

証券市場監督体制のあるべき姿

証券市場が、その機能を十全に発揮するためには、市場における不公正な取引や証券会社による違法な投資勧誘などが効果的に監視され、排除されなければならない。わが国では、金融庁及びその下にある証券取引等監視委員会が、証券取引所や証券業協会といった自主規制機関と協力しながら市場及び業者の監督にあたっているが、米国等に比べて、十分な規制が行われていないとの見方が根強い。このため、現在の規制・監督体制を改変すべきとの意見もある。そこで、本稿では、わが国の証券市場監督体制の現状を歴史的な視点や諸外国との比較を踏まえつつ評価してみたい。

1. 市場監督強化の必要性

「フリー、フェア、グローバル」を旗印に掲げた、いわゆる金融ビッグバンの制度改革によって、わが国の証券市場は、大きな変貌を遂げた。金融ビッグバンは、証券会社設立規制の免許制から登録制への移行、株式売買委託手数料の完全自由化、取引所集中義務の撤廃、などに象徴されるように、「フリー」を確立するための自由化、規制緩和という性格を強くもっていた。また、改革によって導入された制度の多くは、欧米諸国、とりわけ証券市場が高度に発達している米国や英国の先例に範をとっており、「グローバル」の要請にも沿うものであったと言える。

一方、公正な市場の確立という「フェア」の要請に応えるという面では、連結ベースディスクロージャーへの移行や投資信託へのディスクロージャー制度の適用、証券会社に対する顧客資産分別管理義務の徹底や投資者保護基金など破綻処理制度の整備、などが進められた。しかし、これらの改革は、様々な自由化など競争促進的な措置に比べると注目を集めず、金融ビッグバンは「フリー」や「グローバル」ばかりを重視し、「フェア」という側面を軽視した、あるいは後回しにした、との批判も少なからずみられた。

1997年7月に設置された「新しい金融の流れに関する懇談会」は、そうした批判を受け止め、英国の「1986年金融サービス法」にならって「日本版金融サービス法」とも呼ぶべき包括的な金融サービス利用者保護法制の整備をめざすものであった。そこでの議論は、最終的には、元本割れリスクの伴う金融商品に関する説明義務や賠償責任の共通ルールを設ける金融商品販売法の制定という形で結実した¹。

¹ 岩谷賢伸「金融機関の説明義務を明確化する金融商品販売法案」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

もっとも、投資者保護の向上に資するルールが整備されても、そのルールを実際に適用する違反摘発や監督の体制が十分でなければ、法令の詳細な規制は、絵に描いた餅となってしまう。実際、わが国証券市場における規制監督体制が十分でないとの見方は根強い。最近の証券市場活性化論議の中でも、投資家が安心して投資を行えるよう監督体制を強化する必要があるとの声が聞かれる。例えば、2001年8月に金融庁が発表した「証券市場の構造改革プログラム ～個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて～」においては、個人投資家の市場参加を阻害している要因として、「証券市場への信頼の欠如」が第一に掲げられている²。市場における不正行為の取り締まりが不十分な上、証券会社の営業姿勢にも問題があるというのである。

仮に、金融ビッグバンによる制度改革が完了した後の現在でも、証券市場の公正さが十分に確保されていないとすれば、規制監督機関の機能強化が急務となろう。実際、職員数120人程度に過ぎない現在の証券取引等監視委員会が、米国の規制監督機関である証券取引委員会（SEC）に比べて見劣りすることは否めない。SECは、大統領の指名する5名の委員で構成される独立行政委員会であり、約3,000名の職員を擁する。規則制定権のほか違法行為に対する排除命令を出す権限や民事制裁金と呼ばれる一種の罰金を科す権限など、準立法的、準司法的権限を与えられている。

SECの活動が、米国証券市場に対する信頼の確保に貢献してきたことは疑いない。それだけに、わが国においても、現在の監督機関を米国にならって「日本版SEC」に衣替えすべきだとの主張がみられるのは理解できる³。しかしながら、この問題を考える上では、日米の現在の市場監督体制を表面的に比較するだけに留まらず、わが国における市場規制の歴史の変遷や規制機関のあり方に対する考え方の国際比較といった多面的な観点からの検証を加えてみる必要がある。

2. 現行監督体制の歴史的背景

1) わが国にも存在した証券取引委員会

証券市場監督のあり方を考える上で、まず、見落としてはならないのは、高度な独立性と強力な権限を特徴とする米国型のSECが、かつてわが国にも存在したという事実である。

第二次世界大戦後、わが国の行政制度改革にあたった占領軍最高司令部（GHQ）の実務者の多くは、1930年代のニューディール政策の影響を強く受けており、専門性の高い行政機能を学識経験者による合議制の機関（米国では独立規制委員会と呼ばれた）に担わせる

