

## 証券取引所に関する疑問

## Q &amp; A

制度調査部  
横山 淳

## 【要約】

東証への一極集中や、自市場への上場など証券取引所を巡る議論が活発化している。それに伴い制度調査部にも、証券取引所に関する質問が寄せられている。

本稿では、これまで制度調査部に寄せられた質問を基に、東証への一極集中や自市場への上場に関連する問題をQ & A形式で解説した。

## 【目次】

## (1. 東証への一極集中化関連)

- Q1. かつてクロス取引を行う際に地方証券取引所利用のメリットがあったが、98年12月の取引所集中義務の撤廃によって、そうしたメリットが喪失したと聞く。具体的にはどういうことか？
- Q2. 東証への一極集中が進む一方、大証での取引の方が活発な「大証銘柄」も数十社存在すると聞く。こうした銘柄を増加させれば地方証券取引所の活性化につながらないか？
- Q3. 今後は、デリバティブ市場の重要性が増すと聞く。地方証券取引所が、デリバティブ市場として生き残りを目指すと言う戦略は可能か？
- Q4. 過去、新潟・広島証券取引所が東証に吸収され、京都証券取引所は大証に吸収された。今後も、証券取引所が合併統合するようなことは考えられるだろうか？

## (2. 東証の自市場上場関連)

- Q5. 東証が計画する自社の自取引所への上場について、金融庁が難色を示していると聞く。現状、どのような状況にあるのか？

## (3. 上場廃止基準関連)

- Q6. 上場企業の中には、違法行為や私募CB乱発などを行う問題企業があると聞く。一部、上場廃止に至った企業もあるようだが、こうした問題企業を排除する有効な仕組みは証券取引所にはないのか？

## はじめに

東証への一極集中や、自市場への上場など証券取引所を巡る議論が活発化している。それに伴い制度調査部にも、証券取引所に関する質問が寄せられている。

本稿では、これまで制度調査部に寄せられた質問を基に、東証への一極集中や自市場への上場に関連する問題をQ & A形式で解説した。

## 1 . 東証への一極集中化関連

**Q1 . かつてクロス取引を行う際に地方証券取引所利用のメリットがあったが、98年12月の取引所集中義務の撤廃によって、そうしたメリットが喪失したと聞く。具体的にはどういうことか？**

1998年12月までは取引所集中義務が証券会社に課されていた。つまり、証券会社を通じた上場株式の取引は、一部の例外を除き、証券取引所で執行することが義務付けられていた。

そのため、企業が益出しなどの目的で、決算期末近くに、保有する株式を一旦証券会社に買い取らせた上で、証券会社から買い戻すという「クロス取引」についても、証券取引所での売買立会(いわゆるザラバ)で取引を執行する必要があった(当時は未だToSTNeTなどの立会外取引は存在していなかった)。

ところが、証券取引所の売買立会での取引は、「価格優先原則」「時間優先原則」に基づくオークションによって実行される。従って、証券取引所に発注されている価格や時間の優先する他の注文を、予め執行しておかなければ、クロス取引を執行することができなかった。

言い換えれば、常時、多数の注文が入っている可能性の高い東京証券取引所よりは、余り注文が入らない地方証券取引所の方が、クロス取引は執行しやすいということとなる。

実際には、証券業協会のルールにより、主たる証券取引所以外の証券取引所で、「クロス取引」の売付けと買戻しの両方を同日中に行うことは禁止されていた。しかし、例えば、次のような手法を用いれば、ルールに抵触せずにクロス取引を地方証券取引所で執行することが可能であった。そのため、クロス取引(少なくとも、その売買の一方)は地方証券取引所で執行することが多かったと言われている。

売買の一方を、東京証券取引所で執行し、他方を地方証券取引所で執行する。

売付けと買戻しを別の日に行う(オーバー・ナイト)。例えば、ある日の「引け」近くに売付けを行って、翌日の「寄付き」後に買い戻す。

その状況が変わる契機の一つとなったのが、取引所集中義務の撤廃であったことは間違いない。しかし、より厳密には、次の3つの段階を経て、地方証券取引所におけるクロス取引を中心として売買が減少し、最終的にはクロス取引自体が無意味化したと言えるだろう。

