

<研究ノート>

自主規制機関としての証券取引所

鈴木 芳 徳

目 次

- はじめに——問題の概観
1. 取引所の自主規制機能
 2. 自主規制と行政権に関する哲学
 3. わが国における事態
 4. 東京証券取引所の宣誓書と確認書——任意から義務へ
——あわせて内部統制報告書の提出義務も
 5. 直面する諸問題
 6. 東京証券取引所の持ち株会社化
- むすび

はじめに——問題の概観

証券取引所を巡る問題という、とかくコンピューター・システムの不具合であるとか、コンピューター関連の設備投資不足の問題だけが取り上げられるきらいがある。しかし、最も重要な論点は「市場の番人」としての責務に関わるものであって、「システム問題の解決は喫緊の課題だが、取引所が上場会社の企業統治の番人の役割を担う」べきものであることが忘れられてはならず、市場の管理者であることが深く認識されるのでなければならない（日本経済新聞 2006.2.10.）。

上場会社の行動に節度を求めるのは取引所の責務である。取引所には、それら上場企業に関する「企業統治の番人」としての自覚と能力とが求められる。

いま、東京証券取引所についてみると、これより先、黄金株の導入について、一般株主の権利との関係に問題があることが知られていることから、当初は黄金株についての禁止を打ち出しながら、産業界や金融担当相の圧力によって、条件付とはいえ、その導入を認めざるをえなかったという経緯がある。現時点で問題となってくるのは、自主規制部門の分離であるが、「自主規制本部」を設置したにしても、証券取引所にとっては、①収益力の強化と、②公共的な役割と、この二律背反をどう解決してゆくかは、困難を極める永遠の課題といつてよからう。

あわせて、アメリカにおける事例をごく一般的なかたちで記しておこう。

そもそも、証券取引所が自主規制部門を独立させようとする一番の理由は、証券取引所自身の株式を上場することによって、利益相反が生じてくることが予想されるからであった（日本経済

新聞 2006.1.12.また吉野貞雄「東京証券取引所における自主規制機能について」を参照)。取引所が上場企業を増やそうとして上場審査が甘くなるようなことになったら、それは、取引所の利益追求には合致しても、その公共性を揺るがしかねないことになるからである。

ニューヨーク証券取引所が、自身の株式を上場するにあたって、自主規制部門を市場運営部門から切り離したが、上場持ち株会社の傘下に自主規制会社がぶら下がっているという仕組みを採った。しかしこれによって果たして自主規制部門が本来考えられているように機能しうるかどうかが、疑問の余地なしとしない。大崎貞和『解説・金融商品取引法』(93頁)は、これを次のように評している。「NYSEが自主規制業務を委託する自主規制会社のように、単一の取引所を会員とする自主規制法人もあり得るので、このような規定が自主規制の独立性を保つための歯止めとして実際に機能するかどうかは疑問である。」

1. 証券取引所の自主規制機能

伝統的に、証券取引所の自主規制機能とは、①売買審査、②会員(取引参加者)監督、③上場審査、④上場管理の4点であるとされてきている。現に、2005年7月に東京証券取引所に設置された「自主規制業務のあり方に関する特別委員会」では、売買審査、会員監督、上場審査、上場管理などの自主管理機能のあり方が再検討されている。

「売買監視・審査」は、相場操縦や内部者取引等の不公正取引を監視し、「考査」は、直接に向いて取引参加者の法令・取引所規則の遵守状況を実地検査する。具体的にいうと、取引所は「リアルタイム監視」によって価格形成や注文状況に異常や不自然な動きが見られないかモニタリングをする。また、相場操縦、内部者取引等、法令や取引所規則に違反する不公正な行為がないかを事後的に「審査」する。売買審査(バイシン)の結果、取引参加者に法令違反等がある場合には、処分や注意喚起を行う。

「会員監督」は、取引参加者に対して取引ルールを定め、法令や取引所規則の遵守状況を調査し、制裁を課する。

「上場審査」は、上場審査基準を定め、その要件を充たしていると確認された場合にのみ上場を承認する。

「上場管理」は、証券取引所が定める規則の遵守を求めるもので、「適時開示に係る会社代表者による宣誓書」の提出を求める。また、「上場廃止基準」を定め、管理ポスト、整理ポストの制度を有している。

