

NASDの機構改革

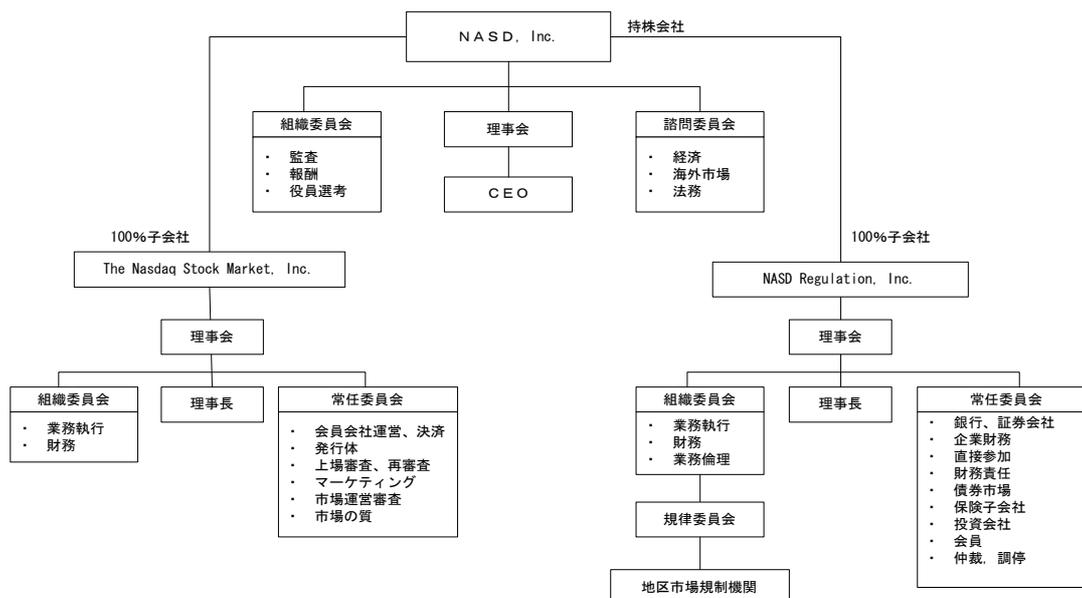
－問い直される自主規制機関の役割－

97年6月26日、米国の証券市場自主機関である全米証券業協会（NASD）の理事会は、組織運営の効率化を主眼とする機構改革案を決定した。95年9月のラドマン委員会報告書発表以来進められてきた改革の一環である。今回の機構改革では、NASD-RとNasdaq Inc. の理事会に分けられていた機能が事実上統合されるとともに、各種の委員会などの組織が簡素化されることになる。

1. 機構改革の内容

NASD のフランク・ザーブ会長は、今年二月の就任以来、強力なリーダーシップを発揮してNASDの組織、業務の全面的な見直しを進めてきた。今回の機構改革の内容は、これまでのNASDの組織を大きく改め、役員数の削減などによって簡素化と効率化を図るとともに、親機関であるNASDの理事会に権限を集中しようとするものである（図1参照）。

