

## バーナード・メイドフ事件とSEC改革

若園智明

### 一、はじめに

二〇〇八年一月に米ワシントンで緊急開催されたG 20・金融サミットにおける世界的な合意を経て、欧米を中心に金融規制および監督体制の抜本的な見直しが進められている。

金融危機の震源地となった米国では、二〇〇九年一月に発足したオバマ政権によって、①OTC（店頭）デリバティブの規制改革案（三月二三日）および②“Treasury Outlines Framework for

Regulatory Reform”（四本の柱から構成される規制改革のアウトライン）（三月二六日）が公表された後、より詳細な改革案として③“Financial Regulatory Reform: A New Foundation”（六月一七日）が提示された。これらの政府提案を受けて、包括的な金融規制改革関連法案が第一一回連邦議会で検討されている。本稿執筆時点（二〇一〇年一月）での進行状況は、まず、下院の金融サービス委員会を中心に検討された複数の改革法案が、最終的に六つのTitleから構成される“The Wall Street Reform and Consumer Protection Act

図表 1 : The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009 (H. R. 4173)

|   |
|---|
| Title I : Financial Stability Improvement Act   |
| Title II : Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act  |
| Title III : Over-the-counter Derivatives Markets Act  |
| Title IV : Consumer Financial Protection Agency Act   |
| Title V : Capital Markets   |
| Subtitle C : Investor Protection Act<br>Part1 : Disclosure<br>Part2 : Enforcement and Remedies<br>Part3 : Commission Funding and Organization<br>Part4 : Additional Commission Reform<br>Part5 : Securities Investor Protection Act Amendments<br>Part6 : Sarbanes-Oxley Act Amendments<br>Part7 : Senior Investment Protection<br>Part8 : Registration of Municipal Financial Advisors |
| Title VI : Federal Insurance Office   |

of 2009” (Bill No. H. R. 4173) (本稿ではウォール・ストリート改革法と呼称) として一本化され、二〇〇九年二月一日に承認されている(賛成二二三、反対二〇二)(図表1)。一方上院では、二〇〇九年一月一日に銀行・住宅・都市問題委員会のドッド委員長名義で提案された一二の Title から構成される法案のデイスカッション・ドラフトを下敷きとして、同委員会を中心に法案化が進められている。<sup>(1)</sup>

米国上・下院で現在検討されている改革案を見ると、単なる金融危機への対処ばかりではなく、米証券取引委員会 (U. S. Securities Exchange Commission、SEC) の改革や投資家保護の強化も施策に含まれている。上・下院が公開した金融規制改革関連法案に関するデイスカッション・ドラフトなどを見ると、その背景には、Bernard L. Madoff Investment Securities LLC (BLMI

S社)やStanford Financial Groupなどが引き起こした巨額投資詐欺事件があることがわかる。特に、元NASD A Q会長の経歴を持つバーナード・メイドフ(Bernard Lawrence “Bernie” Madoff)による巨額ポンジ・スキーム(Ponzi Scheme)の発覚は、単にSECの信頼を失墜させたばかりでなく、SECのスーパーバイズ(監督)やエンフォースメント(法執行)などの基本的能力や組織体制に著しい問題があることを露呈させた<sup>(3)</sup>。現在検討されている法案等は、投資家保護に第一義的重要性を置く独立連邦機関であるSECにとって、その根幹部分に関する改革を要求していると言えよう。

本稿では、このようにSEC改革の要因ともなったメイドフ事件に関して、監査総監室(Office of Inspector General(OIG))が二〇〇九年八月に公開した監査レポートである

“Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme: Public Version”<sup>4</sup>ならびに、その調書である五三六組のExhibit(同一一月公開)を参照しながら、SECに内在する組織的な問題点について触れ、現在検討されているSECの改革について紹介したい。

## 二、メイドフ事件におけるSECの対応…OIGによる調査報告

二〇〇八年二月一日、SECはバーナード・メイドフおよびBLMIS社を、ポンジ・スキームを用いた投資詐欺としてNY連邦地裁に告発。同日、バーナード・メイドフはマンハッタン東六四ストリートにある自宅ペンントハウスにおいて、FBIセオドア・カチョッピ捜査官により逮捕された(同氏および同社の資産凍結は翌一二

