

## 米国の自主規制機関 FINRA が進める自己改革の背景と今後の展開

齋藤 芳充、吉川 浩史

### ■ 要 約 ■

1. 米国における証券会社の自主規制機関（SRO）である FINRA は、2017 年 1 月以降、ロバート・クック CEO の下で、包括的かつ組織横断的な自己改革として「FINRA360」と呼ばれる取組みを進めている。
2. この取組みの背景には、会員数の減少といった環境の変化や、一部会員にとって重い負担となっているとされる会費の問題、業務運営における透明性及び SRO としての「自主性」の欠如といった FINRA に対する証券業界からの批判がある。
3. FINRA360 では証券業界が FINRA に対して抱える不満を解消し、会員証券会社との関係性強化や業務・財務面での透明性向上を図るため、会員との対話充実や情報開示の強化、現行規制の見直しといった具体的な対応策を実施している。
4. 現在のところ、FINRA360 は各業界団体や SEC から一定の評価を受けてはいる。その一方で、新たに SEC 委員となったピアース氏は FINRA に対し厳しい立場をとる人物として知られている。改革の進捗次第では SEC による FINRA 規制強化に繋がる可能性もあり、今後の動向が注目される。

## I. 設立 10 年目を迎えて改革に乗り出した FINRA

米国の金融取引業規制機構（FINRA: Financial Industry Regulatory Authority）は、2007 年 7 月に全米証券業協会（NASD: National Association of Securities Dealers）とニューヨーク証券取引所（NYSE）の自主規制部門が統合して誕生した自主規制機関（SRO: self-regulatory organization）であり、投資家保護と市場の透明性・健全性の向上をミッションとしている<sup>1</sup>。自主規制とは、法令によるものではなく、自治の精神に基づき、自ら策定した規則によって自らを律することを指し、SRO はその担い手である<sup>2</sup>。

FINRA 設立後の 10 年間で、世界金融危機の発生やその後の規制改革の実施、金融業界の情報化の進展等、証券市場・業界を取り巻く環境は大きく変化してきた。2016 年 8 月か

<sup>1</sup> 統合までの経緯について、詳しくは関雄太「新たな自主規制機関 FINRA の誕生」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号を参照。

<sup>2</sup> 日本証券業協会による定義。日本証券業協会は、日本の金融商品取引法に基づく自主規制機関。

ら FINRA の CEO を務めるロバート・クック氏は、証券会社や投資家、FINRA 職員といった幅広いステークホルダーとの対話に基づき、2017 年 1 月に包括的かつ組織横断的な自己改革を行う方針を発表した<sup>3</sup>。この取組みは「FINRA360」と名付けられ、既にいくつかの具体策が開始されている。

## II. FINRA を取り巻く環境変化と証券業界からの批判

### 1. FINRA の概要

FINRA は 3,800 社を超す証券会社とその従業員約 63 万人を管轄し、全米に 16 ヶ所の拠点と 3,500 人以上の職員を有する民間非営利団体の SRO である。米国では、1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) の定めにより、証券会社は原則として登録証券業協会 (registered securities association) の会員となる必要があり、現在登録証券業協会として認められている組織は FINRA のみである<sup>4</sup>。

FINRA の自主規制は米国証券取引委員会 (SEC: Securities and Exchange Commission) の監督の下で行われている。その自主規制の範囲は幅広く、①自主規制規則の制定と執行、②詐欺や不公正取引の分析、③市場取引の監視・検査、④証券会社従業員の試験・研修、⑤店頭取引報告システムの運営、⑥会員・顧客間の紛争解決、⑦広告・引受の公正性審査、⑧一般向けの投資教育を行っている<sup>5</sup>。主に実務と密接に係る分野の規制・監督や、証券業務に限らない会員及び従業員の非合法・非倫理的行為に対する処分といった役割を担っていると言える<sup>6</sup>。これらの分野が SRO に委ねられた背景には、連邦当局による規制では行政コストが高くなるため、会費で運営される自主規制の仕組みを利用し、限られた当局のリソースの有効活用を図る狙いがある。また、複雑な証券取引の慣行に対する規制には、会員証券会社との対話を通じて業務への深い理解を有する SRO が、規則制定から執行まで関与することが望ましいとの理由もあった<sup>7</sup>。

### 2. FINRA を取り巻く環境変化

FINRA にとって、この 10 年間で最も大きな変化は会員数の減少だろう。2007 年から 2016 年までで会員数は約 3 割減少しており (図表 1)、その一因は会員の費用負担の増加にあると考えられる。FINRA の収入の多くは、会員証券会社が FINRA による規則策定等の対価として支払う規制業務関連費用と、従業員の登録・研修に対して支払う会員登録関連費用等によって賄われている。金融危機後の規制強化によって、FINRA が会員から徴収する規制関連費用の額は増加し (図表 2)、会員あたりで年間数千から数千万ドルになると言われ

<sup>3</sup> FINRA, "Remarks: SIFMA Compliance and Legal Society," Jan 10, 2017.

