

自主規制規則のあり方に関する検討懇談会

- これまでの対応状況について（最終報告） -

2012年6月8日

日本証券業協会

目次

I.	中間論点整理を受けた実施した主な施策	1
	1. ルール・メイキング	
	2. ディスクロージャー	
	3. エンフォースメント	
	4. 他の自主規制機関等との連携	
II.	中間論点整理における継続検討課題についての対応状況	4
	1. 継続検討課題	
	2. 継続検討課題に関する検討経過等	
	3. 自主規制機関への加入義務付けに関する論点整理	
III.	結びとして	9

別紙1 「米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書」
(関東学院大学経済学部准教授 河村賢治殿)

別紙2 「米国の証券業における自主規制と競争法（反トラスト法）との関係」
(京都学園大学法学部教授 村田淑子殿)

自主規制規則のあり方に関する検討懇談会名簿

平成 24 年 6 月 8 日現在

座 長	大 崎 貞 和	(野 村 総 合 研 究 所 未 来 創 発 セ ン タ ー	主 席 研 究 員)
委 員	今 村 九 治	(今 村 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	太 田 純	(三 井 住 友 銀 行	常 務 執 行 役 員)
"	沖 津 嘉 昭	(岩 井 コ ス モ 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	神 作 裕 之	(東 京 大 学 大 学 院 法 学 政 治 学 研 究 科	教 授)
"	楠 本 く に 代	(金 融 消 費 者 問 題 研 究 所	代 表)
"	小 林 一 彦	(水 戸 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	高 島 俊 史	(み ず ほ 銀 行	証 券 ・ 信 託 連 携 推 進 部 長)
"	高 橋 伸 子	(生 活 経 済 ジ ャ ー ナ リ ス ト)	
"	津 村 直 美	(み ず ほ 証 券	執 行 役 員)
"	永 井 智 亮	(野 村 証 券	常 務 執 行 役 員)
"	松 井 道 夫	(松 井 証 券	代 表 取 締 役 社 長)
"	松 尾 直 彦	(西 村 あ さ ひ 法 律 事 務 所 東 京 大 学 大 学 院	弁 護 士 客 員 教 授)
"	柳 川 範 之	(東 京 大 学 大 学 院 経 済 学 研 究 科 ・ 経 済 学 部	教 授)
"	若 林 孝 俊	(大 和 証 券	専 務 取 締 役)
"	綿 貫 治 子	(ゴ ー ル ド マ ン ・ サ ッ ク ス 証 券	取 締 役)

以 上 16 名
(敬 称 略 ・ 五 十 音 順)

※本報告の取りまとめ時の懇談会委員を掲載。

「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会」審議経過

—中間論点整理とりまとめ後—

回	開催日	議案
第9回	平成 22 年 12 月 21 日	1. 中間論点整理を受けた本協会の行動計画について 2. 世界銀行の「証券市場における自主規制」に関するスタディについて 3. 今後の検討の進め方等について
第10回	平成 24 年 4 月 26 日	1. これまでの本協会の取組み等（報告） 2. 米国における自主規制について＜委託研究報告＞ —ゲストスピーカー（河村賢治殿 関東学院大学経済学部准教授）からのご報告—
第11回	平成 24 年 6 月 8 日	1. 米国における競争制限法制について＜委託研究報告＞ —ゲストスピーカー（村田淑子殿 京都学園大学法学部教授）からのご報告— 2. これまでの対応状況について（本懇談会最終報告）

自主規制規則のあり方に関する検討懇談会
- これまでの対応状況について（最終報告） -

平成 24 年 6 月 8 日

日本証券業協会

本協会では、平成 21 年 9 月に、プリンシプル・ベース及びコスト・ベネフィット等を踏まえた効果的かつ効率的な自主規制のあり方について検討を行い、自主規制規則等の抜本的な見直しを行うため、自主規制会議の下部機関として、自主規制規則のあり方に関する検討懇談会（以下「本懇談会」という。）を設置した。

本懇談会においては、自主規制の基本原則や自主規制機能の発揮・強化のための具体的方策について議論を行い、平成 22 年 6 月に「中間論点整理」¹を取りまとめている。

また、本協会では、同「中間論点整理」における各種の提言を受け、平成 23 年 1 月にそれらの提言に対する対応策を「行動計画」²として取りまとめ、随時、実施してきたところである。

本懇談会におけるこれまでの対応状況については、以下のとおりである。

I. 中間論点整理を受けて実施した主な施策

1. ルール・メイキング

(1) 「自主規制規則の制定等に関する基本的考え方」の制定

- ・ 次の 4 原則を規則制定・改正時の基本的考え方として取りまとめた。
 - 必要に応じて、法令による規制の導入に先立ち、機動的に自主規制規則の制定等を行うこと
 - 新たな規則の制定や規則改正の際には、必要に応じていわゆるプリンシプル条項の導入を検討すること及びルール・ベースの規制にプリンシプル・ベースの規制を組み合わせることにより、協会員の自主的な取組みを助長するような規則等の整備を図ること

¹ 平成 22 年 6 月 29 日付け「自主規制規則のあり方に関する検討懇談会 中間論点整理」は、本協会ウェブサイト (http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/h22/jishukisei_100630.html) に掲載。

² 平成 23 年 1 月 18 日付け「中間論点整理」を受けた本協会の行動計画は、本協会ウェブサイト (http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/jisyukisei/kaigiwg01_11011801.html) に掲載。

- ▶ 各ワーキング・グループ等における議論の中で、規制コストを含めた議論を充実していくこと
- ▶ 協会員等から定期的（年1回程度）に規則の改善等に関する意見・要望を募集し、必要に応じて見直しを行うこと
- ・ 上記のうち、「協会員等から定期的（年1回程度）に規則の改善等に関する意見・要望を募集し、必要に応じて見直しを行うこと」については、平成23年度から実施し、本年度も継続して実施している。

(2) A T C（問題の早期発見・早期対応）の活用

- ・ A T Cワーキング・グループの委員構成を見直し、証券業界以外の有識者にも参画いただくことで、情報収集手段の拡充等を図った。
- ・ 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（F I N M A C）及び国民生活センター等に寄せられた苦情情報等を活用し、取り組むべき課題の早期発見・早期対応を図った。

(3) 協会員はじめ各方面とのコミュニケーションの充実

- ・ 各ワーキング・グループ等の活動状況等に関する資料（設置の趣旨・目的、検討内容及び議事概要並びに成果物を含む。）について本協会ウェブサイトへの掲載を開始した。
- ・ 新たにワーキング・グループ等を立ち上げる際には、検討事案に応じ、適宜、利用者、行政当局及び市場関係者等の参画を求めることとした。

(4) コスト・ベネフィット分析（規制コストにも配慮したルール・メイキング）

- ・ 本協会が事業主体となるシステム開発・更改等の意思決定について、客観性、中立性及びプロセスの可視化をより一層高める観点から、「システム検討部会」を設置した。

(5) 法令・自主規制規則に関するガイドライン、Q & A等のタイムリーな発信

- ・ 法令・規則の制定時には、趣旨や実務対応について解説したガイドライン、Q & A等を作成し、協会員及び利用者へ発信した。
- ・ 自主規制規則に関する手引書として、「自主規制ウェブハンドブック」を作成し、本協会ウェブサイトに掲載した。
- ・ 営業員の心構えなど投資勧誘の基本原則や実務対応を記載した「営業員ガイドブック（ウェブ版）」を本協会ウェブサイトに掲載した。

2. ディスクロージャー

(1) 自主規制の存在意義・業務に関する能動的・効果的な情報発信

- ・ 本協会の活動内容等に関する開示や利用者等へのわかりやすい情報発信を積極的に行うため、本協会ウェブサイト全体の見直しを実施した。
- ・ また、情報発信力向上の一環として、平成24年6月1日より、本協会ウェブサイトの新着情報メールマガジンの配信を開始した。

(2) 投資者・消費者からの信頼性向上のための施策の推進

- ・ インベスター・アラート（投資者への注意喚起）を本協会ウェブサイトに掲載するとともに、市場動向等の変化に応じて掲載内容の拡充を図った。

3. エンフォースメント

(1) 監査（当局との連携強化）

- ・ 証券取引等監視委員会と本協会との定期的及び随時の情報交換会を開催した。
- ・ 証券取引等監視委員会開催の研修に本協会職員が参加したほか、本協会開催の研修に証券取引等監視委員会からの講師派遣を受けた。

(2) 協会員等の処分

- ・ 従前より「取引の信義則に反する行為」を理由として処分を行ってきており、引き続き、個々の事案についてその該当性についての検討を行う。

4. 他の自主規制機関等との連携

- ・ 他の金融商品取引業協会と「金融商品取引業協会連絡協議会」を、証券取引所と「CRO連絡協議会」を、それぞれ定期的で開催し、意見・情報交換を行う。
- ・ 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）と定期的に意見・情報交換を行う。

Ⅱ. 中間論点整理における継続検討課題についての対応状況

1. 継続検討課題

- ・ 中間論点整理における取りまとめの中で、下記事項に関しては、継続検討課題としていた。

- (1) 自主規制機関（金融商品取引業協会）への加入義務付け
- (2) 自主規制と独占禁止法との関係
- (3) 投資者・消費者からの信頼性向上のための施策の推進
- (4) 自主規制の広報活動
- (5) その他（規則体系の見直し）

2. 継続検討課題に関する検討経過等

- ・ 上記の継続検討課題に関する検討経過等については次のとおりである。
- (1) 自主規制機関（金融商品取引業協会）³への加入義務付け
 - ・ 本件については、法令・制度に深く関わる問題であり、直ちに法令あるいは制度を議論することではなく、海外における自主規制の状況を参考とする趣旨から、米国における自主規制（証券法と自主規制との関係など）について、学識経験者に対して学術的な調査・研究を委託した。
 - ・ その結果として、概要以下のとおり、調査・研究の報告を受けた（報告書は別紙1参照。）。

米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書

関東学院大学経済学部准教授 河村賢治殿

- 1 はじめに
- 2 自主規制の沿革と展開
 - (1) 概要

³ 以下では単に「自主規制機関」と記載する。

- (2) 証券取引所と州による規制の時代
- (3) 連邦法に基づく自主規制の始まり
- (4) SECの権限強化と自主規制機関への強制加入
- (5) 規制部門の独立性確保とFINRAの誕生
- 3 法と自主規制
 - (1) 概要
 - (2) 全米証券取引所に関する法規制
 - (3) 登録証券協会に関する法規制
 - (4) 自主規制違反と私訴権
- 4 行政と自主規制機関
 - (1) 概要
 - (2) SECによる自主規制機関の監督
 - (3) ブローカー・ディーラー規制におけるSECとFINRAの役割分担
 - (4) SECと自主規制機関の関係の改善提案
- 5 FINRAとその他の自主規制機関
 - (1) 概要
 - (2) 自主規制機関の間における規制権限の調整
 - (3) 証券取引所とFINRA
 - (4) NFAとFINRA
- 6 最近の動向
 - (1) 概要
 - (2) 投資顧問業者とFINRA
 - (3) FINRAは政府機関とみなされるべきか？
- 7 おわりに

(2) 自主規制と独占禁止法との関係

- ・ 本件についても独占禁止法等に深く関わる問題であり、上記(1)と同様に海外における状況を参考とする趣旨から、米国における競争制限法制（反トラスト法と証券法・自主規制との関係など）について、学識経験者に対して学術的な調査・研究を委託した。
- ・ その結果として、概要以下のとおり、調査・研究の報告を受けた（報告書は別紙2参照。）。

米国の証券業における自主規制と競争法（反トラスト法）との関係

京都学園大学法学部 教授 村田淑子殿

序章 はじめに

1 章 自主規制と反トラスト法との関係

- 1.1 競争法の基本
- 1.2 自主規制と反トラスト法
- 1.3 強制加入と反トラスト法上の問題

2 章 自主規制による不当な競争制限を防止する法的枠組み

- 2.1 現在の法的枠組み
- 2.2 1975 年改正前の法的枠組み

3 章 反トラスト法の黙示の適用除外を巡る判決の歴史と法改正

- 3.1 はじめに
- 3.2 1963 年最高裁判決（シルバー判決）
- 3.3 シルバー判決以降の判決の展開
- 3.4 1975 年法改正
- 3.5 1975 年最高裁判決（ゴードン判決と NASD 判決）
- 3.6 2007 年最高裁判決（クレディ・スイス判決）

4 章 自主規制機関のガバナンスと懲戒手続

- 4.1 ナスダック市場と NASD の問題
- 4.2 自主規制機関のガバナンス
- 4.3 自主規制機関の懲戒手続

終章 おわりに

(3) 投資者・消費者からの信頼性向上のための施策の推進

(4) 自主規制の広報活動

- ・ これらについては、平成 23 年 6 月に「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」が取りまとめた報告書において関連する提言があり、同年 7 月に本協会の主要課題として掲げ、以下のとおり積極的に取組んでいる。

● 協会員各社の積極的な情報発信への取組み

⇒ 平成 23 年 9 月、会員各社に積極的な情報発信（ディスクロージャー誌のホームページ掲載など）について要請。引き続き、会員各社の苦情処理体制等の周知等、更なる情報発信について検討。

● インベスター・アラート等の活用

⇒ 平成 23 年 9 月、投資運用商品に関する投資者の知識向上等の観点から、複雑な仕組債・投資信託等の特徴やリスク等の内容を本協会ウェブサイトに掲載。引き続き、インベスター・アラート等を活用し、投資者への注意喚起や啓蒙等に取り組む。

(5) その他（規則体系の見直し）

- ・ 本件については、事務局において継続検討とした。

3. 自主規制機関への加入義務付けに関する論点整理

本懇談会では、金融商品取引業者等に対する自主規制機関への加入義務付けについて多くの議論が交わされた。特に、第 10 回及び第 11 回会合での調査・研究報告を受け、証券市場・金融商品取引業者等の信頼性確保の観点から活発な意見交換が行われた。

本懇談会において意見として出された本件に関する問題意識と主な議論及び論点を以下のとおり整理した。

(1) 問題意識

- ・ 現行の金融商品取引法においては、法令による規制と自主規制機関による規制の二段階の規制に服することが想定されているにもかかわらず、法令がすべての金融商品取引業者等に対し適用されるのに比べ、自主規制については自主規制機関への加入が義務付けられていないために非加入の金融商品取引業者等には適用されない状況が生じている。すべての第一種金融商品取引業者等に対し自主規制機関自身が直接かつ一律に規制を行うことが、証券市場・金融商品取引業者等に対する信頼を創成し維持するために必要である。
- ・ 昨今、第一種金融商品取引業者においても顧客資産の流用など国民に不信感を与えかねない事案が見受けられる。一部の不適切な業者の行為によって証券市場、金融商品取引業者等の信用が失墜しかねないとの強い危機意識の下、不適切な業者を証券市場から排除し、信頼性の維持を図るべきである。

そして、この排除の仕組みは、第一種金融商品取引業者等の金融庁への登録及び登録取消しと自主規制機関への加入及び除名が一体的に運営されることを前提にその実効性が確保されるものとする。

(2) 主な議論・論点

① 不適切業者の排除の仕組み

- 顧客資産を流用するような金融商品取引業者が現れ、投資者保護基金の発動に繋がるような事件が発生したことから、投資家からの証券市場・金融商品取引業者への信頼が揺らいでいる。このような中、投資家からの信頼確保のためには、自主規制機関への加入を義務付けることにより、自主規制機関自らが不適切な金融商品取引業者等を証券市場から排除できる仕組みの検討を急ぐべきではないか。

一方で、上記の論点に関しては、まずは、自主規制機関自身の取組みとして、①協会員への監査態勢の充実・強化、②協会員の財務状況等のモニタリング態勢の充実・強化、③証券取引等監視委員会等とのさらなる連携強化、④協会員又は役職員に対する処分の厳格化などの再発防止の検討・実施が先決であるとの意見や、不適切な金融商品取引業者等を証券市場から排除するという自主規制機関としての行動は、自主規制機関への加入が義務付けられなければ行えないということではなく、自主規制機関への加入が義務付けられない場合であっても、例えば、自主規制機関の判断により不適切な金融商品取引業者等を初期段階で除名処分とすることができるようであれば、あとは金融庁・財務局側で、自主規制機関から排除されるような金融商品取引業者等は登録取消しとするというような判断が行われるような仕組みもあり得るのではないかと意見があった。

② 自主規制機関の加入審査の厳格化

- 内部管理態勢等が必ずしも十分でないと思われるような不適切な業者が次々と金融商品取引業の登録を受け、それらの業者が不祥事を起こす度に、すべての金融商品取引業者等に対する規制が一律に強化される現状を打開できないか。そのためにも、自主規制機関が厳格な加入審査を行うことによって、新規参入業者の内部管理態勢等の整備状況をしっかりと審査・確認し、不適切な金融商品取引業者等を参入させないような仕組みの検討を急ぐべきではないか。

一方で、上記の論点に関しては、自主規制機関が不適切な金融商品取引業

者を参入させないこととするには、自主規制機関が厳格な加入審査基準を設けることができることが前提となるが、現行の任意加入制度においても、認可協会は、正当な理由がない限り、加入を拒むことができないこととされており、法により自主規制機関への加入義務付けを求められるのであればなおさら加入拒否が難しくなることが想定されることや、加入を制限することについて独占禁止法等との関係などで問題が生じないのかなどの検討も必要となるのではないかと意見があった。

③ その他（加入義務付けに関する周辺環境）

- 米国SECやFINRAにおける規制手続の進め方などについて、消費者保護の観点から学ぶべきものが多い。その前提としては、やはり自主規制機関への加入を義務付けるべきではないか。我が国でも自主規制機関の役割が高まっている中、本懇談会としても、自主規制機能の強化のために具体的な方向性を示すべきではないか。
- 金融商品取引法のもと、法令や制度として、自主規制機関への加入義務付けを考えていく場合には最終的に行政当局等に検討いただく必要がある。また、金融商品取引法の中でも、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業及び投資運用業など様々な業態があり、各業態の実情等も踏まえ、総合的に検討していく必要があるのではないか。
- 現状では、第二種金融商品取引業者を含め、形式上、金融商品取引業者等に対し自主規制機関への加入を義務付けた際の受け皿としての自主規制機関は存在する。このことから、平成17年の金融審議会以来議論されていない「金融商品取引業者に対する自主規制機関の加入義務付け」に関して、そろそろどこかで議論されてもよい時期に来ているのではないか。

Ⅲ. 結びとして

中間論点整理における提言を受けて既に実施した施策にあっては、その実施をもって完了したというものは少なく、多くの施策についてはそれらを維持継続していくことが本質的に重要であると思われる。したがって、今後も各施策の維持継続に引き続き尽力するとともに、環境の変化にも留意しながら必要な見直しを重ねていく必要がある。特に、自主規制機関自身の取組みとして実行可能な投資

者保護のための様々な施策については、その内容をより一層充実させるなど、証券市場・金融商品取引業者等の信頼性向上等に向けて積極的に取り組む姿勢が重要である。

- ・ 中間論点整理において継続検討課題とされた「自主規制機関への加入義務付け」及び「自主規制と独占禁止法との関係」の2つのテーマについては、法令・制度の根幹に関わる事項であり、本懇談会の委員からも様々な意見があり、注目された論点である。特に、証券市場からの不適切な業者の排除の仕組みに関しては、現行制度の下においても、監査態勢やモニタリングの充実・強化といった自主規制機関自身の取組みを推進していくことが重要であるとの意見もあった。そのうえで、「自主規制機関への加入義務付け」の必要性に関する議論については、本協会の今後の自主規制のあり方を考える上でも、最も重要な論点の一つであるが、突き詰めて議論が行われれば、自主規制機関そのものの形態にまで波及する大きな問題であり、今後、関係者においてさらに検討が進められることが望まれる。
- ・ 国内外を含めた今後の金融・資本市場の環境変化に応じて、本協会の自主規制が投資者の保護、利便に資する機能を十分に発揮するためには、協会員のみならず、市場の利用者や証券業界以外の関係者とのコミュニケーションを図りつつ、不断の取組みを継続していく必要がある。

以 上

委 託 研 究

米国証券業の自主規制に関する
調査・研究報告書

2012年6月

関東学院大学経済学部准教授 河村賢治

米国証券業の自主規制に関する調査・研究報告書

関東学院大学経済学部准教授 河村賢治

目次

- 1 はじめに
- 2 自主規制の沿革と展開
 - (1) 概要
 - (2) 証券取引所と州による証券規制の時代
 - (3) 連邦法に基づく自主規制の始まり
 - (4) SEC の権限強化と自主規制機関への強制加入
 - (5) 規制部門の独立性確保と FINRA の誕生
- 3 法と自主規制
 - (1) 概要
 - (2) 全米証券取引所の登録に関する法規制
 - (3) 登録証券協会の登録に関する法規制
 - (4) 自主規制違反と私訴権
- 4 行政と自主規制機関
 - (1) 概要
 - (2) SEC による自主規制機関の監督
 - (3) ブローカー・ディーラー規制における SEC と FINRA の役割分担
 - (4) SEC と自主規制機関の関係の改善提案
- 5 FINRA とその他の自主規制機関
 - (1) 概要
 - (2) 自主規制機関の間における規制権限の調整
 - (3) 証券取引所と FINRA
 - (4) NFA と FINRA
- 6 最近の動向
 - (1) 概要
 - (2) 投資顧問業者と FINRA
 - (3) FINRA は政府機関とみなされるべきか？
- 7 おわりに

1 はじめに

本報告書は、2012年1月10日に日本証券業協会から米国証券業の自主規制に関する調査・研究の依頼を受け、河村により作成されたものである¹。本報告書に含むべき内容については、次のような依頼があった。

執筆に当たりましては、以下の点を含み、自主規制の沿革、現在の議論など全般について執筆いただきたい。

- 法と自主規制

- ・証券法と自主規制との関係

- 行政と自主規制機関

- ・SECと自主規制機関との関係

- 取引所等と自主規制機関

- ・取引所と自主規制機関との関係（NASD、NYSE 自主規制部門との統合の際の議論等を含む）

- ・他の規制団体（たとえば、NFA）と米国金融取引業規制機構（FINRA）との関係

- 最近の動向

- ・自主規制機関の機能強化の取組み（自主規制の範囲に、投資アドバイザーを対象とすることなど）

- ・その他

そこで、本報告書ではまず、米国証券業における自主規制の沿革と展開について説明する（第2章）。ある制度を理解するには、それがいかなる時代的・社会的文脈の中で形成され、発展してきたのかを知ることが有益であると考えからである。その上で、本報告書第3章で法と自主規制、第4章で行政と自主規制機関、第5章でFINRAとその他の自主規制機関、第6章で最近の動向について述べ、第7章で若干のまとめを行う。

なお、本報告書では、米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）をSEC、全米証券業者協会（National Association of Securities Dealers）をNASD、金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority）をFINRA、ニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange）をNYSEと表記する。また、ブローカー・ディーラーとはいわゆる証券会社を想定してもらえればよい。それから、米国証券業における自主規制機関（Self-Regulatory Organization）のうち特に重要なのは、日本でいえば日本証券業協会に相当するFINRAであることから、本報告書ではFINRAを重点的に取り上げている²。

¹ 筆者の研究テーマの一つは資本市場における自主規制のあり方であり、これまでも主に日英米を対象に研究を重ねてきた。日本証券業協会から依頼された本報告書の作成は筆者の研究関心に合致するものであり、執筆の機会を与えていただいた関係者の方々に心より感謝したい。

² 日本証券業協会は2010年にFINRAなどへの訪問調査を行い、その結果を公表している。日

2 自主規制の沿革と展開

(1) 概要

米国証券業における自主規制の沿革と展開を年表にまとめてみると図表1のようになる³。図表1では、18世紀末から現代までを四つの時期、すなわち、①証券取引所と州による証券規制の時代、②連邦法に基づく自主規制の始まり、③SECの権限強化と自主規制機関への強制加入、④規制部門の独立性確保とFINRAの誕生に分けている。

図表1：米国証券規制史（特に証券業に関する自主規制の観点から）

第1期 証券取引所と州による証券規制の時代	
1792年	証券業者によるすずかけの木協定
1817年	ニューヨーク州証券取引所理事会創設
1911年	カンザス州による証券規制（いわゆるブルースカイロー）
第2期 連邦法に基づく自主規制の始まり	
1933年	証券法成立。全国産業復興法成立（1935年に違憲判決）
1934年	証券取引所法成立
1938年	マロニー法による証券取引所法改正
1939年	NASD誕生
第3期 SECの権限強化と自主規制機関への強制加入	
1975年	証券諸法改革法による証券取引所法改正
1983年	SEC Onlyプログラムの廃止と自主規制機関への強制加入制度の導入
第4期 規制部門の独立性確保とFINRAの誕生	
1996年	NASDがNasdaqストック・マーケットとNASDレギュレーションを分離
2000年	NASDがNasdaqストック・マーケットを切り離すことを決定
2006年	NYSEがNYSEマーケットとNYSEレギュレーションを分離
2007年	NASDとNYSEレギュレーションの会員規制機能が統合されFINRA誕生

出所：河村作成

(2) 証券取引所と州による証券規制の時代

米国では18世紀後半頃から証券取引が盛んに行われるようになった。1790年頃には投

本証券業協会自主規制規則のあり方に関する検討懇談会「中間論点整理」（2010）23頁以下参照。本報告書はこの調査結果を踏まえて作成されている。

³ 米国の証券規制史を知る上で参考にした資料の一つに、SEC Historical Societyが開設するウェブサイト（<http://www.sechistorical.org/>）がある。このウェブサイトには、米国証券規制の沿革と展開を理解する上で有益な各種資料等が公開されている。日本においても同様の仕組みを作れないだろうかと思う。

機による証券価格の高騰が発生したが、1792 年 3 月に証券価格が暴落し、多くの人々が被害を蒙った。とりわけ、著名な投機家であったウィリアム・デュアーが破産したことにより、彼の債権者達も破産するという負の連鎖が発生した。これは、米国金融史上、最も初期における金融パニックであった⁴。

この事態を受けて、ニューヨーク州は証券規制に着手し、1792 年 4 月に「ストックの仲買に関する悪質な行為を防ぎ、また、公開オークションでの売買を規制するための法律 (An Act to prevent the pernicious practice of stock jobbing, and for regulating sales at public auctions)」を制定した。同法は、当時の英国法と同じく、保有していない証券を売却する契約を無効とするなどの規定を設けていたが、実際にはこうした取引は継続されていた⁵。他州においても証券規制制定に向けた動きはあったが、結局のところ、「こうした政府規制における最初の努力は実効性がなかった」⁶と言われており、州による本格的な証券規制(いわゆるブルースカイロー)の誕生は、1911 年のカンザス州法を待つことになる。

