

東京証券取引所における自主規制機能について

吉野貞雄

高橋理事長 大変お待たせいたしました。ただいまから講演会、「資本市場を考える会」の八月の例会を開かさせていただきたいと思います。

本日は、大変お暑い中、また、先ほど郵政民営化法案が否決され、今、臨時閣議が開かれているという大変あわただしい中、ご参加をいただきまして、大変ありがとうございました。厚く御礼を申し上げたいと思

だくこととなっております。

御案内をいたしましたときからさらに一段と東京証券取引所あるいは証券取引所の自主規制機能という問題が喫緊の課題となってきておりますのは、御承知のとおりでございます。上場廃止問題、TOB、あるいはTOBに対する防衛策の問題等々、関心の深いテーマがいろいろござります中で、取引所の意思決定あるいは自主規制機能というものが大変重要な課題となっております。取引所の特別委員会あるいは金融審議会でも、これから議論が進んでいくものと思います。そういうことを控えまして、この機会に吉野専務のお話を伺うということは、大変有意義なことだと思っております。

私は、高橋でございますが、七月末に日本証券経済研究所の理事長に選任をされました。大変微力でございますが、全力を尽くして職務を全うしたいと思います。どうぞよろしくお願ひを申し上げます。

今日は、御案内いたしましたように、「東京証券取引所の吉野専務をお招きして、「東京証券取引所における自主規制機能について」という題でお話ししていた

それでは吉野専務、よろしくお願ひいたします。

はじめに

今御紹介をいただきました東京証券取引所の吉野でございます。よろしくお願ひいたします。

本日は、日本証券経済研究所において講演をさせていただく機会を頂戴しましたことにまずもつて御礼を申し上げたいと思います。また、皆様には、日ごろ東証の市場運営にご協力を賜りまして、誠に有難うございます。

今、高橋理事長から、事情等の説明がありましたが、主だったこと、ポイントのところは大分お話をなされた感じがします。昨今私ども東証の自主規制機能について非常に注目を浴びるようになり、我々の自主規制機能とは一体何なのだろうか、原点に立ち返って考えよう、現在はこのような状況にあります。

実をいいますと、後でお話し申し上げますが、現在特別委員会で議論されているということもあって、当初この講演会のお話を受けたときは、もう少し歯切れのいい話ができるのではないかという期待感を我々も持っていたのですが、そもそもいかない事情も発生しておりますので、御容赦をいただきたいと思います。

東京証券取引所における自主規制機能について

お手元の資料の表紙には、今日お話する内容を掲げています。まず、自主規制業務のあり方に関する東証としての問題意識について御説明を申し上げました後に、証券取引所の役割、証券取引所の自主規制機能の特徴、証券取引所の自主規制機能とは、東京証券取引所の自主規制業務の概要についてお話をさせていただきます。それから東京証券取引所の現在のガバナンスシステムがどうなっているかについても御説明させていただきたいと思います。私が御説明するということになりたいと思います。

説明の最後には、現在特別委員会が設置され、そこで議論が開始されていますので、その経過等についても御説明したいと思っています。

特別委員会設置の経緯について申し上げます

と、東証に対して、今年の五月一三日、いわゆるカネボウの上場廃止決定の日に、証取法一五一条に基づき、金融庁長官より報告書の徵求命令が出されました。これがマスコミがにわかにぎやかになつたきっかけではないかと思います。なお、このような報告徵求は以前にもありますて、二回目であつたかと思います。また、この時期、大阪証券取引所の方にも、内容は全く同じではありますせんけれども、一五一條に基づく報告徵求がなされたものと承っています。

これを受けて東証では、報告書を取りまとめた上で、一ヵ月後の六月一三日に金融庁長官に提出いたしました。この日がちょうど期限でした。この報告書の中に三つの項目がありますが、その一つに自主規制機能について記述をしています。自主規制機能に対する重要性や、投資者や社会一般の期待の更なる高まりを十分に認識して、市場を

めぐる内外の環境変化や金融審議会の第一部会においても引き続き検討が進められるということを踏まえ、東証みずからが改めて自主規制機能を的確に果たしていく上で、どのような組織体制が望ましいかについて検討することにしたわけあります。そのために、新たに取締役会の諮問機関として有識者から構成される特別委員会を設置して透明性の高い議論を行い、できるだけ早期に結論を得る方向で検討を進める旨、金融庁に報告書を申し上げたところです。

したがって、今日の説明の最後には、この自主規制業務のあり方に関する特別委員会における主な論点、また、先月の二〇日に第一回の特別委員会が開催されましたが、その内容などをあわせて御紹介させていただきたいと思っております。

まず初めに、自主規制業務のあり方に関する東証としての問題意識について説明いたします。図表1であります。

この問題意識は、先月二〇日の「自主規制業務のあり方に関する特別委員会」第一回会合において委員の皆様に提示したものです。

まず基本認識でございますが、私どもとして

一、自主規制機能に関する基本認識

資料については、表紙を除きまして一六ページという比較的多くの資料を用意させていただきました。私のつたない口頭表現力を補うという意味で事務方が一生懸命資料を作ってくれましたので、資料に沿いながら説明を進めさせていただきます。

図表1 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

【基本認識】

「金融サービス立国」を目指す中、自主規制機関としての証券取引所が果たすべき役割が改めて問われている。

【環境変化】

不適正なディスクロージャーによる上場廃止や敵対的買収の事案を契機とする証券取引所に対する投資者や社会一般の期待の高まり。

大阪証券取引所の経営に影響を与える投資ファンドの出現やニューヨーク証券取引所による自主規制部門の非営利法人化。

金融審議会において幅広い金融商品について包括的・横断的な利用者保護の枠組み整備が議論。

【自主規制業務に対する認識】

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分野についても、自主規制機関である証券取引所が一層の役割を果たすべきではないか。

株主等との利益相反に関する問題の県在化に対する懸念。

より効率的な規制体制を構築する観点から、取引所を含めた自主規制のあり方の検討。

市場の品質管理機能

は、利用者が安心感と信頼感を持って市場の持つ可能性を最大限活用できる金融システムの構築を通じて、我が国が金融サービス立国を目指す中で、市場の効率性、公正性、透明性の向上を図り、東京市場の魅力を高める観点から、自主規制機関としての証券取引所が果たすべき役割が改めて問われるものと認識しています。

このような問題意識を持つに至った経過、その背景について説明します。ここには三つの項目を書きました。

第一は、昨年来、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が発生したことです。昨年の一〇月に西武鉄道事件があり、その後、今年の五月にはカネボウの事件もありました。これは、例えば倒産や会社更生法適用申請などの極めて明らかに廃止となるようなこれまでの上場廃止会社とは少し違つており、企業と

しては存続し、従来どおりの活動もしている状態の中で、虚偽記載や粉飾決算を理由に上場廃止になったものであります。また、今年の春には、ライブドアによる敵対的買収事案の発生などもありました。

こうした事案は、いずれも投資者に大変大きな影響があります。このようなことが証券市場の周辺で起きたということで、これらを契機に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の領域における市場開設者の役割に大変関心が集まつたわけです。当然関心の一部というか多くは批判でもあつたわけであり、こうした証券取引所の役割に対する投資者や社会一般の批判や期待は急速に高まってきました。

その後、上場会社のディスクロージャーについては有報記載事項の総点検が実施されました。点

東京証券取引所における自主規制機能について

検査要請会社は四五〇〇社以上ありましたが、訂正事項のあつた会社は五八〇社強にも上っています。さらに、こうした点検後も訂正が出てくるという状況になり、本当に証券市場の根底を揺るがしかねないような状態が発生したのであります。こうした中で、どうしてこういうことが起きるのか。特に規制あるいは監督の役割はだれが担っているのか。ある意味では、原因をつくったのはだれなのだという議論が始まつたわけです。当然のことながら、事業会社、発行会社が一番悪いのは当たり前なのですが、西武鉄道事件のときから、自民党の委員会に私どもも何回か呼ばれております。そのようなときには、いろいろな関係者が呼ばされました。例えば有価証券報告書の受付機関である財務局や監督当局である金融庁、証券取引等監視委員会、商法の面から監査の問題等に連して法務省、企業の監督との関連で経産省、会

計監査人としての立場から公認会計士協会、企業の集合体である経団連、さらには企業会計基準委員会など、こういう問題にかかわるあらゆる関係者が呼ばれていて、そこで事情説明などがいろいろ行われました。このような経過をたどったわけであります。

そこでは、かつては法を根拠とする行政の公的規制、すなわち商法なり証取法なりに沿つた行政による規制にゆだねられていたこと、あるいは、個々の上場会社の自主的な判断にゆだねられた分野、いわゆるコーポレート・ガバナンスの問題を指しているわけでございますが、こういう分野についても、事が起きたのが証券市場の周辺ということもありましたので、自主規制機関である証券取引所が一層の役割を適切に果たすべきではないかという指摘が強く見られるような状況になつてきました。これが第一番目の背景であると

認識しています。

第二番目としては、昨年四月に上場した大阪証券取引所の株式を大量に取得して経営に影響を与えるとする投資ファンドが出現しました。つまり、証券取引所の上場問題がここに存在するということになります。

また、同じ時期に、海外で有力な証券取引所であるニューヨーク証券取引所が上場に際して、自主規制部門を新たにグループ内の独立性の高い非當利法人にするという組織改革を発表しました。

このことは自主規制機能の担い手である証券取引所みずから上の問題として、株主を初めとした関係者との間での利益相反問題が顕在化する懸念はないのかという問題提起がされたわけです。

この第二番目の問題は、第一番目の問題と大きく絡んでいます。すなわち、上場企業としての証券取引所と、その機能として期待されている上場

企業への管理機能の関係のあり方の問題あります
が、今回の議論の主なポイントの一つは、ここに
あると認識しております。

第三番目としては、現在金融審議会において投資サービス法の審議が行われており、その中で、幅広い金融商品について包括的、横断的な利用者保護の枠組みを整備することが議論されています。証券取引所を含めた自主規制のあり方は、より効率的な規制体制を構築するという観点から、これまでも金融審議会で議論されてきましたが、最近のいろいろな背景や状況変化から、今後も引き続き検討されるという状況にあります。

