

自主規制機能の分離・統合論

～S I Aの自主規制モデル案～

伊豆 久

はじめに

今年四月の大阪証券取引所に続いて、今日一日、東京証券取引所も、会員組織から株式会社に移行した。証券取引所の株式会社化は世界的な流れとなっているが、そこでの論点の一つは、自主規制機能をどうするかであった。取引所の株式会社化によってその自主規制機能はどのような影響を受けるのか、それにどう対処すればよいのか、という問題である。しかし、これに対する各国の考え方、対応のありようは必ずしも同じではない。

日本では株式会社移行後も取引所がこれまで同様の自主規制を行うこととなっており、海外でもこうした対応が一般的なようである。

しかし、米国では、異なる対応が模索されている。ニューヨーク証券取引所(NYSE)⁽¹⁾が株式会社⁽²⁾への移行を求めたところ、証券取引委員会(SEC)が、自主規制機能の分離独立という条件を付けたと伝えられている⁽³⁾。それに対してNYSEは、自主規制機能の分離は自らの比較優位を損なうとして強く反発⁽³⁾。現在、株式会社化計画は凍結中である。

一方のナスダックでは、昨年から株式会社化の計画が進行中である⁽⁴⁾。全米証券業協会(NASD)は、九六年

に市場運営機能と自主規制機能を分離して、それぞれを担うナスダックストックマーケット・インクとNASDAQレギュレーション・インクを設立しているため、SECが求めた株式会社化のための条件はすでに満たされているということになる。

市場運営と自主規制を分離するという方法は、株式会社化による利益相反の顕在化に対応したものである。しかしその一方で、二つを分離することは、市場開設者自身が市場を規制するという自主規制の基本的な哲学を否定することでもある。さらに、現在の米国では、自主規制機関(SRO: Self-Regulatory Organization)の理事の過半数が証券業以外から(公益理事)選ばれているが、こうなれば、「自主」規制という名称は形容矛盾とも言える。

そうした中、米国証券業協会(SIA)は、昨年、SROのあり方に関する報告書を発表しているが、それは、こうした問題を考える上で重要な示唆を与えてくれている。以下、その報告書を紹介しながら、議論を整理することとしたい。

1 自主規制制度案の検討

SIAの報告書⁽⁵⁾は、市場運営機関とSROの組み合わせ・あり方に関する六つの選択肢を検討し、自らはその中の一つ、ハイブリッド型を推奨すると結論づけている。SIAがどのように整理しているのか見てみよう。

(1) 現状維持案

市場運営機関とSROの関係をどうするかについての選択肢の一番は、現状 市場運営機関は同時にSROで

ある を維持するというものである。現在の自主規制体制は、長年にわたって米国証券市場を支えてきたのであって、そのメリットは歴史が証明しているとも言える。しかしながら、ECNの台頭や取引所の株式会社化といった新しい変化を前提に考えると、現在の自主規制体系では非効率性と利益相反という二つの問題が無視できなくなっているとし、SIAは、現状維持という選択肢は採用できないとしている。

例えば、複数のSROの会員である証券会社は、それぞれのSROの規則に従わなければならない。しかしながらそこでは、店舗検査に代表されるように重複が多く、また、会員登録、店舗規制、公衆との通信、新規口座の承認、適合性の原則などの規則でもSROによって解釈や適用に微妙なズレが存在する。それでも証券会社はその一つひとつに対応せざるをえず、それが規制コストを過大とし、かえって証券市場全体における効率的な規制を阻害している面がある、というわけである。

もう一つの問題である利益相反とは、例えば、SROが自ら市場を開設すると同時に会員証券会社を監督していることから生じる。会員証券会社が、複数の取引所の会員であれば、顧客注文の回送先をその中から選択することになるが、その際、取引所が自市場への回送を優先させるような規則を制定する可能性が考えられる。あるいは、会員証券会社がECNなど事実上の市場を開設する場合には、監督する側と監督される側が直接的な競争関係に立つことになる。こうした状況では公正な競争と適切な規制を両立させることは極めて難しくなってしまうからである。

SIAが最も重要視しているのはこの二つの問題であり、それを評価軸に、考えうる選択肢を順に検討しているのである。

(2) NASDR案

二つ目の選択肢は、NASDR案とも呼ぶべきもので、株式会社化する取引所はすべて、NASDが行ったように、市場運営と自主規制を組織的に分離するという方法である。冒頭で紹介したようにSECのレビット委員長(当時)は、NYSEの株式会社化にあたってこの案の採用を求めたといわれている。この案の主たるメリットは、現状の問題点の一つである利益相反の解消を図れるところにある。市場運営機関は上場企業の獲得と売買高の増加を目指して活動し、SROは市場と会員に対する規制活動に特化する。組織をはっきり分離し情報の遮断(ファイアウォール)を厳格化することで、反競争的な規制を防ぐことが可能となるはずである。

