

証券市場における自主規制

ジョン・カーソン (*John Carson*)

世界銀行
金融・民間セクター開発ネットワーク
グローバル資本市場部門
証券市場グループ
2011年1月
公開承認済み

要旨

本報告書では、世界各地の証券市場における自主規制の動向とその役割を詳説する。また、自主規制が証券市場規制の有効な要素となる条件について、新興国市場を中心にみていく。

新興国市場では、証券取引規制の有効性と市場の公正性の向上を目的とする総合的な戦略の一環として、自主規制と自主規制機関の利用を推奨されることが多い。証券監督者国際機構(IOSCO)によれば、自主規制への依存は、規制制度の任意の選択である。規制が比較的整っており、効率性の高い資本市場の場合には、自主規制機関が市場を後押しする可能性もあるが、自主規制の価値について、多くの国で疑問視する声が再び上がっている。取引所の営利企業化、法定規制当局の強力化、金融サービス業規

制機関の統合、資本市場のグローバル化といった動きが、自主規制機関としての証券取引所の従来の役割を中心に、自主規制の範囲と有効性に影響を及ぼしている。

本報告書は、取引所自主規制機関、会員(または独立)自主規制機関、証券業界・ディーラー団体などの様々な自主規制モデルを検証する。さまざまな市場の自主規制機関の事例から、世界各国の市場における自主規制への依存度とともに自主規制機関が担う機能の範囲を解説する。ガバナンス、利益相反の管理、政府規制当局による規制監視など、自主規制機関の有効な運営に重要な問題についても考察する。

本報告書は、金融・民間セクター開発担当副総裁室グローバル資本市場部門証券市場グループの成果物であり、世界銀行の研究成果への自由なアクセスを実現するとともに、世界各国の開発政策を巡る議論に寄与するという世界銀行としての取り組みの一環である。政策研究ワーキング・ペーパーは、ウェブサイト(<http://econ.worldbank.org>)にも掲載されている。著者の連絡先はjohn.carson@compliax.comである。

政策研究ワーキング・ペーパー・シリーズは、進行中の研究で得られた成果を広めることで、開発問題に関する意見交換を促進するものである。本シリーズの目的は、発表内容が完全に練り上げられる前であっても、速やかに研究成果を公開することにある。本シリーズには著者名が記載されており、それに基づき、引用されたい。本報告書に示す研究成果、説明、結論はすべて著者のものであり、必ずしも国際復興開発銀行/世界銀行および附属機関、または世界銀行の理事会もしくはそのメンバーが代表する政府の見解を示すものではない。

証券市場における自主規制

ジョン・カーソン(John Carson)*

* Compliax Consulting Inc.、カナダ、トロント
(コンプライアックス・コンサルティング・インク)

連絡先:john.carson@compliax.com, www.compliax.com

キーワード:証券市場、規制、自主規制

謝辞: 本報告書は、証券市場分野における知識共有を支援することを目的に、世界銀行グループの金融・民間セクター開発ネットワーク副総裁室証券市場グループが委託し、主任金融スペシャリストのクレメンテ・デル・バーレ(Clemente del Valle)氏が監修したものである。世界銀行および筆者は、本報告書の査読という貴重な貢献をしていただいたIOSCO自主規制機関(SRO)諮問委員会をはじめ、FINRA(米国金融取引業規制機構)国際的なデピュティー・マネージング・ディレクター、ポール・アンドリュース(Paul Andrews)氏、金融サービス・コンサルタントのリチャード・ブリットン(Richard Britton)氏(ロンドン)、世界銀行金融セクター開発ネットワークディレク

ターのパトリック・コンロイ(Patrick Conroy)氏、およびフランス金融市場協会(AMAFI)、カナダ投資業規制機構(IIROC)、日本証券業協会(JSDA)の各団体に感謝の意を表するものである。

第1章 序論

自主規制は、多くの新興国および先進国の証券市場の規制構造で重要な役割を担っている。新興国市場では、証券取引規制の有効性と市場の公正性の向上を目的とする総合的な戦略の一環として、自主規制と自主規制機関(SRO)の利用が推奨されることが多い¹。SROの利用は資本市場の効率化につながり、その結果、企業は妥当な費用での資本調達先として株式・債券市場を利用することが可能になり、それが事業拡大と経済発展を後押しすることになる。

しかしながら、最近になって世界中の市場で自主規制の枠組みに対する圧力が高まっている。世界中のほとんどの国で自主規制の価値を巡る議論が再燃している。取引所の株式会社化、法定規制当局の強大化、金融サービス業規制機関の統合、資本市場のグローバル化といった動きが、SROとしての証券取引所の従来の役割を中心に、自主規制の範囲と有効性に影響を及ぼしている。さらに2008～09年の国際金融危機の結果、すべての金融規制制度の有効性が再検証されてきている。金融危機は、規制当局と金融仲介業者双方のガバナンスの問題点を再び前面に押し出した。一方で、市場運営者から独立性を保っているSRO(米国のFINRAなど)の重要性が高まっている国も見られる。

こうした動きは、世界銀行などの政策助言者が新興国市場の資本市場に推奨すべき自主規制の依存度に対する疑問を投げかける²。本報告書では、世界各地における自主規制の動向とその役割を詳説する。また、ある特定の国において自主規制が証券市場規制の有効な要素となる条件についてみていく。一般論として現在、欧州と中東で自主規制が果たしている役割は小さい。北アメリカでは独立SROが取引所SROからその役割を引き受け、引き続き重要な役割を果たしており、ラテンアメリカ諸国においてもその役割は拡大している。アジアでは自主規制への依存度は低下しているものの、ほとんどの国で依然として重要な役割を果たしている。

2007年、世界銀行の金融セクター政策グループはインドの証券市場のために、代替となる新自主規制構造に関する政策ノートを作成した³。本報告書はインドのために行なった研究を土台に、一般的な資本市場開発の視点からこの問題をさらに包括的に検証する。

本報告書は、主要国(地域)と重要新興国市場での経験をもとに、世界銀行が資本市場での自主規制の採用について顧客に助言する際に用いる政策的枠組みを構築するものである。その目的は自主規制に対する国際的な動向と姿勢を分析し、世界銀行など証券規制制度における自主規制の利用に関する専門的な支援、助言、政策研究の提供に従事している国際機関のために有用な参考文献を作成することにある。

本報告書は、自主規制の利用を支持または否定するものではなく、また、SROモデルが使用される場合に特定の自主規制モデルの採用を推奨するものでもない。むしろ、世界銀行の資本市場業務における自主規制問題に対する綿密かつ一貫性のある取り組みを支えるツールである。また、政府規制当局、証券市場参加者、SRO、およびその他の関係者による自主規制の分析を支援することを意図したものである。

金融市場分野における世界銀行の業務には通常、規制基準、市場の公正性、市場における投資家保護の向上に関する政策的助言が含まれている。資本市場開発の専門家(アドバイザー、実務者、学術研究者)は、こうした分野の健全な基準が資本市場の成功促進に不可欠な基盤と考えている。本報告書では、自主規制とSROが規制基準、市場の公正性、投資家保護の向上を実現

¹ 証券監督者国際機構(IOSCO)の「証券規制の目的と原則」の原則 6 および 7 は、自主規制が証券規制の目的を実現するために規制当局を補完する貴重な機能となる可能性があることを認識したものであるが、同原則は管区を問わずすべてに自主規制の利用を推奨しているわけではない(IOSCO、2003年:7.2、p12)。

² 例えば、SEC 2005年、IOSCO 新興国市場委員会 2005年、IOSCO 専門委員会 2006年bを参照。

³ 世界銀行 2007年、未発表---

するための諸条件の概略を示す。また、資本市場に有効な国内規制構造の一環をなす自主規制制度の開発も取り上げる。

本報告書の構成

本報告書は序論に続いて6つの章からなる。

- 第2章「国際的な動向」では、世界各国の自主規制に対する取り組みと最近の動向を検証する。取引所の営利企業への転換が規制責任に与える影響を論じ、国際的な自主規制への依存度および多くの国(地域)における自主規制の利用減少の背景要因も検証する。また、規制への取り組みに民間の意見を取り入れるための公式SROに代わる手段を指摘する。
- 第3章「規制モデルと各国の事例」では、自主規制依存型の4種類の基本モデルを説明し、6大先進国市場の自主規制への取り組みを比較する。
- 第4章「SROの責任」では、SROの主な役割を説明し、SROと証券監督者との役割分担を論じる。SROが担うのに最も適している規制機能は何か？
- 第5章「ガバナンスと利益相反」ではSROがどのように組織され、ガバナンスされているかを検証する。SROガバナンスの動向と国際的に使用されているガバナンスの主要原則を説明する。また、自主規制に存在する利益相反も取り上げ、SROと監督当局双方がそうした利益相反をどのように管理しているかについて考察する。
- 第6章「SROの監視と規制当局の役割」では、政府規制当局によるSROの監視または監督の原則に加えて、最近の監視制度の動向の概略を示す。また、SROガバナンスの監督における証券監督者の役割についても取り上げる。
- 第7章「新興国市場への影響」では、新興国市場における自主規制の利用を目的に調査した現在の動向と問題点の影響を分析して、本報告書を締めくくる。ある市場で自主規制を利用することの実現可能性と利点を評価する場合に考慮すべき要因を検証する。この章では自主規制が適切に考慮できる条件を示す。

本報告書では、取引所および店頭市場の両方を含む公開証券市場の参加者の規制を説明している。規制基準を維持し、投資家を保護する上で自主規制の役割は、多くの国の証券分野において重要となっている。

規制制度には多くの場合、高度な知識と経験を有する「適用除外」投資家に有価証券を販売するための私募市場、つまり「適用除外」市場が存在する。私募市場における有価証券の発行、販売、取引は、規定が少なく、監督基準が低いことが多い。取引所は公開市場を重視しているため、取引所SROを中心にSROの多くは、この市場に関係していないが、会員企業の証券関連業務全てを監督する責任を担うSROも一部存在する。

また、リテール市場の基準と比較した場合、多くの国でホールセール、つまり機関投資家市場に適用する規制基準が緩和されている。こうした姿勢はリテールと機関投資家双方と取引する会員を監督する責任を担うSROの規則と制度に反映されている場合がある。

第2章 国際的な傾向

証券市場の自主規制は、世界中で様々な形態を取っている。自主規制の定義として、普遍的に認められているものはない。「自主規制」という用語は、公式な自主規制機関(SRO)、金融業界団体が定めた基準、および金融機関の内部管理・コンプライアンス機能を指すために使われる場合がある。

全面的な自主規制制度を利用した証券規制制度は図2-1に示す通り、4層の規制からなるピラミッド型と見ることができる。

制度の土台となるのは金融機関の内部「自主規制」、すなわち内部統制である。こうした金融仲介業者は制度の第一層、つまり「現場」に立つ門番と考えることができる。最上層は主たる規制当局であり、証券取引委員会や金融規制当局がこれにあたる。

第一層は、公式の自主規制が利用されているかどうかに関係なく、あらゆる種類の規制制度において等しく重要である。リスク管理制度、内部観察、内部統制、ガバナンスなどの企業内部からの監督・コンプライアンス機能は、効果的な規制制度の非常に重要な要素である。自社の事業運営の最前線、つまり第一層による監督は、すべての規制制度において有効に機能していなければならない。

金融危機で明らかになった金融機関のリスク管理・監督制度の問題は、企業の内部制度の厳格な最低基準の必要性とともに、そうした制度の設計、導入、維持に関する規制当局による監督強化の必要性を高めた。金融機関の業務に対する効果的な規制・監督を導入する上で、SROによる公式な自主規制が重要な役割を果たすことができるのは、後者の分野である。

本報告書は第一に、会員企業に対する規制権限を持つ組織による公式な自主規制を検証する。公式な自主規制はSROを通じて行なわれ、その定義は一般的に、証券市場および市場参加者の行動に適用される規則を制定し、その遵守状況を監視し、執行する民間組織といえよう⁴。

SROという用語は、証券監督者の監督の下で業界、規制または公益の機能を担う民間組織という、やや緩やかな意味で使われることが多い。しかし、会員や市場参加者の業務遂行を規制するという意味で、そうした組織全てがSROというわけではない。この文脈で「規制」とは、「活動または一連の行為に規則または法律を適用することで、これを体系化し、管理すること」を意味する。

例えば、米国では法律で取引所、証券業協会(FINRAなど)、清算機関のすべてをSROに分類している。1934年証券取引法はSROに対して、SECから認可を受け、SRO独自の規則と連邦証券法の両方を会員に遵守させるよう管理することを義務付けている。しかし、多くの国では、法律が取引所の承認だけを対象としており、ほとんどの国でそれが唯一のSROの形態であるため、自主規制機関は法律で正式に定義されていない。

最も徹底した形態の自主規制の場合、SROは会員または市場参加者の行動規則を制定し、そうした規則の遵守を監督し、執行する権限を有している。この権限は通常、法律または法定規制当局による権限委譲に基づいているが、規制企業との契約に基づいている場合もある。全面的なSROは主に3つの規制機能を果たす。

⁴ 国際証券業協会会議(ICSA)は、SROの定義を「市場の健全性、投資家保護、市場の効率性を強化するという公益目的に専念する民間非政府組織」としている。ICSA(2006年b)は、SROの詳細な説明を次のようにしている。SROは非政府組織であって、(a)市場の健全性、市場の効率性、投資家保護の強化を含む公共政策目標を共有し、(b)政府規制当局の積極的な管理下にあり、(c)法定規制権限、もしくは政府規制当局から委託された権限、またはその両方を有し、(d)規制権限の対象となる企業および個人の規則と規制を制定し、(e)そうした規則と規制の遵守を監視し、取引市場を規制するSROの場合には市場の監視を実施し、(f)適用される規則・規制に違反する会員を懲戒する権限を有し、(g)組織の役員会に業界代表を含む、または別の形で業界の会員が統治に有意な役割を果たすようにし、(h)その商業活動と規制活動の利益相反が適切に管理されるようにする構造、運営方針、手続きを維持しているものとする。

- 規則の制定: 会員企業およびその他の規制対象者の行動を管理する規則と規制を制定する
- 監督: 会員と市場が規則を遵守しているか監督する
- 執行: 違反の可能性を調査し、違反した個人または企業を罰することで規則を遵守させる

SROは、上記機能のうち1つまたは2つだけを行なうこともある。例えば、SROは法定規制当局の制定規則遵守の監督に重点を置くこともある。民法制度に基づく国家の場合、政府の規制権限の委譲能力には法的な限界があるとともに、明示的な法的権限の必要性を根拠に、規則制定におけるSROの役割は小さい。また、SROの担う監督・執行の責任範囲は、SRO独自の規則のみを対象にする場合もあれば、会員に課せられる証券法・規制の遵守の監督にまで拡大される場合もある。前述の通り、米国SROの場合には、会員の連邦証券法の遵守を監督する法律上の責任を負っている。SROの執行管轄権は通常、SROの会員である認定個人と企業に限定される。したがって、投資家、発行体、企業役員は、SROの執行行為の対象となりえない。

SROは、政府または証券取引委員会もしくは金融監督当局などの政府の証券監督者と区別されなければならない。現在、証券監督者の多くは政府およびその公的サービスとは業務上独立しており、専門行政機関として規制手数料に基づく自主財源で自主運営されていることが多い。しかし、証券監督者は政府の設立した組織であり、政府省庁の管轄下にあり、民間組織ではない。

SROは民間組織として、その会員と株主に対して説明責任を負っている。また、法令に基づくとともに政府規制局を介して監督(政府)規制当局に対しても説明責任を負う。規制監督当局とは、一般的に証券取引委員会または同様の役割を果たす政府金融規制当局を指し、SROの運営とガバナンスの監視の責任を負う。しかし、規制の失敗がない限り、SROの運営を指揮または管理するところまで監視が及ぶことはない。SROは、規制監督当局から独立して所有、ガバナンス、運営されており、政府規制当局の一部門ではない(ガバナンスについては第5章、SROの監視については第6章を参照)。

SROは、投資家を中心に資本市場の全利害関係者に対しても広く責任を負っている。SROの多くは「公益の義務」(第5章で説明)を表明しており、SROの幅広い準公的な設立目的を反映したものである。こうした設立目的は、法令、SROの企業憲章または定款に定められている場合がある。

自主規制の利用

IOSCOの「証券規制の目的と原則(以下「原則」)」では、自主規制、とりわけ公式SROは証券規制制度の任意の選択であると明記している。原則は、自主規制が規制の適切な手段となる可能性を認めているものの、あらゆる国(地域)の規制構造にSROを取り入れることを推奨しているわけではない。原則6(IOSCO 2003年:12)では、「規制制度は、市場の規模と複雑性に応じて、各専門分野に対して直接的な監視の責任を行使する自主規制機関(SRO)を適切に利用すべきである」と明記している。

IOSCOは原則の導入に関する報告書の中で、SROの利用が適切と思われる場合として、規制の目的を達成し、会員に規則を遵守させる能力を備えたSROが存在するとともに、SROが規制当局による適切な監視の対象となっていることを挙げている。SROは、複雑な市場または政府資源が限定的な小規模な市場のように、規制制度に追加的な資源が必要とされる場合に利用できる(IOSCO 2008年:29)。IOSCOでは、認可を得るためにSROが満たすべき基準のリストを作成している(SROの監視に関する第6章を参照)。

SROの形態

本報告書は、世界各国に見られるさまざまな形態の自主規制と複数のSROモデルを検証する。

資本市場にはさまざまな種類のSROまたは類似の組織が存在し、IOSCOの定義する自主規制の目的の少なくとも一部の実現を目指している。そうした組織には次のような種類がある。

- **取引所SRO**–自主規制責任を備えた証券取引所
- **会員/独立SRO**–市場運営者とは独立している証券ディーラーまたはブローカーによる会員で構成されるSRO。組織が会員の業界団体として機能する場合や店頭市場(債券など)を組織する役割を担っている場合もある。
- **業界/業者団体**–一部の業界団体は、規則や義務の基準の制定など、限定的な自主規制機能を備えている。その他に、公式SROではないが、会員のために指針、ベスト・プラクティスを提供したり、その他の基準を定める団体もある。
- **証券集中保管機関(CSD)と清算機関**–CSDと清算機関は限定的な自主規制機能を備えていることが多い。世界市場では営利と非営利(相互組織)の両方のCSDが広く見られる。

証券市場分野では、まだ証券取引所が最も一般的な形態の公式SROであるが、取引所の規制主体としての役割は世界中で低下している。現在、先進国市場および多くの新興国市場の取引所のほとんどが営利企業になっている。取引所の本来の活動が規制だったことは当然ながら一度もない。さらに上場企業である取引所は、ほとんどが市場参加者の市場行動と企業行動の少なくとも一部に対する管轄権を保持しているとしても、厳密な意味では自主規制機関でも会員組織でもない。

市場運営者ではない会員SRO、すなわち「独立SRO」は、米国、カナダ、日本、韓国など一部の国で非常に重要である。こうしたSROは、証券ディーラーの会員組織として構成されているが、現在ほとんどの場合、そのガバナンスは会員によるSROの支配とそれに伴う利益相反を制限するようにになっている。また、規則の制定、監督、執行の機能を含む全面的なSRO権限を有している。独立SROの場合、取引所や市場を所有または運営しないが、市場と会員である仲介業者を規制することが多い。独立SROの中には、規制当局と会員の権利を代表する業界団体の二重の役割も担っている組織もある。その他に、例えば日本証券業協会(JSDA)やブラジル金融資本市場協会(ANBIMA)などは店頭(OTC)市場、とりわけ債券市場を管理する役割を果たしている。

業界団体SROは会員組織である。その主たる役割は会員の利益を代表することであるが、自主規制の役割も果たしている。特定の証券市場行為に適用される規則を制定したり、拘束力のある行動規範を公布する場合もある。一般にこうしたSROは、ガバナンスシステムを備え、会員が支配している。この種類のSROは、全面的な規則の制定、監督、執行の制度を備えていない場合があるが、それでも証券市場における行動基準を制定する上で重要な役割を果たすことができる。例えば、こうした組織は、ブラジルやエジプトに加えて、国際店頭市場(具体的には債券市場における国際資本市場協会[ICMA])において重要な存在である。国際スワップデリバティブ協会(ISDA)もデリバティブ市場において基準を制定する役割を果たしているが、自らをSROとは考えていない。

最後に、多くの国に証券市場参加者を代表する業界団体が存在する。こうした組織はSROではないが、会員向けに拘束力のない行動規範およびその他の指針を作成している。規則の制定や執行権限を持つ公式SROではないものの、ベスト・プラクティスと自主基準の採用を推進することで、基準と規制制度の改善に寄与している。業界団体の提供する指針の拡大は、自主規制の1つの形態と考えることができよう。英国の金融サービス庁(FSA)は、一定の業界指針を準公式と位置付けることでそうした見方を支えている。フランスでも、規制によってフランス金融市場協会(AMAFI)

のような協会が定める基準の実施を企業に義務付けられる場合があることから、同様の手法を採用している。

FSAの手法のように、規制当局が上位の規則を制定し、業界が規則の実施方法に関する指針や実務基準を定める場合は、他の国(地域)で適用される自主規制の概念に類似している。

厳密に言えば、指針は規制の一種ではない⁵。指針の遵守は強制ではなく、会員はそれに従うかどうかを選択できる。FSA(2007年:2.9項)は、「このような状況の中で、業界指針を利用することがもう一層の規制を作り出すことになってはならず、また、指針の提供者は疑似規制当局ではないという点をわれわれは認識している」と明言している。しかしそれでも民間組織にとって業界指針は、証券市場における仲介業者の規制遵守と基準の両方を支える手段である。こうした活動は規制当局の取り組みを支援し、同時に市場行動の基準向上に役立つことになろう。

規則を採用する権限を持たない業界団体は本質的にはSROではないが、いくつかの重要なSRO、例えば、全米証券業協会(NASD)やカナダ証券業協会(IDA)が業界団体として発足していることは特記すべきである⁶。NASDは「高度の商業倫理」を促進するために投資銀行の自主組織として発足した。1937年には、店頭市場の公正取引規則と会員に対する苦情の処理手続きが作成された⁷。当初、NASDの自主規制機能は専門職員の業務ではなく、懲罰機能の管理を含め会員参加に基づいて実施されていた。

