

我が国における証券取引所規制の見直し

去る6月5日に国会で成立した「金融システム改革法」は、証券取引所と店頭市場の位置づけの見直し、私設取引システムの設立や取引所間の合併の容認など、市場規制に係わる証券取引法の条項に大幅な改正を加えている。本レポートでは、これらの改正の内容を紹介するとともに、その意義や今後の課題について検討する。

1. 取引所規制見直しの背景

我が国における金融システム改革のお手本となった英国の「ビッグバン」は、固定手数料制の廃止、ジョバーとブローカーを分離するシングル・キャパシティ制度の廃止、立会場取引から電子取引への移行、といった内容からなる証券取引所改革であった。「日本版ビッグバン」は、この元祖「ビッグバン」よりも遥かに広範な内容となっているが、取引所制度改革が重要な要素の一つであることは間違いない。

従来の取引所規制

我が国では、有価証券の売買取引のための市場である有価証券市場は、証券取引所が開設するものとされ、有価証券市場に類似する施設を証券取引所以外の者が開設することは罰則をもって禁じられてきた¹。また、全国八カ所の証券取引所が、それぞれ管轄する周辺地域を定めるという地域独占的な体制がとられ、株券の新規上場にあたっては、企業の本社所在地を管轄する取引所へ上場することが事実上義務づけられてきた（他の取引所に同時上場することは可能）²。また、証券取引所は、独占禁止法上も特別な地位を認められ、取引所定款による取引所集中義務や受託契約準則による固定手数料制度など、会員業者の行動に大きな制約を課すことが認められてきた³。

こうした制度は、一定地域の証券業者が共同で設立した証券取引所に有価証券に関する需給を集中することで、公正な価格形成の実現と投資者保護の確保が図られるという伝統的な考え方に沿ったものだが、近年のコンピュータ技術と通信の急速な発達、これらの制度が前提としてきた環境を大きく変貌させてしまっている。

¹ 改正前の証券取引法（以下旧法）87条の2、罰則規定は旧法198条13号並びに200条15号。

² 関要監修『証券実務辞典〔株式編〕』金融財政事情研究会（1991年）、353頁参照。

³ 証券取引所、証券業協会といった証券取引法に基づいて設立された団体は、独占禁止法の適用除外に関する法律2条2号へにより独占禁止法の規定の適用を除外されている。

従来の規制が前提としてきた環境の変化

第一に、電子取引システムの登場により、証券取引所の立会場という物理的な場所に居なくとも容易に取引に参加することが可能となり、取引所の地域独占的性格を認める必要性が低下してきた。むしろ、異なる地域の取引所同士が、他の地域からの取引注文を奪い合うという競争的状况が生じるようになってきたのである。しかも、この競争は、経済のボーダーレス化が進む中で、一国内に留まらず、世界的規模で展開されるようになっていく。

第二に、証券取引所的な機能を提供するための費用が低下し、Nasdaq 市場のような組織化された店頭市場やインスティネットや POSIT などに代表される、証券業者が運営する取引システムであるいわゆる PTS (proprietary trading system、証券取引所外の私的取引システム) が、伝統的な証券取引所と競争するという状況も生じ始めた⁴。

第三に、通信インフラや情報システムの発達により、リアルタイムでの気配情報の提供や取引報告などが技術的に可能となり、複数の市場間の競争や取引所会員による取引所外での取引などが「市場の分裂 (market fragmentation)」につながり、公正な価格形成を妨げるということに対する懸念が薄れてきた。

このような環境変化を踏まえ、97年6月に発表された証券取引審議会の市場 WP 報告書では、市場間競争の促進、制度化された市場と市場以外での取引との間における取引執行の場を巡る競争の容認、といった新しい考え方に基づく制度を導入することで、我が国市場全体としての競争力強化を図るという改革の方向が明示されたのである。