<sup>4</sup> SEC ウェブサイト (Self-Regulatory Organization Rulemaking) に掲載された 2017 年 12 月時点のリストに基づく。

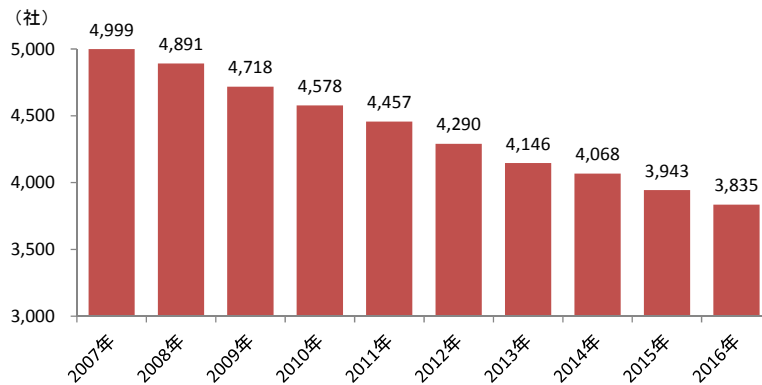
<sup>5</sup> FINRA, "2016 FINRA Annual Financial Report," Jan 26, 2017.

<sup>6</sup> 日本証券業協会「FINRA における自主規制について (調査結果概要)」(平成 22 年 3 月 29 日)

<sup>7</sup> SEC, "CONCEPT RELEASE CONCERNING SELF-REGULATION," March 8, 2005.

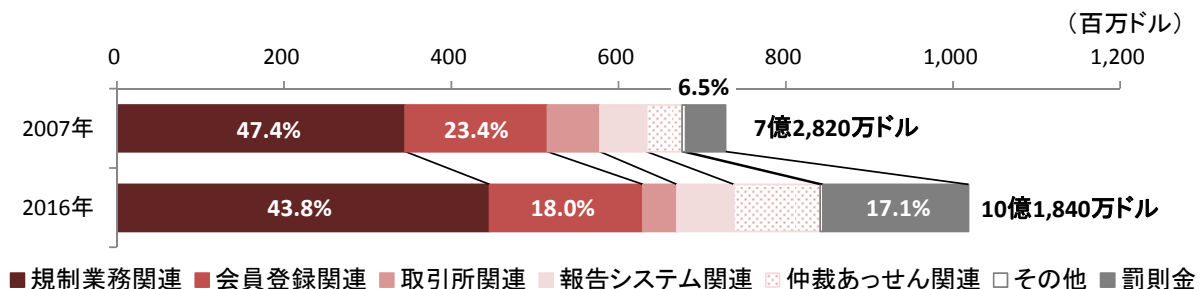
ている。中小証券会社員の中には、このコスト負担を避けるために FINRA の規制が及ばない登録投資アドバイザー（RIA）に鞍替えする者もいるという<sup>8</sup>。

図表 1 FINRA の会員証券会社数の推移



(出所) FINRA ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 2 FINRA の収入内訳の変化



■ 規制業務関連 ■ 会員登録関連 ■ 取引所関連 ■ 報告システム関連 ■ 仲裁あっせん関連 □ その他 ■ 罰則金

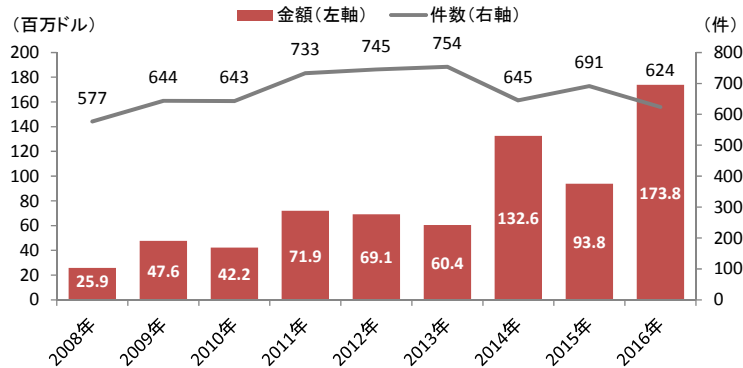
(出所) 各年の FINRA アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