証券業における自主規制としては、1792 年 5 月にニューヨーク州の 24 名のブローカーによって結ばれた「すずかけの木協定 (Buttonwood Agreement)」が有名である。すずかけの木協定は NYSE の起源になったといわれることが多いが、この協定の内容は非常にシンプルであり、証券取引における最低手数料と会員間における有利な取引の確保を定めるものであった⁷。1817 年には、ニューヨーク証券取引所理事会 (New York Stock and Exchange Board) が創設された。ニューヨーク証券取引所理事会は 1863 年にその名称を変更し、NYSE となっている。ニューヨーク証券取引所理事会は、取引や会員に関する規則を定めており、契約を守らなかった会員の資格を一時停止するなどの規定を設けていた。証券取引業者にとって、自身の評判や取引所の会員資格を維持することは極めて重要なことであり、「19 世紀中頃までには、ニューヨーク証券取引所理事会が定めた規制は、ニューヨーク州やその他の政府部門が定めた規制よりも、取引業者達にとって一層重要であったことはほぼ確実である」⁸と指摘されている。このように、米国証券業における自主規制(特に取引所による自主規制)は、非常に早い段階から重要な役割を演じていた。

(3) 連邦法に基づく自主規制の始まり

⁴ いわゆるデュアー・パニックについては、Jerry W. Markham, A Financial History of the United States Vol. I (2002) 110 頁や、Stuart Banner, Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots 1690 - 1860 (1998) 144 頁など参照。

⁵ Banner・前掲注 4・173 頁。

⁶ Markham・前掲注 4・119 頁。

⁷ 龍田節「アメリカ法における証券取引と競争制限」法学論叢 88 巻 1・2・3 号 (1970) 86 頁。なお、前述した SEC Historical Society のウェブサイトから、すずかけの木協定のオリジナルの画像を入手することができる。

http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1790/1792_0517_NYS_EButtonwood.pdf

⁸ Banner・前掲注 4・250 頁。

よく知られているように、米国では 1929 年の株価大暴落および連邦規制に前向きなフランクリン・ルーズベルト政権の誕生やペコラ委員会の調査等を契機として、1933 年証券法 (Securities Act of 1933 以下「証券法」) や 1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934 以下「証券取引所法」) などの連邦証券諸法が制定されることとなった⁹。

連邦証券諸法のうち、証券法は証券を募集する際の情報開示規制などを定めているのに対して、証券取引所法は SEC の設置のほか流通市場や証券業に関する規制などを定めている。自主規制については、証券取引所法により、SEC の監督のもと全米証券取引所 (national stock exchange) が自主規制を行うという仕組みがまず導入された。その後、店頭市場規制を充実させるために、1938 年マロニー法による証券取引所法改正によって、SEC の監督のもと登録証券協会 (registered securities association) が自主規制を行うという仕組みが導入されている¹⁰。

それでは、連邦議会が政府規制だけでなく自主規制を活用することにしたのはなぜか。その「主な理由は、連邦レベルで証券業界内部を効果的に規制するためのコストが非常に高くつき、非効率であると考えられたことにあった。また、証券取引行為の複雑さからすれば、自主規制機関の規制スタッフを自主規制機関規則の制定や執行に密接に関与させるのが望ましかった。さらに、自主規制機関は、SEC が課す規範を超える規範、たとえば取引の公正公平原則や詳細な内容の業務行為規範を定めることが可能であった」¹¹ためであると説明されている。この点、政府と自主規制機関の関係を分かりやすく表現するものとして、SEC 委員長を務めたこともあるウィリアム・ダグラス連邦最高裁判事は、「政府はいわば、ドアの背後でショットガンの銃弾を装填し、よくオイルを差し、きれいにし、使える準備をしておくが、決してそのショットガンを使う必要はないだろうという期待を持っているようなものである」¹²と述べている。

ところで、1933 年に制定された全国産業復興法 (National Industrial Recovery Act) は、業界団体が定める規程を大統領が承認するという仕組みを設けていた。そこで、1912 年創設の投資銀行協会 (Investment Bankers Association) の関与のもと投資銀行規程委員会 (Investment Bankers Code Committee) が立ち上げられ、投資銀行向けの規程が作成された。これは制定法の裏付けを持つ自主規制の一つとされているが、1935 年に連邦最高裁が全国産業復興法を違憲としたため、この仕組みは使えなくなってしまった。1936 年に

⁹ その他の重要な連邦証券諸法として 1940 年投資会社法や 1940 年投資顧問業者法などがある。連邦証券諸法制定や SEC 設立の背景については、Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* 3rd ed. (2003) が詳しい (同書の翻訳として、ジョエル・セリグマン (田中恒夫訳) 『ウォールストリートの変革 (上・下)』 (2006) がある)。証券法および証券取引所法の詳細は、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 (第 2 版)』 (2004) 参照。

¹⁰ 本文中で後述する全国産業復興法に関する点も含め、NASD 創設の詳細については、福光家慶「証券業協会序説」神戸法学雑誌 12 巻 2 号 (1962) 131 頁以下参照。

¹¹ SEC, Release No. 34-50700: Concept Release Concerning Self-Regulation (2004)。

¹² Seligman・前掲注 9・185 頁。

は投資銀行協議会（Investment Bankers Conference, Inc.）が創設され、自発的な自主規制の試みもなされたが、参加者が少なかったことや1937年にSECが実施した調査で数多くの不正が見つかったことなどから、「当該協議会は無力な警官であることが明らかとなった」¹³。そこで、SECと有力投資銀行は店頭市場の自主規制を効果的に行うためには業界団体に正式な法律上の地位を付与することが必要であるとの合意に達し、1938年に前述したマロニー法が制定されることとなった。これを受けて、1939年に投資銀行協議会を改組する形でNASDが創設され、NASDは証券取引所法上の登録証券協会となった。

（４）SECの権限強化と自主規制機関への強制加入

NASDが創設された時点では、ブローカー・ディーラーの自主規制機関への強制加入制度は導入されていなかったが、自主規制機関に加入していないブローカー・ディーラーであってもSECの規制を受けることは当然である。1965年には、SEC Only（以下「SECO」）プログラムが導入され、SECは自主規制機関に加入していないブローカー・ディーラーに対してNASDと同様の規制を行うこととなった¹⁴。

自主規制に関する法制面の変化として重要なのは1975年の証券諸法改革法である¹⁵。同法は、全米市場システム（National Market System）の創設を促すとともに、自主規制機関に対するSECの監督権限を強化した。すなわち、自主規制機関が行う規則制定や懲戒処分等に対するSECの関与が強められた（特に証券取引所に対する監督規定が証券協会に対するそれと比較すると不十分であったので、両者を統一的にかつ充実させる形で改正が行われた）。また、自主規制機関の理事に投資家や発行体の代表者たる外部理事を含めるといった改革も行われた。こうした改革によって、自主規制機関の公的性格が強められ、素朴な意味での「自主規制」的性格は薄められたということもできよう。法文上は自主規制という用語が採用されたものの、連邦議会の中では、「自主規制」という用語は過去のものとしなければならないのであって、適切な用語は「共同規制（cooperative regulation）」であるという議論も存在した¹⁶。

自主規制機関の公的な性格が強まったといえる、もう一つの大きな変化としては、1983年に前述したSECOプログラムが廃止され、自主規制機関への強制加入制度が導入されたことが挙げられる。自主規制機関非加入業者にNASDと同様の規制を及ぼそうとするSECOプログラムが廃止されたのは、結局のところ、「SECOプログラムは、単にNASD

¹³ Seligman・前掲注9・185頁。

¹⁴ SECOプログラム導入の経緯については、SEC・前掲注11・IV.D.参照。

¹⁵ 詳細については、神崎克郎「米国の1975年証券諸法改正法（1）（2）（3）」インベストメント29巻（1976）1号18頁、3号2頁、4号2頁。

¹⁶ この議論の概要については、Philip A. Loomis Jr., Speech by SEC Commissioner: The Securities Acts Amendments of 1975, Self-Regulation and the National Market System, (1975) 参照。

の役割をまねるだけで、不必要にコストがかかり、SEC の限られたリソースを重要な課題に充てることを妨げてしまった」¹⁷からである。換言すれば、「SECO の経験は、SEC が限られたリソースを最大限に活用する上で、自主規制機関が重要な役割を果たしていることを示した」¹⁸といえる。そこで、1983 年に証券取引所法が改正され、SEC に登録済みのブローカー・ディーラーであっても、登録証券協会の会員であるか、または、全米証券取引所の会員として当該取引所でのみ取引を行う場合でなければ、証券取引等を行えないことになった（条文については後述参照）。この改正によって、ブローカー・ディーラーは少なくとも一つの自主規制機関（ブローカー・ディーラーが公衆を相手に証券ビジネスをする場合には登録証券協会）の会員となり、当該自主規制機関の規制に服することが強制されたわけである。

（５）規制部門の独立性確保と FINRA の誕生

時は少し戻り、NASD は 1971 年に全米証券業協会自動気配表示システム（National Association of Securities Dealers Automated Quotations）を稼働させ、米国の株式店頭市場は電子証券市場への一步を踏み出した¹⁹。ナスダック市場は、新興ベンチャー企業の新規株式公開（IPO）の場として大きく発展するが、それと同時に NASD における自主規制機能と市場運営機能の両立も大きな課題となってきた。とりわけ 1994 年には、ナスダック市場におけるマーケット・メーカーの談合疑惑が持ち上がり、自主規制機関であると同時にナスダック市場の運営者でもある NASD はナスダック市場を支える有力マーケット・メーカーに無用の遠慮をしてきたのではないかなどの批判が強まった²⁰。そこで、NASD はウォーレン・ラドマン元上院議員を長とする特別委員会（ラドマン委員会）を設置し、ラドマン委員会は 1995 年に、NASD の市場運営機能と自主規制機能をそれぞれ別の機関として分離すべきことや、NASD 理事会の過半数を外部理事とすべきことなどを提言した²¹。NASD はこの提言を受け、NASD のもとに Nasdaq スtock・マーケット（Nasdaq Stock Market, Inc.）と NASD レギュレーション（NASD Regulation, Inc.）を配置する体制を整え、外部理事の増員も行われた。なお、NASD レギュレーションの初代会長となったメアリー・シャピロ氏は 2009 年より SEC 委員長となっている。

市場間競争が本格化する中、NASD は 2000 年に子法人である Nasdaq スtock・マーケットによる株式発行等を通じて、同社を段階的に NASD から切り離すことを決めた。この改革は、市場間競争によりよく対応できるよう Nasdaq スtock・マーケットの資金調

¹⁷ SEC・前掲注 11・IV.D。

¹⁸ SEC・前掲注 11・IV.D。

¹⁹ ナスダック市場の誕生・発展や NASD の機構改革については、大崎貞和『株式市場間競争-ナスダックの世界戦略と日本-』（2000）が詳しい。

²⁰ 大崎・前掲注 19・50 頁。

²¹ 大崎・前掲注 19・52 頁。

達力を高めると同時に、Nasdaq スtock・マーケットを NASD や NASD レギュレーションから切り離すことで利益相反のおそれを最小化することなどを目的とするものであった²²。この改革に伴い、「NASD は金融規制にのみ焦点をおく完全に独立した機関へと進化した」ことから、NASD レギュレーションが担ってきた自主規制機能は 2002 年に NASD に吸収されることとなった²³。

ところで、Nasdaq スtock・マーケットは NASD によって運営されていることを理由に証券取引法上の取引所の定義から除外されていたが（証券取引所法規則 3a1-1 参照）、NASD の支配下から外れることで、この適用除外が受けられなくなる。そこで、Nasdaq スtock・マーケット（前述したとおり Nasdaq Stock Market, Inc. のことである）は NASDAQ スtock・マーケット（NASDAQ Stock Market LLC）という子会社を設け、この子会社が 2006 年に証券取引所法上の全米証券取引所として登録されることになった²⁴。これによって NASDAQ スtock・マーケットは自主規制機関にもなったわけであるが、SEC の許可のもと、一定の規制機能を NASD に委託することとなった（詳細については後述参照）。その後、親会社の Nasdaq スtock・マーケットが OMX を買収したことに伴い、親会社の名称は NASDAQ OMX グループに変わっている。NASDAQ OMX グループは、NASDAQ スtock・マーケットの他にも複数の取引所を傘下に有している。

NYSE に関しては、2002 年サーベンス・オクスリー法の制定を受け、上場規則を通じた企業統治規制の強化が進められる一方で、2003 年にリチャード・グラッソ NYSE 会長兼 CEO（当時）の高額報酬問題が浮上したことから、NYSE 自身のガバナンスのあり方に注目が集まることとなった²⁵。2004 年には、SEC から（NYSE に限らず一般的に）自主規制のあり方を討議するための文書が公表された²⁶。この中で、SEC は、自主規制機能と市場運営機能との利益相反や複数の自主規制機関が存在することによる効率性の低下などの問題点を踏まえ、①現状をベースとして自主規制機関のガバナンスなどを強化する案、②自主規制機関の子法人として規制を担当する法人と市場運営を担当する法人を分けて設ける案、③自主規制を市場規制と会員規制に分け、市場を運営する自主規制機関は市場規制を行うが、会員規制は一つの自主規制機関に統合する案、④上記③の変形で、会員規制

²² NASD, Press Release: NASD Board Unanimously Approves Major Restructuring (January 4, 2000).

²³ NASD, News Release: NASD Board Approves New Divisional Structure; Extends Term of Chairman and CEO Robert Glauber (June 7, 2002).

²⁴ SEC, Press Release: Approval of NASDAQ Stock Market LLC Exchange Application (January 13, 2006).

²⁵ 関雄太「ニューヨーク証券取引所のガバナンス改革をめぐる動き」資本市場クォーターリー 2003 年秋号 2 頁。

²⁶ SEC・前掲注 11 がこれに該当する。この文書については、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 2005 年冬号 1 頁以下、および、王臻婷「証券市場における自主規制機関のあり方について：米国連邦証券取引委員会(SEC)による自主規制機関(SRO)に関するコンセプト・リリースを中心に」早稲田法学会誌 58 巻 1 号 (2007) 53 頁以下参照。また、梅本剛正『現代の証券市場と規制』(2005) 95 頁以下も参照。

を行う自主規制機関を複数設ける案、⑤市場規制も会員規制も一つの自主規制機関に統合する案、⑥非業界団体による一つの規制機関を設立する案、⑦SEC がすべての規制を担う案を示している。2005 年には、NYSE のスペシャリストによる顧客情報を悪用した不正取引問題に関連して²⁷、NYSE は SEC による制裁処分を受け入れた²⁸。

このように NYSE を含めた自主規制機関のあり方に関心が高まる中、NYSE は 2006 年にアーキペラゴと統合し、NYSE グループを持株会社とする体制に移行した。NYSE は会員制の組織だったが、いわゆる株式会社化（demutualization）を実施し、NYSE グループは株式を自市場に上場する公開会社となったのである²⁹。NYSE のジョン・セイン CEO（当時）は、この改革の目的に関して、「今日、ロンドン、フランクフルト、トロント、シドニーなどにおける公開化した取引所は、新しい国際的な舞台において、その影響力および市場シェアを拡大するために激しく競争している」ことを踏まえ、「世界クラスの競争者としての私たちの地位を強化し、最高レベルの市場クオリティとサービスを私たちの顧客に提供する」³⁰ためであると述べている。全米証券取引所としての NYSE は NYSE グループの子法人という形で配置され（なお NYSE 自身の組織形態は New York Stock Exchange LLC となっている）、さらに、その市場運営機能は NYSE の子法人の NYSE マーケット（NYSE Market, Inc.）に、自主規制機能は NYSE レギュレーション（NYSE Regulation, Inc.）に委ねられることになった³¹。なお、NYSE グループは 2007 年に Euronext と統合し、NYSE Euronext を持株会社とする体制に移行した。NYSE Euronext は、NASDAQ OMX グループと同様に、NYSE の他に複数の取引所を擁している。

時は少し戻り、2006 年に、NASD と NYSE グループは、両者の会員規制部門を統合し、新たな自主規制機関を創設することで合意した旨を発表した³²。この当時の NASD は 5,100 超の証券業者を規制していたが、そのうち、ほとんどの大規模業者を含む約 200 の業者は NYSE の会員でもあったため、かかる業者は両機関から二重に規制を受けるという事態が生じていた³³。この頃は、米国資本市場の国際競争力低下が議論されるようになった時期でもあり、重複による非効率な金融規制の代表的な例として、NASD と NYSE レ

²⁷ スペシャリスト問題については、関雄太「ニューヨーク証券取引所の新たな統治機構とスペシャリスト問題」資本市場クォーターリー2004年冬号4頁以下参照。

²⁸ SEC, Press Release: SEC Charges the New York Stock Exchange with Failing to Police Specialists (April 12, 2005).

²⁹ NYSE グループの創設等に関しては、たとえば、大崎貞和「ニューヨーク証券取引所の株式会社化と自主規制」資本市場クォーターリー2005年夏号13頁以下、および、同「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頁以下参照。

³⁰ NYSE, News Release: New York Stock Exchange and Archipelago Exchange Agree to Merge - NYSE Group, Inc. Will Become a Publicly Held Company (April 20, 2005).

³¹ NYSE Group, 2005 NYSE Group 10-K (March 31, 2006).

³² NASD and NYSE Group, News Release: NASD and NYSE Group Announce Plan to Consolidate Regulation of Securities Firms (November 28, 2006).

³³ 同上。

ギュレーションの併存に対する批判が高まっていた³⁴。そこで、「証券業界が負担する規制コストを減らす」と同時に、「証券業監督の効率性および一貫性を高める」べく、NASDとNYSEグループの会員規制部門の統合が計画されたのである³⁵。この統合計画に関して、SECのクリストファー・コックス委員長（当時）は、「これは米国の投資家および資本市場にとって非常に大きな前進である。今日の複雑で相互につながった市場における詐欺から投資者を保護するには、規制管轄の継ぎ目を悪用する違法行為者が出ないように、規制機関が複数の市場を横断的に見る必要があるとなってくる。規制の重複をなくし、一貫した規則集を作り、単一の機関に監督責任を負わせることは、投資者保護を強化すると同時に、米国市場の競争力を高めることになるだろう」³⁶と述べている。そして、翌年の2007年に、SECはこの統合計画を承認し、新たな自主規制機関であるFINRAが誕生した³⁷。

ここで2011年度のFINRAの概要をまとめておくと、FINRAは、ブローカー・ディーラーに関する最前線の規制機関（front line regulator）として、4,456の会員業者、160,483の支店、629,518の登録外務員（registered representative）を規制下においている³⁸。FINRAによる自主規制の範囲は広く、「①市場参加者の登録と教育研修、②証券会社の検査、③自主規制規則の制定、④同規則及び連邦証券関係法令の執行、⑤一般投資家向けの教育広報活動、⑥取引報告システム等のインフラ提供、⑦投資家と証券会社との紛争あっせん機関の運営、さらに、⑧ナスダック等の主要取引所との契約による市場規制も行っている」³⁹。最後の⑧にあるように、FINRAは一定の市場規制も担っているが、この点については本報告書第5章を参照されたい。FINRAはエンフォースメントも積極的に行っており、2011年には、1,488件の懲戒処分を提起し、合計で6,300万ドル超の制裁金を課し、被害者に対する原状回復として1,900万ドル超の支払を命じたほか、21の業者の会員資格を剥奪し、329人の者の活動を禁止するなどしている⁴⁰。

3 法と自主規制

（1）概要

そもそも自主規制には法律の裏付けがあるものと、そうでないものとに分けることができるが、ここで取り上げるのは前者の自主規制である。

証券取引所法3条a項26号は、自主規制機関（self-regulatory organization）の定義

³⁴ 関雄太「新たな自主規制機関FINRAの誕生」資本市場クォーターリー2007年秋号27頁。

³⁵ NASD and NYSE Group・前掲注34参照。

³⁶ 同上。

³⁷ FINRA, News Release: NASD and NYSE Member Regulation Combine to Form the Financial Industry Regulatory Authority - FINRA (July 30, 2007).

³⁸ FINRAのウェブサイト（<http://www.finra.org/Newsroom/Statistics/>）参照。

³⁹ 日本証券業協会・前掲注2・23頁。

⁴⁰ Morgan Lewis, 2011 Year in Review: SEC and FINRA Selected Enforcement Cases and Developments Regarding Broker-Dealers (2012) 4頁等。

を定めており、具体的には、全米証券取引所（national securities exchange）、登録証券協会（registered securities association）、登録クリアリング機関（registered clearing agency）、または、（同法 19 条 b 項、19 条 c 項および 23 条 b 項との関係においてのみ）同法 15B 条によって設置される地方債規則制定委員会（Municipal Securities Rulemaking Board）を自主規制機関であると定めている。本報告書執筆時点において、SEC のウェブサイト「自主規制機関による規則制定（SRO Rulemaking）」に掲げられている自主規制機関は図表 2 のとおりである。

図表 2 SEC のウェブサイトに掲げられている自主規制機関

全米証券取引所	⇒ BATS 取引所、BATS Y 取引所、BOX オプション取引所、C2 オプション取引所、シカゴ・ボード・オプション取引所、シカゴ証券取引所、EDGA 取引所、EDGX 取引所、インターナショナル証券取引所、NASDAQ OMX BX、NASDAQ OMX PHLX、NASDAQ スtock・マーケット、ナショナル証券取引所、NYSE、NYSE MKT、NYSE Arca
登録証券協会	⇒ FINRA
通知登録された証券先物商品取引所	⇒ シカゴ・ボード・オブ・トレード、CBOE 先物取引所、シカゴ・マーカンタイル取引所、ワンシカゴ、NQLX
証券先物協会	⇒ 全米先物協会
登録クリアリング機構	⇒ ボストン証券取引所クリアリング会社、シカゴ・マーカンタイル取引所、預託信託会社、債券クリアリング会社、ICE クリア・クレジット、ICE クリア・ヨーロッパ、ナショナル証券クリアリング会社、オプション・クリアリング会社、フィラデルフィア証券クリアリング会社
その他の自主規制機関	⇒ 地方債規則制定委員会

出所：SEC のウェブサイト（<http://www.sec.gov/rules/sro.shtml>）を基に河村作成。

ここで留意すべき点として、第 1 に、証券先物商品（securities futures product）に関する規制は SEC と商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission 以下「CFTC」）の共管となっていることから、商品取引所も証券先物商品の取引に関する限りで全米証券取引所として通知登録する仕組みがあることである（証券取引所法 6 条 g 項）。かかる商品取引所のことを証券先物商品取引所という。第 2 に、上記と同じ理由から、全米先物協会（National Futures Association 以下「NFA」）も証券先物商品を取り扱うブローカー・ディーラーである会員を規制する限りにおいて全米証券協会（限定目的全米証券協会といわれる）として登録する仕組みがある（証券取引所法 15A 条 k 項）。米国の先物規制や NFA については本報告書第 5 章も参照されたい。第 3 に、地方債規則制定委員会は地方債に関する規則を制定するものの、その執行は SEC、FINRA、および、複数の銀行規制機関が担っている。第 4 に、米国には図表 2 に掲げたもの以外にも様々な証券団

体が存在しており、特に有名なものとして証券業・金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association 以下「SIFMA」) という団体がある。しかし、SIFMA はいわば業界の利益代表団体であり、証券取引所法上の登録証券協会 (すなわち自主規制機関) ではない。換言すれば、業界利益の代弁者たる機能は SIFMA などが担っているので、その分、FINRA は自主規制に注力できるということもできよう。

以下の (2) および (3) では、自主規制機関に関する証券取引所法の規定のうち、まずは全米証券取引所および登録証券協会の登録に関する規定を取り上げる。自主規制機関に対する SEC の監督権限に関しては第 4 章、複数の自主規制機関の間における権限調整の仕組みについては第 5 章を参照されたい。また、本章の (4) では、自主規制違反と私訴権について取り上げる。具体的には、ある自主規制機関の会員が自主規制に違反した場合、当該自主規制機関が当該会員に適切な懲戒を課すことができるのは当然として、この自主規制違反によって損害を被った者が当該会員に損害賠償請求をすることができるのかという点に関する米国の裁判例を紹介する。

(2) 全米証券取引所の登録に関する法規制

証券取引所が全米証券取引所としての登録を認められるには、SEC が定める様式で登録申請を行い、一定の条件を満たしていると SEC から認められることが必要となる (証券取引所法 6 条 a 項・b 項)。

その条件とは、要するに、申請を行った証券取引所が自主規制機関としての役割を果たすに足る体制や規則等を整備しているかどうかに関するものであるということができる。具体的には、当該取引所が会員やその関係者による法令や取引所規則の遵守をエンフォースする能力を有していること等 (同条 b 項 1 号) ; 登録ブローカー・ディーラーまたはその関係者が会員となりうる旨を取引所規則で定めていること等 (同 2 号) ; 一人以上の取引所理事は発行者および投資者の代表者であることを取引所規則で定めていること等 (同 3 号) ; 取引所規則が、会員・発行者・施設利用者間における公正な費用負担を定めていること (同 4 号) ; 取引所規則が、詐欺的行為等の防止、取引の公正公平原則の促進、証券取引規制等に関わる人々の間の協力関係の育成、自由かつ開かれた市場および全米市場システムのメカニズムに対する障害の除去と最適化、投資者および公益の保護などを目的としていること、および、取引所規則が、顧客・発行者・ブローカー・ディーラー間の不公正な差別を許すものでなく、また、本法の目的や取引所の運営とは無関係のことを本法に基づく権限で規制するものでないこと (同 5 号。本号は取引所規則のあり方を定めるものとも基本的な規定といえよう) ; 取引所規則が、法令や取引所規則に違反した会員やその関係者を、除名・資格停止・業務制限・制裁金・譴責・会員と関係を持つことの停止や禁止・その他妥当な制裁措置によって、適切に懲戒する旨を定めていること (同 6 号) ; 取引所規則が、公正な懲戒手続や会員申請拒否手続などを定めていること等 (同 7 号) ; 取引所

規則が、本法の目的に照らし不必要または不適切な競争上の負担を課していないこと（同 8 号）⁴¹；取引所規則が、上場会社の取締役選任・経営者報酬・その他 SEC が定める重要事項に関する株主の議決権行使について、実質株主の指図なく会員が議決権の代理行使をするのを禁止していること（同 10 号）などである（同 9 号については省略した）。

なお、公正な懲戒手続に関して、証券取引所法 6 条 d 項は、全米証券取引所が会員やその関係者を懲戒すべきか否かを判断する際には、同項 3 号の略式手続による場合を除き、懲戒処分の根拠となる嫌疑の内容を対象となる会員・関係者に通知し、その者に防御の機会を与えることなどについて定めている。自主規制機関において適正手続を確保するための方策の一つといえる。

（3）登録証券協会の登録に関する法規制

登録証券協会についても、全米証券取引所の場合と同じような規定が設けられている。すなわち、証券協会が全米証券協会として登録されるには、SEC が定める様式で登録申請を行い、一定の条件を満たしていると SEC から認められることが必要となる（同法 15A 条 a 項・b 項）。