2. 「金融システム改革法」における取引所規制見直しの概要

1) 市場間競争を前提とした制度への転換

(1) 店頭市場の位置づけの見直し

既に触れたように、我が国の証券取引法は、証券取引所の開設する市場のみを有価証券市場とし、一般の有価証券の取引とは異った規制を課すという制度をとってきた。株式については、証券取引所と並ぶ組織化された取引の場として、日本証券業協会が運営する株式店頭市場が存在するが、この市場は、証券取引審議会の報告書に基づいて証券取引所の「補完」と位置づけられてきた。

今回の改正では、証券取引所が開設する従来の「有価証券市場」は、「取引所有価証券市場」と呼ばれることとなった(改正証券取引法2条12項、以下改正証券取引法の条文については条数のみを示す)。一方、証券業協会が「店頭売買有価証券市場」を開設するこ

⁴ 米国では、最近では PTS でなく Alternative Trading System (ATS) と呼ばれることが多い。

とができるという趣旨の規定が新たに設けられた（67条2項）。これによって、取引所市場と店頭市場が、健全な競争を展開する対等の市場であることが明確にされた。

証券取引法の証券業協会に関する規定は、複数の協会の存在を前提としていることから、証券会社によって新たに設立された証券業協会が、現在の株式店頭市場以外の店頭売買有価証券市場を開設することも可能である⁵。但し、店頭売買有価証券市場は、証券取引所に上場されていない有価証券の流通の場とされており、上場有価証券を取引することは認められない（67条2項）。

また、取引所有価証券市場、店頭売買有価証券市場に類似する市場を開設することやそうした市場において有価証券の売買等の取引を行うことは禁止される（167条の2）⁶。この点については、後ほど私設取引システムの項で改めて触れることとしたい。

（2）証券取引所の設立等に関する規制の見直し

我が国では、戦後50年以上を通じて、1949年12月に札幌証券取引所が新たに設立されたことと67年10月に神戸証券取引所が解散したことを除いて、証券取引所の新設や解散は全く行われてこなかった。しかし、今後、我が国においても、本格的な市場間競争が展開されるとすれば、証券取引所の新設が行われる一方、既存の取引所の経営が行き詰まりをみせるといった可能性も否定できない。競争するプレーヤーの参入と退出が円滑に行われることは、競争の確保の重要な前提条件である。そこで、今回の改正にあたっては、証券取引所の設立に関する規定が見直されるとともに、新たに合併に関する規定が設けられた。

証券取引所設立規制の見直し

従来、証券取引所は、「証券会社」が設立するものとされてきたが、今回の改正では、「証券会社又は政令で定める外国証券会社」が設立するものとされ（81条1項）、外国証券業者法に基づく外国証券会社支店が新たに証券取引所を設立する可能性が開かれた。設立手続きについても、発起人が創立総会を開くこと、会員となることを予定する者は創立総会の開会までに出資の全額を払い込まなければならないこと、などが明確にされ、実際の設立が円滑に進められるよう規定の整備が図られた（81条の2）。

なお、金融システム改革法では、証券業への参入規制を免許制から登録制に改めるなど、新規参入に関する規制の緩和を進めているが、証券取引所の設立に関しては、従来通り、大蔵大臣及び内閣総理大臣の免許が要求されている（81条2項）。但し、免許基準については、証券取引所の設立を予定する地域における証券会社の数、証券取引の状況、上場予定会社の数などを考慮しなければならないとするいわゆる「経済条項」（旧法82条2項3

⁵ 実際、73年7月の地区協会統合によって日本証券業協会が発足する以前は、証券取引法68条2項に基づく設立認可を受けた証券業協会が複数存在した。

⁶ 罰則規定は、198条16号並びに200条15号で罰則の内容は従来と同じである。

号)が撤廃され、取引所の地域独占的な位置づけを排除することが明確にされた。

証券取引所の合併に関する規定の整備

証券取引所の退出については、これまで会員の決議や設立免許の取消しなどによって解散するとの規定が設けられているのみであった。そこで、今回、取引所間の合併に関する規定が整備された。

