

米証券市場の法的問題とSECの取り組み(3)

保坂健志

目次

一、SECの責任、組織と歴史

- (1) SECの根拠法と任務・責任
組織構成
- (2) SECの歴史の概要
- (3) 主な法的問題と代表的な判例

^以上 前々号^

二、インサイダー取引

- (1) インサイダー取引
- (2) 地方債の引受業者による政治家献金規制
(pay-to-play)

^以上 前号^

三、英国金融市場の監督改革

- (1) 監督体制変更の背景
- (2) 変更内容

(3) 今後の課題

四、総括

- (1) 強力な監督機関（法的権限とスタッフ）の是非
- (2) 人事交流の是非（ノウハウの移転）
- (3) 金融制度の転換期

三、英国金融市場の監督改革

英国も従来、複数の金融監督当局（銀行は Bank of England、証券会社は SIB、保険会社は DTI）が存在していたが、SIBを母体とした FSA (Financial Service Authority) が新設され、昨年一〇月二八日から金融業務の監督を FSA に一元化 (unitary structure) することになった。金融業界の急速な進展と業務の複雑化が進行していることから、金融監督の組織を簡素化することによって、有効な体制に変更することが急務であるという問題意識が背景にあると考えられる。

従来一元化ができなかった理由には、各当局の間に微妙な監督目的や文化の違いがあり、監督権限を調整 (reconciling conflicting regulatory

objectives) することができなかったからだと言われている。今回調整が可能となったのは、金融政策と銀行の監督の両方を行っている BOE から、銀行の監督責任を移管できたためである。

当ニューヨーク事務所は、去る六月一〇日一日に開催された英国の金融監督に関する説明会に参加し、当局の説明を聞く機会を得たため、英国の体制変更について参考に述べることにする。

(1) 監督体制変更の背景

英国大手金融機関であるベアリングスの破綻を契機に、従来の複数の監督機関による体制が非効率であるという批判が高まっていた折り、監督体制の見直しの機運が高まっていたと指摘されている。

(2) 変更内容

FSA への一元化は、一九九八年英国銀行法の可決（九八年八月一日）により、銀行の監督権限を FSA に移管した後、二〇〇〇年を目処とする次の法改正により、投資会社 (investment business)、保険会社、住宅金融組合 (building society) の監督権限を FSA へ移管するところ、二段階の行程となる。これを受けて、以下の四点が新体制の原則として発表された。

- ・ 明確な責任体制の確立 (clear accountability)
- ・ 透明性 (transparency)
- ・ 市場からの信頼 (market confidence)、利用者保護 (consumer protection)、啓蒙活動による利用者のリスク・リターンの認識 (consumer awareness) がその目的となる。

・ 各機関の重複の廃止 (no duplication)

複数の機関が存在することは時代遅れ (outdated) であり、時にその存在目的と監督目的が不明確であったことの反省。

・ 定期的な情報交換 (regular information exchange)

さらに、報道によるインサイダー取引に対する無制限の罰金、誤解を招く報道や業界関係者のコメントによる相場操縦の防止など、包括的な不正 (market abuse) の防止に着手するため、二〇〇〇年を目標に新たな法律の可決を目指すことも明らかになっている⁽²⁸⁾。

(3) 今後の課題

- 以下の点が今後の課題として挙げられた。
- ・ 新体制以降後の組織の円滑な運営 (harmony)

nization)

- ・明確な監督目的 (clear objective) の維持
- ・規制の失敗の防止

なお、「規制の失敗の防止」に対し、あるパネリストの発言で、規制はそもそも失敗することが多いので、どのような体制を採っても問題が残る可能性が高いという悲観的見解が指摘された。例えば、規制による競争の停滞 (restriction of competition)、市場の情報を利用者に集まらず、規制当局にのみ集中しがちであること、倫理と尊厳 (ethics and dignity) の維持が困難であること、がその理由であり、価格競争の促進、金融業務と保険業務の相互参入、利用者への情報発信 (ディスクロージャー) の徹底が今回の制度改革成功のために不可欠とされた。

四、総括

これまでの議論を踏まえ、以下に総括を行うこととする。

- (1) 強力な監督機関 (法的権限とスタッフ) の是非

資本主義経済の本来の趣旨からすれば、企業の自由な経済活動に極力任せることが最良の結果を生むという考えが成り立つが、自由市場に不正が発生したり、一定の規制の必要が生じるために、監督機関が必要となると言われる。その意味で、①規制を最小限に留めて、市場振興に重点を置く、②投資家保護と公正な市場の確立のために、規制と不正の摘発を強化する、の二つの両立し難

い目標が常に存在することから、両者のバランスを考慮し、時代の要請の下に適切な運営がなされるべきであるという意見もある⁴⁰⁾。

米国には、証券業者の利益を代表する SIA と自主規制機関である NASD が別々に存在し、かつ金融市場を監督する FRB、OCC をはじめとした複数の機関が監督対象を持ち、相互に牽制している構造になっている。英国の例を本レポートで紹介したが、単独規制機関と複数規制機関のどちらが望ましいかについては、ここで早急な結論を出すことはできないが、これまで米国は複数の機関が独自に根拠法を持ち、それぞれが規制権限を確保、体制強化を図ることで一定の成果を挙げてきたと言えるよう。