これが背景の三つのポイントです。

議論の背景は以上ですが、私どもでは自主規制業務について、次のように認識しています。図表1の最後の後段のところです。

証券取引所の自主規制機能は、市場に最も近い

東京証券取引所における自主規制機能について

市場開設者自身が行うということで、市場の実態にかなった実効的かつ効率的な規制が期待できるということあります。いわゆる現場主義の理念から、行政監督の下でそれぞれの証券取引所が自主規制ルールを定めて、法令や自主規制ルールの遵守状況を調査し、違反行為を行った者に対してはペナルティーを含む適切な処置を講ずるといった形でこれまで実施してきました。

この証券取引所の自主規制機能は、行政による公的規制と相まって市場の公正性、信頼性の確保を図る上で不可欠なものであります。そして、証券取引所においては、この自主規制機能は市場運営業務と並ぶ、しかもこれと密接不可分な市場開設者として果たすべき責務の根幹であり、みずからが運営する市場の品質管理機能を担う重要な業務でもあると理解しています。

また、東証では、国際的な市場間競争の激化に

対応して、国際競争力の強化を図るために、資金調達手段の多様化などを目的として、私ども自身の市場への株式上場の準備を進めているところでありますが、こうした自主規制業務の位置づけは、いささかもこうした問題によって変わるものではないということであります。むしろ企業価値としての側面を見ますと、マーケットの品質管理はマーケットの付加価値であり、その運営を行う企業の収益力の源泉ともいえるものであると認識しています。

一、自主規制業務の体制強化と環境変化に対する対応

図表2に移らせていただきます。

このような基本観の下で、東証ではこれまでどのような対応をしてきたかということをまず説明

図表2

【自主規制業務の遂行体制の強化並びに環境変化に対する諸対応】

金融審議会金融分科会第一部会報告
「市場機能を中核とする金融システム
に向けて」(平成15年12月24日)

- 諸対応の実施(平成16年)～主要なもの～
 - ⇒「当取引所は公益及び投資者保護に資するため、有価証券の売買等を公正かつ円滑ならしめる」と目的として業務を當むものとする」旨を規定
- 自主規制委員会の機能強化
 - ⇒委員の過半数を公益代表
- 最高規制責任者(CRO)の新設
 - ⇒自主規制部門を担当する執行役員として選任

株式上場後も見据えつつ、市場運営者が果たす役割や自主規制業務を行うことの意義について議論を深め、東京証券取引所が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に具体的措置について特別委員会を設けて検討。

いたしたいと思います。

こうした重要な役割を担う自主規制業務を適切に遂行して、期待される自主規制機能を十分に発揮するために、一昨年、金融審議会の金融分科会第一部会から「市場機能を中心とする金融システムに向けて」という報告が提出されたことを受け

て昨年の春に、私どもは自主規制業務の適切な業務遂行と投資者などの信認の確保を図るために、定款において会社の目的の明確化を図りました。当時はその範囲を当取引所の売買審査と考查の二つに限定していましたけれども、これら業務のあり方に関する審議する自主規制委員会の委員の過半数を公益代表とするなどの衣替えをして、自主規制委員会の機能強化や最高規制責任者、Chief Regulatory Officer（C R O）を新設するなどの諸対応を行ったところであります。

しかし、最近における証券取引所の自主規制機

能をめぐる環境の変化は大変激しいものがあり、これらを踏まえると、東証の今後の自主規制機関としての方については、改めて幅広い観点から広範な議論を行い、今後の方針を模索する必要があると認識いたしました。

特に、これまで東証は、自主規制としてその機能の中心を取引の公正性確保のための売買審査や取引に参加する証券会社の健全性確保という面での考查の二つの面に専ら重きを置いてきました。会員組織であった証券取引所の自治として相互に守るべきルールとして自主ルールを作成し、自主規制を行ってきたのですが、マーケットの規制はそれだけではなく、売買取引の対象である上場物件についても、自主規制とは呼んでいませんでしたが、東証はこれまででも広い意味での自主規制対象として取り組んできました。東証は、取引の結果としての株価という日々変動するものを管理対

象としているわけであります。一方で、その基は企業活動であります。これも日々活動して変動しているわけで、この間をつなぐといいますか、その関連を明らかにしていく、これが適時開示、タイムリー・ディスクロージャーであり、これに重きを置いて上場会社に対するさまざまな規制を行ってきました。最近の東証の施策の多くは、この面に関する規制が多くなってきてています。最近の典型的な例としては、法規制に先駆けて実施した四半期開示などがあります。

また一方、上場会社に対する法規制については、大きな変化がありました。平成一三年以降、主に経済界からの要望を反映して一連の商法改正が行われた結果、従来の厳格な法規制が大幅に緩和され、会社経営の選択肢が拡大されました。具体的には、経営システムの選択、業務監視機関の選択、さらには柔軟な資本政策や資金調達を可能

とすることによって、自律的な企業経営が実現してきたわけであります。

このように自己責任のもとでの自律的な企業経営が可能になった一方で、投資者保護、株主保護という面での規制については、誰が、どうできるのかという観点から、証券取引所に対する期待感が高まっているのだろうと思つております。

そこで、こうした情勢変化の中で、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に立ち、株式上場という問題も見据えながら、市場運営者が果たす役割や市場運営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なければならない。そして、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、それから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な措置について御審議いただく場として、今年の

六月に取締役会の諮問機関として特別委員会を設けて検討することとしたわけであります。

三、証券取引所の役割

それでは、図表3の説明に移ります。ここには、そもそも証券取引所の役割とは何かが書かれています。自主規制の特徴を説明する前に、その前段として、自主規制業務の範囲を明確にするために、私どもが考える証券取引所の役割について簡単に確認するという趣旨でここに記載しました。

役割の第一は、市場における売買から決済に至るまでの安全で効率性、信頼性の高い市場インフラを提供するという市場運営業務であり、取引あるいは決済のルールがここに含まれるものと理解しています。

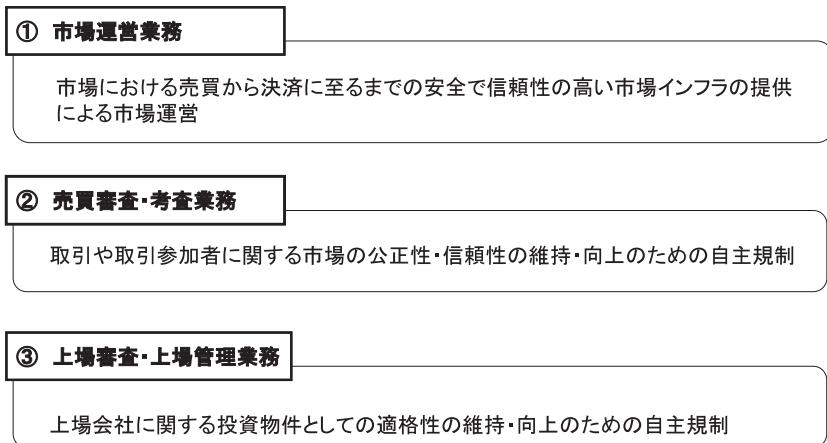
第二は、取引や取引参加者に関する市場の公正性、信頼性の維持向上のための自主規制業務、すなわち売買審査・考查業務です。

第三は、上場会社に対する投資物件としての適格性の維持向上のための自主規制業務、すなわち上場審査・上場管理業務です。

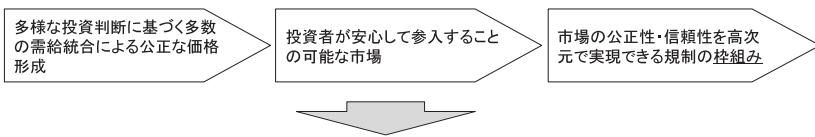
これを前提に置きながら、証券取引所の役割のうち、第二、第三のいわゆる自主規制の特徴について、長所と限界に分けて御説明申し上げたいと思います。

図表4にありますように、証券市場がその機能を適切に発揮するためには、幅広い投資者の多様な投資判断に基づく多数の需給が統合されることにより、より信頼性と妥当性の高い公正な価格形成が確保されることが必要であります。つまり、マーケットの基本は高い流動性の確保が一番のポイントです。そのためには、投資者が安心して市

図表3 証券取引所の役割



図表4 証券取引所の自主規制の特徴



【枠組み】

- 法による規制(公的規制)と市場開設者による規制(自主規制)⇒有機的に機能
- 証券取引所及び日本証券業協会に対し、自主規制機関として一定の役割を求めている(証取法)。

【自主規制機関による規制】

- 市場実態等に応じたルールを策定し、策定したルールについて実効性を確認しながら、きめ細かく微調整させていくことが可能。
- 市場の公正性・信頼性の確保・向上を図る上で、法令レベルでの規制とともに必要不可欠とされ、米国などにおいても、法律に裏付けられた自主規制機関による自主規制が活用されている。

場に参入することができるよう、証券市場の公正性、信頼性を一層高い次元で実現できる適切な規制の枠組みが必要であることは、いうまでもありません。

このような枠組みに対しても、我が国においては、これまでも法による規制、いわゆる公的規制と、市場開設者である証券取引所が自治的に行う規制、つまり自主規制、この二つが有機的に機能してきているわけであり、いわば車の両輪といつていいと思います。証取法においても、証券取引所及び日本証券業協会に対して、いわゆる自主規制機関としての一定の役割が求められています。

四、自主規制の「長所」

法の中に、取引所に対し、上場、売買取引、決済について、それぞれのルールの制定義務が課せられています。これは、自主規制機関による規制が、いわゆる現場主義の視点で市場の実態に応じてみずからルールメーリングを行い、その実効性

を確認しながら、きめ細かくそういうルールを微調整させていくことができる、そのような多くのすぐれた面を持ち合わせてることによるものとされているからであります。

そのため、こうした自主規制機関による自主規制は、市場の公正性、信頼性の確保・向上を図る上で、法令レベルの規制とともに必要かつ不可欠なものとなってきています。世界各国を見ても、特に米国などにおいても、法律に裏づけられた自主規制機関による自主規制が活用されているものと認識しているところであります。