² この改革プログラムの全文は、金融庁ホームページの「報道発表等」 (<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/>) に掲載されている。

³ 例えば、2001年5月に発表された自由民主党金融調査会企業会計に関する小委員会「資本市場にかかる行政のあり方について」など。

という仕組みを日本にも持ち込もうとした。証券行政もまた例外ではなく、戦前の取引所法を廃止して制定された証券取引法には、米国の1933年証券法、1934年証券取引所法に範をとり、3人の委員の下で専属の事務局を備え、広範な権限を有する証券取引委員会の設置に関する規定が置かれた。

委員会は1947年7月に発足し、翌年の法改正では規則制定権も与えられた。戦時中に全国取引所を統合して発足した日本証券取引所の総裁を務めた徳田昂平氏が委員長に就任したこともあり、高度な専門性を発揮したものの、独立性の高さが、かえって関連する他の行政機関との連絡や協調を妨げる結果になったとされる⁴。結局、委員会は、1952年8月、GHQによる占領の終了を受けて他の多くの行政委員会と同様に廃止され、その機能の一部は、大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会によって引き継がれることになった。

それからほぼ50年が経過し、わが国の社会経済環境は大きく変化した。人事院や公正取引委員会といった独立性の強い行政委員会の存在も、十分に定着している。とはいえ、証券行政は、金融システム政策、消費者保護政策、産業政策など多方面の経済行政分野と深い係わりを有し、中央銀行の金融政策とも密接に関連している。人事院や選挙管理委員会の所掌事務のように、政治的中立性が特別に厳しく要求される分野とは必ずしも言えないだろう。こうした行政分野を所管する規制監督機関を国家行政組織法第3条に基づく行政委員会（いわゆる三条委員会）として位置づけ、他の一般行政機構から完全に切り離すことが望ましいのだろうか。

しかも、既にわが国には、三条委員会でこそないものの、身分保障の強い委員による合議制組織という一般行政機構としては異例の形をとる証券取引等監視委員会が置かれており、市場規制の独立性は確保されている。監視委員会の委員長自身も、現在のいわゆる八条委員会としての機能と三条委員会との違いは、行政処分権と規則制定権の有無に帰着するが、これまで行政処分は、全て委員会の勧告通りに実施されており、建議を通じて規則制定にも実質的に参加していると指摘し、三条委員会への改組の必要性を否定している⁵。

2) 証券市場監督体制の変遷

ここで、証券取引等監視委員会の設置から現在の金融庁の発足に至る経緯を少し詳しく振り返っておきたい。というのも、現在の証券市場監督体制は、過去10年にわたる様々な論議を踏まえて構築されており、その点を無視して、米国の仕組みと単純に比較して評価することは適切でないからである。

証券取引委員会の廃止後、「護送船団行政」と揶揄されることもある大蔵省による証券行政が約40年間続いた。しかし、この体制は、1991年に明るみに出た特定大口顧客に対す

⁴ 有沢広巳監修『日本証券史2』（日経文庫、1995年）、92-93頁。

⁵ 『週刊金融財政事情』2001年10月15日号、22頁以下に掲載された高橋武生委員長に対するインタビュー。

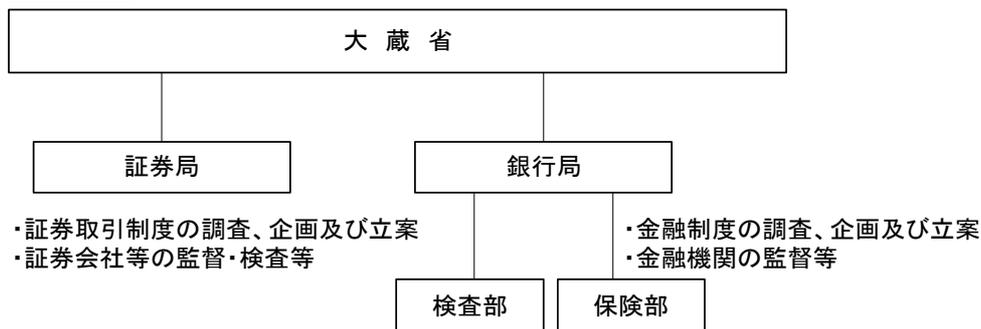
る損失補填、暴力団関係者との不適切な取引、特定株の過剰な投資勧誘など、一連のいわゆる証券不祥事によって厳しい批判にさらされることになった。行政当局が証券業者を日常的に指導、監督しながらルール違反を犯した場合には摘発、処分も行うという仕組みでは「コーチと審判が同一人」となって不公正だというのである。

