



世界の投資家から信頼される資本市場の確立

- 民間主導の自主規制体制と「日本版 SEC」による自由で規律ある市場の実現を -

2007年4月

社団法人 経済同友会

【目次】

．はじめに - 現状認識と提言のポイント -	1
1．現状認識	
2．提言のポイント	
．世界の投資家から信頼の得られる自由で規律ある市場の実現	2
1．「自由と規律」の両立が不可欠	2
2．全ての市場参加者等の倫理観・自己規律の向上	3
(1) 経営者の倫理観の向上並びに市場を利用する企業のガバナンス体制の確立	
(2) 個人投資家の自己規律に則った投資行動	
(3) 公認会計士・監査法人や弁護士の職業倫理の強化	
．日本が目指すべき市場のチェック機能・体制のあり方	3
1．民間主導による自主規制体制の確立 - 自主規制ルールの明定とその遵守 -	4
(1) 自主規制機関の独立性の確保と利益相反への対応	
(2) 自主規制機関の権限、自主規制ルールの実効力の向上	
(3) 資本市場をとりまく自主規制機関の連携協力・一体化	
2．証券取引等監視委員会の人員・機能の拡充・強化（「日本版 SEC」の設立）	7
(1) 証券取引等監視委員会発足の経緯と現在に至る認識の変化	
(2) 現在の監視体制の課題と見直しの方向性	
．オープンでイノベティブな魅力溢れる金融・資本市場の実現	9
1．市場参加者と学界の緊密な協力による人材育成	9
2．わが国金融機関の国際競争力の強化に向けた 「第二次金融ビッグバン」戦略の策定	10
(1) 日本版ビッグバン以降の環境変化	
(2) 「第二次金融ビッグバン」戦略の策定	
．おわりに	11

金融・資本市場委員会委員名簿

(注)本文の脚注について、数字は下段、英字は巻末を参照のこと

・はじめに - 現状認識と提言のポイント -

1. 現状認識

世界経済のグローバル化が進展するなか、わが国金融・資本市場の本格的な国際化が叫ばれて久しい。この間、自由で透明性の高い公正な市場を目指して、行政及び市場参加者や市場関係者により幾多の努力が払われてきた。経済同友会においても、「貯蓄から投資へ」の流れを促進し、直接金融が主体となる金融・資本市場を構築していくためには、株式・債券投資、高度金融商品などの魅力を一層高め、多様な価値観を有する投資家層の参加を促すことが重要との認識から、これまで種々の提言¹を行っている。

しかしながら、最近の市場参加者の行動を見ると、株主利益を損なうエクイティファイナンス、企業経営者による証券取引法違反容疑、度重なる不正会計問題など、資本市場の信頼性を揺るがす事例が相次いで生じており、内外の投資家の不信感を募らせる状況となっている。

公正・透明で自由と規律ある世界屈指の金融・資本市場を確立し、内外の投資家から信頼を得ることで、世界の資金を日本市場に流入させていくためには、市場参加者等の倫理観の一層の向上、民間主導による自主規制体制の確立、証券取引等監視委員会の拡充・整備による「日本版 SEC (証券取引委員会)」（仮称、以下同様）の設立、わが国金融機関の国際競争力の強化、市場参加者と学界の協力による高度金融商品の開発や人材の育成などが必要である。

このような認識に基づき、われわれは、以下の5つの提言を行うものである。

2. 提言のポイント

【1】全ての市場参加者や関係者の倫理観・自己規律の向上（☞P 3）

ここ数年に生じた証券不祥事が、一部の市場参加者や関係者²（以下、「市場参加者等」）の倫理観の欠如に起因する面が強かったことに鑑み、市場参加者等は倫理観や自己規律の向上に一層努力する。

特に、これらの企業等の経営者は、まず自らが倫理観や規律を向上させるとともに、自社における実効性あるコーポレート・ガバナンス体制の確立に向けてリーダーシップを発揮する。

【2】民間主導による自主規制体制の確立 - 自主規制ルールの明定とその遵守 - （☞P 4）

証券取引所、証券業協会などの自主規制機関が独立性を確保した上で、明確な自主規制ルールを定め、市場参加者はそれを遵守する。ルール遵守の徹底を図るために、現在任意となっている証券会社の証券業協会への加入を義務付ける。

自主規制機関は規制の重複やすき間を無くすとともに、高い専門性と総合力を備え、実効性を高めるために、証券取引所と証券業協会が中心となり、先物や商品取引も含め資本市場に関わる自主規制機関（投資顧問業協会、金融先物取引業協会、抵当証券業協

¹ 「個人投資家から真に信頼される資本市場の構築」（2005年3月）、「多様な投資家層が参加する厚みのある資本市場の構築」（2004年4月）、「活力ある資本市場構築のために」（2001年10月）など。

² ここでは、証券会社、発行体企業、投資家といった市場参加者や公認会計士・監査法人、弁護士といった企業財務、金融法制等に関わる専門家を想定している。

会、商品先物取引協会など)の相互連携を強化し、将来的には、自主規制機能の一体化を展望する。

【3】証券取引等監視委員会の人員・機能の拡充・強化(「日本版SEC」の設立)(☞P7)

市場の行司役である行政の市場監視機関の役割を、これまで以上に明確かつ有益なものとするために、証券取引等監視委員会について、人員や機能を一層拡充・強化させ、国家行政組織法第3条に基づく独立性の強い機関(3条委員会³)とする。

市場秩序の維持に向けて、違法行為の認定と迅速な処分を行うとともに、検査や調査などにより法規制の枠組みを超えた市場を歪める行為等が確認された場合には、速やかなルール策定ができるよう金融庁と一層の連携協力を図る。

【4】市場参加者と学界の緊密な協力による人材育成(☞P9)

市場参加者と学界が緊密に協力し、金融工学等の一層の発展に努め、高度金融商品等の開発を行うとともに、大学院などを充実し、金融分野で優れた人材の育成を図る。そのためには、金融機関等の資金による冠講座を大学院などに積極的に設けることも一案である。

