

米国証券市場における自主規制見直しの動き

大崎 貞和

要 約

1. 米国証券取引委員会（SEC）は、2004年11月、証券取引所や証券業協会など自主規制機関（SRO）のガバナンスのあり方に関する新規則の制定を提案するとともに、SRO制度の抜本的な見直しをも視野に入れたコンセプト・リリース（討議用文書）を発表した。
2. 規則案には、SROのボード（理事会若しくは取締役会）のメンバーの過半数を社外役員とすることや社外役員のみから構成される常設委員会を設置することを義務づけるなど、SROのガバナンスに関する具体的な基準が盛り込まれている。また、特定の会員による議決権の取得制限や自市場への株式上場にあたっての審査の仕組みなど、自主規制機関の中立性を維持するための様々な規定が提案されている。
3. コンセプト・リリースでは、SROの仕組みに内在する利益相反などの問題点を指摘した上で、今後の規制の仕組みとして、①現行SROの強化、②規制機能と市場運営機能の別会社化、③会員規制を担当する単一SROの創設（ハイブリッド・モデル）、④複数のSROが競合するハイブリッド・モデル、⑤自主規制機能全般を担う単一SROの創設、⑥会員が資金を拠出しない規制機関の創設、⑦SECによる直接規制、という七つの選択肢を示し、関係者のコメントを求めている。
4. ニューヨーク証券取引所がガバナンス改革を進めるなど、規則案の内容を先取りするような動きもあり、今回の規則自体が、米国証券市場のあり方を直ちに大きく変えるものではないが、自主規制に関する論点と対応策が包括的に提示されたことの意義は大きく、わが国にとっても示唆に富んでいる。

I. はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は、2004年11月18日、証券取引所や証券業協会など自主規制機関（SRO）のガバナンスのあり方に関する規則案を発表した¹。併せて、SROに関するコンセプト・リリース（討議用文書）を発表し、新たな規制機関の設立やSROを廃止してSECによる直接の規制・監督を行うことなど、今後の自主規制のあり方についてのいくつかの選択肢を示し、関係者の意見を求めることとした²。

米国では、証券取引所や証券業協会による自主規制は、1930年代に制度として確立され、長年にわたって公正な市場を維持する上で、有効に機能してきた。証券市場における自主規制は、わが国を含む米国以外の国にも広くみられる³。

しかし、1990年代半ば以降、ナスダック市場におけるマーケット・メーカーの談合疑惑を契機として、全米証券業協会（NASD）が、SROとしての機能とナスダック市場の運営者としての機能を併存させていることに対する批判が高まった⁴。他方、世界的に証券取引所の株式会社化が進み、市場運営者と

しての営利の追求と自主規制の両立を疑問視する見方が台頭するなど、SRO をめぐる環境は大きく変化している。また、2003 年には、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) のグラッソ会長が受け取る高額報酬が明るみに出たのをきっかけとして、取引所のガバナンスのあり方が強い批判を浴びるという事態も生じた⁵。

そこで、SEC は、SRO のガバナンスのあり方を改め、経営の透明性を向上させるための規則提案を取りまとめるとともに、コンセプト・リリースの発表によって、SRO 制度そのものの根本的な見直しをも視野に入れた検討に着手したのである。

II. SRO のガバナンスに関する規則案

1. 規則提案の背景

米国の 1934 年証券取引所法は、SEC の登録を受ける国法証券取引所に対して、「その理事の選任及びその業務の運営においてその会員を公正に代表させることを保証し、かつ 1 名または 2 名以上の理事が、発行者及び投資家の代表であって取引所の会員、ブローカーまたはディーラーの関係者ではない者である」ことを要求している (6 条(b)項(3))。国法証券業協会についても、同趣旨の規定が設けられている (15A 条(b)項(4))。

従来、この規定以外に、SRO のガバナンスのあり方に関する法令上の規定はなく、個々の SRO の経営体制は、各 SRO の自主的な判断に委ねられてきた⁶。そこで、SEC は、SRO のガバナンスに関する一般的なルールを明確化し、経営の透明性の向上を図ることを主たる目的として、国法証券取引所に関する規則 6a-5 及び国法証券業協会に関する規則 15Aa-3 を新たに制定することを提案したのである⁷。

