

世界の資本市場法制改革と 日本への示唆

～英国のプリンシプル・ベース失敗の教訓～

一橋大学大学院経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. 成長する米国の資本市場と低迷する 英国の資本市場

世界の資本市場法制は、主に、米国型と英国型に大別される（大陸型もある）。米国型は、民間主導、ハードロー（強制力のあるルール、成文法と判例法）主体である。さらに、規則や判例法に詳細を定めるルール・ベース（細則主義）の傾向が強い。一方で、英国型は、政府主導、ソフトロー（強制力のないルール）主体という特徴がある。そして、原則を重視するプリンシプル・ベース（原則主義）である。

1986年に、マーガレット・サッチャー首相によるビッグバン以降、英国では資本市場法制が発達した。さらに、1993年欧州連合（EU）発足、1999年ユーロ誕生などを契機に、EU全体の資本市場整備が進んだ。1999年金融サービス行動計画（FSAP）によって、開示、会計、企業買収、消費者保護などにおいて、英国の制度が大陸欧州諸国の法制度に適用された。

かつては高い評価を得ていた英国の法制度だが、2008年リーマン危機後、多くの問題点が露呈した^{（注1）}。シングルピーク・モデル（一つの監督当局がすべての金融業を監督する）とプリンシプル・ベースの金融監督体制は失敗し、金融サービス機構（FSA）は解体された。それ以降も、英国の金融市場と金融機関の低迷は続いている（詳細は後述）。図表1にあるように、世界の株式市場に占める英国の構成比は大きく低下している。

(図表1) 世界の株式市場の時価総額構成比の推移

(%)	米国	日本	英国
2009年末 (A)	30.2	7.6	6.6
2014年末	37.6	6.8	5.7
2019年末	39.5	7.2	4.0
2021年10月末 (B)	44.2	5.6	3.0
B-A (ポイント)	13.9	-2.0	-3.5

(出所) ブルームバーグ

米国では、2001年のエンロン事件、2008年のリーマン危機など世界を揺るがす金融不祥事が発生し、資本市場法制の欠陥が露呈した。そこで、エンロン事件後にサーベンス・オクスレー法、リーマン危機後にドッド・フランク法を制定し、さらに、会社法や関連する証券取引委員会 (SEC) 規則を改正した。

こうして、米国の資本市場改革は成功し、2010年代以降、米国の金融市場、金融機関の競争力は他国を圧倒する。さらに、フィンテックにおいても、米国が世界をリードする。先進国の金融機関の純利益上位7社はすべて米国企業であり、さらにそれらの成長力は高い。

英国同様、日本の金融市場と金融機関も地盤沈下が顕著である。そこで、米国と英国の資本市場法制改革の歴史と現状を分析し、金融業育成の視点から、日本の資本市場法制に対する示唆を得る。

2. 英国のプリンシプル・ベースとソフトローの歴史

21世紀に入って、英国では、経済や市場の構造変化により、プリンシプル・ベースやソフトローが機能しづらくなっている。資本市場法制の歴史を振り返り、その背景を分析する。

金融業の発達は、宗教と密接に関係している。キリスト教旧約聖書の申命記23章19は、利息を取り立てることを禁じている。中世の欧州では、キリスト教徒による利息付き金貸しが禁止され、ユダヤ人の職業が厳しく制限された。そこで、ユダヤ教徒が貸金業に従事するようになった。

ルネサンス期のユダヤ人の金融業者はイタリア、スペインなどで繁栄していたが、16世紀に入って多くが宗教差別の少ないオランダに移住した。こうして、アムステルダムが世

(図表 2) 先進国の金融機関純利益上位10社

	(兆円)	国	2011年 純利益	2021年 純利益予想	増減額
1	JPモルガン・チェース	米国	2.1	4.9	2.8
2	バンク・オブ・アメリカ	米国	0.2	3.3	3.1
3	シティグループ	米国	1.2	2.4	1.2
4	ゴールドマン・サックス	米国	0.5	2.3	1.8
5	ファニー・メイ	米国	-1.9	2.2	4.1
6	ウェルズ・ファーゴ	米国	1.7	2.1	0.4
7	モルガン・スタンレー	米国	0.5	1.6	1.1
8	HSBC	英国	1.8	1.5	-0.3
9	RBC	カナダ	0.7	1.4	0.7
10	キャピタル・ワン	米国	0.3	1.3	1.0