その条件とは、証券協会が自主規制機関としての役割を果たすに足る体制や規則等を整備しているかどうかを見るものであり、具体的には、当該証券協会が会員やその関係者による法令・地方債規則制定委員会規則・証券協会規則の遵守をエンフォースする能力を有していること等（同条 b 項 2 号）；登録ブローカー・ディーラーが会員となりうる旨を証券協会規則で定めていること等（同 3 号）；一人以上の証券協会理事は発行者および投資者の代表者であることを証券協会規則で定めていること等（同 4 号）；証券協会規則が、会員・発行者・施設等利用者間における公正な費用負担を定めていること（同 5 号）；証券協会規則が、詐欺的行為等の防止、取引の公正公平原則の促進、証券取引規制等に関わる人々の間の協力関係の育成、自由かつ開かれた市場および全米市場システムのメカニズムに対する障害の除去と最適化、投資者および公益の保護などを目的としていること、および、証券協会規則が、顧客・発行者・ブローカー・ディーラー間の不公正な差別を許すものでなく、手数料の固定化などをするものでなく、また、本法の目的や証券協会の運営とは無関係のことを本法に基づく権限で規制するものでないこと（同 6 号。本号は証券協会規則のあり方を定めるもっとも基本的な規定といえよう）；証券協会規則が、法令・地方債規則制定委員会規則・証券協会規則に違反した会員やその関係者を、除名・資格停止・業務制限・制裁金・譴責・会員と関係を持つことの停止や禁止・その他妥当な制裁措置に

⁴¹ これは不当な競争制限を防止する仕組みの一つである。競争法の観点から米国証券業の自主規制を分析したものとして、たとえば、村田淑子「米国証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止-全米証券業協会を巡る最近の問題（1）（2）」京都学園法学 25 号（1997）1 頁以下・27 号（1998）23 頁以下参照。

よって、適切に懲戒する旨を定めていること（同 7 号）；証券協会規則が、公正な懲戒手続や会員申請拒否手続などを定めていること等（同 8 号）；証券協会規則が、本法の目的に照らし不必要または不適切な競争上の負担を課していないこと（同 9 号）などである（同 1 号および 10 号から 15 号までについては省略した）。

これらは全米証券取引所の場合の条件と類似しているが、主な違いの一つとしては、登録証券協会には地方債規則制定委員会が定めた規則のエンフォースメントを担うという役割が与えられていることが挙げられる。

なお、公正な懲戒手続に関しては、証券取引所法 15A 条 h 項が、登録証券協会が会員やその関係者を懲戒すべきか否かを判断する際には、同項 3 号の略式手続による場合を除き、懲戒処分の根拠となる嫌疑の内容を対象となる会員・関係者に通知し、その者に防御の機会を与えることなどについて定めている。自主規制機関において適正手続を確保するための方策の一つといえる。

（4）自主規制違反と私訴権

連邦証券諸法には、民事上の損害賠償請求権を明示的に認める規定もあるが、そうでない規定を根拠として損害賠償請求権（いわゆる黙示の私訴権（implied private right of action））が認められることがある。後者の典型例が証券取引所法規則 10b-5 である。規則 10b-5 は証券取引所法 10 条 b 項に基づいて制定された包括的な詐欺禁止規定であり、様々な局面で活用されていることは周知のとおりである。

これに対して、自主規制機関規則の違反が損害賠償請求権を発生させるかについては、昔から議論があったものの、現在では、「自主規制機関規則の違反は、それ自体では、私訴権を裏付けることはないであろうと一般に判示されている。しかし、規則 10b-5 に基づく請求の要件がすべて立証されるのであれば、取引所規則または FINRA 規則の違反が規則 10b-5 訴訟の基礎を形成することはありうる」と言われている⁴²。

一例として、NYSE 規則（ノウ・ユア・カスタマー・ルール）および NASD 規則（適合性原則）違反などを理由とする証券会社に対する損害賠償請求事件において、第 9 巡回区控訴裁判所は、「証券取引所の規則は、連邦議会ではなく、連邦議会が委ねた権限に基づき取引所によって制定されたものであるから、(1)連邦議会は私訴権を黙示する規則の制定権限を委ねる意図を有していたか、(2)私訴権が適正に黙示される形で証券取引所の規則が起草されていたか、の二段階の審査が必要になる」ところ、そもそも「連邦議会は証券取引所規則の違反に私訴権を認める意図を有していない」（つまり(1)の基準を満たしていない）と判示し、また、NASD 規則についても同様に、「NASD 規則の違反に黙示の私訴権は

⁴² Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation* 6th Ed. (2009) 636 頁。証券取引所法規則 10b-5 の要件については、黒沼・前掲注 9・116 頁以下参照。

存在しない」と判示している⁴³。

4 行政と自主規制機関

(1) 概要

本章では SEC と自主規制機関（特に FINRA）の関係を取り上げる。

最初に SEC の全体像をまとめておくと、「SEC は、『投資者を保護し、公正で秩序立った効率的な市場を維持し、資本形成を促進する』という使命を果たすために、43 兆ドル超の資産を運用する 11,000 超の投資顧問業者、160,000 超の支店を有する 5,000 超のブローカー・ディーラー、および、7,500 ものミューチュアルファンドを検査する責任を有している。SEC はさらに、何百万人もの米国民が参加する世界最大の市場を規律する証券諸法を執行する任務を有している。SEC は、毎年、何万もの開示書類を調査することに加え、会社の新規公開やその他の公開資本市場取引、資産担保証券の募集、委任状、合併や公開買付けなどを調査・監視する任務を負っている。SEC は約 500 の証券代行業者、15 の全米証券取引所、10 の全米公認格付機関、9 のクリアリング機関のほか、公開会社会計監視委員会 (Public Company Accounting Oversight Board)、FINRA、地方債規則制定委員会、その他の自主規制機関、そして、日々 85 億超の株式が取引される市場を監視している」⁴⁴。

このように SEC は米国証券市場において非常に重要な役割を担っているわけであるが、かかる SEC と自主規制機関の関係を簡潔に述べれば、SEC は自主規制機関の「監督者 (overseer) であると同時に共同規制機関 (co-regulator)」⁴⁵であるということができよう。SEC は自主規制機関の活動状況を監督するほか、自らもブローカー・ディーラー等に対する規制を行っているからである。

そこで、本章 (2) では、SEC の自主規制機関に対する監督権限を確認した上で、FINRA が SEC から処分を受けた最近の事例を紹介する。次に、(3) において、ブローカー・ディーラー規制（特に登録・行為規制・検査・エンフォースメント）に関する SEC と FINRA の役割分担を述べた上で、(4) において、SEC と自主規制機関の関係を改善しようとする最近の取組みについて紹介する。

(2) SEC による自主規制機関の監督

自主規制機関に対する SEC の監督権限を定める基本規定は証券取引所法 19 条である。同条の概要は以下のとおりである。

同条 a 項は、全米証券取引所、登録証券協会、登録クリアリング機関としての登録申請

⁴³ Jablon v. Dean Witter & Co., 614 F.2d 677 (9th Cir. 1980).

⁴⁴ SEC, Report on the Implementation of SEC Organizational Reform Recommendations (2011) 4 頁。なお、全米証券取引所の数などは変化している。

⁴⁵ Boston Consulting Group, U.S. SEC Organizational Study and Reform (2011) 63 頁。

があった場合に SEC が取るべき手続などについて定めている。

同条 b 項は、自主規制機関が規則を改正する場合には、SEC に対して規則改正案および改正の目的・根拠を記した説明書を届け出ることを自主規制機関に義務付けている。規則改正案を受け取った SEC は、利害関係者に当該規則改正案に関する意見提出の機会を与えなければならない。当該規則改正案が効力を生じるには、SEC の承認を受ける（または同項に基づき許可される）ことが必要である。なお、証券先物商品は SEC と CFTC の共同管轄となっていることから、証券先物商品に関する規則改正案は SEC と CFTC の両方に届出が行われることになる。

同条 c 項は、SEC が自主規制機関の規則を改正する権限を定めている。この権限は、①自主規制機関の公正な運営を確保するため、②自主規制機関の規則を法令と合致させるため、または、③本法の目的を推進するために、必要または適切であると SEC が考えた場合に、行使されることになる。

同条 d 項は、自主規制機関がその会員等に対して懲戒処分等を行う場合には、その旨を適切な規制機関（自主規制機関が全米証券取引所や登録証券協会の場合は SEC）に通知しなければならない。当該規制機関は、自らの判断または不服のある者の申立てに基づき、自主規制機関の当該行為を審査するという仕組みを定めている。

同条 e 項および f 項は、前項の審査を行った規制機関の権限について定めている。たとえば、当該規制機関は、自主規制機関の懲戒処分を是認することもできるが、当該自主規制機関の認定は誤っていると判断した場合には、当該処分を取り消したり、また、必要であれば、当該自主規制機関に差し戻してさらに手続を尽くすよう求めることなどができる。自主規制機関による懲戒処分等に関して適正手続を確保するための仕組みの一つといえる。

同条 g 項は、自主規制機関が法令等を遵守する義務や、会員やその関係者に法令等を遵守させる義務などについて定めている。

同条 h 項および i 項は、適切な規制機関（自主規制機関が全米証券取引所や登録証券協会の場合は SEC）は、自主規制機関に法令違反などがある場合に、当該自主規制機関の業務停止、登録取消、譴責、業務制限などの処分を行う権限を有することなどを定めている。適切な規制機関は、自主規制機関の役員が故意に法令等に違反したなどの場合には、当該役員に対して解任や譴責などの処分を行うこともできる。

最近の実例として、2011 年に、SEC が FINRA に対して法令違反の停止命令を出した事例がある⁴⁶。これは、FINRA のカンザスシティ支局において SEC の検査官に提出すべき書類を改ざんするという法令違反があったことを原因とするものである。改ざんの事実が発覚したのは、FINRA の中でこの件に関する内部通報があり、これに基づき FINRA が内部調査を実施し、その調査結果を SEC に伝えたことによる。この事件を受けて、FINRA

⁴⁶ SEC, Press Release: SEC Orders FINRA to Improve Internal Compliance Policies and Procedures (October 27, 2011).

は、独立したコンサルタントを用い、書類の真実性に関する FINRA の方針・手続・教育などを網羅的に調査し、必要な改善策を提案してもらうなどの措置を講じることになった。

(3) ブローカー・ディーラー規制における SEC と FINRA の役割分担

ここでは、ブローカー・ディーラー規制のうち、登録、行為規制、検査、エンフォースメント面における SEC と FINRA の役割分担について説明する。

まず登録についてであるが、ブローカー・ディーラーは、州際通商手段を利用して証券の取引や証券の売買の勧誘を行う場合には、適用免除される場合を除き、SEC に登録することが必要となる（証券取引所法 15 条 a 項）。これに加えて米国では、本報告書第 2 章で説明したように、自主規制機関への強制加入制度が採用されている。すなわち、SEC に登録したブローカー・ディーラーであっても、①登録証券協会の会員でなければ、または、②当該ブローカー・ディーラーが会員となっている全米証券取引所でのみ証券取引を行うものでなければ、証券の取引や証券の売買の勧誘を行ってはならない（証券取引所法 15 条 b 項 8 号）。したがって、公衆を相手に証券ビジネスを行うブローカー・ディーラーは、上記②に該当しないため、登録証券協会である FINRA の会員になることが必要となる。現在、ブローカー・ディーラーの約 90% が FINRA に登録をしている⁴⁷。

ここで SEC への登録手続と FINRA への加入手続について概要を説明しておく。まず、「登録証券協会は登録ブローカー・ディーラーでない者の会員資格を認めないものとする」とされていることから（証券取引所法 15A 条 g 項 1 号。全米証券取引所に関しては同法 6 条 c 項 1 号参照）、ブローカー・ディーラーの業務を行おうとする者は、まずは Form BD に必要事項を記入し、SEC に登録申請を行うことになる（証券取引所法 15 条 b 項および同法規則 15b1-1）。Form BD は、申請者の名前、住所、連絡先、加入する自主規制機関、行う業務の内容、支配関係、処分歴等を明らかにする書類である。SEC は、Form BD の届出後 45 日以内に（申請者が同意すれば延長も可）、登録を認めるか、または、登録を拒否すべきかどうかを判断するための手続を開始する（証券取引所法 15 条 b 項 1 号）。

ただし、ここで留意すべきは、SEC への「登録を認める命令は、当該ブローカー・ディーラーが登録証券協会の会員になるまでは、または、当該ブローカー・ディーラーが全米証券取引所でのみ取引を行う場合には当該ブローカー・ディーラーが当該取引所の会員になるまでは、SEC が規則または命令により当該ブローカー・ディーラーをこれらの会員になることから適用免除する場合を除き、効力を生じないものとする (shall not be effective)」とされていることである（証券取引所法 15 条 b 項 1 号）。そして、「SEC は、ブローカー・ディーラー候補者の審査については、大幅に FINRA に委ねている」⁴⁸のであって、そのような役割を担う「FINRA に加入するための手続は、ブローカー・ディーラーとして業

⁴⁷ Boston Consulting Group・前掲注 47・247 頁。

⁴⁸ Clifford E. Kirsch, ed., *Broker-Dealer Regulation* 2nd Ed. Vol. 1 (2011), §5:1.

務を開始するために必要な、最も時間がかかり、かつ、厳しい手続である。申請予定者は、FINRA の会員になるための手続は、申請および関係書類の準備を含め、最低でも 6 ヶ月、また、場合によっては 1 年以上かかることを見込んでおくべきである⁴⁹といわれている。要するに、SEC への登録と FINRA への加入を比較した場合、申請者にとってより高いハードルとなるのは FINRA への加入が認められるかどうかであって、SEC への登録が認められたから FINRA への加入も認められるべきだという発想はないといってもよいであろう。

次に FINRA への加入手続であるが、FINRA の会員になろうとする者は、Form NMA に必要事項を記入し、FINRA の会員規制部門に提出しなければならない (NASD 規則 1013(a)(1)⁵⁰。その他にも様々な書類を提出する必要があるが、それらの説明は省略する)。Form NMA は、一般情報、事業分野、人員、資本および財源、契約および業務上の取り決め、方針および手続、施設、記録管理などのセクションから構成されている。FINRA の会員規制部門は申請者へのインタビューを実施し、その後 30 日以内 (追加情報が必要な場合には当該情報受領後 30 日以内) に、FINRA への加入を認めるか、条件付で認めるか、または、拒否するかを決定を行う (NASD 規則 1013(b)、1014(b)および(c))。FINRA への加入を認めるか否かを判断するための基準 (以下「FINRA 加入基準」) は、NASD 規則 1014(a)に掲げられている。FINRA 加入基準を要約すると、①申請および関係書類が完全かつ正確であること、②政府や自主規制機関が要求する免許や登録を得ていること、③法令等の遵守能力があること、④業務を開始する上で必要な契約を締結していること、⑤業務を開始する上で十分な施設を有していること、⑥顧客等とビジネスをするための情報伝達や業務運営のシステムが十分であること、⑦最低資本要件を満たしていること、⑧財務に関する統制措置を有していること、⑨証券業界で一般的な内部統制等に関する基準等を有していること、⑩監督体制を有していること、⑪記録管理システム等を有していること、⑫法令等による継続教育要件に合致する研修プラン等を有していること、⑬申請者が法令等を遵守しない可能性を示唆する情報を FINRA が有していないこと、⑭申請および関係書類がその他の点で法令等に合致していること、となっている。

FINRA の会員規制部門の決定に不服がある申請者は、当該決定送達後 25 日以内に、全米裁定評議会 (National Adjudicatory Council. 以下「NAC」) に、決定の見直しを求めることができる (NASD 規則 1015(a))。NAC は、FINRA による懲戒や入会などに関する決定を審査する委員会 (FINRA が設ける各種委員会の一つ) であり、証券業界出身者と非出身者から構成されている。NAC は、FINRA の会員規制部門の決定について、認容、修正、破棄、差戻しをすることができる (NASD 規則 1015(j)(1))。NAC はその決定案を

⁴⁹ Kirsch・前掲注 50・§5:4.

⁵⁰ FINRA は NASD 規則と NYSE 規則の統合作業を進めているが、現時点においてもすべての規則が「FINRA 規則」の名の下に統合されているわけではない。

FINRA 理事会に送付し、FINRA 理事会が NASD 規則 1016 に基づく審査を実施しなければ、NAC の決定案が FINRA の最終決定となる (NASD 規則 1015(j)(3))。FINRA 理事会が NASD 規則 1016 に基づく審査を実施した場合には、FINRA 理事会の決定が FINRA の最終決定となる。NASD 規則 1016(e))。FINRA の最終決定に不服がある者は、SEC の審査を求めることができる (NASD 規則 1019、証券取引所法 19 条 d 項 2 号)。

実例として、FINRA の会員規制部門が FINRA 加入基準⑬⑨⑩を満たさないことを理由に申請者の FINRA 加入を認めないという決定をしたところ、当該申請者が NAC に決定の見直しを要求し、NAC は審査の結果、FINRA の会員規制部門の決定を取消し、案件を同部門に差し戻したという事例が存在する⁵¹。

なお、登録ブローカー・ディーラーは、Form BDW を提出して、登録の取下げを求めることができるが、そのような申請がない場合であっても、「いかなる登録ブローカー・ディーラーであれその者がもはや存在しない、または、ブローカー・ディーラーとして業務を行うことを止めている、と SEC が判断する場合には、SEC は、命令により、当該ブローカー・ディーラーの登録を抹消するものとする」とされている (証券取引所法 15 条 b 項 5 号)。したがって、たとえば、FINRA の会員資格が剥奪された結果、同号の要件に合致するブローカー・ディーラーが存在すると SEC が判断する場合には、SEC は当該ブローカー・ディーラーの登録を取り消すことになろう (法令違反等に対する制裁措置としての SEC の登録取消権限については証券取引所法 15 条 b 項 4 号参照)。

次に行為規制であるが、SEC も FINRA もブローカー・ディーラーに関する行為規制を定めている。その中には包括的に詐欺禁止を定めるものもあれば、より具体的に一定の行為を規制するものもある。SEC が定める包括的な詐欺禁止規定としては、証券取引所法 10 条 b 項に基づく規則 10b-5 が有名である (この規定はブローカー・ディーラーに限らず一般的に適用されるものである)。これに対して、FINRA の規則で包括的な詐欺禁止を定めるものとしては、「会員は、相場操縦的、欺罔的またはその他の詐欺的な手段または計略によって、証券の取引またはその売買の勧誘を行ってはならない」とする規定がある (FINRA 規則 2020)。また、FINRA 規則 2010 は、「会員は、その業務を行う上で、高い水準の商業倫理 (high standards of commercial honor) および取引の公正公平原則 (just and equitable principles of trade) を遵守するものとする」と定めており、会員に対して、法令遵守にとどまらない、より高いレベルの品位を維持するよう求めている。

具体的な行為規制には様々なものがあるが、たとえば、適合性原則については、SEC 規則よりも FINRA 規則のほうが詳細な規定を設けているといえる。すなわち、SEC 規則で適合性原則の根拠となるものとしては、包括的な詐欺禁止規定のほか低位株 (penny stock) に関する適合性原則の規定 (証券取引所法規則 15g-9) などがある。これに対して、FINRA

⁵¹ NAC, Redacted Membership Decision 20090182345 (September 28, 2010).

規則は次のような規定を設けている。「(a)会員または関係者は、顧客の投資プロフィールを確認するために合理的な注意を尽くして得た情報に基づき、一つまたは複数の証券を含む推奨取引または投資戦略が当該顧客にとって適合的なものであると信ずるに足る合理的根拠を有していなければならない。顧客の投資プロフィールには、当該顧客の年齢、その他の投資、財務の状態や必要性、税務上の地位、投資目的、投資経験、投資期間、流動性の必要性、リスク許容度、その他当該顧客が当該推奨に関連して当該会員または関係者に開示する可能性がある情報などが含まれるが、これらに限られるものではない。(b)会員または関係者は、以下の場合には、NASD 規則 3110(c)(4)で定義される機関口座 (institutional account) に関して、顧客特定の適合性に関する義務 (customer-specific suitability obligation) を果たすものとする。以下の場合とは、(1)当該会員または関係者が、その機関顧客 (institutional customer) は一般的にも、また、一つまたは複数の証券を含む特定の取引および投資戦略に関しても、独立して投資リスクを評価することができると信ずるに足る合理的根拠を有している場合、および、(2)当該機関顧客が、当該会員または関係者による推奨を評価する際に、独立した判断を行っていると積極的に表明している場合である。機関顧客が投資顧問業者または銀行の信託部門などの代理人に判断権限を委託している場合には、上記の要素は当該代理人に適用されるものとする」(FINRA 規則 2111)。そして、FINRA 規則 2111 の補足資料 (Supplementary Material) 05 によると、同規則における適合性原則は次の三つの義務から成り立っているとされている。第 1 に、会員または関係者が行う推奨が少なくとも複数の投資者 (some investors) にとって適合的であることを求める「合理的根拠適合性 (reasonable-basis suitability)」⁵²、第 2 に、会員または関係者が行う推奨がある特定の顧客の投資プロフィールに照らし当該顧客にとって適合的であることを求める「顧客特定の適合性 (customer-specific suitability)」⁵²、第 3 に、ある顧客の口座を管理する会員または関係者による一連の推奨取引が当該顧客の投資プロフィールに照らし当該取引を総合的に見た場合に当該顧客にとって過剰かつ不適合なものであることを求める「量的適合性 (quantitative suitability)」である。

次に検査である。SEC も FINRA もブローカー・ディーラーの検査を行うが、図表 3 から示唆されるように、ブローカー・ディーラーに関する最前線の規制機関としては FINRA が重要な役割を果たしていることが分かる。たとえば、2010 年度の検査回数は、SEC が 490 であるのに対して、FINRA は 9,987 となっており、FINRA のほうが圧倒的に多い。ブローカー・ディーラーの検査を担当する検査員の数も FINRA のほうが多く、SEC が 380 人であるのに対して、FINRA は 843 人となっている (2010 年度)。

⁵² 合理的根拠適合性は、そもそも証券業者は自らが取り扱う商品のことを知らなければならないという意味で、「know your security」ルールといわれることもある。「know your customer」ルールについては、FINRA 規則 2090 参照。

図表3 SECとFINRAによるブローカー・ディーラーの検査数等の比較

(a) SEC の場合					
年度	2006	2007	2008	2009	2010
検査員の数	405	392	365	376	380
登録ブローカー・ディーラーの数	6,037	5,095	5,748	5,559	5,357
検査の数	764	675	772	662	490
(b) FINRA の場合					
年度	2006	2007	2008	2009	2010
検査員の数	634	837	829	803	8 3
登録ブローカー・ディーラーの数	5,029	5,005	4,895	4,720	4,578
検査の数（定期（cycle））	2,310	2,653	2,459	2,483	2,666
検査の数（特別（cause））	6,527	7,148	7,039	7,758	7,321
検査の数（合計）	8,837	9,801	9,498	10,241	9,987

出所：Boston Consulting Group, U.S. SEC Organizational Study and Reform (2011) 251 頁から一部抜粋。なお、ここでの検査員数はブローカー・ディーラーの検査を担当する検査員の数であることに留意されたい。

ここでFINRAによる検査について補足しておく。FINRAは会員業者向けに定期検査のプロセスなどを説明した資料（Preparing for a FINRA Cycle Examination）を公表しているが、それによると、そもそもFINRAの検査は5つに分けられている。すなわち、①定期検査（Cycle Exams）：業者が連邦証券諸法、規則、規制などを遵守しているかを判断するもの、②特別検査（Cause Exams）：顧客からの苦情、理由に基づく解雇（terminations for cause）⁵³、その他の出来事に対応して行われるもの、③支店検査（Branch Exams）：リスクの高い支店について、連邦証券諸法、規則、規制などの遵守に関する検査をするもの、④市場規制検査（Market Regulation Exams）：トレーディングやマーケットメイキングの監視および市場行為に関する規則の遵守に焦点をおいたもの、⑤一斉検査（Sweeps）：業界横断的に関心を集めている実務、商品、領域に関する諸検査を統合的に行うもの、である。定期検査が行われるタイミングについては、業者に対するリスク評価に応じて、1年サイクルで（要するに毎年）検査を受ける業者、2年サイクルで検査を受ける業者、4年サイクルで検査を受ける業者に分けられているが、リスク評価の見直しは毎年行われている。リスク評価の対象となる要素としては、当該業者が顧客の資金や証券を保有しているか否か、当該業者が大規模で物理的に分散化された営業部隊を擁している

⁵³ たとえば、ある外務員が問題のある販売行為や詐欺などで解雇された場合がこれにあたる。

か否か、当該業者が過去に規制上の問題や証券諸法違反などを起こしているか否か、などがある⁵⁴。また、特別検査は、顧客からの苦情、または、Form U-5 に記載されている情報を端緒として行われることが多いといわれる⁵⁵。Form U-5 は、ブローカー・ディーラーが登録外務員の登録を終了させる場合などに提出が求められるものであるが、たとえばあるブローカー・ディーラーが問題を起こした登録外務員の解雇に関して Form U-5 を提出した場合、当該業者は、FINRA から、当該解雇に関する状況や業者内の方針・プロセスに関する情報を提供するように求める通知を受け取ることを予期しておくべきである（この通知自体は典型的には非公式なものだが、状況によっては、正式な検査などに至ることもありうる）といわれている⁵⁶。FINRA はまた、上記したように業者向けに定期検査に関する説明資料を公表するだけでなく、年度ごとに規制および検査における重点事項を詳細に説明したレター (Annual Regulatory and Examination Priorities Letter) を公表しており、これによって業者に FINRA の考えを伝え、業者が自らのコンプライアンス・プログラム等を改善するよう促している。

最後にエンフォースメントであるが、SEC も FINRA もブローカー・ディーラーに対して譴責、制裁金、業務停止、登録取消などの措置を講じることができる（証券取引所法 15 条 b 項 4 号・21B 条や FINRA 規則 8310 等参照）。2011 年度において SEC が提起したエンフォースメント上の措置 (enforcement actions) は 735 件あり、そのうちブローカー・ディーラーに関するものは 113 件であったのに対して、FINRA が 2011 年度に提起した懲戒措置 (disciplinary actions) は 1488 件であった⁵⁷。SEC がエンフォースメントに積極的であることはよく知られているが、FINRA もまた非常に積極的に会員やその関係者の処分を行っていることが分かる。

エンフォースメント面における SEC と FINRA の役割分担としては（SEC によるエンフォースメントの対象はブローカー・ディーラーに限られないことは当然として）、たとえば、インサイダー取引については、FINRA による調査の大半が SEC によるエンフォースメントに委ねられることになるが、FINRA の会員やその関係者がインサイダー取引に関与した場合に FINRA が懲戒処分を行うことがないわけではない⁵⁸。一例として、FINRA は、2011 年 5 月 2 日、FINRA 会員の従業員に証券業界からの追放と約 7 万ドルの制裁金を課したが、これは、当該従業員が企業買収に関する非公開の内部情報を得て内部者取引を行ったこと、および、当該取引に関する FINRA の調査に真摯に対応しなかったことを理由とするものであった⁵⁹。また、日本でも最近問題となっている仕組み商品 (structured

⁵⁴ Clifford E. Kirsch, ed., *Broker-Dealer Regulation* 2nd Ed. Vol. 2 (2011), §34:4.3.

