



Waseda University
Institute of Finance

Working Paper Series

WIF-08-004 : July 2008

証券業の機能と倫理
- 日米の動向を踏まえて -

若園 智明 ・ 首藤 恵

早稲田大学
ファイナンス総合研究所
<http://www.waseda.jp/wnfs/labo/labo5.html>

証券業の機能と倫理

- 日米の動向を踏まえて -

若園 智明 日本証券経済研究所
首藤 恵 早稲田大学

<要旨>

不確実性と情報の非対称性のもとで円滑で効率的な金融取引を実現するための基盤は、公正取引に関する適正なルールと取引者間における信頼である。信頼を形成し維持するためには、各取引者が「倫理」によって自らの行動を律し、取引者間の「信認」を構築することが求められる。言葉を換えると、公正は効率の前提条件であり、情報優位に立つ専門業者の倫理の確立と実践は、金融機能の改善と市場の質の向上の観点から不可欠である。専門業者の倫理は、金融サービスの周辺問題ではなく中心的課題である。本研究は、資本市場の機能向上の観点から、証券業の倫理を経済機能との関係で分析する試みである。

本研究の目的は次の3点である。第一に、金融サービス業に共通の職業倫理を明確にしたうえで、証券業を市場仲介者と市場参加者に分けて、それぞれが担う経済機能との関連で倫理のあり方を明らかにする。第二に、証券業の倫理の浸透に関して、行動規範の策定と徹底による自己規律、市場や社会における評判や名声による外部規律、および、規制や制度による他律的メカニズムとの関係を明らかにする。第三に、職業倫理の実践に関して、制度開示、取引所規則、業界ルール、組織内部における浸透に焦点を当てて、米国との比較の視点からわが国の現状分析を行い、今後の課題を明らかにする。

本研究は、2008年証券経済学会春季大会(5月31日、早稲田大学)における報告論文を加筆・修正したものである。討論者である明治大学出見世信之教授および参加者から多くの有意義なコメントを頂いた。この場を借りて御礼を申し上げる。

．はじめに - 研究の視点と目的

金融自由化と金融技術革新の進展を背景に、技術的に高度で多様なリスク投資手段や金融サービスが出現した結果、市場における情報の非対称性は拡大する傾向にある。このような状況で市場メカニズムを機能させ、効率的な資金とリスクの配分を実現していくためには、投資者保護と金融取引の公正を確保するための法制度・規制の枠組みを見直し、再構築していくことが不可欠となる。しかしながら、このような法制度・規制に関する対処だけでは限界がある。どのように精緻な法制度・規制によっても、金融市場における取引者のモラル・ハザードを十分に抑制することは出来ない。また、あまりに過度な精緻化は、法制度・規制の運用の効率性を損なう恐れもある。

不確実性と情報の非対称性のもとで円滑な金融取引を実現するための基盤は、公正取引に関する適正なルールと、取引者間における信頼である。取引者間の信頼を形成し維持するためには、各取引者が「倫理」(Ethics)によって自らの行動を律し、倫理によって立つ取引者間の「信認」(Trust)を構築することが求められる。言葉を換えると、金融市場の「質」を支えるのは、市場参加者、市場仲介者、市場監督者、市場運営者のそれぞれにおける意識と行動であり、特に、情報優位に立つ専門業者による倫理の確立と実践は、金融機能の改善と市場の質の向上の観点から不可欠と考える。

欧米では金融倫理に関する学術的研究はひとつの分野を形成している。わが国では関心が持たれ始めた段階であり研究者も多くはない。特にファイナンスや金融の専門家による研究はほとんど見られない。他方で、市場関係者や金融機関の不祥事や個人を巻き込んだ問題が後を絶たない。この研究は、学術と実践の両面の視点に立った初歩的な試みであり、論点を整理し今後の研究の方向を考える上で有用と考える。

本研究の目的は次の2点である。第一に、金融サービス業に共通の企業倫理あるいは「職業倫理」(Business Ethics)を明確にしたうえで、証券業に焦点を当て、証券業者の役割を資本市場における「顧客の代理人」と「取引の当事者」、すなわち「市場仲介者」と「市場参加者」に分類し、それぞれが担う経済機能との関連で倫理のあり方を明らかにする。第二に、証券業の倫理の実践に関して、法的ルールの明示、取引所規則による倫理コードの制定、業界ルールの確立、組織内部における自主的取り組み等に焦点を当てて、米国との比較でわが国の現状と課題について論じる。

専門性が高まるほど、専門業務に従事する者はプロフェッションに相応しい、より高次の倫理的行動が要求される。金融・証券市場の専門業者すなわち金融プロフェッショナルの自己規律は、金融サービスの周辺問題ではなく中心的課題である。わが国では、プリンシプルをベースとした資本市場規制も検討されており、証券業の倫理の確立は規制の実効性を考えるうえで、さらに重要となろう。

・金融サービス業の経済機能と金融の倫理

1. 金融取引の効率と公正

(1) 金融サービスの存立基盤

金融仲介機関や証券会社に代表される金融サービス業は、資金とリスクの評価・管理・移転・配分にかかわるサービスの提供者である。異時点間の購買力の移転という金融取引の本質ゆえに、金融サービス業の利潤の源泉は、将来の購買力に関する不確実性と情報の非対称性に起因する。言葉を換えれば、金融市場における市場の失敗と非効率性の存在こそが、広く金融サービス業者（銀行、保険会社、証券業者、引受業者、投資助言業者、資産運用会社など）に存立基盤をあたえている。

金融サービス業の経済機能とは、専門家としての情報能力や技能を用いて金融取引にともなう取引コストと情報コストを軽減し、金融取引を円滑にして、資金とリスクの社会的配分を効率化することである。証券業者は、市場参加者、市場仲介者、情報仲介者、市場運営者として市場取引に介在し、証券市場における価格への情報の集約化を通じて投資機会の選別機能を高め、資金とリスクの配分を実現する経済機能を担っている。

半面、金融サービス業者は、情報優位に立つ専門業者としての能力や立場を利用してみずからの利益を優先する利己的で不誠実な行動をとるインセンティブに絶えずさらされている。多くの金融スキャンダルが明らかにしているように、所属機関の内部における利益相反問題の軽視と不適切な対処は、直接に取引相手や顧客の資産価値を毀損するだけでなく、業者自身の経営の存立基盤を脅かすコストを生み出し、金融市場を不安定化し、しばしば経済に無視できない負の効果をもたらす。証券業者による不誠実で不公正な行動は、価格形成に対する信頼という効率的市場の存立基盤にかかわるといって、経済におよぼす情報的外部効果は大きい。

(2) 金融取引における公正

不誠実な行動や不公正取引がもたらす取引当事者の損失や経済におよぼす負の外部効果の大きさゆえに、公正取引ルールの確立は金融市場を効率的に機能させるうえで不可欠な制度基盤とみなされる。他方で、公正取引ルールの確立と遵守は、制度的コストを伴うのみならず金融サービス業者サイドに多大なコストを生み出す。金融取引の公正の確保は、金融効率の前提条件であるが、取引者が負担する情報コストと制約の大きさゆえに、伝統的経済学者は効率と公正のトレード・オフを強調してきた。

ここで、あらためて金融取引における「公正」(Fairness)の概念について考えよう。首藤[2000]は、金融取引における公正についての見方を、「機会均等」(Level Playing Field)と「権利の侵害からの保護」の2つに分けている(pp.110-112)。情報効率的市場では、市場参加者は高い期待収益を求めて競って情報活動を行い、新情報が迅速に価格に反映されなくてはならない。そのような市場では、特定の市場参加者が市場を出し抜き続けることはできない。市場が情報効率的であるためには、市場参加者間の自由な競争と取引に関する機会が均等に保障

されてなくてはならず、機会均等という意味での公正性を前提としている。一部の市場参加者が努力や資源を投じることなく立場を利用して市場一般より常に有利に収益機会を見出すことができる場合や、取引における交渉力に差があり対等な取引が成立しない場合は、不公正と見なされる。

証券市場がリスクと資産の配分の場合として機能するためには、市場参加者は取引者として制度的に与えられた権利の正当な行使を保障されていなくてはならない。取引への原則的に自由な参入退出、公開情報への平等なアクセス（株価や開示情報など）、虚偽情報や不正取引行為による損失からの保護、保有者としての権利（株主、債権者の権利）の保障である。

情報操作や誤情報からの保護は、価格形成を歪めるという情報効率性の観点から必要なだけでなく、市場参加者の正当な利益機会を奪い損失を与える。不正行為が頻繁に行なわれる市場では、情報活動は低下し価格形成への信頼は失われ、逆選択が生じて資金配分の効率性は損なわれる。

