

イギリス証券規制の最近の動向（三）

——自主規制の力学——

中村俊夫

（承前）

四、自主規制路線の修正

（一）マックスウエル事件

イギリス人には、外国人に対する寛容さ、懐の深さというべきものがある。好きな国、嫌いな国はあっても、直ぐ拒否反応を起こしたり、余所者として排除したりはしない。恐らくじっと観察してから、やおら態度を決めることになるだろう。

個人主義の国であり、イギリス人同志の間でも、

互いに外国人のようである。周知のように、イギリス本島は三つに分かれるし、すぐ横がアイルランド共和国である。今もなお、階級的差別がないようでありながら確かに存在し、上層と下層では日常英語の発音が違い、読む新聞が違ったりする。アメリカ同様な種の坩堝である。いちいち拒絶反応を起こしては、身体が持たない。同じ島国といっても、日本とは国の成り立ち、歴史がまるで違う。

イギリスが歴史上「島国」の中に閉じ籠ったのは、エリザベス一世（在位一五五八—一六〇三）

の五〇年程にすぎないと歴史家（東京女子大学・今井宏教授）はいつている。先住ケルト族のいるブリテン島にアングロ・サクソン族が侵入するのは五世紀である。その後一時デーン人（スエーデン）に支配されて北海帝国の一部になり、ノルマン人（北フランス）に支配されたときは大陸国家になる。流民、難民、亡命者を多数受け入れ、大植民地帝国であった時代には、世界各地の民族と現地で直接に接触し、第二次大戦後植民地が独立するようになると、大量の移民が流入してきた。イギリスは、民族複合国家ともいわれる。

これに比べると、日本人の場合は、全くの異人種、白人と出合うのは、一五四三年の種子島における鉄砲伝来の時であり、その後鎖国による中断があるから、一八五三年の黒船来航から数えれば、一四〇年、外国人との接し方を覚えるのにまだ何年もかかる。

イギリス人の外国人に対する寛容さが裏目に出るのが、マックスウエル事件である。もちろん、幾らいギリス人が懐が深いといっても、チェコ貧村のユダヤ人（本名ヤン・ホッホ）として育ち、学問もない男がイギリス社会に入り込み、名士にのし上ってゆく道筋は波瀾万丈で、容易いものではない。一貫しない言動や強引なやり口はしばしば反感を持たれ、外国人であることが問題にもされる。しかし、何度も挫折し、再起不能と思われるながら奇跡の復活をなし遂げるのは、超人的なエネルギーに加え、上層階級の不人気やビートルズが持て囃される時代空気があったし、人間味を備えた人物でもあったのである。外国人でも、この男なら新時代に相応しいかも知れないという期待があった。そうでないと、労働党の公認候補になり、激戦区で当選して下院議員（一九六四年の第一次ウイルソン政権）になることはできない。そ

の頃は、パーガモン社という出版の上場会社社長として可成りの資産家であり、ロールス・ロイスで選挙区を乗り回したのであるから奇妙な風景である。しかし、遂に閣僚になることはできない。

一九九一年一月五日、豪華ヨットから行方不明になり、大西洋上死体で発見され、イスラエルで国葬のようにして埋葬されるまでの一生は、パウアーによる伝記「ザ・アウトサイダー」(邦訳「海に消えた怪物」⁽¹⁾)に詳しい。戦中イギリス軍に入隊、戦功十字章を受けて大尉まで昇進、戦後多数語(自称一ヶ国語)を喋れることとチャンス把む機敏さ、活力で奮進、一九八四年労働党系の全国紙であるデイリー・ミラー紙を買収して社主になる。一九八〇年代は世界的に買収合戦の盛んな時期であり、マックスウエルは買収・売却を重ねてフランス、ソ連、アメリカなどに進出、多くの世界的政治指導者の面識を得る程の有名人に

なった。アメリカの名門出版社マクミラン社を二〇数億ドルの銀行借入で買収(一九八八年)したことから次第に資金繰りが破綻し、死後、膨大な債務超過、マックスウエル支配下のグループ企業間の秘密融資、企業年金基金資産の盗用が発覚する。二月五日、数百社という大企業集団が倒産して評価は一転、「世紀の詐欺師」(The Crook of the Century)になる。

