

## 新たな自主規制機関 FINRA の誕生

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. 全米証券業協会（NASD）とニューヨーク証券取引所（NYSE）の会員規制機能（NYSE レギュレーションによって担われていた）の合併により、米国証券業界の新たな自主規制機関 FINRA（金融取引業規制機構）が発足した。FINRA は、約 5100 社にのぼる全米の会員証券会社や登録外務員の監督などを行い、米国証券業界の自主規制の中心的な役割を担うことが期待されている。
2. NYSE の株式会社化・上場や、米国の証券市場規制における国際競争力の議論などを背景に進んできた米国の自主規制機関の再編は、FINRA の誕生によってひとつの節目を迎えたと言える。
3. 今後は、FINRA の独立性とガバナンス、自主規制の効率性、ルールブックの統一などが注目点となろう。

## I 米国証券業界の自主規制と FINRA

2007 年 7 月 30 日に米国証券市場の新たな自主規制機関（SRO）、Financial Industry Regulatory Authority（FINRA、金融取引業規制機構）が発足した<sup>1</sup>。これに先立つ 7 月 26 日に、米国証券取引委員会（SEC）は、全米証券業協会（NASD）とニューヨーク証券取引所（NYSE）の会員規制機能の統合、NASD の定款変更<sup>2</sup>に最終的な認可を与えている。

今回誕生した FINRA は、米国証券業界において、自主規制の中心的な役割を担うこととなる。FINRA は、SEC の監督の下、登録外務員の教育試験、投資家・証券会社間の紛争における仲裁・調停などを含む各種の規則を制定するとともに、約 5100 社にのぼる全米の会員証券会社（登録外務員数は 66 万 5000 人超）に対して監査を実施することとなる。また、契約関係に基づいて、ナスダック・ストック・マーケット、アメリカン証券取引所、インターナショナル証券取引所、シカゴ天候デリバティブ取引所の市場監視業務を行う。

<sup>1</sup> 新 SRO の名称は、当初 FINRA ではなく「SIRA（Securities Industry Regulatory Authority）」となる予定だったが、6 月 20 日に発表したところ、イスラム教関係者より異論がでて変更を迫られた。SIRA の発音が、預言者ムハンマドの伝記「シラーSirah」を彷彿とさせる点が批判の対象になったという。“NASD Arm’s Name Lands Regular in Alphabet Soup”, WSJ, 7/13/2007 参照。

<sup>2</sup> <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-151.htm> および <http://www.sec.gov/rules/sro/nasd/2007/34-56145.pdf> を参照。

米国の SRO 制度はもともと、証券取引における一定の規制や基準の執行に関する権限を SEC が NASD と国法証券取引所に与えるという形で、1930 年代につくられたものである。しかし、市場間競争の活発化、取引所の株式会社化が進展する中で、市場運営と自主規制との関連、ガバナンスなどを論点として新たな SRO 規制の枠組みが議論されるようになっていた<sup>3</sup>。そして、図表 1 に見られるように、米国最大の取引所 NYSE において、ガバナンス体制の改革、会員規制部門の独立化が行われると、その後はさらに、株式会社への組織変更、上場・M&A が矢継ぎ早に起きた。その一方、2006 年頃から、米国資本市場の国際競争力低下が議論されるようになると、重複による非効率な金融規制の代表的な例として、NASD と NYSE レギュレーションの併存に対する批判が高まっていたため、2006 年 11 月の NASD と NYSE の会員機能統合発表は、おおかたの市場関係者から積極的に受け止められていた<sup>4</sup>。FINRA の運営開始により、2004 年前後から活発に繰り広げられてきた米国 SRO の再編・ガバナンスを巡る動きは、ひとつの節目を迎えたといえる。