（３）金融取引に関する二重の不確実性 - 商品の選択と専門業者の選択

公開市場では、情報処理能力と交渉力の異なる多様な取引者が市場に参加する。あらゆる潜在的・顕在的取引者に対して、あらゆる市場への参加に関して、取引機会の平等という意味での公正を成立することは難しい。情報能力と交渉力の面で優位に立つ取引者は、当事者として市場に参加するだけでなく、劣位に立つ取引者の代理人として市場に参加することにより、取引機会を発掘し拡大することによって市場効率を向上させると期待される。上で述べたように、市場の不完全性が大きいほど、専門業者による金融サービスの供給を通じて潜在的取引機会を実現し、金融効率を改善する余地が大きくなる。

すなわち、「機会均等」とは、あらゆる取引者が平等に情報にアクセスでき、対等な交渉力を持つことを意味するわけではない。情報や交渉力の面で劣位に立つ市場参加者が、不当に取引から排除されてはならないことを意味する。劣位に立つ取引者は、情報処理能力と交渉力の高い専門家に取引の全部または一部を委ねることにより、みずからの取引機会を広げることができる。専門業者が提供する金融サービスの利用は、潜在的市場参加者の金融取引機会を実現する上で不可欠の条件である。

多様な市場参加者を市場に動員するには市場参加者に機会均等という公正取引機会を保障することが不可欠であり、そのためには、取引者間の能力の差を認めた上で劣位に立つ取引者の基本的な権利を保障しなくてはならない。情報能力と交渉力において不利な立場にある取引者は、取引される商品のリターンに関わる不確実性だけでなく、取引プロセスに介在する専門業者の行動の不確実性という、二重のリスクに直面する。

専門業者の行動に関する情報格差が大きいほど、情報上優位に立つ専門業者の行動の規律づけが金融取引の公正を確保する上で決定的に重要となる。

2. 社会的倫理と職業倫理

(1) 金融取引の公正と社会的倫理

金融サービス業者は、金融取引に当事者として参加したり、あるいは、代理人として取引プロセスに介在する。金融サービス業者は、専門家としての優位性ゆえに、自らの利益や機関の利益を優先し不誠実で非倫理的行動をとるインセンティブに絶えずさらされている。不確実性と情報の非対称性が本質的な特徴である金融取引において「公正」の確保は金融効率の前提条件であり、情報優位者である専門業者の職業倫理は、金融サービスの周辺問題ではなく中心的課題である。しかし、これまで、倫理の問題は周辺問題とみなされてきた。経済学者の多くは、倫理と効率のトレード・オフの関係を越えて、職業倫理をとらえていなかった。Chami, Cosmano, and Fullenkamp [2002] および Brickley, Smith, and Zimmerman [2002] は、経済学の視点から企業の中における倫理の正当な役割をとらえることが必要であり、倫理は経済効率の決定要因であると強調している。この指摘に、多くの金融関係者は耳を傾ける必要があろう。

Lamb [1999] は、1980年代から90年代の米国において金融サービス業者の職業倫理は、大きく低下する傾向にあったことを指摘し、その理由として、次の2点をあげている (p.14)。

第一に、金融サービス業をとりまく競争環境の変化と技術進歩である。金融サービスの相互浸透と収斂、激しいグローバル競争、大規模なM&Aや統合化、金融サービスのコモディティ化が進み、顧客や所属機関に対するロイヤリティの低下が一般化し、暗黙の契約が失われ、社内および機関間の関係が希薄化・短期化し、金融取引は関係ベースから取引ベースへ移行した。

金融の職業倫理の低下は、金融サービスに関する伝統的な教育・指導関係が耐えざる技術進歩に置き換わり、金融機関内外におけるそれまでの信頼と相互監視にもとづく関係が失われたことに起因する。技術進歩による新たな原証券やデリバティブの創出、リスク管理手段の登場が活発となったが、それに対応して、会計制度、コンプライアンス、リスク評価に関する十分かつ適切な基本的なトレーニングがおろそかにされてきた。

第二に、金融の倫理と社会的倫理との乖離に対する、業者の鈍感さである。一般に金融専門家は、自由市場における公正が社会的規範における公正と必ずしも一致しないことを理解していない。そのために、制度の間隙を縫った行動や違法ではないが一般に受け容れられない貪欲な行動をとり、しばしば社会の厳しい評価にさらされてきた。

金融専門家の間では、2000年代に入って金融スキャンダルが続発するまで、倫理や公正への配慮の不足が金融効率にもたらす影響に対する関心はきわめて低く、伝統的な経済学者の間では競争と効率に対する倫理や公正の負の効果のみが強調されてきた。しかし、それは社会的価値基準にもとづく評価と必ずしも一致しない。「多くの人が、公正と倫理を、ほぼ同義語と考えている。彼らが不公正に、あるいは、非倫理的に扱われたと言う時、通常、自分たちの当然の権利が侵害されたと考えるのである。」(Shefrin and Statman [1993] 邦訳 p.37)。

2000年代に入って、金融専門家の公正に対する認識は高まってきた。だが、金融取引における倫理と公正に関して、金融専門家と一般の人々との認識のギャップは、いまだ大きい。

Statman [2004] は、米国の金融専門家は公正を促進する規制に好意的だが、しばしば彼らの公正に対する理解が社会のすべてのメンバーに共有されているというナイーブな信念を持ち続けていると指摘する。

当然、社会的規範や社会的公正ルールは、社会によって異なるし経済環境によって変化しうる。この点に関して、行動経済学の研究から興味深い示唆が引き出されている。Kahneman, Knetsch, and Thaler [1986] は、社会的公正ルール違反に対する社会の罰則は、経済状況によって異なり株式市場ブーム期よりも破綻期の方が大きく、富裕層や大規模機関に対して特に厳しいことを見出している。だが、社会的倫理の曖昧さや社会的公正ルールの変化の可能性は、金融専門家にとってそれを軽視する言い訳にはならない。むしろ、企業活動を行なう社会の倫理基準や公正ルールの違いと変化に注意を払うことは、次の2つの点で企業経営にとって不可欠な視点である。

第一に、社会的倫理や社会的規範への関心と対処は、金融サービス業者にとって「リスク管理」の問題である。すなわち、社会的ルールへの十分な理解と配慮は、金融サービス業者にとってみずからの経営に直結するコーポレート・ガバナンスの課題である。金融サービス業者の職業倫理は絶えず社会的倫理の影響を受けざるをえず、金融サービス業者は公正性を含む社会的規範との乖離に敏感であることが求められる。専門業者に求められる倫理的行動は、情報能力と交渉能力における取引上の優位性ゆえに、一般の取引者より厳しいものとならざるをえない。地域社会の公正ルールを理解せずそれに従わない専門家は、回避しうるリスクをとることになる(Statman[2004]、[2005])。

金融サービス業者は、社会的規範に敏感であり、市場リスクと同様に社会の公正ルールに反するリスクを管理していかななくてはならない。金融サービス業者は、社会的公正ルールをあざけるリスクを、デリバティブ証券、グローバルボンド、商品のリスクと同様に理解し、評価しなくてはならない(Statman [2004] p.39)。倫理コードの有効な活用は、経営者の規律づけに関するコーポレート・ガバナンスの問題としてとらえなくてはならない(Stevens et al. [2005])。まさに、金融サービス業者の本業にかかわる「社会的責任」(CSR)の問題であり、金融機関経営の最重要課題である。

第二に、金融サービス業者の職業倫理は、金融サービスの「競争上の優位」に直結するという点である。Ennew and Sekhon [2007] によれば、消費者は金融サービスを購入するときに高いリスクに直面し、商品のパフォーマンスの判断の難しさから適切なタイプと質の商品を提供する金融サービス機関を「信認」(Trust)する必要にせまられる。消費者の間では業者に対する信認への関心が高まっているが、逆に業者に対する信認の程度は低下傾向にある。Cox [2007] は、金融サービスに対する信認は、個人のリスク・テイキングに影響し競争上の優位を形成することを強調している。

市場参加者は多様であり、市場を取り巻く環境は絶えず変化している。公正に関する社会的な理解は一樣ではない。公正取引ルールの制度化のみではこうした条件に柔軟かつ十分に対応することは容易ではなく、また、制度を効率的に運営するのはむずかしい。取引者間の「信認」

の形成は、それぞれが負担する情報コストや機会損失コストを節約して取引を円滑にし、公正取引の確保に必要な法制度を補完し制度運営を効率化する。

取引者間の信認の形成の基盤となるのは「自己規律」である。組織の自己規律を高めるには、倫理方針や行動規範を明確にし、組織内に倫理を浸透させることが必要である。

3. 自己規律と外部規律

金融サービス業者の自己規律は、倫理方針の策定と組織内での浸透であり、無形資産としての「評判」と「信認」を生み出す活動とみなすことができる。ケーススタディを用いた Paine[1994]の分析や、Theory of Planned Behavior を使用した Hess[2007]の分析が示すように、自己規律の有効性は、単に経営者をはじめとする組織の構成員の良心のみによって担保される訳ではない。取引相手の信頼を失うことによる「機会費用」、市場や社会における「評判」あるいは「名声」が外部規律として働くことに加えて、規制や制度による規律づけという「他律的メカニズム」も自己規律が稼働する条件となる。Hess[2007]は、自己規律を外部規律が補完する形が最も有効であり、倫理の浸透を効率的にもたらすと指摘している。

