

米国証券市場の法的问题とSECの取り組み(1)

保坂健志

目次

一、SECの責任、組織と歴史

- (1) SECの根拠法と任務・責任
- (2) 組織構成
- (3) SECの歴史の概要

二、主な法的问题と代表的な判例

△以下 次号▽

- (1) インサイダー取引
- (2) 地方債の引受業者による政治家献金規制
(pay-to-play)

三、英国金融市場の監督改革

- (1) 監督体制変更の背景
- (2) 変更内容

(3) 今後の課題

四、総括

- (1) 強力な監督機関(法的権限とスタッフ)の是非
- (2) 人事交流の是非(ノウハウの移転)
- (3) 金融制度の転換期

米国証券市場が活況を呈するに伴い、証券取引と商品の高度化や国際化の進展が米国証券市場を活性化している一方、望ましい規制・監督方法の確立、証券犯罪の多発化・高度化への対応、監督費用高騰の対策など、多くの法的な問題も発生し

ていると言われている⁽¹⁾。米国の証券市場の監督は、言うまでもなくSEC (証券取引委員会: Securities and Exchange Commission) に委ねられているが、その機能を一層向上させるため、九六年証券市場改革法の施行をはじめとするSECの監督権限強化を実現している。SECが投資家の利益を極大化する理想的市場を追求している一方で、米国証券市場は常に革新を続ける市場であるが故に、規制主体の対応が市場の進歩に遅れがちであり、複雑な規制や商品を悪用した不正が跡を絶たず、SECの社会的使命は重要性を増す一方という感がある⁽²⁾。

SECは一九三〇年代の大不況の時期に、当時の証券市場が失った社会的信用を回復し、証券市場の健全な発展と監督のため、一九三三年証券法に基づいて設立された連邦規制機関であるが、設立後必ずしも順調に機能してきたわけではない。

る。

SECの責任は、

①証券取引と金融市場の尊厳を保護すること
(protecting the integrity of the nation's securities exchanges and financial marketplace)

②投資家が証券の発行者から十分に重要な情報を得られることと保証すること
(assuring that investors receive full disclosure of all material information from issuers of securities)

③投資家が証券取引業者から平等な扱いを受け
ることと保証すること
(assuring that investors are dealt with equitably by brokers, dealers, investment advisers and others buying, selling or assisting the public in

世界で最も規模が大きく、かつ効率的であると言われる米国証券市場の監督者として確固たる社会的認識を勝ち得ているSECも、現在の地位を築くまでそれなりの紆余曲折があったということは非常に興味深く、当時の状況や考え方を参考には今後日本が金融監督のあり方を参考にすることで、意義のあることと思われる⁽³⁾。

日本証券経済研究所ニューヨーク事務所は、このような問題意識の下、SECの歴史を踏まえながら、現在の法的問題について調査し、ここに報告するものである。

一、SECの責任、組織と歴史

(1) SECの根拠法と任務・責任

SECは三四年法四条(a)項をその根拠法として、一九三四年に設立された連邦規制機関であ

buying or selling securities)

とされている⁽⁴⁾。

この表現は、かなり包括的で曖昧な点も感じられるが、「投資家保護と公正な市場の確立のため」、資本市場に関する事実上全ての監督・監視」と理解することが妥当であろう。

(2) 組織構成

この目的を達成するためには、SECに監督権限だけでなく、不正行為の処罰・捜査、立法・改正に関する権限が担保されなければならない。現在は Corporation Finance (企業財務局)、Market Regulation (市場規制局)、Investment Management (投資管理局)、Enforcement (法務執行局) の4局 (Division) のOffice of Compliance Inspections and Examinations (検査部) が主たる部門として、SEC

を構成している。(次ページ参照)

また、委員長とコミッショナー(四名)は、上院の助言と同意の下、大統領が任命(任期五年)するが、五人のうち、三人を超えて同じ政党からは任命されないという規定がある。また、スタッフは通常の事務員に加え、弁護士、会計士、財務アナリスト、調査官(Investigator)、行政法判事(administrative law judge)に加え、技師や地質学者出身の者までいる多様な専門家を集めていると言われる。なお、職員総数は九六年七月現在で三、〇三九名となっている。⁽⁷⁾

(3) SECの歴史の概要⁽⁸⁾

SEC (The Securities and Exchange Commission) は、一九三三年五月二七日に当時のルーズベルト(Franklin Delano Roosevelt)大統領により署名された一九三三年証券法