図表 1 米国の証券取引所、自主規制機関を巡る動き

2004 年 1 月	ニューヨーク証取 (NYSE) の最高規制責任者 (チーフ・レギュラトリー・オフィサー) にリチャード・ケッチャム氏が就任 (前年に起きた NYSE 理事長の高額報酬問題に端を発した統治機構改革によって創設されたポスト)。
2004 年 11 月 18 日	SEC が自主規制機関 (SRO) のガバナンスのあり方に関する規則案と SRO に関するコンセプト・リリースを発表。
2005 年 4 月 6 日	SEC が、一定の条件で自動執行システムを通じたトレード・スルーを容認するレギュレーション NMS を正式採択 (2006 年 6 月からの段階的適用)。
2005 年 4 月 20 日	NYSE が電子取引所アーキペラーゴの持株会社と合併することで合意。市場運営部門の株式会社化と自主規制部門の独立非営利機関への移管も合わせて発表される。
2005 年 4 月 22 日	ナスダックが大手 ECN アイネットの買収を発表。
2006 年 3 月	NYSE=アーキペラーゴの統合が実現、持株会社 NYSE グループが発足 (NYSE は会員組織から株式会社への組織変更。また NYSE グループ株は NYSE に上場)。同時に NYSE レギュレーションの設立。旧アーキペラーゴは NYSE アーカ取引所に名称変更したが、自主規制業務を NASD に委託。
2006 年 6 月 2 日	NYSE とユーロネクストが経営統合に合意。
2006 年 8 月	ナスダックが正式に取引所化、主要な自主規制業務を NASD に委託 (足掛け約 10 年に及んだ NASD とナスダックの分離プロセスが正式に完了)。
2006 年 9 月	メアリー・シャピロ氏がロバート・グラウバー氏に代わり NASD の CEO に就任。
2006 年 11 月 28 日	NYSE グループと NASD が、両社の会員監督機能を統合し、新たな SRO を設立することで合意したと発表。
2007 年 1 月	NASD 会員企業が NYSE との会員監督機能統合に合意。
2007 年 3 月	新 SRO のシャピロ CEO が、組織構造に関する重要な人事などを発表。NASD が定款変更を SEC に申請。
2007 年 7 月 30 日	FINRA 発足
2007 年 10 月 26 日	第一回 FINRA 年次総会

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 近年の米国の自主規制機関のガバナンスに関する改革と再編の動向について、大崎貞和「米国証券市場における自主規制見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2005 年冬号、同「米国証券市場における自主規制機関の再編」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号参照。

<sup>4</sup> 米国の金融規制に対する批判などについて、関雄太・岩谷賢伸「米国資本市場の競争力低下と規制改革を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号など参照。

## II FINRA のガバナンス体制

FINRA の会長（非常勤）には NYSE レギュレーションのリチャード・ケッチャム CEO、同じく CEO には NASD のメアリー・シャピロ会長兼 CEO が就任した。FINRA の主な事業部門は、①会員規制（リスク監督・オペレーション規制部 Department of Risk Oversight and Operational Regulation、販売行為規制部 Department of Sales Practices Regulation の 2 部に分かれる）、②執行、③紛争処理、④テクノロジー、⑤その他（リスク評価、投資会社規制、投資家教育など）となっている。

8月2日には、FINRA の中心的な経営機構である理事会（Board of Governors）の暫定的なメンバーが発表された。暫定的といっても、ほとんどのメンバーが 10 月の年次総会で承認されれば、その後 3 年間の移行期間（Transition Period）中、理事を務めることになる（移行期間終了後は、後述する指名委員会が一定の手続の下で指名もしくは選挙を実施し理事会メンバーを定める）。

移行期間中の FINRA の理事会は、23 名の理事から構成される。この内訳は、まず 11 名の外部理事（Public Governors）、次に 10 名の業界理事（Industry Governors）、さらに執行役員代表としてのケッチャム会長とシャピロ CEO である。移行期間終了後は、NYSE レギュレーション CEO の理事ポストがなくなり、理事会メンバーは 22 名となる。図表 2 に見られるように、直近まで NASD もしくは NYSE レギュレーションの理事職を務めていたメンバーがほとんどであり、さらに外部理事については、11 名のうち 5 名が NASD から、5 名が NYSE から指名を受けて就任しており、両機関のバランスをとる意図がうかがえる。外部理事の中では唯一、ハービー・ゴールドシュミット氏（元 SEC コミッショナー）だけが、NASD と NYSE から共同で指名された形となっている。