この結果、1991 年 9 月には、まず不祥事の直接の背景となったと考えられた損失補填及び取引一任勘定の禁止を盛り込む証券取引法の改正が行われた。次いで 1992 年 5 月には、新たな証券市場監視機関としての証券取引等監視委員会の設置や自主規制機関の役割強化などを内容とする証券取引法改正が行われ、通達の法令化や自主規制ルールへの移行など規制のあり方の見直しも着手された。

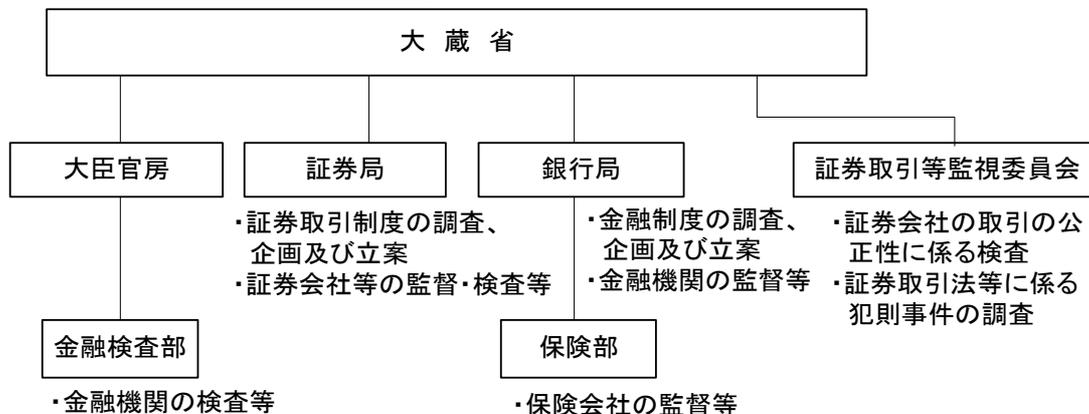
こうして、1992 年 7 月に証券取引等監視委員会が発足した。委員会は、一般の部局とは異なり、大蔵大臣が衆・参両議院の同意を得て任命し「独立してその職権を行使する」委員長及び 2 人の委員から成る合議制の機関とされ、初代委員長に検察官出身者を起用するなど、実質的な独立性の確保にも意が払われた（図 1）。

図 1 わが国における証券市場監督体制の変遷（その 1）

1992 年 7 月まで



1992 年 7 月から 1998 年 6 月まで



(出所) 金融庁資料

その後、1995年になって、経営破綻した二つの信用組合の処理と住宅金融専門会社の不良債権処理に関する議論の中で、大蔵省による金融・証券行政に対する批判が再び高まった。破綻した信組の経営者と大蔵省の一部幹部との癒着が明らかとなったり、折からの大和銀行ニューヨーク支店における巨額損失事件をめぐる大蔵省の対応が批判の対象となったことも追い打ちをかけた。大蔵省に対する批判は、「大蔵省解体」とも言うべき機構改革をめざす動きにつながった。

この大蔵省改革論議では、とりわけ、予算編成権と金融・証券行政に関する権限を切り離すべきとする「財政と金融の分離」論や金融機関に対する許認可権限と検査・監督権限を異なる機関に担わせるべきとする「検査・監督分離」論などが各方面から強く主張された。1996年2月には、当時の連立与党（自由民主党、社会民主党、新党さきがけ）の大蔵省改革プロジェクトチームが発足し、大蔵省の機構改革や日本銀行に対する大蔵省の影響力を排除するための独立性強化などが本格的に検討されることになった。

結局、1996年12月には金融機関に対する検査・監督機能を大蔵省から分離するものの金融制度の企画立案機能については大蔵省に残すとの与党三党合意が成立し、金融検査・監督庁（仮称、最終的に名称は金融監督庁となった）が設置されることになった。この新たな行政機関の性格をめぐるのは、証券取引等監視委員会の設置時と同じように、公正取引委員会的な独立の行政委員会とすべきとの主張もなされたが、採用されなかった。また、新機関のトップを国務大臣とするとの案も検討されたが、実現しなかった。

こうして1998年6月、大蔵省の銀行局、証券局が廃止され、総理府の外局である金融監督庁が発足した。初代長官には、証券取引等監視委員会の発足時にならって裁判官出身者が起用され、大蔵省からの独立性と従来の行政手法からの訣別が強調されることになった。

