

証券業における職業倫理

—米国の動向とわが国への示唆—

若園智明

要 旨

本稿では証券業における職業倫理に関して、近年の米国の動向等を踏まえながら、わが国の現状と問題点について考察することを目的とする。

営利企業の基本的な目的は利潤の追求であるが、同時に利害関係者間で必然的に発生する利害対立を社会的に容認可能な水準内にまで抑制することが常に求められる。このような利害対立の効率的な抑制を法令や自主規制ルールのみで準拠して行うことは困難であり、道徳的な規範（職業倫理）が不可欠となる。また証券業は、他の産業と比較して①公共財である資本市場を活用し、②当該市場への参加を通じて経済や社会に貢献する特徴を持ち、③その業務には極めて専門性の高い知識が求められる業種であることから、一般的な道徳規範に加えて証券業のプロフェッションに相応しい水準の職業倫理を備え、社会的な名声を高めていくことが絶えず求められている。

先行研究の結果を見ると、職業倫理を効率的に普及させるためには、そのプロセスである自律型アプローチと他律型アプローチの最適な配分に関する検討が重要となる。自律型を優先としながら、効率的な外部制度として他律型のアプローチを用いた場合、職業倫理の効果は総体的に発揮されよう。米国と同様にわが国でも検討されているプリンシプル・ベースへの移行をともなった資本市場規制の見直しは、証券会社に対して更なる自己規律を要求し、職業倫理の地位を向上させるであろう。

目 次

- | | |
|-----------------------|----------------------------|
| I. はじめに | |
| II. 職業倫理を巡る議論 | |
| 1. 職業倫理の機能と普及アプローチの分類 | 1. SOX 法の影響と職業倫理の他律型アプローチ |
| 2. 職業倫理の効果に関する先行研究 | 2. SEC ルール、取引所ルール等による要請 |
| 3. 証券業の職業倫理とは | 3. 連邦量刑ガイドラインの存在と倫理関連プログラム |
| III. 米国における職業倫理の動向 | 4. 内部通報制度の効果 |

5. 資本市場規制の動向と証券業の自己規律

IV. わが国証券界における職業倫理の動向

1. わが国証券界における職業倫理への取り組み

I. はじめに

市民社会の良き一員であることを望む企業にとって、道徳的な規範が各種活動の是非を判断する基準の1つとして不可欠であることは言うまでもない。

営利企業の基本的な目的は利潤の追求であるが、同時に株主や従業員、地域社会、経営者等の様々な利害関係者間における利害の調整を行い、これら利害関係者間で必然的に発生する利害対立を、社会的に容認可能な水準内にまで抑制することが常に求められる。このような利害対立の効率的な抑制を、法令や自主規制ルールのみ準拠して行うことは困難であり、より根本的かつ上位概念となる道徳的な規範に頼らざるを得ない。道徳的な規範が、日常の業務で応用できるレベルにまで昇華されたものが職業倫理であると言える。

しかしながら、法令や自主規制ルールは社会的意見が最大公約数として統合された存在に過ぎないとは言え、その遵守は他律的であり強制が比較的容易であるのに対して、職業倫理の遵守は基本的に自己の良心に基づく自律的な行為となるため、自主的に遵守する意志に欠ける主体にとっては単なる画餅に過ぎない。更に、道徳的な規範は組織間や個人間で必ずしも普遍的ではなく、絶えず適切かつ標準的な基準を職業倫理として求める努力が不可欠となる。

本稿が分析の対象とする証券業は¹⁾、他の産業と比較して①公共財である資本市場を活用

2. わが国資本市場規制の動向

V. まとめにかえて—職業倫理の浸透を目指して—

し、②当該市場への参加を通じて経済や社会に貢献する特徴を持ち、③その業務には極めて専門性の高い知識が求められる業種である。従って証券業ならびに証券業務に従事する者には、一般的な道徳規範に加えて証券業のプロフェッションに相応しい水準の職業倫理を備え、社会的な名声を高めていくことが絶えず求められている。

本稿では、このような証券業における職業倫理に関して、近年の米国の動向等を踏まえながら、わが国の現状と問題点について考察することを目的とする。

II. 職業倫理を巡る議論

1. 職業倫理の機能と普及アプローチの分類

首藤 [2000] が指摘する、「一般の人びとの金融市場や金融規制に対する不信は、効率性へのみ注目し公正や倫理という概念を十分に議論にとりこんでこなかった、伝統的な金融理論に対する批判をも含んでいるとみるべき…」²⁾は、資本市場を分析対象とする近代経済学の主要な課題を端的に示している。

