

国際的金融規制改革と日本

—金融市場の自主規制に関する一考察—

大久保良夫[†]

International Financial Regulatory Reform from a Japanese Perspective

—A Reconsideration of the Role of Self-regulatory Organizations in Financial Markets—

Yoshio Okubo

The past five years since the global financial crisis have brought about significant changes in the landscape of the financial industry and the regulatory structures in world's major markets and jurisdictions. Broad and intensive efforts have been embarked in the context of G20 Leaders Meetings and at the Financial Stability Board, involving various international regulatory organizations, including the Basel Committee and IOSCO. These efforts are much broader than generally believed by the public, focusing not only on prudential supervision of financial institutions, as embodied in Basel III, but also on market conducts and infrastructures, including effective resolution regimes and over-the-counter derivatives markets. The efforts are intended to improve the functions of financial markets through enhancing transparency and strengthening their infrastructures. However, there remains considerable degree of skepticism about the role of financial markets, particularly by the general public in Japan. Such skepticism may have even been reinforced by the global financial crisis. The role of self-regulatory organizations (SROs) is also often misunderstood, as the term "self-regulation" is used without clear distinguishing it from what is defined as the SROs in the IOSCO's "Objectives and Principles of Securities Regulation." This essay attempts to clarify the objectives of financial regulation in today's international context, identify the origins of skepticism on the role of financial markets in Japan through analyzing historical and linguistic aspects, and review the role of self-regulatory organizations in ensuring efficient and stable functioning of financial markets.

1. はじめに

2007年のサブプライム危機に端を発し、2008年秋のリーマン・ブラザーズの破綻に至った国際的金融危機は、各国経済に大きな打撃を与えた。この危機から5年以上を経た今日でも、その影響は世界各国の経済に大きな影を落としている。この危機は、単に巨大で複雑な金融機関の破綻にとどまらず、金融機関の規制監督や金融市場の仕組みを含めた金融システムの潜在的な脆弱性を露呈すること

[†] 日本証券業協会。本稿の作成にあたり、石倉宏一氏、三森肇氏、小野島貴弘氏、中田恵子氏、川名貴子氏らの諸氏から貴重なコメントを得たことに謝意を表したい。意見はすべて筆者のみの見解である。

になった。のみならず、危機の影響は欧州にも直ちに波及し、ギリシャ問題に見られるように、財政赤字は欧州域内の銀行の国債保有と直結し、財政運営と金融システムとは不可分の連関があることが明らかになった。また、ユーロ危機に見られるように、それまで上手く機能していると考えられていた共通通貨制度も各国の財政政策、銀行監督制度や破綻処理制度の国際的な調整があってはじめて安定化することが認識された。今回の危機は、金融の規制監督と財政制度や通貨制度とが深く関連していることを如実に示したのである。

今回の危機は、金融市場のグローバル化の深化と主要な金融機関の国際的な活動の広がりを背景にしており、それまでの国際金融危機とは様相を異にしている。これまでの国際金融危機は、80年代の中南米の金融危機にしても、90年代後半のアジア通貨危機にしても、新興市場国の財政金融政策が持続不可能な水準の経営収支赤字をもたらし、あるいは為替相場が人為的に高い水準に維持されていたことが外貨準備の急激な枯渇を生み、それが為替相場の急激な動きをもたらすとともに、それを契機として、類似の問題を抱えた国に伝播し、国際的に広がるという形をとっていた。今回の危機は、新興市場国ではなく、米国や英国のような金融システムの中心をなしている国の金融機関の破綻に起因し、世界的な規模で業務を行っていた金融機関の健全性に対する不信の増幅や金融市場の流動性の急速な枯渇を通じて直ちに国際的な市場に影響するという、未曾有の展開を見せた深刻な危機であった。関係当局による大胆な公的介入や当局間の緊密な国際的連携がなければ、危機は一層深刻なものになっていたであろう。また、この危機を契機に、金融規制のモデルとも考えられていた先進国の規制のあり方全般の見直しを迫ることとなった¹。

将来、このような危機が再発するのを回避し金融システムを強固にするための金融規制の改革は、米欧日などを中心に活発に論議され、実行に移されている。改革措置の有効性は未知であるが、金融機関の活動環境は大きく変化しつつある。同時に、今回の危機を通じ、そのような改革の実効性を高めるには一国の取り組みでは不十分であり、主要な金融市場と国際的な活動を行っている金融機関を有する主要各国の規制監督当局の協調と協力が不可欠であることも一層明確となり、金融規制改革は国際的規模で進展している。1970年代以降、国際的な金融規制についての基準作りや金融監督者間の協力強化は、バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision, 以下「バーゼル委員会」）、や証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）などを通じて、着々と進められてきたが、今回の危機を契機に、G20や金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）を中心とした国際的な協議・協力の枠組みが飛躍的に強化され、そのような国際的な枠組みの中で、金融規制の具体的な改革案がまとめられることとなった。FSBのメンバーもG20の主要新興国を含める形で拡大され、また、バーゼル委員会やIOSCOなど分野ごとの取り組みや各国の規制改革も、G20や金融安定理事会での審議を念頭に進められることになり、金融規制に関する国際的な協力体制も歴史的な変貌を遂げている。

もとより、今回の国際金融危機は、金融規制にのみ起因するものではなく、他の多くの要因が複合的に作用した結果と考えられる。そもそも、金融危機に至るまでの世界経済は“Great Moderation”と称されたように、おおむね順調に成長していた。そのなかで、世界経済の中のマクロ経済的

¹ 今回の金融危機について、経済学者の立場から簡明にその原因や政策対応、その効果を明快に整理・分析したものに、Alan S. Blinder (2013) がある。

な不均衡を指摘し、米英などの住宅市場のバブルの可能性を指摘する少数の識者はあったが、多くの識者は、経済状況がやがて崩壊するバブルに乗っているものとは認識していなかった。これに加え、金融市場のデータ分析技術の発展などを背景に、金融の技術革新、金融機関のリスク管理能力や、金融市場の情報吸収・発信・調整能力に対し過信が生じていたことも金融危機の中心的な要因の一つと考えられる。さらには、住宅価格の高騰を背景に所得や資産に比して余りに高額な住宅をローンにより購入したという、いわゆる「サブプライム問題」が今回の危機の遠因であったとして、金融教育の不足や国民の持家政策の過度の推進など、他の要因多数を挙げる意見も有力である。しかしながら、金融規制が有効に機能しなかったことがその原因のひとつであったことは明白であり、米国の Dodd-Frank 法やそれに基づく規則の制定をはじめとする様々な制度改革はもちろん、国際的にも G20 での議論も金融規制のあり方に焦点が当たってきたのである²。

しかしながら、「金融規制」といっても、それを国際的な文脈で考える場合、その内容や範囲について意味するところは、国によって、また論者によって異なっている場合が多い。金融規制は、各国の法制度や行政組織、政治体制、金融機関や業界の発展過程、市場慣行や、国民の経済や金融に関する知識の水準（リテラシー）などにより、その役割や機能についての認識が異なることは当然である。金融市場や金融機関の活動がグローバルになる一方で、規制の作用は各国の枠組みに託されている。また、各国の金融規制改革議論の過程では、特定の事件が世論の動向や政治過程を左右し、規制の内容を方向付けする場合があることも当然であり、国際的な金融規制改革の議論が各国の様々な特殊要因の影響を受けることも否定できない。

各国の規制や制度は、それぞれの議会、独立的な委員会等を含む行政制度などの審議過程を通じて定められる。その過程では、学界、言論界、ジャーナリズムはもちろん、規制の影響を受ける業界や市場関係者も活発な意見発信を行っている。このような状況の下で、「国際的に統一的な規制は自国の市場や金融機関には馴染まない。」とする見解が出てくるのも自然である。このような見解は我が国でも聞かれるが、国際的にも決して特異なものではない。国際的な金融規制改革について主導的な役割を果たしていると考えられている米英等においても、国際的に統一的な規制を導入することに反発する意見はあるし、また、英国における EU 離脱論にあるように、規制の制定や運用に関する国家主権や規制主体の独立性を損なうような議論には根強い反感があることは否定できない³。国際的な金融規制の基準の必要性やその有効性を高めることへの一般的な理解はあるとしても、改革にはコストが伴い、その便益が明確でなければ説得は容易でない。特定の規制提案をめぐって、国内の反発があり国際的な議論や合意の実施が迅速に進展しないことも必ずしも異例とはいえない。また、規制の意