外部規律が自己規律を補完し、評判や名声の喪失が機会主義的行動の抑止効果をもつためには、市場や社会の大多数が正しく取引相手である企業や金融サービス業者の過去の行動や実績を把握できることが必要となる。すなわち、不確実性や情報の非対称性が大きい場合には、取引者の行動を適切に把握することができず、外部規律による自己規律の補完は困難となる。さらに一般的には、評判や名声にもとづく信頼関係が形成されると、不誠実な行動がとられた場合にそれが認定されるまで時間的なラグが存在する。ゆえに、自己規律と外部規律の補完性を機能させるためには、適切な制度や規制の整備が必要となる。

不確実性や情報の非対称性によって、取引者の行動を他者が把握するのが困難な状況であっても、他律的なルールが存在し、取引相手の信頼を裏切る行為に対してなんらかの制裁（ペナルティー）が課されるならば、取引者の機会主義的行動を抑止するインセンティブとなる。また、情報開示制度という他律的ルールによって取引者の機会主義的行動が公開されることは、他の取引者に「評判」や「名声」といった外部規律の存在を強く意識させる。したがって、法制度・規制、取引所ルール、業界による相互監視など、他律的ルールがメカニズムとして適切に設計され、制裁との関係が明確であれば、評判や名声による外部規律を機能させ、倫理をベースとする自己規律を高める上で有効となる。当然ながら、このような自己規律と外部規律を組み合わせたハイブリット・アプローチは証券業にとっても重要である。他律的ルールの現状に関しては、第 節以降で述べる。

以下の第 節では、証券業の基本的な経済機能と金融プロフェッショナルの倫理との関係に焦点をあてて論じる。また、近年顕著となっている証券業者のビジネス・モデルの多様化が、金融サービス業に対して職業倫理の社会的な要求が高まっている背景となっていることを明らかにする。

・証券業の経済機能と倫理

1. 証券業の経済機能と倫理

本節で分析対象とする証券業の経済機能は、日常の業務によって発揮される。証券業に従事する者は、業務遂行の行為においてその専門性に応じた職業倫理を備えるだけでなく、専門業者として担う経済機能を含めて理解し、実践する必要がある。企業はあらゆる産業に共通の企業倫理を備える必要があるだけでなく、固有の経済機能や社会的外部効果を含めてより広範かつ実践的な専門業者の倫理が求められる。ここでは、金融サービスが担う経済機能に焦点を当てて、金融専門業者としての証券業の倫理を捉えるべきと考える。

ペイン [2004] は、企業に共通の問題として、企業倫理と個別企業が抱える各種コストとの関係を分析した。企業が倫理的取り組みを行うメリットとして、 明白な不祥事の防止（対外的な名声の確保） 社内における社員の士気や信頼の維持に関連するコストの低減、 組織の活性化（組織内の調整コストを低下） 信頼性の向上にともない、合意形成に関連する時間、労力、感情的な消耗等の契約コストの低下、 法令等の違反時に生じるペナルティーの軽減¹⁾、

社内におけるコンプライアンス・コストの低下等を挙げている。これらのメリットは証券業を含めた各産業に共通であり、求められる倫理項目としては、 法令遵守、 利益相反の防止、

守秘義務などが挙げられる。ペイン [2004] が指摘する企業倫理のメリットは、企業活動がもたらすコストとリスクの低減効果と言い換えることが出来る。

このように企業倫理は、企業組織が円滑に動くために必要な「行動規範」を与えると考えられている。金融サービス業は、資金とリスクの配分や流動性の供給を通じて社会と経済の活動を支えている。金融プロフェッショナルに求められる倫理は、担っている経済機能に深く結びついてことに注目しなくてはならない。ここで証券業に焦点を当てて、その経済機能について考えてみよう。

実際の証券業務は多岐にわたるが、証券業の機能は大きく、資本市場における「市場仲介者としての機能」と「市場参加者としての機能」に分解される²⁾。市場仲介者としての機能は「顧客の代理人」としての機能であり、資本市場の参加者としての機能は「取引の当事者」としての機能である。ここでは市場仲介者とは、売買仲介だけでなく資産運用や情報サービスなどの情報仲介を含む幅広い定義を用いている。以下で、これら2つの基本機能を軸に、証券業の倫理を整理してみよう³⁾。

第一に、「市場仲介者としての機能」は、対顧客業務において顧客の代理人として行動することにより発揮される。当該業務の従事者には市場や商品等に関する情報を収集・加工し、装備することが求められ、これらの情報を顧客に対して適宜、適切な手法によって提供することで、顧客の市場活用のコストとリスクを軽減する機能を発揮する。したがって、市場仲介者に求められる倫理には、顧客利益の優先、顧客の立場に立った誠実かつ公正な業務の執行、受託者責任の完遂、が含まれる。このような倫理の浸透は、個別証券会社および証券業の社会的な名声の獲得と信頼性の確保を通じて、市場の信頼性を向上させる。

第二に、「市場参加者としての機能」は、情報活動をベースにみずから市場で取引の当事者として行動することを通じて、証券の適正な価格の発見や流動性の向上など、資源配分の効率性の向上をもたらす。該当する業務の従事者は情報格差を利用した取引を行うため、常に情報優位者としての自己規律が求められる。さらに資本市場を公共財であると考えれば、求められる自己規律は、市場の公平性と健全性の確保まで広がる。このため、資本市場参加者が備えるべき倫理の浸透は、わが国資本市場の信頼性の基盤であるといえよう。

証券業の自己規律の重要性は、各産業に共通する企業内部の経営コストの低減や倫理的行動によるリスクの軽減にとどまらない。証券業の経済機能と倫理との関連についての理解と行動規範の確立と浸透は、個別証券会社や証券業界の効率性に留まらず、資本市場自体のあり方にも影響を与える。資本市場における名声と信頼の向上は、情報の非対称性によって生じる様々なコストとリスクの低減に貢献し、結果として国民経済の成長にもつながると言えよう。

倫理の確立と浸透は、本来、自律的に行われるべきであることに間違いはない。しかしながら、実際には、評判や名声という外部規律が自己規律を補完し、制度や規制など他律的メカニズムも自己規律のあり方に大きな影響を与えている。わが国では、金融商品取引法や自主規制規則等の法令等に代表される他律的メカニズムに関して、2つの基本機能に対応した倫理の浸透にはかなりの違いがある。「顧客の代理人」すなわち市場仲介者の行動に関連する「投資者保護」は、法令等による他律的ルールによってすでに相当部分の手当が行われている。市場仲介者としての機能に関して他律的ルールと対応するペナルティーは、「取引の当事者」すなわち市場参加者としての機能に比べてより明確である。市場仲介者としての機能に対応した倫理の浸透については、ある程度、他律的メカニズムが自己規律を高めるインセンティブとなっている。

わが国のみならず、近年の金融技術や取引手法の目覚ましい発展は、実際の資本市場における行為と他律的ルールによる法令面での手当との間に相当のタイムラグを生じさせた。このため、「取引の当事者」すなわち資本市場の参加者としての機能に対応した倫理と制度・規制という他律的メカニズムとの補完関係は、相対的に不十分な状態となっている。第 節以降では、米国や日本の取引当事者の倫理的行動を補完する外部規律と他律的アプローチに焦点が当てられる。

証券業の経済機能に対応する倫理について、近年、社会的な要求が高まっているが、その背景にあるのは、第一に、外部要因すなわち他律的メカニズムにかかわる資本市場規制のあり方であり、第二は、内部的要因すなわち証券業のビジネス・モデルの多様化に関連する自己規律のあり方である。新たなビジネス・モデルの出現とともに、個別の証券会社が担う経済的機能も細分化されており、それにともなう倫理が要請されている。外部要因に関しては 節以降で詳細に論じることとし、次に、わが国証券業のビジネス・モデルの多様化にともなう、プロフェッショナルの倫理への要請について述べよう。

2. 証券業のビジネス・モデルの多様化と職業倫理の要請

わが国証券業のビジネス・モデルは、金融システム改革以降の参入障壁の緩和と金融技術の

発達を背景に多様化を見せており、現在、以下の3つの特徴を指摘することが出来る⁴⁾。

第一の特徴は、「業務分野の特定化と専門化」がもたらすビジネス・モデルの変化である。近年、新たに他業種から証券業に参入した業者を中心に、それまでの総合証券スタイルに囚われず、特定の業務に経営リソースを集中させたビジネス・モデルを構築する動きが見られる。例えば、オンライン専業、未公開・未上場株、クレジット債権の証券化、グループ企業の資産管理業務、オルタナティブ商品など、それぞれの専門分野に特化した証券業者が出現している。