図表 2：主な被害一覧

|  |          |
|--|----------|
| Access Int'l Advisors                      | \$1.4bio |
| Banco Santander                            | \$3.1bio |
| Bank Medici                                | \$3.2bio |
| Fairfield Greenwich Group                  | \$7.5bio |
| Fortis Bank Netherlands                    | \$1.4bio |
| Jacob Ezra Merkin's<br>(GMAC LLC Chairman) | \$1.8bio |
| Ascot Prtners LLC etc                      | \$1.5bio |
| Harel International                        | \$2.8bio |
| HSBC Holdings                              | \$1.0bio |
| Kingate Management                         | \$3.5bio |
| Tremont Group Holdings                     | \$3.1bio |
| Union bancaire Privee                      | \$1.1bio |
| Aozora Bank                                | \$137mio |

(出所) Bloomberg.com 2009年1月14日。

日に実行)。二〇〇九年六月二十九日に、NY連邦地裁は証券詐欺から始まる一件の罪状すべてを認め、バーナード・メイドフに一五〇年の禁固刑と約\$一、七〇〇億ドルの財産などの没収 (forfeiture) を言い渡した<sup>(4)</sup>。NY連邦地裁からBLMIS社の管財人に指名されたアービング・ピカード氏によれば、BLMIS社顧客からの訴えは一、六七六件(管財人が認可した件数、訴え自体は総計で一、六一四件)、被害の総額は約四八億ドルにのぼる(同じく、管財人が認可した被害額)。このうち、米証券投資者保護公社(SIPC)が補償を表明したのは約五・七億ドルに過ぎず、約四二億ドルの顧客資産が失われた(図表2)。

BLMIS社は一九六〇年にウォール・ストリートで創業され、マーケット・メーカー業やアセット・マネジメント業などを手がけていた(イ

ンベストメント・ビジネスのSEC登録は二〇〇六年八月まで行われなかった。NY連邦地裁の公判において、メイドフ自身は九〇年代初めよりポンジー・スキームを始めたと述べており、少なくとも、同手法による投資詐欺を二〇年近く行っていたことになる。事実一九九二年からSECに對して、BLMIS社のファンドや運用手法等に関する訴えや告発が多数寄せられており、中にはポンジー・スキームの証明として考慮すべき訴えが六つ含まれていた。SECはこれらの訴えに對して、二つの調査(Investigation)と三つの検査(Examination)を行ったにも係わらず、結果としてメイドフおよび関係者の摘発は二〇〇八年一二月まで行われなかった。

このメイドフ事件へのSECの対応に對して、当初はSEC組織内部での不正も疑われるなど、SECの信頼失墜に繋がったことから、OIGに

よる内部調査が実施された。OIG調査の結果は、“Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme: Public Version”ならびにExhibitとして公開されている。

OIG調査は結論として、SEC内部の不正行為を否定しているものの、少なくとも六つの訴えは明白なポンジー・スキームの証拠となり得たと指摘し、SECのエンフォースメントの失敗を認めている。OIG調査は、SECのエンフォースメントが失敗した原因として、①SECの検査スタッフの知識・経験不足(“...werent familiar with securities laws.”)②スタッフの教育が不十分(“There was no training...”)③SECセクター間の協力体制の欠如、等を挙げており、これは、SECが組織的に深刻な問題を抱えていることを意味する。

紙幅の都合があるため、O I G 報告書が SEC の失敗として認めている代表的なケースとして、ハリー・マルコポーロ氏 (Harry Markopolos<sup>6</sup>、ボストンの Rampart Investment Management 社のマネー・マネージャーであった) の告発に対する SEC ボストン・オフィス (Boston District Office) 等の対応を以下で紹介しよう。

二〇〇〇年五月にマルコポーロ氏は、メイドフのファンドに関して、①事後的に検証した結果そのリターンがあり得ないこと、②外部からの監査が欠如していること、などを記した八ページから構成される告発文を SEC ボストン・オフィスに提出した。ボストン・オフィスはこの告発文に対応して、マルコポーロ氏へヒアリングを行ったが、同氏が示した情報や分析を当時の担当官が理解できず、その結果、問題として取り扱わなかった。

二〇〇一年三月に、より詳細なデータを用いて二度目の告発を行った際には、ボストン・オフィスがポンジー・スキームの可能性があることを認め、問題として取り上げるも、ニューヨークの北東地域オフィス (Northeast Regional Office) は、メイドフが SEC にアドバイザー登録をしていないことを理由に検査をしなかった (SEC はポンジー・スキーム等の不正行為に関して、SEC への登録の有無に関係なく摘発する権限および義務がある<sup>5</sup>)。その他、検査を行った際に、検査対象であるメイドフ自身から提出されたデータをそのまま信用し、そのデータの信頼性に関する最低限の事実確認も行わなかったなど、基本事項での信じがたい不手際が複数見つかっている。