業界団体はその他に、業界関係者の許認可など証券市場における行動基準の向上や業界関係者の教育、研修の提供を支援する役割を果たす場合がある。当該団体の規定する要件がどのように公式な規制制度に取り入れられるかによるが、こうしたことも一定の自主規制機能の実行に寄与することができる。

SROへの加入は任意の場合も、強制の場合もある。任意団体では仲介業者はSROの会員にならずに活動することを選択でき、その場合、規則は適用されない。当然ながら任意制度の場合、相当数の企業、あるいは有力企業が制度に参加しないことを選択すれば、その有効性は低下するかもしれない。そのため、米国やカナダなど一部の国では一般投資家に証券取引サービスを提供する企業はSROへの加入を義務付けられている。また、加入は任意かもしれないが、証券業を行なう上で実質的に必須の場合もある。例えば日本ではJSDAへの加入は義務付けられていないが、すべての証券会社が会員となっている。多くの国で、仲介業者として活動する上で優先市場または唯一の証券取引所への参加が必須の場合には、取引所SROへの加入が必要となる。

会員に対するSROの権限と管轄権は、SRO制度が強制、任意いずれの場合であっても、契約に基づく、または法律で確立されており、多くの場合、その両方である。会員は、SRO規則の遵守を企業に義務付ける会員契約をSROと締結しなければならず、SROの権限には、証券法による法的な裏付けがある。米国などの一部の国(地域)では、会員契約に基づきSROに付与される会員に対する権限が、で法定規制当局が法律に基づき付与される権限を上回っている。

清算機関や証券集中保管機関(CSD)などのその他の証券業界組織は、SROと見なされる場合と、証券法および規制に基づき類似の地位を得る場合がある。一部の国では、代替的取引システム(ATS)も許可または登録が義務付けられ、規制義務を負わなければならない。こうした組織は決済または取引サービスの利用条件として、参加者に契約による活動規則の遵守を義務付けている。例えば、CSDは参加、あるいはサービス利用、および保護預り・決済制度の運営に関する規則

⁵ 前述の通り、この文脈で「規制」とは、「活動または一連の行為に規則または法律を適用することで、これを体系化し、管理すること」を意味する。

⁶ NASD は現在の FINRA である。IDA は現在のカナダ投資業規制機構(IIROC)である。

⁷ Fulton, Wallace, 「The Origin of the NASD - The OTC Market's Venture into Self-Regulation」、SEC は 1939 年に NASD を全国的な証券取引協会として登録した。

を制定しなければならない。しかし、活動規則の適用はサービスの利用のみに適用され、通常は参加者の行動やその顧客との関係にまで及ばない。

いずれにしても、米国、英国、カナダを含む多くの国がCSDをSROの一形態として扱っている。この取り扱いは、CSDが市場に不可欠な基盤サービスを提供しているため、規制当局がCSDを認可・監督していることを反映しているのかもしれない⁸。CSDは証券業界の基準制定とリスク管理で重要な役割を果たす。市場参加者に対する規則を施行する限定的な形態の規制主体であるが、その規則は市場参加者の清算・決済サービスの利用方法だけを対象とする。CSDの規則は一般に企業行動やその他の分野の要件を設定するところまでは及ばないが、中国・香港特别行政区(SAR)など一部の地域では、リスク管理や内部統制の規則を制定している。

自主規制機関の役割

自主規制の役割、あるいはその目的は、投資家の保護と市場の公正性の維持であると広く認識されている。SROは、会員の利益あるいは現在ではより一般的に自らの株主の利益よりも、公益を優先して行動することが期待されている。IOSCO SRO諮問委員会(2000年:2)では、「自主規制の広義の目的は、金融市場に対する政府の規制に特定されている目的と同じであり…市場の公正性を保護し…金融の信頼性を保護し…そして投資家を保護することである」と言明している。通常、SROは会員または市場参加者の市場行動と顧客対応について規制および監督する広範な権限を有している。

SROの大多数が取引所であることから、規制がSROの本来の役割ではないことは明らかである。「純粋なSRO」は、米国のFINRAやカナダのIIROCなど数えるほどしかない。純粋なSROの唯一ではないとしても本質的な役割は規制である。この点が、取引所SROと独立SROの最大の違いである。独立SROとして、また会員のための陳情組織としても機能(そして店頭市場など特定の市場を運営)する業界団体は、一種の複合組織である。よく知られている事例として日本証券業協会(JSDA)と韓国金融投資協会(KOFIA)がある⁹。

現在では、ほとんどの取引所が営利事業体となっていることから、自主規制の性格に関する議論が再燃している。取引所SROはしばしば、自主規制というものは製品の品質管理に似ており、そのため、基本的にはビジネス機能であると述べている。しかし、この見方は品質管理と規制機能に存在するいくつかの根本的な違いを無視したものである。規制には強制力がある。適用されるのはサービスの提供側ではなく、利用者であり、規制対象企業に規則を遵守させる強制力を行使する可能性を伴う。これは企業が自主的にSROに参加した場合でもそうである。SROの規制は、複雑で法律を尊重した規則、監視制度、執行手続きを伴う私法の一つである。現在、取引所の多くは、品質管理と規制の線引きに苦心している。

SROは多くの国(地域)において法律または規制に基づいた「公益責任」を担っている。証券監督者は第一にSROが「公益責任」を果たしているかを監督する。IOSCO(IOSCO専門委員会、2001年:4)は、取引所の役割について「公正で効率的な資本市場は公共財である。適切に運営されている取引所は、資本市場の重要な一部である」と意見を述べている¹⁰。

⁸ 支払・決済システム委員会(CPSS)と証券監督者国際機構(IOSCO)による「証券決済システムのための勧告 18」(2001年)では、「証券決済システムは透明で有効な規制と監視の対象とされるべきである。中央銀行と証券監督者は相互に、かつ関係当局と協力すべきである」と勧告している。

⁹ KOFIAは2009年に韓国証券業協会、韓国先物協会、韓国資産運用協会が合併して設立された。

¹⁰ IOSCO専門委員会(2001年:10)は取引所の株式会社化に関する報告書の中で、「取引所の公正かつ効率的な機能は重要な公共利益である。流動性と正確な価格発見の場を提供する流通市場の効率性は、営利企業にとっての効率的な資本調達を容易にし、企業部門全般および経済全体の利益となる。取引所が規制機能を適切に果たせないことは、同様に広範囲に影響を及ぼすことになる」と指摘した。

自主規制の動向

過去20年間の市場と規制の動向により、自主規制の性格、範囲、仕組みは大きく変化してきた。明確な傾向として、従来の証券ブローカー会員が支配するSROから、証券ブローカー会員と市場運営者の両方から独立を図った組織への移行が定着している。SROの組織構造、ガバナンス、運営、監視はこうした変化を反映したものである。現在、SROは幅広い利害関係者および市場参加者すべてに対応することが求められている。

従来の取引所の株式会社化、新しい営利市場の発足、そしてあらゆる種類の市場間の競争激化が取引所の規制の役割に対する大きな圧力となっている。こうした傾向によって、多くの国では規制の権限と責任を取引所から法定機関へ移管することとなった（IOSCO専門委員会、2006年^a等を参照）。取引所によっては、独立SROに規制活動を移管または委託しており、特に北米でそれが顕著である¹¹。こうした動きに、規制は基本的に公的または法定機関の役割であるとする欧州など一部地域における支配的な見方が加わり、取引所SROを中心とした自主規制に対する依存度が低下するという全体的な傾向を生み出したのである。

一部の新興国では、国営または準国営の取引所が組織的な位置付けに基づき、規制権限を担っていた。アフリカと中東の多くの取引所の場合がその事例である。その他の新興国市場（東欧など）では、営利型モデルに基づく新しい取引所が設立されている。こうした多くの国では、政策立案者が取引所の設立時、または公営から民営に組織が移行した時に、強力な規制責任を取引所に与えない決定をした。こうした国ではかつてSROが存在したことがなかったため、証券市場の規制機能のほとんどを法定機関に与えるとの決定は、自主規制離れというよりは、資本市場改革の一環として自主規制に依存しないとの政策決定であった。

こうした傾向にもかかわらず、多くの国で自主規制が重要であることは変わっていない。主要取引所の多くは、引き続き重要な自主規制機能を担っている。利益相反に対する懸念に対応するため、ほとんどの取引所が組織を再編して、SRO業務と営利業務を完全に、または部分的に独立させている。さらに米国など一部の国で見られる独立SROの重要性の高まりが、規制制度改革に取り組んでいる国にSRO制度に対する新たな関心を生み出すことも考えられる。大規模で活発な資本市場を持つブラジル、コロンビア、インド、マレーシアなどの新興国市場は、最近になってSRO制度を拡充している。こうした国ではSRO業務の独立性を確保するための改革が導入または検討されている。

公式SROが存在しない国でも、欧州のように規制制度を支えるために、指針、行動規範、継続教育などを提供することで、証券業界団体の利用拡大に向けた傾向が見られる。さらに、こうした国では取引の監督と市場での行動基準の制定に取引所が引き続き重要な役割を果たしているのが普通である。

次に自主規制への依存度低下傾向の主な要因を論じる。

- **証券取引所の民営化:** 大半の市場において証券取引所が唯一、または少なくとも主たる公式SROであることから、拡大する証券取引所の株式会社化と民営化の動きは、自主規制の役割に広範にわたる影響を及ぼしている。営利型取引所が規制の役割を有効に果たせるかという点については、営利目的との本質的な利益相反を踏まえ、引き続き議論がなされている（自主規制には本質的に利益相反が常に伴うとしてもである）。多くの取引所は、サービスの質に直接影響する中核的な規制機能に焦点を絞ることで、規制の役割に対しては「ビジネスアプローチ」を取っている。こうした規制機能には取引の監視、または市場の公正性と品質の監視、そして上

¹¹ しかし留意すべきは、少なくとも米国の場合には、規制機能を委託していても、取引所が規制基準および規制の失敗についての説明責任をSECに対して負うという点である。委託するサービス提供者自体がSROであり、SECの監視の対象でなければならない。

場証券の品質基準を決定付ける上場要件などが含まれる。こうした改革の目的は、利益相反を軽減させ、取引所が営利業務に注力できるようにすることである(利益相反の章を参照)。

- **競争の激化:**多くの国で競争原理が取引所の規制の役割を変化させる重要な要因となっている。国内外の取引所SRO間の競争激化で、取引は費用構造、規制回避行動の可能性、および発行市場の規制に対する競合市場のフリーライディングについて懸念を強めている。取引所は、規制機能を果たさない電子通信ネットワーク(ECN)やATSなどの民間市場とも競争している。競争激化は利益相反も増幅させ、規制費用の削減、収益業務への優先的な資源投入、利益を損なう規制行動の回避を促す動機が生み出される可能性がある。

ブロック・マッチング・システムやダーク・プールなどの新しいATSは、従来の取引所SROが負担していた規制費用をかけずに取引所の商業機能、つまり買い注文と売り注文のマッチングを行なうものである。これがATSを競争上、有利にしている。その一方で米国ではいくつかの有力なATSが、別の利点を得るために全米証券取引所としてSECに登録している。取引所はSROとしての責任を果たす義務があり、それを直接的に担うか、既存のSROに規制機能を委託しなければならない。ほとんどの規制機能をFINRAに委託できることが取引所としての登録の妙味を高めているようである。

- **自主規制の有効性に対する疑問:**市場の公正性を確保し、投資家を保護するために自主規制がどの程度有効であるかについて疑問が上がっている。不祥事や規制の失敗が自主規制の改革につながることは目新しいことではないが、今日の状況が従来と異なるのは全般的な環境が自主規制に対して寛容でなくなっていることで、その有効性を疑う政策決定者が増えている。現在、投資家の期待、政府の監視、規制の国際基準はかつてないほど厳しくなっており、SROへの圧力が高まっている。
- **国際化:**証券市場と証券大手のグローバル化が進み、国内、そして通常は市場に特化している取引所および会員組織にとっては、効果的に市場を規制することが一段と難しくなっている。先進国市場では取引の相当部分がクロスマーケット、店頭市場、あるいは国際取引の側面を持っている。金融商品と取引戦略の数が増加するにつれ、特定の取引システムや金融商品に重点を置いた取引所が市場行為全般を有効に規制する能力を巡る疑問が深まる。大手証券会社は国際的に事業を展開しており、数十年前と比べて国内取引所と規制当局との結び付きがはるかに弱まっている。SROの多くは規制の問題と国際取引の監督に協力する二国間・多国間協定を結ぶことでこの問題に対応している。例えば、現在、市場間監視グループ(ISG)¹²は、世界35カ所以上の取引所で構成されている。
- **政府規制当局の強化:**前記の4点などを理由に、政府は公的規制機関に与える権限を強めている。その結果は、自主規制の役割を弱める、または場合によっては事実上排除することである。市場のグローバル化によって国際基準達成にさらに重点が置かれ、その結果として法定規制当局の権限、資源、独立性が強化されている。IOSCOや世界銀行などの多国間組織は、数多くの分野で国際基準と指標を作成することで、こうした取り組みを支援している。市場での不祥事も、市場における行動基準引き上げ圧力に対応して、政府規制当局を強化させる要因となっている。政府機関はSROよりはるかに広範な管轄権と権限を持ち、より強力で有効な規制主体と見られている。
- **金融規制主体の統合傾向:**金融規制主体の統合に向けた世界的な動きは、自主規制への依存度を低下させているもう一つの要因である。一部の政府は規制について、複数の公的・民間組織ではなく、ごく少数の政府機関が集約的に実施すれば効率性が高まると考えている。また、

¹² www.isgportal.org

問題に対応するにあたって、SRO、取引所、業界、規制当局が関与することに伴うチェック・アンド・バランス機能がシステムに作用し、新しい取り組みの内容を改善させるという考え方もある。

世界銀行後援の調査(de Luna-Martinez and Rose, 2003年)によれば、5年前でさえ、46カ国が金融規制・監督機能の一部を統合していた(ただしこれらの規制当局の規制権限の範囲は大きく異なっていた)。最も先進的だった事例として、英国の金融サービス庁(FSA)のように、銀行、保険およびその他のセクターまでを対象とする総合的な金融規制主体を設立した国もあった¹³。FSAは自主規制機関の多くに取って代わったが、その中にはロンドン証券取引所(LSE)も含まれ、LSEは上場規則に対する責任権限さえ失った¹⁴。

総合的な規制主体の設立は必ずしも自主規制の廃止を意味していないが、その場合に自主規制の利用は著しく縮小することが多く、英国モデルの採用を目指している国であればなおさらである。銀行などの金融サービス業界には証券業界のような自主規制の伝統がない。最後に、新たな中央規制当局の設立といった大きな改革は、法定規制当局の権限拡大を伴うものである。

- ・「共同規制」:一部の国(地域)では、政府規制当局とSROが規制方針・業務を共有する手法を導入したことで、規制が複雑化し、両者の重複部分が増えている。法定規制当局とSROは同じ分野で活動していることが多い。国際取引所連合(WFE)による取引所規制の役割に関する調査(WFE 2005年)では、責任を明確に分ける代わりに、共同規制または共有化規制が広く利用されていることが明らかとなった。役割を明確に分けないことで、方針と取り組みに関する議論が長引いた結果、無駄な重複や遅延につながるが多い。また、役割と方針を巡る対立や、競合までも生み出すことがある。問題と取り組みへの共同関与の度合いが深いほど、規制当局とSROの間の調整に必要な時間を多く費やさなければならない。規制主体間の協調は有益かつ必要であるが、規制主体の規制分野が重なる場合には、問題への対応の非効率化と遅延につながることもある。

SROはしばしば、規則変更の承認申請や規制対応の前に、規制当局から非公式の承諾や同意を求める。この慣行は、業界よりも法定規制当局の望む形に規則と方針を合わせることにつながる可能性がある。米国ではSECが、多くのSROの取り組みや方針(特定の問題に焦点を絞った証券会社の「スイープ(一掃)」検査やNYSEとNASDAQの導入した上場企業のガバナンス改革など)を主導している。

共同規制に伴う重複と今日のSROの独立性に関する制約を踏まえ、自主規制の利点は、規制の追加的な負担と費用を今後も上回るかという点が問われている。

- ・効率性向上と費用削減への圧力:各国政府は、世界と地域の競合市場に対する自国市場の競争力を高めるために、規制効率の向上を望んでいる。規制費用の抑制は、資本市場の効率性と競争力の点で重要な要因となる。同時に証券業界は、すべての段階で規制費用が恒常的に上昇していることを懸念している。業界は、より効率的で無駄のない規制を求めているが、カナダや米国など複数のSROを持つ国において、SRO統合に向けた動きが強まっている背景にはこうした懸念がある。取引所が一定の規制機能を別のSROに委託できるようにする規制サービス契約やその他の形の取り決めは、効率性を高める別の手段であり、米国では多くの取引所が規制サービスをFINRAに委託している。

¹³ 本報告書の最終執筆時点で英国政府は、FSAの役割をイングランド銀行に移管する規制構造改革を発表した。

¹⁴ 他の取引所が上場を巡って競合するようになったことで、LSEが発行体の上場審査を行う「英国上場認可機関」としての役割を担うことは、受け入れられなくなったと言える。しかし、LSEも上場規則とコンプライアンス機能をすべてFSAに移管した。取引所の大多数はこうした機能を上場審査業務の一環として保持している。

次に、一部の国が引き続き広く自主規制に依存している、あるいはSRO制度を強化している理由を説明する。

- **全般的な規制資源水準の上昇:**多くの国が自主規制に依存しているのは、大規模で複雑な市場を中心とする証券市場の規制に膨大な資源が必要とされるからである。この例は、米国に当てはまる。政府の規制主体の場合、たとえ市場参加者からの手数料で財源を「自己調達」していても、徹底した規制に必要な専門職員や組織への投資が承認されないことがよくある。政策決定者は、健全な規制の恩恵を享受する証券ディーラーと取引所が規制の負担と費用の一部を直接的に負うべきと感じていると思われる。
- **業界専門家の知識と専門能力の利用:**今日の証券市場における投資商品、取引戦略、関連リスクは複雑であり、急速に変化している。仲介業者と取引所の活動を有効に管理、規制するのに必要な規則と制度は複雑であり、その理解と監督には非常に高度な専門能力を必要とする。自主規制は、特に規制当局による専門知識を持った職員の採用が難しい場合において、市場実務者の知識を利用する1つの手段と見なされることが多い。
- **会員と規制市場の現場の監督をSROに任せる一方で、規制当局はその他の優先事項に重点を置くことができる:**SROはしばしば現場の規制主体と呼ばれる。年次のコンプライアンス検査、規制報告書の分析、オンライン市場監視は、経験豊富な職員チームを必要とする資源集約的な作業である。規制当局が証券会社の業務と市場行為の徹底した監視を取引所や別のSROに依頼できれば、規制当局は重大なシステミック・リスクの特定とその対応、そして自主規制の対象外のその他の優先事項に、より多くの資源を集中させることができる。

結論として、多くの国で自主規制の役割が縮小、または事実上解消されている一方、少数の国では自主規制がこれまでにない強化、専門化されている。最近になって資本市場の発達したその他の国では、自主規制に広く依存しない政策決定が行なわれている。こうした決定は規制の効率性に関する懸念、そして自主規制の概念がない市場における自主規制に対する信頼性に基づいているとも思われる。そこで問われるのは、世界の証券市場に見られる全般的なSROへの依存度低下傾向は今後も続くのか、それとも現在進行中の改革ならびに監督の質および行動基準引き上げに対する持続的な圧力によって、自主規制への関心が再び高まるのかという点である。

各国で自主規制を利用する最適な方法は、本報告書が検証するさまざまな要因に左右される。自主規制は、こうした要因次第で特定の市場で貴重な貢献をすることも考えられる。自主規制が利用される場合、SROの責任および権限の範囲ならびにSROの組織、ガバナンス、監督について重要な決定を行なう必要がある。こうした点は自主規制制度が十分に確立された国でも再検討されている。

第3章 規制モデルと各国の事例

本章では証券市場規制の4種類の主なモデルを説明し、各国の制度を事例として紹介する。

自主規制モデル

世界には基本的に4種類の規制構造、すなわちモデルがある。これらのモデルは、証券業務を規制するうえで、SROへの依存度が最低限のものから非常に大きいものまであり、実際には連続的に存在する。4種類の基本モデルは次の通りである。

1. **政府(法定)モデル** 公的機関が証券規制を担当する。通常、取引所は市場のごく一部の監督を担当し、SROとは見なされない。事例:フランス(AMF)、英国(FSA)、欧州連合加盟国の大半
2. **限定的取引所SROモデル** 公的機関が主たる規制主体である。市場の運営に結び付いた特定の規制機能(市場監視や上場など)を取引所に依存している。事例:中国・香港特別行政区(香港証券取引所:HKEx)、シンガポール(シンガポール証券取引所:SGX)、スウェーデン(NASDAQ OMXストックホルム)、米国(ニューヨーク証券取引所:NYSE)
3. **広範な権限を持つ取引所SROモデル** 公的機関が主たる規制主体である。会員の企業行動を規制するなど、市場の運営にとどまらない範囲での規制機能を取引所に依存している。事例:オーストラリア(オーストラリア証券取引所:ASX)¹⁵、日本(東京証券取引所:TSE、大阪証券取引所:OSE)、マレーシア(マレーシア証券取引所)、米国(シカゴ・マーカントイル取引所:CME)(ASXは伝統的に強いSROであったが、本報告書の最終執筆時点でオーストラリアの政府規制当局オーストラリア証券投資委員会(ASIC)が、2010年にASXの規制機能の大半を継承すると発表)
4. **独立会員SROモデル** 公的機関が主たる規制主体である。独立SRO(市場運営者ではない会員組織)に規制機能を広く依存している。事例:カナダ(カナダ投資業規制機構:IIROC)¹⁶ およびミューチュアル・ファンド・ディーラー協会(MFDA)、日本(JSDA)、韓国(KOFIA)、米国(FINRAおよび全米先物協会:NFA)、コロンビア(AMV)