⁵⁵ 同上。

⁵⁶ 同上。

⁵⁷ Morgan Lewis・前掲注 42・1 頁、4 頁等。

⁵⁸ Morgan Lewis・前掲注 42・102 頁。

⁵⁹ FINRA, News Release: FINRA Bars Illinois Broker for Insider Trading (May 2, 2011).

products) の勧誘・販売に関しては、「SEC は機関投資家に対する仕組み商品の勧誘・販売に関する不正疑惑に焦点を当てているように見えるのに対して、FINRA はリテイルの顧客に対するこれらの投資商品の販売に注力している」⁶⁰との指摘がある。もちろん、これは大きな傾向としてそういえるということであって、たとえば、リテイルの顧客に対する仕組み商品の勧誘・販売を問題にした SEC のエンフォースメント事例がないわけではない。一例として、あるブローカー・ディーラー兼投資顧問業者の登録外務員が、自身の複数の顧客にエクイティリンク債を勧誘・販売する際に、元本割れのリスクを十分に説明せず、また、少なくとも二人の顧客との関係で適合性原則に違反した勧誘・販売を行った事例において、SEC は、当該行為は証券法 17 条 a 項、証券取引所法 10 条 b 項および規則 10b-5 に違反しているとして、当該外務員に対して証券界からの追放、3 万 3000 ドルの不当利益の吐き出し、同額の制裁金などの処分を下している⁶¹。

(4) SEC と自主規制機関の関係の改善提案

2010 年 7 月 21 日に成立した「ドッド・フランク ウォールストリート改革および消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」(以下「ドッド・フランク法」) は、米国の金融規制を広範囲に渡って改革しようとするものであり⁶²、SEC の機構改革 (自主規制機関との関係を含む) も一つの重要なテーマとなっている⁶³。

たとえば、ドッド・フランク法 967 条は、SEC に対して、独立したコンサルタントを雇用し、SEC の内部組織に関する改革の必要性や SEC と自主規制機関との関係などを調査することを義務付けている。これを受けて、SEC は 2010 年 10 月にボストン・コンサルティング・グループ (以下「BCG」) を雇用し、BCG は 2011 年 3 月に調査報告書をまとめている⁶⁴。BCG の報告書は SEC の組織のあり方について多くの提言をしているが、自主規制機関との関係に関しては、①自主規制機関に対する監督を強化すること、②自主規制機関との情報伝達の仕組みを整理すること、③自主規制機関規則の提案手続を強化することなどを改善策として挙げている⁶⁵。

①については、自主規制機関から SEC に対する情報提供の強化などに加え、自主規制

⁶⁰ Morgan Lewis・前掲注 42・121 頁。

⁶¹ SEC, News Digest 2011-167 (August 29, 2011).

⁶² ただし、ドッド・フランク法は米国の金融規制システムを抜本的に変更するようなものとはまではいえないであろう。ドッド・フランク法に関しては、松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法 ドッド＝フランク法のすべて』(2010) が詳しい。

⁶³ 松尾・前掲注 65・313 頁以下参照。本報告書本文で取り上げなかった重要規定として、たとえば、政府監査院長 (Comptroller General of the United States) に対して SEC による FINRA の監督状況に関する報告書を提出するよう義務付けるドッド・フランク法 964 条を挙げることができる。政府監査院 (GAO) が作成した報告書として、GAO, Opportunities Exist to Improve SEC's Oversight of the Financial Industry Regulatory Authority (2012) 参照。

⁶⁴ Boston Consulting Group・前掲注 47 の報告書がこれに該当する。

⁶⁵ Boston Consulting Group・前掲注 47・133 頁以下。

機関の中で最も大きい FINRA に対する監督の強化が重要な課題であるとされている。具体的には、FINRA の監督に専従する検査官を複数置き、そのうち証券市場に精通している者が FINRA の市場規制部門を重点的に監督し、ブローカー・ディーラー業務等に精通している者が FINRA の会員規制部門とエンフォースメント部門を重点的に監督すべきであるとしている。

②については、たとえば自主規制機関が SEC のコンプライアンス検査課に伝えた情報が、実は SEC の取引・市場部やリスク・戦略・金融イノベーション部にとっても価値があったとしても、これまでは部署間の連携が十分ではなかった。そこで、SEC に自主規制機関連絡チーム (SRO Contact Team) を設け、当該チームが自主規制機関とのリエゾンとして機能するだけでなく、SEC 内の様々な部署を連携する役割を果たすべきであるとされている。

③については、近年、SEC の取引・市場部が審査する自主規制機関の規則案の数が増加していることに鑑み、SEC による審査手続の合理化が課題となっている。コンプライアンス検査課の知見を活用することなどに加え、立法論として、一定の自主規制機関規則については SEC の審査を不要とするよう証券取引所法を改正すべきかどうか検討課題の一つとされている。

5 FINRA とその他の自主規制機関

(1) 概要

ブローカー・ディーラーの中には、FINRA の会員であると同時に証券取引所の会員である業者が存在しており、かかる業者は二つの自主規制機関から規制を受けることになる。しかし、こうした規制の中には重複するものもあり、これを放置することは当該業者にとっても自主規制機関にとっても非効率をもたらすおそれがある。そこで、証券取引所法は複数の自主規制機関の間で規制権限を調整するための仕組みを用意しており、実際にこの仕組みは利用されている。本章では、(2) において、この仕組みについて説明し、(3) において実例を紹介する。

また、証券市場と密接に関連する市場として先物市場があるが、先物規制の世界においても商品取引所や先物協会といった自主規制機関が活用されている。そこで、本章の(4)では、米国の先物規制の全体像と重要な自主規制機関である全米先物協会 (National Futures Association 以下「NFA」) の概要を説明した上で、FINRA と NFA の関係について取り上げることとしたい。

(2) 自主規制機関の間における規制権限の調整

自主規制の重複が問題となる一例として、検査の重複が挙げられる。複数の自主規制機関の会員となっている者 (ここではこれを「共通会員」という) は複数の自主規制機関か

ら検査を受けることになるが、このような検査の重複は、共通会員にとってだけでなく、自主規制機関にとっても不必要なコストを発生させるおそれがある。こうした問題に対応するために、証券取引所法は次のような仕組みを用意している。

SEC は、自主規制機関の間の協力と調整を促進し、または、全米市場システムおよび全米証券取引清算・決済システムの発展の促進と障害除去のために、公益および投資者保護に照らし、必要または適切であると認める場合には、その規則または命令により、①共通会員から報告を受ける、共通会員を検査する、共通会員に対してその他の規制を行うことに関する自主規制機関の責任を免除することや、②自主規制機関の間に規則制定権限を配分することができる（証券取引所法 17 条 d 項 1 号）。SEC が当該規則や命令を定める際には、自主規制機関の規制能力や手続、スタッフの利用可能性、地理的な利便性、不必要な規制の重複などのほか、投資者保護、自主規制機関の間の協力と調整、全米市場システムおよび全米証券取引清算・決済システムの発展などに関連するその他の要素を考慮に入れることが求められている（同号）。

この規定を受けて、SEC は二つの規則を採択した。一つは、共通会員に対する財務面の検査について、SEC が複数の自主規制機関の中から一つの自主規制機関を指定し（この指定を受けた自主規制機関を指定検査機関（designated examining authority）という）、その他の自主規制機関を当該検査義務から免除するという内容の規則である（証券取引所法規則 17d-1）。もう一つは、財務面の検査に限らず、より幅広く自主規制の重複問題に対応できる証券取引所法規則 17d-2 である。規則 17d-2 は、複数の自主規制機関は共通会員に関する規制責任をどの自主規制機関が担うのかを定めた規制責任配分プランを共同で提案することができ、SEC が証券取引所法 17 条 d 項に定める要件を踏まえ当該プランは必要または適切であると判断した場合には、当該プランの効力が認められるという仕組みを設けている。

（３）証券取引所と FINRA

証券取引所と FINRA（あるいはその前身の NASD）との間で結ばれた規制責任配分プランの実例はいくつかあるが、ここでは代表的なものを取り上げる。

NASD が Nasdaq ストック・マーケットを切り離し、NASDAQ ストック・マーケットが全米証券取引所として登録されたことは前述したとおりであるが、この際に SEC は、NASD と NASDAQ ストック・マーケットの間に規則 17d-2 に基づく規制責任配分プランを策定すること（または NASDAQ ストック・マーケットが独立して規制機能を果たす能力を有することを証明すること）を求めていた。NASD と NASDAQ ストック・マーケットは当該プランを策定し、2006 年に SEC は当該プランを承認した⁶⁶。このプランの基本

⁶⁶ SEC, Release No. 34-54136: Order Granting Approval of Plan for Allocation of Regulatory Responsibilities Between The NASDAQ Stock Market LLC and the National Association of Securities Dealers, Inc. (July 12, 2006).

的内容は、NASD と NASDAQ ストック・マーケットの共通会員に関して NASD 規則と同一または実質的に同様である NASDAQ ストック・マーケットの規則の監視・執行責任を NASD に配分するというものであった。共通会員に対する一定の法令遵守に関する検査責任も NASD に配分されたが、NASDAQ ストック・マーケットにおける取引行為に関する監視・執行責任は NASDAQ ストック・マーケットが担うものとされた。

次に、NASD と NYSE グループが会員規制機能を一つに統合し、FINRA を創設する際にも規制責任配分プランが利用されている。すなわち、NASD、NYSE、NYSE レギュレーションは規制責任配分プランを作成し、2007 年に当該プランは SEC の承認を受けている⁶⁷。このプランの基本的内容は、FINRA と NYSE の共通会員に対する共通規則（何が共通規則かは当該プランの中で定められている）に関する会員規制機能を FINRA に配分するというものである。ただし、NYSE 独自の規則による共通会員の検査や NYSE における取引行為に関する監視・執行などの責任は NYSE が担うものとされた。

以上の二つの規制責任配分プランは、基本的に、全米証券取引所（NASDAQ ストック・マーケットや NYSE）の自主規制機能のうち、会員規制機能を登録証券協会（FINRA（前身は NASD））に委ねるものといえる。このようにして会員規制機能は FINRA に統合される傾向にあるが、最近では一定の市場規制についても FINRA に統合されるようになっている。

たとえば、2008 年に、SEC は、アメリカン証券取引所、ボストン証券取引所、CBOE 証券取引所、シカゴ証券取引所、FINRA、インターナショナル証券取引所、NASDAQ ストック・マーケット、ナショナル証券取引所、NYSE、NYSE Arca、NYSE レギュレーション、フィラデルフィア証券取引所（これらの者をまとめて「プラン参加者」という）の間で結ばれた規制責任配分プランを承認している⁶⁸。このプランの基本的内容は、ブローカー・ディーラーやその関係者によるインサイダー取引に関する共通規則（何が共通規則かは当該プランの中で定められている）の執行等の責任を NYSE レギュレーションと FINRA に配分するというものである。すなわち、第 1 に、NYSE 上場株式や NYSE Arca 上場株式のインサイダー取引に関する共通 NYSE 会員（NYSE の会員であると同時に少なくとも一つのプラン参加者の会員であるもの）に対する監視・調査・執行責任は、当該取

⁶⁷ SEC, Release No. 34-56148: Notice of Filing and Order Approving and Declaring Effective a Plan for the Allocation of Regulatory Responsibilities Between the National Association of Securities Dealers, Inc., New York Stock Exchange LLC, and NYSE Regulation, Inc. (July 26, 2007).

⁶⁸ SEC, Release No. 34-58536: Order Approving and Declaring Effective a Plan for the Allocation of Regulatory Responsibilities Among the American Stock Exchange LLC, Boston Stock Exchange, Inc., CBOE Stock Exchange, LLC, Chicago Stock Exchange, Inc., Financial Industry Regulatory Authority, Inc., International Securities Exchange, LLC, The NASDAQ Stock Market LLC, National Stock Exchange, Inc., New York Stock Exchange, LLC, NYSE Arca Inc., NYSE Regulation, Inc., and Philadelphia Stock Exchange, Inc. (September 12, 2008).

引がプラン参加者のいずれの市場で行われるかにかかわらず、NYSE レギュレーションが担うこと、第2に、ナスダック上場株式、アメリカン証券取引所上場株式、シカゴ証券取引所単独上場株式のインサイダー取引に関する共通 FINRA 会員 (FINRA の会員であると同時に少なくとも一つのプラン参加者の会員であるもの) に対する監視・調査・執行責任は、当該取引がプラン参加者のいずれの市場で行われるかにかかわらず、FINRA が担うものとされた。このプランはその後、新しい証券取引所がプラン参加者に加わるなどの修正がされているが、基本的な仕組みは維持されていた。

そして、2010 年 5 月、NYSE Euronext と FINRA は、NYSE レギュレーションが担っている市場監視・執行責任は FINRA が担うことになることで合意した旨を発表した⁶⁹。この合意に関して、NYSE Euronext のローレンス・レボウィッツ COO は、「今日、取引は数多くの場所で分散して行われているが、市場横断的にデータを監視し、行為を追跡する責任を持つ単独の規制機関は存在しない」ところ、「この合意は、複数の市場を横断的に監視し、執行する責任を一つの規制機関に統合することによって、市場規制を強化するであろう」と述べている⁷⁰。すなわち、市場取引の分散が進む中、不正行為を効果的に防ぐには、市場単位で監視を行うのではなく、市場横断的に監視を行う仕組みが望ましいと考えられたわけである。また、ジェームス・ダフィ NYSE レギュレーション暫定 CEO 兼 FINRA 理事は、「今日の合意は、2007 年に NASD と NYSE の会員規制が統合し FINRA が誕生したことに始まった FINRA のもとにおける規制業務の統合を、さらに進めるものである」。「私たちの目標は、規制範囲のギャップに取組み、統合された規制システムへと移行することによって、投資者を保護し、また、市場のインテグリティを高めることにある」と述べている⁷¹。

この合意を受けて、上述したブローカー・ディーラーやその関係者によるインサイダー取引に関する規制責任配分プランも修正されることになった。すなわち、BATS 取引所、BATS Y 取引所、シカゴ・ボード・オプション取引所、シカゴ証券取引所、EDGA 取引所、EDGX 取引所、FINRA、NASDAQ OMX BX、NASDAQ OMX PHLX、NASDAQ ストック・マーケット、ナショナル証券取引所、NYSE、NYSE Amex、NYSE Arca (これらの者をまとめて「プラン参加者」という) は、上述した合意を踏まえる形で規制責任配分プランの修正案を提出し、2011 年に SEC は当該プランを承認している⁷²。この新しいプラ

⁶⁹ NYSE Euronext and FINRA, News Release: FINRA to Perform NYSE Regulation's Market Oversight Functions (May 4, 2010).

⁷⁰ 同上。

⁷¹ 同上。

⁷² SEC, Release No. 34-63750: Notice of Filing and Order Approving and Declaring Effective an Amendment to the Plan for the Allocation of Regulatory Responsibilities Among BATS Exchange, Inc., BATS Y-Exchange, Inc., Chicago Board Options Exchange, Incorporated, Chicago Stock Exchange, Inc., EDGA Exchange, Inc., EDGX Exchange, Inc., Financial Industry Regulatory Authority, Inc., NASDAQ OMX BX, Inc., NASDAQ OMX PHLX LLC, The NASDAQ Stock Market LLC, National Stock Exchange, Inc., New York

ンの基本的内容は、NYSE、NASDAQ スtock・マーケット、NYSE Amex、NYSE Arca、シカゴ証券取引所に上場しているエクティ証券については、その取引がプラン参加者のいずれの市場で行われるかにかかわらず、FINRA がインサイダー取引共通規則に関する監視・調査・執行を担うというものである。これによって、従来のインサイダー取引に関する規制責任配分プランにおいて NYSE レギュレーションが担当してきた規制機能は FINRA に統合されることになったわけである。

このようにして FINRA は、他の自主規制機関から多くの規制機能を委ねられており、自主規制機関の中でも別格の存在になっているといえることができる。

(4) NFA と FINRA

ここでは先物分野の自主規制機関である NFA と FINRA の関係を取り上げる。

最初に、米国の先物規制の概要を簡単に説明しておく、米国における先物規制の基本法は商品取引所法 (Commodity Exchange Act) であり、連邦規制機関は商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission 以下「CFTC」) である。現在の「CFTC」の使命は、商品取引所法の対象となるデリバティブに関連する詐欺・相場操縦・不正行為やシステミックリスクから市場利用者および公衆を保護し、また、オープンで競争的で金融上健全な市場を育成することにある⁷³とされている。金融商品の中には証券と先物の両方にまたがるようなものもあることから、SEC と CFTC は規制管轄をめぐり激しく対立したこともあったが、現在、証券先物商品については SEC と CFTC の共同管轄となっている⁷⁴。金融規制システムのあり方としては SEC と CFTC を統合すべきであるという提案もあったが⁷⁵、ドッド・フランク法においても両者の統合は実現していない。ただし、証券市場と先物市場は相互に関連していることを踏まえ、SEC と CFTC は、2010 年に、新たに発生する規制上の問題を検討するための合同諮問委員会 (Joint CFTC-SEC Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues) を設置するなどの対策を講じている⁷⁶。

Stock Exchange LLC, NYSE Amex LLC, and NYSE Arca, Inc. Relating to the Surveillance, Investigation, and Enforcement of Insider Trading Rules (January 21, 2011).

⁷³ CFTC のウェブサイト (<http://www.cftc.gov/About/MissionResponsibilities/index.htm>) 参照。

⁷⁴ 証券先物商品とは、個別証券やナローベースの証券指数を原資産とする先物商品のことである。CFTC と SEC の規制管轄をめぐる争いについては、岡田悟「米国商品先物取引委員会 (CFTC)・組織、権限、証券規制との関係」レファレンス 719 号 (2010) 92 頁以下参照。

⁷⁵ たとえば、Department of the Treasury, Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure (2008) 11 頁は、「商品や市場参加者の相似化、市場の相互関連化および国際化は、先物市場と証券市場の規制区分を擁護できないものとし、潜在的には有害なものとし、また、非効率なものとしている。この問題に対応するため、CFTC と SEC は、先物業および証券業に関する一貫した監視および規制を行うべく、統合されるべきである」としている。

⁷⁶ ドッド・フランク法におけるデリバティブ規制 (SEC と CFTC 間の調整を含む) については、松尾・前掲注 65・210 頁以下参照。

証券の世界と同じように、先物の世界でも商品取引所や先物協会などの自主規制機関が活用されており、NFA もその一つである。商品取引所法 17 条に登録先物協会に関する規定があり、1981 年に CFTC は NFA を登録先物協会として正式に認め、NFA は翌年より規制活動を開始している⁷⁷。NFA による規制の内容としては、①NFA が定める財務要件を遵守させるべく会員を監査・監督する、②顧客保護のための規則や基準を制定・執行する、③先物や外国為替に関連する紛争につき仲裁の場を提供する、④NFA 会員となるまたは NFA 会員であり続けるための適格性を判定するための審査を行う、などがある⁷⁸。NFA の規制対象となる業者の種類は幅広く、代表的なものとしては、先物等の売買注文の勧誘や受注を行い顧客から金銭等を受け取る先物取引業者 (Futures Commission Merchants)、先物等の売買注文の勧誘や受注を行うが顧客からは金銭等を受け取らない仲介ブローカー (Introducing Broker)、先物等の売買に関する助言を有償で行う商品投資顧問業者 (Commodity Trading Advisors)、商品ファンドの運営を行う商品プール運営業者 (Commodity Pool Operators) などが対象となっている。そして、公衆を相手にビジネスをする先物取引業者、仲介ブローカー、商品投資顧問業者、商品プール運営業者などは NFA の会員になることが必要になっている (CFTC 規則 170.15 および NFA 附属定款 1101 条参照)。証券の世界と同じく、先物の世界でも自主規制機関への強制加入制度が採用されているわけであるが、この点、NFA 附属定款 1101 条の解釈通知 (Interpretive Notice) 9007 によると、「NFA における強制会員制度 (mandatory membership) は NFA の規制ストラクチャーの要 (cornerstone) である。NFA 創設の早い段階から、NFA の創設者達は、先物取引業者、仲介ブローカー、商品プール運営業者、または、商品投資顧問業者として登録を要求されるすべての者が会員となることを要求されなければ、業界全体にわたる有意義かつ効果的な自主規制機関の創設は全く不可能になるであろうと認識していた。NFA の創設者達はこの問題を極めて重要なものと考えていたので、彼らは、NFA 附属定款 1101 により非会員と顧客向けビジネスを行うことを禁止するだけでなく、NFA 基本定款第 3 章 1 条 f 項にも NFA の基本目的の一つとして当該禁止を盛り込んだのであった」と説明している。

FINRA と NFA の関係に関しては、2009 年に開催された SEC と CFTC の合同会議において、FINRA のステファン・ルパレロ副会長が次のように述べている。「自主規制機関の観点からは、FINRA と主たる先物自主規制機関である NFA との間には強力な業務上のつながりがあることを指摘しておきたい。私たちは、投資者に影響を与える問題を特定するという点や、別々の規制スキームから生じる負担を最小化するという点に関して、効

⁷⁷ 前述したとおり、NFA は、証券取引所法上、証券先物商品を取り扱うブローカー・ディーラー会員の規制を行うことに関して、限定目的全国証券協会 (limited purpose national securities association) という位置づけを与えられている (同法 15A 条 k 項)。

⁷⁸ NFA Manual (NFA のオンライン版規則集) における NFA's Functions Explained 1001 参照。

果的に協力してきたという歴史を有している」。「FINRA のスタッフは NFA のスタッフと定期的に会う」機会があるほか、「FINRA と NFA は、それぞれの管轄において他方の管轄に影響を与えうる、または、調整の必要性を浮き彫りにすると思われる新しい争点、商品またはトレンドについて検討するために必要に応じて協力している。私たちは共同で研修資料を開発し、検査方法を検討し、規則案を共有している。さらに、FINRA は NFA との間で、両機関の規制を受ける業者に関する情報を交換するための規制合意を結んでいる」⁷⁹。このように FINRA と NFA は様々な面で協力しているといえるが、それが具体的な形として現れた一例として、2002 年に FINRA の前身である NASD と NFA が共同で公表した「証券先物のリスク開示説明書 (Security Futures Risk Disclosure Statement)」を挙げることができよう。これは、証券先物取引を行う投資者向けに、証券先物の概要やリスクなどをパンフレットの形で詳細に説明するものである。

6 最近の動向

(1) 概要

最近の動向として、投資顧問業者の自主規制機関等に関する議論と FINRA の権限の強大さに関する議論を取り上げる。

まず、前者であるが、そもそも米国には、投資顧問業者に関する連邦証券諸法上の自主規制機関は存在しない。FINRA はブローカー・ディーラーの自主規制機関であって投資顧問業者の自主規制機関ではない。したがって、投資顧問業者の検査は SEC が行うことになるが、SEC のリソースには限界があることなどを踏まえると、投資顧問業者の自主規制機関を設けたほうがよいのではないかという論点がある。この論点は、ドッド・フランク法の制定により、近時盛んに議論されている。そこで、(2) では、ドッド・フランク法の関連規定を説明し、この点に関する SEC スタッフ、FINRA、投資顧問業界、消費者団体などの意見を紹介する。さらに、(2) では、投資助言を行う投資顧問業者と投資助言を行うブローカー・ディーラーに関して統一的な受認者基準を導入しようとする最近の取り組みについても取り上げることとしたい。この話は自主規制だけでなく法規制全体の話に関連するものであるが、FINRA にとっても重要な議論であると考えられるからである。

次に (3) では、FINRA の権限の強大さに関連する議論を取り上げる。一般に、自主規制は規制対象者に甘い規制になるのではないかという批判がある一方で、自主規制機関（特に FINRA）が政府機関並みに強大になってきていることに着目して、政府機関と同レベルの適正手続の確保などが必要になるのではないかという議論がある。ここでは後者の問題を取り上げ、この点に関する経済界や研究者の意見を紹介することとしたい。また、この関連で、(3) では、自主規制機関の民事責任に関する裁判例も取り上げている。

⁷⁹ Stephen Luparello, Statement Before the SEC/CFTC Joint Meeting on Harmonization of Regulation (September 2, 2009).

