

日本の金融制度改革の方向性

—— 監督規制体系の問題点とその解決策を中心に ——*

戸 井 佳 奈 子

The Direction of the Reform of the Japanese Financial System:
The Problems of the Regulatory Supervisory System and Ways to Solve them

Kanako Toi

2006年6月、金融商品取引法が制定された。この法律は、1947年に制定され、1948年に改正交付された証券取引法を全面的に改正したものであり、伝統的な有価証券のみならず幅広い金融商品を含めた形で制定された。ディスクロージャーや説明義務など販売や勧誘に関する規制のほか、行為規制、業者規制、取引規制も横断的かつ包括的に取り込まれた。この意味において、本法律は、これまでの縦割り型の法体系から横断的な法体系への移行と位置付けられるものである。しかしながら、この改正にとどまることなく、より公正で実効性が高く効率的な金融システムを実現するために、さらなる金融制度改革を行っていくことは、消費者にとって、また、日本の経済にとって非常に重要なことである。

金融制度のあり方を考えるうえで重要になるのは、資金の出し手と資金の調達者、資金の出し手と金融仲介機関などにおける情報の非対称性の存在である。情報の非対称性の存在は、市場の失敗を発生させ、効率的な取引を阻害し、経済活動にも悪影響を与える。近年、グローバル化が進展するとともに、さまざまな金融商品が登場し金融商品の仕組みも複雑化する中で、情報の非対称性の問題は以前にもまして深刻になってきている。特に一般の消費者にとっては、金融商品に付随するリスクがどのようなものか、なかなか理解しにくい状況になっている。また、そうした中で、金融システムへの信頼を揺るがすような企業による粉飾決算や不正会計処理の問題なども生じた。

こうした状況を受けて、金融商品取引法では、説明義務などの販売・勧誘ルールを、銀行や保険会社などを含めた形で網羅的に規定した。また、罰則の強化や四半期開示制度の導入、内部統制報告制度の導入も行われることになった。しかし、施行後間もなく、消費者からは、金融機関のリスク商品に対する説明が長い、手続きが煩雑である、説明が形式的であるなどの不満が多く聞かれる一方で、金融商品取引業者の中にはルールの運用の不透明さからリスク商品の販売を控える金融商品取引業者も出た。なぜこうした状況が生じるのであろうか。金融商品取引法導入の

* 本稿の作成にあたっては、鹿野嘉昭教授（同志社大学）から丁寧なご指導をいただいた。また、学会報告においては、討論者の米澤康博教授（早稲田大学大学院）、座長の吉野直行教授（慶応義塾大学）から大変有益なコメントをいただいた。ここに深く感謝の意を表したい。

どこに問題があったのであろうか。またこうした中、金融庁は、いくつかの主要な原則を示し、金融機関にはそれに沿った自主的な取組みを促すというプリンシプル・ベース方式を採り入れることとし、ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組み合わせ、いわゆるベター・レギュレーションを目指している。しかし、果たしてこうした対策だけでよいのであろうか。仮に、こうした対策だけでは不十分とするならば、どこをどのように改善すべきなのだろうか。

本論文では、金融商品取引法制定によって多くの市場参加者がコスト負担を余儀なくされているという事態を直視し、なぜこのような状況が起きているのか、どこに問題があるのかを探ってみたい。そのうえで、それらの問題をどのように解決すべきかを考えてみたい。

本論文の構成は、以下の通りである。まず、Ⅰでは、金融商品取引法の施行に伴い、証券の発行者、金融仲介業者、投資家が、どのような負担を強いられているかを見る。その上で、Ⅱでは、情報の非対称性を解消するための投資家保護体制を見ることで、問題の所在を明らかにする。Ⅲでは、英米の事例を考察し、Ⅳでは、日本の投資家保護体制の評価を行う。最後のⅤでは、日本における望ましい監督規制体系のあり方を考える。

Ⅰ. 金融商品取引法施行によるコスト負担の増大

1. 証券発行者のコスト負担の増大

金融商品取引法では、四半期報告制度の導入（金融商品取引法24条の4の7）や内部統制報告制度が導入された。四半期開示については、平成16年から上場会社全般に取引所の自主規制によって義務づけられており、実際にも約9割近くの上場会社が既に開示を行っていたことから、金融商品取引法において四半期報告制度が法定化されたことによる証券発行者のコストの増大は限定的なものにとどまる。他方、内部統制報告制度については、金融商品取引法24条の4において、上場会社等は、内部統制報告書の提出が義務付けられ、その内部統制報告書は、公認会計士または監査法人の監査を受けなければならないとされた（同法193条の2第2項）。また、有価証券報告書、四半期報告書等の記載内容が金融商品取引法令に基づき適正であることを確認した旨を記載した確認書の提出も義務づけられたことにより（24条の4の2、24条の4の8、24条の5の2）、証券発行者のコスト負担は増大した。

2. 金融仲介業者のコスト負担の増大

金融商品取引法では、金融商品取引業者は金融商品取引契約を締結する前に、顧客に書面を交付することが義務づけられた。書面には、当該契約の概要、手数料・報酬、その他の当該金融商品取引に関して顧客が支払うべき対価に関する事項、相場の変動により損失が生じるおそれがある旨、またその損失額が顧客の預託すべき委託証拠金等の額を上回るおそれがある旨、このほか金融商品取引業の内容に関する事項であり、顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なもの等を記載しなければならないとした。また、この義務は、金融商品取引法対象の商品・取引でなければ対象とならないが、銀行法、保険業法、信託業法、不動産特定協同事業法、商品取引所法等においても準用されることとなった。

こうした契約締結前書面交付義務については、投資顧問業法14条、金融先物取引法70条、証券取引法40条（非上場もの、デリバティブ等）により、既に規定されていたものであるが、それは

一部の商品にとどまっていたため、金融商品取引法の制定により、リスク商品を販売する全ての金融仲介業者において契約締結前書面交付に関わるコスト負担が生じることとなった。

また、金融商品取引業者の禁止行為として、リスク情報等について顧客の知識、経験、財産の状況および契約締結の目的に照らして当該顧客に理解されるために必要な方法および程度によって説明をせずに契約を締結する行為が、同法38条6号、金商業府令117条において挙げられている。これによって、金融商品販売法上の説明義務¹と同内容の説明義務が業者の行為規制として課されることになったが（黒沼 [2007]）、金融商品取引法の場合、金融商品販売法と異なり、顧客が重要な事項について説明を要しない旨を顧客が意思の表明を行った場合においても、当該顧客を当該取引について特定投資家として取り扱われない限り免除されない（東京青山・青木・狛法律事務所、モルガン・スタンレー証券株式会社 [2008]）。このため、説明を必要としない投資家に対しても金融商品取引業者は、説明をしなければならず、過剰なコスト負担が生じている。