合併にあたっては、所定の事項を記載した合併契約書を作成して会員による総会の承認を受けた上で、大蔵大臣及び内閣総理大臣（金融監督庁長官に権限委任）の認可を受けることが求められる（135条の2）。大蔵大臣及び金融監督庁長官は、合併により設立される証券取引所の定款、業務規程及び受託契約準則の規定が法令に適合するものであることや合併により消滅する取引所の市場における売買業務が円滑に行われることなどを確認した上で、役員の中に欠格事由に該当する者がいた場合や申請書類に虚偽記載があった場合などを除き、「合併を認可しなければならない」とされる（135条の3）。

なお、合併後の証券取引所は、消滅した取引所の権利義務を行政官庁の免許、認可等の処分に基づいて有するものをも含め、承継することが明確にされている（135条の5）。

2) 取引所集中義務の見直しと私設取引システムの容認

(1) 取引所集中義務の見直し

これまで我が国では、証券取引所の会員は、債券を除く上場有価証券については、各証券取引所の定款（東証の場合、定款23条）に基づいて、取引所上場証券の売買を取引所外で行ってはならないとする取引所集中義務を課されてきた。このため、会員は、仮に取引所の気配よりも顧客にとって有利な価格で、売買を執行することができる状況でも、必ず取引所に注文を回送しなければならず、また、自分の出した注文によって市場価格を変動させてしまうマーケット・インパクトを避けるために市場外で注文を執行したいという大口投資家のニーズにも十分に応えることができなかった。

そもそも、取引所の定款によって、会員に取引所集中義務を課すことは、会員間及び会員と非会員との間における競争を制限する行為であると言える。米国においても、1963年の *Silver v. NYSE* 事件最高裁判決をきっかけとして、取引所集中義務と独占禁止法との関係が問題とされるようになった⁷。その後、80年に採択されたSECの34年法規則19c-3によって、79年4月27日以降に上場された株式に対しては取引所集中原則の適用が排除されることになった。

⁷ この事件は、ニューヨーク証券取引所（NYSE）非会員である Silver 氏が、地方債や社債の取引を行う証券会社を設立し、NYSE 会員のオフィスに注文を受け付けるための直通電話を設置したのに対し、NYSE 側が、これらの設備を撤去されたというもの。最高裁は、NYSE 側の行為は、シャーマン法で禁止された集団ボイコットに当たるとし、証券取引所法の目的を達成する上で必要な最小限度の範囲でなければ、取引所の行為が、独禁法の適用を免れるとは解釈できないと判示した。

これに対して我が国では、既に触れたように、証券取引所が、独占禁止法上特別な地位を認められてきたことから、法律上の問題は生じなかった。また、取引所非会員に対しても事実上、集中義務が及ぼされるという厳格な運用がなされてきた⁸。そこで、証取審市場 WP 報告書では、取引所集中義務の撤廃に向けて、次の 5 点が提言された。

- ①取引所定款における取引所集中義務を削除する。
- ②取引所外取引の取引価格については立会時間中については取引所における当該銘柄の価格の一定範囲内とする。
- ③証券会社は、投資家が取引所外での執行を明示的に希望した場合にのみ、取引所外で取引を執行する。
- ④証券会社は、自主規制機関に取引所外取引の内容を直ちに報告する義務を負う。
- ⑤取引所外取引についても公正取引ルールを適用する。

これを受けて、金融システム改革法では、取引所外取引に関する規定の整備が図られた。まず、上の③を具体化するものとして、証券会社は上場株券等の売買に関する注文を受けたときは、「当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない」との条項が設けられた（37 条）。この規定の対象となる有価証券の範囲は、総理府令・大蔵省令で定められることになる。