メイドフに関する告発は、マルコポーロ氏以外にも複数寄せられている。さらなる詳細は O I G 報告書を照覧いただきたいが、メイドフ事件に

関するSECの対応を調査したOIG報告書は、SECの基本能力や組織体制に関して疑問を呈している。少なくとも近年の市場の拡大や金融商品・サービスの多様化・複雑化に対して、SECの対応は明らかに後手に回っていたと言えよう。メイドフ事件のように限定的な例を挙げるまでもなく、SECのスタッフ養成における回転ドア(Rotating-Door)問題などは、かねてから指摘されている点でもある。<sup>(6)</sup> SECの組織的かつ人材的な問題は、SECの財政上の制約が原因の一つであったことは否めないものの、米国資本市場の健全性と公正性の見地から見過ごすことはできない。<sup>(7)</sup>

### 三、SECの事後対応と要求される改革

#### (1) シャピロ体制下での取り組み

二〇〇九年一月二七日に就任したメアリー・シャピロ(Mary L. Shapiro)委員長は、メイドフ事件によって失墜したSECの信用を回復すべく、就任当初からSECの改革に取り組んでいる。<sup>(8)</sup>

SECが公開したポスト・メイドフ・リフォーム(Post-Madoff Reform)は、その名が示す通り、メイドフ事件を教訓としたSECの改革案を提示している(図表3)。SEC内部組織の改革や、人材育成の見直しなどから構成されているが、中でも、特にメイドフ事件の再発防止策として導入されたのは「投資家資産に対するセーフ・

図表3：SECによる"Post-Madoff Reform" (2009年9月3日公表)

1. エンフォース・ディビジョンの活性化
2. 訴えや内報の取扱いに関する改革
3. 内部通報者 (Insider) への協力強化
4. 投資家資産に対するセーフガードの促進
5. リスク・アセスメント能力の改善
6. 金融会社に対するリスク・ベースでの検査
7. 検査官による詐欺 (fraud) 発見手法の改善
8. 専門知識を有したスタッフの獲得
9. 訓練の対象拡大と目的の明確化
10. 内部統制の改善
11. 内部通報者 (Whistleblower) プログラムの支援
12. さらなる財源の獲得
13. ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対する検査の統合
14. バックオフィス人員に対するライセンス、教育、監督体制の強化

(出所) SEC (<http://www.sec.gov/spotlight/secpostmadoffreforms.htm>)。

ガードの促進」部分であろう。SECは、カスト  
デイおよびレコード・キーピングに関して、一九  
四〇年の投資顧問法 (Investment Advisers Act  
of 1940) の Rule 206 (4) -2 を修正するファイナ  
ル・ルールを二〇〇九年二月に採択している  
(Release No. IA-2968、二〇一〇年三月二日よ  
り施行)。その修正内容には、顧客資産の管理を  
兼任している登録投資アドバイザーに対して、①  
これまでは、独立公認会計士による事前通告なし  
の年次監査 (annual surprise examination) を受  
けていることを条件に、自らが顧客に対して口座  
ステートメントを送付可能であったが、ルール修  
正後は、顧客への口座ステートメントは適格カス  
トディアンから直接送付が要求される、②独立公  
認会計士から、顧客資産管理に関する内部コント  
ロール報告書を取得する必要がある、などが含ま  
れている。このルール修正によって、メイドフ事



件の露呈を妨げた投資アドバイザーが顧客資産を直接管理する形式から、顧客資産の管理を独立したカストディアンが行う形式への移行促進が期待されている。これはまさしく、メイドフ事件の再発防止策であると言える。

また、アドバイザーに対するSECの体制に関して、ポスト・メイドフ・リフォームには、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対する検査プログラムを個人顧客への投資アドバイス提供の観点から統一する考えも明記されている。メイドフ事件では、ブローカー・ディーラー担当と投資マネジメント担当の二つのチームが同時に検査を実施していたが、それぞれの検査で得た情報の交換を行っていなかった事実がOIGの報告書で問題視されていた。すでに、ニューヨーク・オフィス (NY Regional Office) の検査チームは先んじて統合されている。ヘッジファンド等のア

