

市中協議文書「取引所改革に伴う新たな規制上の課題」の概要

A. イントロダクション

1. 背景及び目的

取引所は、金融商品取引市場の中心的な運営者となっている。従来は、取引所の組織形態は、市場参加者等の会員組織であったが、現在では、多様な株主で構成される営利組織（株式会社）となっている取引所が増加している。このような状況において、規制当局は、営利組織である取引所の自主規制機能のあり方が重要な検討課題となっていると認識している。

I O S C O 専門委員会は、2001年6月に、「取引所の株式会社化に関する課題」を公表しているが、その後、各国において取引所の株式会社化がすすんでいることから、あらためて現状の実態調査を行い報告書を取りまとめることとなった。なお、当該報告書は、取引所の株式会社化についてのみに限定されたものではなく、株式会社化を含め取引所を取り巻く環境の変化により生じている規制上の問題全体を対象としている。

2. 調査

本報告の作成において、I O S C O 第2常設委員会の各地域における調査が実施されており、またS R O 諮問委員会のメンバーの協力も得ている。

3. 構成

報告書の構成は、A. イントロダクション、B. 取引所の自主規制機能への影響、C. 取引所改革に対する規制当局のアプローチ、D. 取引所の新規ビジネスモデルから生じる広範な規制上の問題の検討、E. 結論及び勧告から構成されている。

B. 取引所の自主規制機能への影響

1. 取引所の役割

取引所は、これまで、様々な市場ルールをエンフォースすることにより規制当事者として重要な役割を担ってきた。取引所の規制上の働きのコアとなるものは、会員・参加者及び取引される商品に関するルールの策定であるが、ある取引所においては、その他の市場サービス（清算・決済など）に対する規制当事者としての役割を持っているものもある。

2. 取引所を取り巻く環境の変化から生じる課題

① 営利目的と公共的利益のバランス

取引所の自主規制機能は、投資家の信頼確保において重要なものであり、短期的な営利目的と相反するものではないという意見がある。一方、極端な例としては、営利組織としては規制上の機能を所有している意味がない

とする意見もあり、現状、規制当局のインセンティブにより自主規制機能を完全に分離されている取引所も存在する。

② 規制上の権限の誤った使用

取引所は、上場会社や市場参加者に対する監督権限、処分権限、ルール策定権限を有しているため、競争相手に対して意図的に不利益な処分を行う危険性がある。また、規制上の活動からの収益（ルール違反に対するペナルティ等）であることが不明確な収益が、商業上の目的で使用されることには問題がある。

③ 財政的実行可能性

取引所の財務状況が健全であり、投資家への損害及び市場の混乱を生じさせない健全な財務状況を維持することは、資本市場において大変重要なことであるが、営利組織となるとリスクの高い投資を行う可能性が高くなる等、会員組織であるよりもその財務状況は不安定なものになる可能性がある。

④ 自市場上場に伴う利益相反の問題

取引所及びその関係会社が自市場上場する場合、上場審査や売買審査において利益相反の問題が生じる。

⑤ 規制上の効率性

取引所間の競争が激しくなると、取引所の合併が進んだり、多様な取引所が出現する可能性がある。前者の場合には合併以前に各取引所が行っていた規制上の役割を合併した取引所が行なうこととなりその継続性の問題がある。また、後者の場合には、新たに出現してくる取引所に従前の取引所に対する規制をそのまま適用することが適切であるかという問題がある。

C. 取引所改革に対する規制当局のアプローチ

1. ガバナンス

多くの国において取引所の取締役会メンバーに独立（公益）取締役を含めることを義務づけている。

2. 取引所内の自主規制部門とその他の部門の分離

取引所内の体制は、自主規制部門が他の部門から独立して自主規制の働きを行なえるようなものとなっているべきである。例えば、取締役会が自主規制機能部門から直接報告を受けるような組織形態にしたり、自主規制機能に対するアカウンタビリティを取引所内の別の組織に持たせたりしているケースもある。

3. 株主に対する規制

多くのメンバー国では、次の3つの観点から取引所の株主に対する規制を

行なっている。①株主に対する適格性の要件、②一定以上株式を保有するものへの通知義務及び公表義務、③ある一定以上の株式保有の禁止又は認可制

4. 監督上の手当て

証券規制当局による監督強化、取引所の上場に対する特例的措置、取引所の認可にかかる要件の追加。

5. 自主規制機能の移転／剥奪

規制当局は、重大な利益相反問題により適切に自主規制機能としての役割を果たせないと判断するときや取引所間の競争を阻害しているといった理由により、ある取引所から自主規制機能の権限を取り除くといった選択を検討することができる。

D. 取引所の新規ビジネスから生じる広範な規制上の問題の検討

1. 背景

取引所が営利的組織となることにより利益を求めるインセンティブが強くなり、資金調達手段が多様化、収益増加、コスト削減等、株主に対する利益の還元の圧力が高まることとなる。

2. 競争原理

取引所間の競争が激しくなり取引所の合併等が進むことにより、提供されるサービスの多様化及びコストの低減等のサービスの向上が期待できる一方、価格形成及び投資家保護上の問題が生じないようにすることが重要である。

3. 取引所の活動の拡大

取引所がビジネスの拡大を求める際に、取引所の本来業務とは相反する業務を行う可能性がある。

4. クロスボーダー活動及び業務提携

欧州ですすんでいる取引所の合併や電子取引端末の国内設置による海外取引所の進展は、規制当局に適切な規制の枠組みを維持するための努力を求めるものである。

5. アウトソーシング

取引所は様々な理由で特定の機能をアウトソーシングする可能性があるが、その場合に移転される機能及び移転を受けるものが明確にされているべきである。

6. 収益率の低い取引所の維持

収益率が低い等の理由で閉鎖又は売却される取引所が出てくる可能性がある。その際に株式の受渡し等の事務が適切に行なわれるかといった規制上の問題が生じてくる。

7. 独占的営業

競争原理により取引所の合併が進められていき、ある特定の取引所による独占的な運営がなされるようになる可能性がある。

8. 規制当局の新たな責務

取引所は新たなビジネスチャンスに素早く対応していくことが求められるようになるため、規制当局も取引所に対する承認及び照会に対して素早く対応することが求められる。

9. 取引所に対する規制と上場企業に対する規制の重複

上場取引所については、取引所に対する規制と上場企業への規制が重複することとなるため、規制のあり方の検討が必要である。

E. 結論及び勧告

1. 規制当局は、市場関係の変化に迅速に対応できるタイムリーな規制の枠組みを保持していなければならない。当該枠組みには、取引所のビジネス及び活動についての理解を深める目的で行われる取引所との定期協議が含まれるべきである。
2. 規制当局は、取引所の変化に対して個別の取引所に対する規制のあり方を変更すべきものなのか、又は、取引所全体に対する規制の枠組みの変更が必要なものであるかの検討を行うべきである。また、当該問題への対応は迅速に行うべきである。
3. 規制当局は、取引所の自主規制体制の変更による人的及び金銭的資源への影響を注意深く審査すべきである。そして、取引所が自主規制機能及び市場運営機能を適切に組織するために必要な人的及び金銭的資源が確保されているようにしなければならない。
4. 証券規制当局は、クロスボーダー取引の関連情報を共有する用意をすべきである。
5. 規制当局は、取引所改革が市場の統一性、効率性及び投資家保護上に影響を与える場合、取引所のビジネス拡大に伴い生じる取引所間の競争の問題について検討すべきである。