金融商品取引法第84条(自主規制業務)の第2項は、証券取引所のこうした自主規制機能を次のようにまとめている。第84条を記してみよう。

第84条 金融商品取引所は、この法律及び定款その他の規則に従い、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、並

びに投資者を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない。

2 前項の「自主規制業務」とは、金融商品取引所について行う次に掲げる業務をいう。

1. 金融商品、金融指標又はオプションの上場及び上場廃止に関する業務
(内閣府令で定めるものを除く。)
2. 会員等の法令、法令に基づく行政官庁の処分若しくは定款その他の規則又は取引の信義則の遵守の状況の調査
3. その他取引所金融商品市場における取引の公正を確保するために必要な業務として内閣府令で定めるもの

また、金融商品取引所は、自主規制法人に自主規制業務を委託することができ(金融商品取引法第85条)、株式会社組織をとる金融商品取引所は自主規制委員会を置くことができる(金融商品取引法第105条の4)ものとしている。東京証券取引所は、様々な観点からこれらを検討した上で、従来は、自主規制委員会方式を採用してきた。

2. 自主規制と行政権に関する哲学

ところで、自主規制の有り方について学ぶべきは、アメリカにおける自主規制論の核心にある哲学である。

1937年、ウィリアム・O・ダグラス(アメリカのSEC創設者の一人)は、次のように述べている。

「もちろん理想的には、監視的な役割を担う自由を政府に残すにしても、証券業それ自体の領域における多数の実際上の規制やその施行は証券取引所の手委ねることが可能であるし好ましい。このような枠組みの下ですべての国法証券取引所が組織されかつ公益を体現するようになることが望ましいのである。私は常に証券取引所というものを、国の大資源や投資された資本が計測され価値づけられるための尺度とみなしてきた。このように重要な尺度は、隠しバネのない精巧に作られた計量器であらねばならず、余計な手が加えられてもいけない。われわれの経済福祉上のこうした重要な手段は適切な安全装置で囲まれていなければならない。しかし、そのような制限が利潤動機と矛盾するようなものであってはならないことは明白である。なぜなら、利潤動機とはわれわれの経済の駆動力であり、またそのような存在であり続けるべきものだからである。」(ルイ・ロス著『現代米国証券取引法』邦訳、698頁)

このダグラスの哲学は、「取引所にリーダーシップを取らせ、政府が残りの役割を果たす」と

ということなのであって、そのことは次のように鮮明な表現で語られている。

「政府はいわば、十分に磨かれ、たっぷりと油がさされて、装填を完了したショット・ガンを手にして、ドアの後ろにいて、いつでも撃てるように構えているが、決して撃つ必要が起こらないことを期待しているようなものである。」(『同書』699頁)

この点について、証券取引法の権威であるルイ・ロス教授は次のように指摘する。

「政府機構を通じて錯綜する業務を直接に規制することは——大陪審の取調べや刑事訴追による伝統的強制にまさって行政手続きが提供しうる利点はあるにせよ——せいぜいのところ、多くの灰色の変種が外科用のメスを必要としているときに、電動のこぎりでもって白と黒とを分けるようなものである。」

「登録や詐欺防止に関する適切な諸規定が適当なコントロール・システムのための不可欠の基礎を提供するとはいえ、それらの規定は、『実業界における最低要件を欠いた不誠実で不公正な慣行から投資家および誠実なディーラーを等しく保護し』かつ『法律的には明確な違法行為の範囲外であるにもかかわらず、顧客と慎みある競争相手の双方にとり不公正であり、かつ自由な公開市場の機構に深刻な損害を与えているような取引方法に対処する』ためには、倫理面における規制によって補足される必要がある。そして、業界の倫理規制は、政府により適切に監視された自主規制(セルフ・レギュレーション)のいわば本領を意味する。」(『同書』698頁)

こうした「政府によって監視された自主規制」という考え方は、「協同的規制(コオペラティブ・レギュレーション)」と呼ばれるべき内容のものであって、大きく見れば、米英ともにこうした考え方による規制が行われている。

まず、アメリカについて見ると、1938年、自主規制機関として全国証券業協会(NASD)が設立されるのであるが、その際、証券規制に関する基本的な考え方について上下両院の立法委員会は次のように述べている。

