「営利会社化」である。わが国においても大阪証券取引所がこの4月に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ことが決まったようである。証券取引所は会員制組織が本来の在るべき姿であるというのが、これまでの一般的考え方であったが、証券取引所の株式会社化はこれとは真向から対立するものである。しかも、株式会

社化は一時的な現象ではなく最近の世界的傾向ですらある。

とすれば、①なぜこれまでは会員制組織が証券取引所の本来あるべき姿と考えられていたのか、②最近になって、この考え方を否定する傾向が世界的に現出するに至った背景、理由は何か。少なくともこの2点の疑問は解き明かされなくてはならないだろう。

ところで、会員制証券取引所といえども、その組織形態には細部において各国間に相違があったし、長い歴史の中でいくつかの変化もうけてきたのである。そこでこの小稿では、アメリカ、イギリス、ドイツの主要3ヶ国を取り上げ、

証券取引所の設立以来の歴史をひも解き、その組織形態やガバナンスの特徴、節目々々におけるその変遷を辿ってみた。その作業のなかで、証券取引所において特定の組織形態、ガバナンスが採用される契機となった事情、背景について整理し、そのことを通じて上記の2点に対する答えを得たいと思う。

Ⅱ. イギリス

—ロンドン証券取引所—

1. 二重の管理機構とその解消¹⁾

ロンドン証券取引所(London Stock Exchange, 以下LSEと略)の起源は、コービーハウス²⁾といわれているが、取引参加者をメンバーに限定する制度を採りはじめたのはケーベルコートに新しい建物を作ってそこで立ち会いを始めた1802年のこととされる。このとき、定款(Deed of Settlement)に基づき組織が結成、この組織がロンドン証券取引所となるのであるが、これは法人格をもたない無限責任の私的団体であった。この定款によれば、新しい建物の建設資金を拠出した出資者からなる「出資者委員会」(The Board of Trustees and Managers)が建物を所有しその財務面での権限と責任を持つ一方、この出資者委員会が新たに「総務委員会」(The Committee for General Purpose)をつくって、会員申請の可否、会員業者間の紛争処理、取引方法の規制などを行うこととなっていた。総務委員会はその下に取引所諸規則に関する小委員会を設け、この小委員会の勧告決議に基づき1812年には最初の取引所諸規定(ルールブック)を制定する。このようにして「総務委員会」はLSEにおける自主規制の主体となったのである。

1802年設立当初の出資者は260名、これに付

し会員は500名であり、一部を除き出資者＝会員ではなかった。また「総務委員会」は「出資者委員会」委員9名全員とそれ以外の者21名の計30名から成り立っており、両委員会は人的には重なる部分もあったのだが、その利害は必ずしも一致してはいなかった。「出資者委員会」の目的は、所有するLSE施設の管理・運営から利益をあげ、配当金を捻出することにあった。設立当初から1947年までの間、LSEの収入は会員業者からの会費から成り立っており、増収を図るとすれば、会費の値上げか、会員数を増やすのかのいずれしかなかった。会費の値上げは会員業者の反発を招くため、「出資者委員会」とすれば、数を増やすことに関心が向くのは当然であった。LSEは取引所の施設利用を会員のみ限定しており、「総務委員会」における投票で新入会員申請の可否を決していたが、会員数の枠を予め限定する「定員制」は採ってこなかった。したがって、立会場のキャパシティをはじめLSEの施設に余裕があれば、増員は可能だった。事実、LSEの会員は設立当初の500名(1802年)から、1,100名(1864年)、2,000名(1887年)と増加、1905年には5,500名に達している(上林〔1963〕、205ページ)。

一方、会員申請の可否を決定する権限をもつ「総務委員会」の立場からすれば、会員数を増やすことよりも取引参加者の財務面および業務態様における質により関心があるのは当然であった。会員申請は毎年更新されることとなっており、既存会員でも財務面での問題や決済不履行等、業務行為面での問題があれば更新を拒絶されるのであった。このように会員申請の面で出資者委員会と利害が対立していた。またLSE建物の管理・運営のあり方は、当然、取引方法のやり方などと密接に絡んでくるが、「出資

者委員会」と「総務委員会」の間には権限の明確な区分はなされておらず、ガバナンスは一種の二重構造になっていたのである。この二重管理 (Dual Control) の問題は当時からすでに意識されており、例えばLSEの組織・制度・慣習ならびに行動に関する1877年の王室委員会調査は、この二重の管理機構に疑念を表明している。そして同委員会は、LSEはその法的地位を変え、法人 (Incorporated or chartered body) となるべきである、と勧告しているのである³⁾。

その後LSEは市場の拡大とともに立会場を拡張し、その建設資金の調達のため新入会員を増やして入会金や会費の増収をはかるほか、会員はすべて出資者でなければならないことにして会員業者に出資の割り当てを行った。こうして会員と出資者が事実上重なり合うことになった結果、ガバナンスの二重構造は形骸化してゆき、ついに1945年には「出資者委員会」と「総務委員会」は統合されて「取引所理事会」(The Council of the Exchange) に統一された⁴⁾。