部局名 (Divisions and offices)	担当業務
Corporation Finance	証券販売、開示等の登録書類の審査
Market Regulation	証券業者、取引所、経済機関などの監督
Investment Management	40年投資会社法、40年投資顧問業者法による管理、監督
Enforcement	違反、不正行為に対する法的執行業務
Office of Compliance Inspections and Examinations	証券業者、取引所、決済機関への検査実施

(Securities Act of 1933) に起源を發している。

第一次世界大戦(一九一四年〜一九一八年)が終結し、欧州が疲弊する一方、戦争の被害を最小限に留められた米国は、その後の繁栄を謳歌することができた。米国経済の好況を反映し、株価も過去最高の水準に上がっていた。しかし、次第に株価が不安定になり、金融も引き締められた後、ついに一九二九年一〇月二四日に大暴落(暗黒の金曜日)が起った。一九三三年証券法は、この大暴落とその後続いた恐慌時代(Great Depression)をきっかけに、それまでの証券法規が非常に未整備であったため、より厳格な基準を導入するために立法化されたものであり、特に発行市場の規制を中心に定めている。

同法の原形では、FTC(連邦商業委員会: Federal Trade Commission)にゆるやかな証券規制の権限を与えたものに過ぎなかった。⁽⁹⁾ 同法

では、証券の発行者がFTCに開示を登録する義務と証券の募集を行う前に開示書類を發行することを定めていた。また、もし、FTCが登録書類の不備を發見した時は、証券の発行者に証券の販売を差し止める権限を与えられていた。しかしながら、政府が証券業界にもっと干渉し、証券市場の規制強化を図るべきであると考えた改革主義者にとっては、当時のFTCの権限では不十分で、また、例外的な規定も多いため、これでは本当に証券規制が改善されるのか、疑わしいと見られることもあったようだ。

当時の証券法規の改革主義者達が証券規制の改善に努めていた一方で、NYSE(ニューヨーク証券取引所)のホイットニー理事長(Richard Whitney)をはじめとするウォール街の間人は、証券取引法に定められた規制を激しく非難していた。ホイットニー理事長によると、「この規

制は国の災難 (national disaster) であり、これでは投資家が市場から退出し、証券市場を枯渇させてしまう (drive investors out of marketplace and market would dry up) となり、規制を緩和しようとするロビー活動を展開していた。しかし結局、双方の妥協の結果、FTCから証券の取引・発行に関する監督権限を受け継ぐ形で、1934年にSECが設立されるに至った。⁽¹⁰⁾ SECに予め権限を限定するのではなく、業界が必要とする問題点や規則を調査させることにより、立法化が行われ、その結果、SECの権限はかなり広範囲に議会で認められ、ジョセフ・ケネディ (Joseph P. Kennedy) が初代SEC委員長に任命された。ここに、米国の証券市場改革の原点が誕生したわけである。

ケネディ委員長は米国の偉大な政治家であるが、SECの運営上当初から困難があったようである。戻し、利益を上げることができず、このルールにより、空売りを行う時には、直前の株価よりも低い株価で売り注文を出せないことになり、投機的売買で株価の売り崩しを行うことが防げるようになるのである。⁽¹²⁾

一九三三年には、証券業務と銀行業務の兼営による弊害に対応するため、有名な「一九三三年銀行法 (別名・グラス・ステイガル法)」が制定された。これを受けて、例えばモルガンは一九三五年六月に、銀行業務のJ・P・モルガンと証券業務 (投資銀行) のモルガン・スタンレーを分社するに至った。現在グラス・ステイガル法の改正論議が進められているが、この法律がヨーロッパ流のユニバーサル・バンク制度を禁じ、証券と銀行を分離したことは、米国の証券規制だけでなく、その後の金融制度全般に大きな影響を与えたと言えるであろう。

ある。なぜならば、彼はウォール街に勤務した経験があり、投資における経験も豊かであるが、同時に自ら相場操縦を行っていた者としても知られており、また、彼が委員長に選ばれた理由は、ルーズベルト大統領 (注：任期一九三三年～一九四五年) の大統領選挙にケネディがかなりの支援をしていたことが第一の理由であると言われているからである。また、彼は市場の規制者でありながら、「ペテン師を捕まえるにはペテン師が必要だ」と言ったという噂もあるほどの人物でもあり、SEC委員長の人選には相当の苦勞があったと見られる。⁽¹¹⁾