また、FINRA は会員証券会社の不正行為に対して、罰則金の支払いや従業員の登録取消といった処分を行うことができる。この罰則金の額が増加傾向にあり、2008年に1件当たり4万8,500ドルだった罰則金の平均額は、2016年には1件当たり27万8,500ドルにまで増加しているが（図表3）、徴収した罰則金の使途が不透明である点が問題視されている。FINRA のアニュアルレポートでは、「罰則金は通常の収入とは切り離して扱われており、委員会と理事会による承認を得た規制関連のプロジェクトにのみ使われている」との記載があるのみで、その使途の詳細までは公表されていない。また、FINRA の予算増加につながることから、罰則金を課すインセンティブが生じている可能性もある。米国の保守系シンクタンクであるヘリテージ財団（The Heritage Foundation）は、これを利益相反であるとして、罰則金は投資家保護基金か国庫に全額納入すべきであると主張している<sup>9</sup>。

<sup>8</sup> “Finra: Who’s watching the watchdog?” *InvestmentNews*, Sep 2, 2017.

<sup>9</sup> David R. Burton, “Reforming FINRA,” *The Heritage Foundation: BACKGROUNDER No.3181*, Feb 1, 2017.

図表 3 FINRA が得た罰則金の金額と件数の推移

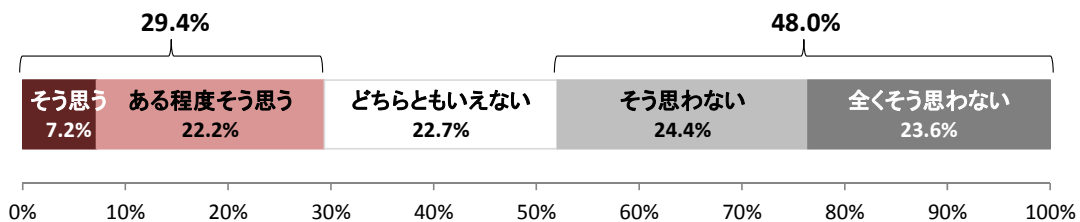


(出所) 各年の FINRA アニュアルレポートより野村資本市場研究所作成

### 3. 証券業界からの批判

証券会社等の業界団体である米国証券業金融市場協会 (SIFMA: Securities Industry and Financial Markets Association) は、現在の FINRA が、会員との対話を通じて市場・業界に対する深い理解を得るといふ SRO としての機能を失っていると指摘している<sup>10</sup>。そのため一部の証券会社は FINRA を SRO ではなく、SEC と同列の単なる規制当局として見ているという<sup>11</sup>。FINRA の会員証券会社の代表 363 名を対象に行ったアンケート調査では、FINRA が証券規制で果たす役割について、肯定的な意見が 3 割程度であったのに対して、否定的な意見は 5 割近くを占めるという結果になった (図表 4)。背景には、FINRA の業務運営における透明性と、SRO としての「自主性」の欠如に対する不満があると考えられる。

図表 4 「FINRA は証券規制で良い役割を果たしているか」に対する回答結果



(出所) 脚注 8 資料より野村資本市場研究所作成

#### 1) 業務運営における透明性の欠如

前述の通り、会員数が減少しているにもかかわらず、FINRA が会員から徴収する費用は増加傾向にある。会費は、検査費用や教育・研修費用等、複数の名目で徴収されているが、

<sup>10</sup> SIFMA は 2007 年に証券業界協会 (SIA: Securities Industry Association) と債券市場協会 (BMA: Bond Market Association) が統合してできた業界団体である。登録証券業協会ではないため、FINRA のような自主規制機能を持たず、証券会社や銀行、運用会社らの利益を代弁する団体としてロビー活動等を行っている。

<sup>11</sup> SIFMA, "Re: Special Notice –Engagement Initiative," May 8, 2017.