【5】わが国金融機関の国際競争力の強化に向けた「第二次金融ビッグバン」戦略の策定

(☞P10)

市場の有力な担い手である金融機関は、経営のイノベーションに一層注力することで、国際競争力を向上させ、内外の顧客に日本発の金融商品等が積極的に活用されるなど世界一流の金融サービスを提供する。

同時に、制度インフラ面では、アジアの金融センターとして、世界に冠たる金融・資本市場を実現するために、官民協同で国際競争力ある金融・資本市場制度を構築するといった「第二次金融ビッグバン」戦略を策定する。

・世界の投資家から信頼の得られる自由で規律ある市場の実現

1. 「自由と規律」の両立が不可欠

「規律あるところに自由があり、自由だからこそ規律がある。」とも言われるように、本来「自由と規律」は両立すべきものである。内外の市場参加者が活用したくなる自由で魅力溢れる市場を実現することが何よりも大切であり、単に法規制の強化や裁量権の拡大によって不自由な市場となってはならない。しかしながら、昨今、市場の規律という点で投資家の不信感を招く様々な問題が生じており、信頼回復が喫緊の課題となっている。

信頼の回復にあたっては、市場の公正性、透明性を確保するために法令とエンフォースメント(ルールの実効性確保)の強化が避けられないが、まず何よりも個々の市場参加者等の倫理観の向上と民間主導の自主規制が重要である。そうした観点から、証券取引所や証券業協会などの自主規制機関の役割をはじめ、証券取引等監視委員会も含めた資本市場

³ 国家行政組織法第3条に基づく3条委員会とは、各省または内閣府に置かれる外局の一つで、一定の独立性を有し、委員会自体が行政庁となる。例えば、現在、内閣府に置かれている同委員会は、公正取引委員会、国家公安委員会がある。これに対して、8条機関は同法第8条に基づいて設置される合議制の行政機関で、一般的には審議会のような諮問機関として位置づけられる。

の監視機能全体の新しいグランドデザインを明確に示す必要がある。

2. 全ての市場参加者等の倫理観・自己規律の向上

(1) 経営者の倫理観の向上並びに市場を利用する企業のガバナンス体制の確立^a

法規制や執行を強化することだけで、個々の市場参加者の倫理観が深まるわけではない。まず何より求められるのは、発行体企業や証券会社など市場を利用する企業の経営者自身が確たる倫理観を保ち、自己規律の向上に努めることである。その上で、コーポレート・ガバナンス及びコンプライアンス体制を確立して自浄機能を発揮させることが肝要であり、経営者は、こうした施策の実践に向けて社内でリーダーシップをとっていくことが責務である。

実効ある内部統制システムを構築し、法令違反行為の未然防止を目的に社内コンプライアンス体制を確立することは、投資家保護はもとより、企業の評価を安定させ、企業価値の増大を図る上でも不可欠と言える。

また、市場という日本経済のインフラを担う仲介業者には、投資家の信任獲得に向けて自ら規範となる行動が求められる。さらに、効率的かつ公正な市場を維持するために、各種ルールや市場慣行を自らの意思で改善していくことが期待されている。

(2) 個人投資家の自己規律に則った投資行動

大きな情報格差に直面する個人投資家には、市場の公正性、透明性が確保され、安心して投資できる環境が整備されて初めて自己責任を問うことができる。一方で、一部の投資家による市場の攪乱要因となるような超短期的行動も見られることから、改めて自己規律に則った投資行動を期待したい。

(3) 公認会計士・監査法人や弁護士の職業倫理の強化

企業の財務情報の信頼性を確保する公認会計士・監査法人^bや企業経営について適正なアドバイスを行う弁護士などは、市場の透明性を高めるうえで極めて重要な役割を担っている。しかしながら、一部の事例として、専門的知識を有するプロとしての職業倫理が希薄な場合、経営者側に立った利益誘導の疑いがあるケースも指摘されている。

特に、多様化、高度化、複雑化する資本市場の場合、規制が後追いになったり、曖昧な解釈が残存することもある。こうした曖昧さが利用されることのないように、投資家や市場に重大なリスクを及ぼす可能性がある事項を認識した際には、リスク発現を未然に防止すべく高度専門職業人としての確かな倫理観・自己規律が求められる。

そのためには、日本公認会計士協会や日本弁護士連合会などにおける自主規制機能の強化を図るとともに、会計士や弁護士が種々の金融商品、取引や情報開示等に関して、相互に意見交換を行う常設の場を設けることも有効であろう。

全ての市場参加者等の倫理観・自己規律の向上を確保することが、結果的に公的規制の介入を必要最低限とし、市場機能を十分に発揮できる優れた市場への近道となる。

・日本が目指すべき市場のチェック機能・体制のあり方

日本が目指すべき市場のチェック体制として、まず日々変化する市場に最も近い立場に

ある自主規制機関が市場や取引実態に即してチェックし、その後ろ楯として、「市場の番人」たる行政の市場監視機関（「日本版 SEC」）を置いて、相互により意味での緊張関係を保つといった姿が望まれる。

1. 民間主導による自主規制体制の確立 - 自主規制ルールの明定とその遵守 -

(1) 自主規制機関の独立性の確保と利益相反への対応

資本市場で取引される金融商品や取引手法は多種多様で専門性が高いうえ、時々刻々と変化しており、法令のみで規制していくことは困難である。それだけに、市場に最も近い立場でこうした動向に柔軟に対応できる自主規制機関が、取引現場の実務・実態を活かしながら自主規制ルールを定め、市場及び市場参加者を主体的に監視、監督していくことが極めて重要になる。