このほか、独立会員SROモデルの未発達な形態として**業界団体SROモデル**がある。こうした業界団体は、主に業界の代表として機能し、会員主導型であるが、個別の証券市場行為に関する基準や規則も制定する。事例:国際資本市場協会(ICMA)、ブラジル(ブラジル金融資本市場協会:ANBIMA)。上述の通り、政府モデルでも、フランス(フランス金融市場協会:AMAFI)のように、業界団体が基準制定の役割を果たすことがある。

図表3-1にモデルのスペクトラムを図示した。

今日最も広く見られるモデルは、限定的取引所SROモデルである。前述の通り、広範な権限を持つ取引所SROモデルから離れる傾向が見られる。グローバルな観点から、より強く、権限の大きい法定規制当局への全般的な移行が起きている。過去20年ほど、先進国および新興国の市場の多くで法規制の枠組みが大きく改善し、規制当局とSROの役割と権限が明確化した。ほとんどの国において規制主体の設立前から取引所が存在したため、過去には大抵の場合、両者の権限と責任の分担が明確ではなかったのである。

¹⁵ ASX は伝統的に強力な SRO であったが、本報告書の最終執筆時点でオーストラリアの政府規制当局 ASIC が 2010 年に ASX の規制機能の大半を継承するとの発表があった。

¹⁶ IIROC は、2008 年に 2 つの独立 SRO である IDA とマーケット・レギュレーション・サービスズ(Market Regulation Services)が合併して設立された。

次に4つのモデルの利点と弱点を説明する。

政府モデル

多くの国は、公的な規制機能を民間組織に与えることは、特に取引所のような営利企業の場合には不適切であると判断している。とりわけEU加盟諸国では全般的にこうした見方が強く、アジアおよび中東各国でも同様である。政府モデルの支持者は、競争力があり、革新的な取引所と並行して強力で効率的な規制を目指している。資本市場が小規模な国では、重層的な規制の正当性の説明をつけることは難しい。さらに自主規制の経験に乏しい国の場合は、特にSROが業界に「乗っ取られる」可能性がある場合など、政府モデルの方が優れた規制を生み出すと考えることもあろう。

政府モデルは、責任を一つの機関に集約し、規制に関わる層を減らすことで規制の効果と効率性を高める。規制を一つの法定機関に統合することで、規制対象企業に対する費用に加えて、市場全体を規制する総費用が少なくなるはずであり、規制対象企業と投資家にとっても簡便である。規制とコンプライアンスの総費用が少なくなれば、政府モデルは、規制制度が有効であることを条件に、その国の資本市場の競争力を高めるはずである。

効率性が高まるのは、2つ以上の機関で組織と活動が重複していないためであり、活動の調整が必要ないからである。例えば米国の場合、規制当局2つ（SECと商品先物取引委員会：CFTC）に加えて、複数のSRO（取引所SROと独立SROの両方）が存在するため、その制度は非常に複雑である。この制度では、規制対象企業の多くが複数のSROの所管となっているため、多大な重複につながっている。こうした規制機関すべての規則と活動を調整する必要性は、規制制度の費用と複雑性を増すことになる。

政府モデルは、より強力で効果的な規制を実現するとされているが、それはすべての市場参加者に対して広範な権限を持つ1つの機関が、重要な規制機能のすべてを担当するからである。SROは市場参加者、会員あるいは上場企業に対して限定的な管轄権しか持たない。また、証券会社の業務（企業金融、M&A、外国市場取引、投資ファンド、店頭取引など）が、特定の取引所や市場での取引に留まらないため、取引所が証券業務の多くの分野を規制する能力と動機は限られたものになっている。

もちろん、このモデルは取引所の監視活動の範囲を厳しく制限することで、取引所の営利活動と規制活動の利益相反も最小化する。しかし、このモデルでも取引所には取引規則と上場規則があり、通常は、ある程度の取引監視の責任も担う（市場監視）。例えば、取引所の大多数は、取引業務、新規上場要件、上場継続要件、デリバティブ契約の仕様などの分野で規制の一部を引き続き担っている。

このモデルでは、あらゆる範囲の規制責任を担うため政府規制当局は多大な資源を必要とする。SROを利用するシステムの方が、規制資源と専門能力の水準は総じて高くなる可能性が高い。資金が潤沢でも、公的な規制主体は複雑な市場、投資商品、広範な金融仲介業者をガバナンスするのに必要な具体的で専門的な規則と制度に対応する専門能力や知識を備えていない場合がある。米国のような大規模で複雑な市場で自主規制に依存している大きな理由は、必要な規制の規模が大きく、専門化した市場と金融商品を適切に規制するのに詳細な専門能力が必要なためである。

政府モデルのもう一つの潜在的な弱点は、単一の政府規制当局が強大化、あるいは官僚化して業界のニーズにあまり応えなくなるかもしれないことである。SRO制度は規制制度におけるチェック・アンド・バランス機能を提供し、規制方針にSRO会員の声を強く反映させることができる。

限定的取引所SROモデル

このモデルは、政府が法定規制当局の権限と資源を拡大していることから、その利用が広まっている。それと同時に、前章で説明した理由により取引所の規制責任は縮小してきている。法定規制当局がほとんどの規制を担当するが、現場の特定の規制機能（通常は市場監視と基本的な上場基準の制定）は取引所に任されている。取引所はこれらの分野の規則を制定し、運用するが、その範囲は国によって大きく異なる。アジア大洋州では、所管する市場での取引規制の責任を残すNYSEモデル（会員規制はFINRAへ移行）が広く採用されている。

多くの場合、取引所は「市場に近い」ことを理由に自市場の効果的な「現場の監督者」とであると主張している。取引所職員は市場の仕組みに精通しており、問題解決に必要な専門能力を備えている。また、魅力的な市場を構築・維持するためには市場の健全性と投資家の信頼が不可欠な要因であることから、取引所には健全な規制を提供する経済的な動機もある。健全な監視に経済的な利点があることを踏まえ、取引所が市場監視の責任の一部を負うべきと考える規制当局もある。

当然ながら取引所に依存することの欠点は、第5章で論じるように利益相反がその規制責任の履行に悪影響を及ぼす可能性である。

広範な権限を持つ取引所SROモデル

このモデルでは政府規制当局が市場運営にとどまらない広範に亘る規制機能を取引所に依存する。そうした機能には、通常、市場規制、会員の企業行動と業務の規制、上場規則が含まれる（このモデルで通常、取引所が対象とする規制責任の一覧は付録Aを参照）。取引所が清算機関またはCSDを運営する場合には、清算、決済制度も規制する。

このモデルの利点は、市場と会員企業の規制に業界の専門能力と資源を広く利用し、政府規制当局の負担が軽減されることである。多くの国が規制市場に対して自主規制の責任を果たし、「公益」のために行動することを義務付けている。これらの要因は法定規制当局の予算が限られている新興国市場で特に重要である。

とはいえ、この手法は取引の規制責任が広範に及ぶため、深刻な利益相反の問題が発生する可能性がある（利益相反については第5章を参照）。経営陣の時間と注意の多くが規制に費やされるため、取引所はおそらく基本的な使命である業務と市場の開発に注力できない。また、多大な規制費用も、手数料に上乗せして回収できなければ、取引所の競争力を低下させることになる。

多くの規制責任の実行をSROに依存することで、具体的な規制や市場と会員企業の日常業務に規制当局の管理はあまり及ばなくなる。規制当局はSROに厳格な監視手続きを課すことでこの問題に対応しようとすることがあるが、これは費用を増大させ、取り組みの大幅な重複につながる可能性がある。

独立会員SROモデル

このモデルは広範な権限を持つ取引所SROモデルに似ており、そのため利点の多くが同じである。政府規制当局は規制機能の実行に取引所ではなく独立会員SROに広く依存する。独立会員SROは会員制の非営利組織であり、純粋な規制機関である。取引所やその他の市場運営者とは独立しており、大きな営利業務はない。場合によってはこれらの組織は業界団体としての機能も備えている（特にJSDAやKOFIA）が、そうした機能はSRO業務とは分離されており、両方の機能の利益相反は軽減されている。

このモデルは、事業活動との対立がないため、取引所SROで起きる利益相反に関する懸念を最小化できるという大きな利点がある。その使命は、効果的な規制を提供するという1つの明確な

のである。独立SROには守るべき事業利益がないため、中立かつ公正な規制主体と見られている。このため、CFA協会の自主規制に関する最新調査での最初の勧告は、「自主規制を実施する場合、証券市場の規制を監視するために取引所/市場運営者と分離・区別された独立SROを設立すること」である。この調査報告書では、独立SROによって「規制側と企業部門が相互に働きかける、そのほとんどが微妙であるものの効果的な圧力を排除できる」と主張している(CFA協会、2007年: 25)。

もちろん自主規制に固有の利益相反はなくなる。そしてたとえSROが、その規制する市場から独立していたとしても、SROが会員の利益を代表する業界団体としての役割も兼ねるのであれば、会員の規制と会員の権利擁護を均衡させなければならないため、他の性質の重大な利益相反が生じる。したがって、独立会員SROは、理想的には市場運営者と業界団体の両方から独立しているべきである。しかし、両方の役割を果たす複合組織としてのSROもある。その場合、利益相反を管理するために、JSDAが採用したようなガバナンスなどの方針を実施すべきである。

独立会員SROモデルは、2つの点で証券市場の競争力を下支えする。第1に、ほとんどの規制責任から解放されることで、事業開発への注力が可能となるため、業務に重点をおいた競争力のある取引所が育成される。第2に、すべての市場と仲介業者を規制できる中立的な業界規制主体を整備することで、取引所やその他の取引システム事業者の間の競争が後押しされる。こうして、公平な条件での市場の競争が可能になり、新規参加者はSROの能力を構築する必要性から解放され、支配的な取引所による規制権限を用いた競争阻害を予防することができる。

1つの独立規制主体がすべての市場の規制を担う場合、市場規制の簡略化と統一性という大きな利点もある。一種類の規則がすべての市場の取引に適用され、規則はすべての市場と取引参加者に一貫して適用される。そのため、規則の遵守は市場参加者にとって簡単でより効率的になる。単一の規制主体は、すべての市場と市場参加者を公平に扱うため、規制制度の公平性も高める。例えば、カナダのIIROCは国内10カ所すべての証券取引所とATSを規制している。

最後に、独立SROは、取引所が市場参加者による取引所施設の利用と金融商品のみ重点を置くようになっていることから、証券会社の活動全般を規制するのに取引所より有利な立場にあるといえる。

モデル3と同様、独立会員SROモデルは、業務の重複と政府規制当局との調整の必要性のために、政府モデルより効率性が低くなる可能性がある。また、具体的な規制や市場と会員企業の日常業務に対する規制当局の管理があまり及ばなくなるという点でもモデル3に類似している。

規制責任を取引所SROから独立SROへ移管することは、規制機能を法定規制当局に集約する代替策である。取引所が株式会社化し、規制機能を縮小しているため、従来の会員組織による自主規制を維持できるのは、FINRAなどの独立SROが取引所の規制機能を引き継いだ場合だけである。しかし、取引所SROを使って現場の規制を行なうことは、依然として一種の自主規制を維持するための1つの選択肢である。法定規制当局が規制の責任を全面的に担うことができず、新しいSROをゼロから設立することが現実的でない国では、これは重要な選択肢である。

取引所が取引所会員または市場参加者の認可と規制を独立SROに依存する場合、市場参加者は取引所の取引参加者としての資格を満たすためにSROの会員にならなければならない。例えば、NYSEの会員はすべてFINRAの規制を、また、カナダの場合には、TMXの参加者はすべてIIROCの規制を受けなければならない。

業界団体SROモデル

前述の通り、限定的SRO機能も果たす業界団体は、独立会員SROのもう1つの形態であるが、両者を区別する重要な違いがいくつかある。独立会員SROは、広範に亘る規制機能を実施し、その基本的な役割は通常、SROとして行動することである。そのガバナンス制度には外部、あるいは非会員の理事が参加しており、執行機関の構成も同様である。

これとは対照的に、業界団体SROの基本的な役割は会員を代表することであり、通常、規制の役割は限定的である。基準や規則は制定するが、十分に整備された監督制度や執行制度を備えていない場合もある。ガバナンス制度を主導するのは会員であり、理事会や委員会に外部理事はいない、あるいはいてもごく少数である。そのため、利益相反が発生する可能性が高く、その管理は容易ではない。

限定的でありながらも業界団体SROは、政府規制当局の業務を補完する有用な役割を果たすことができ、政府規制当局の規定する規制の実現に役立つ場合もある。

国によっては複数のSROが存在する。分散化された規制構造は複雑性を高める。そうした複雑性の事例としては米国市場がわかりやすい。米国には2つの独立SRO (FINRAとNFA) があり、取引所SROも多数存在する。最近になって米国のSRO制度はいくらか簡略化された。NASDとNYSEの会員規制部門が合併してFINRAが設立され、取引所の合併によってSROの数が減り、SRO間の作業の重複が軽減されている。さらに、FINRAやNFAなどの大規模独立SROに対する規制の委託は、多くの取引所が直接管理するSRO機能の範囲が限定的であることを示している。

統合された単一SROには次のような利点が考えられる。

- **すべての会員に統一された規則と方針:** SROは企業活動に関係するすべての企業に1種類の規則と解釈を適用する。
- **規制制度の統一:** 単一SROは市場監視や現場検査制度など、監督に一貫した手法を採用する。
- **市場と会員企業の活動の全容把握:** 単一SROは、すべての市場行為とすべての会員の業務など、規制活動の「全容」を把握する。
- **規制の重複と間隙の最小化:** 複数のSROで監督が分割されている場合、重複は不可避であり、2つ以上の取引所に広く会員や上場企業が重複して存在している場合にはなおさらである。規制が細分化されている場合には間隙が生じることもある。
- **簡便化と明確化:** 単一SROは、責任の所在する組織が明確であるため、会員と投資家にとって分かりやすい制度となる。この取り組みであれば、規制主体間の調整や競合の問題も最小化できる。
- **費用対効果:** 単一SROはSRO組織の重複をなくし、費用を軽減する。
- **管理と職員の専門能力の集約化:** 単一SROは、利用可能な専門能力を一つの組織に集約し、これによってシナジー効果が生まれ、最も専門的な環境を創出することができる。
- **実施しやすい監督:** 監督当局にとって、複数の組織を監督し、組織間の一貫性を確保しようとするよりも、1つの組織の監視に注力する方が容易である。
- **利益相反の最小化:** 少数の特化した会員企業に基づいた小規模で複数のSROよりも、1つの独立SROの方が、利益相反が発生しにくい。

自主規制モデルに関するその他の意見

自主規制についてはその他にもさまざまなモデルが提案されている。米国のSECは、2005年の公開意見書(コンセプト・リリース)でSRO制度に代わる規制体制を提案した。同意見書は営利企業化した取引所が規制機能を担うことで生じる利益相反に対する懸念を反映しており、SROの廃止から1つの総合的なSROの設立まで、多様な選択肢の賛否を詳説している(SEC 2005年)。そうした選択肢の1つである「ハイブリッド案」では、会員の規制機能のすべてを担う単一SROをFINRAの設立として具現化する一方で、各取引所には、これまで通り自市場の規制を担わせている。証券業界は、長年に渡ってNYSEとNASDの会員規制制度を中央SROに統合するよう求めていたため、新しいSROを強く支持した。事実、米証券業協会(米証券業金融市場協会:SIFMAの前身)は2003年に、SECの公開意見書にあったモデルに近似した複数のSRO制度モデルを提案した文書を発行している。

欧州証券業協会会議(European Forum of Securities Associations)は最近の文書(EFSA 2007年)で公式SROが自主規制の3つのモデルの1つにすぎないことを示唆している。その他のモデルは、(a)規制当局が承認した業界団体が基準と指針を制定するモデル、(b)業界団体の制定した基準と慣行を企業が任意に採用できるモデルである。

CFA協会の文書(2007年)では、任意団体から公式SROまでを連続して捉えた自主規制について説明している。CFAは、世界各国の金融業規制が(a)公式SROを利用するモデル、または(b)政府規制に基づいたモデルのいずれかに分類されると指摘しており、現在、欧州では後者のモデルが広く見られるとしている。

各国の事例

図表3-1に世界の6大先進市場の規制制度の特徴をまとめた。以下で各国の制度を説明する。

米国とカナダ

米国ではこの10年間に、市場とSROの統合、そしてSECの示した利益相反に関する懸念と疑問が自主規制制度の大幅な変更をもたらしている。前述の通り、証券会社の会員規制を集約化させるためにFINRAが設立され、取引所のM&AでSROが減少している¹⁷。

さらに大幅な変更を求める意見もあり、SIFMAは従来からSRO制度の合理化を主張してきた。一方で、自主規制そのものの実現可能性を疑問視する見方もある。

米国は強力な自主規制の有力事例として引き合いに出されることが多いが、米国モデルはSROに依存する他の多くの国の手法とは重要な意味で異なっている。具体的には次の通りである。

- ・ 自主規制は任意ではない。すべての証券会社は認可されたSROの会員にならなければならない。
- ・ 証券市場と先物市場を別々の法定規制当局(SECとCFTC)が規制する。この二分化のために2つの市場でSROへの依存と監視に対する姿勢が異なっている。
- ・ 規制制度が複数のSROに細分化されているため、多くの企業が複数のSROに規制されている。
- ・ 米国では独立SROと取引所SROの両方が機能している。

¹⁷ 例えば主な事例として、NYSEとAMEX(アメリカン証券取引所)、CMEとNYMEX(ニューヨーク商品取引所)、CMEとCBOT(シカゴ商品取引所)の合併、NASDAQによるPHLX(フィラデルフィア証券取引所)の買収、アーチペラーゴによるPSE(ブラハ証券取引所)の買収とその後のNYSE ユーロネクストへの合併などがある。

- ・取引所は諸外国とは異なり、規制機能を政府規制当局ではなく独立SROに移管している。

米国のSROは、「民間部門による自主規制と移管された政府規制機能の特異な混合」と称される(Karmel 2008年)。こうした混合が生じるのは現在、(1)SROのSECからの独立性が限定的であり、(2)SROへの加入が義務付けられており、(3)SECが事実上移管した分野の権限をSROが行使しているからである¹⁸。

FINRAの設立後もNYSEレギュレーションは引き続きNYSE市場と上場企業を規制していたが、2010年にNYSEは市場規制機能もFINRAに委託することに同意した。同様にNASDAQも、市場規制の責任を負ってはいるものの、利益相反の問題に対応するために、ほとんどの規制機能をFINRAに委託した。取引所は会員企業の規制に対する責任を負わず、FINRAが以下の責任を担っている。

- ・ 全会員企業の企業行動、財務上のコンプライアンスおよび実施を規制
- ・ 全会員企業のコンプライアンスと財務の検査を実施
- ・ 投資家の調停・仲裁機能を管理
- ・ 登録証券外務員の研修、試験、許可
- ・ NASDAQやインターナショナル・セキュリティーズ取引所(ISE)などの取引所と契約して、市場規制サービスを提供

SECは2004年に、市場間の競争激化の影響、利益相反の増大、SRO制度の細分化に対する懸念を理由に、米国SRO制度の大幅な変更を提案した。この提案は米国SRO制度の構造にSECの力がいかに大きな役割を果たしたかを示す事例の一つである。2000年にNASDがNASDAQの株式会社化を決定した時には、SECがNASDAQとNASDの再編の承認を数年間に渡って交渉し、その結果、両者の完全な分離とそれぞれのガバナンスの改革につながった¹⁹。SECはNYSEのガバナンスの大幅な改革と2003年のNYSEレギュレーション設立、およびFINRAのガバナンス構造にも大きな力を発揮した(Karmel 2008年)(ガバナンスについては第5章参照)。

カナダの制度は、独立SROに主に依存し、証券会社とミューチュアル・ファンド業者すべてにSROへの加入を義務付けている点を中心に、いくつかの点で米国の制度に類似している。主な相違点は、カナダではSRO制度の統合化が進んでいることである。新組織のIIROC(2つの独立SROであるIDAとマーケット・レギュレーション・サービスの合併により設立)が、それまで取引所が行っていた会員規制のすべてと市場規制機能のほとんどを担当している。5カ所の取引所が(10年以上をかけて)TMXグループへ株式会社化され統合されたことによって、SROの統合および規制責任の大半の独立SROへの移行が促進された。しかし、カナダには全国を所管する証券取引委員会がないため、制度の効率性は複数の規制監督当局の存在に影響されている。

欧州

欧州のほとんどの国は、民法制度に基づき、政府による金融業務の監督を実施していることから、自主規制が果たす役割が大きかったことはなかった。その中で英国はその特筆すべき例外であり、1997年まではほぼ全面的に自主規制に依存していた。しかし、英国の自主規制制度は民間の取り決めに基づいており、1980年代に証券投資委員会(SIB)が設立されるまで概ね非公式であった。

¹⁸ これは法律的な意味での規制権限の委譲ではなく、SEC が直接行なう必要がないと考える規制機能を実施するという意味でのSROへの依存である。

¹⁹ 1990年代のNASDAQのマーケットメーカーによる談合事件の結果、NASDはそれまでに業務をNASDAQとNASDレギュレーションの2社に分離していた。

対照的に米国の自主規制制度は、1933年証券取引所法が成立して以来、法的枠組みに基づいている。したがって両者の制度には、政府と規制監督という観点を中心に、大きな違いがある。

欧州の取引所がかつて担っていた自主規制機能は大幅に縮小しているが、それは証券規制に関する政府のさまざまな政策判断、規則の統一と単一金融市場の整備のためにEUが確立した規制枠組み、そして取引所に対する営利化圧力のためである。欧州の取引所は営利企業型モデルを早くから採用しており、欧州ではこの10年間、取引所の統合が続いている。その結果、取引所（およびその他の形態のSROの一部）の自主規制責任の大半は、過去10年ほどで政府規制当局に移管されている²⁰。

