

## <研究ノート>

# 証券取引所の環境変化とデミューチュアリゼーション

鈴木 芳 徳

## (1) 概観

2001年(平成13年)11月1日をもって、従来、会員組織をとってきた東京証券取引所は株式会社組織になった。(土田正顕「東証はさらなる国際競争力の強化が必要である」『金融財政事情』2001.6.11)正式名称は「株式会社 東京証券取引所(英文表記はTokyo Stock Exchange Inc.)」、資本金は115億円、発行済株式数は230万株、従業員数792名である。2005年度には自らの株式を上場する計画である。ここに、1943年(昭和18年)以来、約60年ぶりに株式会社組織証券取引所が誕生したことになる。

これより先、1999年(平成11年)4月30日、この日の午後3時をもって、東京証券取引所は売買取引立会場を閉鎖した。通算およそ120年の歴史をもつtrading floorに終止符がうたれたことになる。

これらは、まさに証券取引所が歴史の大きな転換点に直面していることを示しており、世界的な規模で進行しつつある金融・証券ビッグバンを象徴的に表すものと考えられる。以下、証券取引所のデミューチュアリゼーション(非会員組織化)、つまりは「株式会社化」を巡る論点を整理してみたい。

わが国の証券取引所は、歴史的に、株式会社組織、国営化された営団組織、そして会員組織という三つの組織形態を経験してきている。いまや日本のみならず、多くの国々で、証券取引所の非会員組織化(デミューチュアリゼーション)、いいかえると「株式会社化」が進みつつある。戦前の証券市場論というと、「取引所論」がその太宗を占め、そうした教科書では取引所組織が論じられるのが普通であった。一例を挙げれば、かつて広く読まれた田中大七郎『日本取引所論』(明治43年)や島本得一『北浜と兜町』(大正14年)は、「株式会社組織と会員組織」に一節を割いて優劣適否を論じている。そういう経緯が殆ど忘れられた今になって、改めて取引所組織のありかたが問われるようになり、平成12年改正法をもって、証券取引所に株式会社組織が採用されることになった。

今回の取引所株式会社化の歴史的な背景としては、(1)機関投資家や大企業が金融的投資主体

として成長し、その投資金額の大規模化のみならず投資手法等が質的に高度化し、例えば売買執行について多様なニーズを持つに至ったこと、(2) 情報通信技術が発達し、注文回送、執行、情報伝達などに関して、安価にして大量かつ即時の作業が可能となったこと、そして (3) 市場経済のグローバル化の進行に伴い、証券取引の国際化が進展したことなどの社会経済的な変化が挙げられよう。これらが総合的に作用して、市場集中義務が撤廃され、ECN のような競争相手を意識せざるを得なくなり、同時に取引所間の国際的な競争が必然となり、様々な提携関係が模索されるようになった。

そうした時代的な背景の下で、わが国でも、2001 年 (平成 13 年) に、まず大阪証券取引所が、ついで東京証券取引所が株式会社組織に転換した。2002 年 (平成 14 年) には名古屋証券取引所が株式会社となった。外国の証券取引所についてみると、既に取引所自身の株式 (当所株) を上場するところが相次いでおり、2001 年に、ドイツ取引所、ユーロネクスト (フランス・オランダ・ベルギー)、さらにロンドン取引所が、自身の株式を上場している。(吉川真裕「ロンドン証券取引所の株式上場」『証研レポート』2001 年 9 月, No.1598, 同「ドイツ取引所の新たな戦略」『証研レポート』2001 年 3 月, No.1592, 同「ヨーロッパ 3 大取引所の株式上場とヨーロッパ株式市場統合」『証券経済研究』第 35 号, 2002 年 1 月)

こうした変化は、上記のような一定の歴史的な背景の下での出来事であるとしても、しかし同時に、特に身近なわが国の取引所の場合、株式会社化に何を期待し、何を託そうとしているのかは見定めておく価値がある。営利性と公共性との両立の問題、特にそこでのガバナンスのあり方は、肝要の論点であろう。(若杉敬明「証券取引所のガバナンスと株式会社化への課題」『金融財政事情』2001.6.11), 志谷匡史「株式会社化と商法改正」『月刊資本市場』2001.5, No.189)