規範としての倫理は、主体が行動を選択する際に作用する初期条件の1つである。また単なる初期条件に留まらず、選択された行動が継続する間も常に作用し行動自体に影響を与える。そのため、仮に各主体の行動初期段階における倫理の差が些細なものであっても、その差が継

続した場合には、主体によって選択され実行された行動の結果に対して多大な差異をもたらす可能性がある。このように考えれば、倫理に関する議論は「効率性」を基準とした議論と矛盾するものではなく、むしろ効率性の議論にも不可欠な基本的要素であると言える。例えば倫理を土壌に持つ企業文化と長期的な企業価値との関連を分析した Kotter et al. [1992] のように、職業倫理は役職員のモチベーションの向上や企業内での暗黙のルール、役職員間での理解の共有等に影響を与えるだけでなく、これら企業文化を通じて企業価値そのものにも影響を与えることを指摘する先行研究もある。また当然ながら、企業の事業継続性に関するリスクの抑制にとっても重要な要素であることが予想される。更に資本市場におけるコストの観点からも、その存在を無視することは出来ない。資本市場規制に関して分析したミルズ [2004] が述べるように、資本市場で活動する主体に対して職業倫理が十分に効果を発揮しない場合、市場の規律維持は最低限の規範である法令等のルールに過度に依存せざるを得ない。倫理に欠ける主体の増加は、結果として市場におけるモニタリング・コストの高騰をもたらす。特に年金資産に代表されるような長期の資産形成を目的とした運用が行われる市場では、このようなコストの増加はより深刻な問題となろう³⁾。

個別企業の各種コストに目を向けると、職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ペイン [2004] では、企業が倫理的取り組みを行うメリットとして、①明白な不祥事の防止（対外的な名声の確保）、②例えば、社員の士気や信頼の維持に関連する社内発生する軽度な問題によって生じるコストを低減させる、③組織を活性化（組織内の調整コストを低

下）させる、④信頼性の向上とともに、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が低下する、⑤法令等の違反時に生じるペナルティーを軽減させる⁴⁾、⑥社内におけるコンプライアンス・コストを低下させる等の効果を挙げている。これらは結果的に、個別企業が抱えるリスクを抑制し、経営効率を総体的に改善させることになる。

では、このような職業倫理はどのように企業内で普及されるのであろうか。企業内での職業倫理の普及アプローチは、梅津 [2005] や Paine [1994] が分析するように、①他律型（法令遵守型）（法令違反に対する罰則、内部通報制度の導入等）と②自律型（価値共有型）（倫理コードの設定、企業内での教育、倫理文化の育成等）とに大きく分類することが出来る。Paine [1994] では、これらのアプローチをケーススタディによって分析した結果、自律型の優位性を認めている。マサチューセッツ大学のアイセック・アイゼン教授が提唱した TPB（Theory of Planned Behavior）を使用した Hess [2007] では、自律型の優位性を認めつつも、他律型とのハイブリット型が最も優れており、自律型と他律型との配分決定の重要性を指摘している。これらの先行研究で共通するのは、自律型の優位性ととも、その実践に伴う困難さである。自律型のアプローチには、自主的な職業倫理の遵守を基本としながら、倫理コード等の明記された規範の設定や企業内での倫理に関する教育等の適切なプログラムやシステムの導入とともに、経営者によるリーダーシップが不可欠となる。つまりは必要条件として、経営者の主導のもと当該企業の経営戦略に積極的な倫理の導入が行われない場合、自律型のアプローチを用いての職業倫理の普及は望め

ない。従って、自律型と比較して優位性は低いものの、経営者に何らかのインセンティブを与える他律型のアプローチを政策として検討する余地が生じる。

では、実際に職業倫理の自律型アプローチの効果は認められるのであろうか。次に自律型アプローチとして倫理コードと倫理関連プログラム(教育、倫理文化の育成)を挙げ、それぞれの効果を実証的に分析した先行研究の結果を用いて検討しよう。