そこで、自主規制機関は、高い倫理性に基づき機動的な運営を行うとともに、高度な専門性と市場からの独立性を保つことが不可欠となる。さらに、自主規制機関が運営部門と規制部門を併せ持つことは、規制機能を発揮する際に利益相反の問題が生じうる。したがって、自主規制機関は自身のガバナンス体制をしっかりと構築し、独立性の確保や利益相反への対応を明確にする必要がある。

証券取引所

証券取引所の機能は、株式会社であっても公益的なものである。自主規制部門の判断は、政府はもとより証券会社、発行体企業、取引所株主や経営陣からも独立していることが望まれる。

わが国を代表する取引所である東京証券取引所においては、この秋を目処に持株会社化し、その傘下に営利の市場運営法人と非営利の自主規制法人を置く予定である。その際、株式会社として営利を追求する市場運営法人と自主規制法人との間に想定される利益相反については、組織形態や人事制度面等で十分留意しなければならない。

日本経済のインフラを担う取引所には、証券会社や発行体企業の模範となるように、常にガバナンスが効いた運営がなされているか、セルフチェックを可能とする仕組みが求められる。

証券業協会

証券業協会においても、自主規制部門と業界活動部門で利益相反の生じる懸念がある。現在、日本証券業協会では自主規制会議と証券戦略会議の二部門制にしているが、米国やカナダ⁶では別々の法人格の団体として独立している。

今後、わが国の証券業協会が自主規制機関として十分な効力を発揮するためには、自主規制部門の独立性の強化について、市場参加者からみても分かりやすく、理解の得やすい組織形態にすることが不可欠であり、それぞれの部門を分離、独立することが必要である。

(2) 自主規制機関の権限、自主規制ルールの実効力の向上

基本的な考え方

自主規制機関は、金融商品取引法（2007年夏に施行予定、現証券取引法）の目的^dを

達成するために、同法に基づいて設立され、行政の監督を受けつつ自主規制ルールの策定と執行をする機関であり、単なる自主的な組織ではない⁴。しかしながら、例えば、会社法や金融商品取引法と比べ、どの程度の実効力、強制力を発揮できるのかなどについて、余り明確になっていない。

したがって、自主規制機能を高めるために、行政当局による法規制は大枠としての法律（「プリンシプル・ベース⁵」）にとどめ、必要なルールの策定やチェックを自主規制機関に任せることを基本とすべきである。

行政当局による法規制は、全てを事細かに条文に書き込むのではなく、原則（プリンシプル）を基本として、目的や方向性を明確に打ち出すことに重きを置き、自主規制ルールにおいて、環境変化に柔軟・迅速に対応しながらルールの変更も可能とするなど、自主規制機関の自主性を最大限に尊重するとともに、法規制と自主規制が調和されたシステムを構築していくことが必要である。

自主規制ルールの制定にあたっては、自主規制機関が主体性を持ち、市場参加者の実態の変化も踏まえながら、予見性を持って激動する市場に対応した「プロアクティブ」（事前に対策を講じる）で「リスク・ベース」（投資家及び市場に対して危険度の大きい領域を重点的に規制・監督）のルール作りを推進することが重要である。

また、証券監督者国際機構（IOSCO）のなかに、新たに発生する可能性のある規制上の問題点等について検討する専門委員会⁴が設置されているように、市場秩序維持の観点から予測しがたいリスクをできるだけ正確に予測し、リスクが発現したとしても投資家の被害を少なくするソフトランディングの方法を重視すべきである。

なお、日本証券業協会では、上場直後に不祥事が多発する企業が見られたことや証券会社の引受審査能力に格差が生じている状況に対応するため、今年2月、証券会社が企業の新規公開や公募増資等を引き受ける際の審査体制強化に向けた新ルールを策定⁹したことは歓迎される。金融商品取引法の施行に伴い、証券会社の引受業務が認可制から登録制に移行することで、新規参入会社の増加も予想されることから、新ルールの実効性に期待が高まる。

自主規制機関の権限や実効力を高める具体的な取組事例

）自主規制ルールを遵守し、不正行為に対する抑止力を高めるためにも、証券会社の証券業協会への加入義務付け⁶に加え、不正行為を行った会員に対しては、証券業協会の定款に定める除名処分を科すこととする。また、現行6ヶ月以内となっている会員権の停止若しくは制限の期間を延長するなど、罰則規定の強化も視野に入れ、倫理規定や行動規範の見直しを検討すべきである。

）証券取引所は、上場基準、上場廃止基準及び指定替基準について、明確で厳格な運用を行い、市場の品質管理を高い次元で実現すべきである。上場廃止基準を例にとれば、発行体企業で市場や投資家に対する重大な不正が発覚した場合には、たとえ上場廃止に至らなかった場合でも監理ポストに最低1年間据え置くといった機動的、段階

⁴ 証券監督者国際機構（IOSCO）の自主規制機関諮問委員会（SROCC）において、「Ahead of The Curve Working Group」が設置されており、証券界に新たに発生した又は発生する可能性のある規制上の問題点について検討されている。

⁵ 金融商品取引法第56条の4において、協会に加入せず、又は取引所の会員等となっていない業者については、協会又は取引所の定款その他の規則を考慮した社内規則を作成し、内閣総理大臣が監督を行うことになっている。

的な措置も検討すべきである。

）上場引受やその後の増資等の際には、特に情報開示やコーポレート・ガバナンスをチェックすることで、牽制機能が働くものと期待される。情報開示やガバナンスについては定期的、継続的に関与することが必要で、証券会社は上場や増資時に、証券取引所には、上場時は勿論、その後も継続チェックできる体制が求められる。証券取引所と証券業協会の自主規制ルールについては、双方で整合的に策定し、随時見直しを行うことが重要である。なお、東京証券取引所が、全上場企業に各社独自の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出を求め、2006年6月より取引所のホームページで常時閲覧可能としていることは歓迎される。

）証券会社が運営する私設取引システム（PTS）の活性化により、取引注文の獲得をめざして、証券取引所と市場間競争を展開する状況を考えると、不公正取引の監視など、双方に適切な市場運営が求められる。