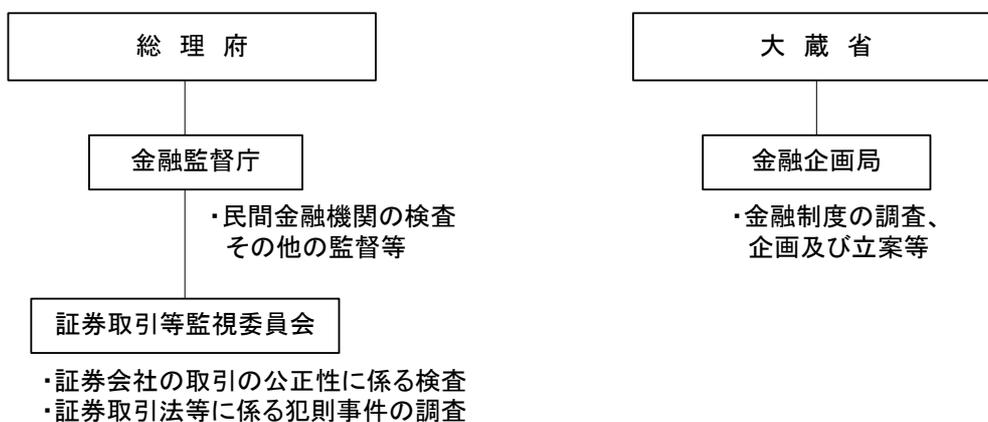
一連の大蔵省改革論議が決着してから監督庁の発足に至るまでの間、金融・証券行政をめぐる情勢はめまぐるしく変化し、金融監督庁を中心とする行政機構は、短期間のうちに更に数次にわたる改変を経験することになった（図2）。

第一に、金融監督庁設置をめぐる与党三党による協議の中で、将来の中央省庁全体の再編に合わせて金融制度の企画立案機能を大蔵省から切り離すことが合意された。このため、監督庁が正式に発足する直前の1998年6月に成立した中央省庁改革法には、金融行政機構として、制度の企画立案機能から検査・監督・監視の実施機能までを一貫して所管する金融庁を設置することが盛り込まれた。

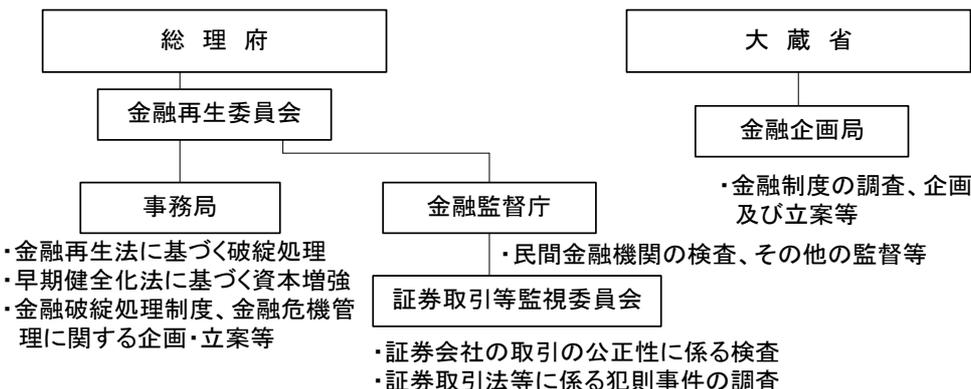
第二に、1997年11月以降、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が相次いで経営破綻に陥るなど金融システム不安が高まったことから、1998年2月、金融システム安定化関連二法案が成立し、金融機関への公的資金の注入が進められることになった。同月には、二法のうち金融機能安定化緊急措置法に基づく金融危機管理審査委員会が設置された。委員会は、大蔵大臣、日銀総裁などと内閣が国会の承認を得て任命する審議委員によって構成される機関であり、予め定められた審査基準に基づいて預金保険機構による優先株の引受など公的資金注入の申請を審査するものとされた。