また1948年には財務機構の改革が行われた。当時のLSEの財務構成は72万ポンド (36万ポンド払い込み済みの出資証券2万株) と50万ポンドの債務からなっていたが、株の額面を1シリング (のち5ペンス) に切り下げ、以後は配当を支払わないこととし、非会員出資者は保有株を理事会に拠出させて出資者はすべて会員のみとなった。その見返りに出資者は1株あたり4ポンド利付き累積債務証券を交付された。なお今後の新入会員⁵⁾ には理事会が無償で株を交付することとした。要するにLSEは旧出資者から累積債務証券で財産を買い取ったのである。

この結果、発足当初の二重管理機構は解消された。LSEは会員業者所有の (会員＝出資者)、会員業者のためだけの (市場参加は会員のみ)、

会員統治 (会員による自主規制) に基づく私的任意組合となった。会員権 (LSEの所有権、理事選出をはじめとする議決権、取引参加権) はあくまで個人に属し、その個人達がパートナーシップを結成して会員商社をつくり、これがブローカー・ディーラー活動に当たる。まさに典型的な会員組織の証券取引所となった。最高意志決定機関は会員総会、執行機関は理事会、というすっきりしたガバナンス構造が成立した。

2. ビッグバンと組織変化

こうした典型的な会員組織のLSEにおいて大きな組織改革が行われたのが1986年のビッグバンである。このとき「金融サービス法」が制定されたのだが、LSEが提供する取引システムは、同法に言う「投資に掛かる取引の取りまとめ」に相当するので、LSEは同法に基づく、公認投資取引所として認可され、ここにLSEはその歴史上、初めて法的根拠を得たのである。

ビッグバンはまた、証券取引所にとって独禁法適用除外政策の見直しをも意味した。当時のサッチャー政権が、LSEの諸規定・規則のある部分について制限的取引慣行にあたると批判し、これを受けてLSEは売買手数料の自由化、単一資格制 (ジョッパーとブローカーの分離) の廃止、LSE会員商社への出資制限の撤廃などルールの変更を踏み切った。このうちLSE会員への出資制限の撤廃がLSE自体の組織変更に関係した。というのは、LSE会員はLSEに対して無限責任を負っていたのだが、会員商社の有限責任会社化はこれと矛盾するからであった。

すなわち、このときまで会員商社は無限責任会社であり、有限責任パートナーからの出資比率は上限を課せられていた。このことは、銀行や保険会社等による会員出資を制約する制限的

取引慣行であるとの批判を招く一方、会員商社が機関化の進展に対応するための資金力増強の大きな制約にもなっていた。またユーロ市場の拡大とともに海外の金融機関がロンドンに進出し、LSEとは別に資金力の豊富な海外業者による外国株とユーロ債の店頭市場（「国際証券規制機構」、International Securities Regulating Organization）が形成されて、ロンドン市場を二分し、LSEを脅かしていた。ISROを吸収するためにはそのメンバーである海外業者をLSEの会員として迎える必要があったが、そのためにも会員業者は無限責任会社たるべしとするLSEのルールを変える必要があった。

以上の理由から会員商社への外部出資（したがって会員商社の有限責任会社化）を認めたことと対応してLSEは1986年に定款を改正、会社法に基づく有限責任私会社（private limited company）になった。これにあわせてLSEの会員権は個人会員から法人会員（会員商社）に移った。つまりこれまでLSEの株を保有していた個人会員にはA株（1株5ペンス）が交付されたが、これには所有権、議決権、市場参加権はなく単なるシンボルにすぎず、60歳になれば1万ポンドで償還される。他方、個人会員たちが証券業務を行うための拠り所として結成した会員商社にはB株（1株5ペンス）が交付され、このB株にはLSEの所有権、議決権、市場参加権が付与された。そしてこの年の終わりに前述のISROとLSEが合併し、統合LSEは外国株、ユーロ債を含む国際的な証券取引所に脱皮した。これとともに、会員商社の対顧客業務行為を監視する自主規制機能は証券会社の自主規制機関である証券業協会（The Securities Associationのちに Securities and Futures Association）に移管される。さらに91年、執行機関は理事会

（The Council of the Exchange）から取締役会（Board of the Directors）に変わり、そのメンバーの定員も7名削減（32名→25名）、メンバー構成も議長、最高経営責任者、常任役員3名のほか非常任役員として会員のほか銀行、上場企業、資産運用業者などを新たに加えることとなった。

3. 株式会社化（脱相互組合組織、Demutualisation）

かくて、LSEの最高意志決定機関は依然として会員総会であるが、執行メンバーの数が減って機動性が増し、しかも外部役員が増えて執行機関は会員の利害から独立し始めていく。92年にはオプション部門をLIFFEに移管、97年には決済部門タリスマンを閉鎖して決済業務をクレジットに移管、99年7月には定款を改正し、これまでのB株の譲渡制限を解除、B株の譲渡を認めることにし、あわせて上場承認権限を監督当局の金融サービス機構（Financial Services Authority）に返上することになった⁶⁾。そしてその仕上げとして2000年3月の臨時会員総会で、LSEの公開会社化（A株の繰り上げ償還、B株の普通株への転換と無償増資の実施、その取引所外での売買）が決定された⁷⁾。これに伴い、LSEはLondon Stock Exchange LimitedからLondon Stock Exchange plc.に名称が変り、4.9%以上の持株制限も撤廃されて翌2001年7月にはLSEへの上場を果たした。