）2007年に入り、東京証券取引所は、ニューヨーク証券取引所（NYSE）を運営するNYSEグループやロンドン証券取引所との業務提携に合意した。また、先物取引で米国最大のシカゴ・マーカントイル取引所が東京証券取引所に対して業務提携を打診したことも明らかになった。こうした先物や商品市場等も含めた国際的な取引所の合従連衡が進むなか、市場参加者や取引量の増加を図っていくためには、利便性が高く安全な取引システムを備えた世界標準の市場インフラを整備するとともに、取引ルール等について国際的な調和を図るなど、取引所のグローバル化への対応が急務と言える。

（3）資本市場をとりまく自主規制機関の連携協力・一体化

資本市場をとりまく自主規制機関⁶が複数存在するなかで、それぞれが連携協力、ルールの調和を図っていく必要がある。例えば、2006年11月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と全米証券業協会（NASD）は、両者の証券会社検査や規制に関する機能を新設する自主規制団体として統合するとの発表があった。今後、わが国においても証券取引所と証券業協会の自主規制部門の再構築によって、限られたヒト・モノ・カネを有効活用し、不正行為の摘発や検査・監督の効率を上げることに期待したい。

投資家の間では、伝統的な投資商品だけでなく、商品や不動産を含む広範な資産を投資対象としてリターンを追求したり、分散投資を進めることで、より高度なリスクコントロールを求める傾向が強まっている。こうした投資家のニーズを反映し、伝統的な金融業務、商品取引業務や不動産取引業務等との境界が融合しつつあり、また、銀行や証券会社等のグループを中心とした個別金融機関の再編の動きもある。

こういった状況のもと、自主規制の重複やすき間を無くし、自主規制機関としての高い専門性と総合力を備え、実効力を高めるためにも、将来的には、証券取引所と証券業協会を中心に、先物や商品取引も含め資本市場をとりまく各自主規制機関の機能の一体化が期待される。

さらに、金融当局と自主規制機関の役割分担の明確化や連携強化も重要であり、例えば、金融庁、各証券取引所、証券業協会、日本銀行など、多数の機関で行われているオ

⁶ 各証券取引所や日本証券業協会の他に、例えば、金融先物取引業協会、投資信託協会、日本証券投資顧問業協会、日本商品先物取引協会、日本商品投資販売業協会、不動産特定共同事業協会、抵当証券業協会など。

フサイトのデータ収集やオンサイトの検査や考査等における重複は解消すべきである。

2. 証券取引等監視委員会の人員・機能の拡充・強化（「日本版 SEC」の設立）

（1）証券取引等監視委員会発足の経緯と現在に至る認識の変化

1991年夏の一連の証券不祥事を契機に、同年7月海部総理（当時）から、臨時行政改革推進審議会に対して、証券市場の監視・適正化のための是正策について諮問がなされ、同年9月に「証券・金融の不正取引の基本的是正策に関する答申」が取りまとめられた。この答申においては、「自由、公正で透明、健全な証券市場の実現」を基本的目標として、大蔵省（当時、以下同様）に行政部門から独立した国家行政組織法第8条に基づく委員会を設置すべきとの提言が盛り込まれた。それを受けて、1992年に大蔵省管轄下の8条機関として、証券取引等監視委員会（以下、「監視委員会」）が創設された。

答申では、「この改革を通じ、全体として組織が膨張することのないように配慮するものとする。」と述べられており、市場の監視組織として、どの程度の体制が必要かというよりも、大蔵省の肥大化を懸念するといった考え方が取られたとの向きもある¹。

その後、日本版ビッグバン等による幾多の制度改正を経て、市場を巡る環境も大きく変化しており、監視委員会の果たすべき役割は飛躍的に増大している。事前規制から事後チェック型行政への移行という流れのなか、様々な問題に対応すべく、監視体制の強化など市場環境の整備に向けた議論が起きている。

（2）現在の監視体制の課題と見直しの方向性

監視委員会の組織や権限等については、従来より様々な意見があるが、市場、金融商品や取引形態等の変化が速く、また激しいため、監視委員会の市場監視機能は必ずしも十分とは言えず、過渡期にあるとの見方が強い⁷。

前述のように大蔵省の下部組織として設立された後、金融監督庁、金融再生委員会、そして現在の金融庁に移管されるなど、これまで統轄する省庁と共に変遷を経ており、職員は、発足当初の84名（含財務局等202名）から2006年度は318名（同564名）と監視体制の強化・拡充に伴い、増員が認められてきた。しかし、検査・調査件数は年を追うごとに増加し、例えば取引審査は875件（2005年7月～2006年6月）、情報提供件数だけで7526件（同期間）と、単純に計算して、約20件/日にもなり、機動的かつ実効ある監視体制の構築に加え、国民への説明責任を十分に果たすことができるのかといった懸念もある。そこで、現行の監視委員会について、組織の独立性、権限の強化・充実、人的資源の観点から以下に提言する。

⁷ 「証券取引法等の一部を改正する法律案及び証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案に対する附帯決議（一部抜粋）」（衆議院財政金融委員会2006年5月12日、参議院財政金融委員会2006年6月6日）によれば、今後、政府に十分配慮すべき事項として、

一 幅広い金融商品に対する包括的・横断的な投資家保護法制の整備の観点から、今回の法改正を受け、今後、その実効性を確保し、市場監視機能の強化を図るため、早急に証券取引等監視委員会等の体制強化や自主規制機関との連携強化に取り組むこと。

一 証券取引等監視委員会をはじめとする市場監視体制の強化に当たっては、優秀な人材の確保及び職員の専門性の向上を図るとともに、真に必要な部門には適切に定員を配置する観点から、定員の確保、機構の充実に特段の努力を行うこと。などを謳っている。