このように現在の証券業は、従来の大手や中小といった単なる規模の違いで分類することが困難となっており、個別証券会社の経済機能は、対象とする業務分野によってさらなる細分化が進んでいると言えよう。また、大手証券会社等においても、例えばM&Aなどのより高い専門性を要するインベストメント・バンク業務の比重を高める傾向が見られる。このように業務分野の特定化と専門化は、個別証券会社間での経済機能ばかりでなく、企業文化についても大きな差異をもたらしている。つまりは、証券業としての基本的な倫理を共有しつつも、個別の証券会社の業務と経済機能は細部において異なっていく傾向にあり、その結果、個別の証券会社レベルでは、それぞれの経済機能に対応しつつ、各社のビジネス・モデルや企業文化を加味した独自の行動規範を新たに確立する必要性が増している。

第二の特徴は、「リテール業務における資産管理型営業」すなわちフィー・ビジネスの推進に関連する。代表的なのは顧客別資産運用サービスすなわち SMA (Separately Management Account; コンサルタント・ラップ口座やファンド・ラップ口座を含む)の展開であろう。この結果、従来のリテール業務と比較して、「市場仲介者としての機能」と、「市場参加者としての機能」の密着性が増し、顧客との利益相反の可能性が高まった。特にわが国で SMA を提供する証券会社のほとんどが、投資運用業務を自社内もしくは系列の投資顧問会社に任せていることは、このような機能の密着性をより強くしている。

法令等が規定する制度上は、自社内で投資運用業務を抱えている場合でも2つの機能は明確に分離されている。しかしながら、企業外部から捉えた場合、2つの基本機能の密着性に対する組織内部における倫理面での対応は十分ではない。SMA を例にとると、その商品設計の性質上、投資者に対する情報開示が十分に行われても、他の金融商品やサービスとの比較を行うことが困難である。つまりは従来のリテール業務と比較して情報の非対称性が増すばかりでなく、市場仲介者としての機能がもたらす影響が大きな金融商品・サービスであるにも係わらず、顧客に対しては、主に市場仲介者としての機能に対応した行動規範のみが装備されているように見える。現状のように、特に自社内(系列を含める)で終結する資産管理型営業を推進するのであれば、外部に対して発揮される経済機能に合わせた行動規範を構築する必要がある。

第三の特徴は、主に「証券業への銀行資本の流入」と「金融コングロマリット化」に関連する。1998年3月の金融持株会社の解禁以降、証券会社の多くに銀行資本が注入された。銀行業務と証券業務の連携によって新たな経済機能の発揮が可能となっているのは事実である。米国ではグラム・リーチ・ブライリー法の施行以降、ホールセールのみならず、富裕層向けビジネスなどのリテール業務においても、銀行業務と証券業務の連携がもたらす効果が見られる。

先の資産管理型営業では、「市場仲介者としての機能」と「市場参加者としての機能」の2つの経済機能の密着によって新たな倫理面での手当てが必要となったのに対し、この現象は、金融グループ内での経済機能の密着性が引き起こす倫理的問題につながる可能性がある。その様態は銀行業務等の経済機能が加わることにより、より複雑となる。このように、証券業のビジネス・モデルの多様化によって、総合的に新たな行動規範を装備する必要性が増している。

先に述べたように、証券業の倫理が有効に経済機能の発揮につながるには、自主的な倫理の確立と浸透を基本条件として、法令や取引所ルールなどの他律的ルールが効率的にそれを補完することが必要となる。このような証券業の倫理に対する社会的な要請を踏まえ、以下の第 節では、米国における他律的アプローチの潮流を概観し、続く第 節ではわが国証券業における制度・規制面での諸策を見てみよう。

・ 米国における証券業の倫理

1 . SOX 法の影響 - 倫理にかかわる法制度

2002 年 7 月 30 日の大統領書名によって成立した通称 Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX 法) は、わが国の内部統制にも多大な影響を与えた連邦法として知られている。SOX 法が成立する以前から存在する 6 つの連邦証券諸法において⁵⁾、文中に“Ethics”が使用されているのは投資会社法(Investment Company Act of 1940)だけであり、その内容も Sec.17 において SEC が作成・適用する規則・規制には倫理コード (Code of Ethics) の適用が含まれるという一文のみであった⁶⁾。

SOX 法が制定された背景には、2001 年 12 月の Enron 社や 2002 年 7 月の WorldCom 社など、粉飾決算を含んだ企業不祥事が多発したことがあった。このため、SOX 法は公開企業の職業倫理を非常に重視しており、実質的に初めて倫理に関する事柄が明文化された、証券に関連する連邦法と言えよう。当時の米国において持たれていた問題意識は、当該法が成立する直前 (7 月 9 日) に公表されたブッシュ大統領の声明“ A New Ethics of Corporate Responsibility ”⁷⁾ が解りやすい。この声明においてブッシュ大統領は企業に対して倫理の保持を強く求め、小口の投資者や年金資産を保護するために、職業倫理に関する他律的なルールの整備等の必要性を強調している。これらが SOX 法において具現化されている。

SOX 法で示された倫理関連部分を挙げると、 Sec.101 および Sec.103 において、公開会社会計審査会 (Public Company Accounting Oversight Board) に対して、登録公認会計事務所の検査時等のチェック項目として“ Ethics Standards ”が明記され、 Sec.406 では、米国証券取引委員会 (SEC) が公開会社に対して、証券取引所法 (1934 年法) の Sec.13(a) もしくは Sec.15(d) に基づく定期報告書とともに、公開会社の上級財務担当役員のための倫理コードの採択、もしくは採択しない理由の開示を義務づける規則の公布を求めるとともに、Form8-K において迅速な開示を要求される事項に関する規制を修正し、倫理コードの変更もしくは免除につ

いても Form8-K 等による即時開示を義務づけることを求めている（図表 1 参照）。更に、Sec.1104 では合衆国量刑委員会（United States Sentencing Commission）に対して、証券および会計に関する詐欺ならびに関連する罪に適用される連邦量刑ガイドライン（Federal Sentencing Guideline）の見直しを求めている。一見すると、この量刑ガイドラインと倫理との関係は解りにくい、梅津 [2005] が述べるように、米国における倫理関連プログラムの普及に大きな影響を与えている。量刑ガイドラインについては以下で詳細に述べる。この他、企業内の犯罪的行為の防止と早期発見を目的として、Sec.301（監査委員会による匿名での通報制度の整備）、Sec.806（内部通報者の保護）、Sec.1107（内部通報者への報復の禁止）とともに、更なる内部通報制度の整備が求められている⁸⁾。（内部通報制度の効果に関しても下記で詳しく述べる。）

このように米国ではSOX法を契機として、新たな他律的メカニズムの導入と整備によって、企業に対して職業倫理の浸透と遵守を促す方向へと変化が見られる。Racross and Bernanndi [2006] が指摘するように、実際、その後、倫理コードを公開した米国企業数は大幅に増えている。他方で、企業は法的要請にこたえるべく倫理・コンプライアンス・プログラムを改正・強化したが、組織の中で倫理・コンプライアンス・オフィサーの経営上の位置づけは整合性を欠き、Weber and Fortun [2005] など、その有効性に関しては疑問を呈する研究もある。

図表1 SOX法 Sec.406 上級財務担当役員の倫理コード

(a)倫理コードの開示	委員会は各発行者に対して、1934年証券取引所法の第13条(a)または第15条(d)に基づく定期報告書とともに、当該発行者が上級財務担当役員のための倫理コードを採択したか、および採択していない場合には、その理由を開示することを義務づける規則を公布しなければならない、また、その倫理コードは、主要財務担当役員およびコントローラーもしくは主要経理担当役員、またはこれらと同等の職務遂行者に適用されるものとする。
(b)倫理コードの変更	委員会は、フォーム8-K(または後継のもの)上において迅速な開示を要求される事項に関する規則を修正し、そこにおいて、発行者が、当該フォームによる提出やインターネットを通じた配布、その他の電子的方法によって、上級財務担当役員のための倫理コードの変更または免除について即時開示することを義務づけなければならない。
(c)定義	本条において「倫理コード」とは、以下を促進する上で合理的に必要とされる基準を意味するものとする。 (1)個人的および職業的關係における事実上または明白な利益相反を倫理的に処理することを含む、誠実かつ倫理的な行動 (2)発行者が提出すべき定期報告書を、完全、公正、正確、かつ適時に理解できる形式により開示すること、および (3)適用される政府規則・規制の遵守。
(d)規則制定の期限	委員会は、 (1)本条を施行するための規則を、本法の制定日から90日以内に提案し、かつ、 (2)本条を施行するための最終規則を、本法の制定日から180日以内に公布するものとする。

(注)「委員会」とは、米国証券取引委員会(SEC)を意味する。

2. SEC 規則と取引所ルール等による要請 - 倫理コードの導入

SOX 法 Sec.406 における要請に従い、市場ルールも変更された。SEC は 2002 年 10 月 22 日公表の Proposed Rule を経て、新たに公開企業に関する Final Rule (File No.S7-40-02) を 2003 年 3 月 26 日に制定し、同年 3 月 31 日より財務関連の上級役職員を対象とする倫理コードの開示ないしは、倫理コードを適用しない場合にその事実および理由の開示を求めている⁹⁾。