2. 職業倫理の効果に関する先行研究

職業倫理普及の自律型アプローチとして倫理コード(行動規範等を含む)と企業内倫理関連プログラムを挙げ、それぞれの効果に関する先行研究の結果を見てみよう。

倫理コードは、単に企業内での行動指針や判断基準に留まらず、当該企業の職業倫理への取り組みの代表例として公表されることで、社会的な名声の獲得と維持に貢献する役割を持つ。倫理コードの効果を認めた先行研究としてはSchwartz [2001] が挙げられる。Schwartz [2001] は、4つのカナダ企業の役職員に対するインタビューを通して、倫理コードの存在は役職員の非倫理的行為を減少させる効果があることを認めた。この他、Hess [2007] においても倫理コードの存在が企業内のFraudを発見し抑止する効果や、内部通報を増加させる効果があると指摘している。その一方で、Brief et al. [1996] では倫理コードと反倫理的な行為との直接的な関係を否定しており、また、職業倫理に関する先行研究をサーベイしたSchwartz [2004] の結論では、倫理コードと反倫理的な行為との関係は必ずしも明確とはなっていない。

では、職業倫理に関する教育や倫理文化育成を目的としたプログラムは効果があるのだろうか。倫理的な問題が生じた1,134社のケースを分析したACFE [2006] によると、倫理関連プログラムを実行した企業において発生した非倫理的行為による平均的な損失は、当該プログラムが無い企業の平均的な損失を下回っていた。同様に、米国企業の約4,000人の従業員を調査対象としたKPMG [2006] では、当該プログラムを持つ企業における非倫理的行為は持たない企業と比べて少ないことが報告されている。

これらの先行研究の結果を見ると、倫理コードを単体として捉えた場合、その効果は限定的であることが解る。しかしながら、倫理関連プログラムには倫理コードの設置も含まれているケースが多いことを考えると、より複合的な取り組みとなるほど自律型アプローチは効果を発揮していると言えよう。一方で、職業倫理の対象を経営者に限定した場合、ミルズ [2004] の「倫理関連プログラムは従業員の倫理的行為を向上させる効果があるものの、経営者に対して制約となる保証はない」という主張は経験的にも説得力を持つ。Vo [2007] が述べるように、倫理コードや下記に述べる量刑ガイドライン(他律型アプローチ)の存在は必ずしも経営者の暴走を防ぐ手段とはならないという主張は、例えばEnron社を初めとする過去に発生した企業不祥事のケースを考えれば妥当であろう。米国企業の倫理担当役員の実態の調査としてERC (Ethics Resource Center) が2007年8月に公表した報告書“Defining the Role of the Chief Ethics & Compliance Officer”が裏付けるように、企業内部での倫理担当役員の位置付けは必ずしも高く無い。自律型アプロー

チによって職業倫理の普及をはかる場合、効果的な倫理関連プログラムの検討とともに、経営者の職業倫理に対する姿勢の改善（組織内での倫理担当役員の地位向上）が求められる。

この他、資本市場における評価として、Business Ethics 誌が選ぶ倫理的に優れた企業の発表が企業の株価収益率に与えるアナウンスメント効果を分析した Brammer et al. [2006] を見ると、ランキングに掲載された場合でも短期的に当該企業の株価は S&P500 インデックスを超過するものの、長期的には必ずしもインデックスを超過するとは言えない。資本市場における職業倫理の評価も、現在では限定的であると結論付けている。

3. 証券業の職業倫理とは

本稿が分析の対象とする証券業にとって、適切な職業倫理とはどのようなものであろうか。証券業を含めた金融業の存在意義を情報の非対称性に求めるならば、前掲したペイン [2004] の分析結果が示すメリットは他の産業と比較して大きくなるであろう。証券業における職業倫理の普及は、個別証券会社の社会的な名声の獲得と信頼性の確保をもたらすばかりでなく、資本市場自体の名声と信頼性をも向上させる。このような名声と信頼性の向上は、情報の非対称性によって生じる様々なコストの低減に貢献し、結果として国民経済の成長に貢献するであろう。しかしながら金融自由化の影響を受け、今日の証券会社は、業務内容（ビジネス・モデル）、経営方針、企業文化等で各社の多様化が進み、証券業としての統一的な職業倫理を個別証券会社が細部に亘って適用することは困難になりつつある⁵⁾。このため、証券業としての統一的な職業倫理を基礎としながらも、個別証券