## (2) わが国証券取引所組織形態の変遷

わが国における証券取引所の歴史を組織形態の点から簡単に見ておきたい。大きくは四期に分けられる。

第 1 期。 明治 11 年 (1878 年) 東京株式取引所及び大阪株式取引所が開設された。これは**株式会社組織**であった。上場された最初の株式は取引所自身の株式であった。当時めばしい株式会社企業が少なく、また多くは必ずしも長期的展望にたって会社を設立したのでなかったから、取引の中心は取引所株であった。(取引所株の投機性に関しては、野田正徳『日本証券市場成立史』有斐閣、1980 年、323 頁以下。) 明治期の後半には、鉄道が国有化され (明治 42 年)、市況が不振となったことがこれに拍車をかけた。総じて言えば、投機的な性格のつよい株式流通市場でありつづけた。取引仕法は、定期取引 (のち清算取引) が中心で、これは今日風にいうと個別銘柄先物取引であった。この取引仕法もまた少ない証拠金での投機的取引を誘ったのである。

第二期。 昭和 12 年 (1937 年)、日中戦争の勃発とともに戦時統制は厳しくなり、投機的取引は抑制され、昭和 18 年 (1943 年) に全国 11 ヶ所の取引所を統合した、特殊法人・日本証券取引

所が半官半民の**営団組織**で成立した。取引所を国家統制下に置き戦時統制機関とするための措置と考えてよい。短期清算取引は廃止される一方、取引員は一定の資本金額以上をもつ株式会社に限られることになった。

第三期。 1945～1949 年は、取引所が存在しなかった、或いは休会であった特殊な期間である。第二次大戦後、取引所が再開されたのは、昭和 24 年（1949 年）のことであった。占領軍が提示した取引所再開条件に従い、これよりのち、証券取引所は会員組織となった。**会員組織**というのは、証券取引所の管理運営に当たるものが、その取引所で売買を行う証券業者（一定の資格要件を満たした）と一致する組織である。

第四期。 そして今回、平成 13 年（2001 年）に東京並びに大阪証券取引所が、そして翌年には名古屋証券取引所が**株式会社組織**に移行したのである。

このようにわが国においては、証券取引所の組織形態に関して、一定の歴史的経験を経てきているのであって、これまでの歴史の中でそれら組織形態がどのように評価され、何が期待されての組織形態であったのかを考えてみる必要がある。

とはいえ、そうした歴史的経験をもってしては計りがたい段階に来ていることもまた明かである。というのは、(1) 取引所の運営にコンピューター投資が大規模に必要不可欠とされることは、かつては全く考えられなかった、(2) 証券取引所の外部に、例えば店頭市場とか ATS とかいったものが出現することもない時代には、取引所イコール証券市場であった、(3) 金融・証券ビッグバンの大波に洗われ、規制緩和・自由化の中で市場間競争を念頭におく必要もなかった、(4) しかも国際的な規模での市場間競争など全く考慮されるべくもなかった、といった近年到来した新たな事態との対比を考えると、かつての歴史的経験が役立つとはいっても、かなり狭く限定された範囲内のことに過ぎないこともまた明らかである。

### (3) 変化の根底にあるもの

世界的な規模でのデミューチュアリゼーションの流れは、まず証券取引所に対する独占禁止法の適用除外の見直しから始まった。しかし、そうした法律の適用除外の見直しが生じてきた根底には、経済実体における大きな変化がある。

上記のように、近時における証券取引所の株式会社化の背後には、1) 機関化 (institutionalization), 2) 電子化 (computerization), 3) 国際化 (globalization) という三つの流れがある。これらが総合的に作用して、市場集中義務が撤廃され、市場間競争が促進された。現時点での特徴を一言でいうなら、「市場集中義務から市場間競争へ」ということができよう。アメリカでは、ECN が登場して、これを競争相手として意識せざるを得なくなったことが大きなきっかけになっている。