SEC の新ルールの制定を受けて、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) とナスダック (NASDAQ) は、それぞれの規則 (NYSE Listed Company Manual Section 303A.10) (NASDAQ Rules 4350(n)) を改定し、自市場に上場する企業に対して、すべての役職員までを対象として、SEC の Item406 of Regulations S-K に規定される倫理コードの遵守、違反に対する通報制度の確立等、実効性を確保する措置までも含めた行動規範 (Code of Conduct) の適用を求めた¹⁰⁾。

NYSE やナスダックへの上場企業については、倫理コードを含めた行動規範 (Code of Conduct) の採用と開示が義務づけられており、SEC の Final Rule が定める財務関連上級役職員に留まらず一般従業員までも対象とした倫理の適用が求められている。したがって、上場する証券会社に関しても証券取引所の規則に則り、倫理コードの制定と運用 (制定しない場合はその事実と理由) に関する開示が必要となった。

証券会社の行為に関する倫理については、米金融取引業規制機構 (FINRA) (前身は旧 NASD) が Rule2110、Rule3010(a)、Rule3013、IM-2310-2 で複数のルール等を制定している。特に Rule2110 は単なる精神規定ではなく、Rule2110 への違反によって会員に制裁を課すことが実際に生じている。また、IM-2310-2、Rule3010(a)、Rule3013 などには取引の公正性等の一般原則的な規定が盛り込まれている。このように、FINRA の会員証券会社は従来の自主規制規則によって倫理の規定を受けるだけでなく、公開会社である場合には、証券取引所の上場規則による倫理規定の開示と適用が義務付けられている。

3. 連邦量刑ガイドラインの存在と倫理プログラム - 倫理コードの強制力

次に、倫理コードの導入と実効性についての制度的工夫について論じよう。現在、証券会社を含めた米国の大手金融サービス業のほとんどは、倫理コードないしは行動規範を保有している。図表 2 は、Merrill Lynch 社のケースを例示している。この背景には、上述した SOX 法ならびに SEC 等のルールによる要請がある他に、合衆国量刑委員会による連邦量刑ガイドラインの存在が大きな影響を与えている¹¹⁾。

連邦量刑ガイドラインとは、連邦法における企業を含む組織の違法行為に対して、連邦裁判所の判決に客観性を持たせるべく 1987 年に法制化されたガイドラインである¹²⁾。1991 年 11 月の改正において企業等の違法行為の指針が明記された他、倫理に関して特徴的な項目が追加された。つまり、企業等が効果的なコンプライアンスや倫理プログラムを保有している場合、課される罰金額が軽減される項目である¹³⁾。図表 3 は梅津 [2005] から援用したアクメ・レンタカー社 (Acme Rent-a-car) のケースである¹⁴⁾。諸条件によって科される罰金額に最大で

80倍、倫理プログラムの有無では最大5倍もの差が生じる可能性がある。量刑ガイドラインは、企業にはいわば保険のような存在として社内に倫理関連のプログラムを整備するインセンティブを生み出すと期待される。連邦量刑ガイドラインは、以下に挙げる「効果的なコンプライアンスと倫理プログラム」(Effective Compliance and Ethics Program)を最低限の水準として明記している。この水準には7つの要件が含まれており(図表4参照)、最低限と呼びながらも要求する水準は高い。

上述した2002年7月9日の大統領声明で、企業経営者の不正行為の厳罰化が合衆国量刑委員会に求められた他、SOX法のSec.1104において、証券および会計に関する詐欺ならびに関連する罪に適用される連法量刑ガイドラインの見直しが明記されたことも受け、2004年11月に改正版のガイドラインが成立している¹⁵⁾。この改正版では、効率的なコンプライアンスや倫理プログラムがSec.8B2.1として独立するなど、倫理を更に重視する内容となった。

このように、米国の証券業を含む企業においては、法令や自主規制ルールによる要請(公開企業)以外に、有事の際の保険代わりとして倫理に関する取り組みを行うインセンティブが生じている。しかしながら、これらは他律的に倫理の遵守を促す諸制度に過ぎない。自主的に倫理的行動を浸透させ遵守する努力が欠けたままでは、これら諸制度がもたらす効果には限界があることは明白である。例えば、2001年に破綻したEnron社や2002年に破綻したWorldCom社も独立した倫理コードを備えていた。倫理コードの装備だけでなく、その実効性を担保する組織としての自主的な取り組みが不可欠である。

図表2 Merrill Lynch社の倫理コード

<p>Merrill Lynch & Co., Inc. 「Guidelines for Business Conduct: Merrill Lynch's Code of Ethics for Directors, Officers and Employees」</p>
<ol style="list-style-type: none"> 1 . Conflicts of interest 2 . Corporate opportunities 3 . Confidentiality obligations 4 . Fair dealing 5 . Respect for the individual 6 . Safeguarding Merrill Lynch information, assets and property 7 . Compliance with law 8 . Merrill Lynch written and electronic communications 9 . Commitment to promoting ethical conduct: ethics hotline and confidential reporting 10 . Conclusion 11 . Merrill Lynch principles

[出所]Merrill Lynch社のHPより抜粋。

図表3 倫理プログラムの有無と罰金のレベル : アクメ社のケース (US\$)

	プログラムあり 報告した 責任を認めた 協力した	プログラムあり 報告せず 責任を認めず 協力せず	プログラムなし 報告せず 責任を認めず 協力せず	プログラムなし 報告せず 責任を認めず 協力せず 上級経営者が関与した
最低	685,000	5,480,000	13,700,000	27,400,000
最高	2,740,000	10,960,000	27,400,000	54,800,000

[出所]梅津[2005]図表1を援用。

図表4 連邦量刑ガイドライン:「効果的なコンプライアンスと倫理プログラム」

1. 犯罪行為を予防し発見するための基準や手続きの確立
2. 当該プログラムの運用を監視、その有効性等の報告等を担当する上級管理職の設置
3. 法令違反や反倫理的な行為をする恐れがある人物を主要な職位としない
4. 倫理等に関する基準や手法を定期的かつ適切な方法で役職員に伝え、効果的な訓練プログラムを実践する
5. 効果的な倫理等のプログラムが実行され、当該プログラムの有効性を定期的に評価し、従業員が犯罪行為やその可能性を報復等の恐れも無く報告(匿名を含む)する体制の確立
6. 倫理等のプログラムを実行する為の適切なインセンティブの付与と違反行為等を行った際の懲罰の実施
7. 犯罪行為への適切な対応(記録を含む)と再発を防止する措置

[出所]「連邦量刑ガイドラインマニュアル 第8章」(http://www.ussc.gov/2005guid/8b2_1.htm)。

4. 内部通報制度の効果 - 倫理コードの遵守

他律的に倫理の遵守を促す制度の1つとして、企業の Fraud 等の発見と抑止を目的とした「内部通報制度」(Whistleblower System)が注目を浴びている。米国における内部通報に関する最初の連邦法としては、1912年のLloyd-La Follette Actが挙げられる。現在の内部通報制度の根拠法は1989年に成立したWhistleblower Protection Act(内部通報者保護法)であり(2007年にはWhistleblower Protection Enhancement Actが成立している)SOX法以降、Fraudの抑止と発見に関する同法がもたらす効果が注目されている¹⁶⁾。

上述したように、SOX法において内部通報者制度の整備(Sec.301)と内部通報者の保護(Sec.806)、内部通報者に対する報復の禁止(Sec.1107)が明記された。わが国でも同様であるが、過去の企業不祥事が発覚した例の多くは内部からの通報や告発であり、内部通報制度の整備は企業不祥事の抑止と発見に効果があると考えられている¹⁷⁾。

米国公認不正検査士協会(Association of Certified Fraud Examiners、ACFE)は企業不祥事1,134件のケースを分析し、内部通報制度や報告に関するメカニズムは企業不祥事の発見等に効果があるとの結論を提示している(ACFE[2006])。ACFE[2006]によれば、2004年のFraud等による損失は全米で計約6,600億ドルにのぼり(分析した1,134件のケースの平均損失は約159,000ドル)、内部通報制度等を備える企業の損失は未整備の企業の半分程度に留まっている。

1996年から2004年の米国における企業不祥事を分析したDyck et al.[2007]によると、

企業不祥事が露呈したケースの19%が従業員による内部通報や告発による。ここからも内部通報制度の効果が伺える。この他、6%がSECの調査、16%が当該産業の規制担当局、14%が報道機関によるものであった。ただし、内部通報制度がもたらす直接的な効果に関しては否定的な研究もある。Moberly [2007]によれば内部通報者からの訴えが認められるケースは必ずしも多くなく、SOX法に従う内部通報者の約3.6%、内部通報全体でも約6.5%に過ぎない¹⁸⁾。