² 今般の金融危機について、その要因を整理したものに、前注の Blinder (2013) のほか、元英国金融サービス機構の首脳を務めた Davies (2010) がある。政府当局者の回顧録としては、Paulson Jr. (2010), Bair (2012) があり、ジャーナリズムの立場から、今回の金融危機の様相を詳しく描写したのものには、Sorkin (2009) がある。また Tett (2009) は、今次の危機の一因となった Credit Default Swap の発展経緯を詳しく論じている。そのほか、Lewis (2010), McGee (2010), Zuckerman (2009) は、投資銀行の内部文化の変貌や Hedge Fund の役割等を詳しく描写し、一般に広く読まれている。

³ 例えば、American Banker 誌によれば、「米国はバーゼル委員会への参加を取りやめるべきである。」という提案があることが示唆されている（“Washington must keep community banks in the loop on Basel”, American Banker, 2013 年 11 月 7 日）。このような提案は、バーゼル規制が対象とする国際的に活動する銀行ではなく、国内で活動する中小銀行へのバーゼル規制に関連してなされているものと推定されるが、バーゼル規制の内容は国内のみで活動する銀行の規制へも影響を与えざるを得ないことも示唆している。

義や規制対象の範囲をめぐる理解の違いが不必要な軋轢を生みかねない側面を持っている場合もあり得る。同時に、国際的な議論の過程で各国の違いに配慮して得られた結論が、結果として合意を複雑で分かりにくくしている面も多く、それが国内で一層の反発を生んでいる面もあると考えられる。

本稿では、こうした国際的な規制改革の流れの中で、「金融規制」の意義について、概念的な整理を試みるとともに、金融規制の一部である証券市場における「自主規制」を例に取りあげて、金融規制を巡り国際的な摩擦や誤解が生じる原因の一端について考察してみたい。

なお、本稿に述べる考え方や意見は筆者のみの見解であり、筆者の関係する組織の意見を述べたものでないことを付言しておく。

2. 金融規制の概念整理の試み

(1) 国際的な金融規制改革の焦点

今回の危機は、リーマン・ブラザーズ社の破綻に象徴されるが、一連の危機の過程では、ベア・スターンズ社の事実上の破綻（JPMorgan 社による吸収）や保険会社 AIG の経営困難など、多数の大きな金融機関の抜本的な再編をもたらした。のみならず、規制監督組織上も大きな変化が生じることとなった。まず金融機関の再編を振り返れば、この危機により世界の資本市場で大きな役割を果たしてきた米国の大手 5 大投資銀行が大きく形を変えることとなった。リーマン・ブラザーズ社は米国の規制上は証券会社（broker-dealer）であり、またその破綻に先立って当局の働きかけにより JPMorgan 社に救済されたベア・スターンズ社も同様である。大手証券会社（同じく broker-dealer）であったゴールドマン・サックス社、モルガン・スタンレー社は、危機の過程で銀行持株会社に転換されることとなり、また同じく大手証券会社のメリル・リンチ社は、バンク・オブ・アメリカに吸収されることとなった。大手 5 大証券会社が全く形を変え、残った会社は銀行持ち株会社として監督を受けることになったのである。英国では、ノーザンロック銀行の破綻にはじまり、ロイズ銀行、スコットランド銀行等の持ち株会社ロイズ・バンキング・グループやロイヤル・バンク・オブ・スコットランド・グループへは公的資金が導入され、特に後者は政府が過半数の株式を取得し、実質的に国有化された。このように、金融危機は、危機收拾のための政府の関与もあって、結果として巨大で複雑な金融機関を誕生させ、政府による監督業務の範囲も複雑なものとする事となった。

それに伴う規制監督行政組織も見直しが行われている。米国では、金融規制機関の大枠の変化はないが、Dodd-Frank 法により、財務長官の主宰のもとに主要な規制監督機関が招集され金融システム全体のリスクを監視する金融安定監督評議会（Financial Stability Oversight Council, FSOC）が必要に応じて大きな権限を発揮できるようになり、また、金融消費者保護局（Consumer Financial Protection Bureau）が創設された。英国では、今回の危機と政権交代を契機に、金融監督規制を一元的に担っていた金融サービス機構（Financial Services Authority）が改組され、金融機関の監督はイングランド銀行の下におかれる健全性規制機構（Prudential Regulation Authority）が担うことになり、金融市場での行動監視は金融行動規制機構（Financial Conduct Authority）が担うこととなった。英国の金融監督は、金融機関の自主性を極力尊重する light touch という考え方をとるとされていたが、その考え方についても大幅な転換が図られることになった。EU でも、金融システムの抱えるリスクを全体として監視し金融システムの安定化を図っていくという見地からヨーロッパ中央銀行（ECB）

の下にヨーロッパ・システムック・リスク理事会（European Systemic Risk Board, ESRB）が設けられるとともに、銀行、保険、証券規制について、それまでの組織を改組・強化し、規制の統一化のみならずその運用の一層の一元化を図っていく観点から、欧州銀行監督機構（European Banking Authority, EBA ロンドンに本部）、欧州保険・企業年金監督機構（European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA, フランクフルトに本部）、欧州証券・市場監督機構（European Securities and Market Authority, ESMA, パリに本部）を誕生させている。

このような危機の経験を背景に、現在の国際的な金融規制改革の議論の対象は、金融機関の監督分野のみならず、金融市場のインフラも含めた金融システム全体にわたっている。国際的な金融規制改革のなかで、我が国において最も関心が深いものは、銀行監督の分野であり、特にバーゼル自己資本規制である。バーゼル自己資本規制（我が国では従前 BIS 規制と通称された。）は、バーゼル委員会が国際的に活動する銀行の自己資本規制として 1988 年に合意された規制であり、その後、銀行の持つリスク資産の算定を柔軟化して倒産確率や倒産時回収率の内部格付の利用の容認などを盛り込んだ見直しが 2004 年に合意され、「Basel II」と呼ばれて多くの国で実施に移された。「Basel II」では、自己資本規制を最低基準とし、それに加え、監督上の裁量や開示による市場規制を重視している（いわゆる「三本の柱」）。今回の金融危機を契機に、「Basel II」の抜本的な見直しが行われ、2010 年 12 月には、「Basel III」と呼ばれる規制が合意された。この合意は、金融危機に際して自己資本の不足が顕在化したことや金融機関が過度のリスクテイクを行っていたことを背景としており、また十分な資本を持ちながらも流動性資産を十分持っていなかったために資金繰りに問題を生じたことも踏まえて、従来のバーゼル規制で使われていた分子となる自己資本の定義を厳格化するとともに、分母となるリスク資産の算定における市場リスクの補足を強化して自己資本比率規制の内容も見直し、併せて、流動性規制や景気変動抑制的な（counter-cyclical）資本バッファを導入することとしている。

この規制のように、我が国でも比較的良好に知られた規制もあるが、G20 や金融安定理事会などでの「金融規制」の論議は、単に銀行監督にかかるものだけではなく、幅広い分野に及んでいる。「大きすぎて潰せない（too big to fail）」という言葉に集約される問題に対処するため、システムの重要な金融機関（systemically important financial institutions, SIFIs）の規制監督の強化、金融機関の円滑な破綻処理の制度整備、OTC デリバティブ取引規制の強化、取引主体の特定を可能とし監督上の管理や個別金融機関のリスク管理を強化する取引主体識別子（Legal Entity Identifier: LEI）の導入、格付機関の規制導入、企業会計基準の国際的な収斂（convergence）の推進など、金融市場や市場取引などに関する制度も数多く取り上げられている⁴。

これらの一連の金融規制改革の広がりを見ると、金融規制の焦点が、個別金融機関の監督に加えて、「システム全体を見て、どのようなリスクがあるかを早期に認知し、マクロ経済の動向と監督政策との連携を強化していく。」というマクロ・プルーデントな考え方（macro-prudential approach）を重視するようになってきていることが窺われる。同時に、金融機関の健全性のみならず、その市場行動を監視し、市場全体の透明性・公正性を確保し、また金融機関の破綻や清算に円滑に対処できるような制度的なインフラを整えていく、という側面も一層重視されるようになっており、健全性規制とど

⁴ 詳細は、Financial Stability Board (2013) 等参照。

もに、市場インフラの整備と市場行動の監視との組合せにより金融システムの安定を確保していく、との考え方が強くなってきていることも明らかである。このような動きは、G20とFSBによる国際的な金融規制の動きにも強く反映されつつあると考えられる。