3. 投資家のコスト負担の増大

投資家においても、詳細な説明を必要としない投資家には、コスト負担が生じている。日本経済新聞によれば、金融商品取引法の施行から2ヵ月が経過した11月時点において692人を対象に行った調査では、そのうち52%の人が「説明が細かく時間が長くいらした」という回答をしている²。

以上のように、金融商品取引法の制定によって、証券の発行者、金融仲介業者、投資家のコスト負担が増大したことは疑いのない事実であると言えよう。コスト負担の増大は、有価証券の流通の円滑化に支障をきたす。では、何のための制定であったのか。どこに問題があったのであろうか。以下では、情報の非対称性を解決するための投資家保護体制についてみてみることにしよう。

II. 情報の非対称性を解決するための投資家保護体制

1. 情報の非対称性の存在

金融取引における基本的な民事ルールは民法である。古典的な民法では、私的自治、当事者対等、契約自由という原則の下、人はそれぞれの責任で、自分の目的に適合する契約を選択し、そのために必要な情報は、それぞれが収集・分析し、判断することが求められる。買い手注意の原則である（石戸谷 [2002]）。しかし、取引の範囲が拡大するとともに取引が複雑化・高度化する

¹ 金融商品販売法第3条1項では、顧客に説明すべき重要事項として、①相場等の変動により元本欠損が生ずるおそれ、及び、当初元本を上回る損失を生じるおそれ、②金融商品販売業者その他の者の業務または財産の状況の変化により元本欠損が生じるおそれ、及び、当初元本を上回る損失を生じるおそれ、③顧客の判断に影響を及ぼすこととなる重要なものとして政令で定める事由により元本欠損が生ずるおそれ、及び、当初元本を上回る損失を生じるおそれ、④権利行使期間・解除権行使期間の制限を挙げている。また、それぞれのリスクについての説明事項としては、おそれがある旨、当該指標・当該者・当該事由、取引の仕組みのうち重要な部分、が挙げられている。さらに、同法第3条2項においては、以上の説明が、顧客の知識、経験、財産の状況及び当該金融商品の販売に係る契約を締結する目的に照らして、当該顧客に理解されるために必要な方法及び程度によるものでなければならないとしている。

² 日本経済新聞2007年12月4日参照。

につれて、情報の非対称性の存在が、効率的な取引を阻害する要因となる。このことは、消費者の利益の向上に繋がらないだけでなく、最適な資源配分が行われないことから経済活動にも悪影響を与えることになる。そこで、取引機会の平等が事前に確保され、より効率的な資源配分を達成しうるような取引環境にするために、資金の出し手と資金の調達者や資金の出し手と金融商品取引業者との間に存在する情報の非対称性を最小限の範囲に抑えることが必要となる。それゆえ、投資家保護、預金者保護を狙いとした措置が各国において導入されている。

2. 投資家保護の原則

投資家保護を狙いとした措置としては、発行体による徹底したディスクロージャーの推進、金融商品取引業者による不正行為の防止、金融商品にかかわる情報の適時適切な開示の推進などがある。

ところで、証券の発行者が情報を提供するためには、多くの時間や費用を必要とする。しかしながら、時間や費用をかけてまで情報の提供を行うのは、金融商品を購入する投資家が投資判断をするための必要な情報や正確な情報を得ることができないことによって、投資判断を誤る可能性や市場において公正な価格が形成されない可能性があると考えられるからである。

通常の日常の商品であれば、情報の非対称性の問題はさほど問題にはならない。消費者が購入するか否かを判断するための必要な情報は、見たり、聞いたり、触れたりすることによって、ある程度理解できるからである。価格の高い商品などでは保証もついている。むしろ問題となるのは、違反表示など消費者の信頼を裏切るといった倫理面における問題であり、さらにはその個々の問題が、その業界全体への不信感へと広がることである。

他方、金融商品の場合には、一般の投資家が、商品を購入するか否かを判断するための必要な情報や正確な情報を得ることは容易なことではない。こうした状況下で、金融商品取引業者が十分な説明もなくリスクの高い商品を販売し、投資家が被害を被るなど、消費者の信頼を裏切るような事件が起こった場合、システムへの信頼も低下するという状況が生じる。この場合、投資家保護を重視するならば法的に金融商品取引業者に説明責任や適合性原則を厳しく課すという発想が出てくることになる。

ここで重要な点は、投資家保護のあり方は、情報を提供するための取引コストを抑えながら、証券の発行者や金融商品取引業者が投資家の信頼を裏切らないよう、自発的に正確な情報を投資家に合った形で開示させるために、どのような制度・仕組みを入れるのかに大きく関わる、ということである。つまり、どれだけ自由を許し、どこまでを自己責任とするのかという問題と、どれだけを人間性（人格の高潔さ）や自助努力に頼り、どれだけを強制的なものにするのかという問題と大きく関わるのである。たとえば、極端な例として、投資家に発行者の健全性にかかわる情報の提供を義務付けない状況を考えてみよう。このような状況で、投資家が損失を被ることは大きな問題である。この場合、投資家保護の視点が重視されれば、認可制を取り審査や監督を厳しく行うことによって健全な発行者の証券や信頼できる金融商品取引業者のみが取引するようにすることが重要となる。逆に、証券の発行者に関する情報の提供が義務付けられている場合には、価値がある証券か否かは投資家に決めさせて、情報の正確性は民刑事責任などによって担保するとした方が市場規律が働き、自己責任原則も培われることになる。したがって、投資家保護を目的とする法・ルールを執行メカニズムと分けて考えることはできず、両者をうまく組み合わせて制度を構築していくことが必要である。

3. 証券の発行者や金融商品取引業者の行動を担保する方法

情報の正確性や証券の発行者・金融商品取引業者の行動を担保する方法はいろいろある。たとえば、表Ⅱ-1に示すように、情報の正確性や証券発行者・金融商品取引業者の行動を誰かが保証する方法や、証券発行者・金融商品取引業者が投資家の信頼を裏切らないよう行動させるために規律を設ける方法である。前者の方法は、後者の方法に比べて、投資家保護の視点が重視されたものとなる。