SIAは、しかしながら、この方法では利益相反を十分に防止できるか疑問だとしている。内部組織の分離によってある程度問題を軽減することはできても、二つの組織は持株会社(親会社)を同じくする兄弟会社であり、親会社は自らの利益を最大化するために市場と自主規制の両方を運営監督することになる。また、この案では、すべての市場が分離しているとはいえずそれぞれのSROを抱えることになり、規制の重複という問題は全く改善されない。こうした理由からSIAは、自主規制体制全体のあり方としてはNASDR型を支持することはできないとしている。

(3) 検査機能の一本化案

三つ目の選択肢として、検査機能に関してのみ単一の自主機関に集中しそれ以外については現状を維持する案が考えられる。複数のSROの会員となっている証券会社であっても、財務・業務・記録保存の各規則に関する店舗検査については、SECが事前に指定した一つのSROのみの検査を受ければよいこととするというもので

ある。これは、三四年法第一七条d項にもとづいて現在すでに部分的に実施されている自主規制の分業化をさらに拡充発展させるというところであるが、S I Aは、これにも消極的である。

これによって確かに、複数のS R Oによる検査の重複という問題は解決されるが、しかし、規則そのものの重複や解釈の多義性という問題、利益相反の可能性は残ってしまうからである。また、指定されたS R Oは自らのルールだけでなく他のS R Oのルールを加味して検査を行うことになるが、（これまでの部分的な経験からしても）それは必ずしも簡単ではなく、かえって効率の低下を招く恐れもあると指摘している。

（4）自主規制廃止案

四番目の選択肢として、自主規制というあり方そのものを放棄し、証券規制を政府機関（SEC）による公的規制に一本化してしまうという方法（自主規制廃止案）が考えられる。これまでS R Oが行なってきた機能はすべてSECに委ね、取引所や証券業協会は市場運営に専念することになる。市場運営機関から自主規制機能が奪われるわけで、その際には取引所とATSの区別は完全に消滅する。証券業界の証券規制への関与は、SECのパブリックコメントの募集や議会へのロビー活動に限定されることになる。

こうなれば、自主規制に関して業界内外からこれまで指摘されてきた様々な問題（業界利益を重視したクラブ的性格、重複規制にともなう非効率性、市場運営と自主規制の併営に伴なう利益相反など）すべてが一挙に解消されることになる。SECの権限はさらに強くなり、そのことは国際的な市場間競争において米国証券市場の地位をさらに高めるかもしれない。

しかしながら、S I Aはこの自主規制廃止案を否定している。これは自主規制の欠陥だけでなくそのメリット

もすべて捨て去ってしまうからであり、同時に新たな問題を生み出す可能性も高いからである。

市場を形成し市場を熟知する者自身が市場を規制するという自主規制の最大の利点を失って、市場規制の実効性を維持することは可能だろうか。これについては、歴史上の「実験」の結果が報告されている。米国では一九八三年まで、証券会社には証券業協会への加盟が義務づけられておらず、したがって、証券取引所にも証券業協会にも属さない証券会社が存在した。そうした証券会社はSECが直接、監督規制していたのである⁽⁶⁾。SEC O「シーO」 SEC Onlyの略 と呼ばれた。この直接規制のもとで、SECはNASDAQと同様の証券会社規制のための仕組みを自ら構築していたのであるが、それは、SECにとって極めて大きな負担となり、他の重要な分野から人員や予算を奪うこととなり、結局、非効率であるとして廃止されたのである。SIAは、仮にこれから自主規制を廃止しSECに一本化するとっても、議会がそれに必要なSECの予算増額を認めるとは思えず、またNASDAQやNYSEなどのSROはもちろん、証券業界からの賛成は見込めず、この案は現実的な代替案とはなりえない、としている。

また、現在でも大きな権限をもつSECに証券規制の全権限を集中すれば、あまりに強大な組織を作り出すことになってしまう。柔軟性に欠ける官僚的な組織では、市場の激しい変化に対応できない可能性もあると指摘している。

(5) 単一自主規制機関案

そこで、五番目として、あくまで自主規制という枠組みを維持しつつ、複数のSROの並立による弊害を避ける方法として、SROの統一、単一化という案が考えられる。取引所やNASDAQが自主規制機能を放棄し、AT

Sと同様の単なる市場開設機関になるという点は自主規制廃止案と同じである。したがって利益相反や重複規制に伴う問題も同じく完全に解消されることになり、その一方で、SECのさらなる強大化という欠点を回避することもできる。自主規制の枠組みは維持されており、証券業界自身による証券規制への関与は維持される。

