

# NASDおよびNYSEによる自主規制機能の一部統合計画

横山 史生

全米証券業協会（NASD）およびニューヨーク証券取引所（NYSE）は、従来それぞれの会員証券会社に対して行っている検査・処分機能等を統合する計画に着手した。これは両者のいずれの会員でもある証券会社に対する重複的な検査等を効率化することを主たる目的としているが、一九九〇年代以降の米国証券市場の変化の中で進んできた、自主規制機関のあり方を見直す流れに根ざすものでもある。本稿では、今回の計画の概要とその背景について概説する。

## 1 NASDおよびNYSEによる証券会社検査機能等の統合計画

### （一）「規制上の統合」および「新たな自主規制機関」とは何か

二〇〇六年一月二八日にNASDのウェブサイトにおいてNASDおよびNYSEの連名で発表されたプレスリリース<sup>(1)</sup>によると、両者は、従来それぞれの会員証券会社に対して行っている検査・処分機能等を、二〇〇七年第2四半期中に、新たな自主規制機関に統合することで合意した。これは、両者のいずれの会員でもある証券会社に対する重複的な検査等を効率化することを主たる目的としているものとされる。

ここで言われている「検査・処分機能を新たな自主規制機関に統合する」という表現からは、あたかも従来のNASDおよびNYSEとは全く別個の自主規制機関を新規に設立するかのような印象を受けるが、そうではな

い。今回発表された計画について、その詳細な検討は後段で行うこととし、機能および組織の両面から見て具体的にどのような変更が今後に行われるのかという点を、まず整理しておきたい。

計画されていることは、NYSEの現行の自主規制機能のうちNYSE会員証券会社に対する検査・処分機能等をNYSEから切り離してこれをNASDの現行の会員検査・処分機能等と統合した上で、NASDが従来担っているその他の自主規制機能と一体のものとして運営していくようになる、ということである。NASDおよびNYSEによる証券会社に対する検査・処分機能をこのような形で統合することを、プレスリリースでは「規制上の統合 (Regulatory Consolidation)」と表しているのであるが、同じことが「新たな自主規制機関への統合」と表現されるのは、このような機能上の統合に伴う組織の存立形態上の変更を、手続き上は、現行のNASDの定款を改正するとともにNASDという名称を変更することによって行うこととされていることによる。実態としては、NASDがNYSEの会員検査・処分部門を吸収合併した上で自らの名称変更を行うものと考えられることができる。

なお、新たな名称については今後に決定するものとされており、プレスリリース等ではこのような機能上の統合を行った後の新たな組織について述べる際に「新自主規制機関 (the new SRO)」という表現が多用されている。またNASDは、自らが現行の形態から「新SRO」に形を変えていくための一連の手続き上のプロセスを、NASDは「移行 (the transition)」と呼んでいる。このプロセスは、後述のようにNASD定款変更、そのSECへの届出と承認取り付けなど多岐に渡るとともに、NASD会員を中心に関係各方面との調整を要するものなることから、NASDはウェブサイトに「規制上の統合」に関するページ (URLは<http://www.nasdaq.com/RegulatoryConsolidation/index.htm>) を設け、手続きの進行につれて随時、様々な情報を公表している。

## (2) 新SROの目的および機能の概要

このような検査機能の統合を伴う新SROへの移行を行う目的について、プレスリリース等では、規制目的の重複を排除することにより規制の効率性を高め、規制コストを軽減するとともに、市場の公正性および投資家保護の確保に資すること、証券会社の多様なビジネスモデルおよび規模を包括する柔軟な規制枠組みを実現するとともに、証券業界の自主規制機関の運営への参加にかかる公正性を高めること、等を挙げている。「規制目的の重複の排除」については、上述のようにNASDおよびNYSEのいずれの会員でもある証券会社に対する重複的な検査等を効率化することが主眼であるが、プレスリリースによると、NASD会員証券会社五〇〇社超のうち大手を中心に約二〇〇社がNYSE会員でもありとされる。