また、情報の正確性や証券発行者・金融商品取引業者の行動を誰かが保証する方法には、国家（監督当局）が保証する場合もあれば、国家以外の第三者が保証する場合もある。監督当局が情報の正確性や証券発行者・金融商品取引業者の行動を保証する場合、投資家にとっては金融商品取引業者の行動を疑う必要がないという意味において、取引コストが下がるというメリットがある。しかしその一方で、監督当局が検査・監督するコストが生じるという問題が起きる。それに対し、情報の正確性や証券発行者・金融商品取引業者の行動を国家以外の第三者に保証させれば、監督当局の検査や監督に関わる費用を節約できるとともに、自主的な取り組みが促進されるというメリットがあるが、それを保証する人々にとっては、規制コストが高くなる。

他方、証券発行者・金融商品取引業者が投資家の信頼を裏切らないよう行動させるための規律としては、フォーマルな規律とインフォーマルな規律がある。フォーマルな規律としては民刑事責任を課す等があり、インフォーマルな規律としては業界等による自主規制等がある。民法、刑法などのフォーマルなルールを利用する場合、対象とする不特定多数の市場参加者全員に規律付けができるメリットがあるが、法律で想定していない脱法行為が発生した場合、改正に時間的コストを要する等、柔軟性を欠くという問題もある。これに対し、自主規制等のインフォーマルなルールの場合には、法律で想定していない脱法行為が発生した場合、ルールの変更を柔軟に行うことができる。また、規制コストも低く抑えることが可能である。しかし、自主規制の仕組みに内在する利益相反の危険性や自主規制に参加しない市場参加者が出るなどのマイナス面もある。

もちろん実際には、以上の方法をさまざまに組み合わせた形で、情報の正確性や証券発行者・金融商品取引業者の行動を担保しているわけであるが、この場合、投資家原則のあり方に加え、投資家がどれだけ情報を正確に理解する能力を持っているか、市場参加者が信用・信頼を維持しなければならないという自覚をどれだけ持っているか、規制コストをどうするかなどが問題になる。

表Ⅱ-1情報の正確性や証券発行者・金融商品取引業者の行動を担保する方法（執行メカニズム）

誰かが保証する方法	規律を課す方法
国の機関である監督当局が保証する	フォーマルな規律：民法・刑法等
第三者が保証する	インフォーマルな規律：自主規制等

4. 問題の所在

投資家保護体制は、上記に述べたように、情報の正確性や証券発行者・金融商品取引業者の行

動をさまざまな方法を組み合わせて担保しているため、国により異なる。日本は従来、業者規制を重視し、その執行、及び、補足的なルールの執行を行政庁が行うことにより、投資家を保護してきた。新たに制定された金融商品取引法も、ルールの執行、及び、補足的なルール形成は、行政庁によって行われおり、この意味においては従来の監督規制体制の延長線上にある。

こうした行政庁によるルールの執行は、先に述べたように、一般には、投資家にとっては金融商品取引業者の行動を疑う必要がないという意味において取引コストが下がるというメリットがある一方で、監督当局が検査・監督するコストが生じるという問題がある。しかしながら、現在の日本においては、監督当局の検査・監督コストの増大に加え、第1章で見たように、投資家にとってもコスト負担が増大している。本来、法律は取引コスト節約のうで意味のある範囲内で制定されるものである。そうであれば、取引コストにも考慮しつつ、望ましい投資家保護体制のあり方を考えていくことが必要である。

以下では、日本における望ましい投資家保護体制を考えるために、まずは英米の事例をみてみることにする。

Ⅲ. 英米の投資家保護体制

1. 英米の事例比較をどう行うか

一般には、投資家保護制度の国際比較は、法体系の違いにより行われる。例えば、La Porta, *et al.* (1998) は、コモンローの伝統をもつ英米の国々は法的保護が強いのにに対し、シビルローの伝統をもつ独仏の国々は法的保護が弱いと報告している。すなわち、法体系の違いからすれば、英米はコモンロー体系の国として同じ範疇に区分される。そして、これらの法的保護の強い国々においては、資本市場中心の金融システムが盛んになる環境にあるとされる。なぜなら、市場型金融取引における約束履行の確保は明示的な契約とそれに対する法的保護によって行わざるをえないためであると説明される(池尾 [2004])。しかしながら、資本市場中心の金融システムを有する英米の投資家保護体制を詳細に見てみれば、投資家保護政策のあり方やルールの執行に当たっての監督規制体系のあり方には、大きな違いが見受けられる。本章では、英米の投資家保護を行うための手法や監督規制体系のあり方が、法制定時の投資家保護政策の考え方の違いや監督規制のあり方の相違などを反映して、どのように構築されているのかを見る。

2. 米国における投資家保護の原則と監督規制体系

(1) 投資家保護の原則

米国の監視規制体系の中心となるのは、大恐慌の経験をベースに1930年代に制定された証券法、及び、証券取引所法である。それ以前の米国の証券規制は、カンザス州法であるブルー・スカイ・ローが、ほとんどの州で制定・運用されていた。この法の下では、証券を登録制とし、証券の発行にはいかなる会社も州の銀行局長の許可を必要とし、また、証券を登録した会社は、半年ごとの報告書の提出と会計帳簿の作成が義務付けられ、それらは登録会社の負担で銀行局長の審査を受けていた。しかし、1929年の株価暴落を契機として次々に明らかにされた州際通商の手段を用いて行われる詐欺については、ブルー・スカイ・ローで規制することは無力であった。議会は証券市場に対する投資家の信頼が失われ、さらにはそれが資金面において大恐慌からの経済の回復を遅らせることになることを恐れ、1933年証券法、1934年証券取引所法を制定した(黒沼 [2004])。

法を制定するに当たっては、ブルー・スカイ・ローのように健全な発行者のみ証券の発行を認

めるという考え方（是非基準哲学）と、ニュー・ヨーク州のNew York Martin Actのように詐欺を刑事手続きによって処罰する以外の規制を加えるべきではないとする考え方があった（Loss [1983], Seligman [1982], 黒沼 [2004]）。こうした中、議会在選出したのは、イギリスの開示哲学にならって、証券の発行者に情報開示を義務付け、その正確性は民刑事の責任を課すことによって担保し、何が発行に値する証券かは投資家の判断に委ねるという理念を基本とし、これに詐欺の禁止を加えたものであった。その根本は、ブランダイス判事の「太陽の光は最上の消毒剤であると言われており、電気による照明は最も有効な警官である」という言葉に表現されている³。また、下院議員のレイバーンは、1933年証券法法案の議論において「この法案の目的は可能な限り、証券の保有者を会社の経営者と対等の立場に置くことにより、有用な情報が関連する限り、そのすべてに関して買手を売手と同じ平面に乗せることである」と表明したと言われている（Loss [1983]）。