- (2) 人事交流の是非 (ノウハウの移転)

SEC は証券法に詳しい弁護士をはじめとする多数の専門家集団であると言われるが、SEC が

弁護士や多くの法務スタッフを持つことができる理由の一つは、彼らが将来民間企業や法律事務所へ転職した際に、SEC での勤務経験と評判が大ききものを言うことが明らかであるためである。SEC で実績を上げるとは、業界で大きな評判になるため、民間企業や法律事務所へ転職することが非常に有利になると言われる。また、SEC をはじめとする監督当局は、このような人材の流出を承知の上で、常に人材確保の活動も行っているほどである⁴¹⁾。

米国は自由の国と言われながらも、特に人的なつながりがビジネスに非常に有利になるため、SEC で優れた経験を持つ法律スタッフを雇用する動機が企業側に大きいことは想像に難くない。実際筆者も、米国でセミナーや会議に参加した際に、勤務している組織は別であっても、以前同じ会社・法律事務所に勤めていたということを知り

合いである人たちが集まる光景に、しばしば遭遇している。逆説的だが、会社を超えた人的つながりが米国社会の活力を生んでいるようにも思える。⁽⁴²⁾ 一方、日本では米国ほど労働市場が流動的でないため、上記のような意味での人的なつながりは少ないと見られるが、今回発足した金融監督庁は公認会計士を採用した他、民間からの人材登用を実施することを明らかにしている。

流動性の高い労働市場の是非については、賛否両論があるため、ここでは特に論じないが、最初から転職(彼らは転職を肯定的に考えている)を前提に、然るべき組織でノウハウを吸収し、高められた実務能力を次の段階で最大限に活用するという考え方は、特に証券業のように複雑な業界にとって、人材の有効活用面で非常に合理的・効率的(特にノウハウの移転)であると思われるため、大きなメリットがあると言えよう。⁽⁴³⁾

(3) 金融制度の転換期

米国の証券規制の課題を一言で表現すれば、「発達を続ける市場にどれだけ規制・制度が整合性を維持できるか(追従できるか)」ということであろう。文中指摘したように、規制側が市場の発達に追従することは非常に難しいが、米国の場合、銀行と証券の分離をグラス・ステイガル法で定めている一方、実際には金融業務の発達が両者の区別を不明確にしてきたため、制度上も八〇年代後半から段階的にセクション二〇子会社の業務拡大を容認することで、両者の分離を弱めてきた。この傾向は、昨年来続出している銀行による証券会社の買収として実現している。さらに、究極的な業界再編であるシティ・グループの合併報道は、現在の制度が今後変更されることを前提としていると言わざるをえず、この点で、現在の米国金融制度は大きな転換期にあると言えよう。

ただ、不正行為の監視や投資家保護のように、制度に関わらず普遍的に必要な機能は公正な市場の確立のために不可欠であり、その意味で、実務能力を備えた専門的スタッフや充実した監督体制を持つSECの社会的意義は高まるばかりであると言えよう。

リード・オフの関係にあると言えよう。

(注)
⁽³⁸⁾ Financial Times 紙 (98/6/12, 98/5/7) による。英国では一九九〇年以降のインサイダー取引の起訴は一七件で、うち有罪判決は一二件に過ぎないという。

⁽⁴⁰⁾ 例えば、現在SECは投資家向けの情報開示の方法を見直しているが、平易な英語(plain English)と簡潔な目論見書の配布を促すことで、一般投資家に分かりやすい開示を求めることは、一方で必要な情報の開示不足に陥る危険性もあるわけであり、両立し難い二つの目標の例であると言える。また、インターネット取引の発達は、投資家に簡単に低コストの投資手段を提供しており、一層の市場の拡大が見込まれているが、一方では業者の監視を業者のweb site上でも行わざるを得ず、新たな不正の発生の懸念や監視コストの増大など、常に市場の発達と監督はト

⁽⁴¹⁾ 例えば、国法銀行を監督するOCCの場合、検査官の年間の流出率が一〇%に及ぶため、検査官の人員確保とレベル維持が課題となっている。OCCは、九八年度に二五〇人以上の検査官を新たに採用することを発表しているが、検査業務は一定以上の能力が要求される上に、最近の好景気を受けて要求賃金が上昇していることから、コスト増加が懸念されると言われる。また、他の監督当局については、FDIC(連邦預金保険機構)は二〇〇人、OTS(貯蓄金融機関の監督機関)は二五人、NCUA(National Credit Union Administration)は一五人の追加採用を予定している。なお、FRBは以前から採用活動を活性化させていたために、特に今回追加採用を行わないようであるが、年間の人材の流出は一五%にも及び、検査当局の人材問題は米国でも深刻な問題と見られる。(アメリカン・バンカー紙98/5/19)

⁽⁴²⁾ 米国の人的ネットワークの存在の重要性については、当事務所作成のニューヨーク・レポート「米国のベンチャー・ファイナンスの規制と現状(98/2/2)」においても指摘した。

⁽⁴³⁾ 例えば、民間からの移籍についてはロバート・ルービン財務長官(前ゴールドマン・サックスのパートナー)、ドナルド・リーガン財務長官(前メリル・リンチ)がいる。一方、民間への移籍については、ルドウィグ前OCC長官