2. ボードの構成に関する規定

1) 独立した社外役員中心のボード

SEC は、二つの規則を通じて、SRO の理事会若しくは取締役会 (以下では、ボードと呼ぶ) の構成や組織についての規制を明確化することを提案している。その具体的な内容は次の通りである。

第一に、ボードのメンバーの過半数は、SRO の会員である証券業者 (ブローカーまたはディーラー) から独立した者 (公益理事若しくは独立取締役、以下「社外役員」と総称する) でなければならないとされる (両規則(c)(1))。ここで、社外役員が独立していると認められるためには、会員証券業者との間で利害関係を有しないだけでなく、SRO との間で、報酬を伴うか否かにかかわらず、合理的にみて当該社外役員の判断や意思決定の独立性に影響を与えるような「重要な利害関係 (material relationship)」を有しないことが求められる (両規則(c)(2))。

より具体的には、社外役員本人または、その家族が、過去 3 年間において、SRO に雇用されたり、その他の重要な利害関係を有していたりする場合には、独立しているとは認められない等、独立性を判断するための規定が詳細に設けられている。SEC によれば、これらの要件は、証券取引所の上場基準において、上場企業の取締役の独立性に関して求められている要件とほぼ同じである。

社外役員の独立性については、任命時だけでなく、少なくとも年一回は、要件が満たされているかどうか再検討しなければならない。そして、社外役員が欠けたり、独立性に影響を与える事象が生じては独立しているとはみなされなくなったりした結果、ボードのメンバーの過半数が社外役員であるという要件が満たされなくなった場合には、その状態は、次の株主総会若しくは会員総会または 1 年以内のいずれか短い期間内に解消されなけ

ればならない（両規則(c)(8)）。

なお、例えば、ボードのメンバー全員について会員からの独立を求めるなど、規則の求める要件以上に厳しい要件を個々の SRO が定めることは、差し支えないものとされる⁸。

第二に、SRO は、社外役員の独立性に影響を及ぼすような事項について随時報告を受けける仕組みを整えなければならないものとされる（両規則(c)(3)）。

2) 会員、投資家、発行者の代表

第三に、ボードのメンバーの少なくとも 20% は、会員によって選出されなければならないものとされる（両規則(c)(4)）。この規定は、証券取引所法の規定する「会員を公正に代表させる（fair representation）」という要件を具体化しようとするものである。

ここで、会員による選出とは、必ずしも会員証券会社の出身者を選出することを意味するわけではない。例えば、定款等の規定で、ボードのメンバー全員が社外役員であることが求められている SRO においては、社外役員としての要件を満たす者の選出に会員が関与すればよいのである。選出の具体的な手続きは、ボードの指名委員会が定めることになるが、会員代表で構成される諮問委員会が、指名委員会に候補者名を具申するといった方法が考えられる。

なお、通常の選出手続きによって選ばれたボード・メンバー候補者以外に、一定数以上の会員が請願した場合には、新たな候補者を加えることができるといった手続きを整備することも求められている（両規則(c)(7)）。これは、会員の中の少数派の意思を尊重するために設けられた規定である。

第四に、ボードのメンバーの少なくとも一名は発行者の代表、一名は投資家の代表でなければならないが、この二名は、いずれも会員、ブローカーまたはディーラーの関係者であってはならないものとされる（両規則(c)(5)）。

これは、前述の証券取引所法の規定をそのまま規則化するものである。

3) 社外役員の実質的発言力確保

第五に、社外役員は、SRO の社内役員が同席しない形での独自のミーティング（executive session と呼ばれる）を持つことを求められる（両規則(d)(1)）。また、独立の法律顧問等のアドバイザーから助言を受けることが可能とならなければならないが、SRO は、そのための費用を負担しなければならないものとされる（両規則(d)(2)、(3)）。これらの規定は、社外役員が、形式的なものにならず、実質的に意思決定に参加することを可能にするための規定である。