（2）監督規制のあり方

証券取引所法では、証券及び証券取引所委員会（SEC）を創設し、証券法・証券取引所法を執行するための規則規定権限、及び、それらを執行するための権限を与えている（証券取引所法第4条）。また、国法証券取引所で取引されている証券の発行者にSECへの証券の登録を義務付けているほか、流通市場に対しても、自主規制機関である証券取引所や全米証券業協会（現在は米金融取引業規制機構）にSECの登録を義務付けており、それを通じてSECが法的に監督する方式がとられている。さらに、ブローカー・ディーラーは、原則SECに登録しなければならないが、また、一定のブローカー・ディーラーは、証券業協会に加入しなければならない。SECに登録したブローカー・ディーラーに不正行為や虚偽報告があった場合には、SECはそれを理由に登録の拒否または取り消しができる権限が与えられているほか、ブローカー・ディーラーの業務上の適格性について基準を設定する権限も与えられている。

（3）監督規制体系の構築

1930年代に証券法、証券取引所法が制定された以降、不足部分については、時代の流れに沿う形で、修正あるいは判例で補ってきた。例えば、監督の対象範囲や権限の有効性については、1964年、証券取引所法の改正により、登録する証券の範囲が店頭市場で取引される一定の証券に拡大された（12条g項）。証券を上場していなくても、資産が100万ドルを超える会社で（その後、規則によって引き上げられ、現在は1,000万ドルとなっている）、かつ、500名以上によって保有されている場合には、当該証券をSECに登録しなければならないとした。また、1975年の証券取引所法の改正では、取引所や証券業界などの自主規制機関に対するSECの監督権限が強化された。さらに、執行力の実効性の速さという点からは、1990年の証券執行救済・低額株改革法において、SECに排除命令（cease-and-desist order）を発することも付与された。

証券法上の証券概念については、多様な投資商品を含む概念となっているが、証券に当たるか否かは、投資契約に関するハウイテストなど、法的な形式ではなく経済的実態に即して判断され

³ ブライダンス判事は、それにともない「法律は、不利な取引に陥ることから投資者を守ることを試みるべきではないし、銀行の利益を固定することを試みるべきではない」とも述べたと言われている（Loss [1983]）。

てきた（竹内 [1986]、大崎 [2006]、高橋 [2008]）。証券概念を幅広く、かつ経済的実態に即して判断することによって、証券が次々と作り出されるダイナミズムを失わずに、詐欺や欺瞞的な投資話から投資家を守ってきたのである。

また、証券取引所法の継続開示書類の開示文書における不実表示については、証券取引所法18条(a)項において、賠償責任が定められているものの、原告側の立証要件が重いため、ほとんど利用されてこなかった。このため、それに代わる手段として、証券取引所法規則10b-5によって、損害賠償請求が行われてきた。黒沼 [2004] によれば、証券取引所法規則10b-5の要件は、コモロ上での詐欺の要件を参考にして判例上形成されてきたとされる。

(4) 米国の監督規制体系の問題点とその対応策

米国では、法令等に書かれていないことは基本的に自由である。このため、金融革新が進む一方で、規制逃れの行動が現出する傾向がある。そして、規制逃れの行動のうち不公正な取引が発覚すると、議会において事態改善のための立法措置が検討・制定される。例えば、2001年12月のエンロンや2002年7月のワールドコム破綻に見られた一連の不正会計事件や利益相反問題は、2002年のサーベンス・オクスリー法（Sarbanes-oxley Act of 2002：SOX法）制定に大きな影響を与えた。SOX法では、公認会計士を監督し、監査基準を策定する自主規制機関として、公開会社会計監督委員会（Public Company Accounting Oversight Board：以下、PCAOBという）を創設し、監査法人が違反をした場合に制裁を課す権限を与えた。また、監査法人が同じ顧客に対して監査業務と非監査業務を同時に提供することを原則禁止した。さらに、公開会社の監査委員会の権限と責任の強化、及び、外部取締役の定義の厳格化や公開会社のCEOおよびCFOに年次報告書、四半期報告書の適切性の宣誓を義務付け、罰則も強化した。このように米国では、不公正取引が発生すれば規制強化となる。

しかし、近年、米国においてこうした規制強化に疑問を呈する動きが見られる。2006年11月に発表された「米国資本市場規制に関する委員会」の第1回レポートでは、①SOX法404条の運用方針を緩めるべきである、②監査法人・社外取締役等の責任を軽減すべきである、③SECなどの証券規制当局は、個別禁止規定の詳述よりも、イギリスFSAのように原理原則を重んじる方針を採用すべきであり、また、規制の費用対効果分析を一層徹底するため専門チームを内部に置くべきであること等が報告されている（杉田 [2006]）。そして、当レポートでは、こうした提言を行う背景としては、近年のアメリカの資本市場の競争力の低下の理由の一つに、規制・訴訟に伴う負担が大きいことが挙げられるためであると説明されている⁴。

他方、こうした不公正な取引への対応として、1990年代初頭には、金融サービス業も含む企業に倫理関連のプログラムを社内に整備するインセンティブを与える仕組みも構築された（若園・首藤 [2008]）。梅津 [2005] によれば、刑事罰の量刑に関して扱う規定である量刑ガイドライン

⁴ 報告書によれば、1990年代後半にはアメリカの取引所市場はグローバルIPO（当該企業の本国以外での株式公募）の48%を吸収していたが、2005年には6%に落ち込んだ一方、ロンドンの市場シェアは過去3年間に5%から25%に上昇した。また、IPOの低下とは逆に、私募市場は拡大している。私募市場は、公募市場と異なり、ディスクロージャー義務、サーベンス・オクスレー法の諸条項、証券法の厳しい条項から逃れられる。公募でなく私募を選択しているのは、外国企業のみならず、国内企業も同様であり、こうした動きは米国公募市場における過剰規制コストにあるのではないかと分析している。また、報告書では、証券関連法のエンフォースメントについてもふれ、アメリカは世界でもっとも厳しい措