図2 わが国における証券市場監督体制の変遷（その2）

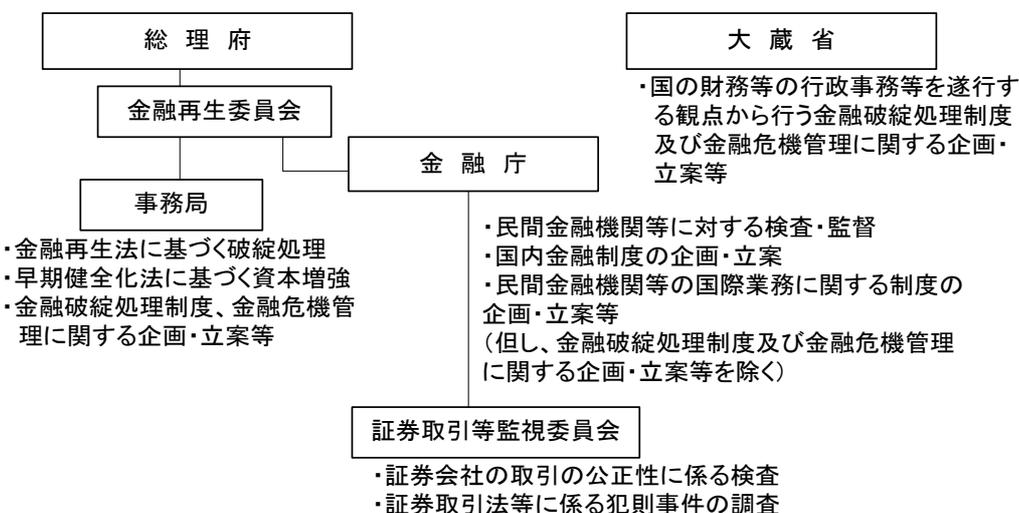
1998年6月から1998年12月まで



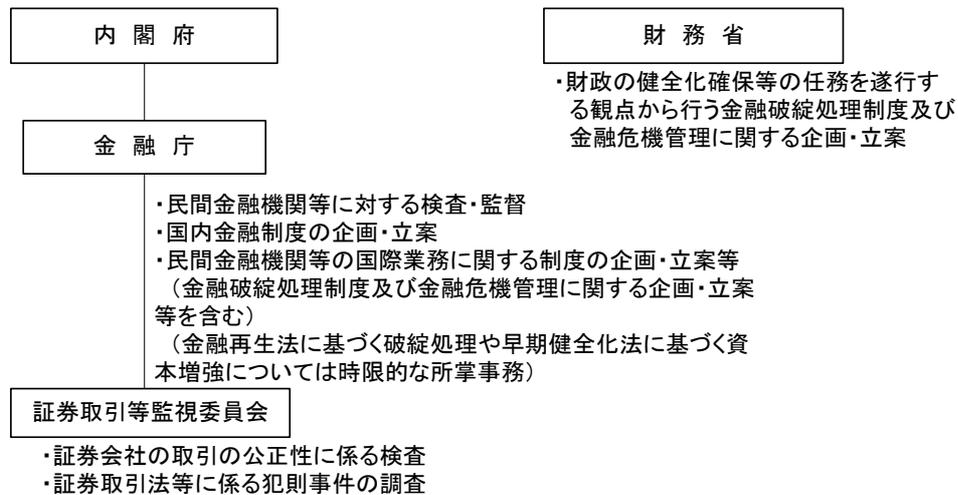
1998年12月から2000年6月まで



2000年7月から2001年1月まで



2001年1月以降



(出所) 金融庁資料

しかし、この委員会による公的資金の注入は小規模なものにとどまり、その後も公的資金を受けた大手銀行の一つである日本長期信用銀行の経営不安が強まるなど、事態を收拾することができなかった。このため、10月には投入可能な公的資金の額を30兆円から60兆円に倍増させ、経営が破綻した銀行に対する特別公的管理や公的ブリッジバンクなど新たな破綻処理の仕組みを盛り込んだ金融再生・健全化法が成立し、総理府の外局として金融再生委員会が新たに設けられることになった。いわば金融監督庁の上部機関である。

1998年12月に発足した金融再生委員会は、それまで金融監督庁の所掌事務とされてきた金融破綻処理及び金融危機管理に関する企画立案や金融機関の破綻処理実務などを行う合議制の機関であり、委員長には国務大臣が充てられた。また、内閣が国会の承認を得て任命する4人の委員が選任された。

第三に、2000年7月、大蔵省金融企画局と金融監督庁の組織、機能が統合され、金融・証券行政を一貫して担う行政機関である金融庁が発足した。その後、2001年1月には、中央省庁全体の再編に伴い、金融庁は新たに設けられた内閣府の外局とされた。この中央省庁改革は、行政の効率化と内閣による政策調整機能の強化を狙いとして、従来の1府22省庁を1府12省庁に再編するものである。同時に、もともと一時的な機関として設置された金融再生委員会は廃止され、金融庁を指揮監督する特命担当大臣が置かれることになった。

以上のような歴史的変遷を経て、2001年1月以降、いったん分離された証券行政の機能が、金融庁の下で再び一元化されることになった。これに対しては、かつて金融・証券行政を統括していた大蔵省による規制の時代への逆戻りとの見方もできるかも知れない。しかし、次のような点で、大蔵省時代とは質的に異なる面があることを見落としてはなるまい。

第一に、「財政と金融の分離」が確立され、金融庁は財務省から独立した立場で行政を

推進できる。そのトップは金融担当大臣という閣僚である。独立性は確保されつつも他の官庁に対する交渉力の弱い公正取引委員会などとは違う。もちろん、金融システム不安への対策として銀行に対する公的資金注入が行われたことから明らかなように、金融行政の一つの目的である金融システムの安定確保と国の財政政策を完全に切り離すことには無理がある。そこで、2001年以降も、金融破綻処理制度及び金融危機管理に関する企画立案機能については財務省に引き続き委ねられている。