第六に、SRO の最高経営責任者（CEO）が、ボードの議長（会長）を兼務していない場合には、ボードの議長は、社外役員でなければならない（両規則(m)(1)）。他方、CEO がボードの議長を兼務している場合には、ボードは、社外役員のみで構成されるミーティング（上述の executive session）を主宰する筆頭役員（lead director）を指名しなければならないとされる（両規則(m)(3)）。

3. ボードの常設委員会等に関する規定

1) 五つの常設委員会

SEC の規則案では、SRO が、ボードの下に、指名委員会、ガバナンス委員会、報酬委員会、監査委員会、規制監督委員会の五つの常設委員会を設置することが求められている（両規則(b)(21)、(e)(1)）（図表 1）。常設委員会のメンバーは、全て社外役員で構成されなければならない（両規則(f)(1)ほか）。

また、常設委員会の所管事項について、ボードが決議を行う場合には、投票権の過半数が、社外役員に与えられなければならないとされる（両規則(c)(6)）。前述のように、ボードの構成上、社外役員が常に過半数を占め

ているはずだが、個々の決議を行う際には、欠席などによって、実際に投票するメンバーの構成が変化することも考えられる。そこで、ボードの構成に関するルールとは別に、重ねてこのような規定が設けられているのである。

なお、メンバーの独立性という要件が維持される限り、必ずしも五つの委員会を別々に設置する必要はなく、複数の委員会の機能を兼ね備えた委員会を設置することも認められる。

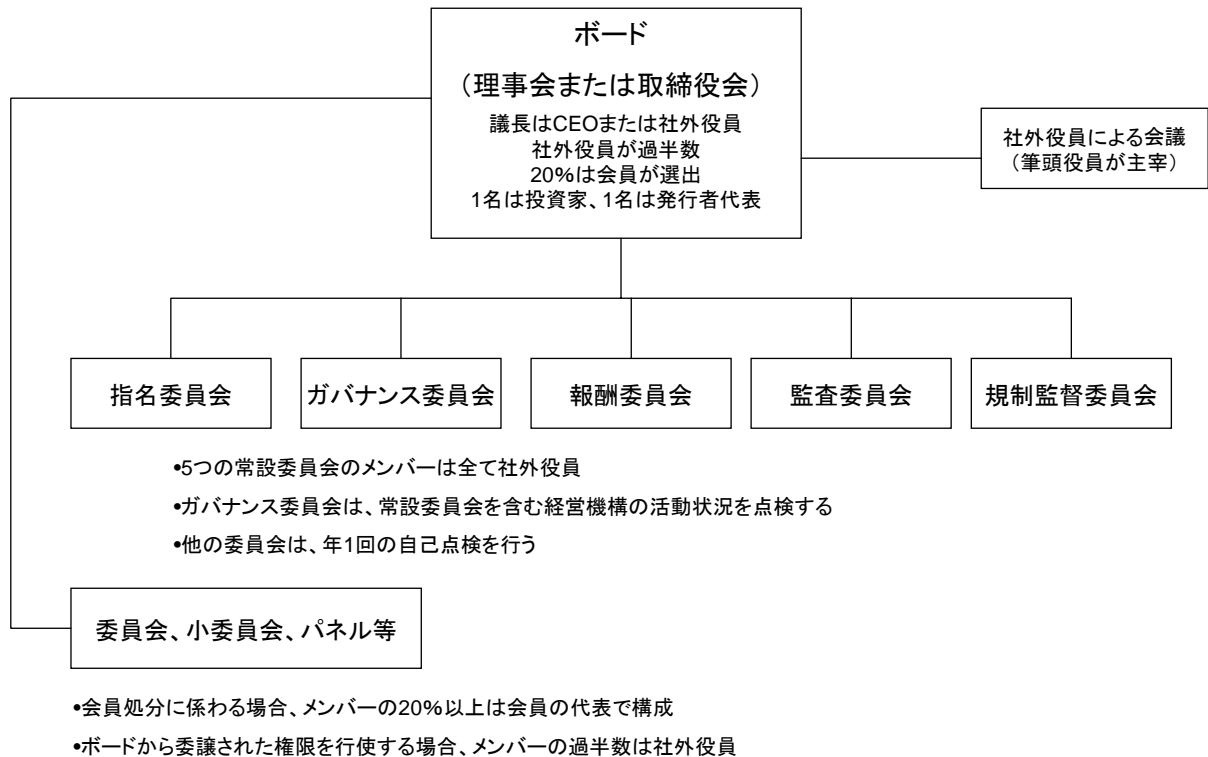
五つの委員会のうち、指名、報酬、監査の三つの委員会は、米国の上場企業が通常設置しているもので、それぞれ、ボード・メンバー候補者の指名、常勤執行役員の報酬の決定、会計監査や法令順守状況の監督を行う。一方、ガバナンス委員会は、SRO のガバナンス原則の策定やボード及び常設委員会の活動内容の評価、規制監督委員会は、規制プログラムに対する評価や規制担当者の報酬に関する意見表明などを行うものとされる。