彼にとってルール違反は物の数ではなく、法律、裁判制度、会計監査制度などは起業欲を満たすための道具にすぎなかったようである。経営難の会社を買収して自己流で再建して事業を拡大してゆけば、それは社会に貢献したわけであり、自分を有名にする。年金資産の盗用(勝手に持ち出し借入担保に供する)について、パウアーは、一時的に借りて返還する積もりが、次第に不可能になったものと解している。そうかもしれないが、

何故誰もチェックできなかったのだろうか。

彼に最後に関わった人間、金融機関が災難だった。多数の世界一流の銀行、証券業者が取立て不能に泣き、シティは信用を落した。そして、このマックスウェル事件がイギリス証券規制体制を直撃したのである。なぜなら、年金資産盗用の舞台になったのが、BIM⁽²⁾およびLBI⁽³⁾というマックスウェルが支配する二つの投資管理会社であり、いずれも投資管理規制団体(IMRO)の会員として、認可業者だったからである。負債総額二七億ポンド、行方不明資産七億七〇〇万ポンドのうち、デイリー・ミラー・グループ年金基金から三億五〇〇万ポンド、他の年金基金から七九〇〇万ポンドとされた。この盗用は、年金基金⁽⁴⁾の規制が信託法に基づいているという法制上の不備も原因であったから法改正が進められる一方、三万人の現(旧)従業員が今だに裁判の行方を見

守っている。問題は、何故IMROが、マックスウェル(のような人間)が実権を持つ会社を安易に会員に認めたか、そして盗用が防止できなかったのか、ということになる。

以上、マックスウェル事件の簡単な説明を終えるに当たり、その起業家人生におけるある大事なトピックに触れて置かなければならない。

一九六八年一〇月、マックスウェルはニューズ・オブ・ザ・ワールド紙の買収に乗り出し、結局オーストラリアの新聞経営者と争って敗れる。マックスウェルにとって、この買収合戦がシティの表舞台への最初の登場であるが、同年三月設置されたテークオーバー・合併審査会(パネル)にとつての試金石ともなり、失態が非難されて初代マインール委員長が更迭させられている。マックスウェルは新聞社主の夢を捨てず、サン紙買収の資金獲得のため、自分が大株主会長であるパーガモ

ン社をアメリカのリースコ社に売却しようとする。（六九年六月、リースコ社が買収計画を正式発表。）しかし、パーガモン社および子会社の財務処理、既発表利益予想に疑問が続出し、リースコ社は買収提案の撤回を希望して、撤回する権利があるか否かの決定を、新陣容に変わったパネルに委ねる。ショックロス新委員長は、リースコ社の買収撤回を認め、詳しい調査を商務省に依頼するという経緯を辿るのである。⁽⁵⁾

問題は、一九七一年七月発表された商務省報告（第一回検査官報告書）の内容であった。数多くの虚偽または誤解を招く報告が行われてきたとし、結論部分では次のように書かれていた。

「マックススウェル氏の能力と行動力はだれも認めるところだが、遺憾ながら、われわれの見解としては、上場企業の経営者として信頼するに足る人物ではないとの結論に達した。」

（上岡訳）

この強烈な「判定」は、バウアーのいうとおり調査の権限を越えるものと考えられるし、実業界から爪弾きにしようとする意図が濃厚であった。実際、いったんは実業界への復帰が不可能とみられたが、不死鳥のように甦えり、また自己流の企業経営を始めて二十年後のマックススウェル事件になるわけである。この復帰については、保守エスタブリッシュメント側の労働党いじめという構図で眺める一部の世論も味方したようである。しかし、政府報告書によるこの判定は、マックスウェルに一生ついて回ることになり、IMROが入会審査において十分顧慮することを怠ったと指摘されるのである。以上のニューズ・オブ・ザ・ワールド買収提案から四年間ばかりのマックススウェルの動き、周囲の人間模様について、バウアーは綿密な取材に基づき、五章にわたって実に詳細に記