その結果、LSEのガバナンスは大きく変化することになった。株式公開までのLSEは、有限責任私会社という組織形態を採っていたが、取引参加者である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）でもあった。その意味ではなお依

然として、会員制証券取引所である。ところが、株式公開以後は、会員証券会社以外の株主が現れることとなり、その段階で初めてLSEは相互組合的組織から脱することとなった。従って、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。

ところで、今回のLSEの株式会社化は、1986年のビッグバンの延長上にある既定路線であったように思われる。ビッグバン後15年間における一連の動きは自主規制機能や利益の出にくい業務を次々と放棄し収益性を高めるようとリストラに努める姿であり、事業会社への純化のプロセスであったとも解釈できるからである（ただし、不公正取引防止のための売買監視、会員業者の財務に関する規制、実質的な上場審査やディスクロージャー等の上場管理は、なおLSEの手中にある）。

Ⅲ. アメリカ

1. NYSEの会員組織⁸⁾

次にLSEと並ぶ典型的な会員組織の取引所であるとされるニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange, 以下NYSEと略）をとりあげてみよう。歴史をひもとくと、「すずかけの木」の下でブローカー達が協定を結び（1792年）、コーヒーハウスに集まって取引をしたのがNYSEの起源とされるが、1817年設立のNew York Stock and Exchange Boardが最初の組織化とされる。この組織もLSEと同様に会員ブローカー達の独占的な組織であり、法人格をもたない無限責任の私的任意組合だった。彼らは定款を起草し役員を選出して規則を制定し、専用

の部屋を借り切り、そこには会員しか入場できず、取引は規則的に行われた。南北戦争後の市場の拡大とともに場外の立会会所が現れ、1869年に場外取引に参加していたブローカー達を会員として収容し場外立会会所ならびに政府債券市場を統合、こうして以後「Big Board」と呼び慣わされる現在のNYSEが誕生したのである。この時に、運営方針の改革が行われた。それまでの運営は会員の投票に委ねられていたが、会員数が1,060人に増えたことから、総務委員会が選出され、それが執行機関となって業務執行、諸規定・規則策定（立法）、違反制裁（司法）を行うことになった。なおルールとしては売買規則の他、この年（1869年）に初めて上場規則が作成されている。かくしてNYSEもLSEと全く同様に、会員業者所有の（会員＝出資者）、会員業者のためだけの（市場参加は会員のみ）、会員統治（会員による自主規制）に基づく典型的な会員組織の取引所であり、私的自治の団体として出発したのである。なお、市場拡大に伴い、立会場は増設され、40の会員権が売却され1,100となり、1929年には4分の1の会員権の割り当て増資があり、会員数は1,375となっている（その後、会員権の回収が進み、1953年以来、会員数の枠は1,366となったままである）。

2. 34年証券取引所法とNYSEの機構改組

しかしその性格は1938年に大きく変わる。そのきっかけは34年証券取引所法の制定であった。1920年代の投機的なブームの中で不公正取引が横行し、取引所の運営はその公共的性格からイギリスのLSEのように会員による自治に全面的に委ねることは出来ないとアメリカ国民は判断したのである。そこで証券諸法が制定され、証

証券取引所は政府への登録を義務づけられ、その諸規定・規則や業務運営等が投資家保護に即したものであるかを政府がチェックすることとなった。34年法は政府の独立機関として証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, 以下SECと略）を設置し、それが証券市場の発行・流通両面を規制することとなった。新設SECは早速、NYSEの機構改組が必要である旨の提案を行い、これに即してNYSE理事会は、①専任有給の理事長をおく、②会員商社以外に非会員商社からのパートナーならびに公益代表者を理事会に加える（理事数33名）、③会員ブローカーの利害に強く左右されてきた委員会制度を改変して理事会権限を強化する、等の改革を行った。

LSEおよびNYSEの出自から明らかなように、証券取引所は元来、ブローカーたちの同業者団体であるが、価格発見、流動性付与を通じて上場企業、投資家の利害も反映する公共的性格を持っている。会員制証券取引所とはその管理・運営を取引参加者である会員が担うということであるが、その意志決定機関や執行機関は他の利用者である上場企業、投資家の利害も反映させなければならない、一種の信託的關係にある。もともと自主規制には、①会員業者の知識・専門技術を利用し得るというメリットがある反面、②取引所の管理・運営が会員の私的利害に左右され、その諸規定・規則が一種のカルテルとなり、公共性が阻害され得るというデメリットがある。イギリスでは会員業者達の高い倫理観に支えられ、そうした信託的關係が働いて、1986年まで統一的な証券関連法を必要としないほどに自主規制が有効に機能してきた。

