

## 証券規制について考える

— SECの空売り規制と正味自己資本規制が示唆するもの —

若園 智明

### はじめに

証券市場を含めた金融市場の不安定化は、市場に関する様々な分野で、我々に反省と再考を促している。

例えばこれまで、デリバティブを活用した証券化手法やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）に代表される高度な金融技術の登場は、資金やリスクの分配を効率化させ、金融市場の安定性に貢献すると考えられてきた。また、金融サー

ビスや金融商品の高度化は、対応する新たな市場を生み出すとともに市場参加者のビジネス・モデルを変化させ、収益の多様化と成長をもたらした。このような金融市場における変化は、先進国のみならず新興国にとつても多大な利益となり、金融面での革新であると捉えられてきた。しかしながら、米国の投資銀行が消滅（破綻、商業銀行の系列化、銀行持株形式への移行）し、米国のみならず北欧を含めた欧州で頻発する金融機関の質的な破綻（国営化）を見ると、これまでのコメントは過度にユーフォリアへ偏っていたと言わ

ざるを得ない。では、我々には何が欠けており、何が求められているのか。

第一に、資本主義や金融市場のメカニズムに関する理解をより深める必要があることは間違いない。今回のパニックの原因を、単に金融機関のリスク管理能力の不足や、デリバティブ等の高度な金融技術への批判、特定の金融機関のビジネス・モデルに求めることは安易であろう。第二に、このような市場等に関する理解の進展とともに、基礎的な事項として、市場規制全体に関して再検討を行う必要性も迫られている。

一般的に市場規制とは、資金やリスクの配分を行う金融市場に関して、その効率性を担保し、市場参加者の公正性と投資家保護を保障する試みである。市場規制の法令体系や、規制を担当する機関の組織や運営方法に関する再検討は喫緊の課題であり、また、すでに欧米を中心に見直しを検討

されている。本稿では特に証券規制に関して、米  
国証券取引委員会（SEC）が実行した空売り規  
制と正味自己資本規制のケースを参照し、規制担  
当機関に求められる資質の検討と、規制担当機関  
の動向について概観する。

## 一、市場と規制の機能

証券業を代表として、金融サービス業が金融市場を収益の源と出来るのは、第一に、市場において他の市場参加者との間に情報の格差が存在するためである。情報優位者であることにより、金融サービス業には金融技術や金融商品・サービスを開発するレントが生じる。しかしながら、新たな金融技術等の登場は市場全体の厚みを増し、その意味では市場の安定性をもたらす一方で、技術的な能力の差が新たな情報の格差をも生み出す。第

二に、証券取引の本質は、基本的に現在と将来との購買力の交換に他ならない点である。このような時間差が大きくなるほど、証券の売り手に対する信用リスクや証券の買い手が負担する流動性リスクが増すことになる。これら市場における情報の格差や流動性リスク等の存在は金融サービス業にとって収益の源泉である一方、他の市場参加者にとってはコストに他ならない。従って、金融サービス業の役割とは、独自の専門能力によって市場参加者のトータル・コストを削減することにあると言えよう。

しかしながら、金融サービス業の専門性のみによつて市場参加者のトータル・コストが低下するとは限らない。なぜならば、金融サービス業は既存の情報格差を解消するサービスを提供する一方で、新たな金融技術等の開発によつて自らの収益の源泉である情報格差を創出しているからであ

る。また、フランク・H・ナイト（シカゴ学派の創設者の一人）が述べる不確実性が示すように、どのような高度な技術をもってしても、将来の予測を完全に行うことは出来ない。更に、異なった時間がもたらすリスクは、市場で必ずしも効率的に配分されるとは限らない。過度に偏在し蓄積されたリスクは、往々にして市場そのものを機能不全に陥らせる。この点は、サブプライム・ローン問題を契機とした世界的な金融の不安定化が実証している。

このように考えれば、証券規制が負うべき機能は、第一に、市場における情報開示の徹底による情報収集コストの低減であり、第二に、市場における各種リスクの監視（市場の健全性の監視）である。これらは言わば、市場における医者としての機能となる。更に、金融市場において効率的な取引を行うためには、関連するすべての市場参加者

の誠実かつ公正な行動が不可欠であることを考えると、第三の機能として、市場の公正性と投資家保護の確保が加えられる。これは言わば警察として、公正取引ルールを市場参加者に遵守させる機能である。