(2) 投資顧問業者と FINRA

投資顧問業者 (investment adviser) とは、証券投資に関する助言の提供を有償で行うことを業とする者のことであり (1940 年投資顧問業者法 202 条 a 項 11 号参照)、連邦法と州法によって規制されている⁸⁰。1940 年投資顧問業者法 (Investment Advisers Act of 1940 以下「投資顧問業者法」) は投資顧問業者を規制する連邦法である。2010 年度においては、11,000 を超える投資顧問業者が SEC に登録をしており、そのうちのおよそ 5% はブローカー・ディーラーとしても登録をしている⁸¹。もともと、ブローカー・ディーラーの行う投資助言が付随業務として行われ、また、当該助言について特別な報酬を受け取るものでなければ、かかる投資助言を行うブローカー・ディーラーは投資顧問業者の定義から除外されることになる (投資顧問業者法 202 条 a 項 11 号 C)。ブローカー・ディーラーの主たる規制法である証券取引所法と、投資顧問業者の主たる規制法である投資顧問業者法の規制内容は必ずしも同じではないため、顧客の側から見れば同じ投資助言であっても、それが投資顧問業者によるものか、ブローカー・ディーラーによるものかによって、規制内容に違いが生じうることとなる。

規制内容の違いの一つとして、議論の対象となっているのが信託義務 (fiduciary duty) である。投資顧問業者は、投資顧問業者法上 (同法 206 条 1 号および 2 号の解釈を通じて)、受託者 (fiduciary) として信託義務を負うと考えられているのに対して、ブローカー・ディーラーは、連邦証券諸法上、一般的には信託義務を負わないということを基本にしつつ、一定の場合に裁判所が信託義務の存在を肯定する (「一般的には、裁判所は、顧客資産について裁量権または支配権を行使するブローカー・ディーラーや顧客と信頼および信任関係を有するブローカー・ディーラーは、顧客に対して信託義務を負うと判示している」) という法状況になっている⁸²。

こうした状況を踏まえ、ドッド・フランク法 913 条は、ブローカー・ディーラーや投資顧問業者が証券に関する個別的な投資助言をリテイルの顧客に提供する際の注意基準に関するギャップ・不足点・重複の有無や、異なる注意基準が存在することをリテイル顧客が理解しているか否かなどについて調査することを SEC に義務付けた。これを受けて SEC スタッフが 2011 年に公表した報告書は、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者における「行為基準の違いは大きく、これはリテイルの顧客には十分に理解されていない」⁸³として、ブローカー・ディーラーや投資顧問業者が証券に関する個別的な投資助言をリテ

⁸⁰ 投資顧問業者に関する連邦と州の規制管轄とドッド・フランク法による改正については、松尾・前掲注 65・260 頁参照。

⁸¹ SEC Staff, Study on Investment Advisers and Broker-Dealers (2011) 6 頁・12 頁。なお、SEC に登録をする投資顧問業者が運用する資産のおよそ 91.2% は一任勘定である (同 7 頁)。

⁸² SEC Staff・前掲注 84・21 頁、22 頁、54 頁。

⁸³ SEC Staff・前掲注 84・107 頁。

ルの顧客に提供する場合に適用される「統一受託者基準 (uniform fiduciary standard)」を導入することを勧告した。

ただし、この勧告はあくまで当該調査に関わった SEC スタッフの見解であり、SEC 自身の見解ではないことに留意する必要がある。実際に、SEC 委員の中には、十分な理由付けがなされていないなどとして、SEC スタッフの上記報告書を批判するものもいる⁸⁴。これに対して、FINRA は、当該報告書が公表される前の意見募集手続において、「リテイルの顧客がどこで投資助言を得ることを選択したかにかかわらず、投資専門家に適用される注意基準は同じであるべきである。すなわち、投資専門家はその財務その他の利益にとらわれることなく顧客の最善の利益のために行動するという信託義務である」、「SEC は、投資顧問業者もブローカー・ディーラーもリテイル顧客に対して個別的な投資助言を提供する場合には信託義務を負うということを明示すべきである」と述べており⁸⁵、統一受託者基準の基本的な発想に賛成しているといえる⁸⁶。

ドッド・フランク法はまた、投資顧問業者に対する検査強化の必要性に関して、SEC による検査の数や頻度、自主規制機関を指定することで検査の頻度が改善される程度、二重登録業者（ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の両方の登録をしている者）に対する検査のあり方などについて調査することを SEC に義務付けている（同法 914 条）。これを受けて SEC スタッフが 2011 年に公表した報告書は、投資顧問業者を十分な頻度で効果的に検査するための SEC のキャパシティは十分でなくなる可能性があることを踏まえ、三つの選択肢を議会で検討するよう勧告している⁸⁷。三つの選択肢とは、①SEC の検査費用を賄うために SEC 登録投資顧問業者に利用者負担金（user fees）を課すこと、②SEC の監督のもと、一つまたは複数の自主規制機関に SEC 登録投資顧問業者の検査を行わせること、③二重登録業者について FINRA に投資顧問業者法のコンプライアンスについても検査を行わせることである。選択肢の②と③について補足説明をしておくと、前述したとおり、投資顧問業者の自主規制機関創設の議論は昔からあるが⁸⁸、連邦証券諸法に基づくものは未だに実現していない。米国には投資顧問業者協会（Investment Adviser Association）という団体があるが、この団体は投資顧問業者の利益代表団体としての性格が強く、連邦証券諸法に基づく自主規制機関ではない。また、二重登録業者については、FINRA は証券取引所法関連のコンプライアンスについては検査を行うが、投資顧問業者

⁸⁴ Kathleen L. Casey and Troy A. Paredes, Statement by SEC Commissioners: Statement Regarding Study On Investment Advisers And Broker-Dealers (January 21, 2011).

⁸⁵ FINRA, Comment Letter to the SEC Regarding File No. 4-606, Study Obligations of Brokers, Dealers and Investment Advisers (August 25, 2010).

⁸⁶ ただし、リチャード・ケッチャム FINRA 議長兼 CEO は、SEC スタッフの勧告には課題も残っていると指摘している。Richard G. Ketchum, Testimony Before the Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises Committee on Financial Services U.S. House of Representatives (September 13, 2011)参照。

⁸⁷ SEC Staff, Study on Enhancing Investment Adviser Examinations (2011).

⁸⁸ SEC Staff・前掲注 90・29 頁参照。

法関連のコンプライアンスについては SEC が検査を行うというのが現在の体制になっている。

この投資顧問業者の検査体制に関する SEC スタッフの報告書も、当該調査にかかわった SEC スタッフの見解をまとめたものであり、SEC 自身の見解ではない。SEC 委員の中には、②の自主規制機関案を支持するものもいる⁸⁹。FINRA もまた、「1 年間でブローカー・ディーラーの 55%が SEC および FINRA の検査を受けているのに対して、投資顧問業者はわずか 9%しか SEC の検査を受けていない」ことや「自主規制機関モデルは米国証券市場において成功してきた長い歴史を持つ」ことなどを踏まえ、②の自主規制機関案がもっとも実際的な選択肢であるとしている⁹⁰。FINRA のリチャード・ケッチャム会長兼 CEO は、この問題を審議している下院金融サービス委員会資本市場・政府支援法人小委員会において、「仮に FINRA が投資顧問業者の自主規制機関となった場合には、私たちは投資顧問業務の特徴に合わせた規制監督を行うことになるだろう。FINRA は、投資顧問業者の業務を監視するために独自の理事会と委員会というガバナンスを持つ独自の組織 (entity) を立ち上げ、投資顧問業の分野における知見とリーダーシップを有するスタッフを追加雇用することになるだろう。とはいえ、全国的な検査プログラムを実施してきた私たちの経験と現在のテクノロジーとスタッフというリソースを投資顧問業者に対する同様のプログラムを支援するために活用できるという私たちの能力を踏まえれば、私たちは今回の喫緊の問題に対して少なくとも一端の解決策を提供できる特異な立場にいと信じている。加えて、私たちは現在、二重登録業者における典型的には完全に一体となった業務のうちブローカー・ディーラーの側面のみを見ることができが、仮に私たちが二重登録業者の業務すべてを検査する権限を有したならば、FINRA の現在のプログラムは強化され、投資家もより保護されることになるだろう」と証言している⁹¹。

FINRA が投資顧問業者の自主規制機関となることについては賛成意見もあるが⁹²、反対意見もある。たとえば、投資顧問業者協会のデービッド・テイツワース執行担当理事兼執行担当副会長は、「私たちは、顧問業の自主規制機関に強く反対する。自主規制機関の実際上の欠点はその潜在的な利点を上回る。欠点の例としては、透明性・説明責任・SEC や議会による監視の不十分さ、懲戒手続における適正手続の問題、規則案に関するコスト・ベネフィット分析要件の欠如などがある。さらに、自主規制機関による規制・監督という

⁸⁹ Elisse B. Walter, Statement by SEC Commissioner: Statement on Study Enhancing Investment Adviser Examinations (January 19, 2011).

⁹⁰ FINRA, Comment Letter to the SEC Regarding Commission Study on Enhancing Investment Adviser Examinations Mandated by Section 914 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (November 2, 2010).

⁹¹ Richard G. Ketchum・前掲注 89 参照。

⁹² William E. Dwyer, III, Testimony Before the U.S. House Committee on Financial Services, Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises (September 13, 2011). Dwyer 氏は金融サービス協会 (Financial Services Institute) の会長である。

不必要な階層を追加することに伴う実際上のコストと官僚主義化は、小規模でのビジネスや雇用創出に重大な悪影響を与えうる。こうした理由から、投資顧問業者に対して自主規制機関の会員になることを要求し、自主規制機関の規則・規制・監督に服せしめることを内容とする、先週伝えられた法案には反対である。私たちは、これらの理由および FINRA の実績に対する疑問や FINRA にはブローカー・ディーラーの規制モデルを選好するというバイアスがあることに鑑み、FINRA の権限を投資顧問業者に拡大することについては特に反対する」とした上で、「私たちは、SEC が、現在のリソースを用いて、投資顧問業者検査プログラムの合理化および強化を目的とした改革を引き続き実行すべきであると信じて」おり、「自主規制機関の代りに、議会は適切な形で構築された利用者負担金について検討すべきであると信じている」と述べている⁹³。

消費者サイドの意見としては、たとえば、アメリカ消費者連盟（Consumer Federation of America）のバーバラ・ローパー投資者保護担当理事は、「一般論として、私たちは、政府機関がその責任を民間団体に委ねるよりも、政府機関が資金を得てその仕事を行うことのほうを信頼している。そして、政府機関たる SEC のほうが民間の規制機関よりも透明性が高く、説明責任も一層果たしうる。増大する投資顧問業者の監督の資金を利用者負担金で賄うことは、投資顧問業界の支持を得ているという利点もある」ことなどから、「利用者負担金の考えが最善の選択肢である」と信じている」としつつ、「適切に構築された自主規制機関案ならば、現状よりも大きな改善となるだろう」と述べている⁹⁴。

連邦議会では現在、投資顧問業者の自主規制機関に関する規定を投資顧問業者法に導入することを内容とする、2012 年投資顧問業者監視法（Investment Adviser Oversight Act of 2012）案について議論が行われている。

（3）FINRA は政府機関とみなされるべきか？

自主規制機関に対する批判や懸念には様々なものがあるが、大きく二つに分類できるように思われる。一つは、自主規制は規制対象者に甘い規制になるのではないかというものであり、伝統的によく見られる批判や懸念であるといえる。もう一つは、自主規制といっても実質的には政府規制と同じといえるのではないか、そうだとすれば行政に適用されるのと同様の適正手続の確保などが必要になるのではないかというものである。前者は自主規制の弱さに着目しているのに対して、後者は自主規制の強さに着目しているということもできよう。最近の FINRA をめぐる議論では、後者をテーマにするものが多いように思

⁹³ David G. Tittsworth, Testimony Before the Subcommittee on Capital Markets and Government Sponsored Enterprises Committee on Financial Services U.S. House of Representatives (September 13, 2011).

⁹⁴ Barbara Roper, Testimony Before the Capital Markets and Government Sponsored Entities Subcommittee Financial Services Committee U.S. House of Representatives (September 13, 2011).

われるため、ここでは後者の点を取り上げることとする。

米国商工会議所 (US Chamber of Commerce) 資本市場競争力センターが 2011 年に公表した報告書は、米国の金融規制システムのあり方を検討したものであるが、その中で FINRA も取り上げられている。すなわち、FINRA が制定・執行する規則は「政府機関の規則と同じように資本市場に影響を及ぼして」おり、また、「FINRA は会員によって所有・管理される自主規制機関という伝統的な観念からより一層政府機関的な役割へとシフトしているが、このシフトは政府機関に課される伝統的なチェック・アンド・バランスを伴うものとはなっていない。FINRA のガバナンス・報酬・予算編成の透明性は非常に制限されており、うわべだけのものになっている。さらに、FINRA は情報公開法 (Freedom of Information Act) や行政手続法 (Administrative Procedure Act) の対象となっておらず、規則制定や政策決定の際にコスト・ベネフィット分析を行うことも義務付けられていない」などとして、FINRA の現在のあり方に疑問を投げかけている⁹⁵。この報告書は、米国で力のある経済団体が FINRA をどのように見ているのか知るという点で、興味深いものといえる。

次に、研究者による代表的な論文として、カーメル教授の「証券業界の自主規制機関は政府機関とみなされるべきか？」という論文を取り上げたい⁹⁶。同論文は、そのタイトルにあるような論点を検討するにあたり、様々な面からの分析を行っているが、その一つに自主規制機関の位置付けに関する裁判例の分析がある。それによると、自主規制機関を民間団体と位置付けて結論を導く裁判例もあれば、自主規制機関を準政府機関と位置付けて結論を導く裁判例もある。たとえば、NASD による懲戒処分後に SEC の行政処分を受けることになった者がアメリカ合衆国憲法修正 5 条に基づく二重の危険の禁止を主張した事例において、裁判所は NASD が民間法人であり政府機関でないことを理由に当該主張を退けている⁹⁷。これに対して、自主規制機関がその規制行為に関して損害賠償訴訟を提起された場合、政府機関が受けられるような訴訟免責 (immunity from suit) を自主規制機関も受けられるのかという問題については、裁判所は自主規制機関を準政府機関であるとしてこれを肯定している。この自主規制機関の民事責任のあり方は興味深い論点であるので、ここでいくつかの裁判例を紹介しておく。

いわゆるスペシャリスト問題に関連して NYSE が公正かつ秩序ある市場を提供してい

⁹⁵ U.S. Chamber of Commerce Center for Capital Markets Competitiveness, U.S. Capital Markets Competitiveness: The Unfinished Agenda (2011) 21 頁から 23 頁。

⁹⁶ Roberta S. Karmel, Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations Be Considered Government Agencies?, Brooklyn Law School Legal Studies Research Papers Accepted Paper Series No. 86 (2008)。カーメル教授は SEC 委員や NYSE 公益理事を務めた経験を有している。

⁹⁷ Jones v. SEC, 115 F.3d 1173 (4th Cir. 1997)。ただし、「SEC と FINRA の両方が、同じ行為についてある者または団体を問責するのは、まれである」(Kirsch・前掲注 57・§35:3.4) といわれている。

なかったことを理由に、カルパース等が NYSE に損害賠償を請求した事例において、第二巡回区控訴裁判所は、「NYSE は政府機関ではないけれども、一定の状況下において、NYSE が証券市場規制における準政府機関的な役割 (quasi-governmental role) に従い取った行動については、NYSE は完全な免責 (absolute immunity) を受けることができる」と判示した⁹⁸。そして、同裁判所は、従来の裁判例においても、①取引所の会員に対する懲戒、②取引所の会員に対する監督や規則の執行、③取引所やその会員に適用される証券法規制の解釈、④取引所の会員を民事または刑事上の手続のために SEC その他の政府機関に付託すること、⑤規制上の決定の公表などの行為については、証券取引所の訴訟免責が認定されていることを踏まえ、「これらの事例に共通する要素は、当該行為が「規制システムを適切に機能させることに関連する」ものである場合に、完全な免責が与えられるということである」とし、「したがって、「不正行為として訴えられている行為が NYSE に委ねられた準政府権限の範囲内のものである」かぎり、完全な免責が与えられることになる」と判示した。

別の事例として、NASDAQ スtock・マーケットが行った投資促進広告の中にワールドコム社が含まれていたところ、これを信頼して同社の株を購入したが同社の破綻により損害を被った投資家が、NASDAQ スtock・マーケットおよび親法人の NASD に対して不実表示等を理由とする損害賠償を求めた事例において、第 11 巡回区控訴裁判所は、自主規制機関が訴訟免責という特権を享受できるのは、「自主規制機関が取引所法に基づき委ねられた権限を背景にして行動する場合のみ」であって、「自主規制機関が純然たる規制、裁定または訴追機能を遂行するのではなく、むしろ民間団体 (private entity) として自らの利益のために行動する場合には、訴訟からの無条件免責は得られなくなる」と判示した⁹⁹。そして、「自主規制機関のある行為が準政府機関的なものかどうかを判断する」「基準は、自主規制機関の主観的な意図または動機ではなく、「自主規制機関が免責を求める行為の客観的な性質および機能を見ることになる」(もっとも動機・意図と機能との間には多少の相関関係はありうる) として上で、本件 NASDAQ スtock・マーケットによる広告は裁定、規制または訴追機能を果たすものではないため、無条件免責を否定した地裁の判断は是認されたとした。

この自主規制機関の訴訟免責の論点に関して、カーメル教授は、「FINRA は、完全にとまではいかなくても、主として裁定、訴追または規制上のものと思われる行為について免責を主張することに、それほど困難を伴わないように思われる」のに対して、「NYSE や Nasdaq は、自市場の規制を継続しているとはいえ、今や利益を追求する公開会社であるから、免責を主張することに、より一層の困難を伴うかもしれない」と指摘している¹⁰⁰。

⁹⁸ In re NYSE Specialists Securities Litigation, 503 F.3d 89 (2d Cir. 2007).

⁹⁹ Weissman v. NASD, 500 F.3d 1293 (11th Cir. 2007).

¹⁰⁰ Karmel・前掲注 99・37 頁。

カーメル教授は、その他にも自主規制機関のガバナンスなど様々な論点を取り扱っているが、全体的な結論としては、「FINRA は政府機関よりも柔軟に活動できるのであるから、現時点において、FINRA を政府機関と分類することは、必ずしも有益ではないであろう。しかし、FINRA が調査機能や懲戒機能を果たす場合には、FINRA は政府機関のように取り扱われるべきである。さらに、実行可能な範囲で、FINRA は政府機関に適用される透明性の基準に従って行動すべきである」、また、「FINRA は、SEC や議会から過度の介入を受けることなく、ブローカー・ディーラー規制に従事する独立した政治色のない専門家団体として活動する機会を与えられるべきであるが、FINRA は、証券業界および公益の両方に鋭敏かつ迅速に応答できることを示す必要があるだろう」と述べている¹⁰¹。

7 おわりに

米国の証券業における自主規制の沿革・展開・現状を総括すると、そもそも米国の初期証券市場においては、証券業者による私的クラブとしての証券取引所の自主規制が証券規制の中心であった¹⁰²。その後、連邦法による裏付け、SEC による監督の強化、自主規制機関への加入義務付け、規制部門の分離などを通じて、自主規制機関の公的な性格と独立性が強化され、現在では、FINRA が自主規制の最大の担い手となっている。一例としてブローカー・ディーラーの検査に関する SEC と FINRA の役割分担を見れば分かるように、FINRA はブローカー・ディーラーに関する最前線の規制機関として重要な役割を担っている。SEC は非常に強力な規制機関として日本でも有名であるが、SEC の活動は FINRA なくしてはありえないといっても過言ではない。これに対して、証券取引所も重要な自主規制機関ではあるが、その規制機能を FINRA に委ねることが増えており、証券取引所の証券業に関する自主規制機関としての存在感は以前と比較すると小さくなっている¹⁰³。そ

¹⁰¹ Karmel・前掲注 99・2 頁、65 頁。

¹⁰² これに対して、日本の場合、1878 年株式取引所条例に基づき同年に設立された東京株式取引所や大阪株式取引所は誕生当初から政府監督のもとにあった。この点、山名義高『有価証券と取引市場』（1913）267 頁以下は、日本の取引所は「政府の干渉監督する取引所」であるのに対して、英米の取引所は「自治無干渉の取引所」であり、「政府より何等の干渉、監督をも加ふることなし。然れども国家の干渉なきを以て国家の利害と衝突する如き事は決してなく、却って取引所自体は、厳格、周到なる定款を設けて、会員の不正行為は固より、信用の失墜せざらんことを努め、以て国家の政治、財政と抵触する事なからしめ、其の結果は、政府の監督厳なる干渉主義の取引所よりも寧ろ一層良好なる発達をなすが如し。然し乍ら此等諸国は、其の経済状態、国民の知識程度、乃至自治的精神の強弱等に依りて斯の如き無干渉、無監督主義が却って好果あるものにして、之れを以て直ちに一般に論及する能はず。否更に反対の悪結果を惹起する場合莫きにあらざ」と指摘している。日本における取引所自治史の研究をするには、江戸時代の堂島米会所にまで遡る必要があると思われるが、少なくとも明治以降においては、政府主導の改革が行われたため、英米と比較すると「自治的精神」が育ちにくかったのかもしれない。日本の戦前期における証券史については、小林和子『日本証券史論-戦前期市場制度の形成と発展』（2012）参照。

¹⁰³ 当然ながら、証券取引所が提供する機能は証券業規制だけではない。たとえば、神田秀樹「経済教室」2011 年 3 月 10 日付日本経済新聞朝刊 29 面は、証券取引所が担ってきた機能と

の分、FINRA の存在感は大きくなるわけであるが（また投資顧問業者の自主規制をめぐる議論の進展次第では、FINRA は今後さらに大きな役割を担う可能性もあるが）、FINRA の強化は同時に、FINRA の透明性や適正手続などの充実といった課題への関心を高めている。そもそも FINRA も証券取引所も法文上は「自主規制機関」と呼ばれているが、米国では自主規制機関への強制加入義務が課されており、任意参加を前提とする自主規制とは異なることに留意しなければならない。日本証券業協会による 2010 年の米国調査において、業界関係者からのコメントとして、「「SRO (Self Regulatory Organization)」の「S」という文字は、「Self (自主)」を表すが、米国では、その「Self (自主)」という文字が存在しないという意味で、「米国において、もはや SRO は存在しない。」と言う方もいる」とか、「FINRA の理事会は、業界の代表がメンバーではなく、外部の者によって支配されているため、独立した (Independent) 規制機関 (IRO) あるいは民間セクターの規制機関とみなされているのではないか」というコメントが紹介されているが¹⁰⁴、こうした認識を持っている人は少なくないのではないと思われる。

本報告書は米国の証券業における自主規制を検討対象としているが、筆者はこれまで英国の金融・証券規制システムの研究も行ってきたので¹⁰⁵、ここで簡単な日英米比較をしておきたい¹⁰⁶。証券規制を、①制定法の裏付けのない自主規制（業界団体などがその名のとおり自主的に行う規制）、②制定法の裏付けのある自主規制（ただし任意参加）、③制定法の裏付けのある自主規制（ただし強制参加）、④制定法の裏付けのある独立規制機関による規制、⑤政府規制に分けた場合、日英米いずれの国も政府が証券規制に関わっていることは確かである（したがって⑤はある）。ただし、英国では日々の規制は独立した非政府機関である金融サービス機構（Financial Services Authority 以下「FSA」）が担当してお

して、①取引の場の提供、②公正な取引を確保するための自主規制、③上場会社に対するルール提供、④企業への評判の付与があるとされた上で、近年はこれらの機能が分解（アンバンドル）しつつあると指摘される。また、上村達男「証券取引所の自主規制機能」証券アナリストジャーナル 43 巻 7 号（2005）39 頁・41 頁および同「証券市場の開設・運営に係る法規制」企業会計 56 巻 5 号（2004）83 頁・87 頁は、証券取引所が行うべき業務とは究極的には公正な価格形成の確保であり、そのための証券取引所によるルールメークは沿革的にも規制の中核をなすものであると指摘される。証券取引所による上場会社規制については、河村賢治「自主規制と会社法—証券取引所による上場会社規制を中心にして」商事法務 1940 号（2011）51 頁以下参照。

¹⁰⁴ 日本証券業協会・前掲注 2・24 頁。

¹⁰⁵ たとえば、河村賢治「日本版金融サービス市場法とは何か—包括的・横断的金融サービス市場法制のグランドデザイン」NIRA 研究報告書『包括的・横断的市場法制のグランドデザイン 1』（2005）65 頁以下や、同「金融業者の規制—日本とイギリス」法律時報 81 巻 11 号（2009）28 頁以下等。

¹⁰⁶ 証券取引における自主規制の英米比較を行った代表的な邦語文献として、前田重行「証券取引における自主規制—アメリカおよびイギリスにおける自主規制の形態とその発展」龍田節・神崎克郎編『（河本一郎先生還暦記念）証券取引法大系』（1986）91 頁以下。日英米だけでなく、世界各国の証券市場における自主規制を比較検討したものとして、John Carson, Self-Regulation in Securities Markets, World Bank Policy Research Working Paper No. 5542 (2011)があり、日本証券業協会のウェブサイトから同論文の邦語訳を入手できる。

り（これは上記④に該当する）¹⁰⁷、日々の規制に対する政府の直接的関与の度合いは日米と比べると小さいといえる。日米はまた制定法に裏付けられた自主規制の仕組みを有している点で共通するが、日本の自主規制は②であるのに対して¹⁰⁸、米国の自主規制は③である。また、日本と比べると米国では証券取引所の数が多いこともあり、自主規制機関の間で規制権限を調整する仕組みが活用されており、その結果 FINRA の存在感は一層大きくなっている。米国には業界の利益代表団体として SIFMA などが別に存在することから、規制機関としての純粋さは日本証券業協会よりも FINRA のほうが強いと見ることもできよう。他方で、米国では現在、投資顧問業者の自主規制機関をめぐる議論が行われているが、わが国の日本証券投資顧問業協会はすでに金融商品取引法上の自主規制機関（認定金融商品取引業協会の一つ）として位置付けられている¹⁰⁹。①については、伝統的に、日本よりも英米のほうが積極的であるように思われる。ルールは上から与えられるものではなく、自分たちで作っていくものだ（それが最終的には自分たちの利益にもなる）という感覚は英米のほうが強いのではないだろうか。

このように日英米の三国比較だけでも、様々な証券規制の形があることが分かる。こうした違いはそれぞれの国の事情を反映したものともいえるが、証券規制のあり方を考える上で、他国の経験から教訓を得ようとする姿勢は重要である。たとえば、日本でも自主規制機関への加入を義務付けるべきかという論点があるが¹¹⁰、少なくとも米国の経験から言えるのは、政府機関が限られたリソースを最大限に活用するためには、自主規制機関への加入義務付けは一つの有力な選択肢になるということである。日本の金融庁・証券取引等監視委員会が取り組むべき業務が増大する中、それに相応しい潤沢なリソースを確保できないということであれば、日本においても自主規制機関への強制加入制度を導入することは十分に考えられよう。また、政府機関と自主規制機関の間の役割分担だけでなく、自主規制機関の間での役割分担の議論も重要である。米国のように証券取引所の数が増えると

¹⁰⁷ FSA は、税金ではなく、規制対象業者からの資金提供によって運営されている点では自主規制機関に似ているようにも見えるが、FSA は、業者だけでなく、たとえば市場阻害行為を行う一般投資者をも規制対象としている点で、機能的には日本の金融庁・証券取引等監視委員会に近いといえる。FSA は純然たる政府機関とも自主規制機関とも言えないため、本報告書では FSA を④の制定法の裏付けのある独立規制機関に分類している。なお、2010 年に発足したデービッド・キャメロン政権は、FSA の解体を含む金融規制システム改革を進めている。これによると、重要な健全性規制はイングランド銀行の子法人である健全性規制機構（Prudential Regulation Authority）が担うことになり、行為規制等は金融行為機構（Financial Conduct Authority）が担うことになるが、いずれの機構も④の独立規制機関に該当するものと思われる。

¹⁰⁸ ただし、日本の「認可金融商品取引業協会は、法制上は任意加入の団体であるが、実際上は、強制加入の団体となっている」といわれる（神崎克郎・志谷匡史・川口恭弘『金融商品取引法』（2012）1145 頁）。

¹⁰⁹ 当然ながら、自主規制機関がすでに存在するからよいというわけではない。特に AIJ 投資顧問会社の問題は深刻である。今後同様の問題を発生させないために自主規制機関は何をすべきなのか、認可・認定金融商品取引業協会のあり方を含め、徹底的に議論される必要がある。

¹¹⁰ 日本証券業協会・前掲注 2・18 頁以下参照。

いうことは日本ではあまり考えられないかもしれないが、より効率的な規制の確保や責任の所在の明確化などの観点からは、米国において実施されている規制機能の統合や規制権限の調整の仕組みは参考になると思われる。仮にこれらの改革が実施されるなどして、FINRA のように日本証券業協会の存在感が高まることになれば、同協会は今まで以上に透明性や適正手続などの問題に配慮する必要があるが出てこよう。