それぞれの費用が何に使われたのかについては公表されていない。会員代表者に対するアンケートでも全体の6割が、FINRAの財政は不透明でありSECの監査が必要だと回答している。SIFMAも、情報公開の不足が、FINRAが会費を徴収することの正当性を損ねているとして、SROが会員組織だとしても、会費を徴収する権限が無制限にあるわけではなくと批判している。

財務面だけでなく、自主規制のプロセスでも透明性の欠如が指摘されている。FINRAでは規則の策定や業界に関連する課題について協議する際、会員代表者や有識者から構成される様々な委員会を開催することで意見の収集を図っている。しかし、こうした委員会メンバーの選定プロセスが不透明で、名簿さえ公表されていないケースがあるとSIFMAは指摘している。加えて、委員会で提示された資料や議事録の公表もされていない。こうした規制策定プロセスにおける透明性の欠如に関し、SIFMAだけでなく米国投資会社協会（ICI: Investment Company Institute）や金融サービス協会（FSI: Financial Services Institute）といった他の業界団体からも改善を求めるコメントが出されている<sup>12</sup>。

## 2) SROとしての「自主性」の欠如

SIFMAは、自主規制のプロセスにおける透明性の欠如が、会員からのインプットを規制の内容に反映するSROの機会も奪っているとも指摘している。FINRAでは、規則策定を行う際にはパブリックコメントを募集して業界内外の意見を反映する機会を設けている。しかし、委員会の議事録が公表されていないため、パブリックコメントの意見が十分に検討され、その後の規制に反映されたか判断・検証することが難しい。このことが結果として、不必要なまでにコストの高い規制の導入を招いてしまう可能性があると主張する。

会員の意見が十分に検討されなかった例として、SIFMAはCARDS（Comprehensive Automated Risk Data System）計画を挙げている。CARDS計画は、市場監視の効率化を目的に、証券会社の口座データを自動的に収集するシステムとしてFINRAによって2013年12月に提案された<sup>13</sup>。これに対してSIFMAは、パブリックコメントでシステムの開発・維持コストの高さや、サイバーセキュリティに関する懸念、既にSEC主導で検討されていたCAT（Consolidated Audit Trail）と重複するという点から、計画そのものを支持しないと意見を提出している<sup>14</sup>。FINRAはシステムの仕様を一部見直すことで計画の継続を図ったが、最終的にはSEC委員からも批判を受け、2015年に同計画は凍結されている<sup>15</sup>。

自主性に関して、FINRAのガバナンスを批判する声もある。現在FINRAの理事会のメンバーは、会員代表者10名、業界外部の有識者である公益委員12名に、クックCEOを加えた全23名で構成されており、証券会社には会員代表者から7名の枠（小規模証券3名、

<sup>12</sup> ICI, “Re: FINRA Requests Comment on Potential Enhancements to Certain Engagement Programs—FINRA Special Notice, dated March 21, 2017,” June 19, 2017. 及びFSI, “Re: Special Notice, Engagement Initiative,” June 19, 2017.

<sup>13</sup> FINRA, “Regulatory Notice 13-42: Comprehensive Automated Risk Data System,” Dec 23, 2013.

<sup>14</sup> SIFMA, “Developing the Comprehensive Automated Risk Data System (CARDS),” Mar 1, 2014.

<sup>15</sup> “SEC’s Michael Piwowar slams Finra data-collection proposal,” *InvestmentNews*, Feb 12, 2015. 及び“FINRA’s CARDS Plan Dead on Table: Axelrod,” *ThinkAdvisor*, Nov 3, 2015.

中規模証券1名、大規模証券3名)が割り当てられている<sup>16</sup>(図表5)。理事会のメンバー構成については、FINRA 設立時から、1社1議決権を原則としていたNASD時代に比べて証券会社の権限が制限されていると指摘されている<sup>17</sup>。さらに定款において公益委員の数は会員代表者の数を必ず上回ることが定められていることから、FINRAは業界主導という「自主性」を失っており、自主規制機関ではないとの考えを持つ会員もいる<sup>18</sup>。

図表5 FINRA 理事会メンバー (2017年2月時点)