次に、こうした規制機能というものは機能的にみて実際にどうかということについて、具体例を挙げながら説明したいと思います。図表5—1に

図表5-1 証券取引所の自主規制の特徴～自主規制の「長所」～

自主規制の長所	具体的な例
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	<ul style="list-style-type: none"> ○証券取引法において、法令の規制の一部を自主規制規則へ委任。 ○自主規制規則において、法令の規制に関して、より具体的な行為類型の明確化。 ⇒公開買付期間中における公開買付者の関係者となる証券会社の自己売買の規制の適用除外となる買付けの様子を、証券取引所規則で規定している等。
②法令より高い水準での規制が可能	<ul style="list-style-type: none"> ○法令の規制水準を超えた規制 ⇒フロント・ランニングに関する規制では、法令では単一商品間のフロント・ランニングについてのみ禁止しているのに対し、証券取引所規則では、現物市場と派生商品市場にまたがるフロント・ランニングについても規制している等。
③法令違反の未然防止	<ul style="list-style-type: none"> ○取引参加者に法令等の違反行為や社内管理体制に不備が認められた場合、処分や注意喚起などの措置を行う。 ⇒売買審査の実務では、主に取引参加者に対する注意喚起により不公正取引の未然防止に努めている。
④適正なコスト配分とコスト軽減効果	<ul style="list-style-type: none"> ○証券取引所による規制コストが応分の受益者負担となることにより、規制コストの効率的活用に対するインセンティブが取引参加者等に働き、規制コストの効率化が期待できる。 ○市場運営と監視機能を分離すれば二重投資になるであろうコストの軽減。 ⇒東証では、売買システム内の専用サーバーによって市場監視を行うとともに、売買システムと連携する売買審査システムによって売買審査業務の効率化を実現。

東京証券取引所における自主規制機能について

掲げていますが、自主規制機能の長所について御説明させていただきます。

第一に、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を行うことができるということです。すなわち、自主規制規則は市場の変化などに迅速かつ柔軟に対応して、その規制の実効性を確認しながらきめ細かく微調整をしていく、そういう特質があります。これはいわゆる現場主義の特性ですが、このことから現在の証取法においては、証券取引所による自主規制規則の存在を前提として、法令の規制の一部を自主規制規則にゆだねたり、あるいは証券取引所の自主規制規則において、法令の規制に関するより具体的な行為類型の明確化を図っている例があります。

具体的な例としては、一つにはフロント・ラン

具体的な例としては、公開買付期間中における

ニングに関する規制が挙げられます。法令では単一商品間のフロント・ランニングについてのみ禁止をしているのに対して、証券取引所の規則では、現物市場と派生商品市場にまたがるフロント・ランニングについても規制をしていることなどが挙げられます。

また、上場管理関係では、御存じのようにディ

規制がありますが、この適用除外となる買付けの態様を証券取引所の規則で規定しているという事例を挙げができるのではないかと思っています。

第二は、法令より高い水準での規制が可能であるということです。今まで以上の更なる公正性や信頼性の向上を目指し、自主規制規則において法令の規制水準を超えて規制している例があります。

スクロージャーに関して非常に大きな進展があり、例えば決算短信や四半期開示など法令よりも高い水準での規制という形で上場会社に対する規制を行っている例が見られます。

第三に、法令違反の未然防止があります。証券取引所の自主規制規則においては、取引参加者に法令などの違反行為や社内管理体制に不備が認められた場合には、処分や注意喚起などの措置を行うことができる旨定められています。私どもの売買審査部では、主に取引参加者に対する注意喚起によって、不公正取引の未然防止に努めています。

第四に掲げました長所の一つは、適正なコスト配分とコスト低減効果があると思います。証券取引所による規制コストが応分の受益者負担になることによって、規制コストの効率的活用に対するインセンティブが取引参加者等に働くことで、規

制コストの効率化が期待できますし、また、市場運営と監視機能を分離すれば一重投資になるでろうコストを軽減することができます。

具体的な例としては、私どもの場合の例を挙げますと、売買システム内にある専用サーバーを用いて市場監視を行っていますが、この売買システムと連携する売買審査部の売買審査システムがあります。このようにシステム的な連携を保ちながら、審査業務の効率化を実現しているという例を挙げることができます。

五、自主規制の「限界」

今、長所について申し上げました。一方、機能的に優れているからといって、それを果たす上での問題が全くないわけではありません。図表5-2に、自主規制の限界を掲げております。

図表5－2 証券取引所の自主規制の特徴～自主規制の「限界」～

自主規制の限界	内容
①利益相反のおそれ	<ul style="list-style-type: none"> ○証券取引所は規制対象である取引参加者及び上場会社と日常的な関わりがあるため、規制に手心が加えられるおそれ又は対外的にそのように受け取られるおそれ。 ○同様に、不正行為に対し、厳しい措置が取れないおそれ又は対外的にそのように受け取られるおそれ。 ○自主規制機関が株式会社組織である場合、株主から収益の追求に対し、自主規制部門の業務や人員体制縮小など経営資源の削減という利益相反が起こるおそれ。
②調査範囲等の限界	<ul style="list-style-type: none"> ○自主規制は、強制捜査権限を有しておらず、調査範囲に限界がある。 ○売買審査に係る規制が及ぶ範囲が取引参加者に限定され、取引参加者の顧客である原委託者までは及ばないことから、不正行為における調査範囲が一定限度内に止まるを得ないことがある。
③機能の重複・不統一	<ul style="list-style-type: none"> ○自主規制機関は複数存在するため、証券会社に対する検査や処分等について重複や不統一が生ずるおそれ。
④過剰な規制	<ul style="list-style-type: none"> ○自主規制機関が証券市場の透明性を優先し、不正行為の排除を意識するあまり、過度に高い規制を行うことにより、自由な経済活動が妨げられるおそれ。

自主規制の問題としては、やはり第一に利益相反のおそれを挙げることができます。証券取引所は、規制対象である取引参加者及び上場会社と日常的なかかわりを持っております。規制のやり方に手心が加えられるおそれがあるとか、あるいは対外的にそのように受け取られるおそれがあるのでなかろうかということがあります。

同様に、不公正取引に対して厳しい措置を行なうことができない、あるいは対外的にそのように受け取られるおそれがあるのではないかということですあります。そして、自主規制機関が株式会社組織である場合に、株主から収益の追求を求められるために、自主規制部門の業務や人員体制などの経営資源が削減されるという利益相反が起こるおそれがあるのではないかということですあります。証券取引所が行う自主規制では、犯則事件があつた場

合などに強制検査権限を有しておらず、検査範囲に限界があります。売買審査に係る自主規制は、規制が及ぶ範囲が取引参加者に限定されており、取引参加者の顧客である原委託者までには及びません。したがって、不正行為が行われた場合の検査範囲は一定にとどまらざるを得ず、そこでは完全な調査ができないという事実があります。

第三に、機能の重複、不統一が挙げられます。

自主規制機関は実際には複数存在しており、証券会社に対する検査や処分においても重複や不統一が生じるおそれがありますが、このことは一昨年の金融審議会で取り上げられたテーマでもあります。

第四に、過剰な規制です。自主規制機関が証券市場の公正性や透明性を優先して不正行為の排除を意識する余り、過度に高い規制を行うことによって、自由な経済活動が妨げられるおそれがあ

るのではないか、こういう指摘もあります。

以上、限界として認識しているところを申し上げました。

六、株主の利益還元の要請と取引の公益の両立

ただいまは利益相反が起こる可能性がある旨説明しましたが、その中で、株式会社組織の証券取引所の自主規制機能という公益と、株主からの利益還元要請とは果たして両立が可能かどうかといふ点があります。この点について改めて説明いたします。

証券取引所の使命は、効率的で使い勝手がよく、公正で信頼される市場を構築することにあることは再三申し上げていますが、これは証取法にも規定されていることも申し上げまし

た。証券取引所の自主規制機能は、市場の公正性、信頼性の維持のための品質管理機能であり、すなわち証券取引所の信頼性を維持向上させるためには自主規制機能の強化が不可欠です。

図表6の一番下の枠内にあります自主規制機能の発揮ということは、市場の公正性、信頼性の維持向上につながる。その結果として、市場は投資者の信頼を獲得することができるということになります。投資者のみならず、上場会社など市場への参加者拡大を通じて、流動性も向上する。最終的には東証の安定的な収益基盤が確保される、こういうことでございます。

したがって、自主規制機能の発揮が付加価値を生み、企業価値の向上に資することになり、結果的に株主の利益に合致するといふことがいえるのではないかと考えます。

図表7に移らせていただきます。

図表6 証券取引所の自主規制機能
～利益の株主還元の要請と取引の公益(規制業務)の両立(1)～

【証券取引所の使命】

効率的で使い勝手が良く、公正で信頼される市場を構築すること

「取引所は、有価証券の売買等を公正かつ円滑ならしめ、かつ、投資者の保護に資するように運営されなければならない」(証取法第106条の32)

証券取引所の自主規制機能＝市場の公正性・信頼性維持のための品質管理機能

証券取引所の公正性・信頼性を維持向上させるためには、自主規制機能の発揮が不可欠

自主規制機能の発揮が企業価値向上に資することとなり、
株主利益と自主規制業務の強化は対立しない

自主規制機能の発揮

市場の公正性・
信頼性の維持
向上

投資者等の
信頼を獲得

市場の参加者
拡大(流動性
向上等)