米国の姿を唯一絶対視し、それを単純に模倣する必要はない。しかし、世界最大の証券市場を擁し、日本がまだ直面していないような問題を解決しながら発展してきた米国の経験から学ぶことが多いのも事実である。本報告書が金融・証券規制システムのあり方をめぐる議論の一助になれば幸いである。

以上

委 託 研 究

米国の証券業における自主規制と競争法
(反トラスト法) との関係

2012年6月

京都学園大学法学部 村田淑子

目次

要約

序章 はじめに

1 章 自主規制と反トラスト法との関係

1.1 競争法の基本

1.2 自主規制と反トラスト法

1.3 強制加入と反トラスト法上の問題

2 章 自主規制による不当な競争制限を防止する法的枠組み

2.1 現在の法的枠組み

2.2 1975 年改正前の法的枠組み

3 章 反トラスト法の黙示の適用除外を巡る判決の歴史と法改正

3.1 はじめに

3.2 1963 年最高裁判決（シルバー判決）

3.3 シルバー判決以降の判決の展開

3.4 1975 年法改正

3.5 1975 年最高裁判決（ゴードン判決と NASD 判決）

3.6 2007 年最高裁判決（クレディ・スイス判決）

4 章 自主規制機関のガバナンスと懲戒手続

4.1 ナスダック市場と NASD の問題

4.2 自主規制機関のガバナンス

4.3 自主規制機関の懲戒手続

終章 おわりに

◆資料 米国の連邦反トラスト法

◆注

◆参考文献

要 約

米国の証券規制においては、政府に監督される自主規制の仕組みがとられている。しかし、自主規制は有用であるものの、競争制限に利用される危険が大きいため、競争法、すなわち反トラスト法違反と判断されやすい。そのため、自主規制を活用する証券取引所法は、同じく連邦法である反トラスト法と抵触しうる。米国における証券業の自主規制と反トラスト法の関係は、自主規制が制定法上の義務であることを理由に反トラスト法から適用除外されるかという文脈で主に問題となってきた。

しかし、単に法律に基づく自主規制であることから自動的に反トラスト法が適用除外となるわけではないが、現在では、黙示の適用除外が認められている。なぜなら、米国証券業の自主規制の場合は、不当な競争制限を防ぐ仕組みのための反トラスト機能（競争規律機能）が、規制枠組みに組み込まれているからである。すなわち、①自主規制機関はSECの広範な監督に服しており、かつ、SECは競争への影響も考慮することを義務付けられている。②自主規制機関の懲戒行為については、適正手続が定められ、SECの再審査及びその司法審査に服する。

しかし、このような枠組みといえども万全ではなく、1990年代にNASDの自主規制機関としての問題点が明らかとなり、また、反トラスト法適用の限界も明らかとなった。これを契機に、NASDのガバナンス（統治構造）に踏み込んだ改善が行われ、自主規制機能と市場運営機能の分離、公益代表の増加が行われた。このような自主規制機能の分離の動きは、その後広がり、近年のFINRAに至っている。

なお、法律により自主規制団体が強制加入である、それ自体は、私人の行為ではないため、たとえ競争を制限するとしても、反トラスト法上の問題とはならない。ただし、そのような団体であれば、入会を拒否された者や除名された者が、競争に参加することさえできなくため、自主規制の実際の運用においては、通常の私的団体よりも、内容面、手続面において厳しく問われることになる。

自主規制による不当な競争制限を防ぐには、①反トラスト法のような競争法を適用する

方法と、②競争法を直接適用せずに政府機関に競争の観点からの規制させる方法とがある。米国を参考にする場合には、米国の反トラスト法の特徴、証券取引所法における反トラスト機能（不当な競争制限を防ぐための仕組み）、自主規制機関のガバナンス、SECの監督の実態、米国の裁判制度などを考慮することが必要である。そして、法制度をいくら整えても万全ではなく、SECの監督に問題がある場合は、反トラスト法が適用される可能性があることが、緊張感を生み出し、SECによる適切な監督の担保に役立っていると考えられる。

序章 はじめに

(1) 米国の証券規制

市場の効率性は、市場の設計の良し悪しで決まる。市場を規律するルールを決定するには、政府よりも民間の市場参加者の方が優位にある。しかし、市場参加者がルールを決める場合、社会全体の利益ではなく自己の利益の最大化を図ることが懸念されるため、規制が必要である（注1）。

米国の証券規制においては、政府に監督される自主規制の仕組みがとられている。1934年証券取引所法（Exchange Act）（以下、「証券取引所法」または「法」という）により、証券取引所（以下、「取引所」という）や証券業協会等のような自主規制機関（SRO）が証券業者を規制する権限を与えられ、証券取引委員会（SEC）がそのような自主規制機関を監督するという仕組みである。これは世界的にもユニークな仕組みと評価されてきた。なお、近年、最も重要な自主規制機関であるニューヨーク証券取引所（NYSE）の自主規制部門と全米証券業協会（NASD）の自主規制部門が統合され、近年FINRAが創設されている。

(2) 自主規制とその問題点

自主規制とは、一般に、一定の公的目的を達成するために私的団体が行う規制であり、団体の構成員がそれに従わない場合には、その団体から排除されるなどの制裁を伴うものと定義される。すなわち、政府ではなく、自分たちで自分たちの活動を規制するものであ

り、事業者団体や専門職業団体等において広く行われている。

このような自主規制には、当事者の専門知識の活用や規制コスト軽減等の大きな長所がある(注2)。他方、①その規制が熱心に行われにくく、時として政府規制を回避する口実として使われる、②参加業者、特にその一部の利益を図り、公共の利益が反映されにくくなる、③自主規制が自由な競争を制限し、カルテルやボイコット（共同の取引拒絶）として利用される危険がある、④通常、調査権限などの強制力を持たない、という短所がある。

そもそも、自主規制とは、その性質上同業者同士が互いの活動を規制するため、競争を制限すること自体は不可避であり、③の競争制限として利用される危険は大きい。例えば、NYSEの始まりは1972年5月17日の「すずかけの木協定」に遡ることができるが、これは、最低委託手数料を0.25%とする手数料カルテルであった。さらに、取引所は会員組織であり、会員数が制限され、会員以外の者は取引所における売買取引ができないため、会員権の停止や除名といった懲戒処分や入会拒否等は、取引所市場における共同の取引拒絶、すなわちボイコットを意味する。

(3) 証券取引所法上の自主規制と反トラスト法との関係

このように、同業者による自主規制は、競争制限の危険が高いことから、米国の競争法である「反トラスト法」違反として、しばしば厳しく規制されてきた。そのため、自主規制を活用する証券取引所法は、同じく連邦法である反トラスト法と抵触することがある。そのため、明文規定はないけれども反トラスト法を適用除外する、いわゆる「反トラスト法の黙示の適用除外（黙示的撤回(implied repeal)とも呼ばれる）」が認められるかどうか問題となってきた。

結論を先取りすれば、現在では、証券業の自主規制機関による自主規制については、事実上、反トラスト法の適用除外が認められる状況にある。

しかし、これは、自主規制が証券取引所法に基づくことから自動的に認められるものではなく、自主規制による不当な競争制限に対し厳しい立場をとる連邦最高裁(以下、「最高裁」という)等の判決と、証券取引所法の法改正という歴史を経て、ようやくたどり着いた状況である。

(4) 報告書の構成

本報告書の1章では、準備作業として、自主規制と反トラスト法との関係を確認する。自主規制団体が法律上加入強制の場合、反トラスト法上どのような意味を持つかも検討する。2章では、証券業の自主規制による不当な競争制限を防ぐ仕組み、すなわち、競争を規律する反トラスト機能の内容を検討する。3章では、反トラスト法の黙示の適用除外に関する判決と法改正の歴史を検討する。4章では、1990年代に明らかとなったNASDの問題とその改善策を題材に、証券取引所法上の反トラスト機能の限界と、それを補完する自主規制機関の「ガバナンス」と「懲戒手続」面での対策について検討する。

1章 自主規制と反トラスト法との関係

証券業の自主規制については、反トラスト法上の黙示適用除外が主に議論されてきたが、そもそも、適用除外されない場合どうなるのであろうか。本章では、自主規制と反トラスト法の関係について検討する。まず、反トラスト法などの競争法の基本を確認し、自主規制を行う事業者団体がカルテルの温床となりやすい理由を確認する。次に、自主規制一般が反トラスト法上どのように扱われているか、さらに、もし自主規制を行う団体が強制加入の場合、反トラスト法上どのような意味を持つかを検討する。

●1.1 競争法の基本

(1) 競争法と競争制限

市場経済における市場の主な役割は、効率的な資源配分である。市場が適切に機能する前提条件は、市場において企業が競争を行うことである。そのため、市場経済を採用する国においては、競争を守るための競争法が、経済に関する基本法として重要な役割を果たしている。例えば、我が国の独占禁止法や米国の反トラスト法である。

市場において活発な競争が行われている場合、値上をすれば、競争者が生産量を増やして顧客を奪うため、利益を上げることはできない。ところが、独占企業の場合（新規参入がすぐには生じないと仮定すると）、生産量を減らして値上をすることにより、利益を上げることができる。このような力は市場支配力（market power）と呼ばれる。

独占企業でなくとも、競争者同士で相談して競争を回避したり（例：価格カルテル、市場分割カルテル）、人為的に競争者を排除したりする（例：抱き合わせ、排他条件付取引、不当廉売）ことで、市場支配力を持つことは可能である。そのため、競争法は、合併規制のほか、これらの競争を制限する行為を禁止している。

(2) 米国反トラスト法の概要

米国の競争法は反トラスト法（antitrust law）と呼ばれているが、これは、一つの法律ではなく、1890年制定のシャーマン法、1914年制定のクレイトン法及び連邦取引委員会法（FTC法）の総称である（資料参照）。これらは連邦法であり、この他、州法にも反トラスト法がある。

シャーマン法1条は共同行為（合意による取引制限）を禁止し、同2条は主に単独行為（独占化及び独占化の企図）を禁止している。1条違反となる共同行為には、競争者間の価格カルテルや入札談合のような水平的制限だけでなく、メーカーが小売業者に対して行う再販売価格の拘束、抱き合わせ、排他条件付取引等の垂直的制限も含まれる。

シャーマン法1条の違法性判断基準は、「当然違法（per se illegal）」と「合理の原則（rule of reason）」とに大別される。価格カルテルや入札談合等のいわゆる「ハードコア・カルテル」は「当然違法」、すなわち、市場での競争に対する悪影響の有無に関わらず当然に違法であるとされる。それ以外の行為は「合理の原則」、すなわち市場競争への悪影響を個別に判断して、悪影響が認められる場合に限り違法とされる。

シャーマン法違反行為は、非常に重い刑事罰のほか、差止請求訴訟及び3倍額損害賠償請求訴訟の対象となる。

(3) カルテルの温床としての事業者団体

カルテルとは、例えば、競争者同士が価格競争をやめて値上げすることを合意し、互い

に利益を得ようとするものである。しかし、約束を破って自分だけ値上げをすれば容易にライバルの顧客を奪い、売上を増やすことができる。このように、カルテルには常に裏切りの誘因が存在するため、カルテルは常に成功するわけではない。成功するには、①ライバルとの合意、②カルテルの裏切りの発見、③裏切りに対する効果的な制裁、という3つの条件が必要である。特に、市場におけるライバルの数が多ければ、これらの条件を満たすことは難しく、カルテルは成功しがたい。

しかし、たとえライバルの数が多くとも、事業者団体などの組織を利用すれば、合意形成や違反の発見は容易になり、カルテルは可能となる。特に、その団体に加入することが事業上不可欠である場合、究極の制裁としての団体からの除名の効果は大きい。それゆえ、事業者団体は、カルテルの温床となりやすい。

●1.2 自主規制と反トラスト法

(1) 自主規制による競争制限

このような事業者団体は、例えば、データー収集等のサービスを会員に提供するだけでなく、自主規制として、その会員の事業活動のなんらかの側面を規制し、競争を制限することがある。ただし、競争を制限する自主規制の全てが違法となるわけではない。例えば、同業者からなる事業者団体が、会員による虚偽広告を禁止することは、たとえ競争の重要な手段をある程度制限するとしても、公正かつ客観的に運用されるならば、自主規制として正当化されるかもしれない。

しかし、自主規制は常に不当な競争制限を行う危険があるため、とりわけ政府が承認していない、自発的な自主規制はしばしば連邦反トラスト法違反であると判断されてきた。

例えば、ファッション・オリジネーター・ギルド判決では、婦人服のデザイナーとメーカーから構成される組合が、デザインを盗用した低価格商品（いわゆる海賊版）を仕入れる小売店との取引を会員に拒絶させた。そして、このような取引拒絶は、海賊版を作るメーカーから会員や消費者等を守るため正当化されると主張した。しかし、最高裁は、このような取引拒絶は、反トラスト法違反のボイコットであると判断した（注3）。

この他にも最高裁は、たとえ専門職業団体によるものであっても、競争を制限する自主規制を反トラスト法違反と判断している。例えば、医師会による最高価格設定、エンジニア協会による競争入札禁止、及び、州弁護士会による最低報酬規程を反トラスト法違反としてきた（注4）。

（2）州が関与する自主規制の場合

「州行為の法理（State Action Doctrine）」により、州の規制は、たとえ明らかに（連邦の）反トラスト法違反行為を強制する場合であっても、反トラスト法上免責される。この免責は、州の政策だけでなく、州の政策が承認する私人の行為にも一定の場合に適用される。米国における弁護士や会計士などの専門職業に対する規制は州毎に行われることが多く、同一職業による自主規制が州法上の規制スキームとして採られていることが多い。その場合、「州行為の法理」による免責が抗弁として主張されることがある。

しかし、私人による行為が「州行為の法理」による免責を享受するには、①「州の規制をもって競争に替えるとする、明確に表明され、肯定的に表現された州の政策」と②「州による積極的な監督」の2つの要件を満たさねばならない（注5）。さらに、②「州による積極的な監督」の要件は非常に厳しく考えられている。そのため、たとえ州法に基づく場合であっても、「州行為の法理」による免責を享受するのは容易ではない。

例えば、ある医師に病院を利用する特権を認めるか否かの判断には、専門知識が必要であるため、医師同士によるピア・レビューが行われる。この特権がなければ、医師として競争する上で不利となるため、特権を不承認する決定は、ライバルによる共同ボイコットとして反トラスト法違反となりうる。パトリック判決において、州法は病院に対しこのようなピア・レビュー手続の設置とその定期的な審査を要求し、州の機関が一定の監督権限を有していた。しかし、最高裁は、①特定の個別事案を審査する権限がないこと、②民間の決定を不承認する権限がないこと、③たとえ司法審査が可能であったとしても、実質的な審査が行われそうにないこと、を理由に州による積極的な監督要件を満たさないと判断した（注6）。

●1.3 強制加入と反トラスト法上の問題

自主規制を行う団体が、競争を制限する規則を制定し会員に遵守させる場合、シャーマン法1条違反のカルテルかどうかの問題となる。しかし、実際にはこの規則を守らないことを理由とする除名や入会拒絶等により排除された者が、シャーマン法違反のボイコットであると主張して争われることが多い。

ボイコットは、かつて当然違法とされていた（注7）が、現在では、全てのボイコットが当然違法とされるわけではなく、当然違法となるボイコットは、価格カルテル等の当然違法行為を目的とする「あからさまな（naked）」ボイコットに限られる。

例えば、後述のシルバー判決において最高裁は、取引所による会員と非会員との電話回線の切断を当然違法のボイコットと判断し、適正手続に欠けることを強調した。しかし、約20年後、最高裁は、私的団体による適正手続に欠ける懲戒行為は、当然違法ではなく合理の原則により判断されるとした（注8）。すなわち、反競争的な懲戒行為のみが反トラスト法違反となるのである。それには、市場支配力プラスなんらかの反競争的な理由（例：安売り業者、イノベーター、又は反競争的慣行に歩調を合わせることを拒む者の追放など）の立証を必要とする。もしそのような反競争的な結果が生じる明白な事案であることが立証されれば、次の段階として、当該組織が反トラスト原告を懲戒する正当な理由や懲戒における適正手続があれば、抗弁となるかもしれない。その結果、今日、懲戒行為の大多数は、免責の有無にかかわらず、反トラスト法上合法である。

自主規制における最も厳しい懲戒処分は除名である。自主規制を効果的に行うには、この除名処分に重みがあること、すなわち、自主規制機関への加入が法律上強制されている又は事実上不可欠であることが前提となる。反トラスト法は、政府ではなく、私人の行為を対象とするものである。それゆえ、法律上、自主規制団体が強制加入であること自体は、反トラスト法上の問題とはならない。ただし、自主規制団体が強制加入の場合、入会拒否や除名は、競争者の集团的決定による市場からの排除を意味するため、反トラスト法違反のボイコットとなる可能性は高くなる。

当然、自主規制として正当化できるようなものであれば、合理の原則の下では、最終的

に合法と判断されることとなる。たとえそうであっても、事実審理の負担は大きく、反トラスト法が適用されること自体が自主規制を委縮させてしまう。

法律により強制加入の団体の場合は、懲戒の効力の大きさと準公的な側面を持つことから、私的団体と比べて、内容面だけでなく、手続の公正さを高いレベルで求められるであろう。ただし、証券業の自主規制機関による懲戒については法的枠組みが整っていることを前提に、1975年の証券取引所法改正後の下級審判決では、自主規制機関の懲戒手続については、損害賠償訴訟からの免責が認められている（後述4.3）。

2章 自主規制による不当な競争制限を防止する法的枠組み

現在の証券取引所法においては、自主規制機関が、自主規制として正当化されない競争制限（不当な競争制限）を行うことを防止するための反トラスト機能が法的枠組みに組み込まれている。本章では、まず、自主規制に関する現在の法的枠組みにおける反トラスト機能を検討したうえで、1975年法改正前の法的枠組みを比較検討する。

●2.1 現在の法的枠組み

(1) 全体的枠組み

米国の証券取引所法においては、証券会社の規制について、基本的に、取引所などの自主規制機関がその構成員である証券会社を規制し、自主規制機関をSECが監督する仕組みがとられている（法6条、15A条、19条）。

自主規制機関は、証券取引所法、同法に基づくSEC規則及び自己の規則を自ら遵守し、かつ、その会員ら（会員の提携関係者（取締役・従業員等）を含む）にこれらの諸規定の遵守を強制する義務を負う。自主規制機関は、SECに登録し、義務を遂行できるような組織と能力を持ち、会員による違反行為に対する適切な制裁について規則に定めることを要求さ

れる。自主規制機関が義務を怠る場合には、SECは、自主規制機関及びその役員・理事を処分する権限を有する。さらに、SECは、自主規制機関の会員に対する直接の処分権限をも有する。

(2) 自主規制機関の規則

自主規制機関の規則については、証券取引所法上、詐欺的及び相場操縦的な行為等の防止、公正かつ衡平な取引原則の促進のほか、不当な競争制限を防ぐために次のことが禁止されている。①顧客、発行者、ブローカー・ディーラー間の不公正な差別を許容すること、②同法の目的又は自主規制機関の運営に関係のない事項の規制を意図すること、③同法の目的を促進するうえで不必要又は不適切な障害を競争に課すこと。これに加えて、証券業協会の規則の場合は、より具体的に、手数料カルテルが明示的に禁止されている。

取引所等が自主規制機関として登録されるには、その規則が法定要件を満たすとSECが認める必要がある。そして、自主規制機関の規則改正にはSECの承認が必要である。さらに、SECは、自主規制機関の規則の改正(廃棄・追加・削除)をすることもできる。このように、自主規制機関の規則を監督する際にSECは、証券市場における公正な競争の維持についても考慮することを具体的に義務づけられている。

(3) 自主規制機関による懲戒行為

自主規制機関は、会員による違反行為に対する適切な制裁について規則に定めることを要求される。そして制裁手段として、会員の除名、資格停止、活動・機能・営業の制限、もしくは違約金、戒告等が想定されている。自主規制機関は、会員の懲戒処分だけでなく、会員加入の拒否、自主規制機関もしくはその会員が提供するサービスの利用制限などを行っている(以下、まとめて「懲戒行為」という)。

懲戒行為については、いわゆる適正手続の保障とSECによる再審査ならびにその司法審査が定められている。まず、自主規制機関は、懲戒行為について、適正手続を規則で定めることを要求される。具体的には、自主規制機関は、①特定の問責の通知、②弁明の機会の付与と記録作成、及び、③懲戒行為の決定の説明書が要求される。

そして、自主規制機関が懲戒行為をとる場合は、SECへ遅滞なく通知しなければならない。

SECは自主規制機関の決定の再審査を行い、これを無効とし、又は差し戻す権限を有する。その際SECは、特に、当該懲戒行為が「競争に対し証券取引所法の目的を促進するうえで不必要もしくは不適切な障害を課しまたは過重もしくは苛酷である」と判断する場合には、当該懲戒行為の取消や軽減を命じる権限を有する。SECによる再審査は、職権だけでなく自主規制機関の当該懲戒行為により不利益を受ける者の申請によって行うことができる。さらに、このSECの再審査に不服のある者は、これに対し司法審査を求めることも可能である。

このように、SECが自主規制機関の懲戒行為を審査する際には、競争に対する配慮がなされ、懲戒行為による不当な競争制限が防止される。

●2.2 1975年改正前の法的枠組み

取引所も証券業協会も自主規制機関として本質的に同様の役割を果たしている。しかし、この両者について最初に作られた法的枠組みは、不当な競争制限の防止の点で、かなり異なるものであった。1975年改正まで続いた制定当初の法的枠組みの特徴及びその背景を見てゆく。

(1) 証券取引所法制定の背景

1934年に証券取引所法が制定される100年以上前から、NYSEを中心とする取引所は、会員の取引及び行為を規制する自主規制を行い、会員間取引や会員と公衆との取引だけでなく上場企業の行為も規制し、経済上の重要な役割を果たしてきた。取引所は、その性質上、会員数が制限され、各会員が取引所の活動の遂行に一定の役割を果たしてきた。この取引所の会員の限定性という特徴のため、歴史的に、裁判所は、取引所を「私的クラブ」として扱い、懲戒処分や取引所の規則に対して私的自治を広く認めてきた。しかし、取引所が経済に及ぼす影響力が巨大になったにもかかわらず、取引所にはその濫用を抑止する能力も意欲もなかった（注9）。

このため、1929年の市場崩壊後、議会は1934年に証券取引所法を制定し、SECに取引所を監督させることにしたが、これは自主規制の制度を廃止するものではなかった。新しい規制の枠組みにおけるSECと取引所の関係は、取引所が証券市場の規制においてリーダーシッ

ブを発揮し、SECはその残余の役割を果たすものと考えられた。この関係は、「政府は、ドアの背後にあって、弾丸を込め、よく油をさして手入れをし、いつでも発射できるようにしているが、決して使用されることがないことを願って、銃を構えている」としばしば表現される。

(2) 取引所に関する当初の規制枠組み

1934年に制定された当初の証券取引所法においても、SECが自主規制機関を監督する基本的仕組みは同じであるが、SECの監督の範囲及び内容には重要な違いがあった。すなわち、監督は広範囲ではなく、かつ、不当な競争制限を防止するための具体的な規定はなかった。

①取引所規則と②取引所による懲戒に関しては、次のような違いがあった。

第一に、取引所規則については、公正かつ衡平な取引原則に反する行動等に対し会員を懲戒する規定を含むこと等が規定されていた。しかし、取引所規則の変更は、SECの承認を必要としていなかった。SECは、取引所規則を変更する権限を有したが、それは合理的な委託手数料に関する規則等一定の事項に限られていた（注10）。

第二に、取引所規則の個々の適用である懲戒行為（入会拒否やサービス提供の拒否を含む）については、その手続についても、SECによる再審査についても、なんら規定されていなかった。すなわち、取引所の懲戒行為については、SECの再審査ないし司法審査を請求する成文法上の手段は存在しなかったのである。

このように、法的枠組みにおいて、取引所に対するSECの監督は全面的ではなく、競争に対する配慮はなかった。特に、取引所の協定委託手数料制度、すなわち手数料カルテルは、当時その存在が議会に知られていたにも関わらず禁止されることなく、SECの監督に服することになった。この当時、協定委託手数料制度が正式に攻撃されなかったのは、競争市場に対する敵意という第1期ルーズベルト政権の特徴の影響が大きい。

(3) 証券業協会に関するマロニー法制定の背景

1938年に、議会は「マロニー法」(Maloney Act)によって、証券取引所法に15A条を挿入し、店頭市場にも自主規制を行う証券業協会の制度を導入した。これに基づき全米証券業協会(NASD)が設立された。マロニー法の制定には、次のような背景があった。1934年に

制定された当初の証券取引所法は、店頭市場のブローカー・ディーラーの規制をSECの直接規制に委ねたが、それがSECの手に余ることが明らかとなった。また、店頭市場においては、1933年の全国産業復興法に基づく公正競争規約(Code of fair competition)が、同法の違憲判決により廃止され、店頭市場の業者達もそれに代わるものを模索していた。

このように、当時、業者間に市場秩序規制のための自主的な組織化の意欲と組織化の事実が存在したが、効果的かつ組織的な自主規制は次の理由により妨げられていた。第一に、店頭市場業者の自主団体は、事業者の緩い結合として反トラスト法が最も厳しく適用される形態であったからである。第二に、自主規制が実効性を有するには制裁力が必要であり、窮極の制裁は除名であるが、店頭市場における自主団体は制裁力に乏しかったからである。なぜなら、取引所の場合は、取引所取引を行うには会員となる必要があり、会員の数も物理的に制限され、会員権の停止や除名は経済的に大きな制裁を意味した。ところが、店頭市場で取引するには、登録ブローカー・ディーラーであれば、特定の団体に参加することは必要ではなく、団体に参加するインセンティブも除名による経済的な制裁効果もほとんどなかったのである。

(4) マロニー法の法的枠組み

このような背景を踏まえてマロニー法が導入した、証券業協会に関する法的枠組みは、取引所に関するものと比べると、①反トラスト法の限定的部分的除外と②SECによる広範な監督と不当な取引制限の防止、という特徴を有した。

第一に、マロニー法は、証券業協会が、反トラスト法違反とならずに、一種の会員に対する差別待遇または非会員に対するボイコットを会員に強制することを可能とした。すなわち、証券業協会の規則は、その会員が、一般公衆に適用するものと同一の価格、同一の委託手数料または手数料、かつ、同一の条件で行う場合を除いて、非会員業者と取引を行うことを禁止することができる。そして、マロニー法が同法以前の法律に優先することが定められたため、反トラスト法よりも同法が優先することとなった（注11）。

そして、実際に、NASD規則は、会員に非会員業者を一般公衆と同一条件で扱うことを要求し、会員が非会員と共に証券の売出及び分売を行う引受団（シンジケート）などに参加

することを禁止した。すなわち非会員業者は仲間相場・仲間割引を受けられず、実質的に証券の売出・分売に参加できなくなった。このため、マロニー法は証券業協会への加入を強制しなかったが、証券業協会の会員となることが、経済上重要となり、そこから除名されることは、取引所の場合と同様の制裁効果を持ち得ることとなった。

