

証券業の職業倫理

— アメリカの動向とわが国の現状 —

若園智明

一、はじめに

企業が活動する際に、道徳的な規範が不可欠となるのは言つまでもない。営利企業にとって利潤の追求は基本的な目的であるが、同時に、株主、経営者、従業員、地域社会等の様々な利害関係者間における利害の調整を行い、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抑制することが求められる。このような機能は、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的となる道徳的な規範に頼らざるを得ない。経営トップの主導の下、このような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の遵守は他律的であり、その強制は比較的容易であるのに対し、道徳的な規範の遵守は自己の良心に基づく自律的な行為であるため、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
求める努力が不可欠となる。

証券業は、公共財である資本市場を活用し、当
該市場への参加を通じて経済や社会に貢献する存
在である。その業務には、極めて専門性の高い知
識が求められる。従って、証券業に従事する者に
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、近年のアメリカの動向を踏まえなが
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。

二、アメリカにおける職業倫理の 動向

(1) SOX法の影響と他律的な職業倫理

二〇〇二年七月三〇日の大統領署名によって成
立した通称 Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SO
X法) は、わが国企業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六つの連邦証券諸法に
おいて、⁽¹⁾ 法文中に「倫理」(“Ethics”) が使用さ
れているのは投資会社法 (Investment Com-
pany 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
るといふ一文のみであった。SOX法が制定され
た背景には、二〇〇一年一二月のEnron社や二

〇〇二年七月の WorldCom 社など、粉飾決算を
含んだ企業不祥事による企業破綻の多発に対する
危機感があった。このため、SOX法は公開企業
への職業倫理の浸透を非常に重要視している。
(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。当時のアメリ
カにおいて持たれていた問題意識は、SOX法が
成立する直前(七月九日)に公表された大統領声
明である“A New Ethics of Corporate Responsi-
bility”を読むと解りやすい(<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020709.html>)。頻発する企業不祥事に対して、
職業倫理に関する他律的な規則の整備等が強く求
められており、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

計審査会 (Public Company Accounting Over-
sight Board) に対して、登録公認会計事務所
の検査時等のチェック項目として“Ethics Stan-
dards”の導入が明記され、②Sec.406では、アメ
リカ証券取引委員会 (SEC) が公開会社に対し
て、証券取引所法 (一九三四年法) 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 (図表1) 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も
③ 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。更に、④
Sec.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

図表1 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 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(b)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。
(b)	倫理コードの変更 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。
(c)	定義 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。 (1) 個人的および職業的關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み、誠実かつ倫理的な行動 (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 (3) 適用される政府規則・規制の遵守。
(d)	規則制定の期限 委員会は、 (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、 (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。

(注)「委員会」とは、米国証券取引委員会（SEC）を意味する。

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、連邦量刑ガイドラインと職業倫理との関係は解りにくい。梅津「二〇〇五」が述べるように、アメリカ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。この連邦量刑ガイドラインについては以下で詳細に述べる。その他、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）により、更なる内部通報制度の整備が求められている⁽²⁾。このように、アメリカ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規則と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は二〇〇二年一月二二日公表のProposed Ruleを経て、新たに公開企業に関するFinal Rule (File No.S7-40-02) を二〇〇三年三月二六日に制定し、同年三月三一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、開示しない理由の開示を求めている。

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 303 A. 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も対象として、SOX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。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だけでなく一般従業員までを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)⁽³⁾(当時)が複数のルールを制定している。特にRule2110は単なる精神規定ではなく、Rule2110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

図表2 メリルリンチ社の倫理コード

<p>Merrill Lynch & Co., Inc. 「Guidelines for Business Conduct: Merrill Lynch’ s Code of Ethics for Directors, Officers and Employees」</p>
<ol style="list-style-type: none"> 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

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、証券会社を含めたアメリカ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2はメリルリンチ社のケース)。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。

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一九八七年に法制化されたガイドラインである。一九九一年一月の改正において、職業倫理に関して特徴的な項目が追

図表 3 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。

加されている。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⁽⁴⁾。図表 3 は梅津「二〇〇五」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八〇倍、倫理プログラムの有無では最大五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七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。

上述した二〇〇二年七月九日の大統領声明で、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て、二〇〇四年一月に
改正版のガイドラインが成立している。⁵⁾この改正
版連邦量刑ガイドラインでは、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、アメリカ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職業
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、これらは他律的なアプ
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、二〇〇一年に破綻したEnr
on社や二〇〇二年に破綻した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アメリカのオークション・サイトであるeBayに出品され、Enron社の倫理コードには一〇ドルから二〇ドル、WorldCom社の倫理コードには九九セントの値が付けられていたそうである。⁶⁾

