

ネット・キャピタル・ルールについて

佐賀 卓雄

アメリカにおいて、行政の証券会社に対するリスク管理のための重要な指標の一つにネット・キャピタル・ルールがある。これはニューヨーク証券取引所（NYSE）の自己資本規制にルーツを求めることができるが、連邦レベルの規制となったのは一九三四年の証券取引所法においてである。

この規制の目的は投資家の保護にあつたと考えられるが、その後、いくつかの節目を経て、システムミック・リスクの防止に重点をおいた現在のネット・キャピタル・ルールに整備されている。

る。まず最初に、この変遷の背景と過程を分析する。

また、わが国でも証券会社に対する総合的なリスク管理の必要性が強まったという観点から、アメリカにならい一九九二年七月に「証券会社の自己資本に関する内閣府令」が定められた。さらに、二〇〇三年三月には「証券会社の自己売買業務に係るリスク管理」という事務ガイドラインが定められ、個別の証券業務を対象としたリスク管理が実施されている。アメリカでの現状を踏まえてこの措置を検討する。

一、ネット・キャピタル・ルールの沿革

アメリカにおける最初の自己資本規制は、一九二二年にNYSEが会員業者に対して総資産の一〇%の自己資本の維持を求めたのが最初といわれている。これは一九二九年により細かな規制になり、負債および保有資産ごとに維持されるべき最低自己資本比率が定められた。すなわち、顧客への債務に対しては五%、政府あるいは地方債に対しては一〇%、それ以外の証券については三〇%、ただし市場性のないものは一〇〇%資本から控除する、という内容であった。

連邦レベルでの自己資本規制は、一九三四年の証券取引所法において「負債はネット・キャピタルの二〇倍以内に抑える」という規定が設けられ

たのが最初である。その後、一九三八年に同法に第一五(C)(三)条が設けられた。しかし、この条文はNYSE会員業者には適用されず、NYSEは自主規制機関として、SECの規制にしたがうか、あるいは独自の規制を行なうか、を選択することができた。

このような制約はあったものの、この規制の目的は証券会社が顧客資産の返済ができなくなる前に清算手続きに入ることによって、投資家を保護することにあつたと考えられる。一九三三年の銀行法(グラス・ステイガル法)により、商業銀行が証券業務を併せ営むことができなくなり、これによって金融システムの安定は維持されると考えられていたようである。ネット・キャピタル・ルールがステミック・リスクの防止を目的とするのは一九八〇年代後半になつてからである。

二、ネット・キャピタル・ルールの の変遷

一九七〇年代にネット・キャピタル・ルールについて大きな動きがみられ、この過程で、顧客資産の保護についての規定が別に設けられる。それについては後に取り上げるとして、その背景である一九六〇年代後半における証券業の危機についてふれる必要がある。

NYSEは独自に一九六四年に会員業者から資金を集め、顧客資産の保護を目的とする信託基金(トラスト・ファンド)を創設した。しかし、六八年頃からNYSEにおける売買高が急増するにつれ、NYSEの事務処理が追いつかず立会い中止に追い込まれた(ペーパーワーク危機)だけではなく、当時の手渡し決済システムのもとで受

渡し決済が遅延し、株券の紛失、盗難が頻発し始めた。一部の業者はこれにより資金ショートをおこし経営危機に追い込まれた。また、この問題に対処するためにバックオフィス(後方事務部門)の機械化に取り組んだ業者は、六〇年代末に売買高が急減したために深刻な固定費負担にあえぐことになった(バック・オフィス危機)。

この混乱により証券会社の破綻が相次ぎ、顧客資産返還のためのNYSEのトラスト・ファンドは資金が枯渇してしまつたのである。これを機に、議会は証券市場および証券業の実態調査に乗り出し、七〇年に証券投資者保護法が制定され、証券投資者保護会社 (Securities Investor Protection Corporation, SIPC) が国の「投資者保護基金」に該当)が創設される。こうした動きを受けて、七二年には顧客保護規則 (Customer Protection Rule, Rule 15c 3-3) が採択される。

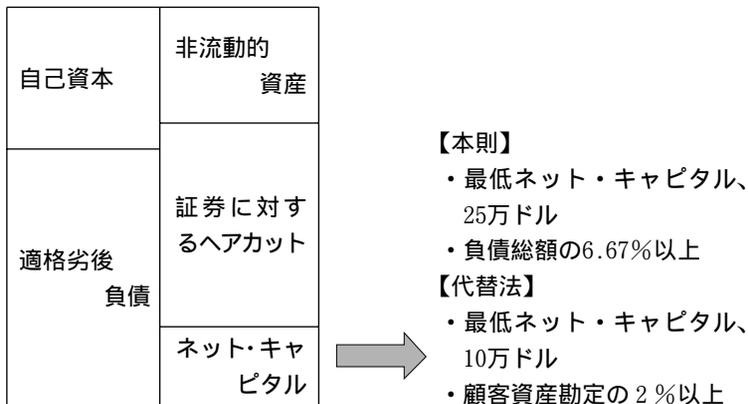
これは、顧客資産の分別管理を徹底させるとともに、顧客資産の利用の制限を明確にしたものである（アメリカでは顧客資産の一部を信用取引の原資などに利用することが認められている。これを無条件借入残高（free credit balance）という。この規則はその条件として顧客の同意が必要であること、およびその用途を制限した）。