の1991年の改正では、企業等の違法行為に対する量刑の指針が明記され、効果的な法令順守や倫理プログラムの存在などがあれば罰金を軽減されることになった。しかし、先に述べたエンロンやワールドコムも独立した倫理コードを備えていたことからすれば、若園・首藤 [2008] が言うように、自主的に倫理行動を浸透させ遵守する努力が欠けたままでは他律的な制度がもたらす効果には限界があるであろう。

3. 英国における投資家保護の原則と監督規制体系

(1) 投資家保護の原則

英国では、1980年代後半、証券法制及び証券監督体制を抜本的に改革した。それ以前は、1939年に制定され、1958年に改正された投資詐欺防止法によって、証券業務の免許制が定められ、不正取引が禁止されていたが、証券監督規制は、主に自主規制ルールによって行われてきた。自主規制下に置かれていた証券取引所の会員も、投資詐欺防止法の対象から除外されていた。しかし、1970年代以降、伝統ある自主規制団体に属さない証券業者が増加する中で、投資家が不当に被害を受けるケースも多発し、こうした紳士協定的な自主規制ルールの限界が明らかになり始めた。こうした中、政府は、現行規制体系の抜本的改正を図るための調査・研究を依頼していたガウアー教授の報告などを受けて、1983年には免許業者規則の改正を行い、1985年には新しい規制体系の提案として、「投資者保護のための新しい枠組」(A New Framework for Investor Protection)を公表した(証券団体協議会 [1985])。これを受けて、1986年、金融サービス法が制定された。これにより、自主規制下に置かれていた証券取引所の会員も規制下に置かれた。金融サービス法の下では、投資サービス、金融サービスを行うためには、認可を受けなければならない。これに違反すると刑事制裁や行政処分を受けることとなった。ただし、認可は、大蔵省から監督権限を委譲し設立した自主規制機関である証券投資委員会 (Securities and Investments Board: SIB) の下に設置された各種自主規制機関のメンバーに加入することで受けられるようになっていた。つまり、規制システムの運用においては、強力な権限をもつ米国のSECのような機関は設立せず、英国の伝統である自主規制の基本を維持したのである。当時の企業消費大臣のマイケル・ハワードは、下院で次のように述べたとされている。「米国のSECが適切な模範であるとは思いません。あまりにも法律万能主義で官僚的です。しかしそうはいつでも、証券業界に純粋な自主規制を課すことは、適切ではないでしょう。行動の行動規範を樹立・維持するためには、規制に対する、効果的かつ独立で信頼のおけるバックアップ、つまり米国でいわれているところの“ドアの後ろのショットガン”が必要なのです」(Chapman [1987])。

しかし、1992年の年金基金の不正流用により巨額の年金資産が消滅したマックスウェル事件や1993年の生命保険会社の不正販売、1995年のイギリスの投資銀行ベアリング社の証券トレーダーによる不正取引事件をきっかけに、金融サービス法の有効性が問題となった。具体的には、自主

置をとる国であり、2004年に課したペナルティは、47億ドルにも達したと報告している。因みに、イギリスの当局が同年課したペナルティは、0.405億ドルであると報告されている。また、規制コストの問題は、SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association: 全米証券業者団体、旧団体名はSIA) によっても取り上げられている。SIA [2006] の調査報告書によると、米国証券業界のコンプライアンス・コストは、2004年において232億円を要したと報告している。その多くはコンプライアンスに伴う人材関連費用が占める。また2002年からは、アカウントティングサービス、リーガルサービス、監査、ITサプライヤーなどに対するコストが2～3倍に増加したと報告している。

規制機関など他の規制者に対する監督者としての不確かな地位などSIBの役割の曖昧さや、監督方法として自主規制機関が提出する自己評価調査 (Self-assessment reviews: SARs) や自主規制機関に依存することの限界、金融スキャンダルの犠牲者の損失の原状回復の困難さなどについてである (Chin [1999])。また、ルールが複雑であるとの指摘も多くなされた。

こうした議論を経て、1997年、SIBを金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA) に改称するとともに、保険等を含めた幅広い改革を行い、2000年金融サービス市場法が制定された。

金融サービス市場法の運営は、管理体制の限界を意識したうえで行われている。2000年金融サービス市場法案起草メンバーであったデボラ氏は、「…難しいのは管理体制が不正を阻止することも、人が搾取されるのを食い止めることもできないことです。」と述べたうえで、最近の主流は「顧客公平待遇主導 (treating customers fairly initiative)」となっていると言う⁵。デボラ氏によれば、顧客公平待遇とは、FSAが業界に対して倫理基準を設けようとしていることを指し、これを実現するために、「顧客に対してしかるべき注意と不断の努力をもって対応する」といったビジネスの原則を採り入れた形で業界に義務を課すとしている (総合研究開発機構NIRA [2005])。

(2) 監督規制のあり方

金融サービス市場法では、投資物件に係わる一定の業務を営む場合には、FSAによる認可を取得することが義務づけられている一方、FSAには認可業者の行動についての経営者の管理責任が課されている。FSAは、その認可業者の行動をFSAルールによって規制している。

また、ロンドン証券取引所で株式を上場する企業については、UK証券監視局UKLA (UK Listing Authority) であるFSAによる上場許可とロンドン証券取引所による取引許可を得る必要があるが、これらの企業もFSAルールの対象とされ、上場規則、開示規則、目論見書規則が課されている (河村 [2006])。

こうしたルールに違反した場合には、行政処分に加え、私法上の効果も生じる。なお、直接該当するルールがない場合には、原則 (プリンシプル) に照らし、声明 (statement) と認定基準の設定のための実施要項 (Code of Market Conduct) を発出している。コードについては、法的拘束力は有しないが、ルールが遵守されているかどうかを判断するものとして証拠価値を持つという意味において、FSAは制裁を加えることができることとなっている (総合研究開発機構NIRA [2005])。

(3) 監督規制体系の構築

英国では監督機関が証券発行者や業者の行動を保証する形が取られているが、それは国家権力によって保証されていない。FSAは、閣僚から独立し、資金的にも独立した政府関連機関であり、保証有限責任会社 (company limited by guarantee) である。FSAの運営資金は業界が負担する仕組みとなっている。こうした仕組みや、業者に課した制裁金が次の年に業者に対する手数料引き下げという形ですべて業者に再分配される仕組みは、業者間での規律付けとして機能する仕組みとなっている。

また英国の監督規制体系の特徴としては、フレームワーク法を採用していることも挙げられる。金融サービス市場法では金融サービスと市場のフレームワークのみを定め、具体的な内容は、財