氏名	所属
☆Robert W. Cook	FINRA CEO
○Stephen M. Cutler	JPMorgan Chase & Co. (大規模証券)
○Andrew S. Duff	Piper Jaffray (大規模証券)
○Stephen A. Kohn	Stephen A. Kohn & Associates, Ltd (小規模証券)
○Brian Kovack	Kovack Securities, Inc. (中規模証券)
○Joseph M. Mecane	Citadel Securities (フロアブローカー)
○Robert A. Muh	Sutter Securities, Inc. (小規模証券)
○Kathleen A. Murphy	Fidelity Personal Investing (投資会社)
○Joe Romano	Romano Wealth Management (小規模証券)
○John W. Thiel	Merrill Lynch Wealth Management (大規模証券)
○Amy L. Webber	Cambridge Investment Research, Inc. (独立系/保険会社)
●William H. Heyman	The Travelers Companies, Inc.
●Carol Anthony (John) Davidson	Retired Senior Vice President, Controller and Chief Accounting Officer, Tyco International
●Shelly Lazarus	Ogilvy & Mather
●Joshua S. Levine	Kita Capital Management, LLC
●Brigitte C. Madrian	Harvard Kennedy School of Government
●Eileen Murray	Bridgewater Associates
●Charles I. Plosser	Former President and CEO, Federal Reserve Bank of Philadelphia
●Hillary Sale	Washington University in St. Louis School of Law
●Leslie Seidman	Former Chairman, Financial Accounting Standards Board
●Luis M. Viceira	Harvard Business School
●Elisse B. Walter	Former Commissioner and Chairman, SEC
●Susan Wolburgh Jenah	Former President and CEO, Investment Industry Regulatory Organization of Canada

(注) ○は会員代表者、●は公益委員、☆はFINRAのCEOを表す。

(出所) FINRA ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> 規模の区分は登録従業員の数による。小規模は150名以下、中規模は151名から499名、大規模は500名以上。

<sup>17</sup> 詳しくは、前掲脚注1参照。

<sup>18</sup> 前掲脚注6参照。

### Ⅲ. 改革の具体的な取組み—FINRA360—

前述の FINRA に関する会員の不満の高まりを受け、クック CEO は会員との関係性強化と透明性の確保が重要と考え、2017 年 3 月以降、「FINRA360」と銘打って次のような取組みに着手している。

#### 1. 透明性の強化

自主規制業務の透明性向上を図る目的から、各委員会の委員名簿と FINRA 担当職員の連絡先が FINRA ウェブサイトに掲載され、会員証券会社が担当職員を通じて委員会メンバーに接触できるようになった。また各委員会メンバーの選定プロセスについて情報開示を行うとともに、委員会に空席が生じた際にメンバーとして立候補する意向を予め登録することのできるエンゲージメントポータルを導入している。委員会が行う規則変更の提案に関しては、パブリックコメントで寄せられた意見に対し、FINRA の回答・対応をきちんと紐づけていくこととされた。

財務面では、2018 年 1 月に年間の予算案を初めて公表した。そこでは財政基本方針が提示され、徴収した罰則金の使途を項目別に明確に開示することや、会費の増額には積立金の取り崩しも含めた総合的検討を必ず行うこと等が明記された<sup>19</sup>。

#### 2. 会員との関係性強化

FINRA360 では、会員のコンプライアンス体制の支援と、対話の機会を充実させる取組みを通じて関係性の強化を目指すこととされている。まずはコンプライアンス支援ツールとして、2017 年 3 月から規制関係の適用開始日や報告締切日の確認を容易にするコンプライアンス・カレンダーを導入し、適宜機能を追加している。FINRA のシステム等に関する一般的な質問を受け付ける小規模証券会社向けのヘルプデスク（small firm helpline）も新たに開設した。

また前述のエンゲージメントポータル創設によって委員会メンバーへの門戸を広く開放するとともに、現在 11 ある地区委員会を 5 つの地域委員会に再編するための定款変更を提案する予定である。地区委員会の再編にあたっては、各地域の実情がより反映されるような委員会設計を同時に行うとしている。

2017 年 12 月には、会員証券会社に対する検査で発見された主要な問題点に関して取りまとめた報告書を初めて発行している<sup>20</sup>。会員はこの報告書の情報をもとにして自らのコンプライアンス体制を強化するとともに、次の検査に向けた対応を図ることが可能となるという。さらに、サイバーセキュリティやアンチ・マネー・ロンダリングといったコンプライアンスにおける重要トピックに関しては、無料のセミナーや動画を通じて情報提供の充実を図っている。

<sup>19</sup> FINRA, “FINRA Publishes Budget Summary and Financial Principles for First Time,” Jan 18, 2018.

<sup>20</sup> FINRA, “Report on FINRA Examination Findings,” Dec 6, 2017.