常設委員会は、それぞれの所管事項について、必要な調査活動を行ったり、独立の法律顧問等のアドバイザーから助言を受けたりすることができる（両規則(e)(2)）。また、ガバナンス委員会を除く各委員会は、年に一度、委員会の活動に関する自己評価を行うよう義務づけられる。ガバナンス委員会は、前述のように、ボードとその下にある委員会の活動内容を含め SRO の運営全般に関する評価を行うという役割を担うため、他の委員会のような自己評価は行わない。

2) 小委員会等の設置

SRO は、規則の定める常設委員会以外にも、必要に応じて委員会、小委員会、パネルといった機関を設置することができる。しかし、そうした委員会等が、ボードから一定の決定権限を委譲される場合は、当該委員会等のメンバーの過半数は、社外役員でなければならない（両規則(k)(1)）。

図表 1 SEC 規則案の求める SRO の経営機構



(出所) 野村資本市場研究所作成

一方、委員会等が、会員に対する処分をめぐってヒアリングを行ったり処分内容を審議したりする役割を担う場合には、当該委員会等のメンバーの 20%以上は、会員の代表でなければならないものとされる（両規則(j)(3)）。これは、会員が公正に代表されるという証券取引所法の要求に応えるものである。同時に、会員処分の手続きは、全てのメンバーが社外役員である規制監督委員会の監督に服するため、手続き全体の公正さは確保されるものと SEC は判断している。

同様に、常設委員会の委任を受けて取引ルールや会員処分に関するルールを検討する委員会等についても、メンバーの 20%以上が、会員の代表でなければならないものとされる（両規則(k)(2)）。

4. 規制と市場運営の分離に関する規定

SEC の規則案には、SRO の自主規制機能と市場運営機能を実質的に分離させるための次のような規定が盛り込まれている。

第一に、SRO の規制監督プログラムは、市場運営とは別法人によって遂行されるか、または同じ法人の中でも明確に分離された組織によって遂行されなければならないものとされる（両規則(n)(2)）。このために、SRO のボードは、規制監督委員会に対して責任を負う最高規制責任者（Chief Regulatory Officer）を任命する（両規則(n)(3)）。

第二に、規制監督に係わる手数料、制裁金や過怠金として徴収された金銭は、規制監督活動のためにのみ使われるものとされる（両規則(n)(4)）。従って、SRO は、これらの金銭を株主への配当や役員の報酬などに充ててはならない。

第三に、SRO は、会員の処分を視野に入れて行われる調査活動に関する情報など、規制監督に係わる情報が、直接規制監督業務に携わる役職員以外に漏れることのないよう情報管理を徹底しなければならないものとされ

る（両規則(n)(5)）。

5. 会員の議決権等の制限に関する規定

これまでも SEC は、いくつかの取引所に関して、取引所運営の中立性を確保するといった観点から、特定の者が一定以上の議決権を保有することを制限するルールを設けることを承認してきた。