図1 現在のNASDの組織



(注) 各理事会メンバーの過半数は外部理事
(出所) NASDホームページからの資料に加筆

NASD 理事会で決定された機構改革の内容は、以下の通りである。

- ①NASD の子会社である規制機関 NASD-R と Nasdaq 市場の運営機関 Nasdaq Stock Market, Inc.の理事会を縮小し、両理事会のメンバーは、NASD 理事会メンバーを兼ねることにする。これにより、理事数は、現在の三理事会合計 48 名から 27 名に減少する。
- ②NASD 理事会は、現在の 11 名から 27 名に拡大される。理事の過半数は業界外の代表者とし、公益代表者を少なくとも 4 名、Nasdaq 登録企業、投資会社、保険会社の代表者を 1 名ずつ含むものとする。NASD の執行役員 4 名も理事会入りする。これまでは、理事の過半数を業界外の代表者とすることだけが定められていた。
- ③現在 24 名の NASD-R 理事会、16 名の Nasdaq 理事会は、それぞれ 5～8 名ずつに縮小する。いずれも業界外の代表者が半数を占めるようにする。両理事会は NASD 理事会の前日に開催され、決定事項がすぐに NASD 理事会の審議にかけられるように図る。
- ④NASD に業務執行委員会を新設し、NASD-R、Nasdaq の業務執行委員会を廃止する。業務執行委員会のメンバーの過半数は業界外の代表者とし、迅速な意思決定を図るために、定期会合以外に電話による会議を開催する。
- ⑤NASD-R の業務倫理委員会を廃止し、12 名で構成される全国裁定評議会（National Adjudicatory Council）を新設する。この評議会は、会員への制裁措置等について再審査と裁定を行う。評議会の決定は NASD 理事会による再審査に服する。

2. これまでの経緯

1938 年に制定されたマロニー法は、1934 年証券取引所法を改正し、証券ブローカー・ディーラーが、証券の店頭取引を規制する団体として登録証券業協会を設立することを認めた。NASD は、この規定に基づいて 1939 年に設立された唯一の登録証券業協会であり、全米の一般の顧客と取引する証券業者のほとんどが会員となっている。

当初、NASD の機能は、自主規制機関としての役割に限定されていたが、1971 年に店頭取引のための気配表示をコンピュータ化する Nasdaq システムを導入し、このシステムを通じた取引（すなわち Nasdaq 市場）が拡大するとともに、Nasdaq 市場の運営が NASD の重要な業務としての位置を占めるようになってきた。Nasdaq 市場の運営は、直接的には NASD の全額出資子会社である The Nasdaq Stock Market, Inc.によって担われることになったが、ともすれば、Nasdaq 市場と NASD そのものが同一視されるような傾向が生まれた。

94 年 5 月に明らかとなった Nasdaq 市場のマーケット・メーカーによる談合疑惑は、Nasdaq 市場及び NASD に対する公衆の信頼を低下させるとともに、債券専門業者など Nasdaq 市場と無関係な NASD 会員を中心に、NASD の組織の在り方を見直すべきだという主張を強めることになった。

こうした中で、94 年 11 月、ウォレン・ラドマン元上院議員を委員長とする外部専門家に

よる特別委員会が設置され、NASD の管理体制に対する見直しが始まった。

ラドマン委員会は、95 年 9 月、報告書を提出し、証券業者の自主規制機関である NASD が、同時に Nasdaq 市場というニューヨーク証券取引所と並ぶ最大級の証券市場の運営主体にもなっているという実態に疑問を投げかけた。

ラドマン委員会の報告書は、NASD の運営が、一部の Nasdaq マーケット・メーカーによって歪められ、市場の不公正な運営が野放しにされてきたといった疑惑は一応否定したものの、従来の NASD の運営の在り方を大きく改めることを提言した。具体的な提言内容は、以下の通りである。

第一に、Nasdaq 市場の管理・運営機関である「Nasdaq 市場会社 (The Nasdaq Stock Market, Inc.)」の独立性を高めるとともに、証券業者に対する規制を専門的に行う新機関を設立し、市場運営と業界の自主規制の二つの機能を明確に分離する。

第二に、NASD、Nasdaq 運営会社、新規規制機関のいずれの理事会にも過半数の外部理事を参加させ、公益性の確保に努める。また、各機関の CEO (最高経営責任者) は、NASD 関係者以外からも選ばれ得るものとする。

現在の NASD の機構は、このラドマン委員会の提言を受け入れる形で、95 年 11 月以降整備されたものである。Nasdaq 市場の運営にあたる Nasdaq Stock Market Inc.の独立性が高められるとともに、96 年 1 月には NASD の子会社として NASD Regulation, Inc. が新たに設立され、その CEO として SEC 委員や CFTC (商品取引所委員会) 委員長を歴任したメアリー・シャピロ女史を迎えられた。また、97 年 1 月には、10 年にわたって NASD の会長を務めたジョゼフ・ハーディマン氏が退任し、その後任には証券業界との関係が比較的薄いフランク・ザーブ氏が就任した。