今回の危機は、市場が常に望ましい価格発見機能や価格安定化機能を果たしている訳ではないことを再認識させたが、その後の国際的な金融規制改革の議論は、金融資本市場の機能自体を限定しようとするものではないことは明らかである。むしろ、様々な改革は、市場の機能を強化し、適正価格を発見する機能や決済機能を強化しようとするものである。特に店頭デリバティブ取引の規制は、国際的な金融規制改革の大きな柱の一つであり、大きな焦点が当たっている。これは、金融危機に至る過程で、Credit Default Swapをはじめとする店頭デリバティブ取引が金融システム全体の中のリスクの把握を難しくし、監督上の措置をタイムリーにとることを難しくしたとの反省に立つものである。その核となる改革は、店頭デリバティブ取引をできるだけ取引所取引あるいは電子取引システムに集中させ、中央清算機関を通じて清算を行うことにより、取引を透明化するとともに、取引参加者の破綻が生じた場合にそれが他の取引参加者などに波及しないようにする措置が議論の中心になっている⁵。中央清算機関を通じないデリバティブ契約については、自己資本規制上、中央清算よりも高い資本を要求することも決定された。取引に参加している法人の実態を把握しやすくし監督当局の監視や金融機関におけるリスク管理を国際的にもやりやすくするためのLEIの議論もこのような考え方に基づくものである。このように、国際的な金融規制議論の中心は、全体としてみれば、リスクを取り得る資金を効率的に幅広く調達できるという市場機能を前提とし、それを向上させるとともに、市場の透明性と監視機能を高め、市場のプレーヤーに問題が生じた場合、その影響を限定して危機を防ぐという考え方に立っている。金融市場の持つ情報創出機能、それを通じた資本配分の機能、効率的な資本の稼働を確保することによる金融資産の価値評価の機能をいかに効率的、安定的に発揮させるのか、そのための規制や監視監督はどうあるべきかが議論の中心なのである⁶。

前述のとおり、店頭デリバティブ取引の規制には大きな焦点が当たっており、これについては、とりわけ、クロスボーダー取引の扱いが議論の焦点になっている。店頭デリバティブ市場はグローバルな市場であり、取引参加者もいくつもの拠点をもって活動しており、国際的に整合性のとれた規制が特に必要な分野である。規制の重複を回避する一方、他国規制の域外適用を容認することはできないという要請にどう対応するかが大きな課題である。例えば、米国のデリバティブ取引を規制する商品先物取引委員会（CFTC）は、非米国金融機関が米国人と店頭デリバティブ取引を行う場合には、CFTCにスワップ・ディーラーとして登録しなければならないことを原則としており、スワップ・ディーラーとして登録した非米国金融機関に対しては米国の清算集中義務を課すとしている。またEUは、域内の金融機関（欧州金融機関の日本支店も含む）に清算サービスを提供する欧州域外国の清算機関については母国規制と欧州規制との同等性を前提としたESMAの認証（最終的にEUで決

⁵ この考え方は、2009年9月に開かれたG20首脳会議の声明に盛り込まれ、その後の改革はこの考え方に立って進められている。FSB(2013)等参照。

⁶ 金融危機の激震がまだ冷めやらない2009年1月に米国大統領に就任したオバマ大統領は、その就任演説で、市場の役割について次のように述べている。“Nor is the question before us whether the market is a force for good or ill. Its power to generate wealth and expand freedom is unmatched, but this crisis has reminded us that without a watchful eye, the market can spin out of control—”

定)を必要としている。この点については、2013年7月、米国のCFTCとEUとの間で今後の交渉の進め方(Common Path Forward)に合意し、両者の規制や執行の質からみて問題がない場合にはお互いの規制を尊重する旨の合意がなされた。CFTCについては、外国の規制が米国規制と同等であり包括的であることを条件として、外国規制の遵守をもって米国規制を順守したとみなす措置(substituted compliance)という考え方を明らかにしており、また、EUは、外国の規制について、全体として同様の結果が確保されるかどうかを基に評価し、当該国が同等の(equivalent)規制の枠組みを持っているかどうかにより当該国の会社によるEUの金融機関へのインフラやサービス提供の可否を判断するとしている。みなし措置や同等性により他の国の規制を尊重するという考え方は、その後広くG20の考え方に盛り込まれており、2013年9月のG20首脳宣言にもその旨が反映されている。なお、2013年12月、CFTCは日本、EU、カナダ等6か国・地域について、店頭デリバティブ取引規制の同等性評価の結果を発表しており、日本の規制については、法令・監督面では、店頭デリバティブ取引規制がおおむね同等と評価している⁷。

(2) 日本での金融規制改革の議論

我が国でも1980年代後半から1990年代初めにかけてのバブルの崩壊を契機に金融危機を経験し、金融機関の再編も起り、金融機関に関する破綻処理等の仕組みが整備され、金融の規制監督に関する行政組織も改革された。しかし、我が国の場合、バブルの崩壊により過剰債務に陥った業種は不動産業、建築業、流通業等に限定されており、製造業や家計による過剰債務は比較的限られていた。借入先も銀行が中心で、証券化を通じた投資家の分散やデリバティブ取引を通じる波及もなかった。その意味で、我が国の金融危機は基本的には銀行の不良債権問題であり、不良債権の査定強化とバランスシートからの分離や銀行への公的資金の導入により解消が図られてきた。その後、円高等の環境の下でデフレ圧力は続いたものの、金融機関の健全性は全体として向上しており、2008年秋以来の国際的金融危機の金融機関の健全性に与える影響も限られていた。我が国では、資本市場が発展を遂げて世界有数の市場になっているものの、企業金融に占める銀行融資の割合は依然大きく、デフレ的経済環境を背景に証券投資も低調であったため、証券市場の機能や規制に関する関心は全体的に低く、国際的金融規制改革についても、銀行の自己資本規制以外の分野での国際的な規制改革への関心は必ずしも高くなっていないように思われる。のみならず、今回の危機においては、米国や英国が震源地となっており、資本市場が発達している米国・英国の金融制度に対する批判的な見方が多いように窺われる。更には、金融市場の機能全般に対する懐疑心を生み、あるいはそれを一層強めたような意見も多いように感じられる。やや感情的な議論では、金融市場に関する議論を「市場原理主義」などと捉え、国際的な規制改革もその延長として捉えて、具体的改革内容の吟味よりもイデオロギー的な議論に置き換えてしまっている感があるものもある。

我が国において、金融・資本市場について、ともすれば皮相的とも思える議論をしがちになる背景としては、次のような要因が考えられる。

第一に、「金融規制」(financial regulation)を国際的な文脈のなかで考えるに当たり、そもそも「金

⁷ 取引情報の報告義務や清算集中義務についてはまだ議論が残されている。

融」とか「規制」という日本語のニュアンスが、financial regulation という英語と一致しているのだろうか、という問題がある。筆者は、かねてから「金融」という日本語と「finance」という英語の間には大きなニュアンスの違いがあり、日本人が通常考えている「金融規制」の概念は英語の範囲に比べて全体としてかなり狭いのではないかと考えている⁸。すなわち、finance という英語は、お金の貸し借りにとどまらず、広く増資や資産処分や寄付の受け入れ、徴税等も含む資金調達活動を指す能動的な活動を意味しているが、「金融」という概念は民間の資金の貸し借りを中心としており、資本市場を通じた資金調達などが十分に捉えられていないきらいがあると思われる。したがって、市場における証券取引所等を通じた規制や、格付機関、会計監査法人等も含めた、幅広い規制や財政との関連については世上の関心が十分高くないのではないかと考えられる。一方、「finance」という言葉は名詞でもあるが動詞でもあり、物事を進めるうえで不可欠な資金調達活動を能動的に捉えているのである。また、「金融」は「金回り」というような他人委せのニュアンスのある言葉であり、また、貨幣の流通という概念を想起させ、金融政策 (monetary policy) も連想させる言葉であり、「金融規制」の問題が「金融政策」や「マクロ経済政策」の問題と混同されがちになるような側面もあるのではないかと考えられる。筆者が考える日本語の「金融」と英語の finance のカバー範囲の違いを簡略に図示すると次のようになる。