述している。

以下では、次第に明るみに出たマックススウェル事件の衝撃と諸制度改革の動きの中から、シティの自主規制体制に関わる部分に限定して書いてみることにする。

(二) ラージ報告

イギリス証券規制上、先づ非難の矢面に立ったのは当然IMROである。IMROは下院社会保障特別委員会から早速、金融サービス法の下における規制上の役割、マックススウェル事件との関わりにつき、報告を求められる。一九九二年三月この報告書⁽⁶⁾が公表されたが、①BIMの入会審査において、マックススウェル本人の業界の評判も一九七一年の商務省検査官報告書も、入会拒否の十分な根拠になり得なかったし、②その後の臨店検査でも重大な違反を発見しなかったと書かれた。

LB Iについても略々同様であり、おまけに、入会承認の直前において貿易産業省から旧法による免許が与えられていたのであった。確かに、金融サービス法は、自主規制機関(SRO)の入会承認の規則が公平かつ理に適ったもの(fair and reasonable)であることを要求し、入会申請を拒否された者に再審請求の道を開いている。自主規制機関が恣意的な会員選別を行わないようにしたわけであるが、これが裏目にでたということである。しかし、シティ金融機関が多額の融資をしているマックススウェル企業グループの会社を拒絶するのは、難しいことであろう。

IMROには同情すべき点が多い。マックススウェルが会長であるBIMのような「イン・ハウス投資管理」専業で非営利目的の会社は、特殊なOPS会員(職域年計画メンバー)として入会させたのであり、金融資産要件を課さず、業務行

為規則の適用も一部だけであって、IMROとの接触の機会は少ない。BIMは、六つのマックスウェル企業の職員年金計画（受託者を兼ねる）が設立した共通基金（Common Investment Fund）から投資管理者に任命され、六受託者を顧客にしているだけなのであり、年金加入者とは直接の関係がない。金融サービス法が基本的規制対象にする投資家と証券業者の関係とは趣きを異にする。BIMと六受託者がみなマックスウェルの息が掛つていても、信託法を基本にする年金基金法制上容認されてきた問題であった。

IMRO報告書は、年金基金運営上の法制、制度上多くの改善すべき点をあげたが、金融サービス法の下における規制については、いかなる監督システムであっても、窃盗のような故意の不正（特に上層部による）に対し安全を保証できるものではないとして、自らの責任を認めなかった。

下院特別委員会是他にも多くの証言を求め、同年三月委員会報告を発表した。信託法に代わる新しい年金法作成のための委員会の設置、年金資産担保でマックスウェルに融資した金融機関の少なくとも道義的責任に基づいての返還⁽⁷⁾などであるが、議会が行った聴聞会について同委員会は、「証言者がみな本事件の責任に対し公衆の面前で手を洗う光景には、ピラトも赤面する程であった」といい、IMROに関してはBIMに対する監視が弱すぎ、シティ自主規制体制は、規制を殆んど要しない者にしか有効でないと非難した。

段々とこの辺から、世論の証券規制体制への批判が強まる。確かに窃盗は行われ、それは認可業者（経営者のマックスウェル）が行ったのである。何故発見できなかったかという単純な疑問であるが、そこには、基本的なシティ不信がある。

エコノミスト誌の指摘⁽⁸⁾によれば、IMROの委

員の三分の二はIMROに規制される業者の人間で、委員の一人コルサン氏は、マックスウェル・グループ二社の役員を兼ねていた。BIMやLBIの入会、監視に直接関わりはなかったが、IMROが手心を加えなかったかどうか疑われる。アメリカでも働いた経験を有する投資管理者によれば、検査の場合アメリカは予告なしに現われて、犯罪があるかのように質問をする。SEC検査官の野心は、成績をあげて一流ウォール街法律事務所就職することであるが、IMRO検査員の場合は、業者のコンプライアンス・オフィサーとして雇われることという違いがある。業界代表の多い委員会に検査報告する段でも、穏やかなものになろう。イギリスSROの会員検査は、イングランド銀行検査の次に脆弱だとされる。業者の経費負担であるから、検査官一人当り約三〇社を監視しなければならない。