会社が自社の業務や文化的な特性を活かした職業倫理を追求することが不可欠となる。

証券業が基礎として置くべき統一的な職業倫理の内容としては、各国の証券監督当局や証券取引所等が構成メンバーとなる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⁶⁾、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 (図表1参照)。2006年の IOSCO モデルは、証券会社が持つべき基本的な倫理原則項目の提示にとどまらず、倫理的ジレンマを解消するために、4つの段階 (①倫理的問題を解決する簡素モデル、②困難な決断を行うための倫理面でのチェックリスト、③熟考された行動を分析するための指針、④目標の設定と結果の予測) における行動モデルを提示するとともに、倫理文化の養成を目的とした2つの提言 (①倫理文化の創始、②効果的な倫理養成プログラム開発の推奨) までも含んでいる。これら IOSCO の取り組みは、証券業における自律型の職業倫理の普及を目的としたものであるが、その内容を1990年の行動規範原則と比較すると明らかに自律型のメカニズムとして進化が見られる。つまりは、単なる行動指針の提示だけではなく、職業倫理の作用する領域を企業文化レベルまで深化させる必要性と、意思決定の各段階に合わせた職業倫理の効果を分析する重要性が提示されていると言えよう。

一方で、証券業の機能に合わせて自律型のアプローチを分類する試みも見られる。日本証券経済研究所 [2007] が2006年10月から2007年4月まで開催した「証券会社の倫理コードに関す

図表1 IOSCO Model Code of Ethics の概要 (2006年6月公開)
 (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)

①基本的な倫理原則の提示, ②倫理的な問題が生じた場合に必要判断と踏むべき手順, ③倫理文化の育成とプログラム等

I. Guiding Ethical Principal (倫理原則の案内) 「望まれる6つの倫理原則」	
	①Integrity and Truthfulness (統一性と誠実さ) ②Promise Keeping (約束の順守) ③Loyalty – Managing and Fully Disclosing Conflicts of Interest (忠誠—利益相反の管理と充分な開示) ・所属企業と顧客に対する忠誠 ・企業と顧客との間で利益相反が生じた場合, 当該企業は充分, 公平, 正確, 即時かつ解りやすい形での開示を最小限の行為として行う ④Fairness to the Customer (顧客に対する公平性) ⑤Doing No Harm to the Customer or the Profession (顧客や所属する企業 (Profession) の利益保護) ・顧客資産を毀損し, 信頼を失う行為の回避 ⑥Maintaining Confidentiality (機密の維持)
II. Models for Resolving Ethical Dilemmas (倫理的ジレンマを解消するモデル)	
	A. Concise Model for Resolving Ethical Disputes (倫理的問題を解決するための簡潔なモデル) ①合法であるか?, ②バランスはとれているか? (公平性から), ③ (マネージャーが) どの様に思うか? B. Ethics Checklist for Making Difficult Decisions (困難な決断を行うための倫理面でのチェックリスト) ①事実は?, ②深刻な問題点は何か?, ③利害関係者は誰か?, ④代表は?, ⑤代案の倫理的含意は何か?, ⑥意志決定者は, 正当な複数の案があるのかを判断しなければならない C. Guidelines for Analyzing a Contemplated Action (熟考された行動を分析するための指針) ①意志決定者の観点から問題点を考え, 明確にする, ②熟考された行動によって誰が損害を被るのかを認識する, ③逆の観点から問題点を考える, ④意志決定者は熟考された行動を, 投資家, 自社のCEOや取締役会等に自ら進んで報告するべきかを問う, ⑤意志決定者は, 投資家フォーラムや他の一般フォーラムに先駆けて, その問題に関して自ら進んで報告するべきかを問う, ⑥事実と代案について考慮し, 熟考された行動を取るべきか決定する D. Goal Setting and Outcome Predicting (目標の設定と結果の予測) ①問題について述べる, ②問題の取扱いに関して目標 (goal or objective) の設定を行う, ③その状況の事実と関連する要因を限定する, ④それぞれの行動手法に対する結果を予想し, 行っている間の利益が最も大きく利害関係者に与える負の影響が最小となるような目標を最も上手く達成し, かつ, 適法である行動を選択する
III. Ethics Training (倫理の養成)	
	A. Creating an Ethical Culture (倫理文化の創始) B. Recommendations for Developing an Effective Ethics Training Program (効果的な倫理養成プログラム開発の推奨) ①上手く倫理を養成する為の基本的なアプローチ ②倫理コードの構築に続く戦略 ③解りやすい倫理の養成プログラムを展開させる実践的アドバイス

[出所] IOSCO "Model Code of Ethics" (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD217.pdf>).