証券規制の存在価値は、これら三つの基本的な役割の堅守にこそ求められる。

## 二、空売り規制のケースに見る

### 問題

九月に入り、欧米主要国を中心に、主に金融株を対象とした空売り禁止の規制が一斉に発動された。<sup>(1)</sup>米国を例に挙げると、SECは九月一九日から一〇月二日までの期間、金融株七九九銘柄を対象として空売りを全面的に禁止し、暫定的な空売りのポジション報告（非公開）（オプションを除

く Form13-F の証券を対象）である Form SH を機関投資家向けに新たに導入する規制を公表した。（二二日にみずほFGなど三一社の金融関連および事業会社を新たに対象へ追加。）（SECは今回の規制に先立ち、七月二一日から八月二一日まで金融株一九銘柄の空売りを禁止している。）

同時に米国財務省が公表した政府によるMMFの元本保証制度と合わせると、一時的ではあるが、政府による証券市場の管理体制強化が行われたと言えよう。

今回のSECの対応を、これまで実行されたSECの空売り規制の変遷と合わせて見ると興味深い。これまでの米国における空売りに関する規制は、相場操縦や詐欺的行為への監視強化や、フェイルの防止を目的とした情報開示の徹底（表示義務と確認義務）と精算機能の強化が行われてきた。その一方、市場における価格付けに関する部

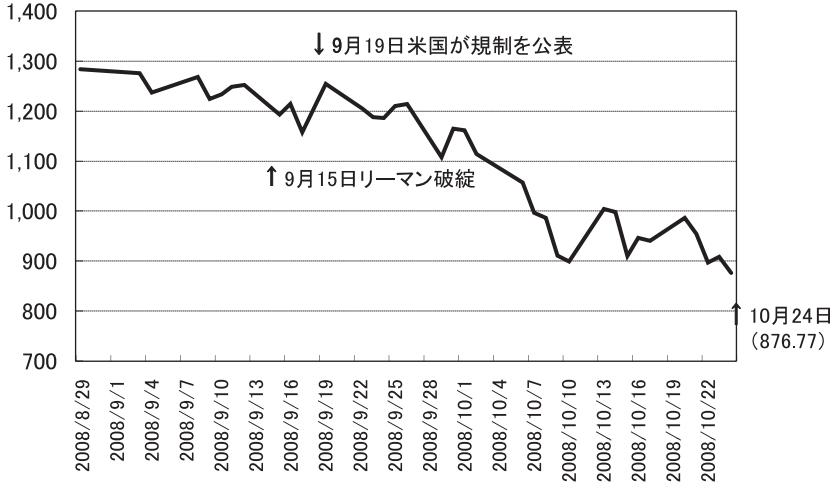
分はむしろ規制緩和の方向にあった。つまりは、市場機能の効率的な活用を前提として、公正性と透明性の向上をはかる方向性であったと言える。象徴的であるのは、一九三八年に導入された空売り価格の規制であるアップティック・ルール（相場下落時に直近の株価以下での空売りを禁止）の撤廃である。二〇〇七年六月に当該規制は、米国証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）10a-1等の空売りに関する価格規制関連ルールとともに撤廃されている。<sup>②</sup>

清水（二〇〇七）や関（二〇〇七）が詳細に報告するように、アップティック・ルールが撤廃された背景には、①市場の透明性の向上や市場監視手法の発達によって、相場操縦などの不正行為の取り締まりが可能であること、②ヘッジファンドを中心として、空売りを利用した運用手法が普及していること、③既存の規制では、呼び値の変更や

取引手法の進化に十分に対応できないこと、などが挙げられる。従って、これまでのSECの基本スタンスは、市場における流動性の供給や価格発見機能に関する空売りの役割を認めつつ、市場における不正行為の防止と公正性の確保にリソースを集中するという、市場機能の有効性維持が中心であった。

対して九月一九日にSECが導入した暫定的な特定金融株への空売り規制措置は、規制措置の機能が限定されているものの市場機能の一部停止であり、これまでの市場機能を重視する姿勢とは異なるように見える。当日公表されたImmediate Release（2008-211）によれば、このような規制は、緊急時における投資家保護や証券市場の公正性確保の権限をSECに認めた米国証券取引所法のSec.12(k)(2)を根拠としている。同時に公表されたImmediate Release（2008-214）では、市