証券取引所の
安定的な収益
基盤の確保

図表7

～利益の株主還元の要請と取引の公益(規制業務)の両立(2)～

上場後の短期利得目的の株主と市場の公正性確保が相反しうるとの懸念

【前提となる基本的な認識】

市場の公正性・信頼性の維持向上は、それに反するような短期的な株主利益よりも優先する。



【証券取引法(106条の32)】

- 取引所は、有価証券市場は、有価証券の売買等を公正かつ円滑なうめ、投資者の保護に資するよう運営されなければならない。



【株主との認識の共有】

- 当取引所は、公益及び投資者保護に資するため、有価証券の売買等を公正かつ円滑なうめることを目指として業務を営むものとする。(定款第2条 目的)
- 企業価値を高め、積極的に株主還元に努める
- IR等による株主への説明、ディスクッション⇒株主との良好な関係の維持、当取引所の公正性等に対する理解促進⇒長期保有株主を増やすことにより、経営の安定性獲得を目指す

【コーポレートガバナンス及びファイアウォールの確立】

- 取締役会の構成→過半数の社外取締役
- 自主規制部門にCRO(最高規制責任者)を置き、業務遂行体制の独立性強化
- 自主規制委員会、規律委員会→過半数が証券業関係会社の常務に従事するもの以外で証券市場に関する有識者で構成
- 取締役会による自主規制委員会の意見等の尊重

今、自主規制機能と株主利益は両立できる、証券取引所とは、そのような企業体であるということを説明いたしましたが、証券取引所が上場した後に短期的な利得を目的とする株主が出てきた場合に、市場の公正性確保ということと相反し得るのではないかという懸念も指摘されており、この点についての私どもの考え方を御説明したいと思います。

まず基本的な認識としては、市場の公正性確保は、それに反するような短期的な株主利益よりも優先するということです。これは東証の社会的使命を考えれば当然のことではないかと思っています。

このような考え方は、証取法においても裏づけをされています。図表7の左下の枠内にありますように、証取法では、「取引所有価証券市場は、有価証券の売買等を公正かつ円滑ならしめ、か

つ、投資者保護に資するよう運営されなければならない」とされています。そうあってはならないことですが、仮に株主利益のみを優先して、市場の公正性、信頼性の維持向上を怠るような市場運営を行った場合には、証取法では、証券取引所の免許の取り消しや業務停止命令、さらには役員の解任命令等の処分が行われることが規定されています。

一方、右下の枠内にありますように、我々自身も定款で、「当取引所は、公益及び投資者保護に資するため、有価証券の売買等を公正かつ円滑ならしめることを旨として業務を営むものとする」ということを掲げております。企業価値の向上、その結果としての株主への積極的な利益還元に努めるほか、IR活動などを通じて、東証の公共性に関する株主との認識の共有を図っていくことが大事なことではないかと考えています。

また、東証では、自分自身のガバナンスとして、株式会社へ移行の際に、取締役会の過半数を社外取締役としました。また、自主規制部門に最高規制責任者を置き、業務遂行体制の独立性強化を図るなどの対応もとっています。市場の公正性、信頼性が損なわれることのないよう、コーポレート・ガバナンスやファイアウォールの確立を通じて予防措置を講じてきているわけであります。

七、自主規制業務の概要

次に、東証自身の自主規制業務の概要についての説明に移らせていただきます。図表7です。

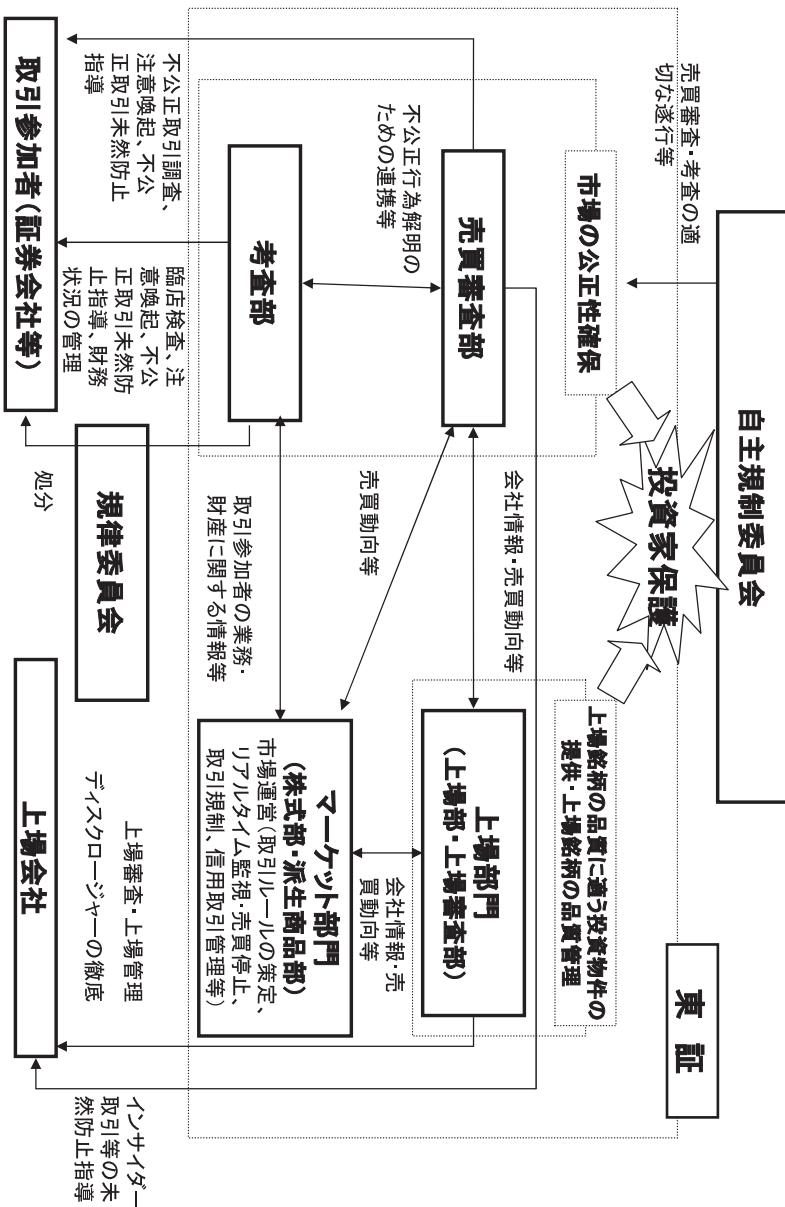
東京証券取引所においては、図表8の左側に書いていますが、市場の公正性を確保するための自主規制業務を担う売買審査部及び考查部と、右側

に記載の上場銘柄の品質にかなう投資物件の提供や上場銘柄の品質管理を担う上場部門並びに市場運営を行うマーケット部門がお互いに連携をとっているということです。この連携をとりつつ一体的に業務を遂行することにより、投資家保護を図ることとしております。

それでは、それぞれの具体的な連携の状況について、典型的な実務事例を幾つか説明させていただきます。図表9を御覧ください。

まず、ルール策定の際の連携ということを掲げていますが、上場制度の制定や改正、有価証券の売買などの公正確保のための規制の制定や改正に際しては、マーケット部門が把握している市場利用者の取引実態などを反映させることにより、実態に即した実効性のある制度や規制措置を講ずることができます。それができるような仕組みを持っていています。最近では、市場への売買の影響などを踏まえて、上場

図表8 東京証券取引所の自主規制業務の概要(1)



図表9 東京証券取引所の自主規制業務の概要(2)
～マーケット運営と自主規制業務の連携の状況(典型例)～

1. ルール策定の際の連携

- 上場制度、有価証券の売買等に係る規制の制定・改正に際し、マーケット部門が把握している市場利用者の取引実態等を反映。
⇒上場会社に対する要請例：「大幅な株式分割の実施に際してのお願い」

2. 重要な会社情報に関する迅速かつ詳細な情報の交換・連携の取れた措置の実施(マーケット部門⇒上場部門)

- 重大な会社情報に関する報道について、上場部と株式部間での情報交換、上場部から上場会社への照会・開示及び株式部における売買停止措置・解除の実施。
⇒売買停止の要否の判断、売買停止期間の決定において緊密な連絡体制が不可欠

3. 不公正取引の疑いのある取引に関する詳細情報の交換(マーケット部門⇒売買審査部)

- マーケット部門のリアルタイム監視で不公正取引の端緒を発見し、売買審査部に取引の詳細を連絡、売買審査部にて審査。
⇒平成16年、マーケット部門が端緒を発見し、売買審査部が審査した相場操縦事件が、証券取引等監視委員会により告発へ。
- 売買審査部の調査銘柄について、マーケット部門が売買動向を注視し、必要に応じて売買審査部へ取引状況の詳細を連絡。

4. 監視システムの連携(マーケット部門・売買審査部)

- 売買審査部のシステム(売買審査システム：価格操作の端緒を把握するためのシステム)は、マーケット部門の売買システムの約定・注文データを利用。また、売買審査部では、マーケット部門の売買システムが有する監視機能についてマーケット部門と共同利用。

5. 取引参加者の信用状況等に関する詳細情報の交換(マーケット部門⇒考査部)

- 考査部において取引参加者の財務状況等に関する調査の結果、要注意参加者を指定する場合、マーケット部門に連絡。
マーケット部門は当該参加者の取引や建玉の状況を日々注視し、必要に応じて考査部へ取引状況の詳細を連絡。

会社に対し「大幅な株式分割の実施に際してのお願い」を要請したという事例がありますが、これに該当するものだと理解しています。

次に、マーケット部門と上場部門の間で行われています重要な会社情報に関する迅速かつ詳細な情報の交換、連携のとれた措置の実施については、重大な会社情報が一部メディアで報道された場合には、上場部と株式部で迅速かつ詳細な情報の交換を行いながら、上場部による上場会社への照会、開示及び株式部による売買停止措置・解除が実施されるようになっています。

また、マーケット部門と売買審査部の間で行われています不公正取引の疑いのある取引に関する詳細情報の交換について、二点ほど掲げています。

一点目は、マーケット部門におけるリアルタイム監視において不公正取引の疑いのある取引の端

緒を発見した場合には、マーケット部門から売買審査部に取引状況の詳細を連絡して、売買審査部において審査をするといった連携があります。

これらの具体的な事例としては、平成一六年にマーケット部門が端緒を発見して売買審査部において審査を行った見せ玉による相場操縦事件がありますが、この事件は、証券取引等監視委員会により告発されました。