図表2 「証券会社の倫理コードに関する研究会」が提示するわが国証券業のモデル倫理コード

<p>1. 共通する基礎的項目</p> <p>a) 国民から信頼される職業人としての倫理意識と専門性の保持</p> <p>b) 法令等の遵守</p> <p>c) 利益相反の防止</p> <p>d) 守秘義務の遵守と情報の管理</p> <p>e) 人権の尊重</p> <p>f) 社会秩序の維持と社会的貢献の実践</p>
<p>2. 市場仲介者として（顧客利益の保護）</p> <p>g) 顧客利益を重視した行動</p> <p>h) 顧客の立場に立った誠実かつ公正な業務の執行</p> <p>i) 顧客に対する助言行為</p> <p>j) 受託者責任の完遂</p>
<p>3. 資本市場の参加者として（市場の公平性と健全性の確保）</p> <p>k) 資本市場の担い手として社会的使命の自覚</p> <p>l) 資本市場における行為</p> <p>m) 資本市場の健全性・信頼性を損なう恐れのある行為の防止</p>

(注) 項目のみ提示。

〔出所〕 日本証券経済研究所〔2007〕。

る研究会」（座長：東京大学神田秀樹教授）では、証券業の機能を大きく①市場仲介者としての機能（対顧客業務）と、②資本市場参加者としての機能（資本市場におけるプレイヤー）に2つに分類し、更に、他の産業と共通の基礎的項目を加えた3つのパートについて、わが国の証券業のモデル倫理コードを提示している（図表2参照）。更に当該研究会からは金融商品取引法上の認可金融商品取引業協会である日本証券業協会に対して、自律型の職業倫理の実効性を確保する試みとして、①倫理の観点から個別証券会社の行為を検討する会議体である「行動規範委員会」の設置提言や、②証券界における倫理文化の普及と啓発に関する活動の要望等も行っている。日本証券業協会は証券業の自主規制機関としての役割も果たしている点を考慮す

ると、これらは証券会社の自律型アプローチを補完する他律型のアプローチであると言え、日本証券経済研究所〔2007〕はわが国の証券業において、初めて自律型と他律型を組み合わせたハイブリッド型の職業倫理アプローチを提言した報告書であると言える。

このように、職業倫理に関する先行研究の蓄積とともに、証券業の職業倫理における自律型アプローチに関する議論も近年活性化の方向にある。しかしながら上述したように、自律型のアプローチは他律型に比較して優位性を持つものの、その実効性には常に困難が伴う。自律型を有効せしめるためには、効率的な他律型アプローチの導入が不可欠となろう。以下で、米国の制度例を中心に証券業に関連する他律型アプローチの変遷を見る。

III. 米国における職業倫理の動向

1. SOX 法の影響と職業倫理の他律型アプローチ

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⁷⁾、文中に倫理 (“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) が含まれるという一文のみであった⁸⁾。

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

図表3 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
<p>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ず、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。</p>
(b)倫理コードの変更
<p>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。</p>
(c)定義
<p>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。</p> <p>(1)個人的および職業的関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</p> <p>(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</p> <p>?適用される政府規則・規制の遵守。</p>
(d)規則制定の期限
<p>委員会は、</p> <p>(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、</p> <p>(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。</p>

(注)「委員会」とは、米国証券取引委員会 (SEC) を意味する。

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関連の連邦法と言えよう。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が声明した“A New Ethics of Corporate Responsibility”(http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020709.html)が解りやすい。企業に対して倫理の保持を強く求めており、小口の投資家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規則の整備等が強く求められている。これらは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、①Sec.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等の検査時等のチェック項目として“Ethics Standards”が明記され、②Sec.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、Form 8-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 Form 8-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3参照）。更に、③Sec.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職業倫理との関係は解りにくいですが、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、④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⁹⁾。（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、米国における他律的な職業倫理の遵守に関する動向は、SOX法を契機に大きく変化したと言えよう。

2. SECルール、取引所ルール等による要請

SOX法 Sec.406における要請に従い、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¹⁰⁾。

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¹¹⁾。すなわち、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員に留まらず一般従業員までも対象とした職業倫理の適用が求められている。従って、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、全米証券業協会（NASD）（現 FINRA）が Rule 2110, Rule3010(a), Rule3013, IM-2310-2で複数のルール等を制定している¹²⁾。特に Rule2110は単なる精神規定ではなく、Rule 2110への違反によって NASD が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。