「本委員会は、〔店頭市場の適切な規制という〕この問題を解決しうるであろう二つの択一的プログラムがあると信ずる。第一は、SECの組織の著しい拡張、支部の増設、公的資金支出の大幅な増額、官僚制の弊害を回避するという問題の増大、および法による企業運営の綿密細心かつ厳格な規制を含むであろう。おそらく不誠実な業者のみならず、財務的支払能力、専門家的行動、および技術的熟達に関する厳格な基準に従おうとしない者または従うことができない者の資格剥奪を含めるため、ブロー

カーおよびディーラーが行う SEC への現在の登録手続きを拡充することになる。」
 「これらの択一的プログラムの第二のもの——委員会はこちらのほうが第一のものより明らかに望ましいと信ずるのであるが——それは上院第 3255 号法案に述べられている。このプログラムは協同的規制に基づいており、それによれば、その任務は、主として投資銀行、ディーラー、およびブローカーの代表組織により遂行され、これと並んで、政府が公益のために適切な監視を行い、かつ直接規制の補助的な権限を行使するであろう。1934 年の証券取引所法が規定する監視の下で、實際上適切に組織され適切に運営された証券取引所という概念において、多少なりともそのようなプログラムの可能性を理解することができる。」(『同書』700 頁)

ここに示されている「政府により監視された自主規制」という哲学は、英国産業貿易省『英国の金融サービス』(1985 年)にも盛り込まれている。

「政府は、法律の枠内での業者ベースの規制を支持する。イングランド銀行の総裁がシティの機関の有力者、および生命保険会社とユニット・トラスト業の代表者と協議した後で勧めた取決めは、業者ベースの二つの規制機関、すなわち『証券・投資委員会』ととくに生命保険とユニット・トラストを対象とする『投資マーケティング委員会』を予定している。しかし、法律は単一の業者ベースの規制機関への権限の委任を妨げるものではない。(16・4)」

「委員会が、投資事業のために必要な認可を与えるものとして、証券取引所、全英証券業者・投資管理業者協会、先物ブローカー・ディーラー協会、および保険ブローカー登録協会のような自主規制機関を承認するための規定が設けられるであろう。(16・5)」(日本証券経済研究所『証券資料』85 号)

こうした米・英における「協同的規制」という考え方は、一方では、政府規制万能論への警告であるとともに、他方では、単なる自主規制というやり方には自ずと限界があることの指摘であると見ることができよう。

つまり、「市場の不正行為に目を光らせる SEC が後ろに控えているから、自主規制が有効に働く。」(日本経済新聞 社説 2006.7.16.) のである。まさに、ガワー教授が言うように、政府の役割は「牡蠣が効果的な自主規制という真珠を作れるように砂を与えてやること (to provide the grit which enables the oyster to produce the pearl of effective self-regulation)」(Review of Investor Protection. Report: Part 1. p. 10) に尽きるのである。

3. わが国における事態

しかるにわが国の実態は、そういう哲学からすれば、ほど遠いところにある。わが国の場合、「金融庁——証券取引等監視委員会——証券取引所」というルートが生かされているとはとても見えない。ごく最近の事件でいうなら、ライブドアの場合にも、また村上ファンドの場合にも、そうしたルートが作動する前に、検察庁が動いた。検察庁が動いた時、最もショックを受けたのは金融庁であったのではないかと一般に評されている。

「東京地検の強制捜査で最も強い衝撃を受けた一人は、金融庁だったと言えば意外に思われるだろうか。」と日本経済新聞は書いた(2006.1.23.)。「検察、それも特捜部が直接乗り出したということは、金融庁の法運用姿勢に対するノーの表明以外の何者でもない。」と上村達男は日本経済新聞に語っている(2006.1.26.)。しかも、東京地検特捜部が専従班を組織し、内偵調査を始めたのは2005年秋のことだった、と伝えられる(日本経済新聞 2006.1.29.)。「問題は証取法を所管する金融庁と傘下の証券取引等監視委員会が、ライブドアの行為の違法性を早い時期から真剣に検討し行動をチェックしようとした形跡がないことだ。」(日本経済新聞社説 2006.1.22.) 先の上村達男は、村上ファンド事件に関連してこう語っている。「本来、検察が動く前に、証券取引等監視委員会が市場を常に監視して違法行為を見つけ、その場で行政処分すべきだ。」「いきなり検察が出てくる日本の仕組みは、規制体制の貧しさを露呈している。」(日本経済新聞 2006.6.21.) また、別のところで、上村達男はこう述べている。「検察というのは、市場規制にもっともふさわしくない機関である。検察は十分な証券市場規制システムが存在することを前提に、あまりにも違法性が高いと現場で評価された場合に、現場の要請に基づいて登場する、というのが本来の役割である。しかるに、規律なき自由を謳歌するかのとき不正の氾濫に対して為す術のない状況を前にして、市場規制に不適任ともいえる検察が登場することでしか不正の摘発が行われないう貧しさ、そこに最大の問題がある。」すなわち、「最大自由の証券市場にとって不可欠な規制主体や規制体系が存在しないことへの十分な認識」が必要だ、というのである(『世界』2006年8月号)。