六月始めIMROは証券投資委員会(SIB)に報告書を提出し、これは係争中の裁判に影響があるとして公表されなかったが、その中で遂にIMROが責任の一端を負うことを表明した。そして、コルサン委員の退任に続き、六月二九日ニッセンIMRO委員長の引責辞任が発表される。ニッセン氏の委員長としては最後になったIMRO年次報告書(六月二日付)の中で、もっと良い監督の仕方があったであろうが、「マックスウェルのような地位の者が詐欺に走れば、幾らでも事を秘密に運べるのであって、われわれが完璧に規制義務を果たそうとしても、喰い止められるものではない」と書き残したことは大変印象深い。

兎も角多額の資産が失われ、多数の被害者が救済を求める社会問題になれば、誰かが責任を負わなければならない。それはIMROだけに止まら

ず、SIB、証券規制体制の全体に及んでゆく。

SIBは、IMROから出された報告書に、それに対する評価およびSIB自身の本事件への取組みの説明書を添付して大蔵省に提出した。（六月七日から、金融サービス法の証券規制は大部分、貿易産業大臣から大蔵省の所管に移った。）そして、七月九日その内容の要約をプレス・リリースする。当日深夜、下院本会議では職域年金計画の質疑を行っており、労働党が政府による年金加入者の救済を訴えていたが、プレス・リリースに表われているイギリス証券規制の現状を厳しく追及する。「IMROは業者の善意と職業倫理にあまりに依存した」というSIBの説明に啞然としたといい、大衆は、（監視活動で）紳士的行動以上のことを期待してきたのである。緊急な検査スタッフの経験、熟練および組織強化を提言しているが、SIBは、IMROを規制機関に承認して以

来、何をしてきたかということである。IMROの失敗後も現行体制を続けたいならば、政府は、土台はまだ堅牢であると思われるを納得させるべきである。SIBは、自主規制の「原則」を定め、SROの自己評価システム（後出）を実施させていたのだから、IMROと同じ責任を負うべきだとした。政府側として回答したのは大蔵省経済担当大臣であり、かつて金融サービス法および八九年法の審議においてSIBの独立性確保に論陣を張ったネルソン氏である。彼は、SIBとIMROが懸命に改善に取り組んでいる状況を説明し、マックススウェル事件は現行規制体制そのものの欠陥ではないとして、今後の規制基準の強化を約束する。SIBは、IMROが規制能力を向上させることを条件として、今回の失敗は公認SRO資格を取り消す程根源的なものではなかったと結論する。

以上のような経緯を経て、同七月、大蔵大臣はSIBに対し、次のような付託事項の検討を求めた。

「SIBが金融サービス法下の規制責任を現在どう遂行しているかの検討。特に、SIBが責任を持つ公認機関（SROその他）が継続的に義務を果たすよう、それらを監視する方法について特に言及すること。」

この検討では、マックスウェル事件に関連してSIBがIMROに行った監視活動の自己評価、SIBとIMROが事件後改善のため取った行動、および規制基準の遂行を向上させる一般的必要性を十分に考慮すること。」

この検討作業は、完成後大蔵大臣から議会への提出が予定された。SIBの中に独立チームが編成され、証券先物委員会（SFA）から二名、イングランド銀行から一名参加した。しかし、

SIB委員長個人の見解ということになる。期限より二カ月遅れの一九九三年五月に完成、公表されて、委員長の名前からラージ報告⁹⁾とよばれる。

SIBの広い業務範囲の全体をカバーすることになるので、本文だけで一〇三頁と大部であり、イギリス証券規制の現状が示されることになった。

全五部一六章で、各章の末尾に幾つかのSIB行動プラン（action point）が付く。殆ど一年を要し、また大部になったのは、ウオーカー委員長の任期満了で六月から就任したラージ氏（ユーロ債市場に精通し、初代TSA委員長を経験）が、従来のSIB規制に捉われない新体制の創出に意欲を燃やしたものとみられる。所管が変わったばかりの大蔵省と、新しい関係を築く基礎にもなる。