第二に、金融庁の組織は過去の「コーチ・審判分離」論や「検査・監督分離」論を踏まえて、企画、監督、検査を担う三つの局と証券取引等監視委員会とが並立する形となっている。銀行、証券という業態別に局が編成されていたために、ともすれば検査・監督や不正摘発の機能が局内で低くみられがちであった大蔵省時代とは大きく異なる。

第三に、金融庁による行政においては、過去の護送船団行政的な手法は影を潜め、明確なルールに基づく事後摘発型の行政姿勢が浸透し始めている。最近、準大手証券会社の一社が全店営業停止を命じられるなど、証券会社に対する行政処分が相次いでいることも、角度を変えれば、事後摘発行政がそれだけ浸透したことの現れだと見る事ができる。

3. 現行監督体制の国際的な位置づけ

一方、米国以外の国々にまで比較の視野を広げるならば、金融庁と証券取引等監視委員会を中心とするわが国の証券市場監督体制が、国際的にみても、決して問題視されるようなものではないことが明らかになる。

わが国との対比で興味深いのは、英国の金融・証券市場監督機関である金融サービス庁（FSA）だろう。FSA は、1986 年の「ビッグバン」に合わせて制定された金融サービス法の下での規制機関であった証券投資委員会（SIB）を改組して、1997 年 10 月に発足したばかりの歴史の浅い組織である。この SIB から FSA への変化は、単なる根拠法の改正に伴う名称の変更というようなものではなかった⁶。

第一に、それまで SIB が担ってきた証券市場、証券業者に対する監督権限に加えて、中央銀行であるイングランド銀行の銀行監督権限や、大蔵省の保険業者監督権限が FSA に移管された。

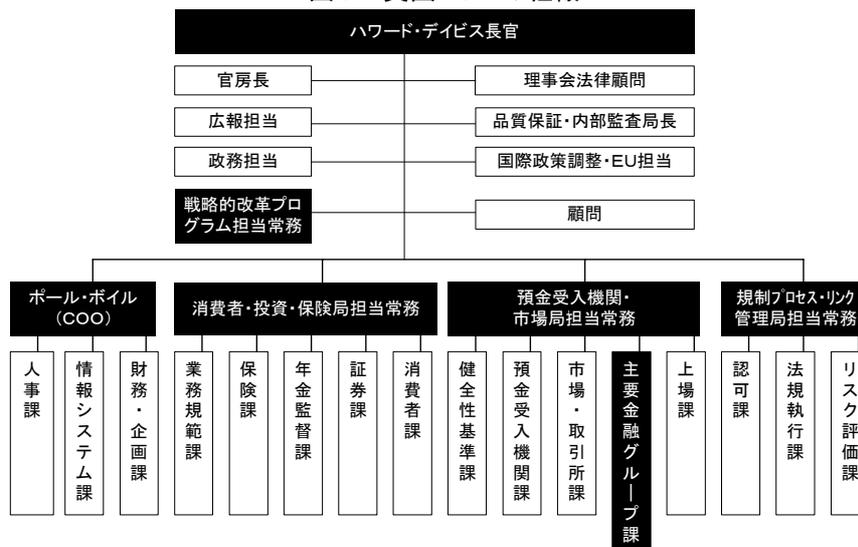
第二に、SIB の委任を受けて日常的な業者監督や検査にあたっていた自主規制機関（SRO）の機能も FSA に移されることになった。長年にわたって公的機関の介入を受けない自主規制の伝統を維持してきたロイズ保険組合も FSA の監督下に入った。

FSA の組織は図 3 のようになっている。業者に対する認可を行う「認可課」、日常の業

⁶ 英国の制度改革について詳しくは、落合大輔・林宏美「成立した英国の金融サービス・市場法」『資本市場クォーターリー』2000 年秋号、大崎貞和「英国の『金融サービス・市場法』草案について」『資本市場クォーターリー』1998 年秋号参照。

務監督を行う「保険課」「証券課」「預金受入機関（銀行等）課」から、法令違反を取り締まる「法規執行課」に至るまで、様々な部局が存在する。なかでも目を引くのは「主要金融グループ課」だろう。この組織は、銀行、証券、保険など、異なる業態にまたがる金融コングロマリット・グループの監督を所管しており、金融コングロマリット化に対応した監督行政の一元化と検査・監視機能の集中による機能強化という FSA の創設目的を象徴するような組織である。

図3 英国 FSA の組織



(出所) FSA 資料より野村総合研究所作成。

また、ドイツにおいても、英国と同じような考え方がとられようとしている。ドイツでは、これまで、銀行を監督する連邦銀行監督庁と「第二次資本市場振興法」に基づいて不公正な証券取引等に対する規制を強化する目的で 1995 年 1 月に発足した連邦証券監督庁が並立してきた。しかし、証券業務を営む銀行に対する監督行政の効率化や検査・監視機能の強化などを主な狙いとして、二つの機関を統合するための法案が、現在審議されている⁷。この法案が成立すれば、2002 年 1 月から「連邦金融サービス・金融市場監督庁」が発足することになる。