4. 東京証券取引所の宣誓書と確認書——任意から義務へ

——あわせて内部統制報告書の提出も

今回の金融商品取引法においては、有価証券報告書の記載内容が適正であることを確認した旨を記載した確認書を有価証券報告書と併せて内閣総理大臣宛に提出することが義務づけられた(第24条の4の2)。これは、従来、取引所が自主規制として行ってきた確認書制度を法律上の「義務」とすることにしたものである。

そもそも、平成16年10月に、西武鉄道が有価証券報告書の記載事項である「大株主の状況」に虚偽記載をしていたことが発覚し、平成16年12月に同社は上場廃止となった。その後、開示

書類の緊急点検の結果、訂正報告書を提出する上場会社が続出し、このことは関係者に大きな衝撃を与えた。とりわけ東京証券取引所における危機感は強く、平成16年11月6日付けで「会社情報等に対する信頼性向上のための上場制度の見直しについて」を公表。東京証券取引所の上場規則に基づき「適時開示に係る宣誓書」と「有価証券報告書等の適正性に関する確認書」の制度が導入された。それらに記載すべきことがらの内容の概要は、『詳説 現代日本の証券市場(2006年版)』265頁に紹介されている。

また、金融商品取引法は、財務計算書類その他の情報の適正性を確保するために必要な体制について評価した「内部統制報告書」を有価証券報告書と併せて提出することを義務づけている(金融商品取引法第24条の4の4)。この点について立ち入っていえば、会社法(2006年5月施行)においても内部統制システムの整備を求め、これを義務とする規定が設けられているが、会社法のいうところは事業全般に関するリスク管理体制であるのに対し、金融商品取引法は、財務報告の適正性を確保するために必要な体制に限定されているという違いがある。

このように、金融商品取引法は「確認書」と「内部統制報告書」の提出を義務づけたものとなっている(同法附則によれば、2008年4月1日以降に開始する事業年度からこれらの提出が義務づけられる)。

5. 直面する諸問題

今、東京証券取引所は、多くの難問を抱えている。直近のところでは、西武鉄道及びカネボウの上場廃止でルールの新点検が必要になった。ライブドアの事件で株式分割の乱用への社会的批判も厳しいものがある。上場会社が守るべき規範とそれに伴う罰則等制裁措置の導入など、ルールの見直しは必至であろう。特に、カネボウ問題以降、上場審査や上場管理などが自主規制業務の範囲であることが再認識されるようになった。

また、M&Aなどの際、情報開示を義務付け、株式交換比率の算定根拠の開示を求めること、その他上場審査等の厳格化が基本的な方向とされている。

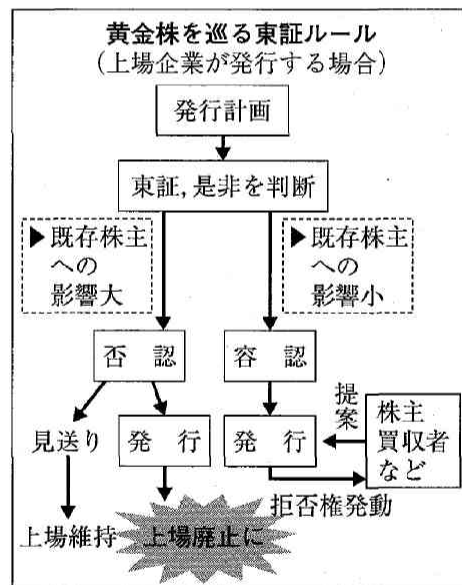
東京証券取引所は、2006年3月8日から上場制度の改正規則を施行した。その基本的な考え方のポイントは、買収防衛策の導入または発動に伴い新株または新株予約権を発行する場合については、発行価額の大小にかかわらず開示を要するという点にある。これに伴い、上場銘柄について、株主の権利内容およびその行使が不当に制限されていると東京証券取引所が認めた場合において、六ヶ月以内に当該状態が解消されていないときには、その上場を廃止するものとした(上場廃止基準2条1項)。上場廃止基準の対象となる場合の具体例3種について、「上場廃止基準取り扱い」が述べてところを示せば次の通りである。