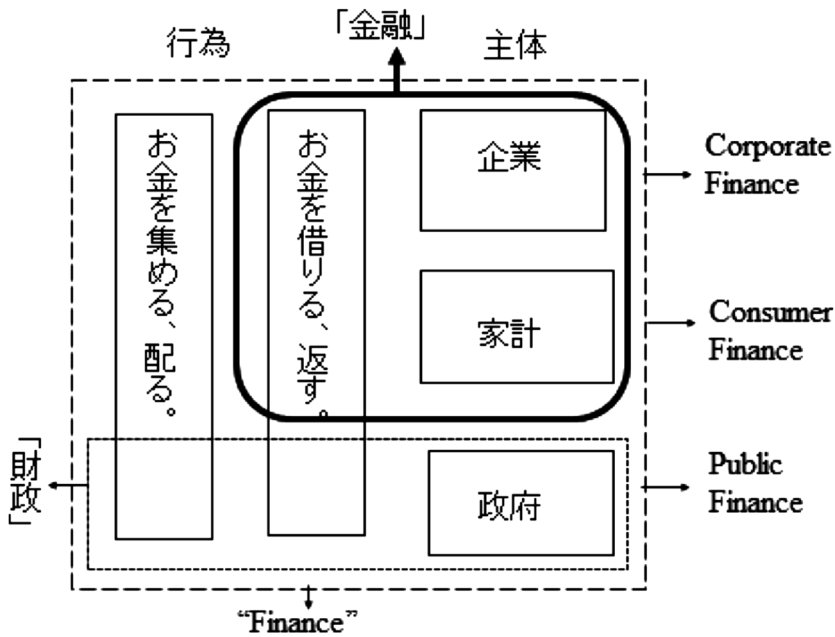


図1 日本語の「金融」と英語の Finance の範囲の違い

第二に、日本語と英語のニュアンスの違いは、「規制 (regulation)」という言葉にもあると考えられる。規制 (regulation) とは、①ルールを策定し、②そのルールが順守されているかどうかをモニターし、③守られていない場合には制裁が発動される、という三つの側面があるが、日本語では、

⁸ 筆者は、この点について、かつて「金融とファイナンスの間」と題するエッセイを『経友』(東京大学経友会、2010年2月号)に寄稿したことがある。

②の部分特に重要視されているように思われる。すなわち、日本語では、金融規制制度というよりも、金融監督制度という方が馴染みのあるように思われ、問題が生じた場合には、ルール作りや制裁についての議論より、監督の問題として捉えられる傾向が強いのではないかとと思われる。極論すれば、ルールは「お上」である政府当局が策定し、ルールを守っているかどうかという点についても、取引相手との関係よりも監督当局との関係が特に重要視されている面もあるようにも思われ、制裁はルールに基づくものよりもトップが辞任するかどうか、といった点に世上の関心が向かうのが常ではなかろうかと思う。もちろん、我が国の監督もそれにとまなう措置も法令に基づく厳格なものであるが、日頃の報道では、法的側面に関心が示されることは少ない。

第三に、歴史的に見て、日常生活では「金融」という事象が「お金の融通」と観念され、「困ったときのお金の貸し借り」というような相互支援の仕組みに由来するように捉えられて、権利と義務をとまなう契約として観念される歴史が必ずしも長くなかったことが考えられる⁹。本来、金融取引は私人間で行われるものが中心であり、理念的に考えれば、私人間の契約遵守慣行や効率的な司法制度があれば多くの問題が解決されうるといい良い。取引契約の効率的処理や紛争解決制度、迅速な破綻処理制度、悪質な取引行為に対する有効な制裁などの存在は、効率的な金融システムの基礎をなすといいい良いであろう。金融機関や金融業者に対する規制も、ルールの策定や、その順守状況のモニターの仕組みも契約で工夫して構築する余地はあり、守られない場合の制裁も、ルールを守らない業者を排除する仕組みがあれば、金融規制の目的の多くは達成できるとも考えられる¹⁰。取引契約の内容や取引方法を標準化して効率的な取引を可能とし、取引や取引所・決済機関に参加する業者の資格を定め、その行動を一定の方法によりモニターして、不適切な者を排除するという「自主規制」も、こうした考え方の下で機能しており、各国の市場において、何らかの形で政府ベースによらない規制や慣行が支配していると考えられる。

もちろん、民間による私的なルールも効率的で公正な司法制度により担保されなければ機能しないことは言うまでもない。また、国内外の多様なプレーヤーが金融市場に参加している市場では明確なルールが必要であり、またデータ処理や通信などの技術革新により金融市場が常に変貌していることを考えると、効率的で公正な金融システムの運営には市場の変化を先取りした不断の規制見直しのための枠組みが不可欠であり、それを実現していくための公的機関の役割は極めて大きい。特に、世界的金融危機以降、金融システムの抱えるリスクについて早期発見するための規制監督機関や中央銀行、財務省などによる監視や規制政策の機動的な見直しを行うための「マクロ・プルーデシヤル政策」が益々重要視されてきているのもこうした要請を背景にしている。

しかしながら、「金融規制」を考えるときに、金融機能の自由な私的契約という側面が軽視されると、民間の創意工夫を生かした自由な経済活動の展開を制限し、民間投資を通じた健全な経済発展を

⁹ これらの点に加えて、我が国の論壇や経済学界で、1980年代になるまでマルクス経済学の影響が強かったことも、金融市場に関する理解が英語での理解と乖離してきた要因として挙げられよう。

¹⁰ 英国の銀行監督は、イングランド銀行が長い間担っていたが、かつての銀行家はルールを守らないことにより同業者から白眼視されることを極度に恐れており、ルールに従わせるには、イングランド銀行の総裁が眉を顰めるだけで充分である（governor's eyebrow）という表現があった。この言葉は、今日でも監督当局の裁量を重視する、という意味で今日でも時々使われている（例えば、Economist, "The governor's eyebrows" Bagehot 欄, 2009年3月25日, "The return of the BoE governor's eyebrow", Financial Times blog by Claire Jones, 2013年1月15日）。英国の銀行危機や外国銀行等の多様なプレーヤーが銀行業務に参入するようになったことを背景に、銀行監督について初めて明文化されたのは1979年である。

阻害することになりかねない。多くの発展途上国が民間企業を中心とした経済発展を軌道に乗せることに成功していない、あるいは中所得国から高所得国に移行することに成功していないで停滞してしまう（いわゆる“middle income trap”）ことの理由として、民間私人間の金融が自由に発達せず（いわゆる“financial repression”）、それを支えるための開かれた信頼できる制度が存在しないこと、言い換えれば、信頼できる「法の支配」の欠如があることは、近年多くの論者から指摘されている¹¹。特に、設備投資やインフラ投資に必要な長期資金の調達の高難易度は国の中長期的な発展を左右することになるが、それが可能となるためには、資産の運用にあたる投資家の信頼が基礎であり、特に公正な市場運営をもたらす価格発見機能（＝情報創造機能）は極めて重要であると考えられる。また、企業経営は常に環境変化の中で行われるものであり、経営判断は常にリスクを伴うものであるため、資金調達側の企業や投資家の行動などにより予想外の事態やトラブルが生じた場合に備えて、明確なルールに基づく紛争処理ができる「法の支配」が不可欠である。幸いにも、先達の各方面の努力により、日本は法の支配や信頼できる市場制度の整備に成功し、そうした制度に支えられて株式市場や社債市場が発展している。近年では、多様な投資信託や、不動産投資信託・上場投資信託に加え、ベンチャーファンドなども含むファンドによる資金の活用などもあり、資金仲介チャンネルも多様化しているが、新興市場国や途上国では長期資金のチャンネルの整備は大きな課題であり、これらの国々では自国通貨での社債市場の育成が大きな課題となっている（「アジア債券市場育成イニシアティブ」等）。また、金融危機後の規制改革が新興市場国や途上国への資金の流れにどのような影響を与えるのかについても、G20やFSBでも重要な課題の一部となっている。「金融規制」が民間資金の流れ、特に長期資金の流れを過度に、あるいは意図せずに制限する結果とならないように（“unintended consequences”が生じないように）、常に注意をしていくことは必要であると思われる。

(3) 金融規制の目的

金融規制の目的は何であろうか。我が国の主要な法律に規定される目的を見てみると、①金融機能の安定の確保、②預金者・保険契約者・投資者等の保護、③金融の円滑、といった項目が挙げられている（金融庁設置法（第3条）、銀行法（第1条）、保険業法（第1条）、預金保険法（第1条）など）。銀行法や預金保険法では、その目的に「信用の維持」「信用秩序の維持」という言葉が使われているが、これは、①の目的（金融機能の安定）にかかわる概念であり、個別金融機関の経営破綻を防ぐとともに、一つの金融機関の破綻が他の金融機関の破綻に波及することが無いようにすることにより、金融機能の安定を確保することを目的にするといつてよいであろう。