これに対して、米国では今のところ規制機関の組織統合へ向けた具体的な動きはない。証券市場を監督する SEC と銀行監督当局 (OCC、FRB、FDIC など) が分かれているばかりでなく、先物市場の監督は商品先物委員会 (CFTC) に委ねられ、保険業に至っては、連邦レベルの統一的な規制機関は存在せず、州の保険監督局が監督にあっている。60 年以上続いたグラス・スティーガル法が撤廃されたことで、銀行、証券、保険の三業態にまたが

⁷ 「統合金融監督機関設置法」 (Gesetz zur Schaffung einer integrierten Finanzmarktaufsicht (Finanzdienstleistungs und Finanzmarktaufsichtsgesetz)) の法案である。

るシティ・グループが誕生するなど、金融コングロマリット化の動きは米国でも現実のものとなっている。

それにも係わらず、コングロマリット化への処方箋は「監督機関の間での連携強化」だとされているのが現状である。例えば、複数の業態にまたがるようなハイブリッド金融商品が登場し、SEC が「証券」にあたりと判断すれば、当該商品を販売しようとする銀行は、ブローカー・ディーラー（証券会社）として登録を受け、SEC の規制・監督に服さなければならない。こうした場合、SEC は、規制規則の制定に先立って、銀行を監督する FRB の見解を求める必要があるとされる。このように、規制当局の権限を分割して、いわば互いに競い合わせる手法は、「アメリカ流の処置」だという見方がある⁸。この指摘は正鵠を得ているが、そうした米国流の対処法は、効率的で公正な監督行政につながると言うよりは、機関間の権限争いなどによる非効率や規制対象者側の混乱を招くだけのように思われる。

この米国の実情を英国やドイツと比較した場合、どちらが「グローバル・スタンダード」とみなされるべきだろうか。一般には、「グローバル・スタンダード」とは「アメリカン・スタンダード」を言い換えたものに過ぎないといった見方がなされがちだが、この問題に関しては、むしろ米国の仕組みの方が、時代の流れに合致していないように思われる。

4. わが国における証券市場監督体制の課題

以上検証してきたように、わが国の金融庁には二つの特徴があると言える。第一に、銀行、証券、保険の三つの業態にわたる規制・監督権限を有すること、第二に、金融行政の企画立案、業者監督、検査、市場監視と組織が機能別に編成されていることである。

こうした組織のあり方は、英国やドイツの考え方と共通するものである。わが国の金融庁は「金融コングロマリット化」という時代の変化に即応できる欧州型に近い組織だと言うことができよう。金融庁自身も、このことを十分に認識しているように思われる。既に触れた「証券市場の構造改革プログラム」では、個人投資家の証券市場への信頼を向上させるために行政による市場監視を強化することが必要であるとした上で、その具体策の一つとして、「コングロマリット化等に対応した検査局と証券取引等監視委員会の連携強化」をうたっている。

とはいえ、わが国の証券市場監督体制に全く問題がないというわけではない。

例えば、米国 SEC による違法行為の摘発など法執行活動をみると、主としてブローカー・ディーラー（証券会社）など規制対象となっている業者に対して行う行政上の手続きを毎年 250 件程度提起する一方で、一般の個人や法人による違法行為の排除に利用するこ

⁸ 高木 仁『アメリカ金融制度改革の長期的展望』（原書房、2001 年）、263 頁。なお、グラス・ステイガー法を撤廃した、いわゆる GLB 法については、林 宏美「米国における包括的な金融制度改革法の成立」『資本市場クォーターリー』2000 年冬号参照。

との多い裁判所への差止命令請求も毎年 200 件程度行っている。これに対してわが国の証券取引等監視委員会は、証券会社等に対する検査などで確認された法令違反に対する行政処分勧告は比較的活発に行っているが、インサイダー取引等に関する刑事告発の件数はそれほど多くない(表 1)。もちろん、日米の司法制度は大きく異なっており、検察官による起訴につながる刑事告発と裁判所への差止命令請求を同列で比較すること自体不正確だが、証券会社など業者に対する検査・監督はともかくとして、一般の個人による不正取引に対する取り締まりぶりは、米国の SEC に比べて見劣りすると言わざるを得ないのではなかろうか。

表 1 日米の証券監督機関による法執行活動の比較

| | | 1996年 | 1997年 | 1998年 | 1999年 | 2000年 |
|------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 米国SEC | 行政手続きの開始 | 239 | 285 | 248 | 298 | 244 |
| | 差止命令の請求 | 180 | 189 | 214 | 198 | 223 |
| | その他の執行行動 | 34 | 15 | 15 | 29 | 36 |
| 証券取引等監視委員会 | 行政処分勧告 | 11 | 40 | 36 | 37 | 34 |
| | 刑事告発 | 5 | 7 | 6 | 7 | 5 |
| | 取引審査の実施 | 196 | 203 | 275 | 326 | 265 |