これに対しアメリカでは1920年代の苦い経験から34年法を制定し、規制当局は単一の集団が

ガバナンスを支配することがないように取引所の理事会構成に介入して多様な利益代表者の参画を要求、あわせて取引所のルール策定・変更の際しても当局の承認を必要とすることにした。このように証券取引所を適切な政府機関の監督のもとにおきそのガバナンスや自主ルールに介入できる権限を保持しておきながら、投資家保護に合致する範囲内であれば、自主規制が機能することを容認するという立場をとったのである。これに対応して自主規制の持つカルテル的要素を容認する観点から、独禁法の適用を一時ストップするという手続きもあわせてとられたのであった。

3. NYSEの法人化と理事会構成の変更

こうした状況が変わるのはアメリカでは1970年頃からである。それまでNYSEは個人会員によって所有・運営される法人格のない無限責任の私的任意組合であったが、1971年に、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。そして翌72年、執行機関は理事会（Board of Governors）から取締役会（Board of Directors）に変更され、役員数は7名削減（33名→26名）、構成は会長、最高経営責任者のほか公益代表12名、証券界代表12名へと変更される。

このように1970年代初頭にNYSEの組織形態および理事会構成は大きく変わった。その理由について筆者は、次の2つの背景事情を挙げたい。第1は、60年代末における会員証券業者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業者の財務リスクが他に波及・拡散するシステミック・リスクが強く意識されたことが影響したのではないかと思う。すなわち60年代

末、取引の急増に決済業務が追いつかず機械化投資を行ったとたん市況が低迷、多くの会員業者が破綻するという事態が発生した。この事態に対処すべく、NYSEは無限責任の社団として基金から資金を拠出して決済不履行を肩代わりする一方、他のブローカー商社に対して資金拠出あるいは破綻商社の救済合併を要請するという経緯があったのである。これへの対処が、1971年のNYSEの法人化であったと考えたい⁹⁾。

第2は、1970年前後からNYSEの自治組織ならびにその自主ルールに対する独禁法の適用除外政策の見直しが始まったことを挙げたい。すでにアメリカ国内では「インスティテット」(1969年設立)をはじめとする私設取引システムならびに店頭市場の自動呼値システム(NASDAQ, 1970年稼動)が出現し始めていた。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アメリカでまず始まり、手数料自由化、全米市場システムの構築をはじめとする1975年のメーデーに連なっていた。こうした証券取引所への独禁法適用除外政策の見直しがその後、世界的な傾向となって伝播していったことは周知のところである。その背景としては、①多様な執行ニーズを持つ機関投資家の出現と拡大、②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、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ったわけではない。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①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、②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、その制定権限をもつ取引所理事会が公正な構成になっているか、という観点から政府は介入する権限を留保している。以上のような自主規制機関への介入強化が法人化された新生NYSE理事会の構成に反映されたであろう、と筆者は推測するのである。

4. 株式会社化の議論

そして1999年、NYSEは株式会社化を考慮中と伝えられた。その内容は、①会員業者の持つ会員権を株式に変更、別に取り参加権を与えて、株主権と取引参加権を分離、②取引参加権の譲渡、リースは自由であり、株券の方もいずれ譲渡を認める、というものであった。なおこれに関連してNYSEは、自らのもつ自主規制機能の子会社の形でNYSEにとどめおく意向を示したが、SECは親会社であるNYSEの立会場における取引状況や財務状態を子会社がチェックするのは難しいのではないかとこれに難色を示し、NASDは自らの自主規制機能とNYSEの自主規制機能との統合を主張した。

結局、NYSEの株式会社化構想はたち消えとなった。なお、NYSEの株式会社化構想はルール390の撤廃と密な関係があると言われている¹⁰⁾。

5. NASDとCMEのケース

他方、アメリカでは店頭市場ナスダック (NASDAQ) において経営主体と自主規制機関の分離が行われた。1994年にNASDAQ市場のマーケットメイカーによる談合疑惑を発端に、これを運営・管理しているNASD (全米証券業協会) の管理体制、組織が見直され、その結果、96年1月、NASDは業界の自主規制を行うNASD Regulation, Inc.とNASDAQ市場の管理・運営にあたるNasdaq Stock Market inc.を設立し、これら両社を100%子会社とする持株会社となった。すなわち、NASDAQ市場の経営主体は株式会社化され、かつ同市場における自主規制機能はそこから分離されて他の自主規制機能とともにNASD Regulation, Inc.に統合されたのである。

自主規制機関は市場参加者が自らを律する機関であり、もともと内在的に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、この一件は店頭市場に関しアメリカの証券監督当局がそのみでは不十分であり、市場運営から、自主規制機能を分離すべきであるとの結論に達したことを意味する。

また、2000年11月、デリバティブ取引所であるCME (シカゴ・マーカント取引所) はアメリカの取引所としては初めての会員制組織から株式会社組織への改組を行った。これにより、CMEの会員権は普通株 (クラスA株) と取引権 (クラスB株) に転換される。譲渡制限を解除した後は、B株を保有したままA株を売却することが出来るし、逆にA株を保有したまま、B株を売却、リース、譲渡、相続することが出来る。