図表1 S&P500 Indexの推移



市場操作に関する調査の拡充が提示されていることから、今回のSECの規制は、(建前上は)市場操作と市場における詐欺的行為の防止を目的として発動されたことなるう。SECに協調して、英国金融サービス機構(FSA)は二〇〇九年一月一九日まで金融株三四銘柄の空売り禁止を発動しているが、九月一八日にFSAが公表したShort Selling (No2) Instrument 2008を見ても、金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) の「Part8: 市場における不正行為に対する制裁」の「規約」(Sec. 119)を根拠法として挙げており、SECと同様な規制目的であることを告げている<sup>(3)</sup>。

しかしながら、本稿執筆時点で、一三カ国が規制を導入せざるを得ないような相場操縦等に関する報告は無い。また、米国のS&P500インデックスの推移を表した図表1を見れば明らかかなよう

に、空売り規制の効果は株価において見られず、むしろ導入後の変動幅が大きくなっている。<sup>(4)</sup>あくまで私見であるが、①九月一五日のリーマン・ブラザース破綻による米国株式市場下落と米国市場の動揺が国際的に波及する懸念、②九月二九日に迫った米国金融安定化法案採決（二九日は下院で否決、一〇月三日に修正案が成立）までの単なる繋ぎ、③共和党のマケイン大統領候補の発言に代表されるように、SECに対する政治的なプレッシャーの増大、等が規制導入の背景にあったのではないだろうか。<sup>(5)</sup>いずれにしろ、効果のほとんど見られない規制を發動させ市場機能を一部停止させたことは、投資家の取引機会を奪う行為として問題であり、市場参加者からの信頼性を損なう行為である。市場の動揺を理由として、その機能を停止させることが果たして有効であろうか。

更に、この規制発動に際して適切な説明責任が

SEC等によって十分に果たされたとは到底言えず、透明性に著しく欠けている点も問題である。今回の暫定的な特定金融株への空売り規制措置期間の終了後、SECはForm SHを二〇〇九年八月一日まで延長させ、更に、空売りのフェイル防止を念頭においたアンチ・フラウド・ルール(10b-21)の新規設定（一〇月一七日より）を行った。10b-21は不正防止を題目とした実質的な空売り禁止に近い規定であるが、市場機能に関する事項であるにも係わらず、SECが公表した背景(Background)を見ても、当該規定の必要性について説得力のある説明が行われているとは言いがたい。市場は公共財としての性格がある。それ故、市場を規制する権力を持った機関には、市場参加者以上の説明責任と透明性が求められるなければならない。

SECは米国連邦機関の一つであるが、証券規

制に関して専門的かつ独立の行政委員会である。

しかしながら今回の空売り規制に関して、特に政治からの独立性が有効であったかは大いに疑問である。幾つかの実証的な研究が示すように、市場の安定性にとって規制機関の独立性は重要な要因である。政府の経済政策や中央銀行の金融政策と協調しつつも、証券市場における専門能力を発揮するために独立性の在り方に関して再考が求められる。

規制機関の政治等からの独立性は、今回の空売り規制のように緊急避難的に発動される規制よりも、むしろ後述する正味自己資本規制のようなケースにおいてより深刻な結果をもたらす。これは証券規制の根本に係わる問題として捉えられるべきであろう。

### 三、正味自己資本規制に関する問題

二上(二〇〇八)が報告するように、米国投資銀行にとって、サブプライム・ローンを含めた住宅ローン関連資産の証券化組成や再証券化(更なる証券化を含む)の段階における、広範囲な裁定取引が収益源の一つになっていた。このような裁定取引で高収益を生むためには、相対的にコストが高い自己資本ではなく、負債(他人資本)を積極的に活用する必要がある。事実、図表2で示したように、主要な投資銀行のレバレッジは近年増加していることが解る(二上(二〇〇八)によれば、ベアー・スターンズのレバレッジ・レシオは三三倍)。

このような傾向は、投資銀行の利益追求に対す



図表2 主要投資銀行のレバレッジ・レシオ

	2007年 FY	2004年 FY	2003年 FY
Merrill Lynch	27.8	19.1	15.7
Goldman Sachs	26.2	21.2	18.7
Morgan Stanley	28.5	24.5	24.2
Lehman Brothers	30.7	23.9	23.7