先行研究の分析を見ると、総体的に内部通報制度の効果は認められると言えよう。しかしながら、企業に内在する諸問題の発見と抑止を効果的に行うためには、例えばわが国の公益通報者保護法において公益通報の対象が金融商品取引法や刑法等の406本の法律への違反等であるように、通報の基準とする何らかの明文化された行動規範が必要となる。個別企業レベルでの内部通報制度では、Hess [2007]が述べるように、倫理コードのような企業内で設定された行動規範が内部通報を行う判断の基準として使用される。これらから、内部通報制度の効果は倫理コード等に関する自主的な取り組みの存在によって左右されることが解る。つまりは、倫理の普及にとって自主的なアプローチが優先であり、外部規律を通じて他律的に倫理の遵守を促す制度が補完する方式が最も効果が高いと言える。

5. 市場参加者の行動を巡る規制の動向

米国で2006年より議論が高まっている資本市場規制の転換は、特に「資本市場参加者としての機能」に対応した倫理に影響を与えることが予想される。下記に述べるように、この資本市場規制の改革は、他律的メカニズムの再構築を通じて、証券業務の従事者により高い水準での自主的な倫理の実践を求める規制の再構築である。

2006年以降、米国で資本市場規制に関連する報告書が複数公開された。第一は、コロンビア大学のグレン・ハバード教授が座長となった「資本市場の規制に関する委員会」(The Committee on Capital Markets Regulation)が2006年11月30日(12月5日に修正)に公表した「中間報告書」である¹⁹⁾。当該中間報告書において、SECおよびFINRA等の自主規制機関に対して、リスク・ベースのプロセスを用いて原則を重視した「プリンシプル・ベース」の規制への移行を要望している。また、新たに作成する規制は費用対効果(Cost-Benefit Analysis)による評価を伴うべきとの提言も行っている。英国では金融サービス機構(FSA)は従来からプリンシプル・ベースの規制体系を採用している。米国においてもこれまでのルール・ベースの規制から企業の自主的取り組みを重視したより柔軟で効果的な規制へと、基本的な考え方の転換を求めるものである。

この中間報告書に先立ち米国財務省ポールソン長官がNY経済倶楽部で行った講演(11月20日)では、これまで米国の規制はルール・ベースであったが、ルールが屋上屋を重ね複雑になっている、ルールでは近年の企業不祥事を防ぐことが出来なかった、効率的な規制が求められている、ことを考慮して、よりプリンシプル・ベースを重視した規制体系の構築が望まれるとともに、職業倫理に対する意識の浸透が米国の規制担当者に重要視されている旨のコメントが寄せられた。

第二に、米国商工会議所（The U.S. Chamber of Commerce）が設立した「21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 21st Century）が公表した「報告および勧告」（2007年3月12日）^{20）}でも、米国の資本市場と市場原則に対する規制を、より近代的な体系に改革する必要性が提示されている。当該報告書でも、ルール・ベースでは対応に時間が掛かることが挙げられ、プリンシプル・ベースを重視した規制の利点が述べられている。

これらの報告書および財務省が3月に開催した「アメリカ資本市場の競争力に関するコンファレンス」（グリーンSPAN前FRB議長やウォーレン・バフェット氏が基調講演）の成果を踏まえ、2007年6月27日、ポールソン長官は米国の規制体系の見直しを含めたアクション・プランの作成を表明した。こうした経緯を経て、2008年3月31日に、米国の規制体系を大幅に改編すべく、「The Department of the Treasury Blueprint for Modernized Financial Regulatory Structure」が公表された^{21）}。2008年以降、米国では規制当局の改編と、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予定されている^{22）}。

米国政府説明責任局（Government Accountability Office、GAO）が指摘するように、現在の米国の規制体系は柔軟性に欠け、金融技術の発達を背景とした新たな金融商品・サービスの登場や、金融サービス業のビジネス・モデルの変化への迅速な対応が困難となっている（GAO [2004]）。このような状況は、特に「資本市場参加者としての機能」に対応した倫理の確立と浸透にとって、他律的なメカニズムがもたらす機能が低下していることを意味する。倫理の観点から、米国で検討されている資本市場規制の改革は、他律的なメカニズムの再構築であるとも言える。

さらに、プリンシプル・ベースを重視した規制体系の導入は、証券業者に対してより高い水準の倫理を要求する。なぜならば、プリンシプル・ベースの規制体系下では、証券会社による自律的な倫理の遵守が不可欠となるからであり、業者自身による自己規律の徹底が社会的に求められていくことが予想されている。米国ではSOX法に代表される他律的な倫理の要請とともに、自律的な倫理の遵守を求める道筋が示されたと言えよう。

．わが国証券業の倫理への対応と課題

1．新たなる自主規制規則の制定

わが国の証券業は、これまでに業界単位での取組みとして、1991年の証券不祥事への反省から証券業共通の倫理として「平成3年版：倫理綱領」（日本証券業協会、1991年8月）を作成し、米国のアナリスト問題を契機に「証券アナリストの行動倫理を高めるために」（日本証券アナリスト協会、2002年4月）（同協会は1987年7月に「職業行為基準」を設定済み）を公表するなど、職業倫理の普及に関する活動を行っている。

特に、証券業者に対して資本市場の参加者としての自己規律を求める声が高まったことに対

応し、2006年10月に日本証券経済研究所「証券会社の倫理コードに関する研究会」(以下、倫理コード研究会)²³⁾が設置され、証券業および個別証券会社の倫理コードに関する調査と検討が行われた。当該研究会の成果は「証券会社の倫理コードに関する研究会報告書」(2007年)として公表されている。

倫理コード研究会は調査の一環として、各証券会社(日本証券業協会会員、2006年11月時点で308社)を対象に、各社が保有する倫理コードに関するアンケート調査を行っている。自主的な倫理の遵守を考えるにあたり、適切な倫理コードを自社内で保有することは基本となるため、以下で、その結果の概要を紹介したい(図表5参照)。

2006年11月時点では、アンケートへの回答があった206社の会員証券会社のうち、約半数が倫理に関する何らかのコードを保有していることが判明した。33.1%の会員証券会社がアンケートへの回答を行っていないことを考慮すると、保有の実態はさらに低い可能性もあるが、これまでの経緯を鑑みると、倫理の確立と浸透に関する基礎的な土壌は存在していると言える。しかしながら、保有していると回答した証券会社のうち、29%は1991年に協会が制定した「平成3年版：倫理綱領」を用いていた²⁴⁾。

アンケート調査の回答とともに、各社に提出を求めた倫理コードを見ると、漠然とした経営理念にとどまるケースから、かなり詳細なケースまで見られ、その質は多様であった。倫理コードは、各社の業務内容や企業文化が反映されるものであり、業界全体での画一的な倫理コード自体はあくまでモデルとしての役割しか果たさない。このアンケート調査の結果は、わが国証券業界において、倫理に関する形式的な遵守姿勢と倫理に関する理解との間に、ギャップが存在していることを示唆している。

Scholtens and Dam [2007] は、倫理コードの保有と適用等に関して、24カ国2,681社を対象にしたアンケート調査の結果をもとに国際比較分析を行った。この分析結果によれば、わが国は国際的に比較して倫理コードの保有そのものは積極的であるように見える(平均から5%水準で正に乖離)。しかしながら、わが国は倫理コードを保有するものの、従業員への適用は国際的に見て平均以下(同、負に乖離)である(図表6参照)。このように、保有が正である一方で、その適用が負である国は24カ国中で日本のみとなっている。すなわち、倫理コードの保有が実践に有効に結びついておらず、組織内に浸透していないといえよう。倫理コード研究会によるアンケート調査は、各証券会社における実際の適用までを対象としていないため判断は出来ないが、Scholtens and Dam [2007]と同様な状況が生じている可能性は否定出来ない。

わが国では、米国におけるSOX法のような他律的に倫理を遵守させる制度が必ずしも充実していないことを考慮すれば、証券業の倫理に対する取り組みは自主的であり、それ自体は評価されよう。倫理コード研究会は調査と合わせて各証券会社に実際に使用されている倫理関連の規範の提出を求めたが、それをもって判断すると、より洗練された行動規範を導入するメカニズムの追求は不可欠であり、職業倫理を浸透させる自主的な取り組み努力の必要性は、米国に増して高いと言える。

また、近年の証券業務は多様化と高度化が進んでおり、専門分野に特化した証券会社も増加していることをも考慮すれば、証券業の機能と倫理を一体化させて分析する余地は、むしろ拡大している。証券化を典型とする金融技術の高度化と金融組織の複雑化による市場の監視機能の低下が問われる状況において、「市場参加者としての機能」と他の金融機能との関係は非可視化が進み、組織内部の自己規律はこれまで以上に重要となっている。わが国の金融サービス業のビジネス・モデルが持株会社の器を用いた金融コングロマリット化に向かう傾向がひととき強いだけに、この面からの倫理の確立と浸透はとりわけ注意を払っていく必要がある。