顧客資産の保護についての規定が整備されるとともに、七五年には統一ネット・キャピタルルール（Uniform Net Capital Rule, Rule 15c3-1）が採択された。当初のネット・キャピタルルールがNYSEの自主規制機関としての役割を尊重し、その会員業者には適用除外とされていたのに対し、これはすべての業者に適用されることになったのである。また、新規則は「本則」（basic method）の他に、新たに「代替法」（alternative method）を認めた（次項参照）。これは、

マーケット・メイク機能を強化する目的から規則を緩和したものであり、大手業者はこの方法に拠っているといわれる。

なお、この七五年のネット・キャピタルルールの導入にあたって、CPおよび非転換債券へのアット率の適用の際、全国的に認知された格付け会社（Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO）から「投資適格」の格付けを受けている債券について、より有利な割引率を適用することを認めた。金融機関の資産運用の監督にあたって行政が格付けを利用することは既に戦前から行なわれていたが、これを契機に格付け制度はいっそう公的な性格を帯びるようになった。これが二〇〇一年二月のエンロン破綻の際、格付け会社の格付けの見直しの遅れに対して手厳しい批判を招き、サーベンス・オクスレー法（企業改革法）においてSECにNRSR

図1 ネット・キャピタル・ルールの考え方



〇という資格認定の是非を再検討させる背景となっている。

三、ネット・キャピタル・ルールの考え方

ネット・キャピタル・ルールは、証券会社の自己資本があらかじめ定められた水準を下回った時に、業務停止などの措置を採ることによって、破綻が他の金融機関に波及することを防ぐとともに、それによって顧客資産を保護することを意図している。したがって、この指標は支払余力、保有資産の換金性を基本にして計算される。具体的な計算方法は図1のとおりである。

図の左側の部分は「自己資本」と「適格劣後負債」(allowable subordinated debt) を合計した額である。「適格劣後負債」というのは、一定

表1 ネット・キャピタル・ルールに関する早期警報水準

要求区分	「本則」を採用のとき	「代替法」を採用のとき
SECによる警告	$\frac{\text{負債総額}}{\text{ネット・キャピタル}} > 8$ となったとき	—
日次報告提出の要請	8.5倍を超えたとき	—
業務不拡大の要請	10倍を超えたとき	$\frac{\text{ネット・キャピタル}}{\text{資産勘定(対顧客取引)残高}} < 0.05$ となったとき
業務縮小の要請	12倍を超えたとき	0.04を下回ったとき
(業務停止)	(15倍を超えたとき)	(0.02を下回ったとき)

(出所) 証券団体協議会〔1988〕

の条件を満たした劣後負債であり、その条件は規則5c 3-1のAppendix Dに定められている(たとえば、満期まで一年以上など)。これを「自己資本」に加えた額から、右側の「非流動的資産」と「証券に対するヘアカット額」を控除してネット・キャピタルを算出する。保有証券に対するヘアカットについては、証券の種類によって(特に債券の場合には、発行体、および満期により)細かくその率が規定されている。

維持すべきネット・キャピタルの水準は業態によってかなり異なる。顧客勘定を有する証券会社では、「本則」と「代替法」のいずれかを選択できる。「本則」では、最低ネット・キャピタルは二五万ドル以上、負債総額の六・六七%以上とされている。また、投信販売に特化している業者では二万五千ドル以上、一般顧客勘定をまったく持たない証券会社では五千ドル以上となっている。

一方、大手証券会社の多くが使っている「代替法」では、最低ネット・キャピタルは一〇万ドル以上、一般顧客資産勘定の二〇％以上となっている。

なお、最低ネット・キャピタルを下回る前に「早期警報」(early warning) 措置が採られるが、その内容は表一のようになっている。

四、顧客資産保護とネット・キャピタル・ルール

ネット・キャピタル・ルールは、採択当初は投資家の保護を目的としていた。三四年証券取引所法が制定された当時、顧客資産の分別保管や投資者保護基金といった投資家保護のための制度的手段がまったく行われていないことをみても明らかである。

それでは、今日問題となっているシステムミック・リスクの防止についてはどのように考えられていたのであるうか。これについては、同時期に成立した三三三銀行法(グラス・ステイガー法)によって、銀行部門を証券市場のリスクから隔離することで回避されると考えられていたようである。