例えば、パシフィック証券取引所（PCX）の株式取引部門であるアーカ・エックス（Arca-Ex）の親会社アーキペラゴ・ホールディングスの株式公開に際しては、同社の発行する持ち分証券の 40%以上または同社の議決権の 20%以上を単独で（他人の名義を通じた間接的な保有を含む）保有してはならないとするルールの導入が認められた⁹。仮に、このルールが禁じる持ち分や議決権を保有しようとする者が現れた場合、PCX に対してルールの改正を求めた上で、SEC による承認を得るという手続きが必要となるわけである。フィラデルフィア証券取引所（Phlx）及び PCX の株式会社化に際しても、同様の規制を設けることが認められた¹⁰。

これらの規制は、取引所の会員のみならず、全ての株主に共通して適用されるものである。これに対して、今回の規則提案は、ブローカーまたはディーラーである会員による持ち分、議決権の保有に関してのみ、一律の規制を加えるというより緩やかな内容である。

すなわち、会員が、単独で若しくは関係者と共同して、20%を超えて SRO の持ち分権や議決権を取得することは禁じられる（両規則(o)(1)）。各 SRO は、この規則の趣旨に合致したルールを制定しなければならない。

なお、ここで会員の関係者とは、関係会社、提携関係にある者、会員や会員の配偶者の家族等を指す。また、取引所若しくは協会は、この制限が実効性を有するために必要な規則等を定めなければならないものとされる。

同時に、SEC は、新たに規則 17a-27 を制

定し、SRO の会員であるブローカーまたはディーラーに対して、自らが会員となっている SRO の持ち分を 5%以上取得する場合に、SEC への報告義務を課すことを提案している¹¹。これは、会員の議決権等の制限を実効あらしめるために、SEC が必要な情報を収集するという観点から提案されたものである。

Ⅲ. 自市場上場に関する規則案

世界的に市場間競争が激化する中、SRO と位置づけられる取引所や協会が、外部株主を有する株式会社組織となったり、自らの株式を上場したりする傾向が強まっている。しかし、市場運営者が自らの市場に自社株式を上場すれば、上場基準や継続基準の監視などが、十分に行われないのではないかといった懸念も生じるだろう。そこで SEC は、今回の規則提案において、新たにレギュレーション AL を制定し、自市場上場に関する規制を設けることを提案している¹²。

レギュレーション AL は、SRO またはその関係会社が発行する証券の自市場への上場については、当該 SRO の規制監督委員会が上場基準に合致していることを審査するよう求めている（規則 800(b)(1)）。自市場への上場後は、上場維持基準の適合状況や自市場株式等の取引状況等に関して、SEC に対して、規制監督委員会による承認を得た上で、報告書を提出することが義務づけられる（規則 800(b)(2)、(c)）。また、毎年一回、自市場に上場されている SRO またはその関係会社の発行証券が上場基準に合致していることを分析した第三者による報告書も提出しなければならない。

なお、SRO は、自社または関係会社の証券に対して、他の上場証券に関するものと重要な点で異なる上場基準等のルールを適用してはならないものとされる（規則 800(d)）。これは、自市場上場によって、SRO の株式

等が特に有利な取扱いを受けることを防止するための規定である。

SEC は、このほか、レギュレーション AL に基づいて要求される報告書の内容を始めとして、登録 SRO が SEC に提出しなければならない情報やその様式について詳細な規則の制定を提案しているが、極めて細かく技術的な内容にわたるため、本稿では特に取り上げない。

Ⅳ. SRO に関するコンセプト・リリース

1. SEC の問題意識

1) SRO に内在する利益相反

上の規則提案は、レギュレーション AL の施行が公布から 1 年後とされるなど若干の違いはあるものの、基本的には、全て、正式な規則採択後、速やかに実施されるべき内容を盛り込んだものである。これに対して、規則案と同時に発表されたコンセプト・リリースでは、より長期的な観点から、SRO のあり方をめぐって今後検討されるべき課題が提示されている。