(4) 資本市場規制の動向と自律的な職業倫理の必要性

S O X法を初めとして、アメリカでは他律的な制度等による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、自律的な職業倫理の遵守を求める声も次第に大きくなってきている。その要因の一つは、二〇〇六年より議論が高まっているアメリカの資本市場規制の転換議論に関連する。

二〇〇六年以降、アメリカ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つた「資本市場の規制に関する委員会」(The Committee on Capital Markets Regulation) が二〇〇六年一月三〇日(二月五日に修正)に公表した「中間報告書」(<http://www.capmktsreg.org/research.html>)である。当該中間報告書において、SECおよびFINRA等(注3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)による評価を伴つべきとの提言も行っている。この中間報告書に先立ちアメリカ財務省ポールソン長官がNY経済倶楽部で行つた講演(二月二〇日)では、これまでアメリカの規制はルール・ベースであったが、①ルールが屋上屋を重ね複雑になつて

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アメリカの規制担当者に重要視されている旨のコメントが寄せられた。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ることが予想されている。

更に、アメリカ商工会議所 (The U.S. Chamber of Commerce) が設立した「二一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」(二〇〇七年三月一二日) (<http://www.capitalmarketscommission.com/portal/capmarkets/default.htm>) でも、

アメリカ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、財務省が三月に開催した「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・バフェット氏が講演)の成果を踏まえ、ポールソン長官はアメリカ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(二〇〇七年六月二七日)。

二〇〇八年以降、アメリカ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、アメリカでは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。

三、わが国における倫理の動向

(1) わが国証券界における倫理への取り組み

わが国の証券界における倫理への取り組みとしては、①一九九一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「平成三年版…倫理綱領」（日本証券業協会、一九九一年八月）、②アメリカ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、二〇〇二年四月）（同協会は一九八七年七月に「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、二〇〇七年四月）などが挙げられる。

この中でも倫理コード研究会は、東京大学の神田秀樹教授を座長とし、研究者や法律家などの識者や証券界関係者等をメンバーとし、わが国証券界の倫理の現状について分析を行い、倫理の現状を把握する貴重な研究会であった。当該研究会の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、二〇〇六年一月時点で三〇八社）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。わが国では、アメリカにおける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（日本証券業協会の「平成三年版：倫理綱領」には何らの強制力も無い）。しかしながら、実際に使用されている倫理関連の規範を分析して判断すると、より洗練された倫理を導入するメカニズムの追求は不可欠であり、倫理を浸透させる活動の必要性は高い。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と言える。

(2) わが国資本市場規制の動向

アメリカ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—」（四月）、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」（六月）、③金融庁「平成一九年事務年度金融商品取引業者等向け監督方針」（八月）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、プリンスプル・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、アメリカと同様に（イギリスFSAは従来からプリンスプル・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スプル・ベースの規制体系の導入は規定路線であると言えるよう。

わが国におけるプリンスプル・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、アメリカ

カやイギリス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の遵守の要求が証券界ならびに証券会社に対して強まることが予想される。

四、まとめ…倫理を浸透させるために

アメリカ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、自律的遵守と他律的遵守の二つの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、イギリスのFSAはハンドブックの「高度な基準」(High Level Standards)において、一々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、二〇〇七年から三年間で五千万ポンド(約一五億円)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、わが国でもアメリカやイギリス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、証券業の機能を詳細に分析し、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的メカニズムを探索することとは証券界の命題でもあると言えよう。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職業倫理は、僅か九九セントの価値しかもたらさない。

(注)

- (1) <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>
- (2) アメリカでは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。一九九〇年代以降、コンプライアンス経営の導入とともに企業内の制度として内部通報制度が浸透しつつある。同様な法律として、イギリスでは一九九八年に公益開示法 (Public Interest Disclosure Act)、わが国では二〇〇六年四月一日より公益通報者保護法が施行されている。
- (3) 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、二〇〇七年七月三〇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。
- (4) 梅津「二〇〇五」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。
- (5) 連邦量刑ガイドライン自体の見直し作業は、二〇〇二年三月から行われており、二〇〇三年一〇月には改正を前提とした報告書が提出されている。
- (6) Enron 社の倫理コード (二〇〇〇年七月に改訂され、全文で六三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的な皮肉である。

(参考文献)

梅津 光弘 「二〇〇五」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』 第四八巻、第一号

(わかその ちあき・当研究所主任研究員)