ドバイザーに関しては、欧米で共通して法制度による新たな規制も検討されている。ファンド・アドバイザーへの規制に関しては若園「二〇〇九A」を参照願いたい。SECの体制整備と合わせて、アドバイザーへの規制変更に関しては特に注視する必要がある。その他、ポスト・メイドフ・リポートで示された組織変更、検査プログラムの強化、内部トレーニングの増加などは、SECの「戦略プラン二〇一〇年―一五年」(“Strategic Plan 2010-15” [http://www. sec. gov/about/secstratplan1015.pdf](http://www.sec.gov/about/secstratplan1015.pdf)) (二〇〇九年一月八日公開) にも含まれている。

SECの人材育成に関しては、内部教育プログラムの見直しに留まらず、米商品先物取引委員会(CFTC)との共通教育プログラムの作成や、CFTCと人材交流を行うなどのプランが検討されている。詳しくは、“A Joint Report of the SEC

and the CFTC on Harmonization of Regulation”  
(<http://www.sec.gov/news/press/2009/cftcjointreport101609.pdf>) (二〇〇九年一月一  
六日公開) を参照願いたい。

## (2) 金融規制改革関連法案と SEC 改革

最後に、現在議会で検討されている金融規制改  
革関連法案の中から、SEC の改革に関連する部  
分を紹介したい。ただし最初に述べたように、本  
稿執筆段階において上院の銀行・住宅・都市問題  
委員会で検討されているのはディスカッション・  
ドラフトに過ぎない。ここでは下院で可決された  
ウォール・ストリート改革法を中心に見ていこう  
(図表1)。

ウォール・ストリート改革法において、SEC  
の改革に関連する部分は、Title VII (Capital  
Markets) の Subtitle C (Investor Protection

Act) に含まれている<sup>(9)</sup>。Subtitle C を構成する  
Investor Protection Act の記載内容から、特にメ  
イドフ事件と関連があると思われる改革を図表4  
で複数取り上げてみた。

### (i) 新たな会議体の設置

ウォール・ストリート改革法は SEC に対し  
て、新たに三つの組織の創設を求めている。  
Sec. 7101 の Investor Advisory Committee は外部  
の有識者から構成される。新たな商品・サービス  
や効果的な情報開示等に関する規制上の問題など  
や、投資家利益に関する事項を SEC に対して助  
言・協議することを目的とした委員会である(少  
なくとも年に二回以上不定期で開催予定)。すで  
に二〇〇九年六月三日のリリースで、SEC が当  
該委員会の設置とメンバーを公表している  
(<http://www.sec.gov/news/digest/2009/>

図表4：Investor Protection Actにおける主なSEC改革

|   |
|---|
| I. 新たな会議体の設置<br>Sec.7101. Investor Advisory Committee established.<br>Sec.7305. Capital Markets Safety Board.<br>Sec.7307. Joint Advisory Committee.  |
| II. 調査・研究報告<br>Sec.7107. Study on enhancing investment advisor examinations.<br>Sec.7304. Commission organization study and reform.<br>Sec.7306. Report on implementation of "Post-Madoff reforms".<br>Sec.7414. Study on SEC revolving door. |
| III. ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーに対する監督<br>Sec.7103. Establishment of a fiduciary duty for brokers, dealers, and investment advisers, and harmonization of regulation.  |
| IV. 情報収集権限および予算<br>Sec.7218. Enhanced SEC authority to conduct surveillance and risk assessment.<br>Sec.7301. Authorization of appropriations.  |

(注) Investor Protection Act は Sec.7001から Sec.7803まで、合計91のセクションから構成されている。

dig060309.htm)。

Sec. 7305 (Capital Markets Safety Board は、SEC 内部に設置され、SEC が実行した調査結果を精査し、必要であれば独自の調査を行う権限を有する。アイデアの提唱者である MIT スローン校のアンドリュー・ロー教授によれば、航空機事故の原因調査を行う "National Transportation Safety Board" をモデルとしている。<sup>(6)</sup> 当該ボードの詳細な機能や権限等は明らかではないが、今後注視すべきであろう。

Sec. 7307 で求められている Joint Advisory Committee は SEC と CFTC によって構成される。この委員会は SEC が管轄する規制と、CFTC による商品先物規制との調和をはかることが目的である。より詳しくは、前掲の "A Joint Report of the SEC and the CFTC on Harmonization of Regulation" を参照されたい。