二点目は、売買審査部において継続的に不公正取引の調査を行っている銘柄についてマーケット部門に連絡し、マーケット部門において売買動向を注視し、必要に応じて売買審査部へ取引状況の詳細を連絡するなど、継続的なウォッチングを行う体制が構築されていますが、このような事例を挙げることができます。

次に、マーケット部門と売買審査部での監視システムの連携については、四番目に掲げてあります。

す。

売買審査部が使用しているシステムは、売買審査システムと呼んでいますが、価格操作の端緒を把握するためのシステムであります。このシステムは、マーケット部門の売買システム上にある約

定や注文データを基礎データとして利用しております。また、売買審査部では、マーケット部門の売買システムが有しています監視機能について、マーケット部門と共同して活用しています。

最後の五番目に掲げていますのは、マーケット部門と考查部門間で行われています取引参加者の信用状況等に関する詳細情報の交換であります。考查部において実施された取引参加者の財務状況などに関する調査の結果、財務内容の観点で要主意の取引参加者を指定する場合には、マーケット部門に連絡しています。マーケット部門では、そ

て玉の状況などを日々注視して、必要に応じて考查部へ取引状況の詳細を連絡するなど、不測の事態が生じることを未然に防止するような体制をとっています。

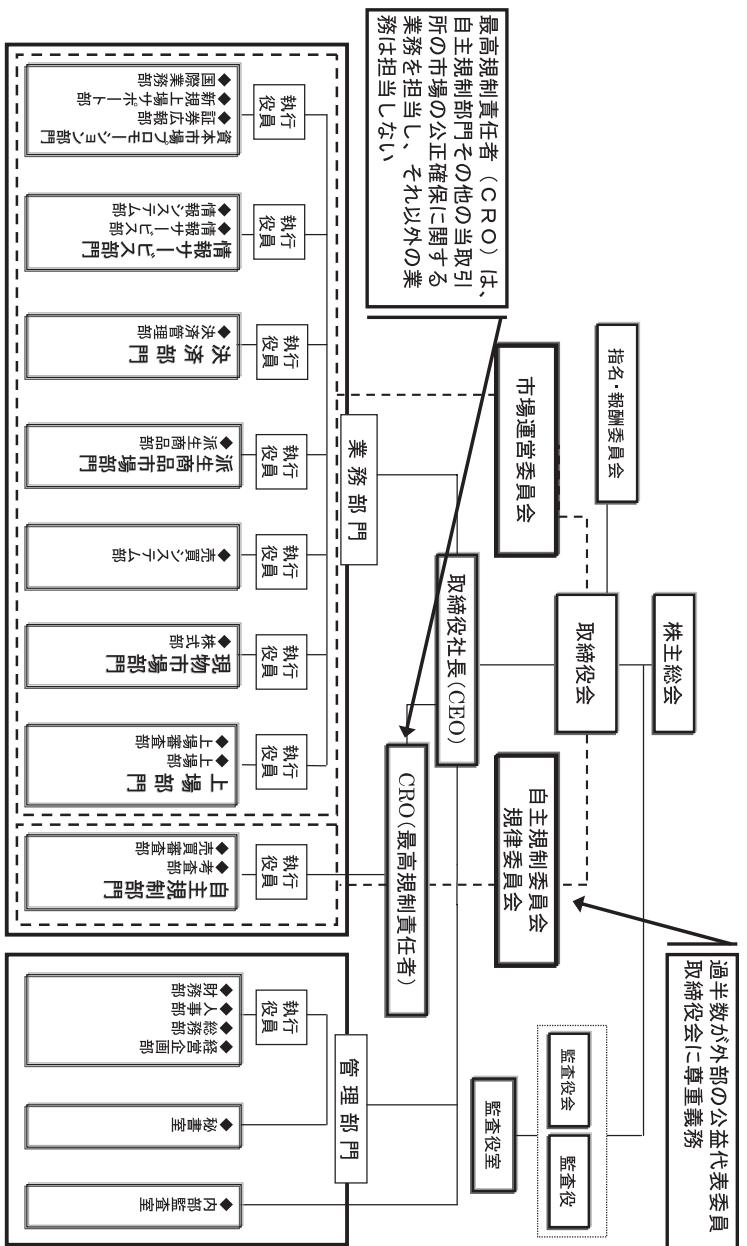
八、自主規制業務に係るガバナンスシステム

図表10を御覧いただきたいと思います。

東証では、各部門が一体的に機能することにより、効率的な自主規制業務の遂行を保つように努めております。その自主規制業務の遂行体制の独立性あるいは市場運営とのファイアウォールなど、東証の経営管理体制、つまりコーポレート・ガバナンスの仕組みについて、次に説明します。

東証では株式会社移行に際して、取締役の員の要注意の取引参加者の取引や先物取引などの建

図表10 東京証券取引所の自主規制業務に係るガバナンスシステム



数を抑制しました。会員制度時代は「理事会」と呼んでいましたが、大幅に人数を抑制して、取締役会を活性化するような策を講じております。また、その過半数を社外取締役とします。とにより、取締役会の監督機能を強化しています。

毎月一回、定例の取締役会を開催していますが、我々常勤執行役員は非常に緊張感を持って、毎月株主総会を迎えるような気分で取締役会に臨んでいるのが実態であります。大体二時間はあつという間に過ぎてしまい、場合によっては二時間を超える取締役会になります。各方面から非常に幅広い御意見を頂戴しながら、取締役会で審議をしているのが現状であります。

さらに、社長直轄の内部監査室を設置して、内部監査を実施しているほか、先ほど来申し上げたように、売買審査部と考查部を独立した自主規制部門として設置して、他の部門とのファイアウォールを設けるとともに、自主規制部門を担当する執行役員として最高規制責任者（C.R.O.）を置くことにより、規制業務に対

役割として取締役会議長を務めていただくことにより、取締役会としての監督機能の強化に資することを第一の目的として会長に御就任していただいたわけであります。

まだ、図の右上にありますように、取締役会には諮問機関が三つありますが、このうちの自主規制委員会と規律委員会の二つの委員会については、過半数を公益代表が占めるように委員の構成を決め、その決定事項については取締役会に尊重義務を課すようにしております。

る透明性、中立性を担保する仕組みを構築しております。なお、このC R Oは、業務部門のうち自主規制部門とその他東証の市場の公正性確保に関する業務のみを担当し、それ以外の業務を併任させないことによって、独立性を担保しています。

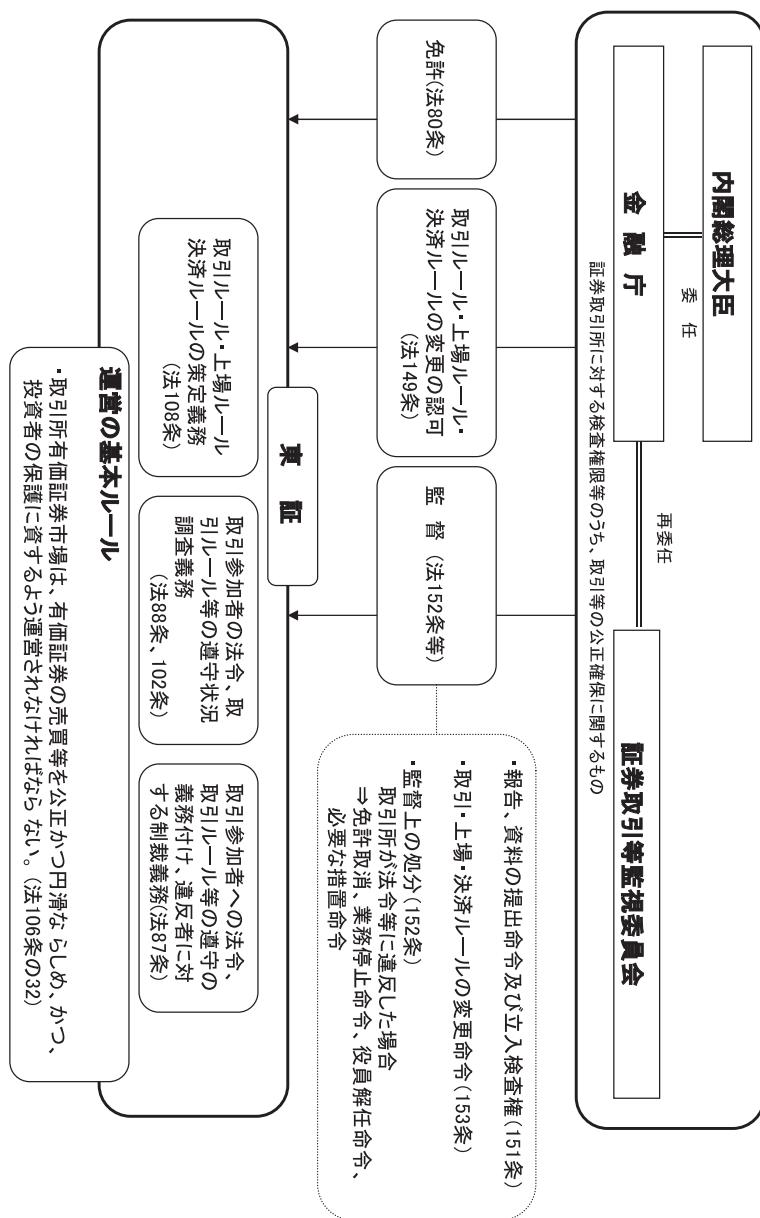
このように申し上げますと、非常にきれいごとばかりを言っているように聞こえるかも知れませんけれども、器としては、そのような仕組みを手当てしているということでありまして、当然のことながら、中身を伴うことが一番肝要であるとうことは我々としても十分認識しているつもりであります。

次に、図表11の説明に移らせていただきます。このような私どもの組織的な対応とあわせて、我が国においては、法的な枠組みによって証券取引所の自主規制業務における利益相反を防止する厳格な仕組みが築き上げられております。我々自身が努力することはいうまでもないことです。が、法の枠組みとしもそのようになつてているということを御説明申し上げたいと思います。