しかし、現在の我々からみると、規則制定時にSECがこのような考え方を採っていたとすると、何故、当初から投資家への補償や、顧客資産の分別保管などに関する規定を置かなかったのかという疑問が残る。おそらくこれは、一つには金融市場の構造が今日ほど複雑ではなかったこと、そして市場監視の手法が未だ洗練されていなかったためであると思われる。つまり、SECは自己資本規制を厳格に適用すれば、証券会社が破綻する前に清算手続きに入るなどして、投資家の資産

は間接的に保護されると考えていたように思われる。しかし、一九六〇年代末における証券会社の相次ぐ破綻、NYSEのトラスト・ファンドの枯渇は、不徹底な証券会社に対する自己資本規制だけでは不十分であることを如実に示すことになった。かくして、議会の介入を機に、SECの業者に対する監督権限を強め、顧客資産の分別保管と連邦レベルでの投資者保護基金の創設により投資家保護を強化することになったのである。投資家への補償や、顧客資産の分別保管に関する規定が戦後になって初めて現れてくるのはこのためである。

五、システムミック・リスクの防止とネット・キャピタル・ルール

一九七五年の統一ネット・キャピタル・ルール

(規則 Rule 15c 3-1) と顧客保護規則 (Rule 15c 3-3) は、形の上ではそれぞれシステムミック・リスクの防止(金融システムの安定性の維持)と投資家の保護を目的にしたようにも見える。しかし、当時のSECの通牒 (Release) をみても、そのように整然と認識されてはいない。関心はもっぱら投資家保護(顧客資産の補償)と証券業の安定に向けられ、全体としての金融システムの安定性への関心は希薄であった。これは、一九六八―七〇年の危機と混乱が基本的に証券市場および証券業に止まり、金融システム全体を震撼させるほどの広がりや深度を持たなかったことによるものである。

このような規制の状況は一九八〇年代後半まで続くが、この間の金融市場の発展はその構造を複雑化させ、その後を生じた出来事は否応なくシステムミック・リスクの防止(金融システムの安定性

の維持)を意識せざるをえなくさせた。

第一に、一九八七年一〇月のブラック・マンデーの衝撃である。SEC調査 (*The October 1987 Market Break*, Feb.1988) によると、株価の暴落により五八業者がネット・キャピタル・ルールに抵触して、清算や一時的業務停止に追い込まれた。こうした事態は証券市場における危機的狀況が金融システム全体を震撼させかねないという認識を強めさせるきっかけになった。

第二に、銀行業務と証券業務の境界が曖昧になり、FRBの規制緩和措置により、商業銀行がほとんど自由に証券業務を営めるようになってきたことである。これにより証券市場における危機が容易に金融システム全体に伝播していく条件が強まったのである。

第三に、一九九〇年のドレクセル・バーナム・ランペール社の破綻はブローカー・ディーラー単

体への規制では限界があることを露呈した。資金繰りに窮した持ち株会社はブローカー・ディーラー子会社、および政府債を扱う子会社から資金を引き出し始めたため、それに気づいたSECは顧客資産保護のため持ち株会社を倒産させ、顧客資産を保護した。この事件をきっかけとして、一九九〇年の市場改革法 (*The Market Reform Act of 1990*) が成立し、ブローカー・ディーラーは四半期ごとにネット・キャピタル、流動性などを含むリスク評価情報をSECに届け出ることとを義務づけられた。

第四に、子会社を利用したデリバティブ取引が活発になってきたことである。これらの子会社はSECの規制の対象外であり、その取引規模などを把握することができなかった。このため、仮にそこで大幅な損失が発生した場合には証券会社にも影響が及ぶため、それらに対して規制の網をか

けることが必要との認識が強まったのである。

六、わが国の証券会社に対する 自己資本規制

一九八七年一〇月のブラック・マンデーを機に、国際的にも証券会社のリスク管理の必要性が再認識され、これを受けてわが国でも九二年に「証券会社の自己資本規制に関する内閣府令」が公布された。この考え方はアメリカのネット・キャピタル・ルールとほとんど同じで、固定化されていない自己資本をリスク相当額で除した比率（自己資本規制比率）が一定水準以上を維持しなければならぬというものである。ただ、採用された時期の違いを反映してアメリカのネット・キャピタル・ルールよりもリスク概念は精緻化している。リスク相当額は、基礎的リスク相当額、

市場リスク相当額、取引先リスク相当額に分かれ、これらのリスクを計量化した額が用いられる。

この比率が一四〇％以下になった場合には、金融庁長官に届出が必要になる（「証券会社の自己資本に関する内閣府令」一九条）。一二〇％以下になると、登録の拒否（証券取引法二八条の四）、業務方法の変更、財産の供託（同法五二条一項、五二条の二の一項）といった措置が採られる。さらに、一〇〇％以下になると、三ヶ月の業務停止命令（証券取引法五六条の二の二項）、その後も回復の見込みのない場合には登録取消し（同三項）の措置が採られる。