このスキームは構想におわったNYSEの株式会社化とはほぼ同じである。

IV. ドイツ

ーフランクフルト証券取引所ー

1. 経営主体と自主規制機関の分離

ドイツ最大のフランクフルト証券取引所 (Frankfurter Wertpapierbörse, 以下FWBと略) は、1585年に単一の外国為替相場を決定するため商人たちが定期市に集まったのが始まりとされる。その後、取引物件に債券、株式が加わり、市場が拡大していく。経営主体は当初、取引にあたるこれら商人たちであり、彼らの私的な団体として経営されてきたのだが、1808年に経営主体は商工会議所に取って代わられる。FWBの経営にあたっていた商人たちが、同市における商人組合の公式の代表 (Deputierten der Kaufmannschaft) となり (1707年)、その約百年後、商人組合の代表者によって商工会議所が結成されたことを受けてのことであった¹¹⁾。

このようにFWBは法人格をもたずその経営主体は商工会議所であって、そこが取引所施設 (建物、人員) を提供してきた。この点はベルリンも同様であった。これに対して、デュッセルドルフ、ブレーメン、ハノーバー、ミュンヘンなどは、商人たちの私的な団体が運営を担ってきた。1896年に「取引所法」が制定され、これが根拠法となるのだが、すでにこれ以前において各州の主要都市に取引所が設立、経営されており、その経営主体は区々であり、取引物件も有価証券のほか、通貨、金銀なども対象となっていた。そこで、「取引所法」は各州の分権を尊重し、必要最低限の法規定にとどめた簡素な法体系となってしまったと評される (シュリ

ヒト [1976])。同法によれば、取引所設立は州の認可事項であり、そこで証券の需給の付け合わせを行って公定相場を決定できるのは政府任命の「公定仲立人」だけであるとされる。取引所は法人格を持たないが、公法の支配を受ける機関であるため、法定代表者が必要ということになり、その法定代表者として、先ほどの商工会議所(フランクフルト、ベルリン)か、私的な団体である取引所運営協会(デュッセルドルフ、ブレーメン、ハノーバー、ミュンヘンなど)がなり、これが経営主体となるわけである。

他方、取引所法は、「取引所理事会」の設置を義務付け、その権限として取引所諸規則の制定、手数料率の決定、ならびに取引入場者の許可付与を明記している。すなわち、経営主体とは別に自主規制機関が設けられているわけである。理事会の構成についても大枠が取引所法で定められている(取引入場者である銀行等の信用機関、公定仲立人、自由仲立人、発行会社、投資家、投資運用機関の代表者)。なお上場の可否は、取引所取引に関与しない者が過半をしめる上場委員会が決めることとなっている。公定相場の決定は公定仲立人組合の監督のもとで公定仲立人が行うこととなっている。

以上のように、ドイツの取引所では、歴史的に経営主体と自主規制機関が分離していたのである。自主規制機関は取引入場者のほか、発行会社、投資家、資産運用機関、取引所取引に関係しない商工会議所関係者など多様な利益が反映されるようになっている。また取引所入場者としては、定員制は取っていないが、公定仲立人は政府が任命、自由仲立人、銀行などの自由取引人は取引所理事会による入場許可制を採っている¹²⁾。そして取引所の認可権限を持つ州の取引所監督局は、取引所諸規則ならびに手数料

規則の認可権限を持っており、自主規制機関に介入する権限を保留している。

2. ドイツ取引所株式会社

(Deutsche Börse A.G.) の設立

こうした組織形態に変化がおきるのが1991年である。80年代後半から、FWBの取引入場者である銀行間の気配・約定値段通報システム(IBIS)が開発され、89年から稼働しはじめていた。これは市場情報の通報システムであるが、これに約定機能、決済情報処理機能が付加されると、取引所の外に有力な取引システムが形成される恐れがあった。他方、そうした取引システムは、取引所法に基づく証券取引所として州の認可を受けることが必要であった。そこでIBISは従来の立会場取引とは独立した電子取引としてFWBに収容されることになった。

このIBISは後に改良されて、現在の「Xetra」システムに発展していくのであるが、このシステム開発には莫大な資金が必要であり、収支計算を中心とする商工会議所会計になじまないことが判明したのである。そこで1991年「フランクフルト証券取引所株式会社」が設立、取引所の経営主体は商工会議所からFWB株式会社に移管されたのである。これを母体に、1993年に現在の事業持ち株会社「ドイツ取引所AG」が設立される。ドイツ取引所AGはFWBの法定代表者としてその経営(Xetraをはじめとする取引システムの提供、株価指数の算出・公表など)にあたるほか、持ち株会社として、①金融派生取引所の運営会社(ユーレックス)、②清算・決済会社(ドイツ証券保管振替機構=DKV、現在のクリアストリーム・ドイッチェランド)、③システム開発・運用会社(ドイツ取引所システム)を子会社・関連会社として傘下に収めて