図表5 アンケート調査の結果(社数)
 アンケート実施:2006年10月17日から31日
 308社中206社が回答(回答率66.9%)
 問1:倫理規定の有無

	あり	なし
全体	103	103
国内証券会社	66	94
外資系証券会社	37	9

問2:倫理規定の位置付け(複数回答を含む)

	社内規定	その他
全体	72	34
国内証券会社	45	22
外資系証券会社	27	12

(注)問1で「あり」と回答した企業のみ

問3:倫理規定の様式

	独立した規定	コンプライアンス・マニュアル等、他の社内規則や内規に含まれる	その他
全体	55	46	2
国内証券会社	35	30	1
外資系証券会社	20	16	1

独立した規定

コンプライアンス・マニュアル等、他の社内規則や内規に含まれる

(注)問1で「あり」と回答した企業のみ

問4:役職員への周知徹底方法(複数回答を含む)

	入社時宣誓	定期研修	その他
全体	48	39	39
国内証券会社	23	27	31
外資系証券会社	25	12	8

(注)問1で「あり」と回答した企業のみ

問5:倫理規定に違反時のペナルティーの有無

	あり	なし
全体	69	34
国内証券会社	42	24
外資系証券会社	27	10

[出所]日本証券経済研究所[2007]

(注)問1で「あり」と回答した企業のみ

図表6 Scholtens and Dam[2007]による倫理コードの保有と適用

	Code of Ethics-System	Communication of Code of Ethics	Implementation of Code of Ethics
Australia	+1	+1	+1
Canada	+1	+1	0
France	0	0	0
Germany	-1	-1	0
Hong Kong	-1	-1	-1
Italy	0	0	0
Japan	+1	-1	-1
Singapore	-1	-1	-1
Sweden	0	0	0
UK	-1	-1	-1
USA	+1	+1	+1

[出所]Scholtens and Dam[2007]、Table2(p.278)

(注1) 評価は差の検定結果。平均より2標準偏差以上の上方乖離の場合に+1、下方乖離の場合に-1。

(注2) Scholtens and Dam[2007]では24ヶ国(総計2,681社)について検定を行っている。

2. 倫理に関する資本市場規制の動向

わが国証券業における倫理の浸透を論ずるにあたり、米国と同様に資本市場規制の動向は重要である。わが国の資本市場規制の動向は、金融庁をはじめとする複数の報告書や方針から、その方向性を見ることが出来る(図表7参照)。

これらの報告等では共通して、プリンシプル・ベースでの規制体系のもとでのベター・レギュレーションについて述べられていることから、米国と同様に、わが国でも資本市場規制におけるプリンシプル・ベースの規制体系の導入が規定路線として見なされているとも言えよう。わが国におけるプリンシプル・ベースの規制についての認識は未成熟であり、また、プリンシプルの選択と適応プロセスに関しても米国や英国とは異なったアプローチが取られる可能性もあるが、前節で述べたように、プリンシプル・ベースの規制を導入する場合、基本的に証券会社による自己規律の徹底と自主的な倫理の浸透・遵守は不可欠となる。

資本市場規制の変更に先立ち、すでに自主規制機関である日本証券業協会において、倫理に関連する複数の施策が実行されている。先に紹介した倫理コード研究会の提言を受け、「倫理コード(モデル)」の公開と、自主規制規則として「協会員における倫理コードの保有および遵守に関する規則」(2007年12月制定)の新設、理事会の下部に特別委員会として「行動規範委員会」(2007年11月)の設置が行われている。

特に、「協会員における倫理コードの保有および遵守に関する規則」(平19.9.18)が注目される。当該規則は会員証券会社に対して、倫理コードの保有と協会への提出を求め、倫理コードを遵守させる社内体制を整備させ、倫理コードに反する行為が生じた場合に報告と説明を義務とし、新規に日本証券業協会へ入会する場合には代表者等による倫理コードの内容と社内体制に関する説明を求めている。業界による自主規制規則であることから、当該規則

への違反はペナルティーを伴うことを合わせて考えると、証券会社に対して外部から倫理を遵守させる他律的なメカニズムとして評価できるのではないか。

しかしながら、「協会員における倫理コードの保有および遵守に関する規則」等の制定は、具現化に向けて日本証券業協会内に設置された「証券会社の自己規律の維持・向上に向けたワーキング・グループ」による検討を経ているものの、現状、個別の証券会社全てに倫理の必要性に関する意識が浸透しているとは言い難い。自主規制等の適正な運用とともに、証券業に従事する役職員に対して、倫理の普及と啓発を継続的に行うことが不可欠であることは言うまでもない。

図表7 わが国資本市場改革に関して近年公開された報告書

1. 「証券会社の市場仲介機能等に関する懇談会論点整理」	金融庁	2006年6月
2. 「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革 - 中間報告 - 」	日本証券業協会	2007年4月
3. 「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディ・グループ: 中間論点整理」	金融庁	2007年6月
4. 「平成19年事務年度金融商品取引業者等向け監督方針」	金融庁	2007年8月
5. 「金融・資本市場の競争力強化プラン」	金融庁	2007年12月
6. 「開かれた金融力のある国」を目指して」	金融市場戦略チーム	2008年6月

・むすび

本研究では、金融サービス業にとって共通となる職業倫理を明確にしたうえで、証券業の経済機能に応じた倫理について論じた。証券業の基本的な経済機能は、大きく「市場仲介者としての機能」と「市場参加者としての機能」に分類することができるが、証券業のビジネス・モデルは多様化し、機能の統合や細分化が進みつつある。証券業の従事者は、担う経済機能とそれぞれの専門性にふさわしい倫理を実践することが求められる。また、組織内での倫理の浸透は、経営者や組織構成員の自己規律を基本としつつ、名声や評判などの外部規律が補完するハイブリット・アプローチが効率的である。しかしながら、金融取引にともなう不確実性やリスクは複雑化し情報の非対称性は拡大し、社会や市場を通じた外部規律がもたらす機能を相対的に低下させている現状では、法令や業界規則などの適切な他律的なメカニズムの導入によって、自己規律と外部規律の補完性を強化することが益々重要となる。

近年の米国では、職業倫理の重要性が再認識されており、実践を促すために SOX 法や取引所規則をはじめとした他律的なメカニズムの整備が行われている。現在検討されている資本市場規制体系の改革は、とくに市場仲介者としての機能に関連する行動規範に影響を与えている。それに加えて、プリンシプル・ベースの規制の導入を通して、証券業に対してより高い水準の自己規律を装備させることを要請している。

わが国の証券業における倫理面への対応を分析すると、幾つかの特徴があることが分かる。基本的な倫理を浸透させる土壌は確かに存在しているものの、倫理の実践についての意識は決して高いとは言えない。証券業の倫理の浸透をもたらすには、法制度、取引所ルール、業界ル

ールなど、他律的メカニズムについて多くの施策を検討する余地があろう。また、わが国でもプリンシプル・ベースの規制の導入が検討されていることから、自己規律による倫理の確立と浸透に対する社会的な要請は、今後、いっそう高まることが予想される。金融庁をはじめとした規制当局や日本証券業協会、証券取引所などの自主規制機関を含めて、資本市場に関連する諸機関による、倫理について理解を共有することが喫緊の課題である。

わが国の学術的な分析において、金融プロフェッショナルの倫理や証券業の職業倫理を取り扱った先行研究は少ない。本研究は、証券業の倫理分析の初期段階であり、残された課題も多い。最後に、今後に取り組むべき課題の一部を挙げる。

第一は、詳細な証券業務の機能分析である。第 3 節で述べたが、わが国証券業のビジネス・モデルは多様化が進んでいる。とくに、市場参加者としての機能に関連する倫理的問題について議論を深める必要がある。本研究では基本的な経済機能に絞って論じたが、さらに経済機能を詳細にわけ、求められる行動規範との関係を明確にし、組織の内外にもたらす効果について分析を行う必要がある。第二に、他律的メカニズムが証券業経営と自己規律メカニズムにおよぼす効果についての分析である。組織内部における倫理規範の策定と実践について、最適な規律づけメカニズムの設計を行うためには不可欠な分析であろう。第三に、例えば発行体や金融機関など他の資本市場参加者の倫理との関係である。資本市場の名声と評判は、証券業者のみによって獲得、維持されるわけではない。第四に、金融庁や自主規制機関等による他律的メカニズムと自己規律との関係に関する、より実践的な分析が必要である。効率的な規制体系と市場参加者の倫理とは、とりわけ密接な関係がある。わが国における他律的メカニズムの有効性について論じるうえでも、規制体系の分析は不可欠であろう。証券業の倫理には、分析すべき多くの課題が残されている。