¹¹ Rajan and Zingales (2003), Acemoglu and Robinson (2012), Fukuyama (1995) など参照。Rajan and Zingales は、様々な歴史的事例やグラミン銀行などの例を挙げ、商工業の発展における開かれた金融制度の意義を強調するとともに、金融業務を担うものが既得権益を守るようになると経済革新を阻害する要因となることを論じている。Acemoglu and Robinson は、経済発展を規定するものは文化要因や地理的要因ではなく、社会制度が開かれたもの（inclusive）か搾取的なもの（extractive）かによるところが大きいと述べ、両者とも法の支配等の制度的要因を重視している。なお、Fukuyama は、商工業の発展の背後にある血縁によらない組織や行政・軍事組織を起源としない組織の存在の意義・役割を論じている。これは金融制度を直接論じたものではないが、民間経済活動が「信頼（trust）」を基礎に発展しているという意味で、金融の本質的な意義を考察するうえで示唆的である。

資本市場の規制の基本となっている金融商品取引法¹²も適切な企業開示を基礎とした「投資者の保護」をその目的として挙げており、これは②に包含されるが、有価証券の発行や流通取引を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品の公正な価格形成を図ることを掲げており、これは③にも包含されると考えてもよいであろう。すなわち、企業の抱えているリスク情報が適切に開示されることにより、それが市場で公正に評価されることが、公正な株価形成や社債のプレミアム等に反映され、企業は多額の資金を効率的に調達しまた経営の成果を投資家に還元することが可能になる一方、投資家もリスクを分散し資産価値の維持やリスクある投資の成果の享受が可能になり、それが経済発展に繋がることになるのである。ちなみに、当然ながら、「投資家の保護」は「預金者の保護」とは異なり、前者は投資による損失を補うことを意味するものではなく、投資家に対する情報開示の公正や市場取引の公正を確保する趣旨であり、あくまでも私人間の取引の公正を公的機関が監視する趣旨であることを想起しておいて良い。

上記①～③に掲げた目的は相互に関連するものであり、相互補完的であるが、場合によっては、トレードオフの関係にも立つものであり得る。例えば、金融の安定を重視しすぎれば金融の円滑を欠くこともあり得る一方、金融の円滑を過度に重視すれば長期的に金融の安定を損ねる可能性もある。同様に預金者保護や投資者保護の方法などによっては、金融の円滑に支障が出ることもあり得よう。これらの基本的な法律が、究極的には国民経済の健全な発展を目的としているのも、目的間のバランスの必要性を念頭に置いたものであろう。

世界的金融危機以降の金融規制改革は、当然これらの目的に沿ったものであるが、リーマン・ブラザーズの破綻などに照らし、特に金融の安定性確保を主眼として、(a) 将来大規模な金融機関が破綻することを防ぐ方策、(b) 破綻処理が円滑に進められることを可能にし、また、一機関の破綻が他の機関に影響することの無いようにする方策、それに、(c) 金融システムのなかのリスクを投資家や規制当局が的確かつ早期に把握し得るための方策、が中心になっている。今回の金融危機に対処するため大規模な公的資金が活用され、それが金融機関救済のために使われたと観念されたことから、金融規制改革論議の政治プロセスにおいては、今次の様々な改革は、“No more bailout!”の掛け声の下で議論され、公的資金を使わないために破綻を防止する制度構築が目的と理解されている場合があるが、金融規制の目的はそれに尽きるものではない¹³。国際的な金融規制改革で取り上げられている主な改革案について、その目的に即して大雑把に類型化すれば、次のような整理となる。

(a) 金融機関の破綻を防ぐ主な方策

- ・自己資本比率規制の強化・流動性規制の導入 (Basel III)
- ・システム上重要な金融機関の選定と監督強化 (SIFIs に対する国際的監督体制の構築、グローバル SIFIs の選定)
- ・インセンティブ構造の見直し (報酬に関する FSB のガイドライン、証券化商品組成機関に対するリスク保有義務 (risk retention) 規制等)

¹² 従来の証券取引法が、平成 18 年改正により有価証券以外の幅広い集団投資スキームをカバーする法律である金融商品取引法となった。

¹³ この点について、Blinder (2013) は、米国の場合、金融危機対応のために創設され金融機関の資本増強のために使われた TARP 基金については、むしろ国庫に若干プラスに働いたことを述べており、公的基金が使われなかった場合には危機の影響は遥かに大きくなったことを示唆している。

・金融機関の自己資金によるトレーディング業務の制限（米国の改革—いわゆる Volcker ルール、欧州でも同様の改革を検討中）

(b) 破綻処理が円滑に進むことを可能にし、また、一機関の破綻が他の機関に影響することがないようにする主な方策

- ・大規模な金融機関の秩序ある破綻処理のための方策（Key Attributes）
- ・システム上重要な金融機関に対する破綻時の対応計画の提出義務付け
- ・店頭デリバティブ取引の取引所集中化、決済機関の強化
- ・景気変動を増長するような金融規制（pro-cyclicality）の見直し（Basel III における景気変動抑制的な資本バッファの導入等）

(c) 金融システムのなかのリスクを投資家や規制当局が的確かつ早期に把握し得るための主な方策

- ・シャドー・バンキング改革（特に MMF の急激な資金流出に対する脆弱性の軽減、債券レポ市場慣習の見直しなど）
- ・店頭デリバティブ取引の改革、取引情報蓄積機関の強化
- ・市場に参加する法人についての LEI の導入
- ・高頻度取引・ダークプール等取引手法に伴うリスクの検討
- ・格付機関に対する規制の導入
- ・LIBOR 問題などに起因する金融指標提示に関するガバナンス・監督体制
- ・非協力的な国等（オフショア市場など）に対する対策
- ・会計基準等の見直し

(4) 金融規制の法形態

既に述べたように、金融規制を広く市場規制も含むものとして考える場合、その内容は銀行や保険会社を監督するための業法とはかなり様相を異にすることになり、仲介業者や銀行（登録金融機関）のみならず、市場参加者である証券発行体の企業や投資家など市場参加者全体をその規制対象としている。日本語では「証券規制」とする方がわかりやすく、従前の証券取引法を改正した「金融商品取引法」がその基本となっている。日本の証券取引法は、米国の 1933 年証券法及び 1934 年証券取引法を基礎として制定され、市場の発展にともなう累次の重要な改正を経ており、平成 19 年の改正を経て現在では、株式・社債等の有価証券のみならず、幅広く集団投資スキームの取引をカバーする法律となっている。その根本は企業内容の開示制度の整備をはじめとする行為規制であり、証券発行市場と流通市場の双方を規制の対象とし、証券の公募や公開買付けなどを規制するとともに、インサイダー取引規制や相場操縦等の行為を禁止する規定など、市場の信認を確保するための重要な規制を含んでいる。金融商品取引法は、証券会社や取引所、自主規制機関、決済機関等の監督のための規制も含んでいるが、その中心は行為規制にあるといえる¹⁴。

日本の制度では、証券市場の機能に最も関係が深い法律は、金融商品取引法のほか、民事関係を規定した金融商品販売法があり、また、会社法、民法、商法、刑法などの基本法が重要であることはい

¹⁴ ちなみに、米国でも Securities Regulation という言葉が使われているが、この言葉が法学の一分野として確立したのは、現在の証券規制の基本が確立した 1930 年代初めではなく、証券取引委員会などの活動が定着してきた 1960 年代であるといわれている。

うまでもない。特に会社法は、株式会社の株式、社債の発行等に係る基本事項を規定しており、企業会計の扱い等も含む多くの局面でも金融商品取引法と関連している。実際、会社法の規定は株式会社の株主という出資者が共同で取締役役に業務を委ね、その成果を享受し、経営の財務的リスクを負うことから生じる様々な法律的問題を効率的、定型的に処理できるように規定したものが中心であり、極論すれば、会社法は会社をひとつの集団投資スキームの形態として効率的に運営することを可能とするためのものと考えられることも可能であろう。株式を当初の出資者に限らず広く取得できるように公開することが上場であり、上場会社については証券法との関わりが不可分なところから、「公開会社法」という形式を考えるべきではないか、との議論があったところは記憶に新しい¹⁵。

