

論 点 5

市場のあり方について（2）

アメリカにおけるレギュレーションNMS提案や欧州における新投資サービス指令の採択にみられるように、欧米においては不断の市場制度改革が進められている。日本においては、一昨年当部会における検討を踏まえ、4月1日から改正証券取引法（取引所関係部分）が施行され、私設（多角的）取引システムによるオークションの解禁やグリーン・シート銘柄への不公正取引ルールの適用、取引所取引原則の撤廃と最良執行義務の導入など、市場制度の見直しが行われるが、引き続き、市場の公正性・透明性をどのように高めていくかについて検討が必要であると考えられる。また、対象となる投資商品・投資サービスの範囲の拡大に伴い、証券取引法上の市場のあり方をどのように拡充していくかについても検討が必要となる。このような観点から、以下のような論点についてどのように考えるか。

1. 市場の透明性・公正性

最良執行義務や価格公表義務の中長期的なあり方 等

2. 市場制度のあり方

① 投資商品等の拡大を踏まえた取引所のあり方、② 株式市場制度・上場企業のガバナンス、③ 取引所における取引制度等・自主規制のあり方、④ 一部上場商品の認可制度、⑤ 地方証券取引所、⑥ グリーン・シート制度、⑦ MTF 等

3. ディスクロージャー制度のあり方

1. 市場の透明性・公正性（資料3-2）

昨年の証券取引法改正により、市場間競争を促進するため、私設取引システム（Proprietary Trading System: PTS）へのオークションの解禁、上場株券等に係る取引所取引原則の撤廃、証券会社への最良執行方針等の策定・公表やこれに基づく顧客注文の執行の義務付け（いわゆる最良執行義務）などが講じられ、4月1日より施行される。

（注）私設取引システムについては、米国では、代替的取引システム（Alternative Trading System: ATS）との呼称に統一されている。欧州では、EU指令において多角的取引システム（Multilateral Trading Facility: MTF）と呼ばれている。

米国においては、1975年以来、全米市場システム（National Market System: NMS）の確立に向け、①各市場での取引・気配情報を集中し公表するシステム、最良気配を出している取引所に注文を回送できるシステムの構築、②ペイメント・フォー・オーダーフローについてキックバックの開示や口座開設時（及び毎年一回）の説明書面交付の義務付け、③マーケット・メーカーに自ら表示している気配値より良い値段での指値注文を顧客から受けた場合、これを表示する（オーダー・ディスプレイ・ルール）、または気配値の変更や注文の回送などの同等の措置を講ずることなどの義務付けなどが行われてきた。さらに、昨年2月には、最良気配が提示されている場所以外で売買を成立させることを禁ずるトレード・スルー規則の対象をナスダックNMS銘柄に拡大するなど、NMSの強化を図ることを内容とするレギュレーションNMSが提案されたところ。

欧州においては、改正投資サービス指令において、投資サービス会社に最良執行義務を義務付けることとされた。当該義務は、注文執行サービスのほか資産運用サービスについても義務付けられ、対象も指令が対象とする全ての投資商品（有価証券、金融市場商品、金融・商品デリバティブ）に及ぶものとされている。また、顧客注文取扱ルールとして、公正・迅速な注文執行、時間優先による執行、指値注文の表示（又は規制市場・MTFへの回送）義務などが定められている。同時に、これらの義務を実効あらしめるため投資サービス会社、MTF、規制市場のそれぞれについて取引前（pre-trade）・取引後（post-trade）の価格表示（透明性：transparency）義務が規定された。

（注）なお、改正投資サービス指令の正式名称は Directive on Markets in Financial Instruments (MiFID) であり、金融商品市場指令がより原語に近いが、その内容やこれまでの経緯から、当面改正投資サービス指令と記載する。

以上のような内外における動向を踏まえ、以下のような論点についてどのように考えるか。

(1) 最良執行義務のあり方

対象となる投資商品の拡大に併せて、最良執行のあり方についてどのように考えるべきか。

投資サービス業者は、民事上の義務として最良執行義務を負うものと考えられるが、証券会社については、取引所取引原則の撤廃と併せ、最良執行を担保する観点から、業法上の義務として、上場株券等を対象として導入されたところである（資料3-3）。一方、今後拡大される投資サービスについて、業法上の最良執行義務を適用することが必要な投資サービスがあるか。

最良執行義務の内容については、当面、証券取引法に規定された義務の遵守状況を注視していく必要がある。一方、今後、業法上の最良執行義務の適用が必要と考えられる投資サービスについて、義務の内容についてどう考えるか。

また、米欧において一般化してきているマーケット・メイクにおける指値注文表示ルール（オーダー・ディスプレイ・ルール）を我が国でも取り入れることなどについてどのように考えるか。