では、こういう動きそのものは一体何を意味しているか。

かつては、証券取引所——証券業者——投資家というヒエラルキーが存在した。このヒエラルキーの末端に投資家が位置していたのであり、取引所は「個人」の投資家が多数集まることを念頭において制度設計がなされていたのである。しかし今やこのヒエラルキーは崩れ、末端部分の投資家に sophisticated investor である、機関投資家や大企業が加わるようになった。大企業は多額の金融資産のポートフォリオを抱えて登場し、大企業それ自体が「投資主体」「金融主体」として無視しがたい存在になった。機関投資家についても同様のことが言える。つまりここにおいて、かつてのヒエラルキーの flattening (水平化) が起こった。かつての取引所とそこでの会員業者は、1) 資力、2) 信用力、3) 専門的知識、の 3 点において、respectability を有していた。しかし、いまや前述の巨大投資家もまた、その respectability において、無視できない地位のものである以上、かつての縦のヒエラルキーは、横に「水平化」せざるを得ず、ここに証券取引所の経済社会における地位は「相対化」されざるを得なくなったのである。そしてこうした変化の基底には、社会の蓄積構造が semi-collectivized accumulation に変化したことがある。

こうしたフラットニングは、機関投資家や大企業が「投資主体」として市場に登場したことを受けてのものであるが、この過程を促進したものはコンピューターの発達である。コンピューターのソフトの中に「専門的知識」は埋めこまれてこれが販売されるようになった。コンピューター・ネットワークはそれ自体、社会的機構を内部化したものに他ならない。

以上はしかし、生じつつある事態についての一般的な概論というに過ぎない。以下、わが国における株式会社化の経緯と直面する課題について述べてみたい。

#### (4) 東京証券取引所の株式会社化の経緯

東京証券取引所の株式会社化の経緯を、まず年表風にまとめてみる。

1999年 2 月	東証・証券政策委員会答申「東証の将来像について」
1999年11月	東証・定例理事会 証券取引所の株式会社化を可能とするための法整備を政府に要請することについて了承
1999年11月	金融審議会第一部会「証券取引所の組織形態の在り方等に関する WG」を設置 東証正会員協会「東証の株式会社化等に関する特別委員会」を設置
2000年 3 月	「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律案」国会上程
2000年 5 月	「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」公布
2000年 7 月	東証「組織形態のあり方に関する特別委員会」設置
2000年12月	「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」施行
2001年 3 月	東証「組織形態のあり方に関する特別委員会」中間とりまとめ
2001年 3 月	東証・第 1 回会員代表者意見交換会を開催
2001年 5 月	東証「組織形態のあり方に関する特別委員会」最終とりまとめ「東証の組織形態のあり方について」
2001年 5 月	東証・定時会員総会、年内を目途に株式会社に組織変更すべく所要の準備を進めるという基本方針を承認
2001年 6 月	東証「組織変更準備委員会」設置

2001年 9 月	東証・定例理事会、株式会社への組織変更について臨時会員総会を開催し付議することを決議
2001年 9 月	東証・臨時会員総会、株式会社へ組織変更することを決議
2001年11月 1 日	東証・株式会社へ組織変更

(注) 以前は、わが国には8取引所があったが、それらのうち、広島および新潟の両証券取引所は平成12年3月1日に東京証券取引所に吸収合併され、また京都証券取引所は平成13年4月1日に大阪証券取引所に吸収合併された。残りの5証券取引所、すなわち東京、大阪、名古屋、札幌、福岡の証券取引所のうち、大阪は平成13年4月1日に、東京は平成13年11月1日に、名古屋は平成14年4月1日に、株式会社に組織変更した。したがって、株式会社組織に組織変更したもの3、会員組織のままのもの2、合計5、というのが現況である。

そうした組織変更には法的な裏付けを与えた**証券取引法（平成12年改正法）**の内容について若干確認しておこう。

この改正法によって、証券取引所は、会員組織でも株式会社組織でもよいことになった。すなわち二本立ての方法が認められた。株式会社組織の場合には、そもそも株式会社の設立が準則主義である以上、その設立に免許を求めることには無理がある。そこで、従来、証券取引所の設立に免許を求めているのを改めて、その形態を問わず有価証券市場を開設するためには「免許が必要である」としている。「有価証券市場は、内閣総理大臣の免許を受けたものでなければ、開設してはならない。」(80条1項) 株式会社組織の場合には、その資本の額が政令で定める金額(10億円)以上でなければならない(85条)。何人も株式会社証券取引所の総株主の議決権の100分の5を超える議決権を取得しまたは保有してはならない(103条1項)。

