

米国証券市場における自主規制機関の再編

大崎 貞和

要 約

1. 米国では、証券市場における自主規制機関のあり方をめぐって、①公益を代表する自主規制機関がビジネス化した市場運営を行うことの問題、②複数の自主規制機関が存在することによる規制遵守コスト負担の増大などの非効率、といった問題点が指摘されてきた。
2. 2006年11月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と全米証券業協会（NASD）は、両者の会員監督機能を統合することで合意した。これにより、事実上全ての証券業者に対する監督機能を一元的に担う新たな自主規制機関が生まれることになる。
3. 日本においても、複数の取引所による合同検査の導入など、自主規制の効率性を高めるための方策が講じられつつある。また、金融商品取引法には、取引所の自主規制を強化するための改正も盛り込まれている。
4. もっとも、日本では、取引所が証券業協会に自主規制業務を委託することができないなど、効率化を進める上では制度面での限界もある。一方、米国における制度改革についても、自主規制機関が市場の実態を十分に把握できなくなる懸念があるといった指摘もなされており、今後の動向が注目される。

I. 自主規制制度見直しの背景

米国では、1930年代に現在の証券市場制度の大枠が固められて以来、証券取引所や証券業協会に対し、行政当局の監督の下で、自主ルールを制定し自ら執行する権限を与える自主規制（self regulation）が行われている。この仕組みは日本の証券取引法にも継受され、2006年6月に成立し、2007年夏以降施行される予定の金融商品取引法にも受け継がれている。

その米国証券市場における自主規制の枠組みが、いま大きく変わろうとしている。背景には、従来の自主規制のあり方をめぐって提

起されている二つの問題点がある。

第一は、自主規制と市場運営という二つの機能を同一の機関が担うことで、本来公益を体現すべき自主規制機関の行動が歪められるのではないかという問題である。

従来、ニューヨーク証券取引所（NYSE）を始めとする取引所はもちろん、全米証券業協会（NASD）もナスダック市場という株式店頭市場を運営してきた。ところが、近年の市場間競争の激化で、市場の運営は、公的な規制というよりも私的なビジネスという色彩を強めている。その結果、ビジネスとしての利益を追求するあまり、市場の監視や上場審査といった自主規制機能がおろそかになる危険性が指摘されるようになってきたのである。

加えて NASD の場合、ほとんど全ての証券業者が対象とされる会員規制に係る業務と一部の業者だけが参加するナスダック市場の運営とを同一の機関が行うことの不合理性も指摘され、ナスダック市場は、自立した取引所として分離されることになった（2006年8月取引所化）。一方、NYSEは、2006年3月、電子取引所アーキペラゴとの経営統合、株式上場を実施するにあたって、自主規制部門 NYSE レギュレーションを市場運営部門から分離し、非営利法人化した。

第二は、全ての証券業者が加入する NASD だけでなく証券取引所についても自主規制機関と位置づけられているため、会員証券業者に対する検査や監督規制に重複がみられ、業者側の規制遵守のコスト負担が大きくなるなど、非効率な仕組みとなっているという問題である。

II. NYSE と NASD の会員監督機能統合

先頃、前述の自主規制機関をめぐる二つの問題のうちの後者、自主規制の非効率なあり方を改善するための方策が打ち出された。

2006年11月28日、NYSEを運営するNYSEグループ社とNASDが、両者の会員監督機能を統合し、新たな自主規制機関を設立することで合意に達したとの発表を行ったのである。

1. 合意の内容

発表された合意内容は、次の通りである。

- ① 新しい自主規制機関（名称は未定だが法律上の位置づけは登録証券業協会）は、2007年第2四半期に業務を開始し、対顧客業務を営む米国の全てのブローカー・ディーラー（証券業者）の監督を行う¹。
- ② 新機関は、ブローカー・ディーラーに対する検査など監督に係わる業務に加えて、

あっせんなどの顧客との紛争処理、NASDの店頭取引気配表示システム（Alternative Display Facility: ADF）、一定の店頭登録銘柄を取引するシステムである

- ③ 新機関は、NASDが各取引所との契約に基づいて行っているナスダック、アメリカン証券取引所（AMEX）、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に関する市場監視業務を引き続き行う。
- ④ 新機関の会長（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、CEOにはNASDのメアリー・シャピロ会長兼CEOがそれぞれ就任する。ケッチャム氏は新機関発足後もNYSEレギュレーションのCEOの地位に留まり、新機関の会長としての任期は、移行期間とされる3年間である。
- ⑤ 新機関の理事会メンバーは23名であり、そのうち11名は公益理事とされる。また、新機関の会長とCEOも理事会メンバーとなる。その他の理事は、次のような構成で選出される。登録外務員数500名以上の大手業者から3名、登録外務員数150名以下の小規模業者から3名、中規模業者、NYSE立会場会員（フロア・トレーダーおよびスペシャリスト）、独立ディーラーおよび保険会社の関連会社、投資会社（投資信託の運用会社）からそれぞれ1名ずつ。
- ⑥ 新機関の要員は、現在のNASD職員2,400人およびNYSEグループ傘下の自主規制法人であるNYSEレギュレーションの会員監督部門、紛争処理部門等に所属する約470人から成る。
- ⑦ 新機関は、ワシントン、ニューヨークのオフィスのほか、全米18カ所に紛争処理窓口となる事務所を設ける。

- ⑧ 新機関の発足に伴って自主規制の効率化が図られることから、現在の NASD 会員業者に対しては、各社 3 万 5 千ドルの一時金が支払われるほか、機関発足後 5 年間は各種手数料の軽減措置が講じられる。