次に、新SROが担うこととなる自主規制機能等についてプレスリリース等で挙げられているところは、次のように整理できる。

- ①証券会社に対する規制上の監督（業者に対する検査の実施および処分）
- ②登録外務員にかかる試験実施・登録等
- ③紛争処理・仲裁
- ④会員のコンプライアンスにかかる支援
- ⑤ナスダック証券取引所等からの委託に基づく市場売買監視
- ⑥ナスダック証券取引所上場銘柄およびOTCプレティンボード等店頭登録銘柄にかかる取引報告システム等の管理・運営
- ⑦投資家教育

これらのうち①が、今回の計画で「統合」される最大のポイントであり、上述のように、NYSE会員証券会社に對する検査・処分機能等をNYSEから切り離してこれをNASDの現行の会員検査・処分機能等と統合することが計画されている。NYSEは従来から自市場にかかる自主規制機能として、NYSE上場銘柄の売買監視および上場監視を行っているが、これらについては新SROに統合されることはなく、従来どおりNYSE自身、正確にはNYSEレギュレーション(NYSE Regulation)によって行われる。一方、NASDによる検査・処分は従来から、原則として取引の場・態様を問わず証券会社およびその役職員の業務全般について、法令諸規則の遵守状況に對する検査を行うとともに、違反行為に對する制裁・処分(制裁金課徴、業務停止、資格剥奪等)を行うものであり、これについて新SROでは、NYSE会員によるNYSE取引にかかる業務に對する検査・処分を含めて一元的に行っていくことになるものとみられる。

また、③の紛争処理・仲裁の機能・業務も、NYSEから切り離されて新SROに統合されることになっている。証券取引について証券会社等と顧客との間または証券会社相互間で発生する紛争・トラブルの処理・仲裁については、NASDの一部局であるNASD紛争処理機構(NASD Dispute Resolution)がNASD会員を当事者とする紛争について管轄する一方、NYSEレギュレーションも従来からNYSE会員を当事者とする紛争を管轄する部局を設けているが、今回の計画においてこれについても、NYSEから分離されて新SROに統合されることとなっている。

これ以外の機能、すなわち上記のうち②、④、⑤、⑥、⑦については、NASDが従来から担っている機能をそのまま新SROに引き継ぐ形をとるものとみられる。このうち⑤および⑥については、NASDがナスダック証券取引所等との間で業務委託等の形をとった上で担当している機能であり、これについては後述する。

以上のような「規制上の新SROへの統合」を行うに当り、個々の自主規制機能等にかかる実務を担当する職員の移動が必要となるが、これについてプレスリリースでは、NASDの現在の全職員約二四〇〇名がすべて新SROに移籍するとともに、NYSEレギュレーションの現在の全職員約七四〇名のうち新SROに分離統合される業務を担当している約四七〇名が新SROに移籍する予定であるとしている。

### (3) 新SROのガバナンス（理事会の構成）

本計画上の新SROのガバナンスにかかる仕組みの詳細は、NASD定款改正によって定められることになるが、理事会の構成上、各理事が代表する利害の力関係については、概要以下の通りとされている。すなわち、理事の総数は二三名、うち証券界以外からの理事（公益代表理事）一名、証券界代表理事一〇名、新SROの会長およびCEOを兼ねる理事各一名である（会長およびCEOについては具体的な予定者名が公表されており、それぞれ、リチャード・ケッチャム現NYSEレギュレーション会長、メアリー・シャピロ現NASD会長兼CEO）。証券業界代表については、証券会社の業容規模および業務内容に応じて、さらに六つの区分が設けられており、①登録外務員数一五〇名以下の小規模証券会社代表理事三名、②登録外務員数一五一名以上四九九名以下の中規模証券会社代表理事一名、③登録外務員数五〇〇名以上の大規模証券会社代表理事三名、④NYSEスペシャリスト代表理事一名、⑤独立仲介業者等（independent dealer/insurance affiliated firms）代表一名、⑥投資会社（investment companies）代表理事一名、となっている。