ところで、SEC委員長としての彼の目標は、当時の投機に満ちた市場の再生であった。そのためには彼はまず、空売りの規制である uptick rule を定めた。株価が下がることにより、空売りを行っている投資家は、安い株価で当該株式を買い

次いで、証券流通市場の規定を中心とした一九三四年証券取引法の他、一九三五年公益事業持株会社法 (PUHCA: Public Utility Holding Company Act)、『一九四〇年投資会社法 (Investment Company Act)』、『一九四〇年投資顧問法 (Investment Advisers Act)』が相次いで立法化された。⁽¹³⁾ これらは今日最も基本的で重要な証券法規として受け継がれている。

SECは、公益事業持株会社の統合化を利用し、さらなるSECの機能拡張に乗り出した。例えば、取引所に上場されていない店頭株式に対する規制の必要が求められるようになり、一九三八年に修正三四年法 (Maloney Act) により、NASD (National Associations of Securities Dealers) が設立され、店頭市場を規制するようになった。

その後第二次世界大戦 (一九三九年～一九四五

年)に突入し、米国の社会的な関心が戦争に向けられ始めたため、SECはホワイトハウス、議会、一般大衆からほとんど支援が得られなくなり、わざわざワシントン(ホワイトハウスと議会の所在地)に本拠を置く必要性が乏しくなっているとさえ考えられるようになった。このような社会的変化を受けて、証券市場の改革を実施するというSECの使命に対するSECの機能と大衆の認識は次第に低下し始めた。

トゥルーマン大統領(Harry Truman、任期：一九四五年～一九五三年)の時代になると、SECの機能的な衰退も見られるようになってきた。SECの影響力も次第に失われ始め、アイゼンハワー大統領(Dwight Eisenhower、任期：一九五三年～一九六一年)の時代においては、SECの予算は過去最低を記録するに至り、法務執行組織(enforcement program)も削減され

いる。

しかし、一九六〇年にアイゼンハワー大統領の任期が終了すると、株式市場が活況を呈するようになってきた。ニューヨーク証券取引所の時価総額は大きく増加し、SECのスタッフもこれに対応するため、大きく増加に転じるようになった(下記グラフ参照。SECによる)。

戦後から六〇年代にかけては、多くの改革が実施された。この一連の動きについては、「一九六一年証券市場に関する特別報告書：1961 Report of Special Study of Securities Markets」の中でSECのスタッフにより、報告されており、SECが取り組むべき改革の方向性が指摘されている。この報告書において、市場の構造問題に重点を置き始めたSECの運営方針のシフトを指摘している。

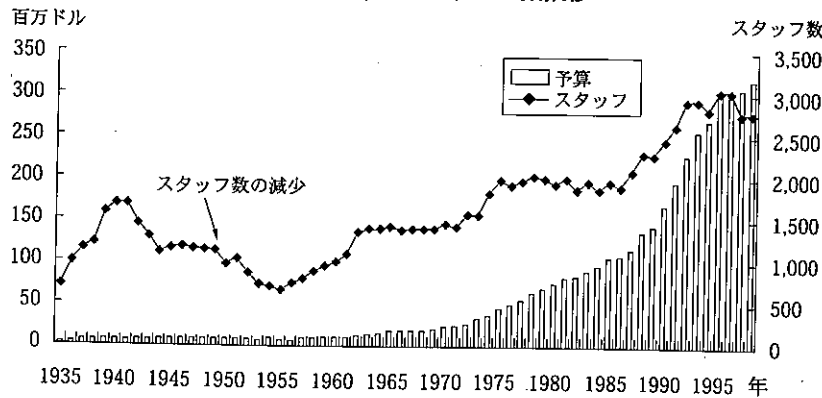
証券市場の活発化とそれに伴う一九六〇年代の

た。その結果、1955年には、アメリカン証券取引所における会員会社の不正が相次いで発覚(Crowell Collier 事件)したが、SECは不正を発見しながらも、迅速な対応ができなかったために不正が拡大したと記録されている。

第二次世界大戦後、SECは自らの業務対象を縮小し始めた。業務対象を企業の開示体制と不正防止のシステム作りに限定し、手数料制度、会計基準監督、委任状規制などには比較的低い優先順位が与えられるようになった。