このように、マロニー法は、証券業協会の自主規制活動に対する反トラスト法による制限を部分的に解除することで、自主規制の制裁力ひいては組織力の経済的補強を図ったのである。

第二に、証券業協会については、反トラスト法からの部分的適用除外が明文規定により認められた一方、このようにして与えられた権限の濫用を防止するために、悪しきカルテルが厳格に禁止され、かつ、SECによる全面的な監督に服することとされた。

まず、証券業協会規則には、詐欺的及び相場操縦的な行為及び慣行の防止等のほか、自由かつ公開の市場機構に対する障害を除去してそれを完成することが要求され、より具体的に、いわゆる手数料カルテルが明確に禁止された。すなわち、証券業協会の規則は、①顧客・発行者・ブローカー・ディーラー間の不当な差別を許容すること、②最低利益を設定し、価格表を設定し、または、委託手数料、値引き、割引もしくはその他の手数料につき料率表もしくは固定料率を課すこと、③証券取引所法の目的もしくは協会の運営に関係のない事項の規制を意図すること、を禁止された。

次に、証券業協会の懲戒処分だけでなく会員加入の拒否についても、すでに、適正手続の保障とSECの職権または不服とする者の申立によるSECの再審査さらにそれに対する司法審査が定められていた。

このように、証券業協会に関する法的枠組みには、取引所に対するよりも包括的なSECの監督権限が用意され、かつ、不当な競争制限を防止する措置が埋め込まれており現在に近い枠組みが整えられていた。

3章 反トラスト法の黙示の適用除外を巡る判例の歴史と法改正

●3.1 はじめに

取引所の自主規制については、反トラスト法の適用除外を定めた明文規定はないものの、前述のように、私的自治が広く認められ、反トラスト法の適用を除外されと考えられてきた（注12）。これに対し、最高裁は、1963年のシルバー判決において、取引所の自主規制行為にも反トラスト法が適用されうることを明らかにし、証券諸法（証券法、証券

取引所法など）により規制される組織や個人には、無条件に反トラスト法の適用除外が認められるという神話に終りを告げた。シルバー判決をきっかけに、証券業の自主規制に対する反トラスト法に基づく訴訟が多く提起されるようになったが、その多くは支配的地位を占めるNYSEに対するものであった。

シルバー判決から始まる一連の証券業の自主規制等に対する反トラスト法の適用除外を巡る判決の歴史は、証券取引所法の改正と互いに影響を与えてきた。最高裁が、反トラスト法の適用除外に対し厳しい立場を示したことは、1975年の証券取引所法改正の一因となり、この改正は、反トラスト法の適用除外を認め易くする状況を作り出した。2007年のクレディ・スイス判決は、そのことを確認するものといえる。以下、判決の展開とその背景を見てゆく。

●3.2 1963年最高裁判決（シルバー判決）

(1) 反トラスト訴訟の背景

シルバー判決をきっかけに、証券業の自主規制に対する反トラスト法に基づく訴訟が多く提起されるようになった背景には、次のような当時の経済的及び法的背景があった。

1950年代60年代には、取引所の協定委託手数料制度を中心とする競争制限の問題が大きくなってきた。その頃、機関投資家が台頭してきたが、NYSEの協定委託手数料制度のもとでは、会員間の手数料競争がないばかりか、大口取引は単位あたりの執行費用が低いにも関わらず、いわゆる大口割引もなかった。それゆえ取引費用節約のために、NYSE上場証券の

店頭市場での取引だけでなく、「手数料の分与」や「互惠的慣行」等、取引所の協定委託手数料制度を回避する種々の方法が編み出された。委託手数料の分与(given-up)とは、委託手数料の一部を、顧客の指図により、当該取引の執行に関与しない他の会員に与えるものである。互惠的慣行とは、例えば、非会員業者から注文の委託を受けた場合、非会員に委託手数料の一部を直接リベートとして割り戻すことができないかわりに、会員自身が執行できる取引を当該非会員に委託して手数料を支払い、間接的に報酬を支払うこと等である。

NYSEは、このような慣行の広がり、証券業における自分達の独占的地位を脅かすものであると認識し、これらの協定委託手数料制度の回避を防止するために、リベート、手数料の分与、その他の互惠的取決を禁止する規則を採択した。

しかし、取引所の反競争的な規則及び行為は、SECによる審査も司法審査も受けなかった。なぜなら、前述のとおり当時のSECは、取引所の規則や行為の競争への影響を審査・監視する権限も義務も持たず、かつ、実際に競争の問題に注意を払ってこなかったからである。また、証券取引所法上、SECの命令に対する司法審査が可能であるが、SECは非公式な方法を利用し、正式な命令がほとんど行われていなかったため、実質上これは利用不可能であった。

このように、証券取引所法の自主規制機構は反競争的な行為の聖域となり、証券諸法の下では、反競争的な取引所の行為について法に頼ることは実質的に不可能であった。このため、救済を求める当事者は、反トラスト法のような他の連邦法違反に基づく訴訟を行ったのである。

(2) シルバー判決

シルバー判決では、NYSEによる非会員と会員との私設電話回線の切断が問題となった。原告は、NYSE非会員の店頭市場の証券業者であり、NYSE会員らとの間に直接の私設電話回線を設置し、NYSEから暫定的な承認を得ていた。その後、NYSEは、原告に事前通知することなく、これを承認しないことを決定し、当該会員に対し当該回線の切断を命じたため、原告は廃業等を余儀なくされた。NYSEは、原告からの要請にも関わらず、決定の理由説明を拒否した。原告は、NYSEとその会員に対し、私設電話回線の共同の取引拒絶等はシャー

マン法1条及び2条違反であると主張して提訴した。地裁は、NYSEが店頭市場における会員と非会員との関係を規制することは、証券取引所法に基づく自主規制の範囲を超えるため、シャーマン法1条違反であると判示した。しかし、控訴裁は、当該行為は同法に基づくNYSEの権限の範囲内であるため、シャーマン法を除外されるとした。

最高裁は、まず、基本的な考え方を次のように述べた。もし他の連邦規制がなければ、本件行為は共同ボイコットとして、シャーマン法1条の当然違法となることは明白である。本件行為の根拠となった取引所規則は、会員と非会員との関係を規制するものであるが、証券取引所法の定める自主規制の義務の範囲内である(注13)。しかし、以下の理由から、本件行為について反トラスト法は適用除外されないとした。

まず、証券取引所法に基づく自主規制に関する反トラスト法の黙示の適用除外は、「証券取引所法を機能させるために必要な場合にのみ、かつ、必要最低限の範囲でのみ」認められる。そして、本件の行為は取引所規則の制定ではなく適用であり、SECにこれを審査する権限がなく、規制の枠組みには、反トラスト機能、すなわち、取引所規則の適用が、正当な自主規制目的を促進するとして正当化しえない競争制限となることを防止する機能は存在しない。本件のように取引所が、原告からの要請にもかかわらず、通知や審問の機会を与えずに電話回線を拒否する行為は、証券取引所法に基づく自主規制権限の範囲を明らかに越え、反トラスト法違反を正当化することはできない。ゆえに、シャーマン法1条違反である。

(3) シルバー判決の示唆と課題

最高裁はシルバー判決において、証券取引所法により規制される自主規制への反トラスト法の適用の問題について、次のような原則を示した。すなわち、反トラスト法の適用除外は、同法を機能させるために必要な場合にのみ、かつ、必要最低限の範囲でのみ明文規定によらずに認められる。さらに、同判決は、自主規制に関して、①政府の監督、特に、反トラスト機能と②適正手続が重要性であることを明らかにした。以下、これらの点について本判決の意見を検討する。

第一に、最高裁は、競争を規律する反トラスト機能の重要性について次のように述べた。

取引所の規則の適用は濫用されれば、その巨大な経済力のため競争制限となる危険があり、取引所機構の信頼を損なうため、行政機関によるのであれ、裁判所によるのであれ、なんらかの形で取引所の自主規制活動を審査することは、取引所法の目的にかなう。反トラスト法は、とりわけ競争の自由、すなわち、個々の事業単位が他者の集団行為によって妨げられずに競争する自由を保護するものであるから、取引所の義務と矛盾する反競争的な取引所の行為の抑止機能として特に適している。

本判決では、反トラスト法の適用の可否において、SECによる監督の欠如だけでなく、特に反トラスト機能の欠如が重視された。しかし、本判決は、SECに規制権限がある場合における反トラスト法の適用除外の可否については、また別の取扱いとなることを示唆し、課題として残した。

第二に、最高裁は、当該行為の内容の適否に踏み込むことなく、通知及び審問の機会の拒否という手続上の問題を理由に、証券取引所法に基づく必要な行為とはいえないと判断した。そして、適正手続が重要であり、適正手続の欠ける行為が自主規制として正当化されない理由を次のように説明した。

まず、理由説明や反論機会の付与という手続上の保護なしに、取引所がその強大な経済力を行使すれば、取引所に対する信頼が損なわれ、投資家保護及び公正取引の促進という制定法の自主規制機構の目的は損なわれる。反対に、手続上の保護があれば、反トラスト法違反となる不当な競争制限を減少させるだけでなく、反トラスト法に基づく裁判にも役立つ。さらに、議会が公正取引の確保を意図した自主規制機構を導入する際に、不公正な方法で行われた場合にまで、自主規制行為を是認かつ保護したとは考えられない。ゆえに、手続上の保護に欠ける行動は、証券取引所法上の権限の範囲を明らかに越え、同法に基づく正当化は認められない。

このような取引所の自主規制における適正手続の要請は、後に、1975年の証券取引所法改正により実現されることとなった。

●3.3 シルバー判決以降の判決の展開

シルバー判決以降の下級審判決では、SECの監督に服する自主規制行為に反トラスト法が適用されるかどうかが争われた。

(1) 2つの控訴裁判決

第一に、1967年のカプラン判決では、最低委託手数料を設定するNYSEの規則が問題となった。同判決では、SECがNYSEの委託手数料規則につき監督権限を有し、かつ、これを行ってきたことを主たる理由として、詳しい分析をすることなく、反トラスト法の適用除外が認められた（注14）。このように、カプラン判決で第7巡回区控訴裁は、SECによる監督に好意的な立場を示した。しかし、問題となった規則の必要性については見解が対立しており、後に廃止されているため、カプラン判決は分析が不十分であると批判された（注15）。

第二に、同じ第7巡回区控訴裁による1970年のスィル判決で問題となったのは、NYSEのリベート禁止規則、すなわち、会員が非会員に対し手数料を分与することを、たとえ当該非会員が顧客をもたらした場合でさえ、禁止する規則であった。スィル判決は、「シルバー判決によりSECの審査に服する場合、反トラスト法の黙示の適用除外が認められる」との考えを否定した。スィル判決は、自主規制がSECの監督に服する可能性だけでは、反トラスト法の適用除外は認められないことを明らかにした。さらに、たとえSECが実際かつ適切に証券取引所法に基づく審査権限を行使しているとしても、適用除外の十分条件とはならず、当該規則への反トラスト法の適用除外の必要性、すなわち証券取引所法が機能するために必要であること、を求めた（注16）。

(2) SECに対する評価

スィル判決が、反トラスト法上、SECの監督を低く評価し、「SECが実際に競争への影響を考慮するとしてもそれは適用除外とは関係がない」とまで判断した理由を次のように説明した。SECは、NYSEの規則を審査する際に、競争への影響を考慮するように要求されていない。むしろ逆に、従来SECは、NYSEが採択する規則を審査する際にそのような考慮を行うことに消極的であった。SECは、取引所に対する消極的な監督ゆえに「飼い慣らされた番犬」

とも揶揄されてきた。さらに、規制機関は、一般的に反トラスト法の熱心な執行に必要な意欲に欠け、行政手続の確立後すぐに規制対象の業界により支配されるようになる。加えて、SECが専門知識を有するのは投資者保護の分野であり、反トラスト法の専門知識を豊富に有するのは裁判所である。

スィル判決は、カプラン判決を実質的に覆すものであると考えられ、反トラスト法の適用除外の容認を厳格にし、問題の行為に対する適用除外の必要性につき詳細な分析を要求している。その際に、スィル判決では、問題の行為の反競争的効果、問題の行為がSECによる実際の審査を受ける程度、規制の枠組みの中における反トラスト機能が、関連することを示唆した。しかし、この当時のSECの実態では、SECが反トラスト機能を果たすものとは認められなかったといえよう。

また、証券業以外の政府規制分野への反トラスト法の適用の問題においても、SECのような政府機関の役割を低く評価する流れが、同時期における最高裁判決にも表れている。例えば、1973年に最高裁は、シカゴ商品取引所による商品取引所法違反と反トラスト法違反が問題となった事件において、商品先物委員会に先に管轄権が認められるが、それは商品取引所法上の争点のみに限定されるとし、反トラスト法上の判断は裁判所が行うと判示した（注17）。

これらの判決は、①制定法上認められ、政府の監督に服する自主規制であっても、単に政府監督に服することのみでは、反トラスト法の黙示の適用除外を認められないこと、②制定法上当該行為を審査する責任を有する政府機関から事前の承認を得ても当然には免責はされないこと、③政府機関は、自主規制機関の行為に対する訴えの審理において一次的な管轄権を有するが、その管轄権は、反トラスト法ではなく、当該規制法の事項に限定されること、を示している。

このように、これらの判決は、反トラスト法の事件において、自主規制活動を審査し指導するという政府機関の監督にほとんど価値を置かないものであり、政府の監督に服する自主規制を奨励する上で不都合なものであった。しかし、このような裁判所の判断は、政府規制機関が不適切であり、時として、反トラスト法に体现された競争促進の考えの保護

者として疑わしいものであると見られてきたこと、及び、特に証券規制に関する実際の規制の枠組みとその中で行動する者の実績に照らして見れば、無理からぬものであった。

●3.4 1975年法改正

(1) 改正の背景

このような判例が下されていたころ、議会でも証券業の自主規制と反トラスト法の関係が論じられ、1963年のSECによる証券市場特別調査報告書をはじめ多くの調査や報告がなされた。反トラスト法に基づく3倍額損害賠償請求訴訟の危険にさらされていたNYSEは、1971年のマーティン報告書の中で、SECの監督を受ける範囲で反トラスト法の適用除外を認める立法を提案した。しかし、議会は、反トラスト法上の問題において、SECの監督にこのような役割を認めることを拒否し、むしろ協定委託手数料制度や一定の会員権の制限を禁止する法案が出され、上院を通過する状況であった。

このような議会の動きや判例の中で、SECは、従来、業界の反競争的慣行に対し寛容すぎると批判されてきたが、競争政策に関しても積極的な役割を果たし始めた。そして、SECは、反トラスト法上最も問題とされた協定委託手数料制度については、大口から段階的に競争委託手数料制度を導入し、SEC規則19b-3により、1975年5月1日に協定委託手数料制度を廃止した(注18)。

(2) 改正の内容

1975年には、証券取引所法を含む証券諸法の改正が行われた。そして、自主規制については、SECの監督権限が統一・強化され、3章でみた枠組みが整備された。この改正では、反トラスト法の適用除外規定はおかれず、むしろマロニー法中の同法の優先を定める規定は除去された。すなわち、反トラスト法の適用の有無の判断は司法に委ねられ、自主規制は反トラスト法からの攻撃を受ける潜在的危険を有することとなった。

しかし、同改正は、協定委託手数料制度を禁止しただけでなく、これまで反トラスト法の適用に関する判例で問題とされてきた多くの点を改善した。

まず、特に、取引所について、NASD同様にSECの監督が全面的となり、取引所とNASDの両

方について、懲戒行為（会員に対する懲戒、加入拒否、及び会員以外の者に不利益を与える処分行為を含む）についても適正手続の保障及びSECによる再審査さらにそれに対する司法審査の制度が整備された。これにより、懲戒行為に対し不服のある者は、反トラスト法に訴えなくとも解決する法的手段を得た。

さらに、SECによる自主規制機関の監督においては、競争への影響の検討が具体的に要求され、SECに証券分野における競争上の問題に取り組む中心的役割が与えられた。これにより、SECが反トラスト機能を果たすといえよう。このような改正により、そもそも自主規制の名の下に不当な競争制限が行われる可能性が小さくなり、自主規制機関の自主規制に反トラスト法が適用される可能性も小さくなったと言える。1975年法改正直後の二つの最高裁判決は、改正前の事案であったが、以上のような議会やSECの動きを反映している。

●3.5 1975年のゴードン判決とNASD判決

(1) ゴードン判決

ゴードン判決では、当時、50万ドル未満の取引について用いられた、取引所の協定委託手数料制度に反トラスト法が適用されるかどうか問題となった(注19)。

最高裁は、まず、協定委託手数料制度を巡る歴史を詳しく検討し、主に以下の点を考慮して、議会が証券取引所法において委託手数料の合理的な料率の設定の監督をSECに委ねていると判示した。すなわち、①証券取引所法19条b項9号が規制権限をSECに付与していること、②SECが実際に規制を行ってきたこと(少なくとも過去15年間)、そして、③1975年法改正においてSECに委託手数料の監督権限を残したこと、である。

次に、最高裁は、「反トラスト法の適用除外は、証券取引所法を機能させるために必要な場合にのみ、かつ、必要最低限の範囲でのみ明文規定によらずに認められる」とのシルバー判決の原則に従った。そして、最高裁は、SECの積極的な活動にも関わらず、協定委託手数料制度を当然違法とするであろうシャーマン法を適用すれば、証券取引所法の意図された運用が妨げられるため、反トラスト法の適用除外を明文規定によらずに認めることが、取引所法が機能するために必要であるとした。

ゴードン判決で反トラスト法の適用除外が認められたのは、問題の行為(協定委託手数料制度)に関するSECの監督権限について、具体的な制定法上の規定が存在し、かつSECが競争手数料制度への移行に主導権を発揮し、SECが反トラスト機能を果たしていると考えられる状況においてであった。さらに、ゴードン判決と同日に下されたNASD判決において、最高裁は、特定の行為に関するSECの監督権限について、具体的な制定法上の規定が存在しない場合にも、反トラスト法の適用除外を認めた。

(2) NASD判決

NASD判決では、投資信託の販売における一定の行為に反トラスト法が適用されるかが問題となった(注20)。問題とされた行為に、投資会社法上これを認める具体的な規定があり(注21)、SECの監督権限に服する行為だけでなく、具体的な規定はなく、単にSECの一般的な監督権限に服する行為も含まれていた。最高裁は、前者だけでなく、後者についても反トラスト法の黙示の適用除外を認めた。

後者にも適用除外を認める理由として、投資会社法及びマロニー法に基づくSECの一般的な監督権限の行使が、反トラスト法の黙示の適用除外を認めるほど全面的であると説明した。すなわち、マロニー法に基づくNASDに対するSECの監督は広範囲であり、SECはNASDの規則及び慣行に対する権限を行使する際に、株主の利益だけでなく、公益の保護の責任を課されており、かつ、SECは継続的な監督権限を行使する際に、競争上の懸念を考慮することを繰り返し示してきた。このような全面的な監督権限のSECへの付与は、SECが承認する証券業協会の活動から、シャーマン法の禁止を取り除くという議会の意図を示唆するものである(注22)。

(3) 小括

ゴードン判決はSECによる反トラスト機能を評価し、NASD判決はSECによる全面的なNASDの監督の機構を、反トラスト法の適用除外につき高く評価したものといえよう。1975年法改正では、NASD判決が評価したNASDに対するSECの全面的な監督が取引所にも拡大されただけでなく、SECが反トラスト機能を担う枠組みが制定された。

シルバー判決以降の反トラスト法と自主規制を扱った判例の流れは、自主規制機関の自

主規制に対し厳しいものであったが、それが、反トラストの観点から望ましい方向への法改正及びSECの規制態度の変更をもたらしたといえる。そして、1975年の二つの最高裁判決はそれを是認するものと見ることができよう。その後、自主規制機関の自主規制に対する反トラスト訴訟は収束していった。

●3.6 2007年最高裁判決（クレディ・スイス判決）

(1) はじめに

2007年のクレディ・スイス判決において、最高裁は、約30年ぶりに、政府が規制する証券分野への反トラスト法の黙示の適用について判断を下した（注23）。同判決は、SECの規制に服する新規株式公開の引受に関連する行為が問題となったものである。同判決は、証券取引分野だけでなく、政府規制分野における反トラスト法の適用除外についての判断を示すものとして重要である。

(2) 事実の概要

本件は、新規発行株式（IPO）の引受人である主要投資銀行による、シンジケートに関連して、販売の条件を制限する合意が、反トラスト法違反となるかどうかの問題となったものである。問題となったのは、投資家が、①後からより高い価格で当該証券を追加的に購入すること（ラダリング）、②その後の証券の購入における通常よりも高い手数料を支払うこと、③その他の魅力の低い証券を購入すること（抱き合わせ）、を約束しない限り人気の高い新規公開株を販売しないとの合意であった。

(3) 判旨

最高裁は、これまでの最高裁判決を踏襲し、反トラスト法の黙示の適用除外の可否の判断においては、証券法と反トラスト訴訟との間に「明白な矛盾」すなわち「明白に両立不可能であること」が必要であるとした。そして、ゴードン判決及びNASD判決から、反トラスト法の適用除外を正当化する十分な矛盾の存否の判断においては、次の4つの要素が重視されるとした。①当該行為を監視する証券法に基づく規制権限が存在すること、②規制機関が当該規制権限を行使している証拠、③両立を不可能にするような矛盾の存在（証券

法と反トラスト法の両方が適用可能であれば、対立する指針、要件、義務、権利、又は行為基準を生じる危険があること)、そして、④証券規制の中核にある行為に関する問題であること。

そして、本件の事案においては、①②④を満たすことは自明であるとし(注24)、③(両立を不可能にするような矛盾の存否)について検討した。原告は、問題の行為をSECが承認しておらず、反トラスト法を適用しても矛盾しないと主張したが、最高裁はこれを否定し、次の二つの理由から、本件の状況において証券法と反トラスト法は明らかに矛盾すると認定し、本件は上記4つの考慮要素をすべて満たし、「明らかに両立性を欠く」と判断した。

第一に、本件の文脈における反トラスト訴訟は、裁判所の誤りにより、証券市場を害する相当なリスクを生じる。なぜなら、SECが容認又は禁止する行為の区別は非常に複雑であり、SEC以外には困難である。同一の証拠が、反トラスト法違反行為と証券法上適法な行為を示すことがある。反トラスト訴訟が米国各地で適されれば、証券業務に精通しない裁判官や陪審員が、異なる判断を生むリスクが著しく高い。したがって、証券取引分野の監督・規制に関するSECの能力を阻害するおそれがあるほか、正当なシンジケート活動を委縮させる危険がある。

第二に、反競争的行為の問題に対処するために反トラスト法を執行する必要は小さい。なぜなら、本件の行為についてSECが実際に規制しており、証券法に基づく損害賠償請求が可能である。さらに、SECが証券業務にかかる規則などを導入する場合、競争への配慮を要求されている。

(4) 検討

クレディ・スイス判決が示した、反トラスト法の黙示の適用除外の判断において重視される4つの要素を一見すると、規制機関による規制が反トラスト機能を果たしているかどうかを重視していないようにも見える。しかし、証券業の規制においては、すでに反トラスト機能が組み込まれていることが前提となっていること、さらに、反トラスト法との矛盾の有無の検討において、すでに、反トラスト機能を果たすものがあるため、反競争的行

為に取り組むために反トラスト法を執行する必要は小さいことを理由としていることから、政府機関による規制の権限と行使の中には、反トラスト機能を果たすことが前提とされていると読むべきであろう。

トリニコ判決では、通信法による規制分野の行為に、反トラスト法が適用されるかが問題となった。同判決は、結局、通信法における反トラスト法の留保規定のため、反トラスト法の適用除外は否定したものの、反トラスト法を適用することのデメリットに言及し、政府規制分野への反トラスト法の適用に慎重な態度を示した（注 25）。クレディ・スイス判決は、このような最高裁の傾向を確認するものといえる。

反トラストの黙示の適用除外への態度の軟化を示すクレディ・スイス判決については、批判もある。しかし、今後かりに反トラスト法の黙示の適用除外に対する最高裁の態度が硬化したとしても、2 章、3 章でみたように、現在の証券業の自主規制に対する政府規制が広範であり、かつ、反トラスト機能が組み込まれていることを考慮すれば、証券業の自主規制機関の自主規制に対し、反トラスト法の適用が認められる可能性は極めて低いといえよう。

4章 自主規制機関のガバナンスと懲戒手続

これまで見てきたように、不当な競争制限が行われやすいという自主規制の短所に対応する反トラスト機能は、1975年の証券取引所法改正で法的枠組みに組み込まれた。しかし、本章で見るように、1990年代にナスダック市場における競争制限的な慣行が横行していること、NASDがナスダック市場及びその会員の監督・規制という証券取引所法上の義務を適切に遂行してこなかったことが明らかとなった。また、反トラスト法の適用にも限界があることが分かった。この問題をきっかけに、NASDのガバナンスの変更と懲戒手続の改善を含む改革がなされた（注26）。これらは、不当な競争制限の防止を直接の目的とするもの

ではないが、不当な競争制限の防止にも大きな意義を持つため、本章でとりあげる。

以下、ナスダック市場とNASDの問題、NASDの自主規制機能の分離の背景、NASDの理事会構成の変遷を取り上げる。

●4.1 ナスダック市場とNASDの問題

(1) ナスダック市場における競争制限の問題

1990年代に、ナスダック市場において、マーケット・メーカー間に、一種の価格競争を制限する慣行があることが明らかになった。これは、1株当たりの利益である売気配と買気配の差額であるスプレッドを広くするために、8分の1ドル刻みで可能な気配表示において、8分の奇数の気配を避けることで、最小スプレッドを8分の1ドル（12.5セント）から4分の1ドル（25 セント）にするという慣行である。このような気配慣行は、暗黙のルールとされ、マーケット・メーカーの間に広く根付いていた。この慣行を遵守しない者に対しては、取引拒絶などの制裁や圧力がかけられた。取引拒絶は、「確定気配規則」に違反するものであった。

それゆえ、このような競争制限的慣行が横行しえた理由は、NASDが自主規制機関としての義務の適切な履行を怠っていたからである。さらに、反トラスト法の限界も明らかとなった。マーケット・メーカーに対して反トラスト訴訟が提起されたが、このような慣行は業界内で長期間にわたり広く根付いていたけれども、いやむしろそれゆえに、この慣行が「どのように、そして、正確にいつ開始したのか」を明らかにできず、反トラスト法違反のカルテルを立証する直接的証拠を見つけることはできなかった（注27）。

(2) 自主規制機関としてのNASDの問題

NASDは、自主規制機関として規則の制定・解釈、規則の執行、及び入会審査を公正に行わなければならない。しかし、SECの調査により、NASDについては、①適切な措置の懈怠、②規制上の問題、③自主規制機関としての目的の優先順位の誤解、という3つの問題が明らかになった（注28）。