しかしSIAは、これは、自主規制廃止案の変種にすぎず、賛成できないとしている。単一のSROはSECの付属物と化す可能性が高い。理事の数などそのガバナンスで証券業界が一定のウエイトを占めるとしても、SECのコピーとなることを防ぐことができるか疑問である。また、自主規制の枠組みが維持されているといっても、市場の運営と管理が完全に切り離されており、これでは、自主規制のメリットの根本が失われている。新しい売買システムを開発するといった場合、市場運営とその監視が同一主体によってなされるからこそ、売買当事者の使い勝手もよくなかつモニタリングも容易なシステムを選択しるのである。そうしたシナジー効果を失うことは極めて大きなマイナスとなるからである。

2 SIAの提案）中央SROと市場SRO）

以上のような考察を踏まえて、SIAが最良の案として提案したのは、ハイブリッド型と呼ぶ規制体系である。それは、自主規制機能を会員管理と市場管理に分け、会員管理に関しては単一の自主規制機関（中央SRO）に集約し、それぞれの市場の管理はそれぞれの市場運営機関（市場SRO）に委ねるといったものである。

中央SROが扱う会員管理とは、証券会社や外務員の登録や研修、自己資本規制などの財務に関する監督、顧客業務の適法性、記録保存規則などの分野である（ただし対公衆業務を行わないスペシャリストやマーケットメーカーを除く）。また、すべての市場に共通する問題についても中央SROが扱う。そして中央SROは市場

を運営することはできない。

他方の市場SROが扱う、それぞれの市場に固有の規制とは、具体的には、約定の方法、売買報告の方法や売買停止等に関する規則、業者間売買を担当するスペシャリストやマーケットメーカーなどに関する会員管理規則、当該市場SROのガバナンスに関する規則、取引参加者の基準等に関する規則、上場基準を含む市場管理に関する規則、の制定と執行である。ただし、自らの意思によつて市場規制機能(の一部)を中央SROに外部委託することも認められる。

市場SROは中央SROの会員ではなく、したがつて中央SROが市場SROを監督することはない。両者は各市場に共通する問題等について協力することはあつても対等な関係にあり、ともにSECの監督下に置かれる。

この考え方の最大のメリットは、第一に、証券会社に対する検査その他の規制の重複を排除している点にある。これまでの各案の検討でも明らかによつに、SIAの最大の関心事は、規制(特に証券会社規制)の重複であつて、それは業界団体として当然のことでもあろう。実際、SIAは一九七三年以来、この案と同様の提案を繰り返してきたのである。

第二のメリットは、会員規制と市場規制の分離により利益相反を抑制している点である。会員管理を行う中央SROは市場を運営せず、市場を運営する市場SROは会員管理を行わないのであるから、店頭市場を開設するNASDが同時にATSを運営する会員証券会社を監督するといった現在の問題を解消することができるのである。

そして第三のメリットは、市場規制については市場運営者に委ねているところにある。市場運営と市場管理を

同一の主体が行うことは、一方で利益相反の危険を残すとはいえ自主規制の根本であり、そのメリットを失うことはできないと考えられている。

ただし、問題がないわけではない。その一つは、中央SROと市場SROの管轄の境界線をどこまで明確化できるかという点である。例えば自己資本規制が会員管理の範疇に入り中央SROの領域であることはわかりやすいが、相場操縦のような場合、すべての市場に共通する問題であるから中央SROの分野であるが、しかしそれが発生するのは個別の市場であって、そこで両者の協力と役割分担をどうするか、という問題を解決する必要がある。会員管理と売買管理を明確に区別するというのも、状況によっては決して容易ではない。しかも市場SROどうしは競合関係にあるため、中央SROはいずれかの市場を優遇することがあってはならない。

また、繰り返し述べたことであるが、市場運営と市場規制を同じ主体が行うことは、効率的である反面、そこから生じる弊害を除去する方策も検討されねばならないであろう。

3 ルーベン・リー提案との比較

SIAの推奨するハイブリッド型は、著名な証取法学者であるルーベン・リーの提案する新しい取引所規制とも類似している。リーは、ATSの台頭によって従来の市場規制は機能不全を起しているとし、市場規制を二つに分けることを提案した。¹⁷⁾一つは、市場構造規制で、それは「注文回送、注文執行、情報配信の三つの主な市場機能のコンビネーション」から成る。もう一つは「それ以外の公的な領域の重要な規制」で、具体的には、市場における行為規制（仲介機関やその他の市場参加者の活動に対する規制）と、市場の公正に関わる規制（相場操縦やインサイダー取引などに対する規制）である。その上で、リーは、前者については競争にさらすべきだと