東京証券取引所が立会外取引を導入(1997年11月)

取引所集中義務の撤廃(1998年12月)

時価会計の適用開始(2001年3月期)

### 東証の立会外取引

地方証券取引所でのクロス取引が減少する最初の契機となったのは、1997年11月の東京証券取引所による立会外取引(現在のToSTNeTの前身)の導入であった。

立会外取引は(現在の ToSTNeT-1 も含め)、売買立会での取引と異なり、「価格優先原則」「時間優先原則」は適用されない。つまり、東証の立会外取引を利用すれば、他の注文の存在を気にせずクロス取引が実行できるという訳である。

従って、証券会社としては、注文数が少ないとは言え、「価格優先原則」「時間優先原則」が適用される地方証券取引所よりは、他の注文の存在を気にせず、確実にクロス取引を執行できる東証の立会外取引を選択するようになったのである。

また、東証は 1998 年 8 月という早い時期に、立会外取引を ToSTNeT というコンピュータ・ネットワークを利用したシステムに移行した。このことも、業務効率化を目指す証券会社にとって都合が良かったものと考えられよう。

### 取引所集中義務の撤廃

1998 年 12 月には取引所集中義務が撤廃された。その結果、証券会社は、予め顧客からの指示があれば、上場株式であっても証券取引所で執行する必要はなくなった。

つまり、クロス取引について、証券会社が、直接、取引の相手方となって取引所外で相対取引を行えば、わざわざ証券取引所に発注しなくても済むこととなったのである。

### 時価会計の適用開始

2000 年 4 月 1 日以後開始する事業年度(3月決算の場合、2001 年 3 月期)から、クロス取引を禁じた「金融商品に係る会計基準」(いわゆる時価会計)の適用が開始された。

特に、日本公認会計士協会が発表した実務指針において、「クロス取引」は会計上「売買として処理しない」ことが明記された。

その結果、企業が、損益の調整のために、益出しのクロス取引を行う意味自体がなくなった。

参考までに、1997～2001 年の各証券取引所の売買高シェアを比較すると次の通りである。

	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年
東証	82.3%	88.0%	81.2%	82.3%	87.4%
大証	11.8%	9.2%	7.8%	8.2%	5.3%
名証	4.7%	2.4%	2.6%	2.2%	0.6%
その他地方証取	1.2%	0.3%	0.2%	0.1%未満	0.1%未満
取引所外	-	0.2%	8.2%	7.3%	6.7%
備考	東証立会外取引開始(11月)	取引所集中義務撤廃(12月)			新会計基準適用(3月期)

(出所)東証、大証、日証協の資料を基に大和総研制度調査部作成

**Q 2 . 東証への一極集中が進む一方、大証での取引の方が活発な「大証銘柄」も存在すると聞く。こうした銘柄を増加させれば地方証券取引所の活性化につながるか？**

現在、東証と大証の両方に上場しているが、売買高は大証の方が多いと言う、いわゆる「大証銘柄」は、現在（2005年8月）、55銘柄ほどあるようだ。

明確なデータがある訳ではないが、印象として、「東証銘柄」が「大証銘柄」に、あるいは、「大証銘柄」が「東証銘柄」に変更されることは、ほとんど考えられないというのが市場関係者の共通認識のようである。

理論上も、ある特定の証券取引所での取引が多ければ、新しい注文も流動性の高いその証券取引所に対して発注される可能性が高い。流動性が高い市場ほど、より有利な価格で売買が成立する可能性が高いと考えられるからである。こうした流れは、よほどのことがない限り、人為的に断ち切ることは困難であると思われる。

加えて、昨年の証券取引法改正を受けて、2005年4月から証券会社に対して最良執行義務が課されるようになった。その結果、証券会社各社は最良執行義務を果たすために、一層、流動性の高い市場に注文を集中させる傾向が強くなったと言われている。