①適切な措置の懈怠とは、NASDがこの気配慣行やスプレッドの硬直性を知りながら、証券取引所法及びNASD規則の潜在的な違反について調査をせず、むしろ、NYSEとの上場獲得競争の観点からしか問題を認識しなかったことである。

②規制の問題とは、マーケット・メーカーの不当な影響力により、マーケット・メーカ

一に有利な方法で自主規制が行われていたことである。例えば、マーケット・メーカーに適用される重要な規則の執行には消極的であるが、マーケット・メーカーと対立する業者（SOES業者）に適用される規則の違反については非常に熱心に調査・懲戒がなされた。そして、規則制定においては、マーケット・メーカーの利益が重視された。さらに、入会審査に関するNASD規則は遵守されずに、公正かつ一貫した運用がなされていなかった。

③目的の問題とは次のようなものである。NASDは、「自主規制機関」と「取引所と活発な競争をしている市場」との二つの面を持つが、自主規制機関として、投資家及び公共の利益を第一の目的とすべきである。しかし、そうされていなかった。

(3) 自主規制機関としてのNASDの機能強化

以上のようなNASD及びナスダック市場の問題に対処するために、SECはNASDとの一連の交渉の後、統治(ガバナンス)及び規制における多くの改善措置を命じた。特に、自主規制機能を子会社（NASDR）として分離し、NASDR及びNASDの理事会(又は取締役会)及び重要な委員会の構成員の半数以上を、会員や業界の者から独立した公益代表とすることを命じた。これらは、NASDのルードマン委員会によっても勧告されていたものである（注29）

●4.2 自主規制機関のガバナンス

今回のNASDに関する改善措置のうち、ガバナンスに関する①自主規制機能と市場運営機能の分離、②理事会構成の変更について、検討する。

(1) 自主規制機能と市場運営機能の分離

NASDが、規制機能と市場機能とを分離しそれぞれ別の子会社に委ねるが、両者を完全に分離してしまうのではなく、NASDが全体を最終的に統括する方式を導入したことの背景には、次のような、自主規制の限界、すなわち二つの機能の両立の困難があった。

自主規制機関は規制機能と市場機能を有するため、利益相反の問題を抱える。まず、市場運営者としては、会員に対し経済的サービスを提供して、多くのブローカー・ディーラーを集めようとする。このことが、各種の規制活動を支える費用をもたらす。会員の利益に敏感でなければならないということは、自主規制機関の規制機能を抑制してしまう。さらに、市場運営者として市場間競争に直面することは、規制者としての機能を曇らせる。しかし、そもそも自主規制機関が規制機能と市場機能を同時に有することにより、市場機能で有する専門知識を規制機能に活かすという自主規制の利点も生まれる。

さらに、このような自主規制機関に共通の困難に加え、NASDには会員の多さと多様性の

ため、NYSEと比べると、さらなる困難があった。まず、会員の規制という自主規制機関の義務を果たすのがはるかに困難であった。さらに、NASD会員には、①ナスダック市場を利用する者、②ナスダック市場と共謀する取引システムを所有するためナスダック市場に対して敵対的な利害関係を有する者、③ナスダック市場に対して利害関係の無い者、が混在しており、NASDが市場機能を果たす際の会員間の意見調整は難しい。

(2) 理事会構成の重要性

自主規制機関の最高の統治機関である理事会の構成は、自主規制機関の運営において重要な意味を持つ。理事会構成における「会員間の公正な代表」と「公益理事」には、次のような意味がある。理事会の構成が「会員間の公正な代表」であることは、「自主」規制の本質として要求されるものであり、多様な代表が存在すれば、NASDは、規則制定、規制、懲戒手続、及び運用を含む全てのNASDの活動において、全ての規制対象者が公平に取り扱われることの重要性さに気付くと考えられる。理事会に公益代表が存在し、かつその数が増えれば、NASDは自由で開かれた競争的な市場に対して投資家及び公共が有する利益について理解を深め、NASDの政策に対する公衆の信頼性を高めると考えられる。

自主規制機関の期待される役割の増大とともに、その理事会に求められるものは、以下にみるように、「会員間の公正な代表」から「公益代表の参加・増員」へと高度化してきた。今回のNASDに関する改善措置は、次の(3)でみるNASDの理事会構成の変遷が不十分であったことを示している。

(3) NASD理事会構成の変遷

これまでNASDの理事会構成に要求されることは、以下のように変遷してきた。

当初、NASDの理事会構成に要求されたのは、「会員を公正に代表せしめる」ことであった。このような「民主的組織の原則」は、業界の少数者による圧政の危惧から生まれたものであり、会員を「公正に代表せしめる」とは、地理的要素、営業規模、営業種類の考慮を求めるものであると考えられた。しかし、実際には、地理的要素以外の考慮に欠けており、理事会を大規模業者が支配していた。

1975年の証券取引所法改正によりNASDの責任は拡大され、規制すべき会員が拡大し、それに伴い公益を反映する必要が高まった。それゆえ、同改正は、自主規制機関の理事会の構成について、公益を反映するため、いわゆる公益理事を要求し始めた。すなわち、理事の選出につき「会員を公正に代表せしめる」ことに加えて、会員や業界の者と提携関係がない、発行会社及び投資家の代表をそれぞれ最低1名要求している（法15A条b項5号）。

NASDは会員の規制に加え、ナスダック市場を所有し監督する任務も負うようになり、同市場がNYSEに次ぐ市場へと成長したため、NASDが公益を反映する必要性はさらに高まった。このためNASDは1990年に理事会構成に関する規則変更を行い、地区理事を減らし、投資家・発行会社を含む全体選出理事を増やしたため、会員や業界の者と提携関係にない公益理事が増えたが、その割合は約2割にすぎなかった。

その後もナスダック市場はさらに飛躍的に成長し、それゆえ公益反映の必要性及び要請がさらに高まっていた。

なお、NYSEの理事会構成は、より早くから問題になり、主にSECの勧告という形を通じて、会員間のより公正な代表、公益の反映の観点から整備されてきた（注30）。そしてNYSE理事会は、NASDよりも早く、会員理事と同数の公益理事とが含まれていた。

そして今回、SECが命じた措置は、公益代表をNASD及びその子会社の理事会の構成員の半数以上とし、重要な委員会についても構成員の半数を業界以外の公益代表とするものである。

これまでのNASDの理事会構成の変遷から次のことがいえる。まず、自主規制機関の理事会構成には、単に会員間を公正に代表するだけでなく、公益を十分に反映することが要求される。自主規制機関の役割の拡大とともに公益を反映する必要性も高まり、公益理事が必要とされ、かつ、その数が増やされてきたが、その数が少なく十分な公益の反映は困難であった。ゆえに、市場の成長と共にその第一次的規制責任を担う自主規制機関の公益性が高まり、それに応じて公益理事が増員されてきたのである。

●4.3 自主規制機関の懲戒行為

(1) 自主規制機関の懲戒行為を巡る議論

自主規制機関による懲戒、すなわち自主規制の特徴は、同業者が同業者を裁くことにあり、その有益性は、同業者である会員が専門化した業務上の専門知識を複雑な業界の規制に適用でき、商業道徳などの倫理面の規制に適した柔軟な運用が期待できることにある。しかし、自主規制機関による懲戒は、その経済的効果が高いほど、不当に競争制限的なものとなる危険性も高く、潜在的に反トラスト法違反の問題を抱える。このため、シルバー判決が明らかにしたように、懲戒手続については、適正手続と反トラスト的観点からの政府による監督が必要とされる。

さらに、私的団体が懲戒権限等の特別な権限を認められる場合は、政府に準ずるオーラを有するようになり、政府権限の不適切な委任ではないか等の憲法上の懸念が生じる。し

かし、自主規制機関への懲戒等の委任が違憲であるとの主張を、裁判所はこれまで認めておらず、政府権限の委任として不当かどうかよりむしろ、規制の枠組みがその濫用から会員を適切に保護するものであるかが問題とされている。そして、政府権限の委任の問題は、自主規制機関の懲戒に服する者に適正手続による保護を与える必要性と密接な関係にある。それゆえ自主規制機関による懲戒については、1975年の法改正により、適正手続の整備と反トラスト機能を果たすSECによる監督という法的枠組みが整備された。

(2) 自主規制機関の懲戒手続に対する裁判所の評価

NASDの懲戒手続においては、NASDが問責を行い、3名からなる審理パネルが判断を下す。審理パネルの3名は、通常、当該地区の会員の代表であり、地区業務行為委員会を兼任する業界のボランティアである。審問パネルの判断に基づく地区委員会の決定は、全国業務委員会の審査に服する。全国業務行為委員会の決定をさらに理事会が審査するのは稀である。そして、裁判所は、現在のような法的枠組みには、濫用の可能性に対して詳細な抑制措置が存在し、適正手続を確保するための十分な保護策があると評価し、自主規制機関の懲戒手続について、特別な扱いを認めた。そして、裁判所は、現在のような法的枠組みには、濫用の可能性に対して詳細な抑制措置が存在し、適正手続を確保するための十分な保護策があると評価し、自主規制機関の懲戒手続について、特別な扱いを認めた(注31)。

第一に、その結果、裁判所は自主規制機関の懲戒手続を行政機関によるものと同様に尊重し、本来、行政手続への早計な司法介入を防ぎ、自己の誤りを正す機会を行政機関に与えるための「行政的救済の使い尽くし」ドクトリンを自主規制機関の懲戒手続にも適用してきた。第二に、NASDの懲戒委員の民事責任について、裁判官、検察官、大統領、準司法的機能を果たす行政機関の職員等にしか認められてない「絶対的免責」(職務の範囲内の行為であれば、行為者の意図にかかわらず、損害賠償責任を免責するもの)を認めた。第三に、反トラスト法の黙示的適用除外について、シルバー判決では手続上の欠陥及びSECの監督における反トラスト機能の欠如を理由に、これを認めなかったが、その後、改正後の法的枠組みにおけるNASDの懲戒については、これを認めている。

(3) 懲戒手続をいかに公平にするか

自主規制機関による懲戒手続においては、専門知識をもつ同業者による柔軟な判断という長所と、公正さとをいかに均衡させるべきか。NASDの懲戒手続については、特には訴追側のNASDスタッフと被審人との間に不公平があるとの批判がある(注32)。自主規制においては、しばしば競合する同業者が判断を行う限り、私情を完全に取り除くことは不可能

である。しかし、NASDの手続を公平・公正の観点から、裁判制度に限りなく近付けてしまうと、法律に不慣れな業界メンバーが十分に使いこなすことができず、また、自主規制の長所である柔軟な経済人の判断が活かせなくなる、等の問題がある。

そこで、今回の改善措置においては、法律の専門家（弁護士）を審問パネルに参加させ、これを主宰させるという、専門審問官（hearing officer）の制度が導入された。3名の審問パネルは、専門審問官と業界メンバー2名で構成されることになる。

このような懲戒手続の改善は、不当な競争制限の防止を直接の目的とするものではないが、不当な競争制限の防止にも重要な役割を果たすものである。

6章 おわりに

米国証券業の自主規制機関による自主規制についての歴史をみれば、自主規制は有益であるものの、正当化されない競争制限を行う問題は根深いことがわかる。そもそも米国の証券業について自主規制が制定法上認められたのは、歴史的偶然が大きいとの指摘がある。証券業の自主規制は、シャーマン法制定の100年以上前から行われ、連邦政府が証券業の規制に乗り出した時点ですでに使えるように存在したこと、そして、競争制限の危険のある自主規制に公的な政府の承認を与えた1934年に証券取引所法が制定された時期は、議会が競争制限の規制よりも、業界の復興に関心の高かったニューディール期という特殊な時期であったことである。

自主規制による不当な競争制限を防ぐには、①反トラスト法のような競争法を適用する方法、②競争法を直接適用せずに政府機関に競争の観点から規制させる方法がある。米国を参考にする場合には、米国の反トラスト法の特徴、証券取引所法における反トラスト機能（不当な競争制限を防ぐための仕組み）、自主規制機関のガバナンス、SECの監督の実態、米国の裁判制度などを考慮することが必要である。そして、法制度をいくら整えても万全ではなく、SECの監督に問題がある場合は、反トラスト法が適用される可能性があることが、緊張感を生み出し、SECによる適切な監督の担保に役立っていると考えられる。

◆資料 米国の連邦反トラスト法

(1) 実体規定

●シャーマン法（Sherman Act）1条は、州間又は外国との取引（通常、「州際通商」と呼ばれる）を制限する、全ての契約、結合又は共謀を禁止している。この一つの条文には、水平的制限と水平的取引制限の両方が含まれるという意味で、日本の独占禁止法の3条前段の不当な取引制限に該当する水平的制限と、19条の不公正な取引方法に該当する不公正な取引方法に該当する垂直的制限の両方が含まれる。

●シャーマン法2条は、州間又は外国との取引を独占し、独占を企図し、又は独占する意図をもって他の者と結合・共謀することを禁止する。その典型例は、略奪的価格設定、取引拒絶、排他的取引等である。

●そのほか、クレイトン法（Clayton Act）（及びその修正法）は主に、価格差別等、排他的取引、抱き合わせ、合併、役員兼任を禁止し、FTC法5条は、不公正な競争方法を禁止する。ただし、FTC法（Federal Trade Commission Act）5条は、競争法（反トラスト法）と消費者法の両方の側面を持つ。

(2) 反トラスト法の執行

●執行機関

これらの反トラスト法の執行機関は、司法省反トラスト局（DOJ: Department of Justice, Antitrust Division）と連邦取引委員会（FTC: Federal Trade Commission）である。シャーマン法はDOJにより執行され、クレイトン法はDOJとFTCにより執行され、FTC法はFTCにより執行される。反トラスト法の3つの制定法の対象となる行為は、重複することが多い。

●DOJ及びFTCによる執行

シャーマン法違反に対する罰則は、法人の場合には1億ドル以下の罰金、個人の場合には35万ドルの罰金若しくは10年以下の禁固刑又はその併科である（シャーマン法1条・2004年改正）。ただし、罰金額は、上記に関わらず、違反行為により獲得した利益または与えた損害額の2倍まで引き上げることができる（1984年刑事罰金執行法）。

DOJ は、刑事訴追だけでなく、差止請求訴訟を提起することができる。さらに、シャーマン法違反行為は、FTC5条にも違反するため、FTC は排除措置を命じることができる。DOJ と FTC は事前に事件の担当を割り振っている。

●私人による執行

シャーマン法違反の被害者は、差止請求訴訟及び3倍額損害賠償請求訴訟を提起できる（クレイトン法4条、16条）。さらに、州司法長官が「父権訴訟」の形でこれらの訴訟を行うことがある。

◆注

（注1）市場参加者は政府と比べてルール作成に適する。市場参加者には売手と買手がいるが、次の理由から売手の方が買手よりもルール作成者として適している。なぜなら、売手は市場が適切に機能することに強い誘因を持つだけでなく、買手と比べて、専門知識を有し、同質性が高く、適度に集中しているためである。Herbert Hovenkamp, *Antitrust Violations in Securities Markets*, 28 J. Corp. L. 607 (2003).

（注2）自主規制には、直接の政府規制と比較して次のような長所がある。第一に、複雑な分野において、当事者としての専門知識を活用できること、第二に、証券業界の人材及び施設が活用でき、規制コストが軽減されること、第三に、微調整のきく弾力的な運用ができること、第四に、倫理基準として法律よりも高い基準による規制が可能となること、である。

（注3）*Fashion Originators' Guild of America v. Federal Trade Commission*, 312 U.S. 457 (1941) .

（注4）*Arizona v. Maricopa County Medical Society*, 457 U.S. 332 (1982);
National Society of Professional Engineers v. United States, 435 U.S. 679 (1978);
Goldfarb v. Virginia State Bar, 421 U.S. 773 (1975).

(注5) California Retail Liquor Dealers Ass'n v. Midcal Aluminum, Inc., 445 U.S. 97 (1980).

(注6) 最高裁は「州の積極的監督」の意味を、州が民間の決定について、政策と一致するか否かを判断し、濫用を修正するために審査する（又は審査し得る）という意味と捉えた。そして、以下のような本件の事案においては、そのような意味での州の積極的監督はないと判断した。

①州の厚生局は、司法手続きの開始又は州法規定を遵守しない病院の免許の拒否・停止・取り消しを通じて同法を執行する権限を有するが、特定のピア・レビューを審査する権限、又は、病院が採る手続きの質を審査する権限さえ有しなかった。

②州の医療審査委員会は、医師による病院使用特権の終了又は制限の決定を通知される権限を有するが、当該決定を承認しないという権限を制定法上有していなかった。

かつ、③たとえ民間の行為に対する司法審査が積極的監督要件を満たし得るとしても、本件においてはそうではない。なぜなら、州法は、そのような決定の直接の司法審査を認めるかどうか不明であり、かつ、州裁判所は、たとえそのような決定の司法審査を行うとしても、司法審査は合理的手続きの有無及び審理対象者の行為が患者を危機にさらすと認定しうる証拠の有無に限定され、特権拒否の実態は取り扱わないであろうと、示してきたからである。Patrick v. Burget, 486 U.S. 94 (1988).

(注7) Klor's Inc. v. Broadway-Hale Stores, Inc., 359 U.S. 207 (1959).

(注8) Northwest Stationers, Inc. v. Pacific Stationery and Printing Co., 472 U.S. 284 (1985).

(注9) Silver v. New York Stock Exchange, 733 U.S. 341, 349-51 (1963).

(注10) SECは、投資家保護、取引所で取引される証券の公正な取引の確保または取引所の公正な運営の確保のために必要あるいは適切であると判断する場合は、取引所規則の変更を要請し、その上で命令する権限を有していた。この権限の対象は、①会員の財務責任基準、②証券の発行・一次的分売後の一定期間の登録・取引の制限、③証券の上場、④取引時間、⑤取引勧誘の方法及び場所、⑥架空又は番号のみ登録された口座、⑦精算・支払・

引渡及び口座閉鎖の時期・方法、⑧取引の報告、⑨委託手数料などの合理的な料率の設定、⑩取引の最小単位、⑪端株売買、⑫信用取引における最低預託金、⑬以上と同様の事項、であった。証券取引所法旧19条b項。

(注11) 証券取引所法15A条n項。1975年改正によりこの規定は削除された。

(注12) これまで裁判所は、取引所による入会の規制、除名の制裁を伴うような会員の行為に関する規則の制定、会員と非会員との取引禁止、さらに、取引所外の取引においても、会員権の保持の条件として一定の取引所規則の遵守を要求すること、を認めてきた。

(注13) なぜなら、会員が信用の低い非会員と取引すれば、投資家と会員が金銭的損害を被り、取引所と会員に対する投資家の信頼を損なうことにより、取引所の機能の遂行を甚だしく害する危険があるからである。

(注14) さらに、シルバー判決のような非会員に対する電話回線の切断と異なり、委託手数料率の設定は特定の競争者を害するための武器ではなく、いったん設定された料率は平等かつ統一的に適用されるものであった。Kaplan v. Lehman Bros., 371 F.2d 409 (7th Cir. 1967), cert. denied 389 U.S. 954 (1967). Rehearing denied 390 U.S. 912.

(注15) 最高裁への裁量上訴は退けられたが、Warren長官は反対意見において、これら下級審の態度は、シルバー判決が命じる綿密な分析と慎重な衡量にほど遠いものであると批判している。

(注16) Thill Sec. Corp. v. New York Stock Exchange, 443 F.2d 264 (7th Cir. 1970), cert. denied 401 U.S. 994 (1971). 判決なお、同判決は、スィル判決をカプラン判決と次のように区別した。まず、①前者の原告の主張が当然違法であったのに対し、後者の原告の主張は合理の原則の適用であったこと、②前者で問題となった協定手数料率が平等に適用されるのに対し、後者で問題となった非会員への手数料の分与の拒否は、競争を破壊する手段として濫用されやすく、特定の競争者を害する武器として利用可能であり、この料率の適用が非統一的かつ差別的であったとされること。

(注17) Ricci v. Chicago Mercantile Exchange, 409 U.S. 289 (1973). この他、1963年に最高裁は、1960年銀行合併法上、合併の承認に際してその競争への影響を考慮する義務を

負う、通貨監督官(Comptroller of the Currency)が承認した銀行の合併に対してさえ、反トラスト法からの適用除外を認めなかった。United States v. Philadelphia National Bank, 374 U.S. 321 (1963).

(注18) ただし、一定の場合に、SECが競争への影響などを考慮の上で、協定委託手数料制度に戻ることを許容する権限を与えた。証券取引所法6条e項。

(注19) Gordon v. New York Stock Exchange, 422 U.S. 659 (1975).

(注20) United States v. National Ass'n. of Securities Dealers Inc., 422 U.S. 694 (1975).

(注21) 1940年 投資会社法22条f項は、SECの規則や規制に反しないこと及び公開することを条件に、投資信託がその持分の交渉可能性と譲渡性について制限を課すことを認めている。

(注22) しかし、4人の判事は、黙示の適用除外について、より厳しい基準を主張した。

(注 23) Credit Suisse Securities (USA) LLC v. Billing, 551 U.S. 264 (2007). 岡田直己「米国反トラスト法の黙示的撤回の法理とその展開—証券取引記分野の連邦最高裁判決」公正取引 709 号 56 頁。

(注24) この点は次のように説明された。①本件の行為は、新規発行株式を促進し販売するための引受人による共同の努力であり、よく規制された資本市場の適切な機能にとって中心的なものである。②証券法は、SECに本件の行為の全てを監督する権限を与えている。SECは、引受人が従事する行為の実質的にすべての側面について禁止、許容、奨励、抑制等の規制を行う相当な権限を有する。③SECは、本件の行為一般について、その法律上の規制権限を継続的に行使してきた。

(注25) Verizon Communication Inc. v. Law Offices of Curtis v. Trinko, LLP, 540 U.S. 398 (2004).

(注26) 詳しくは、拙稿「米国の証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止(2)—全米証券業協会を巡る最近の問題—」京都学園法学1998年第2号23頁。

(注27) United State v. Alex. Brown & Sons, Inc., 963 F. Supp. 235 (S.D.N.Y. 1997). は、同意判決に終わった。拙稿「米国株式店頭市場(ナスダック)における証券業者(マ

ーケット・メーカー)による表示気配(呼値)の共謀疑惑と同意判決」公正取引570号83頁。

(注28)Report Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934
Regarding the NASD and the NASDAQ Market, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 85824 (Aug. 8, 1996).

(注29)Executive Summary of the Report of the NASD Select Committee on Structure and
Governance to the NASD Board of Governor (1995).

(注30) 証券取引所法の制定時に議会は、取引所は公共的機関として運営されるべきであり、
会員の利益を目的とする私的クラブとして運営されるべきではないと考えたが、具体的な
内容はSECに委ねた。その後、SECによる勧告や、NYSEが任命する委員会を通じて、理事会
構成については、会員間の公正な代表の実現や公益を反映されやすくする方向がすすんだ。

(注31)絶対的免責及び反トラスト法の黙示の適用除外を認めた判例として、*e. g.*, *Austin
Municipal Securities Inc. v. National Association of Securities Dealers Inc.*, 757
F.2d 676 (5th Cir. 1985). 詳しくは、拙稿「全国証券業協会の懲戒委員の民事責任」商事
法務1361号36頁参照。

(注32)まず、NASDのいわば訴追スタッフ(弁護士スタッフ)が、審問パネルによる証拠の許
容性の判断に影響を与え、審問パネルが作成する決定書面の草案を作成するなど、審問パ
ネルとの間で一方当事者のみに偏った接触をしている。さらに、被審人にはスタッフ側の
もつ証拠へのアクセスが非常に限られている。

◆ 参考文献

SEC 報告書邦訳刊行会『SEC 証券市場特別調査報告書(6)』(SEC 報告書邦訳刊行会)。

岡田直己「米国反トラスト法の黙示的撤回の法理とその展開—証券取引分野の連邦最高裁
判決」青山法務研究論集 2010 年 3 月号 43 頁。

神埼克郎「米国の 1975 年証券諸法改正法(1)」インベストメント 29 巻 1 号 18 頁。

神埼克郎「同 (2)」インベストメント 29 巻 2 号 2 頁。

神埼克郎「同(3)」インベストメント 29 巻 4 号 2 頁。

神埼克郎「アメリカ証券市場の諸問題とその改革(1)」インベストメント 25 巻 5 号 36 頁。

神埼克郎「同(2)」インベストメント 25 巻 6 号 13 頁。

「NYSE の委託手数料問題と独占禁止法」証券 20 巻 235 号 22 頁。

龍田節「アメリカにおける証券取引と競争制限」法学論叢 88 巻 1・2・3 号 84 頁。

日本証券経済研究所『外国証券関係法令集アメリカ I[改訂版]』（日本証券経済研究所、平成 2 年）。

福光家慶「証券業協会制度序説」神戸法学雑誌 12 巻 131 頁。

前田重行「証券取引における自主規制」龍田節・神崎克郎『証券取引法大系—河本一郎先生還暦記念』（商事法務研究会、1986 年）。

宮井雅明「政府規制と反トラスト法 連邦法レベルでの調整」土田和博・須網隆夫編著『政府規制と経済法—規制改革時代の独禁法と事業法』103 頁（日本評論社、2006 年）。

拙稿「米国の証券業の自主規制機関による不当な競争制限の防止(1)—全米証券業協会を巡る最近の問題—」京都学園法学 1997 年第 3 号 1 頁。

Baxter, NYSE fixed Commission Rates Private cartel Goes Public, 22 Stan. L. Rev. 675, 677 (1970).

Callery and wright, *NASD disciplinary Proceedings — Recent Developments*, 48 BUS. LAW. 791 (1993).

H. HOVENKAMP, *FEDERAL ANTITRUST POLICY* (4th ed. 2011).

Karmel, *Securities Industry Self-Regulation — Tested by the Crash*, 45 WASH. & LEE L. REV. 1297 (1988)

Lowenfelds, *A Lack of fair Procedures in the Administrative Process: Disciplinary Proceedings at the Stock Exchange and the NASD*, 64 CORNELL L. REV. 375 (1979).

Page, *Self-Regulation: the constitutional Dimension*, 49 MOD. L. REV. 141 (1986).

Pichard and Djinis, *NASD disciplinary Proceedings: Practice and Procedure*, BUS. LAW. 791 (1982).

Smythe, *Government supervised Self-Regulation in the Securities Industry and the Antitrust Laws: Suggestions for and Accommodation*, 62 N.C.L. REV. 475 (1984).

Stone and Perino, *Not Just a Private Club: Self Regulatory Organization at State Actors When Enforcing Federal Law*, 1995 COMUM. BUS. REC. 451.

Westwood & Howard, *Self-Government in the Securities Business*, 17 LAW & CONTEMP. 518 (1952).

Self-Regulation in the Securities Industry: The Role of the Securities and Exchange Commission, 29 LAW & CONTEMP. PROBS. 663(1964).