なお、以上は新SRO発足時点における理事会の構成にかかる規定であり、発足後一定期間経過後に新SROのもとでの最初の会員総会後に新たに選出される理事会の構成については別途の内容が、定款修正案に盛り込ま

れている。

#### (4) 新SROへの移行手続き

新SROへの移行に当っては上述のようにNASD定款改正を行うものとされており、NASDは、二〇〇六年一月中旬に定款改正案を公表するとともに、NASD会員に対して改正への賛否にかかる会員投票を二〇〇七年一月一八日までに行うよう呼びかけた。一月二日にその結果が公表されており、NASD会員の六四%の賛成により定款改正が成立したということである。NASDは今後定款改正についてSECへの届出を行い、審査を受けることになるが、NASDは、新SROへの移行を二〇〇七年第2四半期(四～六月)中に完了する予定としている。

#### 2 NASDおよびNYSEの従来の自主規制機能とその変化

NASDとNYSEによる今回の証券会社検査機能等の統合計画は、証券取引所の自主規制機能の一部を分離して別の自主規制機関に移管するものということができ、米国証券市場にかかる自主規制機関のあり方全般に係わる大きな変化をもたらすものというわけではない。とは言え、その背景には、規制の重複を避けるような制度改正が必要ではないかとする年来の課題とそれへの取り組みがあったし、また、ECNの台頭という近年の変化の中でNASDおよびNYSEが自らのレゾン・デートルの見直しを進める中で、自主規制機能のあり方に一定の変化が生じてきていたことも見逃せない。さらには、今回の計画の手続き上の結果として、「全米証券業協会(National Association of Securities Dealers)」とどう一九三九年以来七〇年近くに渡って用いられてきた米国唯一

の国法証券業協会の名称が変更されることになるという変化を伴うものでもある。

ここでは、米国証券市場の自主規制機能にかかる変化を全般的に検討する余裕はないが、今回の新SRO計画を理解するための前提として重要な、近年におけるNASDおよびNYSEのそれぞれにおける組織形態および自主規制機能のあり方の変化について、整理しておきたい。

### (1) NASD

NASDは米国で唯一の国法証券業協会として、証券会社（ブローカー・ディーラー）の詐欺的な行為を抑止することと、証券会社による店頭取引について公正な取引慣行を確保することの二つの自主規制機能を担っており、後者のうちのナショナル・マーケット銘柄については、NASDが店頭市場にかかる自動気配表示システムを管理するという形でナスダック市場の運営を行ってきたところ、この二つの機能の間の利益相反が顕在化した事態としてのナスダック市場マーケット・メーカー談合疑惑（一九九四年）を受けて、前者、すなわち証券会社全般にかかる自主規制機能と、後者、すなわちナスダック市場の市場運営とそれにかかる自主規制機能の二つの独立性を確保するための制度改革を重ねてきている。また一九九〇年代末からは、ECNの台頭を受けて取引手法の改善や有力なECNの買収等を進めてきており、その経過の中でも利益相反が問題とされてきた。そのような経緯の上で、二〇〇六年八月に「ナスダック証券取引所（The Nasdaq Stock Market）」としてのSEC登録のもとでの市場運営が行われるようになるに及んで、ナショナル・マーケット銘柄に限定すれば、店頭市場の運営にかかる機能はNASDそのものの手を離れることとなった（表1を参照）。

このような経緯に即してみれば、ナスダック証券取引所の市場運営にかかる自主規制機能が組織としてのNA

S Dとナスダック証券取引所との間で、今回のNYSEとの間での機能統合と類似する関係が生じている。すなわち、ナスダック証券取引所の運営にかかる自主規制業務のうち、ナスダック市場の売買管理等と並んで、ナスダック証券取引所会員証券会社によるナスダック市場業務にかかる検査・処分が、ナスダック証券取引所からNASDに委託されている(表2を参照)。これは単なる業務委託契約にとどまらず、法令およびSEC認可に基づくものである。<sup>(2)</sup>これは、一九三四年証券取引所法規則一七d—二により、複数のSROに会員として属する証券業者に、対する規制の重複を排除するために、当該複数のSRO相互間で各々の自主