欧州の各国（地域）では、政府規制当局の規制・監督機能の統合に向けて進んでいる。欧州には、規制は民間組織、特に営利企業組織が行なってはならない公的機能というコンセンサスがある。欧州委員会は、「取引所は営利事業体であるため、規制の役割を果たすことはもはや適切ではない」と明言している。金融サービス・アクション・プランに基づくEU指令では、各国の公的な「所管当局」が証券市場を監督することを義務付けている。これら規制当局は、すべて欧州証券規制当局委員会（CESR）に加盟し、EU全体の統一規則・規制構造の実施支援を目的としている。

欧州委員会の可決した指令は、従来、取引所に委ねられていた規制機能の多くを政府規制当局が引き継ぐことを義務付けている。具体的には次の通りである。

- ・ 市場濫用指令では、市場行為に対応する基本的な責任を所管当局に移管した。
- ・ 目論見書指令では、所管当局が目論見書の承認とさまざまな「上場」機能の責任を担わなければならないことを確認した。
- ・ 金融商品市場指令では、取引所会員と取引所の規制、および仲介業者の具体的な企業行動規則の共通の枠組みを確立した。

フランス政府は1990年代半ばに、EU単一市場で取引所間の競争が激化し、取引所は営利事業体となることが求められると判断した。フランス市場が競争に備えられるように、旧パリ証券取引所を市場運営者とし、2つの政府規制当局に規制を集約した²¹。2003年に3つの組織が統合され、フランス金融市場庁（AMF）が設立された。AMFは規制および市場行為、金融仲介業者、発行体の監視に責任を負う。

英国は1997年に、営利取引所が市場参加者の規制を含む公的権限を担うべきではないとの見解に達した。英国政府はFSAを総合金融規制主体として設立し、旧SROの重要な権限すべてをFSAに移管した。新制度はシティの金融市場における歴史的な自主規制への依存からの全面的な決別であった。

2000年にFSAはEU委員会に次のような見解を示した。

EUの法的要件の制定、監視、執行を1つ以上の自主規制機関に任せることは適切ではないと考える。今日の市場は、すべての市場参加者に客観性の高い規制手段を提供するために、独立性の高い規制当局を必要としている（FSA 2000年：10）。

英国の改革を後押しした要因の一つが市場運営者間の競争促進であった。取引所のSROとしての役割は取引所間の競争を阻害することになる。例えば、政府は、LSEが英国（およびEU）の他の取引所と上場を競うことから、「上場に関する所管当局」としての従来のLSEの役割（目論見書の承認を含む法律で規定された公的な役割）をFSAに移管した。FSAは英国上場管理局（UKLA）を運

²⁰ 例えば、IOSCO 専門委員会 2006 年 a に関する FESE（欧州証券取引所連合）の意見を参照。

²¹ 前身の規制当局は、証券取引委員会（COB）、金融市場評議会（CMF）、金融運用業懲戒評議会（CDGF）である。

営しており、同局が株式と債券の上場申請を審査し、上場維持規則を定める。UKLAの「公式リスト」にある証券は英国で認可されたいかなる取引所でも取引が認められる。

英国には株式公開買付の規制に関する興味深い事例がある。英国公開買付・合併委員会は、英国の公開買付規約を定め、その規約を適用して公開買付を規制する独立した民間組織である。同委員会は主要な金融機関、企業の専門家で構成されている。議長、副議長、最大20名の独立委員が指名委員会の推薦に基づいて任命される。その他に複数の業界団体が委員の候補を指名する。当初、公開買付規約の遵守は任意であり、純粋な自主規制モデルであったが、EUの公開買付指令の採択を受けて、英国の公開買付規約には法的な裏付けが与えられた²²。

欧州の取引所は引き続き限定的な市場監視を行い、自市場に関係する上場機能を果たしているが、そのほとんどは規制であると同時に事業や業務の性格が強い。市場監視などの機能は証券監督者と共同で行なわれている。欧州証券取引所連合(FESE)は、「多くの場合、所管当局は市場の濫用を発見するには取引の場から離れすぎているため、市場の濫用を特定するのに取引所に大きく依存しているが、特定された濫用の嫌疑を捜査する基本的な責任を担うことができる」と主張している²³。取引所と所管当局は市場の公正性を確保するために引き続き協力しなければならないというのがFESEの立場である。

例えば、LSEやロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)など、英国の「規制投資取引所(RIE)」には自主規制の名残があるが、SROとは考えられていない。これらの取引所はFSAの監督対象である限定的な市場監視機能を担っている。RIEは独自の取引規則を持っており、会員による規則遵守の責任を負っている。これは一般に欧州の取引所に残されている監督の役割と一致している。例えば、ユーロネクスト・パリはまだ独自の取引規則に基づいた限定的な市場監視機能を果たしているが、監視部門はAMFの管理下にある²⁴。

一部の組織は、欧州でも業界団体の決めた基準と指針に基づいて新しい自主規制モデルの実施が可能と示唆している。EFSA(2007年)は、EU27カ国の異なる規則を適用し、修正することは困難であるため、その隙間を埋める限定的な形態の「自主規制」を策定する機会があると付け加えている。このいわゆる自主規制の形態は非常に曖昧にしか説明されていない。EFSAは業界指針、行動規範、ベスト・プラクティス・ステートメントなどの基準に基づいたものになることを示唆している。これらの基準は現行の法規制から拡張可能であり、新しい分野を対象とすることもできる。任意でも(おそらくは規制当局の指示による)強制でもよく、規制当局に認可される可能性もある。しかし、所管当局が規制すべての制定と執行について責任を負うことになる。

こうした業界関与の形態での証券規制の先進的な事例がフランスと英国である。英国FSAの新しい方針はFSA規則に照らして業界指針を「確認」できるようになっている。フランスでは金融市場規制とAMF規則の下で規制当局は、AMAFIなどの業界団体の定める専門的指針と基準を採用することができ、その場合に規制対象企業はその遵守が義務付けられる。

FSAの手法の目的は、業界団体の作成した指針を認定することで企業のコンプライアンス義務の遵守を支援することにある。この手法は、原則や高度な規則に重点を置きたいとするFSAの姿勢の表れである。業界指針は、FSA規則の解釈と実務を具体的に示すことでFSA規則を補完するものである。業界はこれが原則に基づいた規制への対応に役立つと期待している。

FSAは公式の指針が有益と判断した場合には、FSAの規則書にその指針を示している。FSA独自の指針に関する助言と支援は提供するが、業界指針についてはそうしたことは行わない。

²² <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>を参照。

²³ IOSCO 専門委員会 2006 年 a の FESE の意見を参照。

²⁴ ユーロネクストは基本的な上場規則と有価証券の上場承認を含む限定的な上場機能も担っている。

FSAが指針を承認した場合、その指針が企業にとって有用である同意したことを表す²⁵。しかし、FSAは、「業界指針に従うことは、規制要件を満たす1つの方法にすぎず、唯一ではないということ」を明確にしておきたい」と強調し、企業は必ずしも業界指針に従う必要がないとしている²⁶。ある企業が指針の方に従う場合、指針に依存することが適切である限り、FSAはその企業に対して関連規則違反の措置を講じることはしない。

重要なのは、FSAが業界指針を強制することはできないが、執行行為において業界の慣行を証拠として採用する場合がある。業界指針は、顧客が民事訴訟によって強制執行することもできないが、ここでも指針の内容は健全な業界慣行の証拠としておそらく裁判所に採用されるだろう。

FSAには業界指針を作成する組織に対して、FSA規則の要件より厳しい推奨慣行を示すことを求める意向がある²⁷。FSAの方針では、業界指針が求められる基準や慣行に遠く及ばないことを強調している。具体的には次の通りである。

- ・ 業界指針は任意の選択であり、強制ができない。
- ・ FSAはいかなるFSA規則の補完としても業界指針を要請、またはこれに依存することはない。
- ・ 業界団体は指針の遵守を監視する必要はない。
- ・ 業界団体は指針に関する助言を提供する必要はない。

アジア

アジア大洋州では、先進国市場、新興国市場ともに引き続き自主規制に強く依存している。オーストラリア、中国・香港特別行政区、インド、日本、韓国、マレーシア、シンガポール、タイの取引所は、SROとしての責任を広く担っている。日本と韓国には独立SROもある。

オーストラリア証券取引所(ASX)は、法律に基づき広範なSROとしての責任を担っていたが、最近になって政府は2010年にASXの規制責任のほとんどを政府機関であるASICに移管すると発表した。ASXは利益相反への対応を向上させるために、2006年に規制機能を担う独立子会社ASXマーケッツ・スーパービジョン(ASX Markets Supervision)を設立した。運営には同法人独自の理事会があたり、ASXとは独立した経営である。市場、市場参加者(会員)、発行体、健全性リスク、執行の規制に責任を負う。取引所は、SRO機能の効率性を高めるために、証券委員会の規則と手続きの重複分野の排除を目指している。

日本は会員と市場の規制に取引所SROと独立SROの両方に依存している。日本の取引所(基本的にTSEとOSE)は、自市場、取引所で取引する証券会社、取引所に上場している企業を規制する。日本証券業協会(JSDA)は、有価証券を取引するすべての証券会社と金融機関、および店頭株式／債券市場を規制している。取引所とJSDAの両者が、規則の制定、監督、登録、執行を行なう全面的なSROである。JSDAは業界団体とSROの両方である。その他に、金融先物取引業協会が金融先物業界の証券会社を規制し、日本証券投資顧問業協会が投資顧問会社を規制する。

インドは2つの主要証券取引所に、取引、証券会社、上場発行体の規制を広く依存している。インド国立証券取引所(NSE)とボンベイ証券取引所(BSE)はともに、取引所の上場契約にのみ盛り込まれている上場企業に適用される広範な規則も含め、市場規制、会員規制、上場規制について重要な役割を担っている。NSEとBSEはいずれも、形態は異なるものの株式会社化されている。両

²⁵ FSA のウェブサイト、業界指針に関するよくある質問 http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/industry_guidance/faqs/index.shtml.

²⁶ 同上

²⁷ 同上

取引所は、それぞれの責任を果たす上でインド証券取引委員会と協力し、同委員会の監督を受けている。

中国・香港特別行政区では、2000年に証券先物委員会(SFC)が取引所から証券会社の監督責任(会員規制)を引き継いだ。これは中国・香港特別行政区の取引所を統合して、株式会社化する総合的な政府政策の一環である。香港証券取引所(HKEx)に残された自主規制の役割は、取引・上場規則遵守の監督であり、そのほとんどは事業または業務規則である。取引所とは独立している上場委員会が上場規則を管理する。SFCは1990年から基本的に市場行為と取引上の不正行為の規制を担当している。また、法律違反に関する市場監視も行っており、HKExの監視の役割は限定的である。

SFCはHKExの上場機能の徹底的な検証を経て、その責任を全面的に担うのではなく取引所と分担することを決定した。HKExの上場規則には法的な裏付けが与えられ、SFCは必要に応じて規則の執行に積極的な役割を果たす。さらにHKExは上場規則を独立した中立的な方法で管理する措置を講じた。

マレーシアは統合された新しい取引所に強い自主規制の役割を残した。マレーシア政府は改革と市場開発を促進するために、取引所の統合と株式会社化を含む資本市場の包括的戦略を策定した。その方向性はシンガポール、中国・香港特別行政区と似たものであった。新しい取引所の規制の役割は株式会社化計画の一環として見直されたが、その主な目的は規制機能を合理化して、証券委員会(SC)と取引所の重複を撤廃することであった。マレーシア証券取引所は重要なSRO責任を維持しているが、それは主にSCがすべての規制責任を担うのではなく引き続き自主規制に依存することが重要と考えたからである。取引所は市場における取引と会員の企業行動を規制する現場の責任を担い、上場も担当する。一方、SCは目論見書を承認し、発行時の開示要件を制定する。

南アメリカ

コロンビアは2006年にすべての市場仲介業者の取引を集約的に規制するために新しい独立SRO、コロンビア証券自主規制機構(Autoregulador del Mercado de Valores:AMV)を設立した。政府は法律によって新しい自主規制制度の設立を命令し、証券市場で取引する金融仲介業者は、銀行、信託会社、年金基金を含めてすべてSROへの加入が義務付けられている。制度の対象となる仲介業者の範囲は、多くの仲介業者がコロンビア取引所(BVC)とその他の取引システムで最も大きい債券市場に直接的に参加していることを反映している。

AMVは主に市場規制主体であり、仲介業者の財務要件や全体的な企業行動は規制しない。民間組織としてSROの規則制定権限はコロンビアの民法制度によって制限されているが、独自の規制規則を持っている。AMVの主たる活動は市場監視、市場専門家の許認可、執行である。

コロンビアの取引所(現在は1つに統合)は、長く証券会社の自主規制を担ってきたが、他の金融機関を自主規制制度に参加させ、SROに加入させるためには独立SROが必要であった。これは新興国市場では斬新な取り組みであり、従来、自主規制の利用が限定的だったラテンアメリカではなおさらであった。

ブラジルでは、2007年に証券監督者である証券取引委員会(CVM)が、取引所の株式会社化のための規制基準を定め、新たな自主規制権限を確立する新規制を公布して、証券市場の法的枠組みを刷新した。サンパウロ証券取引所(ボベスパ)の株式会社化に伴い、同取引所は、規則の制定、監督、市場監視、仲介業者の検査、執行を含むSRO機能を果たす新組織ボベスパ市場監督機構(Bovespa Supervisão de Mercados:BSM)を設立した。2008年にボベスパは、ブラジル商品・先物取引所(BM&F)と合併し、証券と商品の総合取引所サンパウロ証券・商品・先物取引所

(BM&F ボベスパ)となった。BSMは現在、BM&Fボベスパ市場監督機構(BM&FBovespa Supervisão de Mercados:BSM)である。同機構は取引所が全額を出資しているが、独立した子会社である。

BSMの業務とガバナンスはBM&Fボベスパとは完全に独立している。BSMは、市場参加者が取引所とブラジル決済保管会社(CBLC)で行なう取引について、証券監督者であるCVM、取引所、CBLCの規制およびBSM独自規則を遵守しているか監督する責任を負っている。また、取引所による発行体に対する上場規則の適用も監督する。BSMの責任が非常に多岐に渡るのは、BM&Fボベスパが株式、債券、デリバティブ、コモディティ、その他資産の市場に加えて、株式、オプション、債券、その他資産の店頭市場を組織しているからである。

BSMの理事会は、外部理事2名とBSMの最高規制責任者の合計3名で構成され、BSMの戦略と予算の決定および業務の監視に責任を負っている。監督委員会がBSMの規制権限を行使し、決定に対する不服の審査と罰則の適用を担当している。監督委員会は8名の外部委員と市場参加者の任命する3名(仲介業者は1名だけ)の11名で構成されている。

ブラジルには、債券OTC市場、投資ファンド市場、その他取引所外証券活動において重要な自主規制機能を果たしている業界団体も2つある。この2団体は2009年に合併してブラジル金融資本市場協会(ANBIMA)を設立した。同協会は自主的にSRO機能を発達させてきた業界団体の好事例である。ANBIMAは法的な権限を持たず、加入は任意であるが、規制当局であるCVMと規制責任に関する覚書を交わしている。現在、ANBIMAには外部理事が存在せず、業界団体とSROの機能を正式に分割していない自主運営の会員組織となっている。

ANBIMAは、店頭市場で活発に取引している銀行、投資銀行、証券会社、資産運用会社を代表している。会員を代表することに加え、自主規制機能を果たし、認証、市場インフラ、透明性サービスを提供し、投資家の啓蒙に努めている。同協会は店頭債券市場における取引、値決め、清算、決済の規則を決める規約を採用している。また会員の投資ファンド、公募、プライベート・バンキング、保護預り、認証要件に関する会員活動の規則を定める5つの規約を採用している。

第4章 SROの規制責任

本章ではSROが果たす典型的な規制責任の種類を検証し、SROとその規制監督当局との責任分担について論評する。

SRO責任の性格

通常、SROは個別の市場規制と会員規制の機能を担当する。取引所SROの場合は、上場規則に関してさまざまな度合いで上場企業も規制する。SROの責任範囲は国ごとに異なるが、変わらないのはSROを監督する政府規制当局とその責任を共有することである。通常、政府規制当局が上位の活動の規制を担当する一方、SROは現場の活動の規制を担当する。

市場規制は、市場の公正性を保護する規則、市場行為規則、取引所取引規則を対象とする。こうした規則の遵守は、市場監視プログラム、取引分析、企業の取引業務検査を通じて監視する。

会員規制とは、市場参加者、証券会社、または仲介業者の業務の規制を指す。SROの段階では、通常、会員またはアクセスの基準、企業行動・営業慣行規則、財務コンプライアンス(自己資本規制など)が規制対象となる。こうした規則の遵守は、コンプライアンス・財務検査、SROへの財務・業務報告、会員規則の管理を通じて監視する。

通常、SROは法令に基づき投資家、発行体、一般国民に対する責任を負い、規制監督当局に説明責任を負う。また、会員や株主だけではなく、資本市場の利害関係者に対しても広く説明責任を負う。こうした責任のためにSROには次のような義務がある。

- 規則、場合によって証券規制の遵守を徹底する
- 企業行動に関する規則を課すことで市場の公正性と投資家を保護する
- 市場を規制するSROの場合は、公平かつ効率的で信頼できる公開市場を維持する

最近の2つの国際調査では、政府規制当局とSROの責任分担を検証している。2004年に国際取引所連合(WFE 2005年)は規制責任について会員に調査した。調査結果は、取引所の大多数が少なくとも何らかの市場規制を担っていることを示した。多くが取引会員を規制し、清算・決済活動を監督している。また多くが上場審査の役割も果たしており、上場企業の開示とガバナンスについてもある程度の責任を負っている。同調査は、それぞれの規制の役割を通常、政府規制当局と共有していることを明らかにした。

2006年に国際証券業協会会議(ICSA 2006年b)は、主要取引所10カ所と独立SROの調査を行った。調査対象となった全SROが会員企業を規制し、ほぼすべてのSROが取引所または店頭市場を規制している。取引所SROは発行体も規制していた。さらにほぼすべてのSROがその他の活動に従事していた(仲裁サービス、投資家研修、市場専門家研修など)。

調査の結果は、SROの規制対象が大きく異なることを裏付けた。SROの責任を理解するためには、組織が担当している具体的な活動、および規制監督当局との責任分担の両方を検証しなければならない。例えば、図表4-1は典型的な市場規制の責任分担を示している(この図表には会員または仲介業者の規制が含まれない)。通常、政府規制当局は上位の活動(レベル1と2)を担当し、SROは現場の活動(レベル3と4)を担当する。

SROの責任範囲とSROと規制監督当局の責任分担については、法的な枠組みで明確に確立すべきである。規制活動や監視の重複を最小限にするために、SROの「職務内容」は明確にすべきである。責任分担は法令で規定するか、そうでない場合には覚書または指針を介して規定することができる。

上場および発行体の規制

取引所の上場部門の機能と上場企業規制は、発行体が従来の証券会社のように取引所を通じて自らを規制しているわけではないため、厳密に言えば自主規制ではない。通常、発行体は取引所の理事会と委員会に代表がいたとしても、名目的な存在にすぎない。上場は取引所が契約（上場契約）ベースで果たす規制機能である。実際には、ほとんどの取引所が上場を自主規制機能の一環、あるいは少なくともその監督機能として扱っている。IOSCO専門委員会（2001年）は、「規制機能」として明確に上場を挙げている。しかし、上場の規制機能は、取引所の重要な収益源である上場業務とは区別しなければならない。多くの場合、取引所は上場業務で厳しい競争に直面する。

上場部門は一般的に、(1)新規上場申請について最低基準を適用し、(2)金融・事業に関する開示、少数株主利益の保護、ガバナンスなどの分野における上場維持規則を適用すること、の2つの役割を果たしている。前者は製品の品質基準の設定に似ているが、後者は規制の性格が強い。このほか、多くの取引所の上場部門は、商業機能は分離されていることが多いものの、営業機能を果たしている。例えば、NYSEレギュレーションは、NYSEの上場規則の管理を担当しているが、「上場業務」はNYSEの業務部門の一部である。

法定規制当局と取引所の上場機能の責任分担は、世界各国でさまざまに異なる。ほぼすべての取引所が、独自に新規上場基準を定めている（LSEは特記すべき例外）²⁸ものの、公開発行体の規制については、法定規制当局が主たる役割を果たしている。一部の国では従来、取引所が目論見書の承認（有価証券の公開取引の承認要件）も行なっていたが、世界各国でこの機能は規制当局に移管されている。ほとんどの国で規制当局が発行体の開示基準を定める一方で、取引所の多くが上場発行体のガバナンス基準を定める重要な役割を維持している。

各国の事例

図表4-2に、第3章で紹介した6大先進市場における規制当局とSROの規制責任の分担をまとめた。この表には多くの国でSROが担っている6つの重要な責任が含まれている。ASXはウェブサイトですらの自主規制の性質を、「規制主体ではない」と明言している。

ASXについては、他の組織の業務のある特定の側面（上場企業のガバナンス、証券会社による取引所または市場での取引執行など）を監視する規制対象営利組織であると説明する方が正確である。ASXがそうした監視活動を担うのは、政府によるASXの商業活動認可の条件だからである²⁹。

ASXは、法令の遵守、あるいは市場参加者の企業行動全体もしくは取引所外での取引は規制しない。ASICが顧客対応を規制する。

²⁸ EU および一部の国(地域)では「取引許可」基準と呼ばれ、取引所の基準と有価証券の公開取引を承認する規制当局の要件とを区別するものである。

²⁹ ASX のウェブサイト、<http://www.asx.com.au/supervision/approach/index.htm>。ASX のウェブサイトには ASX が SRO として何を担当し、何を担当しないか示したチャートを掲載し、さまざまな SRO の責任範囲を例示している。