第一に、随伴性のないライツプラン、すなわち「ライツプランのうち、行使価額が株式の時価より著しく低い新株予約権を導入時点の株主等に対し割り当てておくものの導入」である。

第二に、デッドハンド型のライツプランの導入である。すなわち「株主総会で取締役の過半数の交代が決議された場合においても、なお廃止または不発動とすることができないライツプランの導入」である。

第三に、拒否権付種類株式の発行である。すなわち、「拒否権付種類株式のうち、取締役の過半数の選解任その他の重要な事項について種類株主総会の決議を要する旨の定めがなされたものの発行に係る決議又は決定」である（これら論点の周辺を含め、下村昌作「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備について」、飯田一弘「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備」、及び日本経済新聞記事「買収防衛策（上）（下）」2006.4.5.～6.を参照）。

日本経済新聞 2006 年 3 月 8 日の「防衛策、事前相談制に」と題する記事に付されている黄金株を巡る東証ルールを図を参考まで引いておこう。



また、東京証券取引所は、上場ルールの見直しに入っているが、その中心は M&A の開示強化であり、虚偽記載などに過怠金を課すなどの制裁措置の適用を検討する（日本経済新聞 2006.6.14.）。さらに、金融庁監督局長の私的研究会「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会」は、2006 年 6 月 30 日、証券界に自主規制強化を要請する方向での論点整理をまとめ、業界にルール整備への早急な取り組みを迫っている（日本経済新聞 2006.7.1.）。その一覧表を掲げれば次の通りである。

金融庁監督局長懇談会が日本証券業協会などに求めた主なルール整備
(●は春以降, 自主ルールを制定済み)

関連する業務	きっかけや問題意識	改善策
① 売買執行など	昨年末みずほ証券が大規模な誤発注	●注文管理体制や誤発注をはじくシステムの整備を求める自主ルール策定
② 引き受け審査	ライブドアなど新規上場銘柄で問題続出	引き受け審査基準に企業統治体制なども追加
	MSCBなど大規模な新株発行の増加	投資家の利益を損なわないよう注意事項を明文化
③ 顧客管理・売買監視	村上ファンド事件など不正行為の増加	●売買管理体制の整備 インサイダー取引防止へ顧客データの管理手法検討
④ 自己売買や自己投資業務	投資先の未公開企業の上場時に主幹事も引き受けるなど、業務多様化で利益相反の恐れ	証券会社や役職員の一般的な倫理規定 事前審査の充実や社内組織の分離など内部管理体制

また、新興企業向け株式市場（ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス等）は、独特の問題に直面している。金融不安の中での産業活性化という時代の要請は、規制緩和・自由化を促し、これが新興市場の発展を生み、多くの革新企業の創業を可能としたが、その一方で数々の不祥事を生み出してきているのもまぎれもない事実である（日本経済新聞「試練の新興株市場（上）（下）」2006.7.13.～14.）。

6. 東京証券取引所の持ち株会社化

証券取引所が自主規制機関としての側面を独立・強化するためには、一定の制度的前提が必要であり、そうした環境条件を整備することが求められることが明らかになった。市場で日々、生じてくる新たな事態に、打てば響くように対応できるのでなければならない。とすると、事柄は緊急を要する。「時々刻々と市場の動きと同時並行でルールメイク（規則制定）して、エンフォースメント（法執行）していく」（上村達男「市場規制——専門家に聞く」75頁）必要がある。そのこと

