

アメリカの市場間競争と自主規制機関

清水 葉子

1 はじめに

SECは、今年五月にコンピューター・テクノロジーを利用した非取引所取引システムである代替的取引システム(ATS)の規制に関するコンセプト・リリースを発表し、今後のATS規制について二つの代替案を示した。SECの提案とは、ひとつはブローカー・ディーラーの規制を修正した上で、ATSをこれまで通りブローカー・ディーラーとして規制するというものである。ATSはブローカー・ディーラーとして規制するもの、取引システム自体は市場としての機能を果たしているので、市場機能部分については不公正な取引の監視など新たに必要な規制措置をとる。一方、顧客からの預かり資産にかかわる規制など純粋にブローカー・ディーラーとしての活動を規制する規則については不要な場合は免除することになる。

この提案は、ATSを従来通りブローカー・ディーラーと認めたまま規制の枠のなかに組み込むことになるので、ATSに対する過重な規制負担を避けることができるものの、従来の規制構造の混乱は解消されないままとなる。すなわち、従来の規制構造のもとでは、各市場を運営するのは自主規制機関であって、ブローカー・ディーラーは市場参加者として自主規制機関の規制に服するという形式がとられていたのに対して、ATSはブローカー・ディーラーであって自主規制機関ではないにもかかわらず市場運営を行うからである。

コンセプト・リリースで示された二つ目の代替案は、取引所の定義を拡大してATSを証券取引所として扱うというものである。ただし、従来の取引所としての規制義務のうち、ATSを規制する上で不必要・不適切な規制はSECの免除権限を行使して免除し、ATSに過重な規制負担がかからないようにして従来の取引所との競争条件に配慮する。たとえば、取引量が少なかったり価格発見機能を待たないATSについては、取引所として認めるものの登録を免除するなどして規制負担を軽減する。さらに、登録取引所についても規制義務を全体的に緩和していくなどの措置がとられる。

こちらの提案では、ATSは自主規制機関である取引所と認定されてしまうため、規制義務という負担を負うことになるが、その一方、自主規制機関が市場運営を行うという基本的な規制構造は変えずにすむという利点を持つている。もちろん、ATSの場合は機関投資家などの非ブローカー・ディーラーが市場取引に直接参加しているため、市場参加者を会員であるブローカー・ディーラーに限定して行われてきた自主規制機関の性格はかなりの変更を迫られるだろう。

さて、インターネットがはじめて取引システムの運営をはじめた一九六九年以来の懸案であった非取引所取引システムの規制は、このように非常に多くの問題を内包しており、実際SECはこのコンセプト・リリースの公表前にもすでに何度もATS規制の方針を変更してきた。規制の混乱の理由はさまざまであるが、本稿では自主規制という、他の業種にはみられない証券市場独特の産業規制のあり方と関連づけて考察してみたい。というのは、自主規制は複雑な規則や慣行を持つ証券市場の規制において、専門的な知識を持った当事者が規制の中心になるといふ点で大きな有効性を持つてはいるが、ATSなどの非取引所取引システムも含めた市場間競争のもとでは、これまでになかった問題が顕在化する可能性があると思われるからである。

2 ATS規制と自主規制機関

アメリカの証券市場規制を考える上で、証券取引所などの自主規制機関と政府機関であるSECが規制の役割を分担しあっているという構造は非常に重要である。自主規制に重点を置く規制構造は、歴史的にはアメリカやイギリスなどアングロサクソン系の国に特徴的であるといわれているが、今や多くの国の証券市場規制に共通のものとなっている。

業界規制としてはきわめて特殊であるといえる自主規制方式は、証券市場の規制に関しては大きな利点を持っているとされる。第一に、証券市場の構造や慣行は非常に複雑である上、経済動向の変化の影響も受けやすい。このため、規制を担当する者は高度な専門的知識を持つている必要があるだけでなく、市場の動向に常時接触していることも要請される。したがって、業界の外部から規制を行うよりも業界内で自主的な規制を行った方が都合がよい上に実際的であって、結果的に効率的な規制が可能であるとされている。第二に、公正な証券取引のためには、何よりも関係者の誠実性が重要であると考えられるが、この点でも、業界内で自主的な規制が行われることで法律の規定を超えた倫理規範が確立され、業界内の認識も高まるというよい影響力があるとされている。