SEC は、SRO 制度には、次のような利益相反の問題が内在していると指摘する。

第一は、SRO が会員によって支えられるものでありながら、会員に対する検査や監督を行うことで生じる、公益と会員の私的利益との相反である。SEC は、この問題が、近年、スペシャリストの統合が進んで取引シェアの集中度が高まっていることなどで、一層先鋭になりつつあると考えている。つまり、市場運営者としての SRO のビジネスに及ぼす特定の会員の影響力が大きくなると、規制面で、手心が加えられるといった問題が生じる恐れが高まるというのである。

第二は、SRO が規制監督機能と市場運営機能を併せ持つことによって生じる、より一般的な利益相反である。これは、第一の点と

同じことのようにも思えるが、SEC は、会員業者ではない運用会社など一般の市場参加者についても、特に取引高が大きいといった理由で、規制監督上の手心が加えられることもあり得ると指摘している。

具体的には、特定のヘッジ・ファンドやミューチュアル・ファンド・ファミリーの取引シェアが市場全体の数%にまで高まっていることを指摘し、オーダー・フロー獲得競争の中で、SRO がそうした大口顧客に強い姿勢を示せない懸念もあるとしている。

また、SRO の規制監督担当者が、市場の仕組みや慣行に関する知識を市場運営部門に依存してしまい、結果的に、会員業者の利益に沿った一面的な理解に陥る危険性もあると指摘されている。

第三は、発行者との利益相反である。市場運営者としての SRO は、同時に、上場審査機能を担うが、市場運営というビジネスの拡大を志向すれば、発行者にとって有利な上場基準を設定したり、上場基準を緩やかに適用したりするという誘惑に駆られるだろう。SEC は、同じような問題は、ETF（上場投資信託）のような組成された商品の場合にも生じるとしている¹³。

第四は、株主との利益相反である。株式会社化した SRO の場合、規制監督活動は、株主の利益（とりわけ短期的な利益）に直接結び付くものではないため、少ない資源しか配分されない恐れがあるというのである。

2) その他の問題点

以上のような様々な利益相反に加えて、SEC は、現行 SRO 制度の問題点として、次のような点を指摘している。

第一は、複数の SRO が存在することによる効率の低下である。とりわけ、規制監督面において、SRO 間の機能の重複やルールの矛盾といった問題が生じているという。こうした問題を解決するために、例えば、規則

17d-2 に基づいて複数の SRO の会員となっている者に対して共同監督が行えるなど、制度面の手当てもなされているが、十分ではないと SEC は考えているようである。

第二は、市場間競争が活発化し、同じ証券について複数の取引の場が生まれていることで、違法な取引の検知が以前よりも難しくなっているという問題である。この点については、1983 年に設けられた市場間監視グループ（Intermarket Surveillance Group: ISG）が規制監督に必要な情報の集約を図り、各 SRO に提供するといった工夫もなされているが、SEC としては、更なる改善が必要と考えているようである。

第三は、SRO の規制監督活動を資金的にどう賄うのかという問題である。SRO は、資金面では主として会員の拠出金（会費）や違法行為に対して課せられる制裁金、過怠金によって支えられるのが当然とされてきたが、会員が納得できる資金負担の範囲内で公益の観点から必要な規制監督活動が十分に維持されるかどうかは明らかではない。SEC は、現在 SRO が徴収している各種手数料の実態にも触れつつ、この点を詳細に議論している。

2. SRO 改革の選択肢

SEC は、コンセプト・リリースにおいて、以上のような SRO の抱える問題を解決するためには、次の 7 通りのアプローチがあるとの見解を示し、関係者によるコメントを求めている（図表 2）。

第一は、現在の SRO の仕組みを基本的に維持するというものである。その観点から、SEC は、上述の SRO のガバナンス向上を図るための規則案の意義を強調している。しかし、同時に、規則案が全ての問題を解決するわけではないとの認識を示し、とりわけ、公益理事や独立取締役が、専門知識の面で社内や会員出身の役員に依存せざるを得ないといった問題や規制監督の費用を市場間でどう分