また、東京証券取引所の**定款（平成13年11月1日制定）**においては、取引所が発行する株式の総数は920万株であり、そのうち組織変更の際して230万株が発行された。また、取引所の株式を譲渡するには取締役会の承認が必要とされている(定款5条、付則3条、定款7条)。

次に、今回、東京証券取引所が株式会社組織に転換するに際して具体的な狙いはどこにあったかを見ておくことにしよう。

東京証券取引所の「証券政策委員会」は、1999年(平成11年)2月、『**東証の将来像について**』という答申を発表した。この答申は、東証の株式会社化について「検討を開始することが必要」としており、その理由について次のように述べている。

「今後、会員の業務の多様化などにより、会員相互の利害の調整が容易ではなくなってくると予想されること、また、取引所自身が厳しい競争的環境に置かれる中で、さらに使い勝手の良い市場を提供するためには、一層ユーザー・オリエンテッドな運営が要求されると同時に、相当のシステム投資等が必要であること、さらに、そうした環境では非営利的なものの考え方自体に限界があることなど、会員組織のままでは対応が必ずしも容易ではない問題があることを危惧する



声も少なくない。これらの問題を解決できることが株式会社化のメリットであるとの考え方から、一部には、現在の会員組織を株式会社形態へと転換する必要性が指摘されてもいる。」(38 頁)

金融審議会の「証券取引所の組織形態のあり方に関するワーキンググループ」の報告(2000 年(平成 12 年)2 月)は「株式会社化の必要性」について次ぎのように述べている。要点を摘記しよう。

- (1) 会員組織の意義の変化。諸外国において、取引所の会員の同質性が薄まりつつあること。また、巨額なシステム投資への資金需要に対し、会員組織の下でどこまで対応できるかという問題も生じている。
- (2) 他方、株式会社化のメリットとしては、(イ) 意志決定の迅速化、(ロ) 資金調達方法の多様化・円滑化、(ハ) 自らの組織の株価という共通指標をもつことにより、その運営する市場の利便性・効率性・国際競争力などの点で関係者の意識変革が促されること、(ニ) 波及的にわが国証券市場全体の利便性・効率性の向上、国際競争力の強化が期待できる。

そして特に「引き続き自主規制機能を適切に果たすべきこと」と「営利性と公共性とのバランスをいかに確保していくかが重要な課題」とが記されている。

次に、東京証券取引所「組織形態のあり方に関する特別委員会」の報告(2001 年(平成 13 年)5 月)では、東証の株式会社化の意義や期待される効果について 4 点にわたって述べられている。

- (1) 国際的市場間競争に打ち勝つ市場の構築——東証市場の一層の利便性・効率性・信頼性の向上
- (2) コーポレート・ガバナンスの革新——責任・権限の明確化による透明で迅速な意思決定
- (3) 資金調達手段の多様化(平成 18 年 3 月期完了を目途とするシステムの再構築のために、総額 400 億円程度の投資額を予定する、など)
- (4) 取引参加と所有の分離(取引参加者は、出資をすることなく、取引参加権をもちうる、など)

そして、東証を取り巻く環境について、「市場利用者により一層の市場の選別が行われ、国際的な市場間競争が本格化する中にあっては、市場利用者のニーズに適った魅力ある市場を構築していかない限り、それまで築きあげてきたものも瞬時に失うおそれすらある。」としている。