提言しているのである。

S I A のアプローチは規制の重複排除による証券業界のコスト削減に重点があり、リーの提案は市場類似施設の成長による市場規制の再検討を中心としているという違いはあるが、実質的に、リーの考え方は、市場の運営と市場に固有の規制はそれぞれの市場開設機関に委ね（したがってそれは競争にさらされる）、会員管理や市場に共通の規制は中央 S R O に（したがってそれは競争にはさらされない独占的資格をもつことになる）に委ねるという S I A のハイブリッド案と、類似する点が多い。（ただし、リーの案では中央 S R O の管轄が S I A の提案よりも広いようである。またリーの提案では上場審査その他の上場管理に関する考え方が明確でないが、現状からしても市場構造規制（S I A の市場 S R O）に含まれるのであろう）。また、SEC のレビット委員長（当時）も、九九年の講演（注 2 参照）で、いくつかの留保をつけつつも、同内容の提案に「関心をもっている」と述べており、これは、現在の S R O 改革案において最有力と云ってよいであろう。

こうした提案を米国の現状に当てはめて考えるとどうなるのだろうか。言うまでもなく、中央 S R O に最も近いのは N A S D であるから、現実的には、各取引所が会員管理等を N A S D（あるいは N A S D R）に委ね（A T S も最低限の市場規制は自分で行うか、それも N A S D に委託するかを選択する）、反対に N A S D が市場開設機能（ナスダック）を手放せば、提案がほぼ実現されることになる。ナスダックは、N A S D からのスピントフと取引所登録が進行しつつあるから、それが完了すれば、残る問題は取引所側の会員管理等の N A S D への委託だけとなる。しかし、N Y S E は冒頭でも紹介したように自主規制機能の分離を強く拒否しており、それを一部であつても N A S D に委譲するとは考えにくい。その一方で、N A S D R は規制の外部委託の受け皿となることを自らのビジネスモデルとして明確に打ち出しており、両者は当面、規制の領域でも激しく競合していくこと

になるであろう。

おわりに

このように見てくると、以下の点を確認することができるとであろう。第一には、市場の運営と市場の監督が切り離しがたいことである。(本誌先月号拙稿でも確認したように)それこそが自主規制の源泉だからである。その一方で、第二に、証券会社の対顧客業務など証券会社の監督については、市場の運営と切り離しうることを主張されている。そしてそれを一つのSROに集約すべきだというのがSIAの提案であった。しかしそれはいかなる意味で自主規制なのだろうか。そこには市場運営と市場監督の間に存在する「自治」の論理的必然性が存在しない。この場合、自主規制のメリットは、証券業界自身によるコスト負担という方法で証券業における外部不経済を防ぐことにとどまる。他方自主規制のデメリットを抑制するために、公益理事のウエイトがさらに高められ、政府機関(SEC)の介入がさらに強化されることになるだろう。自主規制の枠組みは形骸化することになるが、それは不自然なことではない。むしろ証券市場の発展を反映したものと考えるべきなのであろう。

注

(1) ここでいう株式会社化は営利会社化・非会員組織化の意味である。米国には非営利の株式会社という制度が存在し、NYSEはすでに一九七一年からニューヨーク非営利会社法(101条にもとづく株式会社)となっている。

(2) "SEC's Levitt Says for-Profit Big Board Couldn't Operate Its Regulatory Unit", *Wall Street Journal*, August 31, 1999. またレビットSEC委員長は九九年九月の講演でも、「株式会社組織の下で投資家保護を維持するためには、最低限、自主

規制機能と市場とを組織上厳格に分離することが必要だと考えている」と述べている（"Dynamic Markets, Timeless Principles" September 23, 1999）

- (3) グラントン・マイスE理事長の上院銀行委員会「米国株式市場の公的所有に関する公聴会」（一九九九年九月二八日）での証言参照（www.senate.gov/~banking/99_09hrng）。
- (4) NASDは、昨年四月の会員総会で、ナスダック市場を運営する子会社ナスダックストックマーケット・インクの非会員組織化・スピンオフを決定した。昨年六月と今年一月の二度の私募によって、それまで一〇〇%であったNASDの持分はすでに四〇%になっている。また、ナスダックストックマーケット・インクを証券取引所として登録する作業も同時に進められている。
- (5) SIA, *Reinventing Self-Regulation*, January 5, 2000. SIA, "Recommendations Regarding Self-Regulatory Structure", March 23, 2000 (www.sia.com/demutualization)
- (6) SEC制度は、一九六四年から始まったが一九八三年に議会在が廃止を求め、SECがその根拠規則一五b八一を撤廃したことで終了した。それ以降、取引所のスペシャリストなど公衆との取引を行なわない特殊な場合を除いて、すべての証券会社は証券業協会の会員とならなければならない。ルイ・ロス（日本証券経済研究所証券取引法研究会訳）『現代米国証券取引法』日本証券経済研究所、一九八九年、七〇四 五頁参照。
- (7) Ruben Lee, *What is an Exchange*, Oxford Univ. Press, 1998（大崎貞和他訳『取引所とは何か』金融情報システムセンター、二〇〇一年）（第二二章）。

（いず） ひさし・主任研究員）