いる。そして、ドイツ取引所AGは2001年2月、自ら経営するFWBに上場した。

以上のように、ドイツでは歴史的に経営主体と自主規制機関は分かれてきたのだが、経営主体が大きく変貌し、上場承認のような自主規制機能の一部を実質的に担うほどその存在意義が大きくなってきた。FWB規則によれば、そこにおけるガバナンスは、具体的には、①「取引所理事会 (Börsenrat)」が自主規制機関となつて、取引所諸規則、手数料料率、取引諸条件等を制定し、「管理委員会 (Geschäftsführung)」, 「上場委員会 (Zulassungsstelle)」, 「審査委員会 (Zulassungsausschuß)」を設置してそのメンバーを指名、②「管理委員会」は取引所入場者の許可、取引所内の組織や日常業務の管理、秩序だった取引の維持と諸規則遵守のモニター、③「上場委員会」は公式市場への上場審査、「審査委員会」は規制市場 (いわゆる第二市場) への上場審査にあたる、④「公定仲立人組合」は取引所公定価格の決定を行う公定仲立人の監督を行う、これに対し⑤「ドイツ取引所AG」は、取引所の管理・運営機関として、取引所理事会ならびに管理委員会との協定およびそれらの要請に基づいて人員と資金および必要な設備を提供することとなっている。

ところで、ドイツではイギリスと同様に上場とは、第一義的には取引所がその売買価格に公認を与える公定相場表 (Amtliche Notierungen) に載せるべき銘柄の選別をさし (注3を参照), その売買市場を「公式市場」と呼んでいる。ところが、この「公式市場」の意味が小さくなっているのである。第一に、公定相場の決定は立会場取引で行われ (FWB規則27条1項), Xetraのような電子取引における取引価格は「公定価格」とは言われない。ところが、今や公式市場

上場銘柄の圧倒的部分はXetraで行われている。第二に、公定相場表に載せるのではないが、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いる。このうち、公式市場に準じた上場基準を設け、ディスクローズを義務づけた市場を「規制市場 (Geregelter Markt)」と呼び、それ以外は「自由市場 (Freier Markt)」と呼ばれる。自由市場での取引を許可するかどうかのガイドラインおよび取引の行為基準はドイツ取引所AGが決めることになっている。また「規制市場」への取引許可は先述の「審査委員会」が行うのだが、審査をパスしたがまだ取引が開始されていない銘柄について、ドイツ取引所AGが新興企業向けに規則を作った「Neuer Markt」で取引することもできる (FWB規則66条1および2項)。「自由市場」は外国証券やカバードワラントが多く、「Neuer Markt」はFWBの極めて戦略的な新興企業向け市場であるが、ドイツ取引所AGはそれらへの実質的な上場審査機関になっているのである。

このようにドイツでは、取引所の経営主体と自主規制機関は分かれており、その職務権限の分担も一応は明確であるが、しかし持株会社「ドイツ取引所AG」が発足して以後は、その実質的権限の範囲が広がっているのである。またFWBの理事会構成は24名であり、そのうち永続的取引入場者である銀行が13名と過半数を占めてきたが、ドイツ取引所AGの株主も銀行が80%を占め、いずれのガバナンスにおいても銀行の存在が極めて大きいため、1994年以降、取引所理事会は改組され銀行出身理事は11名に抑えられている。

V. 組織構造の決定要因

以上のように、英米独の証券取引所は会員制から株式会社化 (Demutualisation) への路を辿ってきた。もちろんこれら3国の証券取引所の組織構造は会員制の時代においても細部において違いはあったのだが、その組織形態、ガバナンスを変える契機となった事由をみれば、証券取引所の組織構造、ガバナンスを決定付ける要因に関する手がかりは得られると思う。そこで、最後にこの点についてまとめてみよう。

【会員制証券取引所の定義】

もともと取引所は、特定の場所、時間に互いに集合すれば、取引相手を探索し交渉するコストが節約できるということから一定の場所と時間集まる「定期市」ないしは「会所」として出発している。証券市場の拡大とともに、証券取引のためだけの会所が分離し証券取引所となっていくのである。そして、これら3国の証券取引所の出自から明らかなように、会員制証券取引所とは、その「会所」で取引をする業者がこれを運営し自らが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。言い換えれば証券業者たちの共同利用の施設であり、そこで営利を追求しようというわけではない。

【市場施設の経営主体】

したがって、運営・管理に関し市場参加者の私的自治が貫かれていれば、それは「会員制組織」なのであって、運営主体が利用する市場施設の所有者・管理者が別の経営主体であることもあり得る。それが英国LSEでは「出資者」で

あってその施設利用料は「会費」、独FWBでは「商工会議所」であってその利用料は「手数料」、仏のパリ証券取引所は「パリ市」であってこれは「賃料」を支払っていた。このように市場施設の所有について違いがみられ、そこに会員制証券取引所における多様性の一つが現出する。もちろん、施設の運営・管理とそこで行われる市場の運営・管理とは密接に関連している。パリのように賃貸関係ならば問題はないが、LSEのようにその関係が分離できない場合には、「二重管理」の弊害が生じ、何らかのやり方での解消が求められる。