この頃になると、ウォール街の改革に対する熱意は冷めてしまい、保守的であり熱意のない委員長が不十分な予算で業務を行うようになり、SECの組織自体は存続したものの、業務の拡張は行われなかった。当時の規制監督当局は、予算を拡大することが不要な政治的な圧力を受けることになるという恐れを持っていたからだと言われて

SECの予算とスタッフの数推移



SECの経済的、技術的、政治的影響力の向上が、SECに対する一般の注目を喚起するようになった。取引高や新規発行が過去例のない水準まで増加するようになり、年金基金の増大、ミューチュアル・ファンドの隆盛が従来の証券業を全く新しいものに変えた。これらもSECに対する活発な活動を要求する要因となっている。

しかし、証券会社の効率性の低さや市場動向への対応の遅れも一方で表面化した。当時の固定手数料制が証券会社経営の効率化を遅らせていたことや、事務処理の機械化が十分でなかったため、急激な取引の増大により、多くの証券会社は一九六四年から一九六八年の証券取引の出来高増加(年間出来高が三倍に増加)に対応できなくなっていました⁽¹⁶⁾。これを「バック・オフィス危機(Back-office Crisis)」と呼んでいるが、このことが証券会社の効率経営に対する意識を高め、

七五年五月一日の固定手数料制の廃止命令を出すことから、長々と続いていた固定手数料の必要性に関する議論に終止符を打ったのである⁽²⁰⁾。

一九七五年五月一日の固定手数料制が廃止されると、株式取引の委託手数料の減少が予期されるため、証券会社は収益構造の改善に取り組み始めた。そのためには、顧客の利益を最優先した営業活動はもちろん、魅力ある商品の開発、十分なりスク管理を伴う自己売買業務、収益性の高い付加価値のある業務分野の開発に取り組みようになって⁽²¹⁾。一方、SECの主要な規制課題として、各証券取引所の電子リンク化が行われ、証券市場の構造改革が推進された。

八〇年代になると、負債の発行やM&Aを中心とした企業の資本取引が活発化し始め、それらが株価に重要な影響を与えるようになった。これを受けて、一九八四年にはInsider Trading San-

振替決済制度が導入されるきっかけとなったと言われている⁽¹⁷⁾。

また、株式市場が活況になる過程と平行して、いわゆる機関投資家が売買の中心を占めるようになり、機関投資家の台頭が鮮明になっていったが、機関投資家が手数料の支払いを節約するためにニューヨーク証券取引所以外の証券取引所での売買を増加させたり、実質的な手数料割引が行われるようになるなど、固定手数料制度の形骸化が進展していた⁽¹⁸⁾。この現象も手数料自由化の議論が急速に議会を中心に高まった背景の一つである。

SECは、一九七〇年代のニクソン大統領(任期：一九六九年～一九七四年)の任期中には、かつてないほどにホワイトハウスからの独自性を勝ち取るようになっていたが、手数料自由化についてはなかなか実現されず、当時SECは実現の遅れを批判された⁽¹⁹⁾。しかし、ようやくSECが一九

八八年には、Securities Fraud Enforcement Actが可決され、インサイダー取引規制が一層強化されることとなった。

一九八〇年以降、SECは常に急速な革新を続ける証券市場に追隨するために、大変な苦勞を強いられることになった。市場の発達が加速度的に進展し、既存の規制体系だけでは十分な対応ができなくなってきたことがその原因である。例えば各種の規制緩和(shelf registrationやRegulation Sなど)も、そのようなSECに対する市場の圧力の結果、生まれたものとも言える⁽²²⁾。一方、一九八七年のブラック・マンデーの1年後に、SECはニューヨーク証券取引所、シカゴ商品取引所(CME)と情報交換で協力すること、

及び一定以上の株価変動に対して取引所の取引一時停止制度(サーキット・ブレーカー)を導入した。証券取引に関する自由な投資機会の喪失など、本来の趣旨からすれば弊害も多く予想されるサーキット・ブレーカー制度の導入は、さらなる株価下落を防止したいという動機と市場の圧力に対応せざるを得なかったSECの苦心を示すものとも言えるであろう⁽²⁸⁾。