その意味からすれば、地方証券取引所の活性化のためにいわゆる「大証銘柄」を増加させるというのは、余り現実的な選択肢ではないように思われる。

**Q 3 . 今後は、デリバティブ市場の重要性が増すと聞く。地方証券取引所が、デリバティブ市場として生き残りを目指すと言う戦略は可能か？**

現物市場の重要性が低下する訳ではない、という留保条件を付けた上でだが、各種のヘッジ・ニーズや運用ニーズを考慮すれば、今後、更にデリバティブ市場の持つ意味が大きくなることは確かだろうと思う。ただ、そのことはデリバティブと名が付けば、何でも取引が活発になる、ということの意味する訳ではない。

取引所が取り扱うデリバティブは、当然、多様な投資家のヘッジ・ニーズや運用ニーズに合致したものでなければ、意味がない。それに加えて、取引所での売買に適したものでなければならぬ。例えば、デリバティブでも商品としての個別性が極めて強いものは、同質で大量の投資対象を不特定多数の投資家が売買するという取引所での取引に馴染むとは考えられない。

このように考えると、確かに、今後、各取引所が生き残りのための活路をデリバティブに見出すというのは考えられる選択肢ではあるだろう。しかし、そのためには、投資家のニーズに対

するマーケティング、新たなデリバティブ商品の開発、迅速かつ低コストで取引・決済を処理できるシステム(デリバティブには証拠金や値洗差金の管理など現物以上に複雑なシステムが必要な場合がある)の開発・保守・運営などに十分対応できる体制を構築する必要があるだろう。

そうした体制の整備や必要な投資に耐えられるだけの証券取引所は、必然的に限られてくるものと思われる。

**Q 4 . 過去、新潟・広島証券取引所が東証に吸収され、京都証券取引所は大証に吸収された。今後も、証券取引所が合併統合するようなことは考えられるだろうか？**

現行の証券取引法でも、証券取引所間の合併(証取法 135 など)や証券取引所持株会社(証取法 106 の 10 など)に関する規定は整備されている。

従って、理論上は、今後、証券取引所同士が合併したり、複数の証券取引所が持株会社を使って経営統合を行ったり、というシナリオは考えられるだろう。

実際、論者の中には、他国市場と競争していく上で、わが国の証券取引所は相互に争うよりも、むしろ統合を目指すべきだ、との声があることも事実である。

しかし、現時点では、特に具体的な計画があるとは聞いていない。

## 2 . 東証の自市場上場関連

**Q 5 . 東証が計画する自社の自取引所への上場について、金融庁が難色を示していると聞く。現状、どのような状況にあるのか？**

証券取引法では、証券取引所が自ら開設する市場に上場するためには、内閣総理大臣(実際は金融庁長官に委任)の承認を受ける必要がある(証取法 110 )。言い換えれば、東証が計画する自市場への上場は、金融庁の承認を受けることが条件となっている。

ところが、金融庁は、東証が自市場に上場すると、利益相反の問題が発生するのではないかと危惧している。つまり、上場した東証には、国民の共有財産である証券市場を監視・監督するという公益的な立場と、上場企業として株主利益を拡大すべき私企業としての立場の板ばさみから、結局、公益的な立場がないがしろにされるのではないか、という訳である。そのため、少なくとも、東証の自主規制部門の独立性を確保するための対応がなされない限り、金融庁と

しては東証の上場を承認しないのではないかと、言われている。

この問題に対応するために、東証では、「自主規制業務のあり方に関する特別委員会」を設置して、2005年7月20日から議論を開始している。

自主規制機能の独立性を確保することが必要であることは言うまでもない。ただ、そのあり方は、自主規制機能が、現実にワークするものでなければならないことも事実である。

そのように考えれば、例えば、東証を委員会等設置会社とした上で、法定の三委員会のほかに、独立取締役を中心とする自主規制委員会やガバナンス委員会を設けることによって、自主規制の独立性と実効性を両立させることを考えてみることも一案ではないかと思われる。

あるいは、それでは独立性が不十分だということであれば、東証を持株会社組織にして、その子会社として取引所本体と自主規制機関を並立させるという方法も考えられるだろう。