（注）なお、前回指摘されたように、ジャスダック証券取引所においては注文をセントラル・オーダー・ブックに自動的につなぐこととされ、売買気配のスプレッドは縮小したと指摘されている。一方、依然スプレッドが広い、注文がつかないとの指摘があるほか、売り・買いの気配値の間に残る注文が出てしまうこともあることから、昨年、これを引け後に執行するためのルールが策定されるなど、マーケット・メイク制度については試行錯誤が続けられている。流動性の確保とこれを維持するためのマーケット・メーカーの利ざやの取り方との関係が課題と考えられるが、マーケット・メイクの将来像も併せてどのように考えるべきか。

(2) 価格公表義務のあり方

最良執行を担保するためには、市場の価格に関する透明性を高めていくことが重要である。昨年の証取法改正におけるMTFへのオークションの解禁や最良執行義務の導入に併せ、資料3-4にあるような措置を講じたところであるが、今後、市場における価格の透明性向上のためどのような措置を講じていくべきか。

また、対象となる投資商品が拡大するなか、価格公表義務のあり方についてどのように考えるか。例えば、外国為替証拠金取引等の一定の店頭取引については、改正金融先物取引法の施行状況を踏まえつつ、投資サービス法における価格公表義務のあり方について検討すべきではないか。

2. 市場制度のあり方

市場制度について、以下のような点についてどのように考えていくべきか。また、このほかに、対象となる投資商品・投資サービスの拡大や諸外国における市場改革の進展を踏まえ、どのような点について検討を行っていくべきか。

(1) 投資商品・投資サービスの拡大を踏まえた取引所のあり方

一昨年の証券取引法改正において、国際的な市場間競争を背景に、諸外国で取引所間の提携・統合が進む中（資料3-5）、日本においても取引所の資本提携を可能とすべく、株主ルールの見直しと持株会社・親子会社形態による提携を可能とするための制度が整備された。これにより、例えば、異なる根拠法により設立される証券取引所と金融先物取引所間の統合も持株会社方式により可能となったところである。対象となる投資商品・投資サービスの拡大により、個々の取引所の取り扱える投資商品の範囲が広がるほか、取引所間の直接の統合も可能となるが、証券取引法（あるいは金融先物取引法）上の取引所のあり方についてどのように考えていくべきか。

(2) 株式上場制度・上場企業のガバナンスのあり方

上場制度については、平成11年以降、各証券取引所がいわゆる新興市場を設立し、ベンチャー企業の上場が促進されるなど、その多様化や中小企業の直接金融による資金調達の容易化が図られてきたところである。

一方、このような企業のなかには、上場後、架空増資や粉飾決算があることが明らかになるなど、上場企業としての資質が問われるような問題企業があることも指摘されている。今後の上場基準・上場廃止基準や取引所による市場監理のあり方についてどのように考えるか。

また、上場企業のあり方についてみると、米国におけるエンロン、ワールドコム事件を契機として、世界的にコーポレートガバナンスの強化のあり方が議論されてきている。また、日本においては、会社法の改正や株式買収案件などを契機として、企業の敵対的買収からの防衛策のあり方などを中心にコーポレートガバナンスのあり方が議論されている。日本におけるコーポレートガバナンスの現状と課題、金融監督当局としての役割について、どのように考えるか。また、会社法と証券取引法上の自主規制機関の規則との関係について指摘があったが、これについて今後どのように考えるか。例えば、ニューヨーク証券取引所においては、過半数の社外取締役の設置を義務付けるとともに、その独立性を向上させるための要件を上場規則に規定しているが、これについてどのよ

うに考えるか（資料3-6）。

また、上場企業が資本調達を行うにあたり、転換社債型新株予約権付社債（CB）の発行直後に株式分割を行うことや、転換価格修正条項付CB（MSCB）の転換価格の設定方法などに関して、一般株主への配慮が足りないのではないかといった指摘がある。この点について、コーポレートガバナンスその他の観点から、どのように考えるか。

（注）このうち、CB発行直後の株式分割については、一般株主とCBの引受人との公平性を確保するなどの観点から、各証券取引所において、CB発行後6か月間の株式分割の実施を行わないよう、上場企業に要請を行ったところ。

企業の上場については、このほか、親子上場についてガバナンスの問題（注1）や新規公開株式の値動き・販売手法の問題（注2）が指摘されているがこれらの点についてどのように考えるか。

（注1）米英においても、親子会社上場は規制されておらず、親子上場の例はあるが、その数は少ないとのことである。例えば米国においては、親会社等の支配株主が他の株主に対して公正に行動すべき信託義務を負っていることから、当該義務の遵守や訴訟リスクへの懸念が親子上場の少ない理由とされている。なお、東証上場会社で親会社と子会社が上場しているものは262件となっている。