これらの新たな会議体は、外部からの情報収集や共有、規制の調和など、OIG調査で指摘されていたSECの問題点を補う効果が期待される。

(ii) 調査・研究報告の要求

ウォール・ストリート改革法はSECに対して、四つの調査・研究報告を求めている。

Sec. 7107投資アドバイザーに対して行った直近五年間の検査について分析した報告書を、当該法施行一八〇日以内に、上院銀行・住宅・都市問題委員会と下院金融サービス委員会へ提出することを求めている。

Sec. 7304はSECに対し、SECの組織や指揮系統など七つのポイントを含んだ包括的な改革に関する調査を独立した専門コンサルタントに依頼させ、その結果を踏まえたSECの改革に関する報告を、当該法施行六ヵ月以内に（以降、二

年間にわたり六ヵ月ごと）、上・下院委員会（同上）に対して行うことを求めている。

Sec. 7306は、上述したポスト・メイドフ・リフォームに関して、当該法の施行後六ヵ月以内に、その実施状況に関する報告を上・下院委員会（同上）に対して行い、その内容をSECウェブ上で公開することを求めている。

最後にSec. 7414は、SECの回転ドア問題の実態を説明すべく、政府説明責任局（U.S. Government Accountability Office、GAO）に対して、当該法の施行後一年以内に同問題に関する分析報告を上・下院委員会（同上）へ提出することを求めている。<sup>(6)</sup> GAOの報告書の内容如何では、SECの人材獲得と育成にさらなる改革が求められる可能性がある。

(iii) ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーに対する監督

ポスト・メイトフ・リフォームの部分で既述したが、SECは個人顧客に対する投資アドバイザー提供の観点から、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーとで分かれていた行為基準やエンフォースメント体制の統一を予定している。このようなSECの組織編成等は、Sec. 7103で要求されている事項である。さらにSec. 7103は、ブローカー・ディーラーや投資アドバイザーに関して、重大な利益相反と思われるような情報の顧客への開示を促し、公共の利益や投資家保護に反すると思われる商行為や利益相反、報酬スキームなどを禁止・抑制するルールの策定をSECに求めている。

(iv) 情報収集権限および予算

Sec. 7218は、SECが管轄する証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934)、投資顧問法 (Securities Exchange Act of 1934)、投資会社法 (Investment Company Act of 1940) を改正し、証券市場やSECに登録された市場関係者への監視 (Surveillance) やリスク・アセスメントを目的として必要な情報や書類等を、SECが収集する権限の強化をはかっている。

優秀な人材の獲得や育成にとつて、SECの予算制約が障害となっているとの指摘もある。<sup>(7)</sup> このようなSECからの予算請求に対して、Sec. 7301ではSECの予算を二〇一〇年度に約一一・二億ドル、二〇一五年度には二二・五億ドルまで増加させることが明記されている (ちなみに、二〇〇三年度のSECの予算は約七・八億ドルであった)。

このように、下院が可決したウォール・スト

リート改革法 (Investor Protection Act 部分) には、SEC の改革に関して多くの項目が含まれている。SEC の改革要求には、メイドフ事件の影響が強く反映されていると言えよう。上院案の内容は、今後の法案化を待つ必要があるが、上院銀行・住宅・都市問題委員会がデイスカッション・ドラフトと同時に公開した“Summary: Restoring American Financial Stability-Committee Print”<sup>1)</sup>も、メイドフ事件に関する SEC の失敗を指摘し、SEC に対する GAO 等による評価の徹底を初めとして、六つのポイントから成る SEC 改革と投資家保護強化の必要性を提示している。

#### 四、まとめにかえて

メイドフ事件を代表例として、SEC の活動内容に関して多くの批判が寄せられ、現在米国で検

討されている金融規制改革関連法案には SEC の改革が複数盛り込まれている。このような法案の成立を待たず、第二九代 SEC 委員長へ就任したメアリー・シャピロ氏によって、ポスト・メイドフ・リフォームが公表され、すでに幾つかは実行に移されている。

メイドフ事件は SEC の根本的な能力に疑問を投げかけたが、米国投資銀行（現在は業態としての投資銀行は消滅）の過剰なレバレッジの引き金になったと指摘される、二〇〇四年の CSE (Consolidated Supervised Entities、連結事業体) プログラム導入とその管理など、SEC の施策に関しても、多くの批判が寄せられている。<sup>2)</sup>