### (5) 株式会社化に至るまでの経緯について

しかし、わが国における今回の株式会社化は、それに至るまでの一連の経緯の中で理解されるのでなければならない。変革の過程をおおづかみに追ってみよう。

- (1) 委託売買手数料の自由化

1999年（平成11年）10月から完全自由化された。これについて、わが国の場合には独特の経緯がある。すなわち、金融・証券不祥事の直後、損失補填の原資が大きすぎる利益にあるのではないかとする批判から、段階的に自由化が進められた。（平成3年9月の衆議院・証券及び金融問題に関する特別委員会決議において手数料自由化が盛り込まれた。）1994年10月に取引引き金額10億円以上の大口取引の手数料が自由化された。その後、株式市場が低迷し、証券業者の経営状態が悪化したため、小口取引引きについての自由化は暫時見送られ、のち1998年4月に5000万円以上に引き下げられ、1999年10月に完全自由化となった。

## （2）取引所集中義務の撤廃

取引所集中義務というのは、＜証券業者に対して上場有価証券の売買を取引所で行うことを義務づけること＞をいうものであり、取引所外での取引引きを原則的に禁止する趣旨のものである。わが国の場合、その数年以前から各方面からの要望がなされてきていた。1996年10月、経団連が上場株式の取引所外の例外的容認を求め、1996年11月、産業構造審議会総合部会基本問題小委員会が、上場株式の取引所集中義務の見なおしを提言した。1997年6月、証券取引審議会報告書は、取引所市場の効率性を高め、取引の公正性を担保する仕組みを前提として取引所集中義務の撤廃を提言し、スケジュールを示した。これを受けて、1998年12月1日から取引所外取引が解禁されたのである。これらの経緯から見ると、わが国の場合、変化に現実的に対応してきたアメリカの場合とは違って、現実の変化を先取りしたかたちで、しかも徹底して設定したものと言うことができる。東京証券取引所の定款は、それまでは「正会員は、次ぎの各号の一に該当する場合のほかは、本所の市場外において上場有価証券の売買を行ってはならない。」（第23条）とされていたものが1998年（平成10年）12月1日をもって削除された。これと同時に、第8条の2が新たに付加された。すなわち、「正会員は、本所の市場における公正な価格形成と円滑な流通を確保し、もって本所の取引所有価証券市場としての機能の維持及び向上に努めるものとする。」これは、会員業者を拘束する性格の条文でなく、むしろ一種の精神規定ともいべき理念を示す条項のように思われる。なお、付言すれば、東京証券取引所定款は、2001年（平成13年）11月1日をもって、さらに大幅に改正されている。

証券取引法は、平成10年改正法において、市場集中主義を廃止し、＜顧客からの指示があれば＞市場外で売買を成立させてもよいものとした。すなわち、証券取引法は、その第37条において「証券会社は、顧客から証券取引所に上場されている株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で内閣府令で定めるもの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。」としている。

## （3）店頭市場の位置付けの確立

市場集中義務の撤廃と表裏して、1998 年（平成 10 年）12 月以降、店頭市場は、それまでの「取引所を補完する役割」から「取引所と競争する役割」に変わり、その法的位置付けが明確化された。即ち、平成 10 年以前は、「取引所有価証券市場」のみが唯一の「有価証券市場」として存在していた。現在の証券取引法においては、日本証券業協会が開設する市場は「店頭売買有価証券市場」（第 67 条）、取引所が開設する市場は「取引所有価証券市場」と呼ばれることになり、この他に「外国有価証券市場」（証券取引法、第 2 条 8 項 3 号ロ）がある。従ってここに「有価証券市場」としては 3 種のものが並存することになった。

#### (4) PTS の証券業務としての承認

1998 年（平成 10 年）以降、証券会社は PTS（Proprietary Trading System, 私設取引システム）を認可業務として営むことができるようになった。この PTS は、最近ではむしろ、ATS（Alternative Trading System, 代替的取引システム）と呼ばれることが多く、またその一部を ECN（Electronic Communications Network, 電子的証券取引ネットワーク）と呼ぶ。これをわが国では、「有価証券の売買またはその媒介、取次ぎもしくは代理であって電子情報組織を使用して同時に多数の者を一方の当事者として一定の方法により行うもの」（証券取引法、第 2 条 8 項 7 号）としており、これを「証券業」の範囲に加え、ただしこれが有価証券市場と同じ価格形成機能をもつときには無免許市場として（第 80 条 1 項）法律違反になるものとしている。（これらの点に関しては、『ジュリスト』No. 1225, 2002.6.15 所載の金融法委員会「有価証券市場」疑念に関する中間論点整理」が最も詳細である。また、吉野維一郎「わが国における私設取引システム（PTS）等の開設に係る現状と問題」、『月刊資本市場』2001.4, No. 188）