証券市場の規制は、法律やそれに伴う政令、府令・省令や金融庁の監督指針、あるいはノー・アクション・レター（ある特定の行為が法令違反とはならないという形で法令解釈の指針を公開したもの）などのほかに、裁判所の判例や取引慣習なども含むと考えられる。米国では特に判例法が発達しており、例えば、インサイダー取引規制も、証券取引委員会の不正取引禁止の規則（10b-5）の適用を基にした判例が積み重なって出来上がってきたものである。

それらに加えて、証券取引所、日本証券業協会、金融先物取引業協会、投資信託協会、日本投資顧問業協会、第二種金融商品取引業協会などの自主規制機関や、証券振替機構などの策定する規則も市場参加者の行動を規定するものとして重要な役割を果たしている。これらの機関の果たす役割については、次章で触れたい。

(5) 国際的な金融規制基準と国内規制

今回の危機の教訓を踏まえて、G20 や FSB では、危機を防止するための金融規制について国際的に極力統一的な規制を導入すべく作業が続けられている。しかし、金融規制の策定やその実施は各国の議会や規制策定当局の専権事項であり、また、各国の法制や当局の管轄範囲も国毎に異なっている。国際的に統一的な規制といっても、各国の法制や規制監督機関の所掌範囲などが異なっている以上、現実にはその実現は難しい。条約など法的根拠があつて、各国の署名や批准を経て法的地位が確立している国際的な金融規制は現状では存在せず、例えば WTO 金融サービス合意も、内国民待遇や最恵国待遇供与義務、あるいは紛争手続参加義務等を通じて各国当局を拘束するものであるが、基本的に民間の金融取引や金融機関の行動などを直接規定するものではない¹⁶。

それでは、G20 や FSB、バーゼル委員会などを通じて議論される国際的に統一的な金融規制については、単なる政治的・観念的合意かといえば、そうではなく、一定の拘束力を持っていると考えられる。これらの機関には、それぞれ各国の首脳、財務省・中央銀行・監督機関等の代表や、金融の分野で国際的な基準作りを担う国際機関の長や事務局が参加しており、参加国首脳や参加機関の長が共同コミュニケなどを発出している以上、基本的に順守義務が生じるものであり、各国がそれから乖離する場合には、参加した他国に対して相当に重い説明責任を負っていると考えられる。同時に、規制当

¹⁵ 例えば、上村達男「公開会社法要綱案とは何か」早稲田大学グローバル COE プログラム「日本の企業法制が向かうべき方向とは—企業、金融、資本市場、労働—」問題提起型シンポジウム論考（2008 年 3 月 15 日）（win-cl.sakura.ne.jp に掲載）など参照。

¹⁶ WTO 金融サービス合意は WTO 協定という条約に基づくものであるが、この合意には、各国が金融安定等のための措置を取り得ることを容認する規定（いわゆる“Prudential Curve-out”）が設けられている。なお、自由貿易協定や投資協定等では、紛争解決手続について、各国民間機関と政府との紛争解決手段が盛り込まれることがあり得る。

局の責任ある立場の当局者が参加していることから、国内的にそれを実現していくことが期待される。特に、バーゼル委員会は、参加各国を本拠地とし国際的な活動を行う銀行についてその監督上の責任分担を明確化した合意（Basel Concordat）を定めており、またその自己資本比率規制は、それらの銀行に適用されることとなっているため、その基準を満たしていれば他の参加国で業務ができるという、いわばパスポート的な意義を持ってきた。逆に、バーゼル自己資本比率規制は、これを満たしていなければ他の参加国では業務ができないという制約を受ける、ということから、国際的に活動する銀行については実質的に共通の基準として機能している。バーゼル委員会にはもともと G10 と呼ばれる主要先進国が参加していたが、事実上これが国際基準となり、100 以上国で採用されていた。更に、今回の危機を契機に G20 参加国当局が直接参加することとなり、その正統性や実施状況のフォローアップ能力も更に高まっていると考えられる。

G20 や FSB で議論されている他の国際的規制にはバーゼル規制ほどの直接的な拘束力は考えられないものの、IOSCO や保険監督者国際機構（IAIS）でも規制監督の国際基準（主として規制監督のための原則や指針）を定めており、IMF・世銀を通じる「金融セクター評価プログラム」（Financial Sector Assessment Program, FSAP）を通じて、各国の国際的な規制監督基準がどの程度この基準を満たしているかを評価することになっており、今回の危機を契機に、G20 参加国のなかでもこれまで FSAP の評価を受けていなかった国（米国、中国等）がこの評価を受けることになった。これに加え、FSB に参加する国は、FSB で合意された国際的な金融規制にかかる合意について、他の参加国専門家による定期的な評価（peer review）を受けることになっており、国ごとの評価とテーマごとの評価が既に逐次実施されつつある。このような仕組みを通じて、FSB やバーゼル委員会、IOSCO、IAIS での国際的な金融規制基準作りが次第に各国に定着していくと考えられ、それによりそれらの基準が徐々に実効性を持つてくることになると考えられる。

我が国は、1962 年に IMF の一般借入取極（GAB）ができた時にこれに参加し、その参加国を基に G10 が形成された時からこれに加わっていたことから、1974 年にバーゼル委員会が創設された段階からこれに参加するなど、国際的な金融規制基準作りの作業に直接参加してきている¹⁷。今後とも、我が国が国際的な金融規制基準作りの作業に積極的に参加し、我が国のみならず世界的な金融システムの安定の方策を起草し実行に移していくためには、国際的な市場の動向や市場参加者の実態をよく把握するとともに、安定的な世界金融システムについてのビジョンや実現可能な具体的施策を提示できる知的・人的能力が要求されることとなり、国内的にもそれを支える質の高い議論の基盤と指導力が必要とされよう。

3. 証券規制と自主規制機関

(1) 証券市場と自主規制

最後に、証券市場の自主規制について触れたい。既に述べたように、証券市場取引は基本的に民間私人間の取引であり、歴史的には、政府の認可や承認を得つつ、証券取引の仲介業者が証券取引所等を中心にルール作りを担ってきた。例えば、米国では、1792 年にニューヨークの株式仲介人 24 人が

¹⁷ また、金融庁氷見野現審議官が近時バーゼル委員会事務局長を務め、あるいは、河野国際政策統括官が IOSCO 理事会議長を務めるなど、我が国は、知的・人的にも国際基準作りに大いに貢献している。

協定（Buttonwood Agreement と呼ばれる）を結び、相互の取引ルールを策定して順守してきた歴史があり、また 1939 年には、全米証券業協会（National Association of Securities Dealers, NASD, 2007 年に金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）と改称され、ニューヨーク証券取引所の取引参加者規制部門を吸収している自主規制機関）が証券法上も自主規制機関として認定されて、証券取引委員会（SEC）の監督と連携の下に、証券業の規制を担っている。同じく、米国ではデリバティブ取引については、全米先物協会（National Futures Association, NFA）が、CFTC の下で会員の自主規制を担っている。カナダでは、証券規制は州政府（provincial governments）のそれぞれの証券取引委員会が担っているが、自主規制機関であるカナダ投資業規制機構（Investment Industry Regulatory Organization of Canada, IIROC）が全国的に証券会社や取引所の自主規制を担っている。また、各国の実情はさまざまであるが、韓国（KOFIA）、コロンビア（AMV）、ブラジル（ANBIMA）、台湾（TSA）、中国（SAC）などでも、自主規制機関が証券市場の自主規制を担っている。そのほかのアジア諸国でも自主規制機関化を検討している団体があり、今後、証券市場の発達とともに、政府当局の規制機能を補完する自主規制機関のあり方を検討する動きが高まっていく可能性がある¹⁸。

我が国では、金融商品取引法により、証券取引所（金融商品取引所）が自主規制機能を果たすことを想定しているほか、同法に基づく自主規制機関として、現在、日本証券業協会が認可され、金融先物取引業協会、投資信託協会、日本投資顧問業協会、第二種金融商品取引業協会が認定されている。日本証券業協会は証券会社（有価証券業務を行う第一種金融商品取引業者）及び登録金融機関（有価証券業務を行う銀行等）について、金融先物取引業協会は金融先物取引業者について、投資信託協会は投資信託委託会社や販売会社について、日本投資顧問業協会は投資顧問業者について、また、第二種金融商品取引業協会はファンド販売業者について、それぞれ自主規制の機能を担っている。