3. 今回の機構改革の意義

今回の機構改革の最大の特徴は、ラドマン委員会報告書に基づいて行われた機構改革によって強まった分権的な傾向を見直し、NASD 理事会に実質的な権限を集中したことにあ
る。これは、分権化によって、結果的に意思決定が遅れたり理事会間の調整に手間がかか
ったりするといった問題が生じたことへの反省の上に立ったものだが、フォード政権下
で連邦エネルギー機関 (エネルギー省の前身) の長官を務め、証券界では大手証券会社ス
ミスバーニーの会長兼 CEO を務めた大物会長ザーブ氏が指導力を発揮するための見直しと
いう色彩も強いと言われる。

実際、二ヶ月ほど前にザーブ会長が関係者に示した当初の案は、NASD-R、Nasdaq の理
事会を完全に廃止し、NASD 理事会に統合するというものであった。これに対しては、
NASD-R の業界からの独立性が危うくなるとして、議会関係者などから強い批判が寄せら
れたという。今回の機構改革は、そうした批判を汲んで NASD-R、Nasdaq の理事会を存続

させることにした上で、ザーブ会長がめざす意思決定の迅速化や組織の効率化を進めるものだと言える。NASD は、外部理事を過半数とするガバナンスの原則を維持しており、規制機関と市場運営機関の法人としての独立性や明確な役割分担も保つなど、ラドマン委員会の提言内容に沿った改革だとしている。

とはいえ、そもそも、規制機関と市場運営機関を組織上分離していても、NASD という単一の組織の傘の下に置いている以上、問題は解消したと言えないのも事実である。自主規制機関としての NASD を監督する立場にある SEC も、5 月末に発表した取引所等の市場規制の在り方に関するコンセプト・リリースの中で、インスティテットののような NASD 会員であるブローカー・ディーラーによって運営される取引システム（取引所外の取引システム、いわゆる PTS）は、NASD によって運営される Nasdaq 市場と競争関係にあり、「自主規制機関の市場としての競争上の関心と業者が運営する取引システムを監督しなければならないという規制上の義務との間にはもともと対立がある」と指摘している¹。

もっとも、SEC の広報官は、今回の機構改革について、「規制機関と市場運営者が分離され、外部理事が維持されているのならば NASD が統治機構を整理し、より効率化しようとする努力を支持する」と述べており、SEC による承認などの手続きに大きな支障は生じないものとみられる。

しかしながら、再編された後の NASD-R、Nasdaq の理事会が形式的なものとなる可能性もあり、今後の新生 NASD 理事会の運営の在り方次第では、ラドマン委員会が指摘し、SEC も問題視する NASD の二重性がはらむ矛盾が、再び問題化する懸念も払拭できない。Nasdaq 市場は、ニューヨーク証券取引所や各種の取引所外取引システムとの競争の中で、ビジネス・マインドを大いに向上させているだけに、NASD の二重性は、深刻になってきているとも言える。

我が国においても、証券業界の自主規制機関である日本証券業協会が株式店頭市場の運営者を兼ねている。「日本版ビッグバン」によって証券市場における競争が活発化すれば、株式店頭市場の枠組みにとらわれないで店頭登録銘柄を取引しようとする証券会社も現れるかも知れない。そういった場合、証券会社として協会による規制を受けつつ、協会が運営する市場と競争していくことが可能かどうかは疑問である。市場の運営者が、公共インフラの提供者から一つのビジネス組織へと変貌していく中で、自主規制機関の在り方そのものが、問い直されているのである。

(大崎 貞和)

¹ SEC, Release No. 34-38672; No. IS-1085; File No. S7-16-97, Regulation of Exchanges, pp.28-29.