⁵ これはHerbert [2007] の中でもふれられている。

務省（HMT）やFSAルールで定めている。FSAルールについては、原則、ルール/コード、ガイドランスに分けられ、ルールを解釈するための指針なども示されている。こうした仕組みをとることにより、法の制定を待たずにルールの変更ができ、迅速に市場の変化に対応できるようになっている。

（4）英国の監督規制体系の問題点とその対応策

監督機関であるFSAが具体的にルールを作成する場合、FSAのガバナンスのあり方が問題になる。これについては、まず、規制主体であるFSAには負うべき規制原則が法律で示されている。具体的には、①FSAの資源の効率的・経済的な活用、②認可業者の行動についての経営者の管理責任、③規制のコストとベネフィットのバランスの原則、④規制業務システムのイノベーションの促進、⑤金融サービスと市場の国際性とイギリスの競争力の維持、⑥FSAの行為から生ずる反競争的効果の最小化、⑦認可業者間の競争の促進、が挙げられている。また、FSAへの監視の仕組みとしては、外部の諮問機関の設置のほか、財務省によって資源の経済性・効率性・有効性についての調査も行われる仕組みとなっている。財務省は、年次報告書の徴求やFSAの予算使用の効率性の調査の権限を有するほか、FSAの理事長の選任、他の理事については拒否権、競争政策上または国際的義務履行のために必要な範囲での指揮命令権などの権限も有する。さらに、金融サービス・市場法においては、金融サービス市場審判所が設けられ、FSAの決定等に異議あるものは、その審判所に提訴できるようになっている。

また、ルールを遵守するために伴う取引コストの問題については、投資家の取引コストを抑えるという面からは、FSAルールを、すべての顧客に一律に適用するのではなく、投資家の専門度に応じて適用することとしている。これについては、米国においても行われており、大きな違いはない。米国と異なるのは、金融取引業者の取引コスト削減という面においてである。英国では、金融取引業者の取引コスト削減を、業者に高い倫理意識を持たせるという規律付けと関連づけて行われる仕組みとなっている。すなわち、倫理基準を金融商品取引業者に埋め込むための動機付けとして取引コストの削減を使っているのである。例えば、2005年に出されたベター・レギュレーション・アクションプランでは、規制をよりプリンシプル・ベース・アプローチにすることにより、FSAへの報告義務を減らしている。そうしたプランは、FSAのJohn Tiner（FSA [2006]）によれば、金融商品取引業者も含めた対象となる企業が規制の変化を彼らのビジネスプロセスの中にどのように吸収し、また、規制のコストがどのように個々のルールと関係したコストとして多く積み重ねられているかを、業界との対話や調査を行いながら把握している。もちろん企業がそのコストをどのように吸収していくのか、つまり、どのようにリスク自体を管理していくのかは、それぞれの企業の自由である。しかし、ベター・レギュレーション・アクションプランのプログレスレポートでも述べているように、報告記録を残し、それをFSAに提出する義務がなくなったとしても、それを企業が記録しなくてものよいということではなく、そのノウハウを使うことによってリスクを効率的に管理することを意味している。そのことは、長期的には、コンプライアンス・コストを下げるであろうと考えられているのである（FSA [2006]）。

もちろんこうした試みが長期的にうまく機能するには、消費者がFSAに代わって金融商品取引業者の行動を監視することが必要である。そして、消費者が金融商品取引業者の行動を監視するには、監視するための監視能力を高めることが必要である。これについては、商品を購入する際の意思決定に必要な情報を理解できるための知識・能力を高めるための工夫を行っている。規

制の目的も、市場の信頼確保、公衆の理解向上、消費者の保護、金融犯罪の削減とし、その目的のもとにルールやコード、ガイダンスが作られている。また、FSAは利用者のために、ルールやコード、ガイダンスとそれらに関連する問題を、わかりやすくハンドブックにまとめるとともに、改善のための見直しを行っている。この他、金融サービス市場法において金融オンブズマン・サービスを設立し、迅速に公平に紛争を解決できる仕組みも構築している。

このように、英国の監督規体系は、相互監視体制を整えることによってプリンシプル・ベース方式を主とした監督規制体系が確立されている。

IV. 日本の投資家保護体制の評価

1. 投資家保護原則の欠如

前章において、英米の投資家保護体制が、法制定時の投資家保護政策の考え方の違いや監督規制のあり方の相違などを反映して、どのように構築されてきたのかを見てきた。米国の場合には、マイケル・ハワードが言うように、法律万能主義で官僚的な監督規制体系のもとに投資家保護体制が構築されてきた。他方、英国の場合には、管理体制の限界を認識したうえで、自主規制が有する相互監視の仕組みや倫理基準を埋め込む形で監督規制体系・投資家保護体制が構築されてきた。こうした法制定時の投資家保護政策の考え方の違いや監督規制のあり方の相違は、社会的価値観や国の歴史に大きく関わると考えられる。米国の場合には、憲法によって成立した国家であり、自由を追求するためには、覆面捜査や盗聴なども行われる。これに対し、英国は、共同体の歴史をもち、クラブ的社会の中で自主規制が法以上の権威を有してきた。ヨーロッパには、小さな下位の共同体が効果的に遂行できる事柄を、より大きな上位の共同体が奪ってはならないとする補完性の原則もある。この原則は、身近な共同体の自発性を尊重し、下から上へのアプローチを保証した原則であるとされる(犬飼 [2007])。こうした原則は、欧州連合の原則にも適用されている。

では、日本の投資家保護体制はどのように評価されるのであろうか。金融商品取引法は、従来の縦割り型規制構造を見直し、多様な金融商品・サービスを横断的、包括的に規制することを主たる目的として、証券取引法を改正するという形で制定された。縦割り型規制構造の見直しのきっかけは、1980年代以降、証券型の金融商品を通じた資金調達が発達する中で、縦割り型規制構造の問題点が露呈し始めたことにあった。すなわち、従来の縦割り型の規制構造では、新商品やサービスが開発された場合、どの法律に規定され、どの監督官庁の所管に属し、どの業態によって取り扱われるのかもわからないという問題が生じたのである。このため金融のイノベーションが発達しないという問題や外国為替証拠金取引のケースなどのように、投資家が被害を被る事態も生じた(大崎 [2007])。こうした中、これまで投資家保護策の講じられていない投資サービスや新たに登場するであろう投資サービスについての投資家保護のあり方、及び、証券取引法の投資サービス法への改組の可能性も含めたより幅広い投資家保護の枠組みの検討の必要性が指摘された⁶。これを受けて、投資サービス法の制定が打ち出され、それが金融商品・サービスを横断的・包括的に規制する金融商品取引法への制定へと繋がっていった。また法律は証券取引法を改正するという形で制定されたが、日本の証券取引法は、本来、米国の証券法と証券取引所法