(注) Morgan Staley は2008年8月末時点。

(出所) 各社年次報告書等より作成。

る姿勢の強まりを表していると捉えることが出来るが、この背景として幾つかの要因が指摘されている。例えば、二〇〇五年にカンザス・シティー連邦準備銀行が主催したシンポジウムで、当時のIMF経済顧問兼調査局長であったラグラム・ラジャン（現シカゴ大教授）はCEO等の報酬体系に問題があると述べている。<sup>(6)</sup>この他、株主（ファンド）からの短期的な成長性や収益性に対する要求の強まりも挙げられよう。

J・P・モルガンに救済されたベアー・スターンズ（五月に買収完了）や破綻したリーマン・ブラザーズ（九月）は、短期資金の調達が困難となったことが直接の引き金となったように、投資銀行の裁定取引に絡むレバレッジの過剰さが、個別の投資銀行経営危機のみならず、世界的な金融システムの不安定をも引き起こした一因となったことに疑いはない。

民間商業銀行の場合、BISによる自己資本比率規制（バーゼルⅡ）によって、八%の最低自己資本比率が求められている。対して、SECはブローカー・ディーラーに対して、米国証券取引所の Rule 15c-3<sup>7)</sup>を根拠法として、最低正味自己資本二五万ドルか負債総額の六・六七%以上の正味自己資本（以上、本則）、もしくは、最低正味自己資本二五万ドルか顧客資産勘定の二%以上（以上、代替的方法）の正味自己資本ルール（Net Capital Rule）を定めている。

民間商業銀行に比較して、ブローカー・ディーラーに求められる正味自己資本が低いのはビジネス・モデルの前提が違うからであるが、近年、投資銀行のビジネスにヘッジ・ファンドへの資金供給など、商業銀行における貸し出しに近い行為が見られることが指摘されており、すでに投資銀行にとって、従来の正味自己資本規制は、リスク・

バッファードとしての機能を失いつつあった。しかしながらSECは、二〇〇四年四月に Consolidated Supervised Entities (CSEs) プログラムをボランティア（自発的）・プログラムとして採択し、合計七社の投資銀行および商業銀行を当該プログラムの対象として認定することにより、CSEsを正味自己資本ルールから実質的に除外した（図表3）（J・P・モルガンおよびシティバンクはFRBが主要規制当局）。CSEs プログラムに該当する投資銀行は、各社がVaR（バリュエ・アット・リスク）やシナリオ分析を用いて独自に算出した自己資本をSECに提出することが求められた。このようなプログラムを發動させた背景として、①SECの監督権限はブローカー・ディーラー業務やマーケット・メイクラ業務等に限定されているが、主要な投資銀行はSECの監督権限が直接に及ばない持株会社へと移

図表3 Consolidated Supervised Entity Program の対象

1.	Merrill Lynch & Co.
2.	Goldman Sachs Group, Inc
3.	Morgan Stanley
4.	Lehman Brothers Holdings Inc.
5.	The Bear Stearns Companies Inc.
6.	Citi Group Global Markets, Inc.
7.	J.P. Morgan Chase & Co.

(出所) SEC。

行している、②EUの金融コンプライアンス規制への準拠（投資銀行は欧州でビジネスを展開していたため）、③リスク・ベースによる自己資本の要求は、過剰な自己資本を抑え、米国資本市場の効率性を改善する効果が期待される、等が挙げられている。

持株会社自体に関してSECは監督権限を持たないことから、CESプログラムは言わば証券規制の抜け穴を埋める目的があったと言えるが、図表2で見たように、CESに指定された投資銀行のレバレッジ・レシオは明らかに増加しており、リスクに合わせた自己資本の保有にCESプログラムは効果がなかったことは明白である。また、CESプログラムは投資銀行にとって、実質的に正味自己資本に関する大幅な規制緩和と捉えられたとも推測される。<sup>(8)</sup>

更に、二〇〇八年九月にSECの監査部門

(Office of Inspector General) が公表した、ベアー・スターンズのケースに関するSECの対応を分析した報告書である“SEC’s Oversight of Bear Stearns and Related Entities” (Report No. 446-A) を読むと、CSEsプログラムが失敗した一因は、SECの組織的な問題にも求められることが解る。当該報告書によると、SECの担当部署であるDivision of Trading and Marketsは、①ベアー・スターンズの高レバレッジと流動性への懸念を把握していたにも係わらず、ベアー・スターンズに対して適切なアプローチを取っていなかった、②ベアー・スターンズがモーゲージ関連資産のリスク管理能力に欠けていることを認識しながら、適宜公式なレビューを行わなかった、③モーゲージ市場の混乱(流動性の消失)が起きてからも、ベアー・スターンズと公式なミーティングを行った形式がない、等の問題があったことを