図の中ほど、右側にありますように、証券取引所が仮に取引参加者の利益を優先し、証券取引法、そして定款に定められている運営の基本ルール、すなわち公益及び投資者の保護に資する、これに反する業務運営を行つた場合には、証取法の一五二条により、規則の変更命令はもちろんのこ

九、自主規制に関する法的枠組み

東京証券取引所における自主規制機能について



- ・取引所有価証券市場は、有価証券の売買等を公正かつ円滑ならしめ、かつ、投資者の保護に資するよう運営されなければならない。（法106条の32）

図表11 証券取引所の自主規制に関する法的枠組み
～公益（規制業務）と市場運営との間のファイアウォール～

と、免許の取り消し、役員の解任命令を受けることになります。

また、図の下の枠内にありますように、証券取引法においては、証券取引所は上場基準を含む業務規定等の規則を制定するよう法の一〇八条で

義務づけられております。その改廃は金融庁の認可が必要であります（一四九条）。さらに、証券取引所に対しては、取引参加者の規則の遵守状況調査や違反者に対する制裁などが義務づけられており、取引参加者はもとより、いかに株主であっても、公益に反するような規則改正などの行為を証券取引所の経営陣に強要することはできないような仕組みになっています。

そのため、東証などの自主規制機関は、当然、

金融庁の監督下に置かれています。そして、時に

応じて金融庁並びに証券取引等監視委員会の検査も受ける仕組みになっています。一昨年、これの

基づき、実際に東証も検査を受けております。このように私どもの組織的な枠組みによって、株主を初め取引参加者や上場会社との利益相反への対応がなされているわけであります。

以上、東証の自主規制について御紹介をいたしましたが、大分私どものPRの香りが漂っているとお思いの方もおありかと思います。後ほど触れますのが、決して今の状況に満足しているわけではない、安住を決め込んでいるわけではないということを御理解いただければと思っております。

一〇、海外における自主規制業務の状況

私どもの事情というものを御説明申し上げましたが、それでは海外は一体どうなっているのかと

いう御説明に移らせていただきます。海外の主要取引所一つの事例を御紹介申し上げたいと思います。

第一は、ニューヨークの証券取引所です。ニューヨーク証券取引所は、今なお会員組織の取引所ですが、図表12にありますように、ニューヨーク証券取引所が組織改革を行おうとしていることが発表されていますので、その内容について御説明いたします。

ニューヨーク証券取引所は、過去、経営に関する不祥事といいますか、事件があつて、そのガバ

ナンスを問われるということがあり、株式会社へ移行する予定はなかったのですが、今年の四月にアーキペラゴという会社との合併計画が発表になりました。アーキペラゴは、今は国の法律に基づく証券取引所に衣替えしていますが、いわゆるECNの先駆的存在であります。このアーキペラゴと

グループ持株会社を設立し、その持株会社を公開する旨の発表をしました。

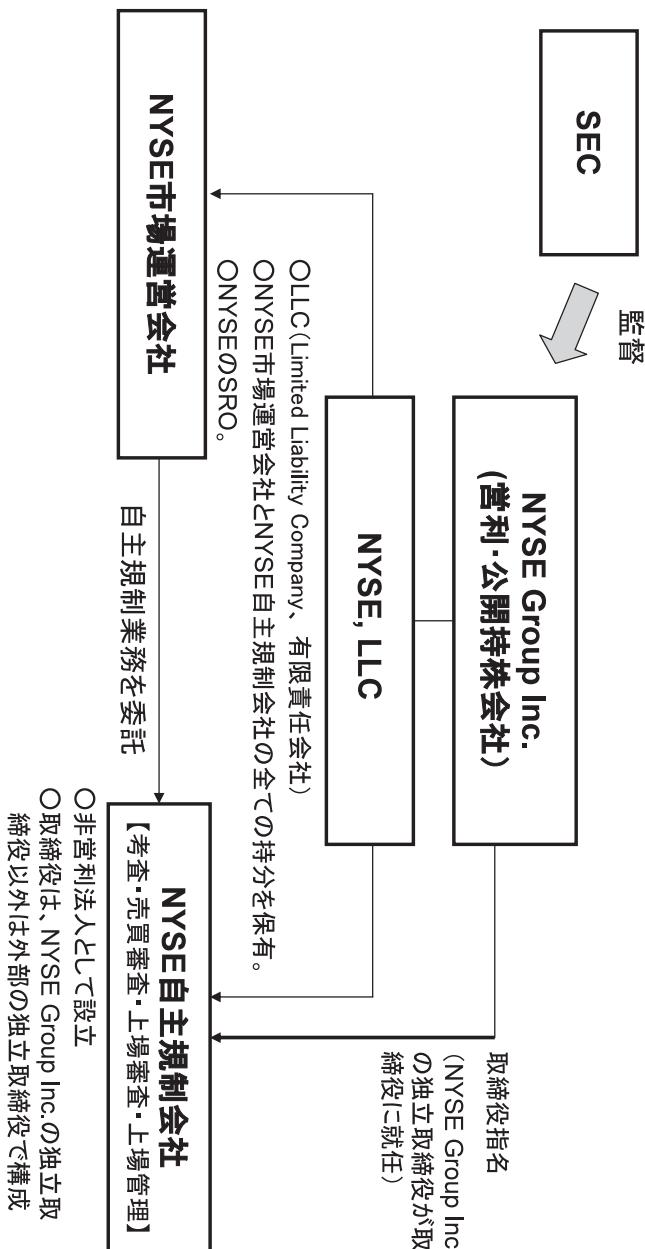
その際に、今日の主題であります自主規制機能を別法人化するということが同時に明らかになつたわけです。そのような発表内容に基づいて、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の組織に視点を当てる図表11は策定したものであります。現在のところ確定的なものではない部分もありますけれども、その前提でお聞きいただければと思います。

公開予定のグループ持株会社といわれるNYSE Group Inc. の傘下にNYSE, LLC という会社を置き、NYSE, LLC は、ニューヨーク証券取引所の市場運営会社とNYSEの自主規制会社のすべての持ち分を保有する親会社になるという構想であります。また、NYSE, LLC は国法証券取引所として自主規制機関、つまり Self Regula-

ニューヨーク証券取引所(NYSE)の組織改革案

(2005年4月及び7月の発表内容から作成)

図表12 海外における自主規制業務の状況(1)



東京証券取引所における自主規制機能について

tory Organization (S R O)になります。

ニューヨーク証券取引所の自主規制会社、NYSE

E自主規制会社は、ニューヨーク州法に基づく非

當利団体として設立されており、NYSE市場運

當会社からの委託を受ける形で、考查や売買審査

等を初めとする自主規制業務を遂行するという位

置づけになっているようです。この辺のところ

は、州の法律に基づいていわゆる非當利団体とし

て設立されている会社がどういう会社なのかとい

うことは必ずしも明確ではありませんけれども、そ

そのような仕組みだという発表が行われました。

これがニューヨークの状況です。

第二に、世界でもう一つの大きな取引所という
とロンドンの取引所であります。ロンドン取引所
の状況についてお話をしたいと思います。図表13を
御覧ください。

ロンドン証券取引所では、もともとすべての自

主規制機能を自分のところでやっていました。た

だ、五年前の二〇〇〇年五月、メイン市場につい

ての上場審査・承認権限や上場管理などをFSA

に移管しました。これは、以前はロンドン証券取

引所がイギリスで唯一の証券取引所で、上場審査

・承認権限を有していたのですが、その後、私設

取引システムが設立され、そのような競争関係に

ある市場に企業が上場する際も上場審査や承認を

ロンドン証券取引所が行うということは、市場間

競争が阻害されるのではないかという指摘、そ

れに加えて、いわゆる「ただ乗り論」を嫌った

ロンドン証券取引所が、メイン市場の上場審査

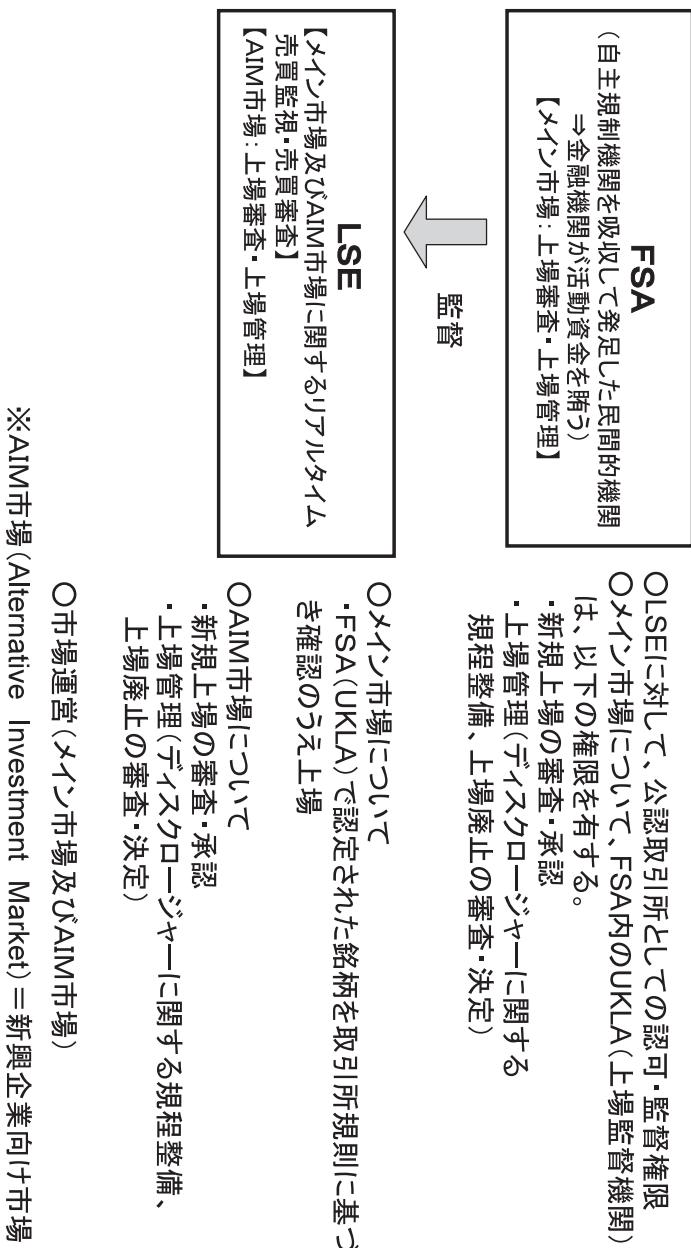
と承認権限をFSAに移管したという特殊な背景
があります。移管した際には、当然ロンドン
証券取引所のその部門の職員が、FSAに移り