図表 2 SEC の示した SRO 改革の選択肢

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
自主規制機能 市場規制 会員規制	現状維持	別会社化	現状維持 統一機関	現状維持 分離	新SRO	新機関	SEC
市場運営機能	現状維持	別会社化	現状維持	現状維持	現状維持	現状維持	現状維持

(出所) 野村資本市場研究所作成

担するかといった課題も残ると指摘している。

第二は、現在の SRO を基本的に維持したままで、規制機能と市場運営機能を別会社化するよう義務づけるというものである。SEC は、これによって、機能の分離がより明確になるとしつつも、一つの親会社の下に規制会社と市場運営会社がある限り、市場間競争のプレッシャーにさらされる点に変化はないとも指摘している。

第三は、SRO の自主規制機能を二つに分け、市場を運営する SRO は、自市場における売買の監視や市場ルールの遵守状況の監督といった市場規制のみを行い、業者の財務状態、顧客口座の取扱い、外務員規制、支店規制、販売ルール規制など会員規制を専門的に行う新たな自主規制機関を市場全体で一つだけ設けるというものである。SEC は、これをハイブリッド・モデルと呼んでいる。

SEC は、このハイブリッド・モデルは、自主規制と市場運営の利益相反という問題を解決するとしながらも、同時に、新 SRO が市場運営から離れることで専門的な知識レベルが低下する可能性や市場規制との境界領域にあたるような問題の規制が難しくなるといった問題点が生じるとしている。また、市場規制のレベルが市場ごとに異なるといった問題は持続するとも指摘している。

第四は、ハイブリッド・モデルの変形として、会員規制だけを行う SRO を複数設けるというものである。SEC は、これを競争的ハイブリッド・モデルと呼んでいる。SEC によれば、これは、現在の SRO の自主規制

機能を二つに分離した上で存続させるという妥協的な解決策であるという。しかし、会員規制に関する統一的な基準を設けることで、規制の統一性も確保できる一方、会員規制 SRO 間の競争によって、手数料などのコストが低下することも期待できるという。

第五は、自主規制全般を行う単一の SRO を新たに設立するというものである。この場合、市場運営者は、自主規制機能を失い、現在の代替取引システム (ATS) と同じように、SRO への登録を受けることになる。SEC は、このアプローチは多くの問題の解決につながるとしながらも、SRO が市場規制に関する専門性を低下させる恐れがあることや会員の会費によって運営される以上、費用分担比率の高い会員の影響を受けやすいという問題は残ることなどを指摘している。

第六は、会員業者が会費を分担するのではないため SRO とは言えない新たな単一の規制機関を設立するというものである。SEC は、これはサーベンス・オックスレー法に基づいて公開会社会計監督委員会 (PCAOB) が設置された会計士規制と類似したアプローチであるとしている¹⁴。

SEC は、このアプローチは多くの問題を解決し、会員間の利益相反といった問題も解消されるとしながらも、市場規制に関する専門性の低下や SEC と新規規制機関の機能重複の懸念などの問題もあると指摘している。

第七は、SRO を全面的に廃止し、SEC が全ての規制機能を担うというものである。SEC は、このアプローチは会員間、SRO 間

等の利益相反や矛盾の解決につながるとしつつも、SEC が細かな技術的な問題について業界の支援を受けずに解決していくことの難しさや連邦機関として規則制定等が柔軟に行えない点などを問題として指摘している。また、SEC は、1964 年から 1983 年まで実施された NASD に加盟しない店頭取引業者に対する直接規制（SECO プログラム）が失敗に終わったことを引き合いに出し、SEC による直接規制の難しさを強調している。

V. おわりに

SEC の規則提案とコンセプト・リリースは、証券市場における自主規制のあり方をめぐる論点や課題を包括的に提示したという点に最大の意義が求められる。既に、NYSE を始め多くの SRO がガバナンス改革に取り組んでいることもあり、規則の内容自体は、原案通り採択されたとしても、大幅な機構改革が必要となるといった影響を及ぼすものではない。