指摘している。次項で述べるように、本来は規制でカバーすべき領域を放置し、ボランティアなプログラムで対処したことは根本的な問題であるが、CSEsプログラムのケースは、プログラムの運営自体にも問題があった点は重大である。最終的に、SECはFRBとのMOU(覚書)に従い、銀行持株会社下のブローカー・ディーラーに対する監視の強化とともに、CSEsプログラム対象投資銀行の消滅にともなう当該プログラムの廃止を九月二六日に公表した。

米国における正味自己資本規制(CSEsプログラムを含む)のケースを全体的に概観すると、第一に、新たに規制が必要な領域の登場や投資銀行のビジネス・モデルの変化等に対して柔軟な対応が困難である、第二に、最新の金融技術に関する理解が不足、第三に、規制の緩和に対して、不可欠である事後的なチェック体制が事実上欠けて

いた、第四に、国際的な証券規制の協調体制が十分でなかった、等の問題点が浮き彫りとなっている。これらは、単にSECの組織変更のみによって解決出来る問題ではないことを示しているのではないか。

#### 四、米国証券規制の方向性

米国ではこれまでに、「資本市場の規制に関する委員会」(The Committee on Capital Markets Regulation) が二〇〇六年一月に公表した「中間報告書」(二月に修正) (二〇〇七年二月に追加報告書を公表) や、「二一世紀のアメリカ資本市場の規制に関する委員会」(The Commission on the Regulation of U. S. Capital Markets in the 21<sup>st</sup> Century) (米国商工会議所主催) が二〇〇七年三月に公表した「報告および勧告」など、証券

規制に関する新たな方向性が示されている。

両報告書に共通の問題意識は、①証券規制の法令体系および担当機関の組織的構造が複雑になっている、②単なる規制では企業の不祥事を防ぐことが出来ない、③規制の効率性の追求、などであり、規制全般の改革によって、より柔軟で、新しい金融技術やビジネス・モデルの変化へ迅速に対応できる規制体制の構築が提言されている。これらの提言を組み入れ、二〇〇八年三月三日に米国財務省から公表された、“The Department of the Treasury Blueprint for Modernized Financial Regulatory Structure”では、各規制担当機関の組織改編(SECとCFTCの合併等)とプリンシプル・ベースを取り入れた資本市場の規制体系の改革が検討すべき事項として提示された。

米国特有の規制機関の組織体系が複雑である(分野が重複する連邦機関、連邦機関と州政府機

関との関係) 一方で、CDSやサブプライム・ローンで問題となった悪質なモーゲージ・ブローカーを規制する機関が無かったなど、規制機関の組織や規制担当領域の柔軟性に関する問題は早急に解決されるべき課題として認識されている。また、これまでのルール・ベースによる規制から、プリンシプル・ベースを組み合わせた規制への移行は、FSAやEUの欧州証券規制当局委員会(CESR)などで採用されており、国際的な規制基準と質の均一化にとって、必要不可欠である。SEC自身も、二〇〇四年に公表した「二〇〇四―二〇〇九…ストラテジック・プラン」において、すでに予防型の証券行政への転換を示しており、プリンシプル・ベースを重視した規制の明示的な導入と合わせると、最初に述べた市場における医者としての機能を強化する方向性にあることは間違いない。

金融市場が極度に不安定化した結果、これから米国で行われる規制改革は、これまでの想定以上となる可能性がある。本稿で取り上げた空売り規制や正味自己資本規制のケースを見るだけでも、単なる規制機関の組織的な変革のみならず、国際的な規制機関間の連携システムの再構築や、規制機関の専門性の向上と独立性の確保など、検討すべき事項が多いことが解る。米国の証券規制の方向性について、我々は注視していく必要がある。

## 五、まとめにかえて

資源の最適な配分を行うツールとして、「自由な市場」は我々が知りうる限り最も優れたメカニズムを有する。どのように能力が高い政府であっても、自由な市場以上に効率的な資源配分を長期にわたって実現することは困難であろう。しかし