### 3 . 上場廃止基準関連

**Q 6 . 上場企業の中には、違法行為や私募 CB 乱発などを行う問題企業があると聞く。一部、上場廃止に至った企業もあるようだが、こうした問題企業を排除する有効な仕組みは証券取引所にはないのか？**

#### 違法行為

最近の西武鉄道やカネボウの事件については、「有価証券報告書の虚偽記載」(証券取引法違反)が問題となった。これは現行の株券上場廃止基準でも「財務諸表等又は中間財務諸表等に虚偽記載を行い、かつ、その影響が重大である」という条項に該当して、上場廃止の対象となる。

それ以外の「違法行為」一般については、現行の上場廃止基準の下では「公益又は投資者保護のため、本所が当該銘柄の上場廃止を適当と認めた場合」に該当するかが問題となる。つまり「公益又は投資者保護」に反する重大な「違法行為」と認定されれば、上場廃止の対象となる。その意味では、問題企業を排除する仕組みは用意されていると言える。

上場廃止基準に基づく「問題企業の排除」をもっと積極的に機能させる、という観点からは、どのような「違法行為」が、「公益又は投資者保護」に反する重大な「違法行為」と認定するかが問題となる。違反した法律の種類(証券取引法、商法、独占禁止法など)で判断するのか、課される罰則の程度で判断するのか、基準作りは難しいものとなるだろう。

### 増資・私募 CB 乱発

近年、私募 CB（あるいは第三者割当 CB）を証券会社やファンドに発行するという資金調達手法が、注目を集めている。株式への転換価額が時価よりもディスカウント（例えば 10%）された CB や、株価変動に応じて転換価額が下方修正される条項が付いた CB（いわゆる MSCB）も多いようである。

こうした私募 CB（あるいは第三者割当 CB）の発行自体は、通常の公募増資が困難な企業にエクイティ・ファイナンスの機会を確保し、発行時点のマーケット・インパクトを抑えるというプラスの側面も認められる。

しかし、こうした私募 CB が乱発されると既存の株主にとっては希薄化が進み、思わぬ不利益を受けるといった指摘もある。特に、最近、次のような行き過ぎた私募 CB（あるいは第三者割当 CB）が、既存の株主の権利を侵害しているとの問題が指摘されるようになった。

#### 株式分割との組み合わせ

- 私募 CB の発行にあわせて、大型の株式分割を行う。
- 私募 CB の引受人は、CB を株式に転換する（株式分割による転換価額の修正条項がある）。
- 大型の株式分割に伴う需給逼迫で株価が上昇している市場で、転換した株式を売却して利益を得る。

#### 空売りとの組み合わせ

- 株価変動に応じて転換価額が下方修正される MSCB を発行する。
- MSCB の引受人は、対象会社の株式を借株した上で、空売りして株価を下落させる。
- 株価の下落に伴い MSCB の転換価額も下方修正される。
- CB を下落した転換価額で株式に転換し、借株の返却に充てて利益を得る。

前記 については、2005 年 3 月に、東証などが CB 発行後 6 ヶ月程度の間は株式分割を自粛するように上場会社に対して要請を行っている。ただ、違反しても直接の罰則規定は設けられていない。

前記 については、ライブドア vs ニッポン放送の敵対的買収の中で有名になった手法である。下方修正条項の内容にもよりますが、MSCB の引受人はかなり確実に利益を上げることが期待できる半面、既存株主は大幅な希薄化による損失を蒙るとして、最近、批判が高まっている。しかし、現時点では具体的な規制措置は講じられていない。

仮に、MSCB の発行を規制するとしても、一律に規制することが適当か、という問題がある。企業に本当に資金調達ニーズがある場合や、株式への転換を、時間をかけて徐々に進め、市場への影響を最小限に抑えている場合もあると指摘されているからである。

そのように考えると、MSCB の規制を行うには、「問題のある MSCB の発行」をどのように定義するのか、それに対してどのような制限を課すのか、という難しい基準作りが必要となるだろう。