ところが、ATS規制に関しては、自主規制のあり方がかえって問題を複雑にしたという面があることを否定できない。というのは、一つには自主規制が市場参加者を階層化したうえで機能するという階層構造を持っているため、ATSのように従来の階層構造に当てはまらない取引システムをそのままでは組み込むことができなかったからである。すなわち、ATSは本来取引所の自主規制下に置かれるべきブローカー・ディーラーでありながら、取引システムを運営している以上、市場機能を果たしているからである。すなわち、ATSは自主規制機関としての役割を持っていないにもかかわらず市場を運営しているため、ATSの市場機能を監督する主体がな

く、ATS自体は競合する市場を運営している自主規制機関の監督下に置かれるという状況を作り出してしまったのである。

また、このことと同様に重視されるべき事実として、取引所など他の自主規制機関のATS規制に対する対応が、市場システム全体の規制のあり方を問題にするというよりは、競合する市場運営者としての立場を前面に出して調整を要求していたのであって、結果的に、たとえばブローカー・ディーラーの自主規制機関であるNASDもATSに対して適切な規制を行うことはなかったことを挙げる事ができる。

これは、自主規制機関は、ATSのような非取引所取引システムの規制に関しては本来の規制機関としての役割よりも、むしろ競合する各市場の利益代表団体としてふるまい、SECが各市場間の利害調整の役割を引き受けていたと言えるのではないかと思われる。次節では、政府機関による法的規制と産業界の団体による自主規制が証券市場規制の責任を分担しあうという二重の規制のあり方は、どのようにしてでき上がったのかを見てみよう。

3 二重の規制構造の成立

SECは、大統領がその委員を任命する独立した行政機関であって、予算上の制約を受けるほかは議会から相対的に独立して活動を行うことができる。一九三四年証券取引法が成立した当初、証券市場規制におけるSECの役割は非常に限られたものであると認識されていた。証券市場の規制は、なによりもまず証券取引所の自主規制によって行われるべきであり、政府はその後ろ楯として単に権限を示していればよいと考えられていた。²⁾

こうした消極的なSECのあり方は、五〇年代以降は変化の兆しを見せはじめ、市場での不正を摘発する権限

が重視されるようになってくる。この背景には、証券市場の拡大にともなうて企業の倒産や悪質な証券販売が増大したのに対して、証券取引所などの自主規制機関が必ずしも十分な対応ができなかったことがある。SECは一九六一年から一九六三年にわたって証券市場特別調査を実施したが、これは証券市場規制における自主規制の限界を明らかにして証券行政の大きな転換点となった。調査は証券販売の実態を分析し問題点を指摘したほか、委託売買手数料をめぐる不透明な慣行も問題視している。この膨大な調査は一九六四年改革法という形で結実した。こうして、SECは証券市場での不正行為の監督に積極的に乗り出すようになった。

SECの規制権限は、一九七五年改正法で全米市場システムの構築のための大きな権限がSECに委任されると、さらに増大した。SECは、自主規制機関の規則を変更したり、その規則を施行したり、自主規制機関やその会員に不正があったときは会員権の停止などの懲戒処分を行うなど、証券市場で大きな役割を期待されるようになった。またSECは、全米市場システムを確立し、その目的達成のために投資家の最良執行を確保したり証券市場間の適切な競争を促進したりするという、市場構造そのものを育成する権限も委任された。

詳細に見れば、時代ごとの曲折はあるにしろ、⁽³⁾きわめて大ざっぱに言つて、当初の自主規制に大きな信頼を置いた証券行政は後退し、SECの証券市場規制に関わる権限が徐々に増大してきたと考えられる。しかしながら、一方で自主規制機関の法律上の権限が後退したわけではない。自主規制機関は、三四年法で付与された不正の懲戒と規則制定、市場運営という役割を保持しつづけている。このことは、自主規制機関の規制とSECの規制が二重構造になっているということを示しており、より信頼できる規制が可能であるとも言える一方で、規制の重複が何らかの問題を引き起こす可能性も否定できない。

4 二重の規制構造がもたらすもの

このように、証券市場規制が、SECを通じた政府による規制と証券業界の団体による自主規制機関との二つの組織によってなされているということは、市場間競争の下での証券市場規制を考える上でどのような問題を持つのだろうか。