また、上の④を具体化するものとして、証券会社が自己の計算で、もしくは上の規定に従って顧客の計算で行った上場株券等の売買については、上場株券等の種類、銘柄、売買価格、数量等大蔵省令で定める事項をその所属する証券業協会へ報告しなければならないとされる（79 条の 2 第 4 号）。協会は、報告された売買について、売買高、最高、最低及び最終の価格その他の事項を協会員に通知し、公表するとともに、毎日の相場その他の事項を大蔵大臣に報告しなければならない（79 条の 3、79 条の 4）。

なお、上の①、②については、今後、東証など各証券取引所が、具体化へ向けて検討を進めていくこととなる。

（２）私設取引システムの容認

既に触れたように、米国では、証券取引所外で上場証券の取引執行を可能にする PTS と呼ばれる電子取引システムが、機関投資家を中心に盛んに利用されている⁹。一方、我が国においては、非会員証券会社を含め、上場証券の取引を証券取引所に集中してきたことや、

⁸ 取引所非会員の監督にあたって取引所定款等を考慮しなければならないとする旧証券取引法 66 条の 2 を主たる根拠として、非会員会社の業務方法書では、上場銘柄の発注先とする会員会社を明記するようになっていた。

⁹ 米国における電子取引システムの規制をめぐる議論の現状については、淵田康之「電子取引システムをいかに規制するか」『資本市場クォーターリー』97 年夏号参照。

こうした仕組みを提供することが証券取引法の有価証券市場類似施設禁止規定に触れるおそれがあることなどから、本格的な PTS は活動していない。しかし、取引所集中義務が撤廃されれば、我が国においても、米国の PTS と同じような機能を提供しようとする動きが現れることも予想される。そこで、金融システム改革法では、PTS が実際に登場した場合に備えて、法的な整備が図られることになった。

米国では、PTS は基本的には証券ブローカー・ディーラーが運営する取引システムとして位置づけられているが、我が国においても、証券業務の一つとされることになった。すなわち、「有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であって、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として」行うものと定義づけられた（2条8項7号）。また、この行為を行う場合の売買価格の決定方法は、以下のいずれかとされる。

- ①上場証券について、取引所の売買価格を用いて価格を決定する。
- ②証券業協会が開設する店頭市場の登録証券について、協会が公表する売買価格を用いて価格を決定する。
- ③顧客の間の交渉に基づく価格を用いる。
- ④その他総理府令、大蔵省令で定める方法を用いて価格を決定する。

このうち、①と②は、いわゆるクロッシング・システムと呼ばれ、取引所の終値や加重平均価格などを取引価格とし、同数の売買注文を付け合わせるものを指しているものと考えられる。米国では、インスティネットや POSIT が、こうした機能を提供している。一方、③は、おそらくインスティネットにおける交渉機能をイメージして盛り込まれたものであろう。すなわち、インスティネット上では、取引参加者が、確定的な注文ではない形で取引の意向を表明し、その情報を見た他の取引参加者と数量や価格について交渉を行う機能が提供されている。

ちなみに、米国の PTS には、上の①～③のいずれにも該当しないような価格決定の方式を採用しているものもある。例えば、アリゾナ証券取引所（AZX）は、取引参加者が希望の価格と数量を入力し、一定の時間に需給が一致したものについて取引を執行するという、いわゆるコール・オークション方式をとっている¹⁰。また、インスティネット上での通常取引やブルームバーグのトレードブックなどでは、売買注文の価格と数量が一致すれば取引を成立させることが可能となっている。これらの仕組みが、④の中に含まれることになるかどうかは定かでないが、後述のように、価格形成機能が取引所並みに高いと判断されるような仕組みは認められない可能性が高い。

金融システム改革法では、証券業務への参入規制は、従来の免許制から登録制に移行す

¹⁰ AZX は、法的には登録免除証券取引所という特異な位置づけを与えられているが、ブローカー・ディーラー登録を行っている PTS と実質的には同列にあるものと見なされている。