【自主ルールと公的規制】

市場の運営・管理に関する私的自治は「取引所諸規定・規則」となって明文化される。自主ルールは、業者の知識・専門技術を利用し得るというメリットがあるのだが、一種のカルテルであり潜在的に会員の利益を優先するというデメリットもある。市場の直接的な利用者は会員であるが、彼に売買を委託する投資家ならびにそこで取引される銘柄の発行会社も、流動性や価格形成を通じて重要な利害関係者になる。いってみれば、会員業者は投資家や発行会社に対して一種の信託的關係 (フィデューシアリー) にあり、その自主ルールの制定・運用はそうした公共性を反映しなければならない。そこで公的当局が、自主規制そのものは容認しその独禁法の適用を免除するが、証券取引所を登録制や認可制にして自らの監督下におき、そのガバナンス (理事会構成、その権限など) や自主ルールに介入できる権限は留保する、という三層形式の規制 (政府→証券取引所=政府による証券取引所規制、証券取引所→会員業者=証券取引所による自主規制) が編み出されたのである。

【契約不履行リスクと取引所法人化】

私的自治の相互組合的組織ではその構成員は無限責任を負っている。もしその構成員も無限責任を負う個人経営あるいはパートナーシップであるならば問題は無いが、構成員が有限責任の株式会社であるならば、矛盾が内在する。その矛盾は、会員商社がデフォルトに陥った場合に顕現化し、デフォルトの危険性は市場規模の拡大に自らの資力が追いつけない場合に大きくなる。そこでこれに対する対策は、1986年のイギリスのように会員業者への出資制限の撤廃と同時にLSE自身が有限責任の法人になる、あるいは1971年のNYSEのように決済業務や違約基金を外部にしつづ自らも法人化するという組織変更であった。

【市場間競争と競争政策の導入】

しかし、最近における組織変更の最大の要因は「競争」である。イギリスでは1980年代における外国株やユーロ債の店頭市場の成立（ISRO）がLSEにとって最初の国内競争者の出現であったし、アメリカでは70年代以降の反トラスト法適用除外政策の見直しと私設取引システムの出現、独では80年代末の銀行間気配伝達システムIBISの出現がそうであった。これらが直接の契機となり、証券取引所は株式会社化（Demutualisation）を志向することになる。証券取引所の外部に類似の取引システムが民間営利会社によって容易に提供されるようになったときに、証券取引所が民間営利会社化しようと志向するのはある意味で当然である。

【株式会社証券取引所のメリットと問題点】

では、証券取引所が株式会社化すると株主利益追求というこれまでとは違ったガバナンスの

原理が入り込むことになるが、それは従来の取引所ガバナンスとどう関係してくることになるか。株式会社組織を採っていた戦前の日本の証券取引所について、上林〔1963〕は次のように指摘する。その長所は、①取引所施設の資本負担を取引員（取引参加者）が負う必要がない、②市場管理者が取引員とは別人格のため、売り方、買い方に偏することなく公正を所期し得る。他方、デメリットとしては①株主と取引員は利益相反の関係にあり、取引員、投資家の負担犠牲の上に利益を追求しようとする（例えば、場口銭や委託手数料の引き上げ）、②利益追求のあまり、投機的物件の上場や投機的取引仕法の導入により出来高増加を図ろうとする、等である。

この指摘のうちデメリットは公共性の欠如と言いかえることができようが、これについては付言しておく必要がある。というのは会員制組織においても自らの利害に偏した取引所運営（自主ルールの制定など）の恐れは潜在的にはあったのである。ただ、会員制の場合には証券取引所利益は会員業者に還元され、それ自体として顕在化していないだけであった¹³⁾。会員業者による私的自治＝カルテルつまり競争の不在が、私的利益を追求し公共性をないがしろにする根因だったのである。そこで会員制組織の時代の監督当局は、カルテル＝競争の不在を容認する代わりに証券取引所を適切な監督下におきガバナンスに介入してきたのである。

【株式会社証券取引所のガバナンスと

自主規制機能】

ところが、今日では証券取引所以外の私設取引システムの容認、手数料の自由化、市場集中義務の撤廃など競争政策の導入がすでに始まっ

ているのである。したがって、何が問題となるかといえば、自由競争に任せておく部分と監督当局による介入が必要な部分との切り分けである。

証券取引所は、従来、取引システムを提供するだけではなく、投資家保護の観点から①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、②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きた。すなわち売買管理や上場管理に関する諸規則制定ならびにルール遵守のモニターなどは、競争政策の導入以後も、なお独禁法の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はずである。これに関連して、『取引所とは何か』の著者、ルーベン・リー (Ruben Lee [1998], 12章) 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、①市場構造に関する規制と②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の下で自主規制機関に行わせるべきだと主張している。

したがって、株式会社組織証券取引所のガバナンスは、①そこから売買管理や上場管理などの自主規制機能を全く分離独立させて政府の介入から自由になり、株主利益追求の民間営利会社に純化するか（この場合には自らの市場における売買管理は今や別人格となった自主規制機関が行うことになる）、②多少なりとも自主規

制機能を保持する場合には、自主規制担当部門とのファイヤーウォールを設置する必要があるし、③自主規制担当部門のガバナンスに対して市場参加者をはじめ幅広い利害関係者の参画と監督当局の介入を甘受すべきということになるう。