表1 NASDおよびナスダック市場の市場運営・自主規制の変遷

1994年	Nasdaq市場マーケット・メーカーによる価格談合疑惑発生
1995年	ラドマン委員会報告書、NASDの機構改革を提言
1996年	NASD、持株会社化し、傘下にNASD Regulation社とNasdaq Stock Market社を分離
2000年	NasdaqSM株式のNASD会員およびNasdaq市場上場企業への売出開始
2000年9月	Nasdaq市場の国法証券取引所登録申請
2005年2月	NasdaqSM社、自市場に上場
2005年12月	NasdaqSM社、インスティネットを買収 (INET ECNを子会社化)
2006年1月	SEC、Nasdaq市場の国法証券取引所登録を認可
2006年8月	NasdaqSM、国法証券取引所としてのNasdaq市場の運営を開始

表2 ナスダック市場の国法証券取引所化以降におけるNASDおよびナスダック市場による自主規制機能

※NASDの自主規制機能	
・ NASD会員に対する監査・処分	
・ 投資関連広告の規制	
・ 証券外務員登録	
・ 紛争処理・仲裁	
※ナスダック市場の市場運営と自主規制	
・ 規則制定	} →NASDに委託
・ 売買管理	
・ 会員入会審査	
・ 会員に対する検査	
・ 上場管理	→NasdaqSMが実施



規制に係る責任を分担することを、SECの認可を得て取決める (joint plan allocating regulatory responsibility) ことができるという規定であり、これにより、米国においては事実上、一のSROが自主規制業務の全部又は一部を他のSROに委託することが従来から可能となっているのである。このような、証券取引所からNASDへの自主規制業務の法令に基づく委託は、NASDとナスダック証券取引所との間だけではなく、NASDとアメリカ証券取引所、NASDとNYSEアーカ取引所との間等で行われており、一九九〇年代以降の取引所再編の展開を制度面から下支えする役割を果たしてきたとも言える。

NASDとNYSEによる今回の証券会社検査機能等の統合計画は、実質的にはNYSEからNASDへの証券会社検査機能の移管とみることができるが、これは、三四年法規則一七d—二に基づく自主規制業務の委託とは異なって、証券取引所の自主規制機能の一部そのものを制度的に切り離して外部化するものであり、これが法令上どのような合理性を有するかをめぐって、SECが今後新SROへの移行を審査する段階で何らかの議論が生じることもありえるのではないだろうか。

## (2) NYSE

NYSEが米国で最有力の証券取引所であることに大方の異論はないものの、ECNの台頭による市場間競争に直面している上に、二〇〇三年以降はスペシャリスト不正行為への対応に追われるという逆風にさらされている。そのような中、NYSEは二〇〇六年三月、ECNとして出発しつつ証券取引所化し (二〇〇一年) 伝統的な証券取引所を買収する (二〇〇五年、パシフィック証券取引所を子会社化) という特異なビジネスモデルを展開してきたアーキペラゴとの合併という手段によって、自市場上場を果たすとともに、自市場にかかる自主規制

表3 NYSEおよびアーキペラゴの市場運営・自主規制の変遷

①アーキペラゴ	
1997年1月	アーキペラゴ社、ECN業務開始
1999年8月	アーキペラゴ社、SECに国法証券取引所登録申請
2000年3月	アーキペラゴ社、パシフィック証券取引所(PCX)との提携計画発表
2000年8月	アーキペラゴECN、NYSE上場銘柄の取扱い開始
2001年10月	SEC、アーキペラゴ証券取引所(ArcaEx)の国法証券取引所登録を認可
2005年1月	アーキペラゴ・ホールディングス(ArcaEXの持株会社)がPCXホールディングス(PCXの持株会社)を買収
②NYSE	
2003年9月	グラッソー会長、高額報酬に対する批判を受け辞任
2003年10月	スペシャリスト5社による不正行為に対して制裁措置
2005年4月	SEC、NYSEによるスペシャリストへの監督不十分に対して行政処分
2006年3月	NYSEおよびアーキペラゴ・ホールディングス社の合併完了：アーキペラゴ・ホールディングス社をNYSEグループ社に名称変更し、NYSE、ArcaExおよびNYSEレギュレーションを子会社化