第5章 ガバナンスと利益相反

本章ではSRO制度が対応しなければならない最も重要な問題である所有構造とガバナンスの2点を論じる。また利益相反の管理に関連する問題も取り上げる。

ガバナンスの変化

相互組織あるいは協同組織による所有モデルでは、通常、所有者はSROによって規制される会員または市場参加者である。そのため、会員であること、または市場への参加も組織の管轄権を決定づける。SROのガバナンスはきわめて重要な問題であるが、それは理事会の構成と関連するガバナンス方針が、企業の重要な方針の決定方法を決めるからである。そうした決定には、経営陣の選出、企業戦略・総合的な規制方針の策定、規則の採用、監督制度と執行に対する手法の決定が含まれる。

IOSCO (CPSS-IOSCO専門委員会、2001年:勧告第13項)は次のように指摘している。

ガバナンスの取り決めには経営陣と所有者に加えて、利用者と公益を代表する当局などその他の利害関係者との関係が含まれる。ガバナンスの重要な要素として、所有構造、理事会の構成、経営陣と理事会の命令系統、実績に対する経営陣の説明責任を実現する手続きなどがある。

SROガバナンスの性質は、SROが会員主導の組織として発足した当時から大きく変化している。従来、会員代表がSROの理事会と委員会を支配しており、通常、会員で構成される委員会が方針と規則を作成、またはこれに大きな影響力を及ぼしていた。今日、SRO機能は、準公的な責任と見なされ、投資家を中心に複数の利害関係者の利益に資する必要がある。この20年間にあらゆる種類のSROのガバナンスと管理において会員の役割は縮小してきた。その結果、現在、SROのガバナンス構造には多様な利害関係者の代表が含まれている。

現在、SROは執行経営チームの指揮により、専門知識と能力を備えた専門職員によって運営されている。SROの内部管理における会員の関与は、主にガバナンスと方針作成への参加にとどまり、限定的である。したがって理事会と経営陣の責任分担が、ガバナンスの重要な要素である。現在、理事会は主に戦略、企業方針、経営監督を担当しており、これは公開企業の取締役会の機能と一致している。かつてのSROの理事会は、業務に深く関与しているのが普通であった。

SROにおける最も重要なガバナンスの問題は、SROがその所有者、規制対象者、規制主体からどの程度の独立性を保つべきかという点である。SROの理事会、経営陣、委員会からなる組織は、一方に信頼できる規制主体として利益相反の管理に必要となる独立性、他方にSROとしての有効性と説明責任を確保するために規制対象企業、市場運営者、規制監督当局が関与すべき度合いの微妙なバランスをうまく両立させる必要がある。

SROのガバナンスと運営は、取引所SRO(株式会社化および株式会社への移行のため)と独立会員SROの両方において、規制対象企業からの独立が進んでいる。こうした変化が自主規制に固有の利益相反の問題を軽減している。しかしその一方で、方針の策定を中心に、自主規制の利点、すなわちその本質を保つためには、ある程度の業界の関与もを維持する必要がある。

取引所SROにとって、市場運営者としての取引所の業務とともに株主の事業利益から大幅な独立性を保つことは、利益相反の可能性をできる限り抑え、自主規制機能の信頼性を維持するために不可欠であると広く考えられている。

さらに、SROは規制監督当局からもある程度の独立性を保っていなければならない。そうでなければ、SROは規制当局の一部門と見なされる可能性があり、自主規制の多くの利点が損なわれる、あるいは失われることになる。どこで線引きを行なうかは難しい問題である。SROの効果的な監視

の維持と、規制に向けたSRO独自の優先事項とプログラム策定のための柔軟性の付与のバランスを適切に保たなければならない。

SROの公益責任は重要な考慮点である。SROガバナンスにおける重要な課題は、一方にいる株主、会員または利用者(同一グループまたは異なるグループの可能性)³⁰と、もう一方にいる一般国民とその他の利害関係者³¹に対して、義務と責任のバランスを取ることである。本章の次のセクションで説明する通り、この義務と責任をどのように両立させるかという点が、この10年間の政府規制当局によるSRO監督の重要な焦点となっている。また本章の3つ目のセクションで論じるようにガバナンスの監視は、規制当局がSROの利益相反を管理する有力な手段の一つでもある。

透明性はSROガバナンスの重要な原則であり、SROの準公的な地位と複数の利害関係者に対する責任を反映している。ガバナンスの透明性は次の種類の情報を公開することで実現される。

- ・ ガバナンスの方針と手続きの公表
- ・ 理事の適格性の公表
- ・ 年次報告書の公表
- ・ 規則変更に関する公示およびパブリックコメントの手続き
- ・ 規則と方針通知の一般公開
- ・ SROの規制計画と実績の公開報告
- ・ 懲戒決定と罰則の公開

国によっては規制当局によるSROの監督評価の結果を規制当局が公表することもある(オーストラリア、カナダなど)。当然ながら、上場取引所にも他の上場企業と同じ開示規則が適用される。

企業のガバナンス構造の種類

SROのガバナンス構造は、その所有構造と組織構造によって異なる。ほとんどのSROの所有構造とガバナンスは会員組織(相互組織)型モデルか、企業型モデルのいずれかに基づいている。どちらのモデルについても役員会には、さまざまな利害関係者の代表が含まれていることが普通である。例えば、株式会社化された取引所の取締役会には通常、複数の市場参加者およびその他の利害関係者の代表が含まれている。市場参加者には取引参加者または会員、機関投資家・個人投資家、発行体が含まれる。

会員組織または相互組織のモデルがかつて、SROの最も有力なモデルだったのは、ほとんどの取引所SROが相互組織だったからである。このモデルの場合、SROは会員または市場参加者が所有し、非営利または費用回収ベースで運営する。これは依然として独立SROの所有・ガバナンスモデルである。しかし、所有権には「持分権利」がないため、会員制のSROの所有権または会員権の重要性は限定的である。会員の基本的な権利はガバナンスに参加し、特定の役員を選出することである。この所有構造はSROの民間組織としての地位を保全し、SRO業務の資金調達の基盤として決定的に重要である。

企業型モデルで組織された取引所の登場は、取引所が非上場/上場企業と同様に株主に基づいたガバナンス構造を持っているため、SRO機能のガバナンスを著しく複雑化している。投資家とし

³⁰ 例えば、SRO は会員を差別せず公平に扱い、統治制度において会員の公平な代表権を提供し、会員の要望や懸念に対応する義務があるかもしれない。

³¹ 取引所 SRO は、通常、公平で秩序ある市場を提供し、会員と市場を効果的に規制し、一般に公共の利益に適うよう行動する義務がある。

ての株主が取引所を所有している。もちろん企業型モデルは、取引所が事業法人として機能するように設計されている。複雑になるのはSRO業務のガバナンスだけである。しかし、ほとんどの取引所は取締役会の構成について特別な法令の対象となっており、通常、外部取締役が過半数となるように義務付けられ、取引所の利用者とその他の利害関係者の代表が公平に含まれるように規定されていることが多い。

所有権が取引参加者から分離された後も取引所はまだSROであろうか。会員が取引所のガバナンスと規制方針に大きな影響力を及ぼさなくなっているとすれば、自主規制から「自主」は失われる。自主規制の概念は、規制対象者がSROの規則、方針、運営に大きな影響力を持つという意味である。しかし、会員または市場参加者は、株式会社化された取引所の株主である場合も、株主ではない場合もある。会員の持分が小さければ、そのガバナンスにおける代表は主に諮問委員会または顧客グループを介してとなる。取締役会には主要利害関係者としての立場から仲介業者が何人か含まれ場合もある。そのため、現在ではほとんどの取引所は自主規制主体ではなく、実際には民間規制主体である。この意味で取引参加者に対するその管轄権の根拠は上場発行体に対する管轄権と同じ、つまり契約に基づくものである(第4章参照)。こうした根拠から現在、取引所は自主規制主体という代わりに**現場規制主体**と呼ばれることが多い。

数十年の変化を経て、先進国市場の国際的なベスト・プラクティスは、SROの役員会の社外役員が過半数ではないとしても、半数以上を占めることとなっている。このことは独立SROと相互組織を維持する取引所のいずれにも適用される。また、上場取引所の設立した規制子会社にも適用される。外部役員が役員会の半数以上を構成していれば、会員が役員会を支配していないため、役員会がすべての利害関係者の利益を反映させ、利益相反を適切に管理する可能性が高い。同時にほとんどのSROは、自主規制の概念と一体であることから、規制対象企業からの力強い代表を維持すべきであると考えている。(留意すべきは、通常、会員または規制対象企業は方針策定に参加し、規制制度へ意見を表明する他の仕組みを持っていることである。こうした仕組みには業界諮問委員会への参加などがあり、SROの経営陣、役員会に有用な意見、指針、推奨を行なうことが多い)

外部役員は公益を代表するという責任を強化するために「公益役員」とも呼ぶことができる。例えば、FINRAは「公益理事」が過半数を占めている。単純に非会員役員が外部役員とされている場合でも、その中心的な役割の1つがSROの公益責任に取り組むことである。カナダのIIROCの場合には、多くの点で公益理事として行動する外部理事がいる。

株式会社化された取引所のほとんど、特に上場取引所の場合には、通常、取締役全員が株主の代表であるため、外部取締役が「公益取締役」に取って代わる。ただし例外もある。中国・香港特別行政区、シンガポール、インドでは、取引所が株式会社化または上場した後も、法律によって「公益」取締役の役職を残し、政府または規制当局が公益取締役を任命する。その目的は、取締役の過半数を外部取締役とすることを義務付けることに加えて、取引所の明示的な公益責任を強化することにある。

先進国市場のほとんどで上場取引所には公益取締役が義務付けられていないが、取締役会の過半数を外部取締役とすることは義務付けられている。取引所SROの外部取締役と一般企業の外部取締役には一つ重要な違いがある。取引所の外部取締役は、規制対象者(つまり取引参加者)ならびに企業としての取引所およびその支配株主から独立していなければならない。さらに外部取締役は、明示的に投資家や一般国民を代表するものではない。その主たる責任は、他の取締役と同じで、会社法の規範に従って企業の最善の利益のために行動することである。

規制当局によるガバナンスの監督

ガバナンスは、規制当局による取引所、SROおよび類似機関の許認可と監督において特に重要である。取引所の株式会社化に関する2006年のIOSCO報告書では、「ほとんどの規制当局は、取引所の商業的利益と規制責任の適切なバランスを維持する堅牢な体制を取引所に整備させる主な手段として、ガバナンス体制を重視している(IOSCO専門委員会、2006年b:12)」と述べている。同報告書では次のように説明している。

取引所の意思決定手順と業務手順が適切に公益を尊重し、守ることができるように徹底を図るうえで[IOSCO]の会員が重視する優先事項は、適切なガバナンス体制を義務付けることである。その全体的な目的は、その管理機関に広義の公益を直接的に代表する個人、あるいはそうでない場合でも、取引所が規制責任に然るべき重点を置いているか判断できるだけの独立性を備えた人物が参加できるようにすることである。

現在、規制当局は証券取引所を中心にSROのさまざまな所有構造とガバナンス構造に対応しなければならない。ごく最近まで、ほとんどのSROは、相互ガバナンス型モデルなどで運営されている非営利組織だった。それが現在では、取引所とCSDはガバナンス型モデルに基づいた営利企業として運営されていることが多い。一部の国では国内取引所、SRO、CSDが非常に異なったガバナンス構造で運営されており、規制当局のガバナンス監督を複雑にしている。投資家所有の取引所、会員所有の取引所、独立SROに適したガバナンス構造はそれぞれ著しく異なる。

規制当局はSROのガバナンスに対して柔軟な手法を開発し、ガバナンス要件、許認可条件、監視制度を対象機関の種類に合わせられるようにしている。取引所やSROといった組織のガバナンスに標準モデルは存在せず、規制当局はこの分野で国内外に通用する包括的な基準も作成していない。所有構造、役員会の構成、経営手法は、法律、規制、各国(地域)の歴史とともに、各SROの沿革、役割、機能を反映している。

世界各国の規制当局のほとんどは、取引所とSROに対して、選択した企業構造や所有構造とは無関係に、一般的なガバナンス基準を適用している。どのように組織されているかとは関係なくSROの許認可の条件は満たされていなければならない。例えば、通常、取引所とSROには利用者の利益を「公平に代表」することが義務づけられているため、所有者だけでなく利害関係者も役員会に加わらなければならない。しかし規制当局は、SROの性格、所有構造、企業構造に応じて、この要件の解釈を変えるのが普通であり、基準には異なる企業組織に十分対応できる柔軟性がある。

この原則に基づいた手法は一部には確実性に欠け、煩雑に見えるかもしれないが、その重要な利点は、規制制度に大いに必要とされる柔軟性の提供である。この基準であれば、上場取引所にも非営利相互組織であるSROにも適用できる。英国FSAの公認投資取引所および公認清算機関ハンドブック(REC Handbook)がその好例である。同ハンドブックは、公認投資取引所と公認清算機関に関する一般的なガバナンス要件を規定しているが、特定の手法を義務付けてはいない³²。公認申請者が「適切かつ妥当」であるかを判断する上でFSAが考慮する、ガバナンスに関連する要素を大まかに説明して列挙したものである。FSAは2004年に公認機関に対して公認組織の健全なガバナンスに関する見解を拡張した書面も発行している³³。

SROは、許認可を受けるために法令に定められたガバナンスの要件を満たしていることを証明しなければならない。こうした全般的な要件に加えて、規制当局は許認可または監督プロセスの一環

³² FSA ハンドブック、公認の手引き、公認投資取引所および公認清算機関(FSA Handbook, REC Handbook, Recognized Investment Exchanges and Recognized Clearing Houses):<http://www.fsa.gov.uk/pubs/hb-releases/rel49/rel49rec.pdf>

³³ 市場部門ディレクターGay Huey Evans から全公認組織の最高経営責任者に宛てた公認組織の企業統治に関する2004年3月31日付書面:http://www.fsa.gov.uk/pubs/ceo/ceo_recbod_31mar04.pdf。

として、特定のSROに合わせた個別のガバナンスの要件を定めることがある。SROのガバナンス構造の重大な変更は、規制当局による許認可の条件に基づき、検証と承認の対象となる。

米国SECは、SROのガバナンス構造の変更に関する承認手続きを利用して、大幅なガバナンス改革を義務付けた。例えば、NASDAQとNYSEが株式会社化した際、両社はSECの利益相反に関する懸念に対応して取締役会と業務を再編することに合意した。NYSEユーロネクストとその子会社NYSEレギュレーションの取締役会には業界からの代表が参加していない。純粋な規制主体であるFINRAは、SECと新たな構造について長い協議を経た後、多数(ただし全体としては過半数以下)の取締役を業界代表として入れるとの主張を通した。

NYSEレギュレーションは2003年にNYSEの独立子会社として設立された。NYSEレギュレーションには独立取締役会があり、CEOはこの取締役会に対してのみ報告する。取締役会は6名の外部取締役(NYSEユーロネクスト、上場企業、会員組織のいずれとも一切関連がない)、NYSEユーロネクストの取締役3名、およびNYSEレギュレーションのCEOで構成される。この構成は、公開・営利企業の中で規制の独立性を守り、同時に事業活動と規制活動の間の積極的なコミュニケーションと情報の共有を維持することを目指している³⁴。NYSEとユーロネクストの合併後もNYSEレギュレーションの地位に変更はない。

FINRAの理事会は11名の外部理事、10名の業界理事、SROのCEOおよび会長で構成されている(合計23名の理事)。業界代表による理事職は会員の種類ごとに配分されている。

2004年にSEC(2005年)は、SROガバナンスの正式な規則を提案した。新規則はSROのガバナンスとSECによるSROの監督を「強化」するものである。これらの提案は正式に導入されていないが、その原則はNYSE、FINRA、その他米国取引所が採用した新しいガバナンス構造に反映されている。主な提案は次を義務付けるものである。

- ・ ガバナンス情報の開示拡大
- ・ 役員会および役員委員会の役員のうち過半数を外部役員とすること³⁵
- ・ 外部役員のみで構成される個別の役員委員会(指名委員会、ガバナンス委員会、監査委員会など)
- ・ 外部役員のみで構成されるSRO規制制度の有効性を監視する規制監視委員会

米国証券業協会(現SIFMA)は次のように主張して、これらの変更に対抗した。

今日の自主規制ガバナンスの正当性は、その過程への会員の関与と直接的に関係している…SECが会員の関与のないSRO専門職員に依存する構造へ移行すれば、自主規制の正当性の根幹である業界の専門能力と指針をSROが失うことが懸念される³⁶。

ロベルタ・カーメル(Roberta Karmel)教授(2008年)は、FINRAとNYSEレギュレーションのガバナンスに課せられた変更によってSROは、方針決定に及ぼす会員の影響力と参加の度合いが最低限に抑えられた準政府機関に変貌したと論じた。同教授は、FINRAの会員に対する説明責任はSECの課したガバナンス改革によって損なわれたと考え、「最終的な分析によると、FINRAはSECに対してのみ説明責任を負う」と指摘した(Karmel 2008年:63)。FINRAに対するSECの監視と介入は、

³⁴ NYSE ウェブサイト、<http://www.nyse.com/regulation/nyse/1145313073247.html>

³⁵ 「外部」とは、SRO もしくはその関連会社、会員、または(取引所の場合)取引所に上場もしくは取引所で取引されている発行体と重大な関係を持たない人物と厳密に定義されている。過去3年間に取引所もしくはSROに雇用されていた人物または会員も除外される。

³⁶ SROの統治と透明性に関する提案に対するSIAのSECへのコメント・レター、2005年3月9日、3-4頁、<http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/melackritz030905.pdf>。

引き続き拡大しており、民間SROとしての地位が危うくなっていると同教授は見ている。FINRAは実質SECの一部門になるとも思われる。

利益相反

自主規制の最大のリスクは常に利益相反であった。利益相反は自主規制の概念に内在しているため、目的はその完全な排除ではなく、利益相反が組織の方針と活動に不適切に影響しないように利益相反の可能性を適切に管理することである。

金融市場の最近の変化によって、利益相反に関する懸念が特に取引所SROに関して高まっているが、これは、営利企業型モデルが取引所の自主規制責任と企業活動の間で利益相反を増大させているためである。独立SROの直面する利益相反は少ないが、会員が自らを規制することに伴う本質的な利益相反は残る。独立SROが業界団体としての役割を兼ねている場合には、会員の規制と会員のための活動の間に対立が生じ、利益相反は強まる。

取引所の株式会社化は、自主規制に常に存在していた利益相反を高めると広く見られている。事業と規制機能の利益相反を管理することは、営利取引所の登場で生じた最も重大な規制・ガバナンス問題である。SROと規制監督当局は利益相反を管理するために、さまざまな手段を講じている。問題には主に、取引所の規制責任の軽減、規制機能を担う独立SROの設立、または利益相反の管理を目的とした他の変更の導入によって対応している。

取引所SROの規制責任は、次のグループの利益に相反する場合がある。つまり、(1) 事業の発展と収益性における株主の利益、(2) 主要顧客またはSROの所有者としての会員の利益、(3) 主要顧客としての上場企業の利益である。取引所間の競争激化が、さまざまな形の利益相反を増幅させている。投資、取引業務、上場業務を巡る競争は世界的に強まっており、一部の国内市場でも激しくなっている。図表4-3は主な利益相反をまとめたものである。

IOSCOは2001年と2006年に発表した報告書の中でさまざまな利益相反の問題を説明(IOSCO専門委員会、2001年、2006年b)し、「取引所の公益義務と商業的利益の適切なバランスの維持に対するリスク」を懸念している(IOSCO専門委員会、2006年b:6)。IOSCOは営利企業型取引所が相互組織型の取引所より、はるかに費用管理に厳格であり、費用削減のために規制資源を削減する可能性が高いと指摘している。ほとんどの取引所SROの組織で、規制部門の予算が営利事業に依存しているため、利益相反が強まり、少数の大規模会員からの収入や手数料に過度に依存しているSROでは、会員との利益相反が増幅されることになる。

SECは、2004年に行なったSROガバナンスの検証(2005年)で利益相反の増大に関する警戒感に言及し、次のように示唆した。

- ・ 証券業界の再編と取引所間の競合が会員との利益相反を増幅させている。
- ・ SROは注文をめぐる競争の激化にともない、取引を獲得するために規制監視を緩める可能性がある。
- ・ 上場の競争が上場基準の引き下げにつながる可能性がある。
- ・ 市場競争が激化する場合には、株主との利益相反が鮮明化する。

しかし、自主規制において利益相反のほとんどは常に存在していたとすることができる。取引所も、その評判と「ブランド」を守るために高い基準を維持しようとする強力な営利的動機があるため、株主との利益相反は従来の会員との利益相反ほど問題にはならないと主張している。

さまざまな規制責任を担うSROの利益相反は明らかに大きくなる。市場規制、会員の企業行動、上場、清算機関業務を担当する取引所が、限定的な市場監視と上場機能だけを担っている取引

所よりも大きな利益相反を抱えることは当然である。このことを理由に多くの営利企業型取引所で規制責任が軽減されている。

利益相反の管理

SROと規制監督当局はさまざまな手法で利益相反を管理している。IOSCOの2008年実施報告書(2008 Implementation Report)では自主規制原則の実施基準について、(1)法律または規制当局がSROにおける利益相反の可能性を回避または解消することに万全を期し、(2)SROは利益相反の可能性に対応する手順を整えるべきと規定している。

独立SROの団体であるICSAは、利益相反を管理するための「SROのベスト・プラクティス」を作成した(2006年a)。それには次の項目が盛り込まれている。

- SROは、市場参加者と適格な外部役員がそのガバナンスに有意な役割を確実に果たすように図らなければならない。
- SROは、その規制活動と事業/業界団体活動の潜在的な利益相反が適切に管理されるようにするべき体制、方針、手続きを確立しなければならない。ICSAは以下を提案する。
 - 規制業務を事業/業界団体業務と分離するファイアウォールを採用する。
 - 規制業務を監督する分離した管理組織を設ける。
 - 規制業務と営利業務の組織体制を分離する。
 - 規制業務を安全な別な場所に置く。
 - SROの規制責任のすべて、または一部を業務委託する。
 - 利益相反を管理する方針と手続きを確立する。