他方、顧客資産の分別保管については以前からその定めがあったものの、九七年末に破綻した証券会社が顧客資産を流用していた事実が露見し、それを機により厳格な規定が定められた。また、

それまでであった寄託証券補償基金は法的根拠規定をもたない財団法人で、各証券会社の任意加盟であったため、財政基盤が脆弱であった。このため、新たに証券取引法上の法人として、各証券会社の強制加入を義務づけた投資者保護基金が創設され投資家保護が強化された。

要するに、わが国の証券会社のリスク管理、投資家保護の体制は細部に渡っては違いがあるものの、大筋ではアメリカの仕組みを踏襲してきた。しかし、二〇〇三年三月末に金融庁から事務ガイドラインとして「証券会社の自己売買業務に係るリスク管理」が発出され、個別業務に対してポジション（持ち高）管理が行われることになった。この内容は次のようなものである。

証券会社は自己売買を行うにあたって、①自社の財務状況等を十分に勘案した適正な自己資本規制比率を設定した上で、株式の自己売買業務に割

り当てることのできる最大許容市場リスク、またはこれに相当する合理的な限度枠・リスク額等を設定すること、②許容市場リスク額等の範囲内で自己売買業務が日々適切に行われているかモニターすること、③そのための管理体制を整備すること、である。

以上が今回の事務ガイドラインの内容であるが、その意図について理解しにくい面がある。この背景は、株式の委託売買手数料の自由化以降、それに代わる有力な収益源を見出すことのできない一部の中小業者が株式の自己売買に活路を見いだそうとして、大きなポジションをとり始めたことがある。これを危惧した金融庁が自己売買に対してポジション規制を課したということである。

しかし、既に自己資本規制比率や顧客資産の分別保管、投資者保護基金により、基本的なリスク

管理、投資家保護の枠組みは整備されている。したがって、仮に証券会社が自己売買で大きな損失を出し経営破綻に至ったとしても、顧客資産の分別保管が厳格に守られている限り、投資家保護の面では何の問題もない。また、システムック・リスクが問題だというのであれば、自己資本規制比率はまさにその防止を目的としたものである。証券会社の自己売買業務に、これらの規制や制度ではカバーしきれないリスクがあるとも思えない。したがって、今回の措置は屋上屋を架すことにはなるのではないかと疑問が残るのである。

証券会社の自己売買に関わる問題は別の所にあるように思われる。九八年の証券取引法改正により自己売買業務に対する制限はなくなり、証券会社は自由にこの業務を行なうことができるようになった。ITブームの終焉とともに市況が低迷し、手数料収入が減少すると、中小業者は自己売

買に活路を見出そうとした。この結果、自己売買による収益が収益全体の九〇%以上を占める業者もみられる。

ここで問題になるのは、市場仲介者である証券会社にとって自己売買業務はどのような役割を期待されているのかということである。一般的にいえば、それは市場に流動性を供給し、取引の流れを潤滑にする役割を果たすということになる。

しかし、その限りではデイ・トレーダーの役割とまったく同じであり、それだけでは証券会社が取引所の取引参加者資格を認められ、手数料の支払いを免除されている理由が明らかではない。

もっとも、もちろん取引参加者（証券会社）は取引所の定める定額負担金、定率負担金（いわゆる場口銭）の支払いを義務づけられており、まったくコストを負担していない訳ではない。

このようなコスト構造は、歴史的には、市場参

加者が多数になるにつれて、取引、受渡し、支払いの確実な履行を保証するために、市場仲介者（証券会社）を相手方とする取引の仕組みを作りあげてきたことに由来する。つまり、市場仲介者を介した間接取引の構造は取引が円滑に行なわれるための工夫なのである。

アメリカの場合には、取引所のスペシャリストやナスダックのマーケット・メーカーはいわば自己売買の専業者であるが、彼らは取引制度として流動性の供給を義務づけられている。その見返りとして手数料の支払いの免除や最低限のスプレッドが保証されているのである。

これに対して、わが国の市場構造は、マーケット・メーカー制度を採用している一部のジャスダック銘柄を除いて純粹オークション・システムであり、流動性を供給するリスク・テーカーは制度上は不可欠な市場構成員として予定されてはい

ない。このようにみれば、わが国において市場仲介者（証券会社）の自己売買専業志向は問題がないとはいえないであろう。

〈参考文献〉

証券団体協議会 [1988]、『証券会社の国際的な自己資本規制

問題』三月

Dale, R. [1996] *Risk and Regulation in Global Securities*

Markets.

（さが たかお・当研究所主任研究員）