### 3. 現行規制の見直し

現在の FINRA による規制の内容が、全体を通じて一貫性のあるものとなっているかを調査するため、FINRA 職員によるレビューを行うとともに、会員からの意見を募集し、それらの内容を踏まえた規則の修正を行っている。その結果、現在までに、FINRA から証券会社の登録従業員の業務外活動規制の緩和や、テレワークの普及に伴う支店の実地検査要件緩和等の規則修正提案がなされている<sup>21</sup>。2017年7月には、FinTech の発展と FINRA の規制が、互いにどういった影響を及ぼす可能性があるかについて市場参加者と議論を行うために FinTech 業界委員会 (FinTech Industry Committee) を創設することが発表された。

また、これまで市場取引に関する規制と、その他広告・勧誘を含んだ規制への対応で 2 つに分かれていた FINRA のエンフォースメント部門を一つに統合する計画も明らかになっている。統合によって、案件調査の効率化と検査・監視の整合性・一貫性の向上が期待されている。

## IV. 今後の展開

FINRA360 の取組みのうち、業務運営の透明性向上は FINRA の情報開示が進むことによって比較的短期間で改善が見込まれるが、現行規則の見直しや定款変更が必要となるような組織再編については SEC による承認が必要であるため、中長期的な取組みになると思われる。クック CEO は、FINRA360 を数年単位での継続的な取組みとして位置付けており、幅広く検討を行い、SRO として改善する意向を示している。改革を通じ、SRO 本来の機能である、会員との対話による専門的知見に基づく市場・業界の実態に即した効率的な規制の導入が今以上に高いレベルで実現することとなれば、米国証券市場の発展に良い影響を与えることが期待される。

しかし、一部会員にとって重い負担となっているとされる会費、年々減少し続ける会員数、必ずしも業界がイニシアチブを取れない理事会の構成といった根本的な問題とも言える部分については未だ対応策が示されておらず、今後の改革の進捗次第では、FINRA に対する風当たりがさらに強まることも考えられる。現在でも、FINRA に対しては何らかの規制強化が必要だという意見を持つ有力者がおり、そのうちの一人にトランプ政権で新たに SEC 委員として指名されたヘスター・ピアース氏がいる。ピアース氏は 2015 年 1 月に公表した自身のレポートにおいて、FINRA が証券規制で大きな権限を有しているにもかかわらず、民間組織であるために公的な情報開示や手続きに関する法的義務を負っていない点を批判している。そのうえで、政府が FINRA に対して執るべき対応として、①SEC と統合させる、②業界のプレゼンスを高める組織再編によって「自主性」を強化する、③情報

<sup>21</sup> 登録従業員が事業外活動を行う際は雇用されている証券会社への申請が必要であったが、チャリティーや地域の事業外活動については適用除外とされた。また、顧客の個人情報や資金を取り扱わない 3 人以下の事業所は適格事業所 (qualifying office) として実地検査義務の対象から外している。



開示・手続き義務を強化する、の 3 つの選択肢を挙げている<sup>22</sup>。ピアース氏は、昨年行われた SEC 委員指名に伴う上院・銀行委員会の聴聞会においても、SEC が注力していくべき分野として FINRA の監督強化の必要性について触れている<sup>23</sup>。

FINRA360 の取組みの中心は、会員との関係性強化と透明性向上を目指したものであり、ピアース氏が提示した選択肢②、③の目指す方向と合致する。SIFMA や ICI、FSI といった各業界団体はこの取組みを評価し、FINRA からの意見募集にも積極的に協力しており、SEC のクレイトン委員長からも好意的に受け止められている<sup>24</sup>。その一方で SEC は、2018 年度の検査優先事項において、2017 年度に引き続き FINRA の規制・業務運営及び会員監査の質を注意深く監視していくことを掲げており<sup>25</sup>、ピアース氏が委員に加わったことで、FINRA への監視の目は今後より厳しいものとなる可能性もある。取組みの進捗次第では、SEC によって FINRA に対する何らかの規制強化が行われることも考えられる。いずれにせよ、FINRA360 は米国証券市場の自主規制が変わるきっかけとなるものであり、今後の動向が注目される。

<sup>22</sup> Hester Peirce, “The Financial Industry Regulatory Authority: Not Self-Regulation after All,” *Mercatus Working Paper*, Jan 6, 2015.

<sup>23</sup> SIFMA, “SBC Nominations Hearing,” Oct 24, 2017.

<sup>24</sup> SEC, “Remarks at FINRA and Columbia University Market Structure Conference,” Oct 26, 2017.

<sup>25</sup> SEC, “2018 National Exam Program Examination Priorities,” Feb 7, 2018.