証券取引所や証券業協会、証券会社の私設取引システム（PTS あるいは ATS）といった市場運営者がお互いに競争しながらオーダー・フローの獲得をめざすことで、証券市場全体の効率性が高まっていくという市場間競争は、世界の現実であり、考え方としても、概ね肯定されていると言って良い。わが国においても、1998 年の金融ビッグバン以降、市場間競争を促進するための制度改革が進められてきた。

市場間競争という現象を肯定的に評価するとしても、それが、伝統的な市場運営者による自主規制に与える影響を無視するわけにはいかない。わが国においても、とりわけ証券取引所の株式会社化をめぐって、自主規制機能に好ましくない影響を及ぼしかねないといった懸念が表明された¹⁵。また、英国のように、業態別に組織されていた自主規制機関を

廃止するとともに、取引所が担ってきた上場審査機能も政府の監督当局（FSA）に移管するといった例もみられる。

現在のところ、わが国では、株式会社組織となった東京証券取引所が、自主規制の意義と役割を強調するなど、従来の仕組みを大きく見直そうとする気運はない¹⁶。また、今回の規則改正やコンセプト・リリースで SEC が指摘した問題点についても、例えば、株式会社取引所の株式の自市場上場については、金融庁による上場審査が法律で定められている（証券取引法 110 条 2 項）ほか、株式会社組織の取引所の大口株主に対する規制も行われているなど、既に手当てがなされている面が少なくないのも事実である。

もちろん、SEC 規則案の内容は、今後、東証を始めとするわが国の自主規制機関のガバナンスのあり方を検討する上で大いに参考となろう。また、わが国においても、現在の自主規制のあり方が最善のものと言えるかどうか、不断の検討を続けていくことは重要である。今回、SEC が提示した自主規制をめぐる様々な論点と対応策は、その意味でも示唆に富んでいる。

¹ SEC, Release No. 34-50699, Fair Administration and Governance of Self-Regulatory Organizations, November 18, 2004.

² SEC, Release No. 34-50700, Concept Release Concerning Self-Regulation, November 18, 2004.

³ 証券市場における自主規制の意義や課題については、大崎貞和『金融構造改革の誤算』（東洋経済新報社、2002 年）224～232 頁参照。

⁴ 大崎貞和『株式市場間競争』（ダイヤモンド社、2000 年）50～53 頁。

⁵ 関雄太「ニューヨーク証券取引所のガバナンス改革をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号、及び同「ニューヨーク証券取引所の新たな統治機構とスペシャリスト問題」『資本市場クォーターリー』2004 年冬号参照。

⁶ もちろん、SRO の定款及び諸規則は、SEC による承認を受ける必要があるため、SRO のガバナンスに対して SEC が全く関与しなかったわけではない。しかし、今回提案されたような原則を定める共通のルールは存在しなかったのである。

⁷ 17 CFR Part 240 § 240.6a-5, § 240.15Aa-3.

⁸ 既に SEC は、理事会メンバー全員に会員からの独立を求める NYSE 規則を、会員を公正に代表する理事会を設けることを定めた証券取引所法の規定に違反しないとして承認している。

⁹ SEC, Release No.34-50170 (August 9, 2004).

¹⁰ SEC, Release No. 34-49098 (January 16, 2004), No. 34-49718 (May 17, 2004).

¹¹ 17 CFR Part 240 § 240.17a-27.

¹² 17 CFR Part 242 § 242.800.

¹³ SEC は、有力な会員が組成した ETF に関して特に有利な取扱いが行われる危険性を指摘しているが、アメリカン証券取引所の子会社が SPDR (S&P500 指数に連動する ETF) を開発したように、SRO である取引所自身が組成に係わるケースもあることを忘れてはならないだろう。

¹⁴ PCAOB については、淵田康之・大崎貞和編『検証アメリカの資本市場改革』（日本経済新聞社、2002年）第2章参照。

¹⁵ 例えば、大崎貞和「市場間競争と証券取引所のあり方」『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。

¹⁶ 例えば、東京証券取引所「証券取引所の自主規制に関する研究会中間報告書」（2004年6月）参照。