今回の取引所の株式会社化という事態は、こうした一連の事情との深い関わりのなかでの動きと見るべきであって、社会経済的な包括的な変化を受けてのもの、法制上もいくつかの関連する変化と連動してのものとして理解される必要がある。

#### (5) これからの問題

内容的にみて、今日私たちが直面している問題、これから考えてゆかねばならぬ問題を 5 点挙げておきたい。

第一に、アメリカの場合との対比である。例えば、1999 年に NYSE が株式会社化の意向を表明したとき、まず自主規制機関としてのボディと運用主体としてのボディとを切り離すことが求められ、自主規制機関を子会社とする案に SEC が同意しなかったことが NYSE が株式会社化を断念した理由であると伝えられている。また、NASDAQ は、既に 1994 年の MM（market maker）の談合疑惑に関連して、NASDAQ Regulation Inc. を切り離し、NASDAQ Stock Market Inc. との両者を NASD の下に 100% 子会社として持つに至っている。



そこで、こうした経過からみて、わが国の場合、自主規制機関を同一のボディの中にもつことについて議論がないのは何故であるのかが知りたい。それはわが国における株式会社化のモティーフが何であるのかを改めて問うことを意味しよう。

第二に、自主規制機関としての位置付けについて考えるとき、特に問題となってくるのは、自主規制に関するコストを誰がどのように負担するか、という規制コストの負担方法の問題がある。というのはこの規制コスト負担は、運営上、かなりの負荷となってくるのであって、1) 会員（取引者）管理、2) 上場管理、3) 売買管理、といった管理に関わるコストが負荷となることは明白だからである。例えば、売買審査に関していうと、モニタリングのために電子探査能力を持った自動的売買審査システムが必要であるし、一定の設定したパラメーターを逸脱した売買取引を発見し、更にその投資者を突き止めるためのシステムがなければならない。こうした投資は、例えば ECN の場合には全く考慮されるところがない。競争場裡において、この種のコスト負担は自らに不利な条件を課することを意味する。これは例えて言えば、市中銀行が、競争関係にある一般金融機関と異なり、預金準備率や預金保険料などの負荷を背負っている状況と似たところがある。自主規制コストを負担するものと、これを負担することのないものが競争するという不条理をどのようにして整理してゆくか、これが第二の問題である。（取引所の自主規制機能に関しては、伊豆久「取引所の自主規制機能について」『証券レポート』No. 1599, 2001 年 10 月）を参照。）

第三に、営利性と公共性との相反をどのように整理するか、の問題がある。一般的にいうなら「取引高至上主義」ないし「上場至上主義」、或いは「取引所の利益至上主義」をどのように飼いならすのがよいか、の問題である。最近のアメリカについて見ると、エンロン破綻以前、NYSE の上場誘致競争が、株高至上経営とストック・オプションの乱発とを加速したのではないかと、本来ならもっと早い時期からこれに上場基準の厳格化で立ち向かうべきであったのではないかと、という批判が生じ、これに応えるかの如くに最近では全米 8 千 500 万人の投資家の信頼を取り戻すべく「上場基準の厳格化」「アナリストの中立性確保のための規則」「新規公開株の配分慣行の見なおし」などの措置が敏速に取られつつある。

例えば、単純なケースを例に取り上げると、場口銭の水準設定に関する問題がある。会員組織の場合ならともかく、取引所が株式会社組織であるときには、場口銭の水準をめぐる取引所株主と取引員との間に利益相反の関係が生じる。この時、複数の取引所相互間に激しい競争が存在するのであれば、市場間競争の制約下であって、場口銭の水準は一定の妥当な合理的な水準に落ち着くことが期待できよう。これは MM が複数あることで初めて MM のスプレッドが合理性を持ち得るとよく似た問題状況である。従って、もし複数の取引所相互間の競争がそれほどないのであれば、市場からの制約は働きにくいから、取引所が社内的にその妥当で合理的な水準を設定するのでなければならない。つまり、競争が、効率化を促迫するに十分な程度のものでないとするならば、依然として社内のガバナンスのあり方が重要になってくる、ということである。

