

米証券取引委員会の苦悩

若 園 智 明

一、はじめに

アメリカの米証券取引委員会（以下SEC）は、資本市場取引や取引参加者等の監督を担う独立規制行政庁である。大統領の任命と連邦議会上院の助言・同意をもって就任する五人の委員からなる委員会を組織の頂点に、六つの局（Division）と二五の部（Office）が組織され、四、五五〇人の正規職員と約二七億ドル（約三、七〇〇億円）の年間予算をもって運営される連邦最大級の行政

機関である。⁽¹⁾ 大恐慌を鑑みて整備された一九三四年証券取引所法により設立され、この三四年法の他に、三三年証券法、四〇年投資会社法や四〇年投資顧問法などの連邦証券諸法が与えた権限のもと、①投資者保護、②市場の公平性・秩序および効率性の維持、③資本形成の促進を使命に掲げて活動している。

市場規制や規則は基本としてSECの部局が作成し、委員会における多数決で採択が決められる。委員長職は大統領が任命するが、委員会の決議においてその投票権は他の委員と同等である。

しかしながら、SECの行政方針などに委員長が与える影響は大きく、例えば歴代最長の在職期間（七年と二二七日）であった第二五代委員長のアーサー・レビットは、アナリストの規範問題や監査法人の独立性などでリーダーシップを発揮した委員長として知られている。⁽²⁾ SECの委員長には個性的な人物が多いが、その筆頭はフランクリン・ローズヴェルト大統領が初代SEC委員長に指名したジョセフ・P・ケネディである。ジョセフは第三五代合衆国大統領であるジョン・F・ケネディの実父として知られている。⁽³⁾ この人事は大統領選挙へのジョセフの貢献に対するローズヴェルトの返礼でもあったが、ジョセフは相場操縦やインサイダー情報を用いた証券取引などに精通する人物でもあり、いわば「毒を以て毒を制す」人事と受け止められた。当時の証券市場（資本市場）の質が何われよう。ジョセフ・ケネディ

の在職期間は僅か一四ヶ月であったが、歴史家であるジョエル・セリグマンの著作によると初代委員長としての評価は高かったようである。⁽⁴⁾

二一年四月に現委員長へ就任したゲイリー・ゲンスラーも特色のある人物である。ゲンスラーはバラク・オバマ大統領の時代に商品先物取引委員会（CFTC）の委員長を務めており、規制面では放任主義が続いたCFTCにおいて厳格な規制を推進した人物として知られている。余談ではあるが、委員長指名にかかる上院委員会の公聴会（オンラインで開催）で、議員の質問に答える氏の後ろに腕組み足組みをしたまま椅子に座るゲンスラー夫人の姿が映り続けていた。まるで上杉謙信を守護する不動明王のごとき。似たもの夫婦であろうか。

二、ゲンスラー体制のSEC

ゲンスラー委員長が就任して以降、SECの規制行動には変化があったようにみえる。SECが春と秋に公開する規制アジェンダには委員長の意向が強く反映される。この規制アジェンダとは、SECが将来に予定している規制作成・見直しのアナウンスでもあるが、従来は三〇から四〇程度の項目が記載されていたが、二〇二一年の秋以降は五〇を超える項目がリストに挙げられている。ゲンスラー体制でSECが規制に取り組む姿勢はかつてない程に積極的となっていると言えよう。

実際に、二二年に提案された規則は一〇月末時点で二八にのぼる。前任のジェイ・クレイトン委員長時代に最多であった一九年の二一を大きく上回っている。ちなみに二〇年の提案規則数は一三

で、二二年は一に過ぎなかった。単なる規則数の増加だけではなく、その内容を見ても市場参加者による相当の議論や抵抗が見込まれるものが多い。二二年の主な提案規則を挙げると、一月の取引所定義の見直し、二月の証券決済期間の短縮化（T＋1化）および大量保有報告制度の見直し、三月の気候関連リスク情報の開示および特別目的合併会社（SPAC）の規制、五月の投資顧問業および投資会社のESG情報の開示、九月の米国債取引にかかる決済機関の基準、等々である。その他にもサイバーセキュリティ関連でも複数の規則が提案されている。ゲンスラー体制になり、重要な規制の見直しが立て続けに行われている。

前委員長のクレイトンの時代は、例えば私募市場の拡大や自衛力認定投資家（わが国の特定投資家）の定義見直しなどでは、むしろ規制緩和と捉えられる改正がみられ、エリザベス・ウォーレン

のような左派系の民主党議員などからはSECが規制を後退させているとの強い批判を受けていた。その反動もあるのかもしれないが、現在SECが進めている規制作成は相当に強硬な規制強化の印象をも抱かせる。

多くの重要な規則改正が矢継ぎ早に提案されていることに対して、SECの共和党系委員による批判に加えて、市場参加者からも提案規則の細部の検討を経たパブリックコメントの作成が負担になっているとの声も寄せられている。つまり、重要な規則改正案が連続して提案されることによる弊害の指摘である。後述するように、この様な状態はSEC内部でもかつてない問題を引き起こしていた。