組織の独立性

「市場の番人」たる責任をこれまで以上に明確にするためには、強力な権限を備えた市場監視機関の存在が不可欠である。市場や取引等の急激な変化に対応し、迅速に投資家保護を実現していくためには、内閣府の外局で国家行政組織法第3条に基づく機関として「日本版 SEC」を設置すべきである。

また、現在、監視委員会は委員長及び委員2名で構成され、その任務を遂行しているが、今後、以下に述べる機能の充実を図るにあたっては、で示すスタッフの充実とともに、委員の構成及び人数についても、資本市場に精通した専門性に加え、公正性、中立性を確保する観点から増強が求められる。

権限の強化・充実 - 行政処分権の付与や法執行手段の充実など -

監視委員会は、犯則事件の調査・告発、課徴金調査、有価証券報告書等の開示検査や証券検査といった権限を有しているが、行政処分を出す際には金融庁へ「勧告」し、金融庁が処分を発表している。また、政策立案に関しては、市場ルールの見直しが必要と判断すれば、金融庁に「建議」を行うことになっている⁸。

市場監視体制の強化・充実を図るためには、ルール遵守の審査・監督・摘発等が一体として迅速に行われることが望ましく、準司法的機能を持つことで、強制力があり機動的かつ効率的な監視体制が構築される。したがって、「日本版 SEC」には、自らが違法行為を認定、処分する機能が必要であり、連続的な市場監視、臨機な違法行為の認定と機動的な処分を行うために、審判・審決もできるという準司法機能を持たせるべきである。

合わせて、ルール違反に対する処分の多様性が必要である。わが国の法執行は、インサイダー取引や相場操縦等の悪質な証券取引法違反に対する刑事告発や証券会社等の被監督主体に対する行政処分の勧告が主な手段となっている。とりわけ「グレーゾーン」と言われる立証が困難な取引に対する対応が不十分であり、「一罰百戒」の摘発になりがちではないかとの指摘もある。

米国の SEC（証券取引委員会）を参考に、新たに導入される「プロ・アマ区分⁸」も視野に入れ、犯罪の種類、悪質性、行為者の協力度合いに応じて、行政、民事、刑事の各分野において、最も適切かつ有効と思われる手段を迅速に選択できるシステムにすべきである。特に、市場で生じた問題を速やかに是正し、市場機能を維持・向上させるといったマーケット・フレンドリーな視点に立ったエンフォースメント手法が重要と言える。

その上で、企業を法や行政処分等で制裁する際には、公明正大で、かつ企業自身が自主的にコンプライアンスに基づいた経営を促進するような発動を行っていくことが重要である。例えば、米国の「連邦量刑ガイドライン⁹」を参考に、自主行動基準の策定状況

⁸ 金融商品取引法では、「特定投資家」（プロ）と「一般投資家」（アマ）とを区別することで、顧客の属性に応じた行為規制の柔軟化が示された。プロは金融機関、一定の事業会社、国、日本銀行等であり、個人投資家は原則として、アマとして取り扱われる。但し、両者の間に選択によってプロ・アマにいずれにも移行できる中間層が設けられる。例えば、個人投資家のうち、知識、経験、財産の状況等に照らして一定の条件を満たす者については、自らプロとして扱われることを選択することも認められる（詳細は内閣府令で定める予定）。

⁹ 米国で 1991 年に発表された「連邦量刑ガイドライン」では、自主行動基準のような予防的手続きの成文化、倫理担当責任者の任命、教育・研修プログラムの実施、監査の実施、緊急対応策や再発防止策の確立等が 7 つの基準として採用され、効果的なコンプライアンスプログラムを有する事業者は罰金額を軽減する一方、効果的なプログラムを有しない事業者は増額される（「国民生活審議会消費者政策部会自主行動基準検討委員会報告」（2002 年 12 月）参照）。

や内部管理体制の整備状況等を明示的に勘案して、行政処分等の軽重を変更する考え方を導入したり、2006年1月施行の改正独占禁止法で導入された「課徴金減免（リニエーション）制度¹⁰」等を参考に、企業の自主的なコンプライアンス体制の整備を評価・促進するインセンティブとなる仕組みが必要である。

また、「日本版 SEC」は、日常の検査や調査などを通じて、法規制の枠を超えた市場を歪める行為等を認識した際には、速やかにルール策定できるよう、金融庁と一層円滑に連携協力することが求められる。

一方、市場参加者にとって、市場での的確な対応を可能とするため、ルール適応に関する予見可能性は極めて重要である。その方策の一つとして、2001年7月よりいわゆるノーアクションレター制度が導入されているが、「対象事項が行政処分に係るものとされており、対象事項が限定的であると考える。」^kとの指摘もある。実際に金融庁におけるノーアクションレター制度の利用状況は、制度開始以来25件（2007年3月末現在）となっており、今後、より一層の活用促進を図るため、適用範囲の見直しや更なる利便性の改善などを進める必要がある。

人的資源の拡充 - 弁護士や会計士等の専門家の積極採用、金融ビジネスの知識と現場経験を持つ人材の官民相互交流、処遇の見直しなど -

現在の監視委員会は、他省庁からの出向者や金融庁から配属された職員が中心であり、いずれ出身の省庁に戻るため知識やスキルを十分に蓄積する時間とモチベーションに限界がある。

監視委員会の職員は、金融技術が高度化し、複雑化する取引の番人として、必要なスキルを有する集団とすることが喫緊の課題である。その際は、質・量ともに拡充が求められ、ロースクール、アカウンティングスクールや金融工学コース等の修了生などから積極採用を行い、プロフェッショナルたる固有の職員を早急に育成することや、証券業務に精通した人材育成のために、官民の人材交流も積極的に推進する必要がある。なお、この点については、自主規制機関でも同様に取組んでいくべきである。

一方で、業務に従事する職員の量的、質的増強には時間がかかるため、官民の既存の人的資源をより効果的に活用する工夫も併せて行うべきである。「日本版 SEC」の職員に転籍することで、「市場の番人」としての責務を担う自覚と誇りを持てるであろうし、それに相応しい処遇も用意すべきである。