⁶ 金融審議会金融分科会第一部会報告2003年12月「市場機能を中核とする金融システムに向けて」を参照。

を継受したものであり、その形式はルール・ベース方式を主としたものである。こうした経緯もあり、法にはルールが詳細に示されているものの、こういった観点から投資家保護を図るかという意識が米国や英国と比較して希薄である。

その一方で、監督規制体系については、英国を範とするプリンシプル・ベース方式が提唱されている。金融庁は、2008年4月、金融サービスにおけるプリンシプルとして14の項目を掲げ、プリンシプル方式の監督体制を採り入れることを明確に打ち出した⁷。そして、プリンシプルに示された基本的な考え方に準拠した検査・監督を行うために、「金融商品取引法の疑問に答えます」といった金融商品取引業者との対話型の環境整備も行っている。

確かに、原則重視のプリンシプル・ベース方式は、先にみた市場参加者のコスト負担増の問題を解決する方式であるとともに、共同体意識が強く、高い倫理意識を有してきた歴史をもつ日本の社会にとって好ましい方式とも言える。しかし、こうした木に竹を接ぐやり方ではプリンシプル・ベース方式は根付かない。つまり、英国の制度や仕組みをそのまま日本に取り入れればよいというものではない。日本が有する優位性や歴史的背景を考慮しながら、プリンシプルを支えるための日本における制度や仕組みを検討することが必要である。その差異が、金融システム・制度の効率性に影響を及ぼすのである。

2. 日本にプリンシプル・ベース方式を根付かせるためには

原則重視の方式で投資家を保護するならば、まずは、金融商品取引法の意図や原理に沿った簡素な原則を法律として策定することが必要である。日本の場合、ルールは法によって規定されている一方、原則は金融庁によって示されている。金融庁によれば⁸、関係する金融サービスの提供者の代表と金融庁とが議論を重ね合意した14項目の原則を共有するために、平成20事務年度の監督方針において、プリンシプルを日々の行政対応に活用し、制度本来の趣旨に即したルールの解釈・運用を図る旨を明記したとする。また、検査においては、プリンシプルを踏まえて、「各種貸出・金融商品の実態に応じた適切な管理態勢の構築」や「円滑な中小企業・地域金融の円滑化」などを重点項目に掲げるとともに、金融機関の自主的な経営改善につながることを重視した検査を実施しているという。しかし、こうして示されている原則は、ルールの上位規定にはなっていない。これでは、監督・検査上の原則にすぎないものになってしまう。したがって、まずは原則をルールの上位規定と位置づけることが必要である。なお、原則の策定は、現在同様に金融庁が策定することが望ましい。

ところで、原則を重視したプリンシプル・ベース方式が機能するには、証券発行者や金融商品取引業者の自主的な努力が不可欠である。原則を謳ったとしても、証券発行者や金融商品取引業者に高い倫理意識や自覚がなければ、それが証券発行者や金融商品取引業者によって確実に行われるとは限らない。この場合、証券発行者や金融商品取引業者に高い倫理意識や自覚を持たせようと思えば、学習を通じて後天的にその行動を身に付けていくような仕組みや制度を構築することが必要である。もちろん、証券発行者や金融商品取引業者に自主的な努力を継続させていくには、市場規律などが機能することも必要である。

⁷ 14のプリンシプルについては、<http://www.fsa.go.jp/news/19/20080418-2/02.pdf>を参照。

⁸ 金融庁HP「ベターレギュレーションの進捗状況について -平成20年5月～平成20年12月」<http://www.fsa.go.jp/policy/br-pillar4/20081226/01.pdf>による。

日本は、従来、金融商品取引業者の行動は業者規制によって厳しく規定され、原則禁止の国であった。ルールの正当性が司法によって形成されていくのではなく、行政庁が判断してきた。このため行政の権力は強く、金融商品取引業者は、行政の指導に従った行動をとってきた。そうであれば、高い倫理意識や自覚を身に付けているか否かは別としても、ルールに遵守するということは既に学習しているともいえる。実際、金融商品取引法の施行後、上記に述べたように、投資家からは説明が長くいらしたという不満が多く聞かれ、また、多くの金融機関からは金融庁に金融商品取引法の解釈に関する質問が寄せられたという事実は、裏を返せば、日本の金融機関の法令遵守度は、極めて高いということの意味するものである。問題なのは、むしろ金融庁と金融商品取引業者との会話の不足であろう。また、日本では、近年、市場規律が働く土壌が形成されてきた。例えば、問題業者が指摘されれば年金基金等が発注対象から外すルールもある。そうであれば、監督当局と金融商品取引業者とのコミュニケーションがよく図れるように、市場の現状や実務に熟知した自主規制機関による監督規制体系を構築していくことも一つの方策として考えられる。

V. これからの日本の監督規制体系

1. 自主規制機関による監督規制体系

自主規制機関による監督規制体系をとる場合、その自主規制機関は、法の下に置き、ルールの策定も行う。

これまで、日本の自主規制機関は、業界別に自主規制機関が設立されてきた。とはいえ、銀行業界の自主規制機関である全国銀行協会などは、その活動が業界団体としての活動にとどまってきた。金融商品取引法において定められている自主規制機関の業務である、規則の制定、それらについての会員の遵守状況の調査、規則違反等があった会員への制裁等に関する規定は存在していない。業務に対する苦情・解決に向けた態勢が整備されているだけである（桑田 [2008]）。一方、証券業においては、日本証券業協会、社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会等が自主規制機関として存在してきた。これらの自主規制機関は、それぞれの法による設立根拠のもとに設立が認められてきたものであり、金融庁の監督下にも置かれてきた。金融商品取引法の下では、各業法に基づく自主規制機関の機能の差異が見られることもあり、日本証券業協会は認可金融商品取引業協会となり、投資信託協会・日本証券投資顧問業協会は公益法人金融商品取引業協会とされた（山口 [2008]）。これらは、法律の趣旨を実現すべき機関として設立されたものであることを考えれば、こうした機関を一つにまとめ、監督機関として機能させることは無理なことではない。また、第1章でも述べたように、四半期開示の自主規制については、約9割近くの上場会社がそれに従い開示を行っているという現実もある。さらに、全銀システムにおける資金決済においては、自主規制において、仮に資金決済ができなかった場合には、社団法人東京銀行協会が契約を締結している流動性供給銀行から資金の供給を受け当日の決済を完了させることになっているが、これまで加盟金融機関の協力のもと問題なく行われている。