中国・香港特別行政区政府は、2000年に行政区内の取引所を合併して株式会社化した時に、SFCと協力して包括的な利益相反管理の保護措置を実施した。保護措置には以下が盛り込まれている。

- 取引所とその取締役は、公益に準じて行動し、取引所の商業的利益と公益に利益相反があった場合には、公益を優先する法的義務がある。
- SFCが例外を認めない限り、持株比率は最大5%である。
- HKExの取締役会には中国・香港特別行政区の任命する公益取締役が含まれる。
- SFCは、規制に関して利益相反が生じた場合、HKExに対して権限を行使することができる。
- 取引所は、事業部門と規制・リスク管理部門の厳格な分離を維持する。
- HKExは、上場企業との関係で生じる利益相反に対応するために利益相反委員会を設けた。
- SFCは、利益相反の管理が不十分である場合にはいつでも取引所の規制責任を引き継ぐことができる。
- SFCがHKEx自体の上場手続きを管理した。
- 中国・香港特別行政区の行政長官がHKExの会長を承認し、SFCがHKExの最高経営責任者と最高執行責任者を承認しなければならない。

次に利益相反の管理または軽減に関する手法について説明する。

ガバナンス

本章の2つ目のセクションで説明した通り、ガバナンスの監督は、SROが公益と規制責任を果たし、適切に利益相反を管理できるように世界各国の証券監督者が採用している基本的な手段の一つである。EUでは金融商品市場指令(MiFID)によって、すべての規制市場はガバナンス機構を設けることが義務付けられており、規制市場、その所有者または運営者と、健全な市場機能との利益相反から生じる悪影響の可能性を特定し、これを管理している。

規制責任の委譲

第2章と第3章で規制責任を移管する傾向について説明した。例えば英国政府は、上場を他の取引所と競合する取引所が発行体の株式公開に係る規則を制定する権限を持つべきではないとの考えから、2000年に「上場管理機関」としての機能をLSEからFSAに移管した。

中国・香港特別行政区では、行政区内の取引所を統合して株式会社化する総合的な政府政策の一環として、SFCが2000年に証券会社の監督責任(会員規制)を取引所から引き継いだ。HKExに残された自主規制の役割は、ほとんどが事業または業務規則である取引規則の遵守を監督することである。SFCは1990年から主に市場行為と不正取引の規制を担当している。

NASDAQがNASDから分社化される前から、この2つの組織は、SECの奨励を受けて、営利事業が規制主体と分離している場合には、利益相反がより適切に管理できると考えていた。両組織は、各々の役割を分離した場合に、NASDAQは営利事業体として、NASDはSROとしてそれぞれにうまく機能すると判断した。

業務と規制の組織分離

現在、取引所の規制部門と営利事業部門の組織的な分離は、全面的なSRO機能を維持する取引所にとってのベスト・プラクティスとして確立されている。NYSEとASXなど一部の取引所は、取締役会と経営が独立している子会社を別に設立しSRO業務を置いている。

2007年にフランス金融市場協会(AMAFI)は、IOSCOのSRO諮問委員会のために41組織を調査した³⁷。調査対象は取引所25カ所と会員組織/CSD16団体であった。市場を運営または規制している31の組織のうち、21団体が正式に商業活動と規制活動を分離し、5団体が分離していなかった(回答のなかった団体はおそらく商業活動を行なっていなかったと考えられる)。

調査では、ICMA、JSDA、KSDA(現KOFIA)などの自主規制、業界団体組織6団体が対象となっていた。その中で2つの機能の組織体制が分離されていたのはわずか2団体で、組織や建物が分離されていた団体はなかった。

取引所25カ所中17カ所が利益相反を管理する正式な手続きを設けていると報告しており、17カ所中15カ所でその手続きが政府規制当局によって検証されている。

NYSEレギュレーションの独立性については前述の通りであるが、同様に東京証券取引所(TSE)も子会社の東京証券取引所自主規制法人を設立した。ASXは2006年に、発行体、市場参加者、先物、健全性リスク、執行に係る監督を所管するASXマーケット・スーパービジョン(ASXMS)を設立

³⁷ AFEI/VD - 29/04/08 - SRO 諮問委員会の自主規制に関するワーキング・グループ(未公表)。フランス金融市場協会(AMAFI)は、フランスの証券業界および金融市場の専門家の代表団体で、会員数は120社以上である。そのほとんどは投資会社であるが、一部は投資サービスの提供を認可されている銀行である。AMAFIの基本的な設立目的は会員の利益を代表することである。

した。ASXMSの取締役会はASXの取締役3名、外部取締役2名で構成されている。前述の通り、ブラジルのボベスパは最近になってSRO機能を担う新しい独立事業体、現BM&Fボベスパ・マーケット・スーパービジョンを設立した。

その他の取引所は、単一の法人組織の中で規制機能の管理を商業活動と正式に分離することで利益相反に対応している。こうした取引所には、商業活動と証券取引所の上場部門の間に強力なファイアウォールを設けたHKExや北欧のNASDAQ OMXノルディック取引所などがある。

規制業務と業界団体業務を組織上、分離している独立SROもある。ベスト・プラクティスは、役割を正式に別組織に分離することであるが、取引所同様、一部の業界団体は規制機能のために分離されたガバナンス構造と組織構造を設けて両方の役割を果たしている。上記で挙げたAFEI調査は、JSDA、KOFIA、ICMAを含む6つの業界団体が自主規制と業界団体の両方の機能を担っていることを示している。

日本ではJSDAが依然として二つの目的を兼ねた組織であるが、2004年にSRO業務のガバナンスを分離する新しい組織構造を採用している。独立した自主規制会議にSROに関わる問題の意思決定が委ねられている。11名からなる会議は、JSDA会長、自主規制担当専務理事、会員委員5名、公益委員4名で構成されている。分離した各部門が業界団体とSROに係る業務を行なう。公益委員を含む外部委員会がJSDAの自主規制業務を監督する。

カナダではIDA(現IIROC)が2006年に業界団体部門を新組織に分離して純粋なSROとなった。

利益相反と監督委員会

SRO機能の独立性を高めるために、多くのSROが役員会レベルに規制監視委員会を設置している。委員会の役割は、特に前述の利益相反に照らして、SROの規制制度を監督し、SRO部門の独立性と有効性を確保することである。複数の米国取引所がこうした委員会を設置しており、一般的に外部役員がその過半数を占めている。

その他の取引所SROは、上場取引所とその取引所が規制する上場企業との間の利益相反に対応するために利益相反委員会を設置している。これは株式会社化した取引所ではベスト・プラクティスとなりつつあるようである。HKEx、SGX、TMXでそうした委員会が設置されている。委員会は一般的に、取引所と競合または取引関係にある企業との関係を検証して、上場規則が公平に適用されていることを確かめ、その評価を規制当局に報告する。中国・香港特別行政区では、HKExにバックオフィス・サービスを提供する会社からの上場申請など、少しでも利益相反が考えられる場合には、問題がSFCに報告される。

規制監視

取引所SROにおける利益相反の増大に対して、政府規制当局によるSRO監督強化は、ほぼ世界共通の反応であり、特に取引所の利益相反の管理方法の再検証に重点が置かれる。この監督には、利益相反に対応するために採用された方針と手続き、ならびに利益相反の個別事例の対応の両方が含まれる。IOSCOは、SROに利益相反がある場合、規制当局が問題調査の責任を負うべきであると示唆している。

規制当局と上場取引所は、上場審査手続き、取引所による上場維持規則の遵守の監視、取引所株式の取引監視における利益相反に対応する特別な自己上場手続きも導入している。

世界各国でのこれまでの経験から、利益相反の管理には明確に正しい手法も誤った手法もないことを示している。営利市場はまだ最近の現象であり、取引所も規制当局も発生する問題をその都度処理している。利益相反に対してはまださまざまな対応が試されている。

第6章 SROの監視と規制当局の役割

本章では政府規制当局によるSRO業務の監視の性格について論じる。

監視の概念

IOSCOは規制監督当局によるSROの効果的な監視の必要性を強調している。IOSCOは原則7で「SROは規制当局による監視対象であり、権限と責任を行使する際には公平と秘密性の基準を守るべきである」と規定している(IOSCO 2003年:12)。

ほとんどすべての国(地域)で規制監督当局は取引所を含むSROを承認しなければならない。この権限は通常、SROが許可または「認可」を受けなければならないことを意味する。許可を受けたSROは、許可の諸条件と法的義務を継続的に満たしていることを確かめるために継続的な監督の対象となる。

例えば、英国では取引所と清算機関はFSAの認可を受けなければならない。FSAは認可の諸条件を記した認可命令書を発行する。条件の遵守違反は認可取り消しにつながることであり、これはその組織が業務を承認されていないことを意味する。

取引所を含む大多数のSROがそれぞれの国内市場で事実上の独占であることが、許可と監督の重要性を高めることにつながっている。活動免許の取り消しは現実的でなく、特に取引所が国(地域)における唯一、あるいは主要な市場であればなおさらであり、実務上、監視が監督の基本的な手段である。SROの監視では、SROが反競争的または不公平な行為を行なわないように徹底を図るべきである。SROは、会員資格や加入に関する意思決定、SRO規則の解釈、執行機能の管理において公平に行動すべきである。IOSCOは、SROの専門家としての基準は規制当局と同等であるべきと規定している。

SROが許可制であり、監視の対象となるのは、資本市場にとって不可欠な基盤を提供するからである。大抵の場合、投資家、発行体、仲介業者などの市場参加者は、市場に参加するためにこの基盤へのアクセスを取得する必要がある。また、第5章で説明した通り、SROが公益責任を担っていることも要因として挙げられる。IOSCOは取引所について次のように規定している(2006年a:6)。

ほとんどの国(地域)は、取引所の適切な機能を資本市場の効率的な運営に不可欠と見ている。したがって、取引所が市場の効率性を高め、市場に信頼を寄せられるような方法で市場を運営していることに強い公益があると見ている…取引所の公正で効率的な機能は、重大な公共の利益である。流動性と正確な価格発見を提供する流通市場の効率性は、営利企業に効率的な資本調達を可能にし、企業部門と経済の両方に広く利益をもたらす。取引所が規制機能を適切に果たさなければ、同様に広く影響を及ぼすことになるだろう。

監視には、SROの定期的な検証や検査、報告要件、ガバナンス制度の調査、SRO規則の検証や承認といった手続きが含まれる。監視制度の目的は、SROが確実に法律上、規制上の責任を果たし、効果的に規制機能を果たすことができるようにすることである。公的機関によるSROの監督はSROが説明責任を果たし、利益相反が適切に管理されているようにするために必要である。

監視とは監督である。SRO職務の指示やその業務の管理にまで及ぶべきではなく、もしそうなればSROの独立ガバナンスと自主規制の利点が損なわれることになる。

ほとんどの規制当局は、最近の取引所の商業化もあり、この10年間に取引所とSROの監視を強化してきた。特定のSROに対する監視制度の性格と強度は、SROの役割、規制責任の範囲、利益相反の種類によって決まる。取引所の場合、その規模と市場シェアも重要である。現在、監視制度の運営には、規制当局とSROの両方で相当な水準の資源を要する。一部のSROは監視が過剰に

なっており、監視ではなくSRO機能実行の継続的な監察になっていると考えている。当然ながら、こうした費用は競争力に悪影響を及ぼす。

一部の国では、SROが自主的に規則を導入しない場合、規制当局がSROに対して具体的な規則を勧告、または導入を義務付ける権限を持っている。米国ではSECが現行のSRO規則を廃止、追加、削除する追加権限を持っている³⁸。こうした権限の行使は稀であり、政府規制当局とSROは通常、規制の取り組みについて定期的に話し合っている。SROが具体的な対応を行なうべき、あるいは具体的な規則を採用すべきであると規制当局が考える場合、通常はSROに非公式にそうした見解を助言する。両者は問題に対する最も効果的な対応を話し合い、共通の見解で合意することを試みる。

ほとんどの国でSRO規則の変更はすべて発効前に規制当局に提出し、承認を受ける必要がある。SRO規則案は、通常、確定する前に公表され、一般からの意見を募らなければならない。この手続きが透明性を提供し、利害関係者が提案された規則について意見を表明することができる。この手続きが効果を上げるにはそれに意味がなければならない。世界銀行は、協議プロセスが実質的でなく、形式的であることが多いと承知している。

IOSCOはSROが認可の条件として満たすべき基準を作成した(2008年：29–36)。図表6-1に列記した基準は、SROの許認可の基準としてだけではなく、継続的な義務と見なすべきである。

監視制度の主なプロセスと目的

監視制度の主な目的は次の通りである。

- SROが適切なガバナンスの方針および手順を策定し、遵守することを実現させる。
- SROの規則が規制責任を満たしており、公平でバランスが取れていることを実現させる。
- SROの規制責任とリスク管理責任が果たされているか、その制度と手続きが適切な基準を満たしているかも含めて評価する。規制当局はSROが効果的なコンプライアンス、監督、執行制度を備えるようにしなければならない。
- 明らかになった利益相反に確実に対応させる。
- SROの対応が必要な欠点または要請を明らかにする。

さらに規制監督当局は、SROが許可の条件および法令に基づくその他の義務すべてを継続的に満たすようにしなければならない。

図表6-2に規制当局が監視制度で利用する主なプロセスとその目的をまとめた。

監視制度の手法と関係する基本手続きは、規制監督当局とSROの間でMOUとして合意し、文書化されることが多い。

³⁸ 先物取引所に対する CFTC の権限はより限定的である。

第7章 新興国市場への影響

本報告書の主要目的は、自主規制の性格を説明し、新興国市場における自主規制の潜在的な効用を取り上げることである。特定の市場における自主規制の有効性は、その市場の環境と特性に左右される。自主規制は自動的に採用されるべきでも、すぐに排除されるべきでもない。本章では本報告書で概略を示した問題と傾向が、新興国市場における自主規制の導入に及ぼす影響を検証する。

新興国市場における考慮点

新興国、特に地域的、国際的な競争力のある資本市場の開発を目指している国は、証券市場における行動基準の向上と自国市場をより効果的に規制および監督する能力の構築を求められている。その意味で一部の国は、自主規制が行動と監督の基準向上に重要な役割を果たしうるかを評価している。その他の新興国は、強力な法定規制当局を選択し、公式SROの活用を最小限に留める欧州モデルを採用している。しかし、欧州でさえ、規制当局は規制の実施に関する業界の知識と意見を、より有効に活用しようとしている。したがって、新興国市場は規制制度に民間部門の参加を生かす最善策を検討すべきである。

本報告書で述べた国際的な傾向は、20年以上前に存在していた従来型自主規制モデルが劇的に変化したということを示している。まだSROに依存している状況において、伝統的な証券業界の会員企業に支配されている閉鎖的なクラブというSROの概念はもはや正当ではない。SROは多様な利害関係者の利益に対応しなければならない組織であると同時に、今まで以上に公的な説明責任を負う組織に変化している。

自主規制の採用を検討する主な理由は、それによって規制に追加資源と専門能力を適用できると考えられるからだ。大規模で複雑な証券市場においては、潤沢な資源を持つ規制当局でさえ、すべての規則と基準を作成し、すべての活動の遵守状況を監視する徹底した監督制度を整備することは困難と感じている。この困難は先進国市場と新興国市場の両方に当てはまり、この点が米国の規制制度が歴史的に自主規制に依存してきた根本的な理由である。

SROは次のような方法で、政府規制当局の制度と資源を補助、補完する場合に、規制を強化させることができる。

- **特定の種類の活動と特定の金融商品を対象にした規則の採用。** 例えば、先物・オプション取引所SROは、自市場の公正性を守るために詳細な市場操作防止規則を設けている。
- **高度なリスク管理方針・制度の開発。** SROは特定の業界活動を統制していることが多い。例えば、多くの取引所がカウンターパーティ・リスクに対応するために清算機構(CCP)サービスを提供している。清算、決済、保護預り機関は、決済リスクを管理する目的で広範な規則と方針を設けている。
- **包括的な監視・監督制度の実施。** SROは市場における金融機関の取引と活動を詳細に監視することができる。その事例として、会員のガバナンス、企業行動、内部統制、財務コンプライアンスの検査のほか、取引所または店頭市場における取引の市場監視などがある。

自主規制の役割の拡大を検討している新興国市場の規制当局は、規制当局と業界が政府規制と民間規制の二層制の制度を採用して基準を向上させるという取り組み姿勢を共有していない限り、自主規制が機能しないことを理解する必要がある。この取り組みには、二層制の規制の明確な役割分担とSROにおけるガバナンスと管理の妥当なレベルの独立性が必要とされる。この手法を自主規制の伝統がほとんどない国で実現することは難しいかもしれない。SROは規制当局の「民間

部門」の一種と捉えられるべきではなく、利害関係者の要望に応える十分な独立性を備えていなければならない。

その一方で強力なSROと権限の弱い法定規制当局の組み合わせは、適切でも持続可能でもない。一部の新興国市場では国内取引所の権限が規制当局より強力であり、そのために適切な規制と監督が行なわれていない。SROは強力な規制当局を代替するものではなく、政府は規制当局を強化する資源がない、あるいは政治的な支持がないことを理由にSROに依存すべきではない。SROは規制を強化する規制当局の資源を補完することはできるが、適切な資源を持つ規制当局の代替として利用されるべきではない。国内取引所とSROを効果的に監視できる強力な公的規制主体を主たる規制組織として構築することは、国際基準を達成するうえで不可欠である。

取引所SROへの依存は世界中で後退しているが、国内取引所は依然として新興国市場の多くにとってSRO責任を担う実行可能な選択肢であり、取引所が株式会社化していない、あるいは営利事業体となっていない場合にはなおさらである。多くの場合、取引所は既に規制能力を備えているとともに、規制と市場行為を改善させる資源、知識、動機も持っている。利益相反が問題となる場合、取引所は取引規則と市場監視に注力し、証券会社の監視を政府規制当局に任せることができる。本報告書で論じてきたように先進国市場の多くは利益相反を管理するためにその他の手段も活用している。

公式SROが重要な役割を果たすことが現実的に可能でない場合、あるいは市場規模が二層制の規制制度のコストに見合わない場合には、独立した業務権限を持つ政府規制当局を設立する欧州モデルが望ましく、二層制の制度より効率的である。公式SROを設立するために必要な資源を投入する価値があるのは、SROが継続的な研修を通じた行動基準と規制の質の向上に著しく寄与する十分な責任と権限を持つ場合に限られる。政府規制当局モデルでも、何らかの自主規制は、証券会社などの市場参加者を代表する業界団体の取り組みを通じて規制制度に付加価値をもたらすことができる。本報告書で論じてきたように、そうした組織は、行動規範の採用、規則実施指針の提供、規制開発への影響力行使によって基準の向上とコンプライアンス改善に資することができる。

結論として、資本市場での自主規制の利用に関して唯一「正しい」手法は存在しない。世界各国の取り組み経験から、自主規制には様々な方法が可能であり、公式SROが規制制度の必須要素ではないことが分かった。多くの国(地域)での経験を踏まえることで、資本市場における自主規制への依存を成功させる条件を特定できる可能性がある。次の条件のうち、当てはまるものが多いほど、自主規制が有用かつ信頼できる可能性は高まる。

- 追加資源と高度な専門能力を提供する民間規制主体の恩恵を十分に享受できるほど、証券市場が大規模かつ複雑であるとともに、発生する追加費用を十分に負担できるだけの市場規模と取引がある。
- 市場にある程度の効果的な自主規制の伝統があり、SROに専門職員と有用な規制基盤の用意がある。
- 政府と法定規制当局が、公共政策として自主規制への依存が適切であると考えている。
- 政府と法定規制当局が、SROに規則、方針、制度の制定を含むガバナンスと管理にある程度の独立性を与えることで合意している。
- 政府規制当局とSROの責任が明確に区別されており、権限と規制活動の重複が最小限に抑えられている。
- 法定規制当局がSROを効果的に監視し、利益相反を適切に管理する能力を備えている。

- ・市場と市場参加者を規制する十分な権限が法律または(会員との契約で補充可能な)規制に基づきSROに与えられている(または与えることができる)。
- ・証券業界が自主規制を支持するとともに、そのガバナンスと管理への参加、SRO規則の遵守、規制の追加措置に伴う費用負担に積極的である³⁹。
- ・取引所が引き続き特定の規制機能を担うことを支持している、あるいは特定の規制責任を担うための独立SROの設立を支持していく。

もちろん、上記は自主規制の有用性と成功を後押しする理想的な条件を反映している。言うまでもなく自主規制は、こうした基準すべてを満たしていない多くの市場で成功している。事実、自主規制の実績のある多くの先進国市場は、過去にこれらの条件の多くを満たしておらず、現在でもそのすべてを満たしているわけではない。自主規制への依存は、その条件のほとんどがある程度満たされている限り、理想的ではない条件下においても適切となり得る。条件の多くが満たされていない場合には、狭い範囲の規制責任から出発して段階的にSROを構築することも可能である。

金融危機の影響

第一章の序論で指摘した通り、最近の金融危機とその影響によって、金融規制制度の有効性が疑問視されている。特に、法令遵守と財務の健全性を確保するために、各金融機関のガバナンス(内部管理、コンプライアンス制度、リスク管理制度など)に大きく依存する規制制度の信頼性を巡り、深刻な問題が生じている。

多くの国で、政府による「救済措置」の費用負担と金融システムへの重大な介入の必要性から、規制改革を求める声が高まっている。改革は、(1)より厳格な法律と規制の導入、(2)規制制度の仕組みの変更(金融規制当局の統合を含む)、(3)金融規制当局のガバナンスと説明責任の向上、(4)金融機関による法律と規則の遵守に対する監督強化など、さまざまな形態を取ることが考えられる。