二二年一〇月七日に、すでにパブリックコメントの提出期限を過ぎていたはずの一二の提案規則に関して、システム上の問題が生じてSECが同

コメントを受け取ることが出来ず、新たに一月一日を期限としてコメントの再提出を求めるアナウンスがあった。これは単なるシステム上のエラーが原因と言えるのであろうか？

SECの内部から、組織の歯車が軋む音が漏れ聞こえる。

三、インスペクター・ゼネラルの指摘

インスペクター・ゼネラルは監察官と訳されている。連邦法の定めに基づいて各連邦政府機関内に監察総監室(Office of Inspector General、OIG)が設置され、OIGに常駐する監察官は担当機関の業務・運営に対して独立のおよび客観的な立場からの監査や調査を行っている。二〇二二年一〇月にSECのOIGが公開した報告書「SECの

運営および業務実績に関する声明」には、SEC ウォッチャーにとって衝撃的な内容が含まれていた。

OIG 報告書は複数の項目で SEC の業務に関する改善点を挙げている。その中で最も注目されるのが、規則作成における組織面での問題に関する指摘である。この問題は、監察官が SEC の規則作成に携わる部局の主要スタッフへの面談で明らかとなった。ゲンスラー体制で求められる規制が増加した結果、各規則の作成に費やされる時間が制限され、本来であれば規則の作成過程で必要な部署間での協調が規則の最終段階まで行われておらず、SEC 内部での規則に関する情報共有に問題が生じていた。さらには、新規則がおよぼす経済効果の分析にも十分な時間を当てることができず、結果として SEC の訴訟リスクが増加していることも指摘されている。これまでも、提示す

る規則を巡り SEC が市場参加者から提訴されることは珍しくない。例え社会的にみて必要な手当てであっても、連邦証券諸法が SEC に認める権限から逸脱した規則作成である場合や、求められる経済的な分析が不十分である場合など、SEC が敗訴して当該規則が無効となったケースも散見される。OIG 報告書は、このような問題の背後には、単なる規則作成数の増加だけではなく、専門知識を持ったスタッフの不足があることを強く危惧している。

OIG 報告書によれば、二二年の SEC スタッフの離職率は全体で六・四％（年間推定値）であり、近年で最低であった二〇年の三・八％から上昇傾向にある。しかしながら、アメリカの連邦機関の平均的な離職率は六・一％（二一年）であり、特に SEC だけが突出して多いわけではない。元々、例えばロースクールを卒業して SEC

に入った若手の多くが三年程度でウォール街の弁護士事務所へ転職するなど、いわゆるリボルビング・ドア（回転ドア）問題は指摘されてきた。注目すべきは、職種別でみた場合に法律家（Attorney）の離職率が八・四％、エコノミストの離職率が七・〇％と高く、さらには職能でみた場合には最も専門性が高いシニアオフィサーの離職率が二〇・八％と極めて高いことである（ともに二二年の推定値）。これはすなわち、規則作成に不可欠なスタッフがSECから流出していることを意味する。二二年一月三日の日経新聞によれば、わが国でも入省後五年未満で一一％の人材が官庁を退職していることが問題視されているが、SECの人材流出の深刻さは比ではあるまい。スタッフ不足への対処として他の部署のスタッフを補充しても、規則作成の専門知識が欠けているのでは始末におえない。

この問題を引き起こしている要因として挙げられているのは、アメリカ国内の高インフレにともなう賃金の高騰により生じた民間企業（法律事務所等）との賃金格差である。SECの年間予算は連邦議会の承認で決まるため、進行するインフレに合わせた賃金調整が難しい。SECが一月に公表した従業員の意識アンケート（二二年版）をみても、「業務のパフォーマンスで昇給が決まる」と答えたスタッフは僅か二五・七％にすぎず、さらに間が悪いことにゲンスラー委員長が就任直後にパフォーマンス・ボーナス制度を廃止したこともあり、人材流出を賃金面から抑制することは容易ではない。

二二年一〇月三〇日のロイター報道によれば、連邦議会上院の複数の共和党議員から、SECのスタッフ離反について問うレターがゲンスラー委員長に送られている。

四、おわりに

アメリカ経済の強さを支える要因の一つが資本市場の厚みと多様性である。発達した資本市場をもたらず必要条件が効率的かつ効果的な市場規則であることを考えれば、その担い手であるSECが果たす役割の重要性は改めて説明するまでもない。現SEC委員長のゲイリー・ゲンスラーが試みる市場の基幹規制の見直しに対する評価は、これら規制が将来的に改善する市場機能をもつて与えられるべきである、本来であれば。

SECが職務を推進するほど内部組織の問題を生じさせ、その結果として市場機能を毀損させるような事態はジレンマと言う他にない。

米証券取引委員会は苦悩している。

(注)

- (1) ちなみに、わが国の金融庁の年間予算は約二三九億円、定員が約一、六三〇人である。
- (2) レビット元委員長の著作は資本市場関係者にとって必読の書であろう。アーサー・レビット『ウォール街の大罪』日本経済新聞社、二〇〇三年。
- (3) 最初の五人の委員には、大恐慌前後のウォール街の不正行為を調査したペコラ委員会で有名なフェルディナンド・ペコラも名前を連ねていた。ただし、その在任期間は半年程度であったが。
- (4) ジョエル・セリグマン『ウォールストリートの変革―証券取引委員会（SEC）の歴史―（上）』第四章、創成社、二〇〇六年。ただし翻訳ではなく、原書を読まれることを強くお勧めする。

（わかぞの ちあき・当研究所主席研究員）