自主規制機関がルールの作成・運営を行う場合、自主規制機関のガバナンスのあり方を検討することが必要である。法律に存立根拠を有するというだけでは、公益に反する活動を行う危険性は残る。FSAの場合には、FSAの規制原則が法律によって明文化されることにより、監督機関もベターレギュレーションへの努力を継続する誘引が配置されている。また、それを財務省が監

視する仕組みも整っている。それに対して現在の日本の規制原則は、規制のコストとベネフィットのバランスや日本の競争力の維持といったものが金融庁が示す「金融・資本市場競争力強化プラン」に打ち出されているものの、法的な原則として示されたものではない。さらに、金融庁を監督するための組織として会計検査委員会があるが、十分に機能しているとは言えない。したがって、自主規制機関がルール形成・運営を行っていく場合には、規制の原則としてコストとベネフィットのバランスや日本の競争力の維持を法的に示すとともに自主規制機関を監視する仕組みが機能することが求められる。自主規制機関を監視する組織としては、原則を策定する金融庁が行うことが考えられる。

また、自主規制機関による監督規制体系をとることによって、これまで行政庁が行ってきた仕事を自主規制機関が行うわけであるが、その資金については、業者が負担する仕組みとする。つまり、現在の日本や米国のように消費者（金融サービスを利用するか利用しないかには関係なく）が業界を監督するエージェンシー（この場合は、行政機関）のための資金を負担するのではなく、英国のように監督される側の業者が監督に要するコストを負担するのである。そうした仕組みであれば自主規制機関に属する人々は、事件を起こさないように心がけるとともに互いに監視しあう誘引が働くことになる。

より公正で実効性が高く効率的な金融システムを実現するためには、現在の法規制システム、及び、監督規制体制の抜本的な見直しを行うことが必要不可欠である。金融システムも現在、グローバル化、情報化の進展とともに競争に晒され、競争力に劣る金融システムを有する国からは資金の逃避が進む。そうした事態の発生を避けると同時にグローバルな金融システム競争に打ち勝っていくためにも、本稿で指摘した事項の改善を通じて、日本における金融取引の枠組みの整備をさらに推進することが求められる。

参 考 文 献

- 池尾和人「日本の金融システムはなぜ機能不全に陥っているのか」堀内昭義・池尾和人編『金融サービス』、2004。
- 石戸谷豊「金融取引の民事ルールの現状と課題」『金融商品の多様化と消費者保護』国民生活センター編 財務省印刷局、2002。
- 犬飼重仁「欧州に学ぶ『市場法規制システムのプリンシプルとイノベーション』」『金融サービス市場法制のグランドデザイン』、2007。
- 梅津光弘「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、2005、pp.147-158。
- 大崎貞和『金融商品取引法の要点解説』弘文堂、2006。
- 河村賢治「イギリス上場規則・開示規則の研究 - 公開会社および金融・資本市場法の観点から -」『イギリスの金融規制 - 市場と情報の観点から -』財団法人日本証券経済研究所、2006。
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 第2版』弘文堂、2004。
- 黒沼悦郎『金融商品取引法入門 (第2版)』日本経済新聞出版社、2007。
- 桑田 誠「金商法の施行と銀行業界の自主規制」『ファイナンシャルコンプライアンス』2008-1, January Vol.38, No.1, 銀行研修社, pp.20-23。
- 証券団体協議会「英国の証券取引に関する規制の改革」『英国の証券制度改革』証券団体協議会、1985、pp.13-26。
- 杉田浩治「米国『資本市場規制に関する委員会』の第1回報告発表」、2006。
<http://www.jsri.or.jp/web/topics/pdf>
- 総合研究開発機構NIRA『包括的・横断的市場法制のグランドデザイン 3』総合研究開発機構、2005。

- 高橋正彦「証券化の進展と有価証券概念」『証券経済研究』第61号, 財団法人日本証券経済研究所, 2008, pp.93-114.
- 竹内昭夫「証券取引法上の有価証券」『河本一郎先生還暦記念 証券取引法体系』商事法務研究会, 1986.
- 東京青山・青木・狛法律事務所, モルガン・スタンレー証券株式会社『Q&A 金融商品取引法の実務』編集 柏尾哲哉, 川村彰志, 三省堂, 2008.
- 若園智明・首藤恵「証券業の機能と倫理 - 日米の動向を踏まえて -」早稲田大学ファイナンス総合研究所 Working Paper Series WIF-08-004: July 2008.
- 山口利昭「金融商品取引法の施行と証券業界の自主規制」『ファイナンシャルコンプライアンス』2008-1, January Vol.38, No.1, 銀行研修社, pp.28-31.
- Colin Chapman *How the New Stock Exchange Works : Buying and Selling Stocks and Shares in the New Stock market*, Century Hutchinson Publishing, 1987. 徳田太司, 鹿野敬緯子, 木村みさ子訳 [1987]『ザ・ビック・パン ロンドン・シティは生き残るか』東洋経済新報社.
- Financial Services Authority "Better Regulation Action Plan Progress Report", June 2006, www.fsa.gov.uk
- Herbert Smith "Principles-based regulation In principle and in practice", February 2007.
- La Porta La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny "Law and Finance," *Journal of Political Economy* 106, 1998, pp1113-1135.
- Louis Loss *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown and Company, 1998. 日本証券経済研究所 /証券取引法研究会訳 [1989]『現代米国証券取引法』商事法務研究会.
- Sharon Chin *Consumer Protection in Financial Services*, edited by Peter Cartwright, Kluwer Law International, 1999. 「金融サービス規制：歴史が我々に教えてくれるものはあるか」茶野努・伊藤祐訳 [2002]『金融サービスにおける消費者保護』九州大学出版会.
- Securities Industry Association "The Costs of Compliance In the U.S. Securities Industry", *Survey Report*, February 2006.
- Joel Seligman *The Transformation of Wall Street, Third Edition*, Aspen Publishers, Inc, 1982. 田中恒夫訳 [2003]『ウォールストリートの変革』創成社.

[2009. 9. 28 受理]