さて、大蔵大臣の付託事項を良く読んでみると分かるように、結局これはSIBとSROの関係をどうするかを問いつけているのである。マッ

クスウェル事件でIMROが責任を認めたが、SIBも従来のSROにたいする監視制度からの脱却が迫られている。そして、これには少々歴史があるのであり、一つは、一九八九年会社法の成立間際の十一月、上院本会議でTSA委員でもあるブリッジス議員の行った質問である。金融サービスの目的の達成は、経験ある業者の団体であるSROに依存することが決まっているが、この時の法改正でSIBが「原則」と「コア規則」を作成し、コア規則をSROに指定する方法が採用されると、権限が中央に集中して、SROの役割が低下する危険がある。したがって、政府にはSROの役割を変える意図が背後にあるのかどうかということである。この時政府は、規制上の中心的役割はSROであることを明言している。

もう一つは、その後間もなくの一二月始め、SIBが規制機関上層部に秘かに配布した文書か

ら生じた騒動である。内容は、市場関係犯罪の増加に対処するため貿易産業省から会社法上の調査権などを授権する案、規制機関の数が多過ぎてSIBの権限行使に支障があること、各SROの業務遂行態度に差があり過ぎて投資家保護と業界の健全性保護のバランスが崩れており、SRO業務の監視にSIBがもっと強い役割を果たす提案等であった。従来から、政策決定や規則採用に中心的役割を失ってきたSROは猛反発し、特にIMROなどは「強い中央集権的思想である」と決めつけ、「SIBの本来の役割は、SROが初めに発議したものの仲裁者または調整者のそれである」と反撃した。ウオーカー委員長は、驚いて貿易産業省からの権限委譲を提案することではなく、業者主導の規制システムを覆えすような変更もあり得ないと発言する。その後SIBは、SROとの関係の問題から遠去かるのである。

以下、ラージ報告により、その最重要検討事項であるSIBとSROの関係に焦点を当てて、今後自主規制路線をどのように修正しようとするかをみよう。

先づマックススウェル事件までの状況であるが、SIBのSROに対する監督として、一九八八年「中央監視ユニット」なるものを設置した。四人編成の専門家チームで規制機関の規制活動を調べ、SIB職員への助言を行っていたが、実際上は有効に機能しない。それはニュー・セツルメントが始まり、SIBの過剰規制の典型のようにみなされた結果のようである。一九八九年から「自己評価報告」(SAR) システムに移行する。これは、各SROが年一回、規制責任の遂行結果を自ら批判的に評価報告するだけのものである。つまりニュー・セツルメント以来、業界でSIBの干渉が歓迎されない風潮となり、SIBもSROを投資

家保護のパーナー視するようになったという。

そこでラージ報告が主張する今後のSIBの役割は、第一に基準の設定者(第三章)であり、第二に規制機関の監督者(第四章)であることという。基準の設定者とは何かというと、規制機関が高い投資家保護や公正な市場の理想に燃えていても、それは主観的なものであり、何が期待されているかの明確な基準(規制基準と投資家保護基準)が必要である。その基準を天下に公表して、SIBが監督する上での指標にするのである。SIBはまた、規制責任の遂行尺度(performance measure)も作成する。

次に、SIBは規制機関の監督者になることを宣言している。そして、次のように監督の方法を強化するという。①従来の通報規則を改正して各規制機関別の十分かつタイムリーな通報を要求する。②SIBが受けた情報の確認手続を設ける。

③全規制機関から年次「運営プラン」(Management Plan)を提出させる。④運営プランの検討を通じ、SIBと規制機関の双方の委員会レベルの間で、責任遂行尺度のための年次目標につき合意を図る。⑤毎年双方の代表者間の会合を持つ。

⑥定期的な上級職員間の接触の機会を持つ。⑦SIB職員が特定分野に焦点を当てる訪問を行う。⑧規制機関の規制活動のチェックのため、適宜選んだその会員業者を訪問する。⑨これらの訪問の結果である規制機関の規制遂行状況報告を公表する。このような監督強化のほか、規制機関に基準上の欠陥が見つかって改善に同意しないときは、遵守命令、承認取消命令、情報徴求、規制指定、会員訪問などの介入を行うとも宣言する。