会員証券会社を代表する 10 名の業界理事については、新しい定款で、出身母体のカテゴリー別に定員が定められた。すなわち、10 名のうち、①3 名は大規模会員（所属する登録外務員が 500 名以上）から、②3 名は小規模会員（所属登録外務員 150 名以下）から、③1 名は中規模会員（所属登録外務員 151~499 名）から、④1 名は NYSE フロア・ブローカーから、⑤1 名はインデペンデント・コントラクターから、⑥1 名は投資会社（資産運用会社）からという構成である。そして、移行期間終了後には、上記①から③までの業界理事 7 名は 3 つの「クラス」に分けられ、任期を一年ごとにずらして改選されることとなる。また FINRA には、理事によって運営される経営機構として、小規模会員理事委員会、大規模会員理事委員会、指名委員会、ファイナンス委員会、監査委員会が設置される。移行期間中は、上記に加え NASD グループ委員会、NYSE グループ委員会、統合委員会が設置される。

このように、FINRA のガバナンス体制は、証券業界の内と外、会員証券会社の規模の大小、NASD と NYSE という 3 つのバランスに配慮して設計されており、関係者の苦慮の跡がうかがえる。

図表 2 2007 年度 FINRA 理事会メンバー

氏名	役職	代表	合併前の理事職	
			NASD	NYSE-R
Richard Ketchum	FINRA会長兼NYSEレギュレーションCEO	—		X
Mary Schapiro	FINRA CEO	—	X	
Charles Bowsher	前米国会計検査院長	外部	X	
John Brennan	バンガード（資産運用）	投資会社	X	
Ellyn Brown	ブラウン&アソシエイツ（元メリーランド証券委コ ミッショナー）	外部		X
Richard Brueckner	パーシング	証券業界（大）	X	
James Burton	ワールド・ゴールド・カウンシル	外部	X	
Sir Brian Corby	元プルデンシャル・コーポレーション	外部	X	
John Dolan	ケロッグ・スペシャリスト・グループ	フロア・ブローカー		
Dennis Ferguson	スターン・アジー&リーチ	証券業界（中）	X	
Harvey Goldschmid	ワイル・ゴッサル・マンジェス法律事務所（元SEC コミッショナー）	外部		
Willam Heyman	トラベラーズ（保険）	外部	X	
Shirley Ann Jackson	レンセラー工科大学	外部		X
Robert Muh	サッター・セキュリティーズCEO	証券業界（小）		
Robert McCann	メリル・リンチ	証券業界（大）		
Richard Pechter	元DLJフィナンシャル・サービス会長	外部		X
Thomas Russo	リーマン・ブラザーズ	証券業界（大）		
Mark Sargent	ヴィラノバ大学ロースクール	外部		X
Joel Seligman	ロチェスター大学学長	外部	X	
John Simmers	INGアドバイザーズ・ネットワーク	独立系	X	
Donald Steel	ブランド・インベストメント・カンパニー社長	証券業界（小）		
Kurt Stocker	ノースウェスタン大学	外部		X
Duncan Williams	ダンカン・ウィリアムズ・インク社長	証券業界（小）		

（注） Muh, Steel, Williams の各氏は 10 月 26 日年次総会において選出されると理事に就任する。それまでは John Bachmann, LaRae Bakerink, Brian Kovack の各氏が暫定的に理事を務める。  
 （出所） FINRA 及び NYSE レギュレーションのホームページより野村資本市場研究所作成

### III FINRA 誕生の意義と課題

FINRA 誕生の意義と今後の課題については、以下の点を指摘できよう。

第一に、統合の実効性である。もともと、NASD と NYSE の会員監督機能の統合を推し進める背景になっていたのは、検査・監督の重複とそれに伴うコストに対する米国証券業界の不満であり、実際に、昨年末以降の資本市場の国際競争力低下をめぐる論議の中でも、二重の規制遵守負担の解消がたびたび提言されてきた。