Lipton(一九八五)は、このようなSECの規制と自主規制という二つの規制の重複から生じる問題として、次の四つを指摘している。

(1) 自主規制機関とSECという二重の規制主体の間に明確な責任分担の指標がないため、何らかの規制上の問題が生じたときにどちらの規制主体がその問題にのり出すかが不明であつて、規制の一貫性を損ね、将来の規制の不確実性が増大するという問題を生んでいること。こうした事例の一つとして、NYSEが一九八二年に小口注文の自動執行システムとして、注文回送機能が十分でなく、したがって最良執行の点で問題のあるR4と呼ばれるシステムを試験的に導入したものの、SECがその規則変更を認めなかったことを挙げている。NYSEは取引量がきわめて大きいので、最良執行の点で問題のあるシステムが導入されることは、全米市場システムの理念に反すると判断したからである。しかし、NYSEの導入に先だつて地方取引所がほぼ同様の自動執行システムを導入したことについてはSECはそれを黙認していたため、何がSECにとって規制上の問題とみなされるかに関して一貫性がないという批判がなされた。

(2) 同様に、規制の責任分担が不明確であるため、問題が不適切な規制主体によって処理される可能性があること。こうした事例としては、注文執行の店内化による取引所市場からの注文流出が問題化しているなかで、店頭市場と取引所市場の間に、気配値公開ルールと注文回送システムを導入する方向が示されたことを挙げ

ている。取引所は、注文回送システム導入によって大手ブローカーの店内化が一層進むことを懸念していたため、NASDとの間で調整がつかず、自主規制機関のイニシアチブでは店内化問題とITS導入問題の解決はしばらく前進がみられなかった。この場合はイニシアチブをとるべきなのはこの問題に中立的な立場をとりうるSECであったはずであると述べている。

(3) 規制主体間の責任分担の指標がないために、規制が非効率な形で行われる可能性があること。この点に関しては、SECスタッフの市場運営に関する実務的な知識が不十分であるために、気配値公開ルール導入時に混乱を招いたことを取り上げている。この場合は、ルールの専門的な部分については、自主規制機関が担当するべきであったとしている。

(4) SECと自主規制機関の双方に責任のある規制上の問題に関しては、総じて自主規制機関側が十分な責任をとらずにSECに任せてしまう傾向があること。とくに困難が予想されたりコストのかかる問題に関しては、途中で方針が変更されることをおそれてSECがイニシアチブをとるまで行動を起こさないことも指摘している。

5 おわりに

証券市場における自主規制は、証券市場においては当事者による規制として効率的な規制を実現してきており、今後もそのメリットが薄れることはないと思われる。しかし、右にみたように、二重の規制主体があることがさまざまな問題を招く可能性は否定できない。特に、ATS規制に関連しては、規制主体間の責任分担に恣意性が見られるために、市場間競争の下では、自主規制機関はその運営する市場の利益代表団体としての性格を強めており、SECは自主規制機関間の利害調整の役割を求められるようになっていくとの見方も可能である。すなわち、主要取引所、地方取引所、NASDなどの自主規制機関は、みずからの組織内においては従来通り会員に対する自主規制を行うが、他の自主規制機関との関係上は、みずからの市場の利益を代表する組織としての行動が目立ってきていると思われる。こうしたことも、いわば市場間競争の副作用として注意を払う必要があるのではないだろうか。

(注)

(1) SEC (1997)。なお、リリースの詳細については清水 (一九九七) 参照。

(2) 三四年証券取引法の公聴会では、自主規制に対する政府の役割について「big stick」という言葉を用いて、政府の二次的な立場を示している。

(3) SECの役割の変化については北條 (一九九三) a, b, cに詳しい。

(参考文献)

清水葉子 (一九九七) 「アメリカの代替的取引システムの規制について—SECのコンセプト・リリースより—」『証研レポート』

No.1548 (一九九七年七月)

北條裕雄 (一九九三) 「証券規制におけるSECの役割」『証研レポート』No.1498 (一九九三年五月)

-----b (一九九三) 「証券制度改正におけるSECの役割」『証研レポート』No.1499 (一九九三年六月)

-----c (一九九三) 「一九八〇年代におけるSECの証券行政」『証研レポート』No.1500 (一九九三年七月)

Lipton, David A. (1985) "GOVERNANCE OF OUR SECURITIES MARKETS AND THE FAILURE TO ALLOCATE REGULATORY RESPONSIBILITY." *The Catholic University Law Review*
Seligman (1982) *Transformation of Wall Street*. North eastern University press
Securities and Exchange Commission (SEC) (1997) "Regulation of Exchanges." Release No.34-38672