ラージ報告には、その他多くの法改正を要しない改革案が盛り込まれたが、九三年五月公表されると、ラモント大蔵大臣の無条件の支持が伝えられ

る。しかし、SROの委員長達は当然のこと乍ら、マックススウェル事件の後では監督強化は止むを得ないという態度であったものの、SIBの会員業者訪問には懸念を示した。

（三）その後

ラージ報告の方向でSIBがSROを常時監督下に置くとなると、業者による自主規制体制という本質は変わらないが、従来の体制からみれば可成りの路線修正である。SROの役割は、第一線の会員業者規制の分野には特化させられ、そのSRO会員監視も、SIBが直接に会員業者を訪問してチェックするというのである。ラージ氏は、法改正を伴わない、二層式規制システムによる監督の強化を付託されたのであるから、このような方策しかなかったともいえる。

SIBの独立性（委員会の構成―第二章）の

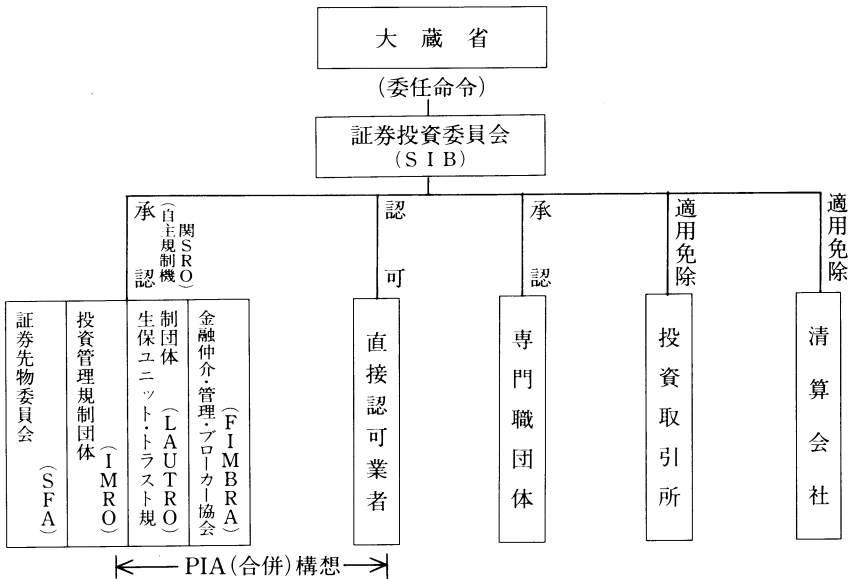
問題については、余り際立った提案はしていない。一三名（執行メンバーの委員長、専務委員を除けば一一名）の委員のうち、公益委員三名という現状については、委員全員が公益代表とみなされる位に業界一流人だけで構成されること、業界経験と知識は委員会として重要であるが、現職業界人が一一名の過半を占めないこと、などを要望した。公益性と権威を高め、SROに対して睨みを効かせたいところである。

結局、マックスウェル事件は、シティ自主規制に警鐘を鳴らしたのである。昔のようにロンドン証券取引所が証券取引業者を監視し、イン格蘭ド銀行がマーチャント・バンク等に目を光らせていた時代は、市場も業界も狭く、業者と規制者の関係が密で、情報が市場の風評（market talk）の形で耳に届いた。監視業務は小規模でよく、それが自主規制の大きな利点だったのである。今や規

制対象業者数は飛躍的に増え、馴染みの薄い多数の外国業者が加わっているものであり、風評に依存できる時代ではなくなった。証券業務は多様化、複雑化し、監視要員は有能かつ専門家でなければならぬ。最近、IMROがラージ報告に従って一番に今期の「運営プラン」⁽¹⁰⁾を発表したが、一九九一年当時一〇〇名だった職員数も一六九名に増加させており、殆どが監督強化のためである。監視要員は倍以上の六四名となり、会員審査・監視のための人員が全体の四九%、予算の四三%を占める。年間経費はこの三年間で六二%増になる。