表4 NYSEグループ成立後におけるNYSEの自主規制機能

・NYSEグループ社(持ち株会社=旧アーキペラゴ・ホールディングス社)の傘下でNYSEおよびNYSE Arca(=旧ArcaEx)の二つの国法証券取引所がそれぞれ市場運営を行う									
・独立・非営利法人のNYSE Regulation Inc(=従来のNYSEの規制・監督部門が移行)がNYSE(およびNYSE Arca)に対して自主規制を行う。									
・NYSE Regulationの自主規制業務									
<table border="0"> <tr> <td rowspan="5"> <table border="0"> <tr><td>市場(売買取引)監視</td></tr> <tr><td>会員監査 → ※</td></tr> <tr><td>法規執行 → ※</td></tr> <tr><td>上場管理</td></tr> <tr><td>紛争処理 → ※</td></tr> <tr><td>リスク管理</td></tr> </table> </td> <td>※→NASDとの新SROに移管</td> </tr> </table>	<table border="0"> <tr><td>市場(売買取引)監視</td></tr> <tr><td>会員監査 → ※</td></tr> <tr><td>法規執行 → ※</td></tr> <tr><td>上場管理</td></tr> <tr><td>紛争処理 → ※</td></tr> <tr><td>リスク管理</td></tr> </table>	市場(売買取引)監視	会員監査 → ※	法規執行 → ※	上場管理	紛争処理 → ※	リスク管理	※→NASDとの新SROに移管	
<table border="0"> <tr><td>市場(売買取引)監視</td></tr> <tr><td>会員監査 → ※</td></tr> <tr><td>法規執行 → ※</td></tr> <tr><td>上場管理</td></tr> <tr><td>紛争処理 → ※</td></tr> <tr><td>リスク管理</td></tr> </table>		市場(売買取引)監視	会員監査 → ※	法規執行 → ※	上場管理	紛争処理 → ※	リスク管理	※→NASDとの新SROに移管	
		市場(売買取引)監視							
		会員監査 → ※							
		法規執行 → ※							
	上場管理								
紛争処理 → ※									
リスク管理									
・NYSE Arcaの自主規制業務									
<table border="0"> <tr> <td>市場(売買取引)監視</td> <td rowspan="2">}</td> <td rowspan="2">→NYSE Arcaの責任において実施 (実務はNYSE Regulationが担当)</td> </tr> <tr> <td>上場審査手続き</td> </tr> <tr> <td>取引参加者(会員)に対する検査</td> <td></td> <td>→NASDに委託</td> </tr> </table>	市場(売買取引)監視	}	→NYSE Arcaの責任において実施 (実務はNYSE Regulationが担当)	上場審査手続き	取引参加者(会員)に対する検査		→NASDに委託		
市場(売買取引)監視	}			→NYSE Arcaの責任において実施 (実務はNYSE Regulationが担当)					
上場審査手続き									
取引参加者(会員)に対する検査		→NASDに委託							

機能を担う組織としてNYSEレギュレーション (NYSE Regulation) を分離独立させた(表3、表4を参照)。

このような経緯の上で現状、NYSEレギュレーションによって担われているNYSEにかかる市場(売買取引)監視、会員検査・法規執行、上場管理等の自主規制機能のうち、会員検査・法規執行の部分が紛争処理とともに、今回の計画によって新SROに移管されれば、NYSEおよびNYSEレギュレーション自身の自主規制機能はきわめてスリム化されることになる。