日本証券業協会の担っている自主規制の役割を例示すると、その概要は、第一表のとおりである。

第一表 日本証券業協会の自主規制業務

自主規制業務	概要
①規則の作成に関する事項 (金商法67条の8・1項・10号)	・協会員に対する自主規制規則を制定し、その周知を図る。
②協会員に対する監査に関する事項 (金商法67条の8・1項・14号)	・協会員における法令及び自主規制規則の遵守状況について協会員を監査する。
③協会員に対する処分等に関する事項 (金商法68条の2)	・法令違反、自主規制規則違反をした協会員に対して譴責、過怠金の賦課、会員権の停止若しくは制限又は除名のいずれかの処分を行う。
④協会員の役職員の資質の向上に関する事項 (金商法67条の8・1項・9号)	・協会員の役職員に対する証券外務員資格試験、内部管理責任者資格試験を実施する。
⑤投資者からの苦情の解決及びあっせんに関する事項 (金商法67条の8・1項・11号)	・協会員の業務に関する投資者からの苦情の解決を図る。また、協会員と投資者との争いについてその解決のあっせんを行う。

¹⁸ 世界各国の証券市場における自主規制機関の機能や役割について分析したものに、World Bank (2011) があり、自主規制機関の発展過程や責務に応じた分類を行っている。

(2) 証券監督者国際機構（IOSCO）による自主規制機関の位置付け

IOSCO は、証券規制の目的と原則（Objectives and Principles of Securities Regulation）のなかに自主規制に関する原則（原則 9）を設け、証券市場において自主規制機関（Self-Regulatory Organizations, SROs）を活用する場合にはその原則を順守することを求めている。まず、この文書では、証券市場で自主規制が果たす役割について、次のようなメリットを挙げている。

1. 政府規制を超えた倫理・行動規範基準の遵守を求めることができること。
2. 情報創出義務について政府規制当局よりも幅広い能力を持ちうること。
3. 市場運営や市場慣行に相当深い理解と専門性を有し、市場の状況変化に対し政府当局に比べてより迅速かつ柔軟に対応ができること。
4. 自主規制や政府規制の機能を担う技術インフラを整備・運営し、納税者の負担ではなく規制対象主体の負担によりそのインフラを維持できること。

一般に、自主規制のメリットとしては、専門性、機動性、ベストプラクティスの導入、法令との補完関係、業界によるコスト負担などの面が強調されるが、IOSCO 原則の解説で挙げられている、2. の情報創出義務については、自主規制機関が、会員会社や取引などについての情報を発信することの重要性を述べており、この点は特に注目に値する。すなわち、有価証券の取引所や取引所外取引についての情報創造機能は資本市場の基本的機能であり、これが円滑に発信されるうえで自主規制機関が重要な役割を果たしうることを強調している。更に、この文書では、この原則について解説するとともに、各国がこの原則を順守しているかどうかを評価するために必要な手順（Methodology）を定めている。具体的な原則と、その解説は以下のとおりである。

自主規制に関する原則

原則 9 規制において、その専門分野について直接の監督責任を負う自主規制機関（SRO）を活用する場合、SRO は規制当局の監督下に置かれ、またその権限や委任された義務を行使する場合、公正性と守秘義務の基準を遵守すべきである。

(原文) Principles for Self-Regulation

9. Where the regulatory system makes use of Self-Regulatory Organizations (SROs) that exercise some direct oversight responsibility for their respective areas of competence, such SROs should be subject to the oversight of the Regulator and should observe standards of fairness and confidentiality when exercising powers and delegated responsibilities.

(原則の解説)

本原則は、適切に規制された SRO がもたらす意義を認識し、SRO の適切な認可と監視のための提言を行う。しかし、SRO の利用は裁量による政策オプションであり、従って、域内における SRO の不在が評価に影響することはない。

SRO の「適切な利用」は以下の点に関係する。

1. 当該 SRO の、自主規制規則の策定・実施を含む関連法規・規制の目的を実現させるとともに、SRO の認可要件及び監視プログラムに定められたところに従い、これらの法規、規制、規則についてメンバー及び関係者による遵守をモニターし実効性を確保する能力
2. 規制当局による十分な監視
3. SRO の専門知識、市場への近接性、変化する市場環境で発生する課題に対処する柔軟性を活用することによる規制のための人材等資源の増強
4. 自主規制に内在する利益相反を効果的に管理する適切な水準のガバナンス

更に考慮すると、SRO の「不適切な利用」には、権限を持たない又は当局の監視を受けない主体が SRO としての権限を行使する場合、指定された民間部門の機関が SRO として機能するための認可・委任・執行の水準を満たす能力を持たない場合、行政当局に準ずる権限が明らかに乱用されている場合、自主規制機能の発揮が不十分な場合が含まれよう。

規制当局は当該組織による権限行使を認める前に、SRO に適切な基準を満たすよう要求すべきである。これらの基準は特に以下の能力を含む：

- ・詐欺的行為や市場操作を禁止する規則の制定
- ・コンプライアンスを監視し、また、規則の執行を確保するため特に以下を含む処分メカニズムを持つ：除名、(メンバー資格の)停止、活動・機能・営業の制限、過料、譴責、職務停止又は禁止

SRO の監視は継続的に行われるべきである。

このなかで、自主規制機関として特に重要な部分は、「公正性と守秘義務の遵守」であり、特に前者については、「自主規制に内在する利益相反を効果的に管理する適切な水準のガバナンス」である。この点には様々な側面があるが、特に重要なのは自主規制に関する意思決定の仕組みであり、例えば米国の FINRA においては、理事会 (Board of Governors) は 24 人 (議長を含む) で構成されているが、そのうち中立的な議長 (現在、Richard Ketchum 氏) を除くと、業界の代表は 10 名、公益代表は 13 名となっており、公益理事には法学者等のほか投資家代表の退職者等も含まれ、公益の観点が審議に十分反映される構成をとっている。我が国でも、この IOSCO の原則は法令や各自主規制機関の定款等により遵守される仕組みが整っている。例えば、日本証券業協会は、金融商品取引法により認可された自主規制機関として、公益理事を含む理事会により運営されているが、証券会社の業界団体機能と自主規制機能を明確に分離しており、自主規制機能については理事会からその権限を公益理

事が議長を務める自主規制会議に委譲している構成をとっている（日本証券業協会定款 56 条二項）。更に、自主規制会議も公益理事の議長、常任理事を含め合計 7 人の委員が公益を代表する立場で参加しており、証券会社代表 4 名、登録金融機関代表 2 名の合計 13 名で構成される仕組みとなっている。このように、市場業務に通じた業界代表者と公益委員をバランスさせて利益相反を防止し公正な審議を可能とするガバナンスを確保しており、また、自主規制機関の役職員の守秘義務については、金融商品取引法（72 条及び 79 条）に規定されている。我が国においては IOSCO の自主規制に関する原則は完全に順守されているとの評価を受けている¹⁹。

なお、IOSCO には、自主規制機関諮問委員会（SRO Consultative Committee, SROCC）が設けられ、規制当局との協議や情報の提供、研修セミナーの運営などを行ってきており、日本証券業協会は 2006 年から 2012 年までこの委員会の議長を務めた。SROCC は、会員の多様化が進み、純粋な SRO 以外の参加者が増えてきたことなどから、2013 年には協力会員諮問委員会（Affiliate Members Consultative Committee, AMCC）と名称を変えている。現在はブラジルの ANBIMA が議長を務めている。

（3）自主規制に関する誤解

自主規制に関しては、うまく機能していないのではないかと、という意見を聞くことがある。規制は自分が勝手に行うものではなく、当局が行うものであり、自分で規制するというのは自家撞着をきたしている（oxymoron）というものである。いうまでもなく、IOSCO の原則という自主規制とは、個々の金融機関や市場仲介者が自分で自分を規制することではなく、むしろ、政府当局に依らない民間機関による規制という意味である。その意味で、証券市場の自主規制とは、「市場実務家の代表からなる非政府民間部門組織による規制（regulation by private-sector (non-government) organizations, representing market practitioners）」とでもしたほうが正確であるとも考えられる。

自主規制に関する懐疑的な意見は、特に自主規制機関を持たない欧州大陸諸国でよく耳にするが、これらの諸国では、そもそも証券市場が米国や英国のように発展しているわけではなく、銀行本体が証券業務を行うユニバーサル・バンキング制度が普及しており、業者の組織も「銀行協会」として認識されている場合が多く、一般の人が自主規制機関をイメージしがたいところがあることは否定できない。また、欧州の証券市場では英国の市場が圧倒的に重要な位置を占めているが、先にも述べたように、英国の金融規制は伝統的に議会や政府の主導ではなく、民間金融機関自身によるルール策定や相互監視により発展してきた歴史があり、そうした歴史を背景にした金融機関の自主性を尊重する英国の light touch の規制が今回の危機の温床の一つになったのではないかと、という欧州大陸諸国の反感が潜在していることが、自主規制の機能の理解を困難にしている面もあるのではないかと思われる。また、論者によっては、Basel 規制の中の市場リスク規制や内部格付の利用など、金融機関の自主的な判断を容認した規制を取り入れているが、これを自主規制として批判的に考える見解も存在している²⁰。