ることとなっている。しかし、この PTS 業務は、有価証券の元引受業務、有価証券店頭デリバティブ取引及びその媒介、取次ぎ若しくは代理、とともに内閣総理大臣（金融監督庁長官に権限を委任）の認可を受けなければ営むことができない（29 条 1 項）。これは、PTS 業務が、通常の証券業務に比べて証券取引所などが営む市場機能の提供に近い面を有し、より公共的な色彩が強いためであろう。米国においても、PTS は、通常の証券ブローカー・ディーラー登録に加えて、SEC に対して証券取引所としての登録義務を課されないという趣旨のノー・アクション・レターの発給を申請することが一般的である。

PTS 業務の認可にあたっては、売買価格の決定方法、受渡しその他の決済の方法その他業務の内容及び方法が、公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものであるかどうかについての審査が行われる。また、PTS 業務の遂行にあたっては、取引参加者や取引価格、数量などについての報告義務が課されることとなる。米国においても、SEC が最近発表した規則案（レギュレーション ATS）は、ブローカー・ディーラーや証券業協会によって運営される ATS に対して、システムの内容やその変更についての報告、価格や取引量などの透明性の確保、気配情報の公開など一定の義務を課す内容となっている¹¹。

3) 証券取引所の運営に関する規制の見直し

証券取引所、店頭市場、PTS による市場間競争が現実のものとなれば、証券取引所は、従来のような独占的な公共機関から市場インフラストラクチャー機能の提供という一つのビジネスを遂行する企業体へと変貌していかざるを得ない。事実、我が国よりも一足先に市場間競争にさらされるようになった欧米の証券取引所は、企業体としての性格を強め、システム力の強化や上場企業の発掘、情報販売ビジネスの強化などに努めている¹²。こうした中で、証券取引所に対する厳しい規制が、競争力強化の足枷となっているといった主張もなされている。

そこで、今回の金融システム改革法では、市場間競争という考え方を導入すると同時に、証券取引所の運営に関する規制を緩め、自由度を高めようとしている。

証券取引所運営の自由度を高める改正

従来、証券取引所は、有価証券市場の開設という目的を達成するために直接必要な業務以外の業務を営んではならないとされてきた（旧法 86 条 2 項）。欧米では、証券取引所が余ったオフィススペースを賃貸したり、自ら開発したソフトウェアを販売したりすること

¹¹ SEC, Release No.34-39884, Regulation of Exchange and Alternative Trading Systems, April 18, 1998.本規則案の内容について詳しくは、清水葉子「ATS 規制に関する SEC の新提案」『証研レポート』98 年 5 月参照。

¹² こうした取引所の変化については、淵田康之、大崎貞和「証券市場の競争力」『財界観測』94 年 10 月参照。また、ビジネス志向を強める取引所の状況についての最近の例としては、大崎貞和「Nasdaq 市場とアメリカン証券取引所の合併」、落合大輔「香港の金融・証券市場改革」（いずれも『資本市場クォーターリ』本号）を参照。

は珍しくないが、我が国の取引所には厳しい專業義務が課されてきたのである。

改革法は、この制限を撤廃するとともに、「証券取引所は、二以上の有価証券市場を開設してはならない」（旧法 87 条）をも削除した。この条文は、かつて第二部市場の創設にあたって抵触する可能性が議論されたが、例えば、ベンチャー企業を対象とする新たな市場を取引所の所在地とは異なる場所で開設する、といった場合にも障害となり得たものである。

もっとも、改革法は、証券取引所が利益の拡大を追求する純粹の企業体に変化していくことまでは認めようとしていない。取引所が営利事業を営むことを禁止する条項は、今回の改正によっても維持されている（86 条）。我が国では、戦前、株式会社形態の株式取引所が、自社株式の投機的売買を通じて売買高の拡大を図ったという歴史があるだけに、取引所の営利事業体化に対しては抵抗が強いのであろうか。