FINRA の誕生により、特に NYSE 会員である大手証券会社を中心に規制対応コストの削減が図られるという評価が多いが、実際にどの程度の軽減がなされるのかが今後問われることになる。また、NYSE はすべての自主規制機能を FINRA に統合したわけではなく、NYSE レギュレーションは、市場監督機能と上場審査・上場会社管理に関する業務を継続することになる。このうち、市場監督機能について、市場間競争の観点から恣意的な規制・執行が行われる可能性を排除できないという声もあり、今後課題を残している<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> 具体的には、例えば、NYSE と競合する取引プラットフォームを運営する会員証券会社への規制を重くする、逆に NYSE での取引高が大きい市場参加者に対して規制を軽くするといった可能性である。2007 年 5 月 17 日 上院銀行委員会公聴会におけるジョン・コーヒーコロンビア大学教授の証言など参照。

第二の課題は、上記の点とも関連するが、ルールブックの統一である。NASD、NYSEとも、証券業界の新たなスタンダードとなる単一ルールブックの策定を統合のゴールとして掲げており、新生 FINRA の最重要プロジェクトと位置づけられている模様である。シャピロ CEO は、5月17日の上院銀行委員会公聴会において「ある意味において、既存の2つのルールブックは補完的な存在である。NASD は投信・変額年金を含む投資商品全般の販売行為について専門性を有しており、NYSE レギュレーションはコーポレートファイナンスやオペレーションの分野で優れているため、互いの強みを取り入れたルールブックにしたい」と証言している。シャピロ CEO のこうした考えは、FINRA の新体制において、会員規制部門をリスク監督・オペレーション規制部と販売行為規制部の2つに分けたことなどにも反映されているが、NYSE で活用されていた規則を NASD の会員の多くを占める中小・零細の証券会社にどの程度適用できるのか、など課題も多いとみられる。

第三は、FINRA のガバナンス体制と理事会の独立性である。上述したように、移行期間の理事会（23名）においては、外部理事の数が11名と過半数を割れており、独立・外部のボードメンバーを過半数にしなければならないという、かつて SEC が国法証券業協会に関する規則改正案で示した基準には合っていない<sup>6</sup>。また、23名（移行期間終了後22名）という理事の数が多すぎるのではないかという批判がでる可能性もある。一方、会員証券会社から選出される理事についても、証券業界からは、もっと多くの業界代表が理事会に入るべきだという声や、会員を公正に代表する体制（Fair Representation）が確保されていないという不満が出ている。後者は、FINRA の理事会メンバー構成において企業規模別に枠が設けられたために、小規模証券会社から見れば「1社1議決権原則」が堅持されていた旧 NASD 時代に比べ、小規模会員の権利が制限されているという批判である<sup>7</sup>。事業の規模や複雑性、顧客数などで大きな格差を持つ多様な会員証券会社を抱えることになった FINRA 独特の問題として、当面の間はやや政治色の強い議論が続くそうである。

上記の他にも、新 SRO において仲裁・調停制度はどのように運用されるのか、SEC の FINRA に対する監督が円滑に機能するのかなど、多くの注目点がある。FINRA 誕生によって米国証券市場の自主規制に関する改革は一段落したと見るべきではなく、むしろ FINRA と SEC はこれから多くの課題に直面することになるといえるだろう。また、FINRA が今後、実効的な自主規制活動を展開できるのかどうかは、取引所や証券会社の再編が続いている世界の市場関係者・規制当局からも大きな注目を集めることになると思われる。

<sup>6</sup> 1934年証券取引所法規則案 15Aa-3。2004年11月に提案されたが、その後、最終採択に至っていない。

<sup>7</sup> 実際、フロリダ州に本拠を持つ中小証券会社の団体である Financial Industry Association (FIA)は、10月の年次総会へ向け、FINRA の小規模会員代表の理事候補に対抗する独自の候補を推薦している。“FIA names FINRA board challengers”, Investment News, 8/10/2007 など参照。