のためには、自主規制機関としての厳しい自覚と、一定の環境条件整備が求められるのは当然であろう。

東京証券取引所は、平成18年6月22日に「上場制度総合整備プログラム」を策定し、今後における上場制度の整備を図ることとした。基本方針として述べられているところは、「市場機能の発揮を阻害するような企業行動に対しては適切な対応をとることを、上場制度整備の原則とする。」というものである。このプログラムの内容とするところは項目だけを拾ってみても多岐にわたっており、「適時開示の充実」、「企業行動と市場規律の調和」、「望ましい投資単位の水準」、「上場廃止基準等の見直し」、「既上場会社に対する経営管理面の確認の継続」、「企業の内部統制等に問題が生じた場合の対応」、「マザーズ市場の運営方法の見直し及び市場区分の見直し」、「親会社等を有する上場会社への対応」、「上場廃止後の上場会社の流動性」となっている。特に、「親会社等を有する上場会社への対応」は、かねてから《神学論争》となっているところであり、黄金株を排除しようとした東京証券取引所に対して日本経団連などが「子会社の上場は認めているではないか」と矛盾を指摘したという経緯もある。親子会社の同時上場は、株式資産価値のダブルカウント（二重計算）を生じさせており、しかも中には子会社の時価総額のほうが親会社の時価総額を上回っているケースさえある。このことはTOPIXの数値に問題があることを意味する（宮川公男・花枝英樹編著『株価指数入門』104頁）。

こうした背景のもとで、東京証券取引所は自らを「持ち株会社化」し、自主規制業務を「分社化」する方針を正式に表明した。すなわち、2007年6月の株主総会で持ち株会社設立の承認を受けたうえで、傘下に「市場運営を行う法人」と「自主規制機能を担う法人」とを置く構想を明らかにした。東京証券取引所は、2009年を目途に株式上場を計画しているが、それに先立って、利益追求が優先し上場審査や売買規制が甘くなるといった「利益相反」を回避する体制づくりが必要になってきていた。米ニューヨーク証券取引所は持ち株会社のかたちをとっており、英ロンドン証券取引所は自主規制機能を英金融サービス機構（FSA）に移している。こうした国際的潮流の中で、わが国の場合、金融商品取引法において自主規制機能の分離を可能とする手立てが用意されていた。ここに東京証券取引所も、「持ち株会社化」を選択し、「利益相反」を回避する具体的な方向性を打ち出すに至ったのである（朝日新聞 2006.8.30.）。

東証が、こうした持ち株会社化の方向性を打ち出すに至った理由は、恐らく次のような諸点にある。すなわち、現在、世界各国の証券取引所は、合従連衡の過程にあり、この流れに乗ろうという場合に、未上場のままでは取引所自身の株価が不明のままでは、資本提携に難がある、ということになる。今回の「金融商品取引法」の制定によって取引所の持ち株会社移行が可能になり、このことによって初めて東証は自身の株式の上場への目途がついた。その道を歩もうとする限り、持ち株会社化は避けて通れないことになる。こうしたことから、東証は持ち株会社化の方針を強力に打ち出さざるを得ないのである。NYSEと同じ運営体制を敷き、そのことによって欧米諸国の取引所間の合従連衡の動きに乗り遅れまいとするのは当然のことであろう。上場を視野

に置きつつ、自主規制業務を独立させ、切り離す方向にもって行くのは妥当な方針である。

しかし、そのことを手放しで賞賛できるかという点を決してそうではない。アメリカにおけるのは異なり、わが国には「二重代表訴訟 (double derivative suit)」が存在しない、という法制上の欠陥があるからである。アメリカの場合、親会社 (支配会社) の株主の訴権が認められており、子会社のために親会社の株主が提起する代表訴訟が法制的に存在する (周剣龍『株主代表訴訟制度論』103頁および111頁、さらに、106頁、292頁、小林秀之・近藤光男『新版・株主代表訴訟大系』136~137頁)。これに対してわが国では、「二重代表訴訟制度導入を検討すべき時期に来ている」 (小林秀之・近藤光男『新版・株主代表訴訟大系』157頁) という見解が示されるようになった、という段階にある。つまり、「日本の持ち株会社制度は制度的に大きな欠陥を抱えており、子会社の経営者に対する株主によるチェックがなくなる。」「アメリカは親会社の株主たちが子会社経営者の責任追及のために株主代表訴訟を提起できる (二重代表訴訟とか多重代表訴訟という)。」「仮に持ち株会社化で子会社の経営者になるとすれば、責任を問われない天国の住人となる。」 (日本経済新聞 2006.9.1.「大機小機」欄) という指摘のもつ意味は重い。そうした意味合いからは、法制上の手当ても含めて、大きな見地から、問題の所在を明らかにすべき時がきていると言えよう。