証券市場が急速に発展、拡大するにつれて、業務の拡大に規制サイドがなかなか追いついていくことができず、SECは非常に多くの問題を抱えている⁽²⁹⁾。例えば、デリバティブの開示および流動性が低いために伝統的方法では価格(価値)が測定できないような証券(例:未公開株式、代替資産、店頭デリバティブなど)の問題に取り組まなければならない⁽³⁰⁾。これらの証券は、伝統的な証券ポートフォリオを補完する目的(分散投資または

ヘッジ目的)で保有されるが、投資家の投資判断能力やリスク管理能力が不足すると予期せぬ損失が生じたり、証券業者との訴訟が起りやすいと言われるものである。従って、このような投資対象の発達が投資家層を拡大し、開示や訴訟の問題も大きくなると推測されるものである。

その後九四年一月に、Market 2000に代表される各種報告書が提出され、SECの関心事項が広く一般に公開されるようになった。SECの代表的な報告書の一つであるMarket 2000においては、NMS(National Market System)の改善が主たる目的で、機関化現象の進展の結果発生した第三市場、第四市場についても言及されている⁽³¹⁾。

その他SECが現在行っている活動には、上記に述べたもの以外に、各種規制の見直し、開示文書における平易な英語(Plain English)の使用

促進、インターネットなど新しいメディアでの規制、ソフトウェア規制、二〇〇〇年問題に伴う必要コストの開示義務、地方債の引受業者による政治家献金規制(pay-to-play)、債券取引における過度のマークアップ(yield burning)など多岐にわたり、今後これらの問題に関する提言がなされると見られる⁽³²⁾。

(注)

- (1) 証券犯罪の代表例は、インサイダー取引、一般不正行為(一〇一五違反)、虚偽開示(false statement)、腐敗行為(bribe activity)、資金洗浄などである。
- (2) 九六年市場改革法(National Securities Markets Improvement Act of 1996)により、州と連邦レベルで重複する規制があった場合は、原則として連邦レベル(すなわちSECが定める証券法)が優先することが定められた。

また、インターネット取引が低コストの取引手段を提供し、投資家の利益をもたらす一方、この種の取引に関する不正や管轄権(jurisdiction)の問題が発生するなど、常に市場の発達は規制サイドに問題を提起することが多いと思われる。

- (3) "A Legal Solution to Government Gridlock-The Enforcement Strategy of Securities and Exchange Commission", Billy Ray Hall, Jr., (五ペーシ)による。SECは各方面で非常に高い評価を得ていることが分かる。
- (4) SECの設立経緯とその組織に関しては、「図説アメリカの証券市場一九九八年版」(日本証券経済研究所)第一八章に詳しく。
- (5) 出典は"Securities Crimes", Marvin G. Pickholzによる。
- (6) "A Legal Solution to Government Gridlock-The Enforcement Strategy of Securities and Exchange Commission", Billy Ray Hall, Jr., (三ペーシ)参照。

- (7) 「証券取引等監視委員会の活動状況・平成九年」に基づく。一方、日本の金融監督庁は当初四〇三名で発足すると発表されている。(日経新聞 98/6/21)
- (8) この項は、ロビンソンのコンサルティング会社であるJames Orr Associates社作成のメモ「The Transformation of Wall Street», Joel Seligman, "Investment Dealers' Digest", May 22, 1995「アメリカ金融史」(松井和夫・西川純子)などの各種文献を参考にしながら、加筆・取りまとめたものである。

- (9) 現在のFTCは、反トラストと消費者保護を主たる目的

とする連邦機関となっている。

- (10) 一九三二年から三四年にかけ、上院銀行通貨委員会 (Senate Banking and Currency Committee) は「証券市場調査 (通称ペコーラ報告 Pecora Hearings)」が実施され、証券市場の多くの不正が暴露された。この報告がSECの設立を促進したと評価されている。(「A Legal Solution to Government Gridlock-The Enforcement Strategy of Securities and Exchange Commission», Billy Ray Hall, Jr., 八七ページ参照)
- また、同報告では、引受業者による投資情報の不表示と過大な引受手数料の要求、証拠金取引の濫用、空売りの横行、相場操縦・インサイダー取引の横行、銀行業務と証券業務の未分離、富の集中、証券取引の脱税の横行などが問題点として指摘された。(「図説アメリカの証券市場一九九八年版」第一八章による)
- (11) 「The Transformation of Wall Street», Joel Seligman (一〇七ページ) によると、各方面でケネディの委員長就任は激しく非難され、Jerome Frank氏(彼自身も後にSEC委員長に就任する)は、「狼に羊の番をさせるようなものだ」と表現したとされる。
- (12) この規制は現在も存在している。
- (13) 当時、電力・ガスなどの公益事業は、独占禁止法の対象外となり、持株会社形態で拡張を続けていたが、公益事業持株会社法により、SECに公益事業の持株会社の設立を