しかも 5%ルールが今後も存続するのであれば、實際上、乗っ取られる危険はないことになる

うから、この次元においても、いよいよ競争場裏における制約は微弱なものになってこよう。

そうであるとする、取引所のコーポレート・ガバナンスはどうあるべきかが、厳しく問われねばならないことになろう。

第四に、わが国の場合、取引所への参入障壁が、事実上かなり高いのではないかと、という問題がある。1998 年の金融システム改革法以降、確かに市場間競争を容認し促進する方向が示されたことは間違いない。PTS が容認され、取引所定款から市場集中主義が消え、取引所設立に際してのいわゆる経済条項がなくなったことなど、これらは全て市場間競争を容認し促進する方向のものである。

しかし、取引所を株式会社組織で新設する場合の設立コストはかなり高いと考えられるし、他方、PTS については、上場証券の主たる上場取引所の価格の一定幅に価格変動を収めるという公正慣習規則がある（日本証券業協会公正慣習規則第 5 号「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則」第 5 条）。こうした点において、取引所が競争上、特段の優位性を保ち得る規制として事実上の参入障壁となっているのではないかと、という問題がある。（以上の諸点に関して、『月刊資本市場』2001. 1（No.195）所載の「資本市場の活性化に関する研究会・第 5 回」における大崎貞和野村総合研究所資本市場研究室長の発言は極めて示唆的である。また、大崎貞和「証券市場間競争をめぐる法制上の課題」『ジュリスト』No.1227, 2002. 7. 15）

第 5 に、これは株式会社組織をとるという問題次元からすると、やや別の次元の問題ではあるが、付け加えておくと、最良執行（best execution）の問題がなお未解決であることが指摘されねばならない。ここに複数の「有価証券市場」の並存が認知された以上、そうした中で顧客である投資家の利益をどうやって保証してゆくかが問われるのは自然であろう。顧客の立場からすると、価格情報が常に対比可能であることが望ましいし、そうでなければ最良執行義務もまた遂行できないことになってこよう。そうであって初めて民法にいう善管注意義務（644 条）も果たされうることになろう。今後、アメリカの仕組みを念頭に置きながら、早急に解決への道を模索することが望まれる点である。

以上 5 点にわたって問題を指摘したが、これらは市場間競争の結果を「事後的に」受け止めている西欧の場合と違って、わが国ではこれから市場間競争の時代に入ることを「事前的」に認識し、その向かうべき道を指し示しているに過ぎない、というところから来るもののように思われる。

すなわち、諸外国の場合には、市場間競争の渦中であって取引所の株式会社化が進展している。その意味では、既に厳しい競争を経験する中での組織転換である。しかし、わが国の場合には、未だこれからの、来るべきものとしての市場間競争に予め備えての株式会社化という色彩が濃い。「証券取引所にいまだ匹敵しないまでも、実態として追いついてくる可能性のある複数の、性格の異なる市場と競争する過程」（小林和子「証券取引所——日本における制度論と歴史」『証券

経済研究』第24号, 2000年3月) における議論であること, つまりは未だ事前的 (ex ante) な見地からの議論であることもまた確認されるべきことであろう。

そして更にいえば, 全ては先述の「ヒエラルキー」が「フラットニング」するその過程における「軋み」を表現しているのであって, この「軋み」をどのように整除してゆくべきかが問われているのである。(全体に関連して, 二上季代司「証券取引所の組織構造」『証研レポート』2000年11月, No. 1588を参照。)

(補注) なお, 脱稿後, 以下のように文献に接した。小林譲治「東京証券取引所の変貌と証券市場改革」, 熊野剛雄「市場構造と産業市場」(いずれも『証券経済研究』第40号, 2002年12月)。参照を乞いたい。