およそ自主規制というコインの裏側は業者負担ということであり、これには限度がある。ラージ報告も、SIBの役割を基準の設定者として位置付け、SROの責任遂行の評価に重点を移す以上、SROに対するコア規則の指定を見直し、不要かつ不当なコスト負担をもたらす規則を廃止す

イギリス証券規制の最近の動向 (3)



る用意がある(第六章)という。また数年前から、SROの数が多く非効率であるため、リテール部門(個人投資家対象業務)規制を「個人投資委員会」(Personal Investment Authority—PIA)に統合(LAUTRO、FIMBRA、IMRO会員の一部およびSIB直接認可業者の大部分)する計画を進め、PIAは、本年二月、目論見書、規則等を発表して、SIBに承認申請しているが、全体のコスト削減のため無理矢理にでも実現しなければならぬまい。PIA構想では、委員会の業者代表と公益代表のバランスの問題があり、また自主規制は本来業者の自発的意志で加入することと成り立つのであるから、LAUTRO会員である生保の反対、SIB直接認可業者のPIA移行(第八章)への反対も、問題の提起なのである。もし強行されれば、やはり自主規制路線の一つの修正ということになる。

ラージ報告にしろ、PIA構想にしろ、いずれも自主規制のラスト・チャンスという言葉が使われ、それは昔からシティで大問題が発生する度に言われてきたが、今回ばかりは相当現実味を帯びている。ラージ報告については、勧告事項（行動プラン）の実行状況を半年毎に報告するという約束に基づき、昨年一・二月初の実績報告⁽¹⁾が行われ、また本年一月には、今期のための「SIB運営プラン」⁽²⁾を発表している。これらを読むと、ラージ報告で主張された路線の上で一応事が進んでいるようである。

最近注目すべき動きは、下院特別委員会が金融サービスの全面的再検討が開始されていることである。聴聞会が二月一六日から六月まで継続する見通しで、特別委員会の付託事項は、「金融サービスの運営と妥当性、現行規制体制のコスト、EU指令の英証券業への影響、証券業管掌政府部

門の分離、法的枠組みにおける自主規制の原則が現在も妥当か否か」であるとされる⁽³⁾。問題は最後の付託事項であり、ガワー報告書以来すでに一〇年、ガワー教授の政府下部機関として自立委員会（証券規制の中枢機関）を設ける構想に一致して反対し、SIBを作ったシティであるが、マックスウエル事件の結果路線変更を強いられ、PIA実現に大きな困難を感じている現在、業界の意見も可成り分かれるものと考えられる。しかし、金融サービ法成立以来八年近くの間、曲折はあったが基本的には現体制を守ってきたのであり、いったん決めた事を長期間変えない頑固な国民性からしても、自主規制体制を放棄することはないと思われる。

労働党の出兵が注目されるが、貿易産業問題スボークスマンが依然SIBをブリティッシュSECにすることを主張しているのに対し、大蔵

問題スポークスマンは米国式の移入には反対の模様であり、証券業所管官庁の変更以来労働党の意見も割れているようである。⁽¹⁹⁾

むすび

今回は、マックススウェルという一種異常な外国人をイギリスが育て、シティが活躍の場を与えた結果、証券規制体制が大きく揺すぶられるという最近の動きを扱うことになった。マックススウェル事件は、イギリスでも例外的事件とみて、どんなに厳格な規制体制も、不祥事、スキャンダルの発生を防ぐことは不可能とする見方に落ち着いてきた。しかし、未然に防止する努力を怠るわけにゆかない。シティ自主規制体制の弱い部分、SIBのSROに対する曖昧な監督が明るみに出て、シティが当初予定した体制（SRO中心の規制）は

修正された。各SROが十分な監督体制で会員認可業者を監視しているかどうかを、SIBが厳重に見張るということであり、「良い規則」よりも遵守・履行の「強制」(enforcement)へと重点が移る。

シティは長年の自主規制（むしろ自治）の伝統に自信がありすぎたのであり、ビッグ・バン以来の多数外国業者の参入・国際市場化の進展の中では、もっと早く監視体制の充実を図るべきだった。しかし、今回の修正路線では、民間機関が民間機関を監督するという不自然さが、一層尖锐化する心配もあると思う。