¹⁹ 最新の FSAP 評価としては、IMF Country Report No.12/210 (August 2012) “Japan: Financial Sector Stability Assessment Update” pp. 95-103. 参照。

²⁰ Andrew G. Haldane (Bank of England 理事) の講演, “Constraining discretion in bank regulation” (2013 年 4 月 9 日, アトランタ連邦準備銀行での講演, イングランド銀行のウェブサイト (bankofengland.co.uk) に掲載) など参照。

しかしながら、これらの批判的ないし懐疑的見解は、IOSCOの原則で規定した「自主規制機関」でいう self-regulation とは異なっている。IOSCOの原則は1998年に制定され、今回の金融危機後、IOSCOの原則すべてについて見直しの作業が行われたが、この原則については実質的な変更は行われておらず、自主規制機関の役割や意義についての認識も変わっていない。IOSCOの原則に照らせば、self-regulation とは、政府の規制機関によらない組織による規制という意味であり、証券市場が発達し複雑化するに伴って、政府規制機関の監督の下で公正な市場ルールの策定、モニタリング、制裁等の機能を発揮している機関として機能の一層の発揮が期待されていると考えられる。

4. おわりに

金融システムは、日々の経済活動に重要な比重を占めている投資活動が適切に行われ、それが将来の収益や便益の増大や生産性の向上に寄与するよう機能することが期待されている。同時に、国民が得る所得のうち消費をせずに蓄えられた貯蓄が金融資産としてその価値を維持・向上できるようにすることも金融システムに期待される役割である。両方の役割は、同じ機能の両面であり、そのような役割をいかに効率的に安定的に果たしうるのかが金融システムの評価の基準であるべきであろう²¹。金融システムがそのような役割を適切に、効率的に果たすためには、民間企業や取引にかかる様々な情報が正しく速やかに創生され、幅広く伝播されることが重要であり、金融市場が果たす役割は極めて大きい。公正で効率的な金融市場が発達していれば、金融危機からの立ち直りも速やかとなることが期待できよう。

金融システムを機能させる情報のうち、企業情報は決定的な重要性を持つ。企業の情報、特に財務情報が正しくタイムリーに公表されることは、安定的な金融システムの基礎をなすといつてよく、その意味で、会計基準と、企業の財務情報の正確性を監査するための監査基準が果たす役割は極めて大きい。グローバル化した資本市場においては、企業財務監査も国際的な信頼性を確保することが重要であり、仮に我が国の監査基準が国際基準から正当な理由なく乖離しているようなことがあれば、我が国の監査法人の提示する監査報告書の信認に大きな影響を及ぼし、ひいては我が国の上場企業等の財務諸表の国際的な信頼性に大きく影響しかねない。一方、企業活動が国際化し、日本企業の外国企業との提携や買収なども活発化し、また海外企業に対する投資や融資も増大するなかで、外国においても企業の財務監査が適切に行われることを確保することも日本にとって大きな課題である。その意味で、各国の監査法人が準拠する国際監査基準が今後とも益々重要になっていくことは明白である。今世紀に入って、米国のエンロン社の破綻などを契機として、企業財務の監査に関する改革の動きが始まり、今次の金融危機を背景に、その動きが重要性を一層高めており、国際的な金融規制改革の重要な一部をなしているのも当然といえよう。

北村教授は、国際監査・保証基準審議会（IAASB）の国際監査基準策定作業を公的立場から監視する公益監視委員会（PIOB）の委員を長年務められた²²。監査基準は監査法人、公認会計士の実務の重要な基礎をなすものである。IAASBは、国際公認会計士連盟（International Federation of Accountants）の一機関であるが、PIOBに監視を受けて国際監査基準などを策定し、資本市場における監査

²¹ Benjamin M. Friedman (2010) は、現在の金融規制改革論議にこのような視点が欠けがちであることを指摘している。

²² 北村歳治 (2009) に、国際監査基準の意義、PIOBの役割等が詳しく述べられている。

業務の信認を確保する責務を担う公的な活動を行っている。IAASBは、国際的な組織であり IOSCO のいう自主規制機関ではないが、資本市場に果たす役割はこれと類似していると考えられる。高度に専門的な規制の策定に実務者自らが従事することを許容するとともに、それを公的観点から監視し、利益相反を防止し公正性を高めるといふガバナンスの仕組みは、IOSCO の証券規制の原則を応用したものと考えられる。

我が国においては、政府当局ではなく市場関係者の策定するルールの意義や、国際化した資本市場における金融規制にかかる国際基準の意義などについての関心が必ずしも高いとはいえないが、北村教授の PIOB における長年のご活躍は、日本が様々な立場からグローバルな資本市場と金融システムの信認の向上に大きく貢献できることを示唆している。

参考文献

- 北村歳治「企業財務の分野における国際標準化—公益の立場からみた国際監査基準を巡る欧米の動きと日本」『証券レビュー』(2009年8月号)
- Acemoglu, Daron and James A. Robinson (2012), "Why Nations Fail—The Origin of Power, Prosperity and Poverty", Crown Business, New York. (邦訳「国家はなぜ衰退するのか—権力・繁栄・貧困の起源」鬼澤忍訳, 早川書房, 2013年)
- Bear, Sheila (2012) "Bull by the Horns", Simon and Shuster, New York.
- Blinder, Alan S. (2013, 2014) "After the Music Stopped—The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead", Penguin Books, New York.
- Davies, Howard (2009) "The Financial Crisis—Who is to Blame?" Polity Press, Cambridge.
- Financial Stability Board (2013) "Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability—Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders" (September 5, 2013). 付随の資料として、FSB 議長からの Narrative Report と FSB 事務局の "Status Report by the FSB Secretariat" も FSB のウェブサイト (www.financialstabilityboard.org) に公表されている。このウェブサイトでは国際的金融規制改革の個別分野についての合意や進捗状況についても掲載している。
- Friedman, M. Benjamin (2010) "Is the financial system serving us well?", Daedalus, Volume 139 (4), MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Fukuyama, Francis (1995) "Trust—Social Virtues and the Creation of Prosperity", The Free Press, New York. (邦訳「『信』なくば立たず—「歴史の終わり」後、何が繁栄の鍵を握るのか」加藤寛訳, 三笠書房, 1996年)
- Lewis, Michael (2010) "The Big Short", W. W. Norton & Co. New York. (邦訳『世紀の空売り—世界経済の破綻に賭けた男たち』, 東江一紀訳, 文藝春秋, 2010年, 文春文庫に収録)
- McGee, Suzanne (2010) "Chasing Goldman Sachs", Crown Business, New York.
- Paulson Jr., Henry M. (2010) "On the Brink", Business Plus, New York. (邦訳「ポールソン回顧録」有賀裕子訳, 日本経済新聞出版社, 2010年)
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales (2003) "Saving Capitalism from the Capitalists", Brown Business, New York. (邦訳「セイビング・キャピタリズム」堀内昭義, 有岡律子, アブレウ聖子, 岡村正悟訳, 慶応義塾大学出版会, 2006年)
- Sorkin, Andrew Ross (2009) "Too Big to Fail" Viking, Penguin Group, New York. (邦訳「リーマンショック・コンフィデンシャル」加賀山卓朗訳, 早川書房, 2010年)
- Tett, Gillian (2009) "Fool's Gold", Abacus, London. (邦訳「愚者の黄金」平尾光司, 土方奈美訳, 日本経済新聞出版社, 2009年)
- World Bank (2011) "Self-Regulation in Securities Markets", (John Carson, Financial and Private Sector Development, Global Capital Markets Department, Securities Markets Group, Working Paper S5542), 邦訳「証券市場における自主規制」(日本証券業協会訳) (www.jsda.or.jp/en/newsroom/research-studies/wbreportjp.pdf 参照.)
- Zuckerman, Gregory (2009) "The Greatest Trade Ever", Broadway Books, New York. (邦訳「史上最大のボロ儲け—ジョン・ポールソンはいかにしてウォール街を出し抜いたか」山田美明訳, 阪急コミュニケーションズ, 2010年)