「注」

- 1) 企業の不祥事に対する懲罰のケースとして、Drexel Burnham Lambert 社 (1988 年 : 罰金 65,000 万ドル) と Solomon Brothers 社 (1991 年 : 和解金 29,000 万ドル) を比較し、当時の SEC 委員長のリチャード・ブリーデン氏 (後に WorldCom 社の管財人を努める) の発言を引用して、問題発覚後の倫理的な取り組みの違いが両社の事後コストの差に反映されたことを述べている。
- 2) 日本証券経済研究所 [2007] では、市場仲介者としての機能と資本市場の取引者としての機能として分類されている。
- 3) 証券業が基礎として置くべき統一的な倫理の内容としては、証券監督者国際機構 (IOSCO) が 1990 年の年次総会において採択した「7 つの行動規範原則」の他、2006 年 6 月に IOSCO 自主規制機関委員会から、倫理文化の発展と金融サービス業を手引きするためのフレームワークとして公表された “IOSCO Model Code of Ethics” が挙げられる。IOSCO モデルに関しては若園 [2007] を参照。

- 4) 1998年12月の免許制から登録制への移行や2004年4月の最低資本金額の引き下げ(1億円から5,000万円)等によって、証券業界の新陳代謝は活発化している。1999年から2007年8月までで、国内証券会社の退出(自主廃業・営業譲渡・合併等)は88社であるのに対し、新規参入は142社となっている。日本証券業協会に登録されている証券会社数は2003年3月末時点で283社であったが、2008年4月末時点では319社まで増加している。
- 5) <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>
- 6) "Such rules and regulators may include requirements for the adoption of code of ethics by registered investment companies..."
- 7) <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020709.html>
- 8) 米国における内部通報制度に関する連邦法として、Whistleblower Protection Act of 1989が存在している。企業内の制度としては、1990年代以降、コンプライアンス経営の導入とともに浸透しつつある。わが国では、2006年4月1日より公益通報者保護法が施行されている。
- 9) SOX法とSEC等による各種規制との関係については、Young [2004] が詳しい。
- 10) NASDAQのRule4305(n)ではCode of Conductの適用とその開示、NYSE Listed Company Manual Sec.303A(10)ではCode of Business Conduct and Ethicsの適用と開示をそれぞれの市場に上場する企業に対して求めている。
- 11) ただし、米国における約5,100社の証券会社(FINRA登録)(ブローカーは約660,000)のうち、HP上で倫理コード等が確認出来るのは1%程度である。したがって、連邦量刑ガイドラインを理由とした倫理関連コードおよびプログラムの保有は、企業規模が大きい場合にに限られると言えよう。
- 12) <http://www.ussc.gov/guidelin.htm>
- 13) 梅津 [2005] によれば、科される罰金額は、基準罰金額に有責性スコアによる乗数を掛けて算出される。このようなプログラムの存在は、罰金額を軽減する要因としてカウントされる。
- 14) アクメ・レンタカー社は顧客に対して不正は修理費用の要求を行っていた。事例の詳細はPain [1994] を参照のこと。
- 15) 連邦量刑ガイドライン自体の見直し作業は、2002年3月から行われており、2003年10月には改正を前提とした報告書が提出されている。
- 16) 同様な法律として、英国では1998年のPublic Interest Disclosure Act(公益開示法)、わが国では2006年4月1日から施行された公益通報者保護法がある。
- 17) 例えば、Enron社のケースでは当時のGlobal Finance ExecutiveであったSherron Watkinsの内部告発は有名である。わが国でも内部通報や告発によって、多くの企業の不祥事が露呈している。
- 18) 欧州企業における内部通報制度の比較研究としては、Hassink et al. [2007] が挙げられる。Hassink et al. [2007] の調査結果によれば、社内における倫理体制について、23%の企業が米国のSOX法の影響を受けている。
- 19) <http://www.capmksreg.org/research.html>

- 20) <http://www.capitalmarketscommission.com/portal/capmarkets/default.htm>
- 21) ブループリントでは、FINRA に代表される SRO の行動内容に、会員会社に対する倫理の教育と訓練が明記されている。
- 22) 米国商品先物取引委員会 (CFTC) は、以前よりプリンシプル・ベースによる規制・監督を行っている。
- 23) 座長、東京大学神田秀樹教授、2006 年 10 月から 2007 年 4 月まで開催。
- 24) この「倫理綱領」は、証券会社に共通する基本的な倫理項目を提示したものであって、各証券会社の個別業務や企業文化が反映されているわけではない。

「引用文献」

- 梅津 光弘 [2005] 「改正連邦量刑ガイドラインとその背景：企業倫理の制度化との関係から」『三田商学研究』第 48 巻、第 1 号、pp.147-158
- 首藤 恵 [2004] 「機関投資者のコーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任」(若杉監修『株主が目覚める日』、商事法務
- 首藤 恵 [2000] 「資産運用産業の行動倫理と効率」(筒井義郎編『金融分析の最先端』、東洋経済新報社
- 首藤恵・増子信・若園智明 [2006] 「企業の社会的責任 (CSR) への取り組みとパフォーマンス」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 56 号、pp.31-52
- 日本証券経済研究所 [2007] 『「証券会社の倫理コードに関する研究会」報告書』
- ペイン、L.シャープ [2004] 『バリュースhift - 企業倫理の新時代 - 』、毎日新聞社
- 若園 智明 [2006] 「年金基金の受託者責任とガバナンス機能の有効性」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 53 号、pp.77-96
- 若園 智明 [2007] 「証券業における職業倫理 - 米国の動向とわが国への示唆 - 」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第 60 号、pp.65-82
- ACFE [2006] “ *The Biannual 2006 ACFE Report to the Nation Occupational Fraud and Abuse,*” (<http://www.acfe.com/fraud/report.asp>).
- Brickley,J.A., Smith,C.W. and Zimmerma,J.L. [2002] ”Business Ethics and Organizational architecture,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.26, pp.1821-1835.
- Chami, R., T.F. Cosmano, and C. Fullenkamp[2002] “Managing ethical risk: How investing in ethics adds value,” *Journal of Banking & Finance*, Vol.26, pp.1697-1718.
- Cox, P. [2007] “Should a financial service provider care about trust? An empirical study of retail saving and investment allocations,” *Journal of Financial Services Marketing*, Vol.12, No.1,pp.75-87 .
- Dyck et al. [2007] “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud,” *NBER Working Paper*, No.12882.
- Ennew, C. and H.Sekhon [2007] ”Measuring trust in financial services: the Trust Index,”

- Consumer Policy Review*, vol.17 No.2, pp. 62-68.
- GAO [2004] "Financial Regulation : Industry Changes Prompt Need to Reconsider U.S. Regulatory Structure, " GAO-05-61.
- Hassink et al. [2007] "A Content Analysis of Whistleblowing Policies of Leading European Companies," *Journal of Business Ethics*, vol.75, No.1, pp.25-44.
- Hess, David. [2007] "A Business Ethics Perspective on Sarbanes-Oxley and The Organizational Sentencing Guidelines," *Michigan Law Review*, Vol.105, No.8, pp.1781-1816.
- Joyner, Brenda E. and Payne, Dinah [2002] "Evolution and Implementation: A Study of Values, Business Ethics and Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, Vol.41, No.4, pp.297-311.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch, and R. Thaler [1986] "Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlement in the Market," *American Economic Review*, Vol.76, No.4, pp.728-741.
- Lacross, C.C. and R.A. Bernardi [2006] "Disclosures of codes of ethics on corporate websites: a Pre-and post- Sarbanes-Oxley Longitudinal Study," *Advances in International Accounting*, Vol.19, pp.91-114.
- Lamb, R.B. [1999] "Conference: Ethics in Financial Services," *Business and Society Review*, Vol.104, No.1, pp. 13-17.
- Moberly, Richard. E.[2007] "An Empirical Analysis of Why Sarbanes-Oxley Whistleblowers Rarely Win," *William & Mary Law Review*, Vol.49, Issue.1.
- Paine, Lynn. S, [1994] "Managing for Organizational Integrity," *Harvard Business Review*, Vol.72, No.2, pp.106-117.
- Scholtens, Bert. and Dam, Lammertjan, [2007] "Cultural Values and International Differences in Business Ethics," *Journal of Business Ethics*, Vol.75, No.3, pp.273-284.
- Shefrin, H. and M. Statman [1993] "Ethics, Fairness and Efficiency in Financial Markets," *Financial Analyst Journal*, November/December, pp.21-29 (堀越秀之・井手正介訳「金融市場における倫理・公正と効率性」『証券アナリスト・ジャーナル』1995年1月号)
- Stevens, J.M., H.K. Steensma, and D.A. Harrison [2005] "Symbolic or Substantive Document? The Influence of Ethics Codes on Financial Executives' Decisions," *Strategic Management Journal*, Vol.26, pp.181-195.
- Statman, M. [2004] "Fairness Outside the Cocoon," *Financial Analyst Journal*, Vol.60 No6, pp.34-39.
- Statman, M.[2005] "Fair Trading," *Journal of Portfolio Management*, vol.30 No1, pp.76-84.
- Weber, J. and D. Fortur [2005] "Ethics and Compliance Officer Profile: Survey, Comparison, and Recommendations," *Business and Society Review*, Vol.110 No.2, pp.97-115.