・ オープンでイノベーティブな魅力溢れる金融・資本市場の実現

1. 市場参加者と学界の緊密な協力による人材育成

金融・資本市場では、欧米中心に開発された高度な金融手法や金融商品に対して、わが国の金融サービスが遅れをとっていることは否めず、世界的に展開するような状況とはなっていない。近年では、金融工学・ファイナンス関係の大学院レベルの教育コースが設置され、それらの分野で産学連携の動きも見られるが、国際競争力ランキング^gによると、

¹⁰ 違反事実を自ら報告してきた事業者に対して課徴金を減免することにより、カルテル等の摘発、違法状態の解消及び違反行為防止を図ろうとするものであり、減免は最大3社まで認められる。

わが国の金融スキルは世界第 45 位と低迷している。

今後、世界の資金を呼び込んでいくオープンでイノベーティブな市場を実現していくためには、先端的な金融分野で優れた人材の育成を図ることが急務と言える。そこで、市場参加者、特に金融機関及び企業と内外の学界が緊密に協力し、大学院などを充実しつつ金融工学等の一層の発展に努め、国際競争力ある最先端の高度金融商品を開発できるといった人材を育成する必要がある。そのためには、金融機関等の資金による冠講座を大学院などに多数設けることも一案と言える。

同時に、企業内でも、業務を行う上での専門知識等を有する人材育成をこれまで以上に推進していく必要がある。

また、そうした人材の育成は、金融機関のみならず、金融商品や取引手法が高度化、複雑化した市場を監視する自主規制機関や「日本版 SEC」を担う人材のスキル向上にも貢献するものと期待される。

2. わが国金融機関の国際競争力の強化に向けた「第二次金融ビッグバン」戦略の策定

(1) 日本版ビッグバン以降の環境変化

わが国の金融業界は、長期にわたって過剰な規制のもとに置かれていたため、量的な面での競争は激しかったが、質的な競争は制約され、不十分であった。1990 年代以降、特に、日本版ビッグバン¹⁾により、様々な規制緩和が推進されたが、金融機関は、バブル崩壊後の不良債権処理などの課題もあって、国際競争力の強化を成し遂げることができなかった。

2000 年代に入り、大手銀行の統合等によって、いわゆるメガバンク・グループが形成された。その間の経営努力や景気回復の効果もあり、近年は不良債権問題や過大な株式保有への対応等が進捗し、本格的な質的競争を行うとともに、積極的な業務展開を図る環境が整いつつある。また、今年夏には、投資商品と投資サービスについて包括的かつ柔軟な制度を実現すべく金融商品取引法が施行される予定で、かつて日本版ビッグバンに関する審議会答申(1997 年 6 月)でもその必要性が強調されていた法整備がようやく進展する。

さらに、国内において人口減少局面でも経済成長を可能とするためには、「イノベーションの力とオープンな姿勢により、日本経済に新たな活力を取り入れる」²⁾ が必要であり、金融機関もこれまでの枠組みを超えて、新しいビジネスモデルを構築し、実行することが急務である。

(2) 「第二次金融ビッグバン」戦略の策定

今後、わが国の金融・資本市場及び金融機関の国際競争力強化のための新たなアクションプランとなる、官民一体となった「第二次金融ビッグバン」戦略の策定が求められる。その原則は、かつてのフリー(市場原理が機能する自由な市場)、フェア(透明で公正な市場)、グローバル(国際的で時代を先取りする市場)に加えて、オープン(新しいものを取り込める開かれた市場)、イノベーティブ(イノベーションをサポートできる使い勝手の良い市場)に基づくものとすべきである。

「第二次金融ビッグバン」戦略の策定にあたっては、投資家の信頼回復をより強固なものとするために、これまで述べてきた市場の規律や望ましいチェック体制のあり方、

金融分野で優れた人材の育成に加えて、以下のような視点も挙げておきたい。

)グローバル化し市場間競争が激しくなる中で、欧米はもとより、香港やシンガポールなどアジア近隣市場も意識し、アジアの金融センターとして世界に冠たる金融・資本市場を実現する。

)アジア諸国の成長や活力を取り込むオープンな国際市場となり、そこに、わが国の金融機関が展開するとともに、世界一流の金融商品やサービス等を提供し多様な資金調達に応じる。

)約 1500 兆円のわが国個人金融資産の有効活用を図る観点から、「貯蓄から投資へ」を促進し、投資商品全般に関わる金融・証券税制等の見直しを行い損益通算を可能にするなど、諸制度の整合性を図る。

)国際的に活躍している金融機関は、日々新しい商品やサービスを世界の人々に提供しているが、わが国の金融機関もイノベティブな経営を実践し、バラエティーに富み、魅力的な金融商品を提供できる商品開発力等を養う。同時に、内外の顧客にそれらが積極的に活用されるよう英語での商品サービスの提供も含めて、国際マーケットに通用する金融機関として飛躍する。

. おわりに

昨今起こっている市場の混乱に繋がるような様々な事件や問題等を受け、関係各所で市場の信頼回復に向けた議論が行われているが、まず何よりも全ての市場参加者の倫理観・自己規律の向上を徹底的に図っていくことが大切であることを改めて強調したい。

一方で、自主規制機関は、1991年の証券不祥事を契機として、証券取引法上の機関として位置づけられ、それと期を同じくして監視委員会が創設された。今回、われわれが提言したように、官の「日本版 SEC」とともに、市場の中枢を担う民の自主規制機関が主体となって、市場の公正性、透明性を高めることで、内外の投資家の信頼を得て、さらなる資金の流入に繋げていくことに期待がかかる。