3. 連邦量刑ガイドラインの存在と倫理関連プログラム

現在、証券会社を含めた米国の大手金融業のほとんどは、倫理コードないしは行動規範（Code of Conduct）を保有している（図表4

図表4 Merrill Lynch 社の倫理コード

Merrill Lynch & Co., Inc. 「Guidelines for Business Conduct: Merrill Lynch's Code of Ethics for Directors, Officers and Employees」	
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

(注) 項目のみ揭示。

(出所) Merrill Lynch 社の HP より抜粋。

図表5 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。

は Merrill Lynch 社のケース)。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¹³⁾。

連邦量刑ガイドラインとは (<http://www.ussc.gov/guidelin.htm>)、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。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、職業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の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¹⁴⁾。図表5は梅津 [2005] から援用したアクメ社のケースである。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。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が生じると言えよう。

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や倫理のプログラム」(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、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の7つの要件が含まれており、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のプログラムがSec.8B2.1として独立するなど、職業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、これらは他律型アプローチを用いる諸制度であり、職業倫理の自律的な遵守の浸透をもたらすには不十分で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。余談である

が、両社の破綻後に、これらの倫理コードが米国のオークション・サイトであるeBayに出品され、Enron社の倫理コードには10ドルから20ドル、WorldCom社の倫理コードには99セントの値が付けられていたそうである。単なる外部からの押しつけにすぎない形骸化された職業倫理の設定は、僅か99セントほどの価値しかもたらさない¹⁶⁾。

4. 内部通報制度の効果

他律型アプローチに属する制度の1つとして、内部通報（Whistleblower）制度が注目を浴びている。内部通報制度は、企業のFraud等の発見と抑止が目的であり、職業倫理の他律型アプローチの1つとして捉えることが出来る。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¹⁷⁾。

上述したように、SOX法において①内部通報者制度の整備（Sec.301）と②内部通報者の保護（Sec.806）、③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¹⁸⁾。例えば、ACFE [2006] では企業不祥事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] によれば、①2004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)、②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¹⁹⁾。

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コードが必要となる。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コード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の自律型アプローチの存在によって左右されることが解る。つまりは、職業倫理の普及にとって自律型アプローチが優先であり、他律型アプローチが補完する方式が最も効果が高いと言える。

5. 資本市場規制の動向と証券業の自己規律

SOX法を初めとして、米国では他律的な職業倫理の導入が試みられて来た。その一方で、証券業に従事する者に対して、自律的な職業倫理を求める声も次第に大きくなっている。その要因の1つは、2006年より議論が高まっている米国の資本市場規制の転換議論に関連する。

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。その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」(<http://www.capmksreg.org/research.html>) である。当該中間報告書において、SECおよびFINRA等(注12を参照)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、よりプリンシプル・ベース(原則ベース)を重視した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。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、①ルールが屋上屋を重ね複雑になっている、②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、③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発せられた。このようなプリンシプル・ベース

の規制体系下では、証券会社による自律的な職業倫理の遵守が不可欠となり、業者自身による自己規律の徹底が求められていくことが予想されている。

更に、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) (<http://www.capitalmarketscommission.com/portal/capmarkets/default.htm>) 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。これらの報告書や、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」(グリーンズパン前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、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(2007年6月27日)。

2008年以降、米国では資本市場の規制体系の改革が予定されている。その中心はプリンシプル・ベースへの移行であるが、これはすなわち、証券会社に対して自己規律の徹底と自主的な職業倫理の遵守が要求されていくことに他ならない。このように、米国ではSOX法に代表される他律的な職業倫理の遵守とともに、自律的な職業倫理の遵守を求める道筋が示されたと言える。

IV. わが国証券界における職業倫理の動向

1. わが国証券界における職業倫理への取り組み

わが国の証券界における職業倫理への取り組みとしては、①1991年の証券不祥事への反省から証券界共通の倫理として作成された「平成3年版:倫理綱領」(日本証券業協会, 1991年8月)、②米国のアナリスト問題を契機に公表された「証券アナリストの職業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)、③証券界および個別証券会社の倫理コードに関する調査・検討を目的に活動した倫理コード研究会「証券会社の倫理コードに関する研究会報告書」(日本証券経済研究所, 2007年4月)(前掲)などが挙げられる。