ながら、市場がその機能を健全に発揮させるためには適切な規制を含めて多くの条件が必要であり、我々はその条件について全てを理解している訳ではない。

ノーベル経済学賞を受賞したポール・クルーグマン（プリンストン大教授）のように、現状を大恐慌と比較する論調が多い。一九三三年に就任したフランクリン・ルーズベルト大統領（民主党）は、大幅な規制強化を行ったことでも知られている。次期大統領に決まった民主党のバラク・オバマが表明しているように、資本市場に対する規制の強化は避けられないだろう。気がかりなのは、市場機能に対する過剰な規制である。

特に、政治的な判断が過度に反映された規制には、注意をはらうべきである。例えば、現状見られる時価会計の凍結や緩和に関する議論の一部には、市場の透明性や公正性、投資家保護を考える

上で問題となるものが見受けられる。確かに、時価会計には金融危機を伝播させる可能性があることはかねてより指摘されていた。しかしながら今回、時価評価の点で問題とされている商品等でも、例えばCDSに関しては決済制度を導入して価格評価を行うなど、本来は市場制度の充実に対処すべきものも多い。金融機関が保有する株式に対する時価会計の凍結などはあまりに極端な例であるが、適切な会計制度に関しては専門家による慎重な検討が中心とされるべきである。

証券市場を含めた資本市場全体の機能を向上させ、過度なリスクの偏在や不正行為の防止と摘発を効率的に行うために、自主規制や市場および市場参加者の規範を含め、どのような法令体系や規制担当機関の組織体制、行動規範を含む市場慣行や慣習が最適であるのだろうか。我々が資本主義と市場に関して探求すべき事項は、あまりにも多

い。

(追記) 本稿執筆後に野村資本市場研究所から出版された『資本市場クォーターリー』(二〇〇八年秋号)において、小立敬氏がCSEsプログラム等に関して詳細な報告を行っている。あわせて参照されたい。

(注)

- (1) 九月一九日より二四日までの間に、米国や英国をはじめ計一三カ国で空売りに関する規制が導入された。詳しくは米山(二〇〇八)を参照。
- (2) SECは二〇〇五年から行ったパイロット・プログラム(二つのカテゴリーに属する約一、〇〇〇銘柄を対象)の結果を参考に、二〇〇六年二月にレギュレーションSHO等の修正とともに、アップティック・ルールの撤廃を提案した。
- (3) IOSCO専門委員会のプレス・リリースも参照された。(http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf)
- (4) 九月二日の始値から二二日(SECが規制を発表した日)

の終値までの下落率は七%程度(1,298.33→1,207.09)であるのに対し、規制導入後の下落率は二七・六%(九月二三日始値は1,210.44→一〇月二四日終値は876.77)と大きく。

- (5) マケイン候補のSEC非難に対して、SECのコックス委員長は反論する内容のプレス・リリースを九月一八日に公表している。
- (6) 二〇〇五年のカンザス・シティー連邦準備銀行シンポジウムにおけるラジヤンの講演について、竹森(二〇〇八)が詳しく解説を行っている。
- (7) 米国における正味自己資本規制は一九二二年のニューヨーク証券取引所の規制まで遡ることが出来る。SECによる正味自己資本規制は一九七五年に採択された。
- (8) 二〇〇四年にSECがCSEsプログラムを導入した時、プログラムの対象となったゴールドマンサックスの当時のCEOは、現財務長官のヘンリー・ポールソンJr.である。

(参考文献)

- 清水 葉子(二〇〇七)「アメリカの空売り規制とアップティック・ルール撤廃へ」『証研レポート』日本証券経済研究所大阪研究所、一六四一号、pp.26-35。
- 関 雄太(二〇〇七)「空売り価格規制の撤廃を決めたSEC



- 「C」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、  
Summer, pp. 66-70°
- 竹森 俊平 (二〇〇八) 『資本主義は嫌いですか』日本経済新聞社。
- 二上 季代司 (二〇〇八) 「再考迫られる米系投資銀行ビジネス」『証研レポート』日本証券経済研究所大阪研究所、一六五〇号、pp. 17-25°
- 米山 徹幸 (二〇〇八) 「空売り」規制に走る各国の市場規制当局」『IRRの話題』大和インベスター・リレーションズ、No. 412° (<http://www.daiwaair.co.jp/topics-old.cgi?filename=20081003&num=412>)

(わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)