SEC に関する学術的な分析を引用するまでもなく、近年の金融工学の発達や、ビジネス・モデルの発展、金融サービス業者の多様化やクロス・ボーダーでの活動などに対して、米国資本市場の

番人であるSECの能力が追いつけなくなっていることは明白である。本稿で見たような改革内容は、このような根本的な問題の解決策と成りえるのだろうか。

米国の金融規制改革全般まで思考を広げてみると、SECは深刻な教訓を示しているように思える。現在検討されている規制改革案は、政府規制当局の機能強化が基本となっている。つまりは、従来は市場規律や市場参加者の自主な規制での対処を期待されていた相当の部分を、政府機関が賄うことに他ならない。これは、民間から政府へのリスク管理の委譲現象であると言い換えることもできる。そのため、米国で検討されている新たな規制体制が機能する為には、規制当局の能力が少なくとも市場参加者と同等以上であることが求められよう。規制当局の能力を向上させることは必須となるが、その対策は如何に行われるのである

うか。

(注)

- (1) このような米国金融規制改革の動向や特徴に関しては、若園「二〇〇九A」と若園「二〇〇九B」で、金融危機の前後を比較しながら検討しているので合わせて参照されたい。
- (2) ポンジー・スキームとは、投資家への利益配分に新たな出資者から集めた資金を用いる手法。新規の出資者呼び込めない時点で破綻する詐欺行為であり、一九二〇年代の米ボストンにおいて同手法を用いて投資詐欺を働いたチャールズ・ポンジーが名前の由来。「ねずみ講」(Pyramid Scheme)は類似の手法である。
- (3) メイドフ事件を受けて、米国内では学術的な見地からも、SECに対する批判的な検証やSECからエンフォースメント部門を切り離す提言なども行われている。
- (4) あくまでも罪状としての金額であり、メイドフの弁護士も公判で述べているように、メイドフ自身がこのような高額の財産を保有しているわけではない。
- (5) 米国におけるファンド・マネージャーのSEC登録に関しては、若園「二〇〇九B」を参照されたい。
- (6) 回転ドア問題とは、SECスタッフの一般的な経歴は

- ロー・スクールを経て SEC に入り、数年の経験を経てロー・ファームへ高給で転職する、または、上位役職者のほとんどはウォール・ストリートへ転職することから、SEC での在籍はキャリア・アップの手段に過ぎないという指摘である。
- (7) SEC の予算面での制約については、上院歳出委員会 (U.S. Senate Committee on Appropriations) の金融サービスおよびゼネラル・ガバメント小委員会 (Subcommittee on Financial Services and General Government) におけるシヤビロ委員長の議会証言を参照された (http://www.sec.gov/news/testimony/2009/is060209mls.htm) (二〇〇九年六月二日)。
- (8) SEC のエンフォースメント部門ディレクターであったリンダ・トムゼン氏 (Linda Chatman Thomsen) が同年二月九日に辞任しているが、メイドフ事件の責任を追求されるの更迭であったとも言われている。
- (9) “Investor Protection Act” は、下院法案が “The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009” として一本化される以前は “The Investor Protection Act of 2009” (H.R. 3817) として審議されていた。詳しくは若園 [二〇〇九 B] を参照された。
- (10) Lo [2009] が詳しい。
- (11) COSO プログラムに関する SEC の問題点に関しては、

若園 [二〇〇八]・若園 [二〇〇九 B] を参照されたい。

(参考文献)

- 若園智明 [二〇〇八] 「証券規制について考える—SEC の空売り規制と正味自己資本規制が示唆するもの—」『証券レビュー』日本証券経済研究所、第四八巻、第一一号、pp. 93-109。
- 若園智明 [二〇〇九 A] 「欧米における金融規制改革の動向と限界」『証券レビュー』日本証券経済研究所、第四九巻、第一〇号、pp. 40-58。
- 若園智明 [二〇〇九 B] 「米国における金融規制改革の方向性と問題点」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第六八号、pp. 19-39。
- E. Arvedlund [2009], *Too Good to be True*, Portfolio.
- J. Openheimer [2009], *Maddoff with the Money*, John Wiley & Sons, Inc.
- A. W. Lo [2009], “Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008”, *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 1, Issue 1, pp. 4-43.
- (わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)