上場承認制度等の見直し

なお、会員信託金に代用できる適格証券の指定、その掛け目、についての承認制度（旧法 97 条 2 項、3 項）、有価証券の上場及び上場廃止についての承認制度（旧法 110 条 1 項、112 条）は、いずれも廃止された。会員信託金については、取引所定款で定めることとなり（97 条 2 項）、上場及び上場廃止については、大蔵大臣への届出で足りることとなった（110 条 1 項、112 条 1 項）。

但し、先物、オプション商品の上場及び上場廃止に関しては、引き続き大蔵大臣による承認が必要とされている（110 条 2 項、112 条 2 項）。これは、先物、オプション商品のリスクが高い点を考慮したものであろう。また、取引所発行株券等の発行者が発行する取引所に上場されていない株券等に関する大蔵大臣による上場命令制度は、従来通り維持されている（111 条）。

委託手数料の自由化

米国では、取引所集中原則とともに、独占禁止法の観点から問題とされた株式売買委託手数料についても、今回の改正で完全に自由化されることとなった。すなわち、証券取引所は受託契約準則において委託手数料の料率及び徴収の方法を定めなければならないとする規定（旧法 130 条 2 項 4 号）及び「会員は、有価証券市場における売買取引の受託について、委託者から証券取引所の定める委託手数料を徴しなければならない」との規定（旧法 131 条）が削除された。併せて、先物取引の委託証拠金についての制限も削除された（旧法 132 条）。

なお、金融システム改革法の大部分は、本年 12 月 1 日より施行されることとなっているが、委託手数料自由化に関する部分は、98 年 12 月 1 日から 99 年 12 月 31 日までの範囲内において政令で定める日から施行される。

3. 今回の改正の意義と課題

今回の取引所規制改正は、我が国証券市場に、これまでほとんど顧みられることのなかった「市場間競争」の考え方を全面的に導入するものである。我が国においても、取引所市場、店頭市場、PTS（もしくはATS）が、市場機能の提供というサービスの供給者として、競争を繰り広げるという可能性が開かれる。米国において、全国市場制度（NMS）のコンセプトを導入し、市場間競争を容認した75年証券法改正にも匹敵する画期的意義を有する立法であると言ってよい。

しかしながら、米国の75年法が、取引所間の競争、場外取引の拡大、PTSの登場といった現実の変化への対応という性格を有していたのに対し、我が国の場合は、国際的な市場間競争の渦中にあることは否定できないにせよ、国内に限ってみれば、市場間競争は、現実というよりも理念、あるいは今後実現されるべき理想に過ぎないという違いがあることは否めない。それだけに、今回の改正法の内容も、現実の変化の中で、常に見直されていくこととならざるを得まい。

例えば、改正法は、PTSとは、「取引所の価格形成機能を活用し、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しない」システムであるとの理解を前提にしている¹³。これは、取引所と同程度の高い価格形成機能を有するシステムは、当然、取引所としての規制を受ける必要があるとの立場に基づく理解である。

取引所と同じような機能を有するシステムは取引所と同じ規制を受けるべきとする考え方そのものは妥当であるとしても¹⁴、こうした考え方は、証券取引所を証券会社が設立する会員組織としている規定や取引所による営利事業を禁止する規定との関係から問題をはらんでいる。つまり、PTSは、証券業務として、一証券会社が単独で、当然に営利を目的として営むことが認められるのに、その価格形成機能が取引所と同程度にまで高まると、営利を目的とすることが認められなくなり、複数の証券会社による会員組織への衣替えを迫られることになるのである¹⁵。こうした規定ぶりがもたらす制約は、今後、実際にPTSの設立が進められる中で、新たな問題として浮上する可能性もある。

（大崎 貞和）

¹³ 証取審市場 WP 報告書、6頁。

¹⁴ なお、米国では、既存の取引所と全く同じ規制を受けるべきであるとするのは、事実上、PTSの新規参入を制約することになりかねないという考え方もみられる。SECも、基本的には、こうした立場に立っているようである。

¹⁵ しかも、証券取引所は、会員の数が五以下となった場合には解散する（134条3号）。