この中でも倫理コード研究会は、調査の一環として実施された各証券会社(日本証券業協会会員, 2006年11月時点で308社)が保有する倫理コードに関するアンケート調査の結果を分析している。この調査結果を見ると、回答した証券会社の約半数が倫理に関連する何らかの規範を保有していることが解った。24カ国2,681社を対象として国際的に倫理コード等の保有と適用等の比較分析を行った Scholtens and Dam [2007] でも、わが国は国際的に比較して倫理コードの保有が積極的である(平均から5%水準で正に乖離)ことが示されている。しかしながら Scholtens and Dam [2007] によると、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)との結果が出ている。このように、保有が正である一方で適用が負となる国は日本のみであり、全体のスコアに関しても香港やシンガポールに次いで評価が低い結果となっている。倫理コード研究会による調査は、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、証券界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。しかしながら、倫理コード研究会の調査と合わせて各証券会社に提出を求めた、各社が実際に使用されている倫理関連の規範をもって判断すると、より洗練された職業倫理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活動の必要性はむしろ高いと言える。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。

2. わが国資本市場規制の動向

米国と同様にわが国においても、資本市場規制に関する議論は活発であり、特に今年になってから複数の重要な報告や方針が公開されている。例えば、①日本証券業協会が公開した「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—」(4月)、②金融審議会金融分科会による「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」(6月)、③金融庁「平成19年事務年度金融商品

取引業者等向け監督方針」(8月)などによって、わが国資本市場規制のあり方が議論されている。これらの報告等では共通して、ベター・レギュレーションの下、プリンシプル・ベースでの規制体系を促進させる必要性が述べられており、米国と同様に(英国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)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は規定路線であると言えよう。

わが国におけるプリンシプル・ベースの規制に関する議論が熟成しているとは言い難く、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・ベースの規制では、証券会社による自己規律の徹底と自主的な職業倫理の遵守は不可欠となることから、更なる自律的な職業倫理遵守の要求は強まることが予想される。

V. まとめにかえて

—職業倫理の浸透を目指して—

米国における実証を用いた分析の多くは、職業倫理を効果的に浸透させるためには、自律型アプローチと他律型アプローチの2つの普及メカニズムの最適な配分が必要となることを示している。また、適切な職業倫理を企業文化に取り込んだ企業は、長期的に見て企業価値が高いとの報告もある。証券界や各証券会社による自主的な取り組みによる自律的な職業倫理の遵守を中心とし、他律的な遵守を法令等によって補完的に促す制度が理想型となろう。

紙幅の都合で本稿では詳細に紹介することが出来ないが、英国のFSAはハンドブックの「高度な基準」(High Level Standards)にお

いて、11の項目から構成される「業務原則」(Principles for Business)を明記し、プリンシプル・ベースの規制を前面とした業者規制を行っていることで知られている。近年、FSAは更なるプリンシプル・ベースへの移行を表明しており、2007年から3年間で50,000,000ポンド(約115億円)の予算をプリンシプル・ベースの強化費用に計上している。このような資本市場規制の変化が、証券界に自律的な職業倫理の遵守を更に求めるであろうことは改めて言うまでもない。

上述したように、わが国でも米国や英国と同様に資本市場規制を見直す方向にあることから、証券界に対して自律的な職業倫理の遵守を強化することが求められるだろう。むしろ、このような要求を待つまでもなく、良き市民社会の一員として、証券界は率先して職業倫理への取り組みを行うべきである。資本市場でのプレイヤーとして果たす機能や対顧客業務として果たす仲介者としての機能等、証券業の機能を分析し、各機能に合わせたプロフェッションとしての職業倫理を確立するとともに、このような職業倫理の遵守を促進させる他律型の普及メカニズムを探求することは証券界の命題でもある。自主的な遵守の意志を欠いたまま外部から押しつけられた倫理は、僅か99セントの価値しかもたらさない。

注

- 1) 2007年9月30日に完全施行した金融商品取引法によれば、従来の証券業は「金融商品取引業」となり、証券会社も法律上は「第一種金融商品取引業」に分類される。しかしながら、本稿では従来の慣習に基づき証券業ならびに証券会社を呼称として用いる。
- 2) 首藤 [2000] 104頁より抜粋。
- 3) ミルズ [2004] は、米国で指針や判断に細かいルールを採用し、倫理の代わりに法律を使用したことが、企業の倫理が低下した要因であると述べている。米国は他民族国家であるため、倫理の共通化には困難が伴うことが