ました。

なお、ロンドン証券取引所にはAIM市場と

図表13 海外における自主規制業務の状況(2)

ロンドン証券取引所(LSE)



いう新興企業向けのマーケットがあります。このAIM市場の上場審査・承認権限や上場管理などについてはロンドン証券取引所で行っています。

このように、各国の証券取引所における組織体制はさまざまあります。ある組織体制をとれば完璧であるというものではなく、それぞれ固有の背景、それぞれの国の事情もあるでしょう。それから、法規制もそれぞれ違います。それぞれの考え方に基づいて現在の組織体制を構築して、必要に応じてその見直しを行っているものと考えられます。

ただ、いろいろ諸外国の事例を見てみると、はつきりしているのは、取引の管理や取引参加者に対する管理については取引所の自主規制業務としているところがほとんどであるといえようかと思います。

一一、特別委員会における主な論点

最後に、自主規制機能のあり方に関する特別委員会での主な論点について御説明したいと思います。図表14には、主な論点として三点を掲げています。

第一の論点は、証券取引所の役割と自主規制業務に対する期待の高まりです。これまで証券取引所に求められてきた役割は、①市場における売買から決済に至るまでの安全で信頼性の高い市場インフラを提供するという市場運営にかかる市場運営業務、②市場の公正性、信頼性の維持向上のために取引や取引参加者に対し自主規制を行う売買審査・考查の業務、③市場における投資物件としての適格性の維持向上のために上場会社に対し

図表14 「自主規制機能のあり方に關する特別委員会」での主な論点

1. 証券取引所の役割と自主規制業務に対する期待の高まり

- 証券取引所の役割は、①市場運営業務、②売買審査・考查業務、③上場審査・管理業務の一体的な提供と考えられるが、②ヒ③の自主規制業務は、市場の公正性・信頼性の確保を図る上で不可欠であると考えられるがどうか。
- ③の上場審査・管理業務に関して、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分野について、証券取引所が一層の役割を果たすべきとの指摘について、どう考えるか。
- 金融商品の拡がりを踏まえ、利用者保護の観点から、市場規制分野において市場運営者が果たす役割や意義についてどう考えるか。

2. 市場間競争と自主規制業務

- 国際的な市場間競争の激化に対応するため、各国の証券取引所は競争力強化策に取り組む一方、公正性・信頼性の確保が国際的課題となつておらず、そのための各国における様々な対応状況についてどう考えるか。
- 利益相反の問題の顕在化を回避する観点から自主規制業務の一部を完全に独立した第三者に委ねるべきとの考え方がある一方、証券取引所にとって自主規制機能は、国際的市場間競争における競争力の源泉でもあり、市場運営業務とともに一体的に運営されるべきとする考え方もあるが、昨今の諸環境等も踏まえ、どう考えるか。

3. 自主規制機能のより適切な發揮のための強化策

- 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、株式上場後を見据えつつ、今後の組織体制のあり方や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に具体的措置として、どのような強化策を講じるべきか。

自主規制を行う上場審査と管理業務というものでした。そのうち②と③の自主規制業務は、証券取引法に基づく公的規制と相まって、市場の公正性、信頼性の確保を図る上で重要な役割を果たしてきたものと考えられます。こうした枠組み、すなわち公的規制と自主規制を有機的に機能させるという枠組みについては、今後とも不可欠なものであると認識してよいのかどうか。それとも、

そうした枠組みを見直すことまで必要なのかどうなのか、こういうことが第一の論点であります。

また、特に③に掲げました上場審査・管理業務は、従来は公的規制あるいは個々の上場会社の自主的判断にゆだねられていた分野についても、証券取引所が一層の役割を果たすべきではないかと
いった指摘があります。例えば、上場会社のコーポレート・ガバナンスについても、望ましい姿を示すなど積極的に関与していくべきではないかと

いう指摘であります。こうした意見や期待について、どのように考え、どこまで対応していくべきなのかということです。

この中では、特に先般も私どもはコーポレート・ガバナンス委員会を設置して、一年半かけて議論を行った結果を、昨年の春に発表しました。しかし、このコーポレート・ガバナンス委員会の報告については、利害関係者との調整によって全く骨抜きにされているのではないかというような世の御指摘も受けておりますが、ある意味ではこのような部分での証券取引所の役割というものに対する期待というか批判というか、そのようなものが強くなっている、この声が一番強いような感じを受けているところであります。

さらに、現在、金融審議会において、金融商品の広がりを踏まえた包括的、横断的な利用者保護の枠組みなどが議論されています。その中で、よ

り効率的な規制体制を構築するという観点から、取引所を含めて自主規制のあり方が引き続き議論されることになっていきます。こうした包括的、横断的な利用者保護の枠組みといった考え方の関係において、市場開設者である証券取引所が果たしていくべき役割やその意義について、どのように考へるのかということになります。これが論点の第一であります。

第二の論点は、市場間競争と自主規制業務であります。最近のＩＴ技術の進展を背景とした国際的な資金移動に対して、国際的市場間で資金を取り込むための競争が激化しています。各国の証券取引所においては、それに対応するために市場インフラ強化のためシステム化を推進することによって装置産業化を進めたり、業務の効率性を高め、競争力を強化することなどが不可避という状況になってきています。このような状況のもと

で、各国の証券取引所も、それぞれの市場の公正性、信頼性をどのように確保していくか、国際的にも共通の課題となってきています。昨年も、ＷＦＥという証券取引所の世界組織の会議が東京で開催されましたが、そこでも大変大きな課題になっていました。各國においては、それぞれの事情を踏まえてさまざまな対応がとられていますが、このような国際的な動向についてどのように考へるのかということであります。

また、自主規制業務における関係者との利益相反の問題の顕在化について掲げています。東証の組織的な対応とあわせて、我が国においては、法的な枠組みによって証券取引所の自主規制業務における利益相反を防止する仕組みが築かれているものと認識しております。しかしながら、投資者や社会一般からの自主規制業務に対する批判、期待が高まる中で、どのような利益相反を回避する

一つの方法として、自主規制業務の一部を完全に

独立した第三者にゆだねることが望ましいという考え方が出でてきています。これがいわゆる分離論です。

一方、こうした考え方に対して、証券取引所にとっての自主規制機能とは市場の品質管理機能であり、マーケット・コンセプトを表現しているものでもあって、国際的な市場間競争における競争力の源泉となっているために、市場運営業務と自規制業務は一体的に運営することが望ましいという考え方もあります。

各国それぞれの国の事情に応じてふさわしい組織体制をとっているものと考えられます、これが絶対というものがあるわけではないと思いますので、我が国において、昨今の自主規制機能をめぐる環境変化なども踏まえて、これらについてどのように考えるかということあります。これが

第一の論点です。

第三の論点は、自主規制機能のより適切な発揮のための強化策であります。第一、第二の論点を踏まえて、東証がこれまで以上に自主規制機能を適切に発揮するために、また、投資者や社会一般の期待に応えていく観点からは、東証の株式上場後を見据えて、今後の組織体制のあり方や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な措置、つまり、利益相反を回避する措置としてはどのような強化策を講じたらよいかということになります。

なお、前者の今後の組織体制のあり方にについては、現在の組織体制と同様に、同一法人内で自主規制部門の独立性を一層高める方法に始まり、グループ内に別法人を設立し、そこに移管する方法もあります。さらには、自主規制業務を完全に独立した第三者にゆだねるという方法に至るまで、

幾つもの形態、組織体制が考えられます。

また、後者の具体的な措置については、組織形態によってはさまざまな具体策の組合せが考えられますので、特別委員会でも幅広く検討していただきたいと考えています。

一二、特別委員会第一回会合での 主な意見等

先月二〇日に第一回の特別委員会が開催されました。私どもの問題意識や主な論点については、

ある方の意見では、我が国において間接金融から直接金融への流れが強まる中、企業と株主をつなげる役割を担う証券取引所の使命、役割や意義は、今まで以上に重要になってきてているのではないか。

今皆様に御説明したことを特別委員会に御説明しました、その後は自由討議になり、各委員からさまざまなお意見を頂戴いたしています。私どもとしても、これまで自主規制に取り組んできた中で、ひとりよがりになつてはいないかななど、いろいろ見直しを図るよい機会であると思っていま

す。貴重な、そして真摯な御意見をいただいており、謙虚に耳を傾け、よい方向が見出せればと思っています。

それでは、口頭になりますけれども、各委員から頂戴した主な御意見を紹介させていただきたいと思います。

また、中国の国際経済社会復帰を背景としたアジア経済の台頭が期待される中で、日本の証券取引所からアジアの証券取引所になるための競争に勝ち抜く力を証券取引所につけることは時代の要請だ。そのためには証券取引所の機能は集中させることがあつても分散させてはならないという御

意見。

一方で、証券取引所の使命が増大する中で、公正性の担保もさらに重要になってきており。競争力、効率性と公正性の担保は相反する概念ではな
いが、上場審査・管理業務に関しては、東証が上場を企図しており、審査対象に自社がなるという点においては一定の問題がある、こんな御指摘もございました。

ただし、その一点をとらえて分離論を議論するのは避けるべきであり、むしろこの点については上場審査・管理業務のルールセッティングの公正性を担保すれば、おおむね解決すると思う、こういう御意見でした。このルールセッティングを証券取引所と利害関係を持たないメンバーを過半数とする委員会などで決定するのが合理的ではないか、こんな御意見も頂戴しました。