(出所) SEC、監視委員会資料より野村総合研究所作成。

公平のためにあえて言えば、監視委員会は、不正取引の監視に消極的なわけでは決してなく、株価の急騰などの不自然な動きがあったり、投資家の判断に著しい影響を及ぼすと思われる情報の公開によって株価が大きく変動したりした場合に行う取引審査を毎年かなりの件数実施している。しかし、そうした審査が、現実の不正取引の摘発に必ずしも結び付いていないという事実は否めないだろう。実際、企業関係者によるインサイダー取引や仕手筋による相場操縦が摘発された例はほとんどなく、インターネットを通じた詐欺的な資金集めや風説の流布といった、新しいタイプの違法行為にも十分対処できているとは言えないのではなかろうか⁹。

こうした観点からすれば、わが国の証券市場監督体制を一層強化することは当然必要である。事実、金融庁と証券取引等監視委員会は、監視委員会の人員を現在の 112 人から倍増することなどを要求しており、数年内に、地方財務局の担当者を含めて 1,000 人体制を実現するとしている。この人員増が実現すれば、米国とわが国の経済規模や証券市場の規模の違いを考慮に入れるならば、米国並みの市場監督体制が達成されると言ってよかろう。

もっとも、証券市場における公正さの確保は、監督機関の人員増のみで実現できるものではない。監督機関の専門性を高めるといった質的な面での充実も欠かせない。また、本稿で述べたように、わが国の証券市場監督体制が、金融コングロマリット化の進展という

⁹ もちろん、証券取引等監視委員会が、ネット上の違法行為等に対して手をこまねいているだけだというわけではない。2000 年以降、証券監督者国際機構 (IOSCO) が呼びかけた「インターネット・サーフ・デイ」に二回にわたって参加するなど、積極的な取り組みをしているのも事実である。

世界的な潮流に合致したものであるとは言っても、制度面での見直しが全く必要ないというわけではない。

例えば、大阪証券取引所が4月から、東京証券取引所が11月から株式会社への組織変更を行うなど証券取引所の株式会社化、営利組織化が進む中で、市場規制において証券取引所の果たしてきた役割や位置づけを再検討する必要はないのだろうか。

現行法では、株式会社組織の証券取引所であっても、市場監視や取引参加者に対する監督などの自主規制機能を果たすべきものとされている。こうした前提の下では、金融庁や証券取引等監視委員会と取引所の自主規制担当部門との連携を一層強化し、市場監督の実をあげるよう努力すべきであろう。取引所の側でも、既に株式会社への組織変更を行った大阪証券取引所が、自主規制部門の独立性を高めるなど、機能強化へ向けての手当てを行っている。

しかし、現行法の規定を離れた政策論としては、自主規制機関としての証券取引所が果たしている市場監視の最前線を担う組織としての役割を公的な規制機関に担わせることも検討に値するのではなかろうか。実際、英国では、上場審査などを含め、取引所の機能の一部が FSA へ移管されている。

現在、証券取引所が違法行為を行った取引参加者に対して課している過怠金一つをとってみても、民間企業である株式会社となった証券取引所が、他の民間企業からある種の制裁金を徴収するという風に見れば、やや不自然な制度だとの見方もできる¹⁰。また、自主規制機関である日本証券業協会の運営する株式店頭市場（ジャスダック市場）と取引所市場や証券会社の運営する私設取引システム（PTS）が、取引注文や上場企業の獲得をめぐって「市場間競争」を繰り広げるといった状況を考えれば、証券業協会の規制機関、市場運営機関としてのあり方についても再検討が必要なのかも知れない。

いずれにせよ、わが国の証券市場監督体制のあり方をめぐる議論は、現在の仕組みの優れた点を活かしながら、機能の強化を図るといった建設的な方向で進められる必要がある。米国 SEC の活動ぶりにばかり目を奪われ、単なる「金融庁解体論」とも言うべき方向へ向かうことだけは、極力避けるべきであろう。

（大崎 貞和）

¹⁰ 過怠金制度は、米国における SEC による民事制裁金と同じような役割を担ってきたものと考えられる。わが国では、行政処分として金銭を徴求することは難しいため、取引所が過怠金を課するという制度が設けられたのであろう。なお、証券取引法第 87 条は、「証券取引所は、その定款において、…法令、法令に基づいてする行政官庁の処分若しくは規則に違反し、又は取引の信義則に背反する行為をした会員等に対し、過怠金を課」す旨を定めなければならないとしており、過怠金制度は法律によって要求されているものである。