む す び

以上では証券取引所を念頭に議論を進めてきたが、他方、日本証券業協会も全く同種の問題に直面している。ライブドアが資金調達に利用した私募転換社債をめぐる諸問題への対応が求められている。引受業務の審査体制のあり方、相場操縦やインサイダー・トレーディングの監視、ここでもやはり自主規制機関としての自覚が改めて問われている。

証券取引所は、証券業協会とともに、市場に最も近い立場にあり、そのことから実効性・機動性・効率性の諸点において「自主規制機関」として最も重要な立場にある。「市場の番人」としてのわが身の処し方に関わることであるだけに慎重かつ早急の措置が必要であり、また、ルールの絶えざる見直しに果敢に挑んでゆくことが期待される。

(補注)

もっとも、NYSE におけるような自主規制方式にも、それが果してどこまで機能しうるかに疑問がないではない。米コーネル大学のモーリン・オハラ教授の発言として伝えられるところによれば、「NYSE 型の自主規制がうまく機能するかどうかには個人的には悲観的だ。ひとつの傘の下にあることに代わりはない。今でもNYSEには情報開示が不十分なのに、上場が廃止されない企業がある。」「流通市場の不正監視などの問題よりも、企業の上場承認や上場廃止の判断に与える影響を懸念する。競争的な環境で取引所は上場企業をできるだけ多くし、売買高を少しでも増やそうとする。売買高の減少につながる上場廃止の判断を、自市場に対して厳しく下せるだろうか。」ここに競争的な環境と述べられているのは、ナスダックなどとの競争だけでなく、ECN との競争、米ゴールドマン・サックスなど巨大な金融機関の内部で売買が完結する「内部化」といった事

態が念頭にある (日経金融新聞 2006.9.29.)。

参考文献

Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*. 2nd ed., 1988 (日本証券経済研究所証券取引法研究会訳)

『現代米国証券取引法』商事法務研究会, 平成1年

『英国の金融サービス——投資者保護のための新しい枠組み』『証券資料』No. 85 日本証券経済研究所
1985年4月

L. C. B. Gower, *Review of Investor Protection. Report 1*, Her Majesty's Stationary Office, London 1984

吉野貞雄「東京証券取引所における自主規制機能について」『証券レビュー』日本証券経済研究所 第45巻
10号 2005年10月

上村達男「市場規制——専門家に聞く」『金融ビジネス』Spring 2006.

上村達男「村上ファンドはなぜ挫折したのか」『世界』2006年8月号

鈴木芳徳『金融・証券改革の深層底流』御茶の水書房 2004年

下村昌作「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備について」『月刊・資本市場』No. 247 2006年3月

飯田一弘「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備」『商事法務』No. 1760 2006年3月5日

吉田健太郎「キーワードで分かる『公認会計士監査24』」『週刊・経営財務』No. 2776 2006年6月26日

神田秀樹責任編集・資本市場研究会編『利用者の視点からみた・投資サービス法』財經詳報社 2006年

大崎貞和『解説・金融商品取引法』弘文堂 2006年

神田秀樹監修, 大崎貞和・武井一浩・有吉尚哉監修・編著『速報 Q&A 金融商品取引法の要点解説』金融
財政事情研究会 2006年

伊沢賢司『図解でわかる金融商品取引法』日本実業出版社 2006年

日本証券経済研究所『詳説 現代日本の証券市場 (2006年版)』日本証券経済研究所 2006年

宮川公男・花枝英樹編著『株価指数入門』東洋経済新報社 2002年

周 劍龍『株主代表訴訟制度論』信山社出版 1996年

小林秀之・近藤光男『新版・株主代表訴訟大系』弘文堂 平成14年

「東証・持ち株会社化へ」『月刊・資本市場』No. 253 2006年9月

神崎倫一, 貝塚啓明, 上村達男, 鈴木芳徳, 川口恭弘, ローレンス・ペセタ, 宮尾尊弘共著『証券改革』東
洋経済新報社 1991年

(なお, 小稿のうち「2. 自主規制と行政権に関する哲学」は, 上記『証券改革』所載の拙稿「市場改革のあり方」の一部と内容的に重複する。諒とされれば幸いである。)

東京証券取引所ホームページ <http://www.tse.or.jp/>