金融危機では、高度なコンプライアンス制度とリスク管理がクレジット・デリバティブなど複雑な金融商品を保有するリスク、およびそれを顧客に販売するリスクに対応できなかったことを示した。失敗の原因はいまだ議論されているが、実際に起きたという事実が、企業の内部ガバナンスとそうした企業に対する規制監督の両方の有効性に関する深刻な疑念を引き起こしている。こうした問題が発生した原因は、金融機関の適切な監督の失敗、企業の業務および金融商品リスクに対する企業と規制当局双方の不完全な理解と管理、企業によるこうしたリスクの適切な管理の失敗などである。

現在、特定分野における原則主義による規制の有効性が厳しく精査されており、監督とリスク管理の適切な最低基準導入のために、より規範的な規則が必要かどうか評価している。また「ライトタッチ」規制も現在では支持されていない。規制当局は、主要金融機関の内部管理とリスク管理制度の有効性に依存したため、各企業の業務に対する「リスク・ベース」の直接検査については、その回数を減らし、範囲を限定した形での導入となった。より限定的な規制検査と監督が、金融機関によるリスク負担の拡大、企業の内部リスク管理制度の弱体化、規制当局によるシステミック・リスクの性格と規模の特定の失敗につながった可能性がある。

こうした失敗の多くに、主に銀行規制当局などの政府規制当局によって規制されていた銀行、投資銀行、保険会社が関係していた、または証券監督者が規制していなかった金融商品が関係していたために、証券規制当局全般、そして具体的には自主規制に対する金融危機の直接的な影

³⁹ 証券会社やその他の市場参加者は自主規制を、規制の有効性を弱め、「規制当局に干渉させない」手段として捉えるべきではない。そうではなく、より現実的かつ迅速で効率的な規制実現の手段と捉えるべきである。

響は限定的である。さらに取引所SROはほとんどの場合、多くの金融機関の財務状態を悪化させた店頭クレジット・デリバティブに関係していない。取引所は通常、そうした店頭金融商品を取り引きしておらず、その規制にも関与していない。

とはいえ、グローバルな投資銀行の破綻を回避するのに政府の支援または介入が必要とされ、規制の失敗が明らかであることから、自主規制にどのような影響が及ぶかという疑問が生じるのは当然であろう。金融規制の厳格化と金融規制当局統合の要求は、自主規制に本質的に備わっている利益相反と自主規制制度が生み出す監督の分散化が政府規制当局への権限の集中化につながる場合には、自主規制への依存を弱めることになる。

反対に金融危機は、SROが証券会社の規制強化にいかに関与できるかを証明する機会とも考えられる。金融危機で規制の資源と能力を増強する必要性が明らかになったため、そうした必要性が自主規制への依存度の増大につながる可能性がある。予算が増額されたとしても、証券会社の監督を著しく拡大するのに必要な資源と専門能力を手に入れられる政府規制当局はほとんどない可能性が高い。SROが必要な管轄権を持っている場合には、規制対象企業の健全な監督を確保するうえでSROが重要な役割を果たすことができる。金融危機によって、金融機関に精通するとともに、徹底した検査を定期的に行うことができる資源を備えた、強力で専門知識の豊富な現場の規制主体の必要性が高まっている。

SROの多くは現場の規制主体として、会員の多様な業務におけるコンプライアンスとリスク水準を継続的に評価することを目指した広範かつ高度な監督・現場検査プログラムを開発している。こうしたプログラムは、SROの規制責任に応じて、証券会社のガバナンス、監督責任、リスク管理システム、企業行動、営業慣行、取引行動、財務コンプライアンスを対象とする場合がある。こうした能力を備えたSROは、さらに厳格な監督、検査プログラムを開発し、監督検査の内容と頻度を拡充するために資源投入の増加を図ることで、規制の厳格化に関与する組織となることは間違いない。

SRO規則の妥当性を見直すことで、SROは伝統的にその規則が適用されていた分野の規制の改善を支援することもできる。SRO規則は、対象とする金融商品、取引の仕組み、コンプライアンス問題の範囲が狭いため、証券規則よりも具体的であることが多い。業界が新たに適切、かつ従来より高い最低基準を採用できるようにするためには、より規範的な規則が必要な場合もあれば、範囲を広げた指針で十分な場合もある。

政府規制当局が引き続き、証券会社の内部管理およびコンプライアンス制度が適切または必要と判断する場合、金融システムと投資家を適切に保護するために、内部システムの設計、ドキュメンテーション、実施を適切に監督する方法が求められる。SROは、監督要件に関する規則と、企業の方針と手続きを精査し、その実施の有効性を評価する検査プログラムを通じて、この取り組みに直接携わることができる。

取引所での取引または公認清算機関を通じた決済を奨励することで、金融規制当局は、システミック・リスクと多くの企業の財務問題の発生源となった複雑な店頭デリバティブ金融商品の取引リスクを軽減する方法を探っている。取引の面で取引所は、店頭市場に欠けている価格の透明性と価格発見機能を提供できる。しかし、店頭取引の多くは、その専門性またはカスタム性のために取引所取引には適していない。カスタムメイドのデリバティブは、取引を保証する清算機関を提供するばかりではなく高度なリスク管理と統制システムを要求する組織化した決済機関またはCSDを通して、報告、清算、決済することができる。清算機構の多くは取引所が保有している。CMEやインターコンチネンタル取引所(ICE)など複数の取引所がクレジット・デフォルト・スワップの決済サービスを開始している。したがって、取引所とCSDの自主規制の役割は、クレジット・デリバティブ取

引の監督、有価証券などの金融商品における企業のリスク・ポジションの規模、そうした金融商品の決済リスクなどの分野に拡大している。

取引所は、組織化した市場が提供する価格の透明性と取引監視の利点を積極的に推進し、基本的な取引報告、価格透明性、清算機構がない店頭金融商品の取引拡大がもたらす危険性を警告している。規制当局は概ねそうした警告を無視し、店頭市場(特にデリバティブ市場)を、監視すべきリスク増大の発生源としてではなく、競争と改革の一種と見なすことが多かった。規制当局や清算機関に報告されず、管理もされない店頭金融商品を大量に高レバレッジで保有することは、膨大なシステミック・リスクをもたらす。こうしたリスクの規模が、大きな代償をもって明らかになったことから、取引所とSROには、こうした店頭商品を直接取り引きしないとしても、その活動の報告と監視を可能にする体制を提供する機会が生じているのは明らかである。少なくとも取引所とCSDは、店頭市場における活動の監視と管理を改善させる方法を模索している規制当局に対して、清算・決済制度のリスク管理に関する豊富な専門知識を提供できよう。

要するに、規制に関して金融危機から学んだことは、協調した対応が必要ということである。政府だけでは有効な対応はできない。規制について現実的な対応を作り出し、方針の変更に効果的に対応するためには、市場参加者が、SROなどの業界団体のほか、何らかの自主規制能力を備えた業界組織を介して積極的に関与することが必要であろう。したがって、SROと業界団体が問題解決の一翼を担うという目的とともに、公益の使命の実現を重要視している場合には、建設的かつ大きな役割を果たす重大な機会が訪れていることになる。

規制改革: 本質的な政策課題

SRO制度の導入または現行制度の改革を検討する場合、さまざまな重要課題に対応しなければならない。検討課題には(1)規制制度の設計に関する本質的な政策課題と(2)規制改革の実施に際してのプロセスの問題の両方が含まれる。

政策担当者は、自主規制が自国の市場に適切であるか否か、適切な場合にはどのような制度を設計すべきかについて次の問題を考慮すべきである。

- ・ **資本市場戦略:** 自国の資本市場の開発戦略はどうあるべきか。戦略は資本市場の地域的および国際的な競争力を検討したものでなければならない。戦略には次の内容が含まれているべきである。
 - 資本市場が経済発展の下支えとなる最善の方法
 - 発行体と投資家のニーズに適切に応える市場開発、競争、改革の促進
 - 投資家などの市場参加者への公平な対応と市場の公正性向上を実現するような規制・行動基準の引き上げ
 - 資本市場の規制に関する適切なコスト水準の達成
 - 自国の取引所と市場が事業を重視し、競争力を持ち、使命達成に必要なガバナンス基準を備えるように図ること⁴⁰
- ・ **自主規制への取り組み姿勢:** 投資家と市場参加者は、現時点だけでなく将来においても、制度を実現性のあるものにするだけの十分な確信が自主規制に対してあるか。SROの会員は自主規制というものに全力で取り組み、必要な時間と資源を投じる用意があるか。規制当局は資本市場で自主規制に依存することが適切と考えているか。

⁴⁰ 当然、マクロ経済状況、法制度(すなわち立法制度、法曹、司法制度)の適合性、社会状況など、証券管理者の統制の及ばないさまざまな要因が資本市場の開発と政策に影響する。

- **資本市場の規模と複雑性:** 資本市場は二層制の規制を必要としているか、それを維持できるか。
- **効果的かつ効率的な規制:** 規制当局と業界は、どのような手法が自国の資本市場にとって最も効果的かつ効率的な規制を実現していると考えているか。自主規制のメリットは潜在的な追加費用とデメリットを上回っているか。規制の効率性と費用に関する問題は、世界的な市場間の競争を考えればなおさら重大である。さらに、発生する利益相反は適切な管理が可能か。
- **規制の優先課題と主要リスク:** 規制当局と資本市場参加者は、優先すべき規制問題と市場リスクを特定し、これに合意すべきである。現行制度は、こうした問題に適切に対応し、リスクを管理しているか。そうでない場合、こうした問題により効果的に対応するためにはどのように制度を改革すべきか、また、SROはどのような役割を果たすべきか。
- **公平性と一貫性:** 特定のSRO体制を選択する上で、資本市場と金融サービス業界のさまざまな分野における規制の公平性と一貫性を維持する必要がある。これは同様なサービスを提供する業界のさまざまな分野の参加者が公平に扱われなければならないからである。
- **資金調達:** 誰が規制費用を負担すべきか。ほとんどの国で市場参加者が資金の大半を政府規制当局に提供している。市場参加者のどのグループが自主規制制度の資金を負担すべきか。また、費用をグループ間、あるいはグループの構成員の間でどのように配分すべきか。こうした点については、議論を呼ぶのが常である。
- **法的枠組み:** SROは分担する責任を担うのに十分な権限を持っている、あるいは持つことになるのか。もし、そうでない場合、SROの準拠法の改正は現実的か? 現在、ほとんどのSROが規制責任を実行するための法的権限を持っているが、SROは会員との契約によっても管轄権を取得、ないし強化することができる。

SROが民間組織であることから、民法に基づきSROの規則制定権限を制限、または規制当局がSROに移管できる活動を限定している国もある。こうした障壁は、主に規制遵守の監督をSROに依存する、効果的な作業協約を作成する、またはMOU(覚書)を交わして、SROの役割と規制当局との協力関係を明確にすることで対応できる場合がある。

- **SROの監督:** 規制監督当局はSRO業務を効果的に監視する権限と能力を備えているか。

場合によっては、規制当局が制定した規制遵守の監督を主に担うSROのように、一段と限定的な自主規制の役割が適切なこともある。

規制機関の比較優位性

規制構造の設計に際して重要なのは、所与の規制責任の実行を担当するのに優位な組織はどこかということである。規制制度の効率性は、規制責任を最も効果的に実行できる権限、資源、技術、および知識を備えた組織に責任が割り振られた場合に高まる。分析にこうした枠組みを利用する場合、SROや同様の組織(業界団体など)の資産は具体的な規制活動に関連することから、法定規制当局の資産と比較すべきである。

最初に問うべきはSROが規制責任を効果的に実行するために十分な技術、資源、能力を備えている、あるいは取得できるかどうかである。十分な能力がない、または開発できない場合、SROに依存する規制構造の構築は望ましい結果を生み出さないだろう。

検討すべき要因には以下の点などがある。

- どの組織が規則を制定し、関係する市場参加者を監督する法的管轄権を有しているか。
- どの組織が関係する市場参加者を調査し、規則を守らせ、効力ある制裁措置を取る権限と有しているか。ほとんどのSROは会員企業とその従業員から証拠を収集し、彼らに規則を守らせる権限しか持っていない。
- 重大な利益相反が生じるか。自主規制制度には常に利益相反が存在するが、それは関与する規制と制度の種類によって異なる。
- 制度の基盤となる現行の自主規制構造は存在するか。
- 問題となっている活動を規制するために必要な知識、専門能力、技術を持っているのは誰か。
- どの組織が必要な情報とデータを入手できるか。例えば、SROは関係する記録と情報をすべて入手できるか、あるいはSROは必要なアクセスを取得できるか。
- どの組織が必要な規制手段(情報技術手段を含む)を備えているか。
- どの組織が作業に必要な資金と資源を備えているか。

規制改革:プロセスの問題

規制改革を開始するかどうかを決定する場合、以下の点など重大なプロセスの問題も検討しなければならない。

- **設計リスク:** 規制当局は現行の自主規制のやり方を変更する主な動機を明確にし、制度改革の目的達成の重要性を評価すべきである。これらの目的を制度変更の設計に伴うリスクと比較すべきである。大幅な変更にはリスクを伴い、計画されている変更の範囲が大きいほど、問題や場合によっては失敗のリスクが高くなる。主なリスクは次の通りである。
 - 利益相反の増大
 - SRO運営における実質的かつ実効的な独立性の確保
 - 規制対象企業または業界の強力なグループによるSRO制度の「規制乗っ取り」の可能性
 - 不十分なガバナンスまたは管理
 - 効果的で有能な新組織の構築の失敗
 - 組織上の対立と不確実性による移行期の規制・監督基準の混乱
 - 新制度における規制・監督基準の低下
 - 対応する能力構築の時間がないままに新しい規制責任を課すことによるSRO制度の過重負担
 - SROのガバナンスと運営に対する法定規制当局による過度の干渉
 - 適切な新制度設計の失敗と、その結果としての規制活動と費用の過度の重複

- ・ **移行リスク**: 移行リスクは組織、あるいは規制制度の場合には複数の組織で変更を実施する過程で生じる一時的なリスクである。規制制度の構造的な変更が行なわれる場合には、常に移行に伴う重要課題に対応する必要がある。具体的には次のような点を確実に実行する
 - 規制プロセス、とりわけ市場と仲介業者の監督を途切れることなく継続すること。
 - 規制対象者を常に規制主体の法域にとどめること。
 - 未決の事案・案件管轄権を失うことなく新組織に移管すること。
 - 新しい管理・ガバナンスへの移行を可能な限り切れ目なく行なうこと。
 - 職員の士気の維持、職員の留保、移籍する職員の契約上の権利の対応を含む人事の問題に対応すること。
 - 移行期に発生する予想外の問題に対応する紛争仲裁手段に合意していること。

大規模な変更を企図している場合には、業界と規制当局は移行リスクを最小限に抑えるために漸進的あるいは段階的な実施を検討することもある。さらにSRO制度改革の方法は、移行リスクを軽減するように設計すべきである。例えば、移行期に高い規制水準を維持することのリスクは大きいと見なされる場合には、リスクを最小化する計画を策定すべきである。この計画は例えば、管理者と職員の継続性を確保する取り決めで構成されることもある。

制度を大幅に変更する場合には、プロジェクト・マネジメント手法を取るべきである。関係する各組織が講じるべきすべての措置を網羅する詳細なアクション・プランも必要となる。プロジェクト・マネジメントやアクション・プランの実行には、さまざまな組織において専任の職員とともに、弁護士などの専門家やアドバイザーの支援が必要になってくる。

- ・ **利害関係者の意見**: 現行の規制制度について何らかの変更を検討する場合、利害関係者の意見を理解し、考慮することが重要である。利害関係者には広範囲の市場参加者が含まれる。
 - 仲介業者(証券会社、投資銀行)
 - 個人投資家・機関投資家
 - 政府・法定規制当局
 - 取引所、ATS、清算機関、既存のSRO
 - 業界団体

変更反対に対して支持はどの程度あるか。利害関係者間で規制構造に関する「共通見解」を構築することが望ましい。

- ・ **法的リスク・規制リスク**: 新しい規制構造で組織の規制責任が変更される場合、法的リスク・規制リスクを最小化する計画が必要となる。責任の移管には、(1)ある組織の規則の別の組織への移管、(2)監督制度の責任の移管、(3)経験豊富な管理者と職員の異動、(4)ITシステムと手段を含むインフラの移転が必要となる可能性が高い。綿密な責任分担について合意し、それを法的な取り決めまたはMOU(覚書)として文書化する必要がある。こうした責任と資産の移管、ならびに未決の事案・案件の取り扱いについて適切な取り決めが必要となる。
- ・ **規制の承認**: アクション・プランでは必要となる法律上、規制上の承認を特定していなければならない。規制対象組織の構造、責任、規則の変更に関する承認については、正式な申請プロセスを作成しなければならない。プロセスは、SROや取引所の許認可に関する新しい、または改訂された条件の作成を含まなければならない。先述の通り、IOSCOは認可条件の枠組みを公表している。SRO申請者は、健全なガバナンス制度、

効果的な管理、規制責任を全うする組織的な能力を備えている、または構築する能力があることを証明するよう義務付けられるべきである。

付録A

典型的なSROの役割

全面的な取引所SROが従来担ってきた機能は本付録で概略を示す4分野にわたる。独立SROは上場規則を制定しておらず、市場規制の責任を担っていない場合がある。

1. 会員(証券会社)規制

- 1.1 会員または市場参加者の加入または登録
- 1.2 個人の認可または登録
- 1.3 コンプライアンス、監督、内部統制の方針と手続き
- 1.4 自己資本比率規制(純資本、証拠金要件)
- 1.5 財務検査
- 1.6 帳簿、記録、口座要件
- 1.7 企業行動、営業コンプライアンス規則
- 1.8 顧客に対する義務
- 1.9 コンプライアンス検査
- 1.10 顧客の苦情対応と紛争解決

2. 市場規制

- 2.1 証券会社およびトレーダーによる取引資格
- 2.2 市場行為規則(市場の公正性・倫理基準)
- 2.3 取引規則(運営・取引システム「業務規則」)
- 2.4 市場品質規則(例、マーケットメーカーの義務)
- 2.5 市場監視
- 2.6 市場捜査

3. 上場基準・規則

- 3.1 新規上場基準
- 3.2 上場維持規則
- 3.3 企業開示規則
- 3.4 ガバナンス規則
- 3.5 株主保護規則(一般株主または少数持分株主に影響する取引)
- 3.6 報告要件

4. 執行

- 4.1 正式調査
- 4.2 緊急権限
- 4.3 懲戒手続き

CSDまたは清算機関を運営する取引所には、清算・決済規則、リスク管理要件、フェイル(証券決済未了)の紛争解決・救済策が含まれる。

参考文献

- Campos, Roel C., 2006年、「New Challenges in Regulating Financial Markets」、SEC委員長講演、ニューヨーク大学スターン経営大学院、ニューヨーク州ニューヨーク、3月24日
<http://www.sec.gov/news/speech/spch032406rcc.htm>
- Carson, John., 2003年、「Conflicts of Interest in Self-Regulation: Can Demutualized Exchanges Successfully Manage Them?」、世界銀行政策研究ワーキング・ペーパー第3183号 (World Bank Policy Research Working Paper 3183)、世界銀行、ワシントンD.C.
- CFA Institute., 2007年、「Self-Regulation in Today's Securities Markets: Outdated System or Work in Progress?」、CFA Institute Publications
<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n7.4819>
- CPSS-IOSCO (支払・決済システム委員会/証券監督者国際機構・専門委員会 [Committee on Payment and Settlement Systems Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions]), 2001年、「Recommendations on Securities Settlement Systems」、<http://www.bis.org/publ/cpss46.pdf>
- de Luna-Martinez, José, and Thomas Rose., 2003年、「International Survey of Integrated Financial Sector Supervision」、世界銀行政策研究ワーキング・ペーパー第3096号 (World Bank Policy Research Working Paper 3096)、世界銀行、ワシントンD.C.
- EFSA (欧州証券業協会会議 [European Forum of Securities Associations]), 2007年. “The Future of Self-Regulation in European Securities Markets”, White Paper, European Forum of Securities Associations
- Fleckner, Andreas., 2006年、「Stock Exchanges at the Crossroads」、フォーダム・ロー・レビュー (Fordham Law Review) 第74号2541-60頁
- FSA (金融サービス庁 [Financial Services Authority]), 2000年、「Response by the UK Financial Services Authority to the Committee of Wise Men on the Regulation of Securities Markets」、<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/responsewisemen.pdf>
- 、2006年、「FSA Confirmation of Industry Guidance, Discussion Paper 06/5」、http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_05.pdf
- 、2007年、「Policy Statement 07/16: FSA Confirmation of Industry Guidance: Feedback on DP06/5」、http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps07_16.pdf
- Fulton, Wallace., 「The Origin of the NASD: The OTC Market's Venture into Self-Regulation」、(未出版)
- ICSA (国際証券業協会会議 [International Council of Securities Associations]), 2006年a, 「Best Practices for SROs」、<http://www.icsa.bz/pdf/ICSABestPracticesSRO.pdf>
- 、2006年b, 自主規制に関するワーキング・グループ (Working Group on Self-Regulation)、「Self-Regulation in Financial Markets: An Exploratory Study」、<http://www.icsa.bz/pdf/Self-RegulationFinancialMarkets.pdf>
- IOSCO (証券監督者国際機構 [International Organization of Securities Commissions]), 2003年、「*Objectives and Principles of Securities Regulation*」、IOSCO公開文書第125号、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