2. 合意の意味するもの

今回の合意は、上の②、③、⑥といった項目からも明らかなように、1930 年代以降、70 年にわたって証券業者の自主規制機関として重要な役割を担ってきた NASD を改組し、いわば発展的に解消するという意義を有している。合意成立を受けて記者会見を開いた証券取引委員会（SEC）のクリストファー・コックス委員長も、「合衆国における現行の自主規制の仕組みを簡素化し、かつ強化する歴史的な変化へ向けた確かな一歩である」と合意の画期的な意義を強調した²。

NASD と NYSE の会員監督機能の統合が図られることになった背景には、検査・監督の対象となる証券業者を中心に、機能の重複やそれに伴うコスト負担に対する批判が絶えなかったという事情がある。コックス委員長が、自主規制の仕組みが簡素化されると指摘したのも、このためである。

新しい自主規制機関が発足すれば、米国の証券業者に対する検査など、監督に係わる直接的な業務は、ほぼ新機関に一元化されることになる。と言うのも、米国では、日本とは異なり、行政機関である SEC は、証券業者に対する検査にはそれほど力を注いでおらず、NASD や NYSE などの自主規制機関に処理を委ねるという体制がとられているのである。

例えば、やや古いデータになるが、2003 年度に SEC の法令遵守検査プログラム（Compliance Examination Program）を担当した職員は 696 名だったが、そのうち証券業者を担当したのは 200 数十名にとどまり、大多数は自主規制機関による検査が行われない投

資顧問業者や投資会社の検査を担当した。全米のブローカー・ディーラー数は 5 千を超えるが、2003 年度に SEC による検査を受けた証券業者の数は 642 にとどまる³。これに対して、同じ時期に行われた NASD による定期検査は年間 2,600 件以上にのぼる⁴。

一方、今回の合意を NYSE の側からみれば、新たな自主規制機関が発足することで、自らの取引所としての自主規制機能が売買審査（市場監視）や上場審査、上場会社管理に限定されることになる。既に、NYSE グループ傘下の NYSE アーカ取引所は、会員監督業務を NASD に委託することで証券取引委員会（SEC）による認可を受けている⁵。更に、自主規制法人の中でも最大の業務部門である会員監督部門を手放すことで、NYSE における自主規制のあり方は大きく変化することとなる。

III. 課題と展望

1. 日本への示唆

日本においても、近年、証券会社に対する検査や監督の重要性が一層強調される一方、証券取引所や証券業協会による考査や検査の内容の重複とそれに伴うコスト負担が問題視されるようになってきている。このため、複数の取引所による合同検査の導入など、効率的な検査体制の構築が図られようとしているが、今回の合意のように、業者監督機能そのものの一元化にまでは至っていない。

2006 年 6 月に成立した金融商品取引法には、自主規制法人制度や自主規制委員会制度に関する規定など、取引所の自主規制機能の強化を図るための様々な規定が盛り込まれた。しかし、同法は、協会による自主規制と取引所による自主規制を全く異質のものとして捉えており、二つの関係を整理したり統合したりするという観点を欠いている。例えば、取引所は、自らが会員となった自主規制法人に

図表 SEC が示した 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) 筆者作成。

自主規制業務を委託することはできるが、金融商品取引業協会（現在の証券業協会）に対して委託を行うことは認められない⁶。このような仕組みが好ましいものかどうかは、米国における今回の動きも踏まえつつ、改めて検討されるべきであろう。

2. 今後の課題

米国の SEC は、二年前に発表した自主規制のあり方に関するコンセプト・リリース（討議用文書）において、現行自主規制制度の改革が必要との認識を示し、複数の具体的な選択肢を提示していた（図表参照）⁷。今回の合意が実施に移されれば、取引所や NASD が担ってきた自主規制機能のうち、市場規制については取引所などの市場運営者が引き続き担当し、会員規制（業者規制）機能を統一機関に委ねるとする③案が、結果的に実現することになる。

この③案は、SEC がハイブリッド・モデルと名付けたもので、自主規制機関が市場運営を同時に行うことによって生じ得る利益相反の危険という問題を解決する有力な方策であるとされていた。しかし、同時に、SEC は、この案を採用した場合、会員規制を担当する統一的な自主規制機関が、市場運営とは距離を置くことで、市場の実態に関する専門的な知識を欠くといった事態が生じたり、市場規制との境界領域にあたるような問題（例えば、会員による取引ルールの違反などが考えられよう）の有効な規制が困難になったりするという問題点が考えられるとも指摘して

いた。今後、会員規制を担当する新機関が、そうした懸念を払拭し、有効な規制活動を展開できるかどうか注目されよう。

¹ 1934 年証券取引所法は、登録証券業協会の会員でないブローカー・ディーラー（証券会社）は、自らが会員となっている証券取引所内での売買の執行以外の証券の売買を行ったり、顧客を勧誘したりすることができないものとされている。このため、証券業協会への加入は法的な義務ではないが、対顧客業務を営む全てのブローカー・ディーラーが NASD 会員となっている。

² Statement by SEC Chairman Cox at News Conference on Self Regulation Consolidation, November 28, 2006 (2006-195).

³ SEC, Annual Report 2003, p.54.

⁴ cf. NASD, "NASD: 2003 9jReview", News Release, December 30, 2003.

⁵ 拙稿「NYSE グループの経営戦略と NYSE アーカ取引所」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号 60 頁以下、63～64 頁参照。

⁶ この背景には、金融商品取引業協会が、イギリスの 1986 年金融サービス法の下で設けられた業務分野別に組織された自主規制機関のようなイメージで捉えられているという事情が働いているように思われる。

⁷ 詳しくは、拙稿「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 43 頁以下、48～51 頁参照。