（注2）米国においても、90年代後半のIPO市場が好調であった時期に、IPO銘柄の割り当てが問題となった。この中で、IPO銘柄を顧客企業幹部に優先割当てし、ビジネス受注の見返りを求める「スピニング」、顧客がIPO直後に益出しをする「フリッピング」、IPOを割り当てる条件として公開後の流通市場での追加的な買付けを要求する「ラダリング」などが問題視された。NASDは2003年、このような問題に対応するため規制を新設した。また、SECも、昨年12月、これらに対応する、レギュレーションM改正案を提案した（資料3-7）。

(3) 取引所における取引制度等・自主規制のあり方

金融ビッグバン改革に伴い、市場間競争を促進する観点より、MTFの解禁（資料3-8①②）、取引所集中義務の撤廃といった措置が講じられ、機関投資家のバスケット取引などのニーズに応えるための時間外取引が導入された（資料3-9）。また、先述のとおり、昨年の証券取引法改正においては、市場間競争の更なる促進のための措置が講じられたところである。これらの新しい市場や取引制度についてどのように評価していくべきか。また、今後の役割についてどのように考えていくべきか。

また、市場間競争の進展により、取引の場が多様化するなか、これを監視する自主規制機関のあり方についてどのように考えるか（論点4参照）。

(4) 一部上場商品の認可制度

現行法においては、有価証券等を有価証券先物取引、有価証券指数等先物取引又は有価証券等先物取引のため上場しようとするときは、内閣総理大臣の承認を、新たな金融先物商品を上場しようとするときは、認可を受けることとされている。しかしながら、例えば個別株式オプション取引の場合にみられるように、既に同種の取引が上場について承認を受けている場合（または、一定の商品類型について認可を受けている場合）には、届出制とすることも考えられるのではないかと。

(注) 有価証券の上場については、金融ビッグバン改革において、承認制から届出制とされている。

(5) 地方証券取引所のあり方（資料3-10）

昨年の取引所WGにおける議論において指摘されたとおり、上場企業による重複上場の見直し等により、取引の東証への一極集中が加速している状況にある。このような状況も踏まえ、今後の地方証券取引所の役割、あり方等についてどのように考えるか。中小企業の資金調達において役割が期待されるとの意見があったが、どのような取り組みがなされるべきと考えるか。

(6) グリーンシート制度のあり方（資料3-11）

グリーンシート制度についても、昨年の改正により証券取引法上の制度とされ、不公正取引ルールの適用を受けることとされた。今後とも、いわゆる市場誘導ビジネスなどとあいまって、中小企業の資金調達の円滑化といった役割が期待されるが、今後、どのような取り組みがなされるべきか。

グリーンシート制度については、規制コストを極力抑えるべきであるとの意見が強い一方、詐欺的な未公開株取引などと区別しつつ参加する投資家層を拡大するためには広報等による制度の一層の周知が必要であると考えられるが、具体的にどのような手法を講じるべきか。

(7) MTFについて（資料3-12）

前回の第一部会において指摘されたように、有価証券以外の投資商品についても、これがMTFと同様の方法で扱われうる場合には、証券取引法におけるMTFに対する規制と同様の規制の対象とすることが適当ではないかと。

3. ディスクロージャー制度のあり方

ディスクロージャー制度については、米国において、昨年11月、発行開示制度を大幅に見直す提案が行われたところ（資料3-13）。また、EUにおいても昨年12月、透明性指令が採択された（資料3-14）。このような動きや論点2（投資サービスの規制内容について）に関する審議も踏まえ、今後のディスクロージャー制度のあり方全体についてどのように考えるか。

併せて、昨年のEUにおけるTOB指令の制定（資料3-15）等、国際的な流れも踏まえ、TOB制度の中長期的なあり方についてどのように考えるか。また、大量保有報告書制度について、投資ファンド等の報告時期の猶予、電子的届出・開示、執行体制のあり方等について指摘が行われているところであるが、これについて、どのように考えるか。

なお、経済産業省企業価値研究会は、本年3月、「防衛策の合理性を確保するための工夫（まとめ）」として、以下のような取りまとめを行ったが、これについてどのように考えるか。

【基本的な考え方】

○ 防衛策の合理性を高めるため、株主が関与できる工夫を施すことが不可欠。

【防衛策の基本設計】

○ 有事の際に、委任状合戦という株主投票の機会を確保する。

【防衛策の合理性を高めるための3類型】

① 第三者チェック型

- ・ 社外取締役、社外監査役が判断
- ・ 米国企業の主流

② 客観的解除要件設定型

- ・ 例えば、株主に十分な情報が提供された場合や、同業他社による戦略的な買収提案（全株式全現金によるプレミアム付の買収）には防衛策を解除してTOBへ、それ以外の買収提案では防衛策を維持し委任状合戦で決着をつける方法
- ・ 米国企業の修正の主流（ライツプラン導入企業の3割）

③ 株主総会承認型

- ・ （例え取締役会で導入可能な措置でも）株主総会が承認した防衛策のみ採用という究極の手段
- ・ 機関投資家の求める類型で、ライツプラン廃止後の米国企業が宣言している類型