注

- 1) 以下は、アームストロング [1961] による。
- 2) 証券取引は他の商品取引と同様に王立取引所で行われていたが、証券業者達の取引が喧噪をきわめたので、他の業者によって証券ブローカー達は王立取引所から追い出された。その証券ブローカー達がジョナサンのコービーハウスに取引を移し、その後の1773年、スレッドニードル街にブローカー達が独自の新しい建物を建ててその前に、The Stock Exchangeの看板を掲げた。それが起源とされるが、当時は一日6ペンスを支払えば誰でも入場できたので、入場者＝メンバー制ではなかった。
- 3) 法人化すべしとの勧告案は1986年のビッグバンまで実現しなかったが、そのほか特筆すべきものとして、相場委員会を任命して信頼にたる公定相場表の作成にあたるべしとの勧告案がある。これは「公定相場表・刊行物委員会」の設置という形で実現した。LSEでは、この公定相場表に載せるべき銘柄の選定をListing（上場）というのである。
- 4) 理事会は30名以上36名以下とし、うち旧出資者委員会委員であったものも理事として在職することとなっているがその上限は9名とされた。
- 5) 1960年には会員資格が改正され、会員になろうとする者は既存会員から指名権を買い取る以外に途がなくなった。つまり会員数の増枠を認めなくなったのである。
- 6) イギリスでは1986年の金融サービス法制定まで統一的な証券関係法がなく、LSEの諸規定・規則がこれに代替する役割を果たしてきた。それほどLSEの自主規制機関としての歴史は長く、その有効性は際だっていたわけである。そこで86年の金融サービス法でもLSEは「権限のある当局Competent Authority」として上場承認権限を政府から委譲されたのである。この点がアメリカや日本と違うのであるが、今回それを政府に返上したのである。
- 7) 2000年7月以降、LSEのB株は有力ブローカー、カザノブ社の仲介により業者間で売買されている。
- 8) 以下はレフラー [1956] による。
- 9) これに関連して、問題の発端となった決済業務はNYSEから切り離して他の証券取引所および店頭市場の決済業務と統合して現在のNSCC (National Securities Clearing Corporation) およびDTTC (Depository Trust Company) に移管された。またNYSEが契約不履行に備えておいた特別信託基金（1964年に設置）も、証券投資者保護会社を設立してそこに移管された。
- 10) ルール390の撤廃が持つ意味とこれに対するNYSEの戦略については吉川真裕「ニューヨーク証券取引所の新構

想—ニューNYSEの意味するもの—」, 同「ナズダック・インターマーケット—ECNの取引所上場銘柄取引—」(『証研レポート』1578号, 2000年1月, 1584号, 2000年7月)を参照。

- 11) 以上については、ドイツ取引所グループのホームページによる (deutsche-http://deutsche-boerse.com)
- 12) 公定仲立人の職能は公定価格を決定することにあり、その職能は彼らだけの独占であって、自己売買禁止など厳格な專業規定に服している。これに対し、銀行などの自由取引人は顧客から注文を受け取り、それを店内で付け合せる (この場合、執行価格は公定価格と認定されない) か、あるいは公定仲立人や自由仲立人に執行を委託する。自由仲立人は出会いを仲介することは出来るが、その執行価格は公定価格と認定されないため、業務の大半は、①上場銘柄以外の銘柄 (いわゆる自由銘柄) の取り扱い、②銀行などの自由取引人からの注文を公定仲立人につなぐ、③自己売買で値ざやを稼ぐ、のいずれかとなる。
- 13) したがって、場口銭の引上げは意味が無いが、委託手数料の引上げは自らの利益となるから大いに意味があり、それが会員制組織の下でのカルテル的行動だと批判されて75年メーデーに繋がったことは記憶に新しい。

【参考文献】

1. F. E. Armstrong[1961], *The Book of Stock Exchange, Fifth Edition*, London, Sir Isaac Pitman & Son, LTD. (F・E・アームストロング著・藤田国之助監訳『イギリスの証券市場』日本証券経済研究所『証券研究』11巻, 12巻,

1964年)

2. G. L. Leffler[1956], *The Stock Market*, The Ronald Press Company, (G・L・レフラー著・小竹豊治監訳『株式市場』ダイヤモンド社, 1956年)
3. ヘルベルト・シュリヒト [1976], 「ドイツ証券取引所の現状」(日本証券経済研究所『証券経済時報』17巻2号, 1977年, 所収)
4. Ruben Lee[1998], *What is an Exchange?, The automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press.
5. 上林正矩[1963], 『証券市場組織論』ダイヤモンド社。
6. 日本興業銀行特別調査室[1961], 『フランス証券市場の概観』。
7. 大蔵省証券局[1966], 『欧州証券市場調査報告書』。
8. 日本証券経済研究所[1997], 『図説イギリスの証券市場』。
9. 日本証券経済研究所[1998], 『図説アメリカの証券市場』。
10. 日本証券経済研究所[2000], 『図説ヨーロッパの証券市場』。

(当所大阪研究所主任研究員)