### 3 証券自主規制再編の底流

NASDおよびNYSEによる今回の検査機能統合計画は、直接には、規制機能が市場全体として重複する場合にそれを整理して効率化することにより、ひいては市場全体の公正性にも資することを目的とするものであるが、前節でみたように、その根底には、NASDおよびNYSEの組織形態および自主規制機能の変化があり、また、自主規制機関としての役割・責任と市場運営者としての戦略との間の利益相反をいかに解決するかという問題が存在する。この自主規制機関における利益相反という問題を正面から取り上げたのが、二〇〇四年におけるSECの一連の検討であった。<sup>3)</sup>すなわち、「SROのガバナンスに関する新規則制定案」<sup>4)</sup>および「自主規制に関するコンセプト・リリース」<sup>5)</sup>である。とくに後者では、自主規制機関に内在する利益相反を、①会員との関係(市場運営における特定の会員の影響力が大きい場合に、当該会員に対する適正な自主規制が行われなくなる危険性)、②市場運営との関係(取引における特定の市場参加者のシェアが大きい場合に、当該市場参加者に対する適正な自主規制が行われなくなる危険性)、③上場企業との関係(市場運営における上場企業数増大インセンティブにより、上場審査・上場企業管理の適正さが確保されなくなる危険性)、④自社株主との関係(株主利益

増大インセンティブにより、自主規制業務への適正な資源配分が行われなくなる危険性)の四つに整理したほか、利益相反以外の問題として、⑤複数のSROが存在することによる非効率性、⑥市場間競争の進展による違法取引監視の困難化、⑦自主規制に必要な資金の調達方法の問題、を指摘した。

今回のNASDとNYSEによる検査機能統合計画は、NASDおよびNYSEがそれぞれ抱える利益相反の問題に対する一定の対応をそれぞれが済ませた上で、上記のうちの⑤、すなわち複数のSROが存在することによる非効率性への配慮が主な目的となっているといえるが、そのことによつて逆に、証券会社にかかる規制負担の軽減という面に傾くことになれば、再度、上記のうちの①、すなわち会員との関係における利益相反が表面化する危険性もなしとはしない。その意味では、今後SECが新SRO計画に対してどのような判断を示すかが注目される。

SECによる二〇〇四年のコンセプト・リリースではまた、SROの存立形態のあり方を改変する場合の考え方としていくつかの選択肢(モデル)が提示されている。ここでは、証券取引所の市場運営に直接に関わる自主規制機能(上場審査、上場管理、売買管理など)と会員証券会社の業務の公正性を確保することに関わる自主規制機能(証券会社に対する検査・処分など)の二つの間の独立性を確保することが重視されており、個々の取引所が前者の機能を自ら行う一方で後者については単一または複数の別個のSROに集約するというあり方を、「ハイブリッド・モデル」と名付けて提示している。それとの関係で今回のNASDおよびNYSEによる新SRO計画をみると、まさに「ハイブリッド・モデル」の一つの具体化といえることができる。今後、NYSE以外の取引所等においても今回の計画と同様なし類似の検討が行われるならば、米国証券市場に広く関わるレベルにおいて自主規制機関とその機能にかかる再編が展開することにもなる。

注

- (1) "NASD and NYSE Group Announce Plan to Consolidate Regulation of Securities Firms," November 28, 2006, in [http://www.nasd.com/PressRoom/NewsReleases/2006NewsReleases/NASDW\\_017973](http://www.nasd.com/PressRoom/NewsReleases/2006NewsReleases/NASDW_017973).
- (2) SEC Release No. 34-54136, File No. 4-517, July 12, 2006.
- (3) 大崎貞和「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』二〇〇五年冬号を参照。
- (4) SEC, Proposed Rule, Fair Administration and Governance of Self-Regulatory Organization, November 18, 2004, Release No. 34-50699, in Federal Register, Vol. 69, No. 235, December 8, 2004, pp. 71126-71255.
- (5) SEC, Concept Release on Self-Regulation, November 18, 2004, Release No. 34-50700, in Federal Register, Vol. 69, No. 235, December 8, 2004, pp. 71256-71282.

(46) 矢野 正 三 せい・客員研究員)