なお、ここ数年、内外の様々な投資ファンドをはじめ市場参加者が多様化し、商品や不動産、デリバティブ等も組み入れ、種々のリスクを加味した運用が飛躍的に拡大している。そのため、従来のルールでは十分に対応できず、投資家保護や運用範囲を特定できない潜在的なシステムリスクが新たな火種として懸念されている。こうした投資資金の流れが何らかの不具合により滞った際に、連鎖的な混乱を避け、金融・資本市場の安定性を確保するために、国境を越えた対応を検討していくことも必要となろう。

市場における「自由と規律」の両面を高め、アジアの成長も取り込める魅力溢れた国際競争力ある金融・資本市場の実現を目指して、関係者が引き続き努力をしていくことが求められる。

以上

巻末脚注

^a 経済同友会企業経営委員会では、2006年度、「企業経営者のあるべき姿」について検討しており、経営者の倫理観やコーポレート・ガバナンスの仕組みなどについて提言を行う予定である。

^b 金融審議会公認会計士制度部会では「公認会計士・監査法人制度の充実・強化について」（2006年12月）報告書をまとめ、公認会計士・監査法人制度の見直し等を提言している。今国会（第166回国会）に、監査法人への課徴金納付命令や業務改善命令の導入、有限責任組織の選択制など、公認会計士法改正案が提出される予定である。

^c 米国は、自主規制機関として全米証券業協会（NASD）、業界団体として米国証券業者協会（SIA）がある。また、カナダでは、前者としてカナダ投資業協会（IDA）、後者としてIIACがある。

^d 金融商品取引法第1条 この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行なう者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。

^e 金融商品取引法第67条 認可金融商品取引業協会（現在の証券業協会）は、有価証券の取引その他売買及びデリバティブ取引等を公正かつ円滑にし、並びに金融商品取引業の健全な発展及び投資家の保護に資することを目的とする。

金融商品取引法第84条 金融商品取引所（現在の証券取引所）はこの法律及び定款その他の規則に従い、取引所金融商品市場における有価証券の売買及び市場デリバティブ取引を公正にし、並びに投資家を保護するため、自主規制業務を適切に行わなければならない。

^f 「包括的・横断的市場法制のグランドデザイン3海外事例編」序章「欧州に学ぶ - 市場法規制システムの理念とイノベーション（犬飼重仁）」総合研究開発機構（NIRA）研究報告書0501-3に詳しい。例えば、英国の2000年金融サービス市場法では、規制主体としてFSA（金融サービス機構）が負うべき7つの規制原則（プリンシプル） - FSAの資源の効率活用、認可業者の経営者の責任、規制のコスト・ベネフィットのバランス、規制業務におけるイノベーションの促進、金融サービス・市場の国際性と英国の競争力の維持、FSAの行為から生じる反競争的效果の最小化、認可業者間の競争促進 - が謳われている。

^g 日本証券業協会「会員における引受審査のあり方・MSCBの取扱いのあり方等について - 会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ最終報告 -」（2007年2月）。

^h その他にも、NYSE グループは、2006年にパリなど欧州の複数の証券取引所を運営するユーロネクストと経営統合で合意し、合併して発足した「NYSE ユーロネクスト」が2007年4月に株式上場した。また、米国最大の先物取引所、シカゴ・マーカンタイル取引所は、同2位のシカゴ商品取引所を買収・合併することで合意している。米国の新興企業向け市場を運営するナスダックは、ロンドン証券取引所の株式を取得し、敵対的TOBを実施したが、失敗に終わった。

ⁱ 西村尚剛「わが国証券市場におけるエンフォースメントとその課題」（2002年3月）PRI Discussion Paper Series（No.02A-05）（財務省財務総合政策研究所研究部）p24参照。

^j 平成17事務年度では、犯則事件の告発11件、勧告39件（うち証券会社等に関する勧告29件、課徴金調査にもと基づく勧告9件、開示検査結果にも基づく勧告1件）建議5件となっている。（「証券取引等監視委員会の活動状況」（2006年8月）証券取引等監視委員会）

^k 規制改革・民間開放推進会議「規制改革・民間開放の推進に関する第3次答申 - さらなる飛躍を目指して -」（2006年12月）では、「今後の規制改革の推進に向けた課題」の中で「日本版ノーアクションレターにおける課題」として、同手続の対象事項を行政処分に係るものに限定せず、例えば行政権限の行使に係るものというように拡充するという点についても検討を進める必要があると述べている。

^l IMD（国際経営開発研究所）「World Competitiveness Yearbook 2006」より。

^m 1996年に橋本内閣（当時）主導のもと、日本版ビッグバン構想が提唱され、2001年迄に東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際市場にすることを目指した。改革の三原則として、フリー、フェア、グローバルを掲げ、銀行・証券を始めとする相互参入、証券会社の免許制から登録制への移行、取引所集中義務の撤廃、有価証券取引税・取引所税の廃止といった様々な制度改正が行われた。

ⁿ 安倍総理の基本方針「美しい国、日本」をつくるための施策「活力に満ちたオープンな経済社会の構築」の1つとして取り上げられている。

2007年4月現在

金融・資本市場委員会委員名簿

(敬称略)

委員長

林 野 宏 (クレディセゾン 取締役社長)

副委員長

奥 谷 禮 子 (ザ・アール 取締役社長)

菊 池 廣 之 (極東証券 取締役社長)

田 幡 直 樹 (RHJインターナショナル・ジャパン シニアアドバイザー)

富 樫 直 記 (フューチャーフィナンシャルストラテジー 取締役社長)

チャールズD.レイク (アフラック(アメリカファミリー-生命保険) 副会長)

委員

青 木 巖 (アセット・マネジャーズ 取締役兼代表執行役社長兼 CEO)

荒 木 幹 夫 (日本政策投資銀行 副総裁)

石 原 仁 (トリスカ・クワイート証券会社 会長)

江 崎 格 (商工中金 理事長)

枝 廣 泰 俊 (UBS銀行 東京支店長)

大 迫 正 男 (ゼンリン 取締役副会長)