また、どのような会社であってもコンフリクト

を内在いたしている。そのような状況を前提とした上で、組織内における相互の情報伝達を維持しながら、どのようなガバナンス体制を構築できるかが企業トップの責務である。利益相反はどのような企業でも存在するが、ガバナンス体制の構築がポイントだろう、こんな御意見もいただきました。

また、自主規制部門が機能していたのかどうか、こういう強い御意見もございました。これまでの組織体制において自主規制部門がきちんと機能していれば、このような問題の提起はされていなかつたはずではないか、自主規制業務が法が要請しているところと離反しているところがないかについて問われているのではないか、こんな御意見もいただきました。

また、海外主要市場の自主規制組織の現状を形
式的に見るのは危険だ。各市場における自主規制

機能の実態を調べた上で、その適否を判断すべきではないかということで、器だとかそういうことだけではなくて実質がどうなっているかを見るべきだ、こういう御意見でございました。

また、組織形態のあり方に関する御意見としては、自主規制を全く別な組織にゆだねる組織類型は、各国の状況から見ても議論の対象から外すべきではないか、外してもよいのではなかろうか。

それから、組織体制の中で一つの枠組みをつくるのか、一〇〇%子会社方式がよいのかについては詳細な議論が必要だ。結論については、世間を納得させられるものにする必要があるのでないか、こういう御意見もいただきました。

そのほか、公的規制との連携に関する御意見もいただいております。いわゆる「たんす預金」が証券市場に流入することは我が国の経済にとって望ましいことであるが、一般の人の立場からする

と、株式は何か闇の部分があり、恐ろしいもののように感じている部分がある。証券取引所が自主規制をしっかりと実施していくことが国民一般の信頼を得ていく上でも重要なと思う。さらに、国民一般の信頼という点では、自主規制業務の実態及び行政と司法との連携がどのように行われているか、ネットなどでさらに詳しく公表した方がいいのではないか、外らうか。アメリカのSECの活動に比べて規制規模が官民ともに小さいような気がする、このような御意見もありました。

今回の議論の背景は一つではなく、複合的な原因があると思う。上場会社の問題と取引参加者の問題は性質が異なるので、分けて整理した方がいいだろう。また、国の規制を排除する部分と国との連携が必要な部分についても、区別して整理して議論した方がいいと思う、こういった御意見もございました。

東京証券取引所における自主規制機能について

さらに、世界の中で競争し、日本企業全体の自律の質を高めるためには、証券取引所がコーポレート・ガバナンスについて大きな役割を果たすべきである。

利益相反の中には行政あるいは政治からの利益相反も含まれていると思われる所以、その点でも東証がきちんとしたことをやっているかについて検証が必要だ、こんな御意見もありました。

また、一口に自主規制といつても幾つかの意味があり、現在一番注目されているのが上場審査・管理の部分だ。上場審査・管理については、さらにもルールメイクと遵守状況の調査といった執行部に分けられる。執行部分に問題がなかったかといいう意見があつたけれども、ルールメイキングも問題があるのでないかと思う、こんな御意見もございました。

このルールメイクということに関して具体的な事例として挙げられましたのは、子会社上場のルールには疑問もある。一方、上場関係のルールはどういう会社を上場するかということで、いつてみればマーケット・コンセプトをどうするかという経営のトップ政策マターであり、これを第三者が行うことができるのか、こういう点は大変難しいのではなかろうか、こんな御指摘もいただいております。

それから、今後の議論に当たっては、どの自主規制に問題があるのか、細分化し整理した上で慎重に検討する必要があるのでなかろうか、こういったことでございまして、自主規制機能に関して非常に幅広い御意見をちょうだいしたわけ

な、この御意見の要旨等は私どものホームページにも掲載させていただいておりますので、後ほどご参照いただければと思っております。

次回の特別委員会は八月三〇日を予定していますが、第一回会合を踏まえて、これまで東証が行ってきた自主規制業務についての検証を行いました。つまり、本質である自主規制の機能論についての議論を深めていた上で、ある委員の方の御意見もございましたが、機能を充実するためにどうしたらよいかを議論すれば、組織論はおのずとついてくるのではないかとか、こんな御意見も頂戴したわけです。したがって、器とかよりも、まず実質的な機能論をどうやっていくか、こういうことを検証したいということであります。

特別委員会は今後数回の審議を経まして、一〇月中旬には報告書を取りまとめていただく予定をしております。自主規制機関のあり方については、秋から再開される金融審議会の第一部会においても引き続き検討されるということがはつきり

しています。特別委員会の結論が出れば、当然私どもはその結論を尊重する方針であります。そのことは金融審議会においても御説明させていただきたいと考えております。最後になりましたが、こうした議論の根底にありますのは、いわゞもがなでございますが、我が国における市場機能の強化ということです。昨今の上場会社における一連の出来事は、企業の上場の意義まで問うような事柄も含んできています。実際、MBOの事例も出てきました。証券市場関係者、これは非常に幅広い範囲を含みますけれども、我が国証券市場の機能強化の視点に立って、それぞれの分野でその役割を適切に果たさなければならないと考えております。

中でも、市場の公正性を保ち向上させるために、市場監視体制としては行政当局による直接規

東京証券取引所における自主規制機能について

制と、いわゆる証券取引所などの自主規制機関による自主規制が、それぞれの長所を生かして相互に補完し合いながら機能することが緊急の課題であると認識をしています。このことによって全体的に実効性が高く、かつ効率的で調和のとれた体制が構築されていかなければならないと考えております。そのためには、行政から自主規制機関への適切な役割分担の確立が必要であります。東証が適切な役割を担うためにも、今後とも東証における

自主規制業務の機能強化を図り、市場の公正性、信頼性をさらに高めるべく不斷の努力を行ふ必要があると認識しています。

非常に長くなりましたがけれども、説明は以上であります。御清聴いただきまして、誠に有難うございました。（拍手）

変複雑な問題であると思りますけれども、よく論点を整理していただいてお話ををしていただきました。

若干時間を頂戴しておりますので、御質問なり御意見をお持ちの方は、ぜひ御発言をいただきました。こういう機会でありますので、今この話題に限らず、東京証券取引所の問題につきまして、何か御質問なり御意見がありましたら、ぜひ御発言いただきたいと思います。

それでは私から。今のお話は、非常によくわかります。それで、そういうことが今後どういう議論の展開になっていくのか。最後にお話しになつたように、特別委員会、金融審議会の審議を見ていくということになるかと思いますが、東証御自身の上場の問題とどういうように結びつけて考えておられるかということが第一にお伺いしたいことです。

高橋理事長 吉野専務、有難うございました。大

もう一点は、全く別のことなのですけれども、今お話しになつたのは東京証券取引所としての自主規制機能のあり方というテーマだったと思いますが、大証あるいはジャスダックという取引所一般論としての自主規制機能について、視野に入れておられるだらうとは思いますが、どういうことを期待しておられるのか、その辺、差し支えない範囲でお聞かせいただければと思います。

吉野専務 今、二つの質問を受けました。一つは、上場問題についてどう考えているのか。もう一つは、証券取引所というのは日本にはほかに幾つかある、それらの取引所の自主規制機能についてどう考えるのか、こういうことだと思います。

一点目の上場問題でございますが、今の説明の中でも、「上場後も見据えつつ」と一貫して申し

上げておりますと、私どもとしては、上場という目標を今なお当然のことながら掲げているということを申し上げておきたいと思います。

と申しますのは、通常の場合には、決算期が終わりますと、私どもは三月決算ですから、七月ごろから上場審査の準備をして書類が整います。今日は幹事証券の方もこの会場にいらっしゃいますので、上場のことについてあまり言及することはありません。いろいろ問題があるという御指摘もあるかもしませんけれども、普通一般的な意味での上場のための準備作業を行つてはいるところであります。が、現在、自主規制機能を巡つては、いろいろな形で議論が行わされており、世間のそういう期待なりに応えるために我々としても議論を整理して、種々の検討を行つていかなければならぬと思っています。そのようなことが上場に与える影響ということは当然考えられるわけですから、そ

東京証券取引所における自主規制機能について

の時期については、当然のことながら、今申し上げたような当初の日程で進むかどうかというと、若干微妙なところがあるということでござります。

しかしながら先ほど申し上げましたように、一〇月中旬には結論づけたいということで、特別委員会の審議を精力的にお願いしております。それはなぜかといいますと、後ほどのスケジュールが頭にあるからでございます。秋に再開される金融審議会で早急に議論していただくためにも、特別委員会の議論を早く進めていただかなければならぬということで、この問題に精力的に取り組んでいこうという意識でやっていることを御理解いただきたいと思います。

二つ目の御質問ですが、今日は証券取引所の役割について、一般的な証券取引所の機能と東証における自主規制機能を区分けしながら、いろいろ

話をさせていただいたわけでございます。他の取引所はどうかということについて私が今申し上げることは適切でないと思いますが、東証の特別委員会は東証のための特別委員会でございますが、金融審議会はまさに日本全体のための自主規制機関として証券取引所のあり方を議論する場でございますので、当然のことながら、金融審議会の結論の方向というのは他の証券取引所でも尊重されるべきものだらうと考えているということだけ、お答えとして申し上げておきたいと思います。

高橋理事長 お答えなりにくらい質問で、恐縮でございます。ありがとうございます。

ほかに何かございませんでしょうか。よろしくうございますか。

それでは、今日の講演会はこれで終わりにしたいと思います。

吉野専務、大変有難うございました。

(よしの
さだお・株東京証券取引所代表取締役専務)

（本稿は、平成一七年八月八日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。）

吉野貞雄氏

略歴

昭和42年3月	明治大学商学部商学科卒業
同42年4月	東京証券取引所入所
同55年10月	同 上場部上場管理室課長
同57年4月	同 決済管理室課長
同60年11月	同 人事課長
同62年11月	同 人事部次長
平成3年6月	同 決済管理部長
同5年6月	同 システム総務部長
同6年6月	同 人事部長
同11年5月	同 常務理事
同13年11月	（株）東京証券取引所 常務取締役
同14年6月	同 代表取締役専務