考えられるが、ミルズの指摘は、倫理の存在が個別企業の効率性や資本市場監視のあり方に留まらず、国民経済にも影響を与える重要性を示唆していると言えよう。

- 4) 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。
- 5) 例えば、証券業への新規登録も増えている。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、2007年10月末時点では317社まで増加している。特に、2006年はネットで35社が増加している(2006年12月末時点では307社)。
- 6) 1990年にチリのサンチアゴで開催された第15回年次総会において、IOSCOは①誠実・公平、②注意義務、③能力、④顧客に関する情報、⑤顧客に対する情報開示、⑥利益相反、⑦遵守から構成される「7つの行動規範原則」を採択、公表し、証券会社が守るべき基本的な原則として定めた。更に、2006年3月に公開されたIOSCO専門委員会「市場仲介業者のコンプライアンス機能:最終報告書」(Compliance Function At Market Intermediaries: Final Report)において、「市場仲介業者は、法律の条文の遵守だけではなく、高い倫理基準や投資家保護基準を尊重し、また、それを促すような企業文化を醸成することも同時に重要である。」ことを指摘している。
- 7) <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>
- 8) “Such rules and regulators may include requirements for the adoption of code of ethics by registered investment companies…”
- 9) 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。
- 10) 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。
- 11) 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。
- 12) 全米証券業協会(NASD)はニューヨーク証券取引所の上場証券会社に対する自主規制部門を統合し、2007年7月30日より全米金融業規制機構(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)へと名称を変更している。
- 13) 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。従って、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限られる
と言えよう。
- 14) 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。
 - 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) Enron 社の倫理コード (2000年7月に改訂され、全文で63ページにも及ぶ詳細な内容であった) で最も高い値段がついた出品には、出品者によって「未読本」(“Never Been Read”) のコメントが付いていた。元従業員による強烈な皮肉であろう。
 - 17) 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。
 - 18) 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。
 - 19) 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。

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 [2000] 「資産運用産業の行動倫理と効率」筒井義郎編『金融分析の最前線』第4章，東洋経済新報社
- 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』，日本証券経済研究所
- ペイン，L. シャープ [2004] 『バリュースフトー企業倫理の新時代ー』毎日新聞社
- ミルズ，D. クィン [2004] 『アメリカCEOの犯罪』，Springer
- 若園智明 [2007] 「証券業の職業倫理ーアメリカの動向とわが国の現状ー」『証券レビュー』第47巻，第10号，pp.101-115
- ACFE [2006], “*The Biannual 2006 ACFE Report to the Nation Occupational Fraud and Abuse*,” (<http://www.acfe.com/fraud/report.asp>).
- Brammer et al. [2006], “The Stock Performance of America’s 100 Best Corporate Citizens,” *ICMA Centre Discussion Papers in Finance*, DP2006-06.
- Brief et al. [1996], “What’s Wrong with The Treadway Commission Report? Experimental Analyses of The Effects of Personal Values and Code of Conduct on Fraudulent Financial Reporting,” *Journal of Business Ethics*, Vol.15, No.2, pp.183-198.
- Dyck et al. [2007], “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud,” *NBER Working Paper*, No.12882.
- 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.
- Kotter et al. [1992] “*Corporate Culture and Performance*,” Free Press.
- KPMG [2006], “*Integrity Survey 2005-2006*,” (<http://www.404institute.com/>).
- 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. [2004], “Managing for Organizational Integrity,” *Harvard Business Review*.
- 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.
- Schwartz, Mark. S. [2001], “The Nature of the Relationship between Corporate Code of Ethics and Behavior,” *Journal of Business*

Ethics, Vol.32, No.3, pp.247-262.

Schwartz, Mark. S, [2004], "Effective Corporate Code of Ethics: Perceptions of Code Users,"

Journal of Business Ethics, Vol.55, No.4, pp. 321-341.

Vo, Thuy, [2007], "Lifting the Curse of the SOX through Employee Assessments of the Internal Control Environment," *The University*

of Kansas Law Review, Vol.56, Issue.1.

Young, Stewart. M, [2004], "Whistleblowing in A Foreign Key: The Consistency of Ethics Regulation under Sarbanes-Oxley with The WTO GATS Provisions," *Denver Journal of International Law and Policy*, Vol.32, No.55, pp.55-85.

(当研究所主任研究員)