大 竹 美 喜 (アフラック(アメリカファミリー-生命保険) 創業者・最高顧問)

大 橋 光 博 (MRI 代表取締役)

大 森 康 彦 (ANTI-AGING DOCTORS 取締役会長兼社長)

小野田 隆 (三井住友海上火災保険 常任顧問)

梶 田 邦 孝 (全日本空輸 常勤監査役)

蒲 野 宏 之 (蒲野綜合法律事務所 代表弁護士)

神 谷 国 広 (日立私コンタクトソリューションズ 取締役会長)

河 原 茂 晴 (KPMG Japan (あずさ監査法人) グローバルマーケット
統括パートナー)

神 崎 泰 雄 (日興シティグループ証券 特別顧問)

北 尾 吉 孝 (SBIホールディングス 代表取締役 CEO)

後 藤 博 信 (野村総合研究所 監査役)

小 南 俊 一 (NTTデータ 取締役副社長執行役員)

今 野 由 梨 (ダイヤル・サービス 取締役社長・CEO)

斉 藤 惇 (産業再生機構 取締役社長兼産業再生委員)

産業再生機構は2007年3月15日をもって業務完了により解散、清算会社に移行

酒 井 重 人 (スィーリー・キャピタルマーケット証券会社 東京支店 在日代表
取締役東京支店長)

佐 藤 和 男 (三井不動産 顧問)

佐 藤 義 雄 (住友生命保険 常務取締役)

澤 尚 道	(ビー・エヌ・ピー・パリバアセットマネジメント 常務取締役)
静 永 賢 介	(M B Kパートナーズ 代表取締役・パートナー)
白 川 方 明	
白 川 祐 司	(日興シティグループ証券 取締役会長)
陳 野 浩 司	(あおぞら銀行 専務執行役員)
神 農 雅 嗣	(セレコーポレーション 取締役社長)
数 土 直 方	(エスエス製薬 名誉会長)
瀨 下 明	(あいおい損害保険 取締役会長)
高 野 和 夫	(日立キャピタル 執行役社長)
竹 内 透	(だいこう証券ビジネス 取締役社長)
竹 田 駿 輔	(オリックス 取締役兼執行役副会長)
辰 野 克 彦	(辰野 取締役社長)
田 中 孝 一	(ダイセーロジスティクス 取締役会長)
田 沼 千 秋	(グリーンハウス 取締役社長)
田 村 達 也	(グローバル経営研究所 代表取締役)
津 川 清	(リーマン・ブラザーズ証券 最高顧問)
辻 井 隆 司	(A . T . カーニー ヴァイスプレジデント)
津 野 正 則	(G P Mパートナーズ 代表取締役)
同 前 雅 弘	(大和日英基金 副理事長)
徳 中 暉 久	(ユニファイショナルディングス 取締役社長)
内 藤 碩 昭	(三菱東京U F J銀行 名誉顧問)
永 井 秀 哉	(日本曹達 常任監査役)
長 岡 聰 夫	(日本航空インターナショナル 顧問)
中 澤 忠 義	(東京工業品取引所 特別顧問)
長 野 彪 士	(西村ときわ法律事務所 弁護士)
中 野 正 健	(嘉悦大学 副学長 教授)
中 村 雅 信	(B N Pパリバジャパン 取締役社長)
永 山 妙 子	(カリヨン証券会社 上席顧問)
野 口 章 二	(飯野海運 取締役会長)
野々山 徹	(大陽日酸 社友)
外 立 憲 治	(外立総合法律事務所 所長・代表弁護士)
畠 山 康	(ラザードフレール 取締役社長&CEO)
八丁地 隆	(日立総合計画研究所 取締役)
早 川 恒 雄	(千葉銀行 相談役)
早 崎 博	(住友信託銀行 特別顧問)
平 井 幹 久	(アトラス・パートナーズ 取締役社長)
廣 瀬 修	(サーベラス ジャパン 経営諮問会議 副会長)
廣 瀬 駒 雄	(ジョイント・コーポレーション 取締役)
深 澤 恒 一	(セガサミーホールディングス 執行役員)
福 川 伸 次	(機械産業記念事業財団 会長)
福 島 吉 治	(F & Kコンサルティング 取締役会長)

藤 木 保 彦 (オリックス 取締役兼代表執行役社長)
古 川 英 昭 (電通国際情報サービス 代表取締役最高経営責任者)
前 田 晃 伸 (みずほフィナンシャルグループ 取締役社長)
前 原 金 一 (昭和女子大学 副理事長)
増 淵 稔 (日本証券金融 取締役社長)
松 島 正 之 (クレディ・スイス証券 シニア エグゼクティブ アドバイザー)
松 村 謙 三 (プライベート企業投資ホールディングス 取締役社長)
松 本 啓 二 (松本法律事務所 弁護士)
水 上 博 和 (あおぞら銀行 取締役社長)
水 嶋 利 夫 (新日本監査法人 理事長)
三 谷 隆 博 (日本アイ・ビー・エム 特別顧問)
ジャン フランソワ・ミユ (ドレスター・クワイオット証券会社 取締役兼東京支店長)
三 宅 純 一 (千葉商科大学大学院 客員教授)
村 上 雅 彦 (ロバート・エイ・ダリ・エンチ・ジャパン 取締役社長)
村 田 嘉 一 (日立製作所 名誉顧問)
目 崎 八 郎 (アフラック (アメリカファミリー)生命保険) シニアアドバイザー)
森 敏 光 (みちのく銀行 顧問)
谷 代 正 毅 (富士重工業 常勤監査役)
吉 村 幸 雄 (シティバンク、エヌ・エイ マネージング・ディレクター
ガバメント・アフェアーズ)
林 原 行 雄 (日土地総合設計 取締役社長)
若 月 三喜雄 (アクサ生命保険 取締役会長)
若 林 勝 三 (日本地震再保険 取締役会長)

以上 92 名