- 、2008年、「Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation」、
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD266.pdf>
- IOSCO Emerging Markets Committee (IOSCO新興国市場委員会)、2005年、「Exchange Demutualization in Emerging Markets」、
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD200.pdf>
- IOSCO SRO Consultative Committee (IOSCO・SRO諮問委員会)、2000年、「Model for Effective Self-Regulation」、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>
- IOSCO Technical Committee (IOSCO専門委員会)、2001年、「Issues Paper on Exchange Demutualization」、<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>
- 、2006年a、「Consultation Report: Regulatory Issues arising from Exchange Evolution」、
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD212.pdf>
- 、2006年b、「Regulatory Issues arising from Exchange Evolution: Final Report」、
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>
- Karmel, Roberta S.、2008年、「Should Securities Industry Self-Regulatory Organizations Be Considered Government Agencies?」、ブルックリン法科大学院 (Brooklyn Law School)、リーガル・スタディーズ・ペーパー (Legal Studies Paper) 第86号、ニューヨーク市ブルックリン
- Mohan, Rakesh.、2005年、「Financial Sector Reforms in India-Policies and Performance Analysis」、特別寄稿、エコノミック・アンド・ポリティカル・ウィークリー (*Economic and Political Weekly*)、3月19日号
- Schapiro, Mary L.、1996年、オーエン特別講義シリーズでの講演 (Speech delivered at the Owen Distinguished Lecture Series)、バンダービルト大学 (Vanderbilt University)、テネシー州ナッシュビル、4月3日、
http://www.nasd.com/PressRoom/SpeechesTestimony/MaryL.Schapiro/NASDW_011115
- Schumer, Charles, and Michael Bloomberg.、2006年、「London Lessons」、ウォール・ストリート・ジャーナル (*Wall Street Journal*)、10月
- SEBI (インド証券取引委員会 [Securities and Exchange Board of India])、2003年、「Discussion Paper on Development of Self-Regulatory Organizations in Indian Securities Market」、インド証券取引委員会、ムンバイ
- SEC (米証券取引委員会 [U.S. Securities and Exchange Commission])、2004年、「Fair Administration and Governance of Self-Regulatory Organizations; Disclosure and Regulatory Reporting by Self-Regulatory Organizations; Recordkeeping Requirements for Self-Regulatory Organizations; Ownership and Voting Limitations for Members of Self-Regulatory Organizations; Ownership Reporting Requirements for Members of Self-Regulatory Organizations; Listing and Trading of Affiliated Securities by a Self-Regulatory Organization」、SROのガバナンスと規則制定 (SRO Governance Rulemaking)、Release No. 50699、File No. S7-39-04、RIN 3235-AJ33、
<http://www.sec.gov/rules/proposed/34-50699.htm>

- 、2005年、「Concept Release Concerning Self-Regulation (March 8, 2005)」、Release No. 34-50700、File No. S7-40-04、RIN 3235-AJ36、
<http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>.
- SIFMA (米証券業金融市場協会[Securities Industry and Financial Markets Association])、2007年、調査レポート(*Research Report*)第II巻第1号(1月号)
- WFE (国際取引所連合[World Federation of Exchanges])、2005年、「Regulation of Markets Survey 2004」、
<http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/Regulation%20of%20markets%20-%20Survey%202004.pdf>
- World Bank、2007年、「Role of Self-Regulatory Organizations in Securities Market Regulation.」、世界銀行、金融・民間セクター開発部門、南アジア地域、インド(未出版)

証券市場における自主規制

用語集

この用語集では、本報告書で使用した組織名およびその他の略称、略語をまとめる。

組織名

本報告書では組織名について下記の略称、略語を使用している。次の色分けで組織の種類を区別している。

取引所 SRO	証券監督者
独立 SRO	業界団体

AMAFI	フランス金融市場協会 (Association française des marchés financiers)
AMF	フランス金融市場庁 (Autorité des marchés financiers)
AMV	コロンビア証券自主規制機構 (Autorregulador del Mercado de Valores)
ANBIMA	ブラジル金融資本市場協会 (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais)
ASIC	オーストラリア証券投資委員会 (Australian Securities and Investments Commission)
ASX	オーストラリア証券取引所 (Australian Securities Exchange)
BM&F ボベスパ	サンパウロ証券・商品・先物取引所 (Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo S.A.) (ブラジル)
BSE	ボンベイ証券取引所 (Bombay Stock Exchange Limited) (インド)
BSM	BM&F ボベスパ市場監督機構 (BM&FBovespa Supervisão de Mercados) (ブラジル)
CFTC	商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission) (米国)
CME	シカゴ・マーカンタイル取引所 (Chicago Mercantile Exchange) (米国)
EFSA	欧州証券業協会会議 (European Forum of Securities Associations)
FESE	欧州証券取引所連合 (Federation of European Securities Exchanges)
FINRA	金融取引業規制機構 (Financial Industry Regulatory Authority) (米国)
FSA	金融サービス庁 (Financial Services Authority) (英国)
HKEx	香港証券取引所 (Hong Kong Exchanges & Clearing)
ICMA	国際資本市場協会 (International Capital Markets Association)
ICSA	国際証券業協会会議 (International Council of Securities Associations) (SRO と業界団体の協会)
IDA	カナダ証券業協会 (Investment Dealers Association) (現在、IIROC へ統合)
IIROC	カナダ投資業規制機構 (Investment Industry Regulatory Organization of Canada)
IOSCO	証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions)
ISDA	国際スワップデリバティブ協会 (International Swaps and Derivatives Association)
ISE	インターナショナル・セキュリティーズ取引所 (International Securities Exchange) (米国)

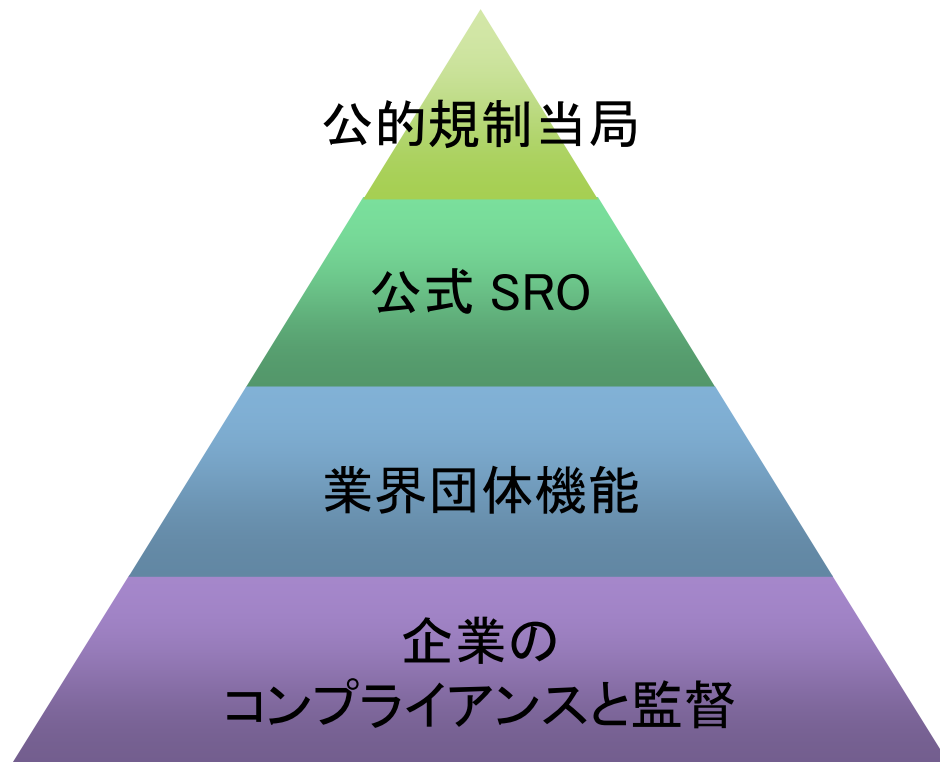
JSDA	日本証券業協会
KOFIA	韓国金融投資協会
LSE	ロンドン証券取引所 (London Stock Exchange) (英国)
MFDA	ミューチュアル・ファンド・ディーラー協会 (Mutual Fund Dealers Association) (カナダ)
NASD	全米証券業協会 (National Association of Securities Dealers) (現在、FINRA へ統合) (米国)
NASDAQ	ナスダック証券取引所 (NASDAQ Stock Exchange) (米国)
NFA	全米先物協会 (National Futures Association) (米国)
NSE	インド国立証券取引所 (National Stock Exchange)
NYSE	ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange) (現在、NYSE ユーロネクストの一部) (米国)
OSE	大阪証券取引所 (日本)
SEBI	インド証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India)
SEC	米証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission)
SFC	証券先物委員会 (Securities and Futures Commission) (中国・香港特別行政区)
SGX	シンガポール証券取引所 (Singapore Exchange)
SIFMA	米証券業金融市場協会 (Securities and Financial Markets Association)
TMX	TMX グループ (TMX Group) ((トロント・モントリオール証券取引所、カナダ)
TSE	東京証券取引所 (日本)
WFE	国際取引所連合 (World Federation of Exchanges)

略称、略語一覧

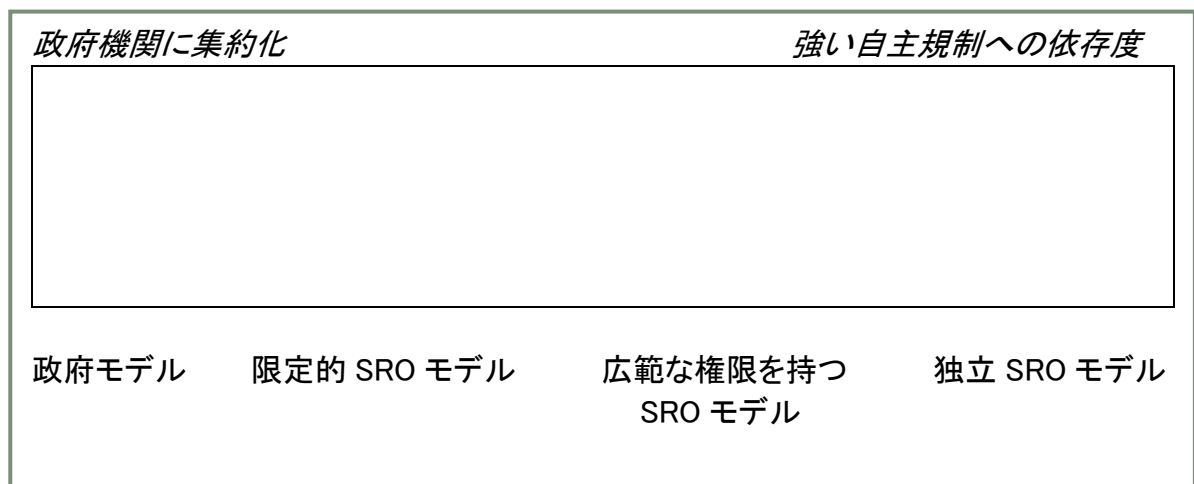
この論文は下記の略称、略語を使用している。

ATS	代替的取引システム (alternative trading system)
CSD	証券集中保管機関 (central securities depository) (清算・決済機関を含む)
CEO	最高経営責任者 (chief executive officer)
EU	欧州連合 (European Union)
MOU	覚書 (memorandum of understanding)
OTC	店頭 (over the counter)
SRO	自主規制機関 (self-regulatory organization)

図表2-1



図表3-1: 自主規制モデルのスペクトラム



図表3-1:6大市場の規制構造

	英国	フランス	オーストラリア*
規制モデル	政府モデル 総合的な金融規制主体。SRO 機能なし。多くの公認取引所に限定的な市場規制機能。	政府モデル 中央資本市場規制主体。SRO 機能なし。取引所(ユーロネクスト)に限定的な市場規制・上場機能。	広範な権限を持つ取引所 SRO モデル 分離された証券監督者。主たる規制主体は ASIC。ASX が重要な SRO 責任を担当。
自主規制への依存度	取引所の自市場を監督する役割は最低限。SRO 機能なし。業界団体は基準とコンプライアンスに関する指針が提供可能。	取引所の自市場を監督する役割は最低限。SRO 機能なし。業界団体は基準とコンプライアンスに関する指針が提供可能。	証券先物市場において自主規制責任を広く取引所に依存。
最近の変更点	ロンドン市場の国際市場参加者への開放にともなって FSA を設立。SRO 責任を FSA へ移管。	資本市場を規制する2つの政府規制当局が単一の組織に合併(AMF)。SRO 機能は1990年代に政府機関に移管。	ASX は SRO 業務の独立性を高めるために再編。
規制モデルの主な根拠	単一の法定規制機関を総合的な金融規制主体として設立する政府方針。取引所は認可された競争事業との認識。	中央規制主体として AMF を設立し、取引所を競争事業と位置付ける政府方針。規制を担当すべきは公的機関。	市場運営者に SRO 責任の実施を義務付ける政府方針。利益相反に対応するための広範なチェック・アンド・バランス機能を導入。

* この概略は2010年のASXからASICへの市場規制責任移管前のオーストラリア・モデルである。

	米国	カナダ	中国・香港特別行政区
規制モデル	広範な権限を持つ取引所/ 独立 SRO モデル 自主規制に強く依存。多数の取引所と2つの独立 SRO による分断化した SRO 規制構造。	独立 SRO モデル 主たる規制主体は委員会。2つの独立 SRO による自主規制に強く依存。	限定的取引所 SRO モデル 主たる規制当局は SFC。HKEx が現場 SRO 責任を担当。
自主規制への依存度	法律に基づいて証券/先物の両市場で自主規制に広く依存。すべての取引所は SRO。SRO 機能を実行する法的義務。FINRA と NFA は独立 SRO。	2つの独立 SRO (証券 SRO とミューチュアル・ファンド・ディーラー SRO) による自主規制に広く依存。現在、TMX の規制機能は最低限。	証券・先物市場の SRO として HKEx への依存度は限定的。
最近の変更点	NASD と NYSE が会員規制を新 SRO の FINRA に統合することに合意。また、SEC が SRO ガバナンスの大幅な改革を提案。	かつては複数の取引所が全面的な SRO 機能を担当。現在、すべての取引所は TMX へ統合。以前の取引所の会員・市場規制機能は、現在、独立 SRO の IIROC が担当。	新しい HKEx の設立と株式会社化に関連して、SFC が仲介業者とほとんどの市場規制機能を継承。SFC は上場機能継承の見送り決定したが、発行体規制に大きな役割。
規制モデルの主な根拠	議会が取引所と NASD による自主規制に依存した規制構造を確立。現在、SEC が SRO を厳しく監督。それより緩い基準で CFTC が商品先物業界の SRO/取引所を監督。	委員会は現場規制の SRO 依存を支持。証券業界は SRO の統合と独立性を推進。効率的で一貫性のある中立的な規制を実施、TMX に対する競争促進を推進。TMX の目的は事業への注力と規制責任からの解放。	主たる規制当局として証券取引委員会 (SFC) を設立し、HKEx を国際的に競争力のある資本市場を育成するダイナミックな企業として確立する政府方針。HKEx は現場規制の役割の留保を希望。

図表4-1:規制責任の分割

規制水準	責任	規制活動
1. 市場全般の規制	市場と仲介業者の市場行為と取引慣行の全般的な監督	- 規則制定 - 監督 - 執行
2. 市場行為基準	公平な取引の原則、インサイダー取引の規制、不正取引、市場操作	- 規則制定 - 監督 - 執行
3. 取引所取引規則	市場の公正性規則と各市場の取引慣行規則	- 規則制定 - 監督 - 執行
4. 市場監視	各市場における規則の遵守に関する取引の監視	- 監督(市場監視、取引分析) - 調査と執行

図表4-2:6大市場の規制責任の分割

ハイライト部分はSROが重大な責任を負っている分野を示す。

	米国	カナダ	中国・香港特別行政区
市場規制	取引所が証券・先物市場の主たる規制主体。NASDAQ はほとんどの規制機能を FINRA に委託。FINRA と NFA は契約に基づき一部市場を規制。SEC が厳格な不正防止規則を制定。複数の規制当局が債券市場を規制。	独立 SRO の IIROC がすべての株式市場の市場監視を行ない、市場行為規則を決定。債券市場の主たる規制主体も同 SRO。委員会が上位の原則を決定。	市場行為の規制責任は主に SFC が担当。HKEx は証券・先物市場における取引所規則のコンプライアンスを監視。HKEx は社債も上場。
上場	取引所(主に NYSE、NASDAQ、AMEX)が上場要件を定め、上場を審査。一部の上場規則(上場企業の維持条件)を決定。発行体規制機能は SEC と共有。	TMX が上場要件を定め、上場を審査。上場規則の多くも決定。発行体規制機能を委員会と共有。	HKEx が上場要件を定め、上場を審査。上場申請は SFC の意見を求めて二重に行なう必要がある。発行体規制機能は SFC と共有。HKEx が多くの上場規則を制定。
発行体の開示とガバナンス	SEC が開示要件を規定。取引所が適時開示の遵守を監視。ガバナンス基準の規制責任は共有。	委員会が開示とガバナンスの基準を規定。SRO が適時開示の遵守を監視。	HKEx と SFC が規制責任を共有。開示は SFC にも二重に提出する義務。
会員/仲介業者規制	FINRA が規則とコンプライアンスの検査を基本的に担当。先物業界では NFA と取引所 SRO が規制責任を共有。	SRO (IIROC と MFDA) が会員の規則とコンプライアンスの検査を基本的に担当。	SFC が証券会社の規制を基本的に担当。
執行	SRO 規則の執行は SRO の担当。SRO は会員の証券法遵守の執行も可能。	SRO 規則の執行は SRO の担当。	HKEx が取引所規則の執行を担当。
CSD 規制	独立 CSD	独立 CSD	HKEx が傘下の清算機関を規制。

	英国	フランス	オーストラリア*
市場規制	FSA がすべての市場で市場行為と監視を主に担当。取引所が取引規則の遵守について自市場の取引を監視。LSE はあらゆる種類の債券を上場。	AMF が市場行為と監視を主に担当。取引所が取引規則の遵守について自市場の取引を監視。ユーロネクストは2005年にユーロMTS債券取引システムの51%を取得。	ASX が証券・先物市場の市場行為と取引規則のほとんどを規定(2006年にASXはSFEと合併)。ASX規則と法律違反についての市場監視を全面的に担当。債券はASXで取り引きされておらず、SROの規制責任の対象外。
上場	FSA が上場規則を定め、上場を審査。LSE は取引基準を承認。	ユーロネクストが上場要件を定め、上場を審査。ユーロネクストが基本的な上場規則の一部を制定。AMF が主に発行体規制を担当。	ASX が上場要件を定め、上場を審査。上場規則を制定。
発行体の開示とガバナンス	FSA	AMF	ASX が規制責任をASICと共有。ASX が規則を一部制定し、適時開示の遵守を監視。
会員/仲介業者規制	すべての規制責任をFSAが担当。	すべての規制責任をAMFが担当。	ASX が規制責任をASICと共有。
執行	FSA。取引所の役割は限定的。	AMF。取引所の役割は限定的。	ASX 規則の違反をASXが担当。
CSD 規制	独立 CSD	独立 CSD	ASX 子会社が規則を制定。

* この概略は2010年のASXからASICへの市場規制責任移管の前のオーストラリア・モデルである。

図表4-3: 自主規制の利益相反

取引所の営利事業と規制義務の利益相反

- 取引所の商業的利益と株主に対する利益最大化義務は、規制主体としての義務と対立する可能性がある。
- 役員は、株主に対する義務と規制主体を監視する公益責任との対立に直面する。
- 会員（または取引参加者）の規制は、商業的利益と規制責任との間に葛藤を生む。
- 上場企業の規制は、商業的利益と規制責任との間に葛藤を生む。
- 規制への出資は、事業と規制に必要な資源を巡る競争と、規制といった非収益分野に対する費用削減圧力を背景に、減らされる場合がある。

自主規制制度の信頼性における利益相反

- 厳しい規制基準は、取引または上場業務を獲得する上で悪影響となる場合がある。
- 厳しい監督基準の維持は事業発展と顧客との関係に悪影響となる場合がある。
- 大口顧客からの圧力が、規則の偏った適用につながる可能性がある。
- 顧客からの圧力が、調査・執行制度の独立性を損なう可能性がある。

図表6-1:IOSCOのSRO基準

IOSCOのSRO基準

SROは、このIOSCOリストに掲げる基準または条件を満たし、以下を実行しなければならない。

- 適用される法律、規制、SRO規則の目的を実行する能力を備えている。
- 会員および関係者にこれらの法律、規制、規則を遵守させることができる。
- SROの会員、会員申請者をすべて公平で一律に扱う。
- 会員の行動基準を規定し、投資家保護を促進することを目指した規則を制定する。
- 検証または承認のために、規制当局が適切と見なす形式でSRO規則を規制当局に提出し、SRO規則が規制当局の決定した公共政策指令と確実に一致するように図る。
- 規制当局および他のSROと協力して、適用法令の調査・執行を行なう。
- 規則を執行し、違反には然るべき制裁を課す。
- 役員の選任と経営管理において会員の公平な代表権を確保する。*
- 非競争的な状況を生み出す規則は避ける。
- 規制機能を利用して、市場参加者に不当に市場での優位性を与えない。

* 文書の後段で「該当する場合(例、相互組織)」と条件が付けられている。

資料:IOSCO 2008年:32-33.

図表6-2: 監視制度の要素

監視プロセス	目的
ガバナンスの基準と見直し	• SROが高いガバナンス基準を満たすようにする。 • SRO がすべての利害関係者と公益責任に応えるようにする。
規則の見直しと承認	• 法律と許可条件の遵守と整合性を確保する。 • SRO規則が規制の役割と目的、および証券規制と整合するように図る。 • SRO規則が公正・公平であり、すべての利害関係者の利益に配慮するように図る。 • SRO規則が公益に適っていることを確保する。
SRO 報告の監視	• SRO制度、活動、財務状況、および最新の規制問題の状況を常に認識する。 • 監督と助言を継続的に提供する。 • SROとの活動の調整を支援する。
SRO の実績と業務の自己評価	• SROの健全な管理とガバナンスを確保する。 • 規制当局がSROを対象とする検査を作成する際に意見を提供する。 • SROが自らの実績を測定、評価する方法を確立する。 • リスク分野と改善分野を特定する。
SRO の検査	• SROの実績の外部評価を提供する。 • SROが規制責任をどの程度達成しているかを検証する。 • SROの規制制度と資源の妥当性を検証する。 • 利益相反が適切に管理されるようにする。 • 重大なリスク分野を特定する。 • SROから変更やその他の対応を必要とする所見を特定する。
定期的な連絡	• SROと規制当局の活動、規則提案、取り組みを常に認識する。 • 方針と規制手法の整合性を確保する。 • 取り組みと活動を調整する。