一地域に一つと限定する権限を与えられたため、SECによる公益事業持株会社の統合が進むこととなった。

- (14) 「A Legal Solution to Government Gridlock-The Enforcement Strategy of Securities and Exchange Commission», Billy Ray Hall, Jr., 195 (九一ページ) によると、一九四一年から一九五九年を「沈黙の時代 (Silent Years)」と表現している。なお、一九三五年に二〇〇名程度だったSECの人員は、一九四〇年二一六〇〇名を超えたものの、その後減少に転じ、一九五五年には七〇〇名程度になってしまった。その後、証券市場の拡大とSECに対する社会的認知が高まるにつれ、増加に転じている。
- (15) 「The Transformation of Wall Street», Joel Seligman (二八二ページ以降)
- (16) その結果、取引所は毎週水曜日には閉鎖されることになった。
- (17) 証券取引の決済と振替機関については、NSCC、DTC、FRBが知られている。(「図説アメリカの証券市場一九八八年版」日本証券経済研究所一〇ページ参照)
- (18) 「証券市場をめぐる諸問題と規制緩和」(一九九六年三月、証券団体協議会議) 四二ページ以降参照。
- (19) 「The Transformation of Wall Street», Joel Seligman (四七九ページ) によると、当時SECは手数料自由化を慎重に検討していたが、議会が次第に圧力をかける

ようになり、一九七二年二月には多数の議員がSECの対応の遅さを批判するようになった。

ター取引の摘発も主要な活動となった。

- (20) 米国の固定手数料制度の廃止は、後に米国証券会社の収益構造、経営形態を大きく変貌させることとなった。委託手数料が収益に占める比率の低下や差別化戦略の徹底、得意分野への注力による業態の分化(いわゆる業態の棲み分け)などがその典型であろう。
- (21) これは、後にメリル・リンチをはじめとする証券総合口座の誕生、ハイイールド債、ミューチュアル・ファンド、M&Aなどのような業務の多角化が図られ、手数料業務、資産管理業務の拡大として実現するのである。当時の証券総合口座の開発の背景や商品内容については、当事務所作成のニューヨーク・レポート「証券総合口座業務について(97/3/20)」参照。
- (22) shelf registrationは、証券の機動的発行を可能とする事前登録制度である。また、Regulation Sは、証券取引の国際化の進展を反映している。これにより、会社は株式の発行を海外で行う場合は、SECの登録を免除されることになる。また、九〇日後に、当該証券が米国市場に還流し、売買されることが許される。
- (23) 近年の株価水準の上昇を受け、九八年にSECはサーキット・ブレーカー制度の発動基準を従来の絶対値から変動率に変更した。
- (24) その他、公正な市場の確立のため、いわゆるインサイ

- (25) 代替資産については、当事務所作成のニューヨーク・レポート「米国の代替資産(オルタナティブ資産の現状と課題(98/3/3))」参照。Wall Street Journal (98/6/2) によると、デリバティブの会計原則案をFASBが承認したことが報道されている。
- (26) 機関化現象の進展、第三市場の発達、市場集中義務の緩和については、当事務所作成のニューヨーク・レポート「競争戦略⑤」アップステアーズ取引について(98/4/2)」参照。
- (27) 他に、極めて金融市場全体に与える影響が大きい問題として、現在、証券、銀行、保険等各業態の制度問題が議会等で検討されている。米国金融制度の競争力確保のために、制度改革の必要性が訴えられているが、一方で関連組織の利害関係の調整が困難であること、消費者への金融サービスの向上の見通しが不透明であることなど、法案可決を妨げる多くの要因もある。また、近年著しく拡大したデリバティブ市場の管轄権について、商品市場を管轄するCFTCとSECの線引きも問題化しており、金融分野の拡大と複雑化が既存の制度・体制に疑問を投げかけている一つの例である。

(ほさか たけし・ニューヨーク事務所研究員)