本稿は、証券規制という広汎な分野の中で、自主規制という点に焦点を当てて、イギリスの経験を追ったものである。周知のように、どの国でも証券規制は自主規制に依存する部分が大きい。これは、証券市場が高度に発達し、無数の取引慣行

の下で運営されるようになると、日常的監視の仕事は、市場に近接して業者から直接情報を徴収する民間機関が、熟練した市場精通者、専門家を擁して当たるのでないと、非効率で経費を要するためであると思う。この自主規制は、様々な力学が働く場所である。国会、政府、与論（ジャーナリズム）、業界内部関係等であり、イギリスの場合は、証券業認可制の下で、認可権限そのものから権限の委譲を受けるという全面的な自主規制であるから、こういった力学の働きがむき出しになる。自主規制のメリットが失われないよう、業者が各方面からの攻撃から防衛しようとするれば、自主規制の本質的部分が露呈されることになる。本稿は、できるだけ赤裸々な形でそれぞれの言い分を記述するように心掛けた。

自主規制のメリットは、柔軟性、迅速性、低廉性などであり、業者の創造力が押えられることな

く、新しい状況に対し即座に対応できることである。一方、業者利益（または健全性の保護）と公益（または投資家保護）が相反する場合、いかにバランスを取るかという難題に常に遭遇しなければならない。それは殆ど理論化、数値化が不可能な分野であり、力学の赴くところ試行錯誤することになるのは止むを得ないであろう。

ただ確実にいえることは、自主規制が業者負担であることから限度があることであり、それは規制コストとして投資家に跳ね返り、世界の金融中心地たる地位に影響が及ぶものであるから、常にコスト切下げ努力が図られなければならない。今回のように、規制の重点が「強制」に移れば、一方で「規則」面での緩和に向かうなどは好例である。PIA構想では、リテール部門を統合して強力かつ効率的な投資家保護機関にする一方で、ホールセール部門（大口取引—SFA、IMRO）

に關しては専門家同志の取引であるため、規制が軽減される予定である。イギリス証券規制が一通り落ち着くまで、まだ時間が掛りそうである。

(注)

- (1) Tom Bower, "Maxwell—The Outsider" 1991, トム・パウアー「海に消えた怪物」(山岡洋一訳)文芸春秋社、平成四年四月
- (2) Bishopsgate Investment Management Ltd. ベック・スウェル・グループ企業年金資産の管理専門の会社。一九八八年二月IMROに入会申請、OPSS会員(職域年金計画メンバー)として同年七月七日承認。
- (3) London and Bishopsgate International Investment Management Plc. 投資管理会社。一九八八年二月IMROに入会申請、同年六月一日承認。
- (4) この盗用が実際に行われた方法については、次の本に詳しく。Roy Greenslade, "Maxwell's Fall", Simon & Schuster Ltd., 1992. pp. 297—303.
- (5) 商務省は、株主が全ての情報を得ているか否かを調べるため検査官を任命する権限(一九四八年会社法一六五条(b)(ii))を有するが、政府がシティ自主規制機関の依頼に協力するというのは、実にイギリスらしい。当時TOB規制

は非難に晒されており、新パネルの真価が問われていた。陣容を一新しても駄目なら、政府が乗り出して規制責任を負う羽目になる。

- (6) IMRO "Submission to the House of Commons Social Security Committee", 10 February 1992.
 - (7) 一九九四年一月になって、清算人の請求によりバンク・オブ・アメリカが二千五百万ポンド分を返還、続いてリーマン・ブラザーズが二千七百万ポンド分を返還した。
 - (8) Economist, 4 July 1992.
 - (9) Andrew Large (SIB Chairman) "Financial Services Regulation—Making the two-tier system work", May 1993.
 - (10) IMRO, "Regulatory Plan 1994/95".
 - (11) SIB, "Review Implementation", November 1993.
 - (12) SIB, "Management Plan & Budget 1994/95" January 1994.
 - (13) International Securities Regulation Report, 8 March, 1994.
 - (14) Financial Times, 15 July, 1993.
- International Securities Regulation Report, 27 July, 1993.
- (当研究所主任研究員)