(注) バークシャー・ハサウェイ除く。2021年度純利益はブルームバーグ今期予想。1ドル110円で換算。

(出所) ブルームバーグ

界の金融センターになった。

1290年に、英国はユダヤ人追放令を出したが、経済力を持つユダヤ人を必要としたため、1656年にユダヤ人の再入国を認めた^(注2)。18世紀以降、産業革命、植民地経営による資本の蓄積などによって、ロンドンが世界の金融センターの地位を獲得した。

19世紀には、ナポレオン戦争などの戦乱、ユダヤ人排斥運動の激化（ポグロム）によって、ロスチャイルド、シュローダ、ウォーバーク、クラインオート・ベンソンなどドイツ系ユダヤ系金融資本が本格的にロンドンに進出した。当時のロンドンの大手マーチャントバンクは、ベアリングを除き、ドイツ系ユダヤ人の経営であった^(注3)。

さらに、会計など金融関連業界も、ユダヤ人の影響を強く受けた。近代会計は、15世紀にイタリアのルカ・パチョーリが帳簿会計を体系化したのがそのルーツである^(注4)。その後、これがオランダのユダヤ人を通じて、英国に伝播した^(注5)。

英国の資本市場の自主規制は、中世のドイツのギルド（商工業の組合）をルーツとした^(注6)。19世紀以降、ロンドンでは、金融業のみならず、会計、法律なども加わり、自主規制やソフトローが発達した。これらに違反した場合、罰則としてこれら業界から締め出された。そのため、これらはハードローに近い効果を持つ場合もあった。

1980年代まで、英国では自主規制機関（SRO）における裁定が大きな影響を持ってきた（例：企業買収）。ビッグバン後、金融監督は証券・投資委員会（SIB）と複数のSROによる体制が採用された（1986年金融サービス法）。プリンシプル・ベースの金融監督は、こ

の時期に形成された^(注7)。それ以降、英国の大手証券会社はすべて外国企業に買収された（ウィンプルドン現象）。

SIBやFSAの時代の規制は、業界団体による監視の色彩が残っていた。金融市場が急拡大し、グローバル化するにつれ、ベアリングス（1995年）など大型経営破綻が相次いで発生した。そこで、1997年に、イングランド銀行、財務省、SIBを含む金融監視体制の大幅な改革がなされ、FSAが設立された^(注8)。2001年に、SROの機能が政府機関であるFSAに承継された（金融サービス・市場法）。

■ 3. プリンシプル・ベースやソフトローの限界

金融市場がグローバル化するにつれ、仲間内の自主規制を軸とする英国の資本市場法制は機能しづらくなった。その欠陥が決定的に露わになったのが、リーマン危機であった。

ターナー報告書（2009年）は、これまで「軽いタッチ」と揶揄されたプリンシプル・ベースのFSAの監督姿勢を、積極的に介入する方向に転換することを求めた^(注9)。これを受けて、FSAは廃止され、健全性監督機構（PRA）と金融行為規制機構（FCA）が設立された（2012年金融サービス法）。

PRAは、ジャッジメント・ベースを採用した^(注10)。判断に際しては、英国の金融システムの安全性にとって重大なリスクにさらされている問題や企業にフォーカスする^(注11)。また、FCAを中心に、成果を重視する規制（アウトカム・フォーカス）が模索されるようになってきている^(注12)。ただし、FCAの監督の評価の基準は明確に提示されておらず、今後の課題である^(注13)。

英国は、エンフォースメント（法の執行）が相対的に弱い。たとえば、米国の制裁金（和解金などを含む）の最高額は2014年にバンク・オブ・アメリカが支払った1.8兆円である。英国では罰金の最高額が460億円（パークレーズのロンドン銀行間金利（LIBOR）不正事件）であり、桁が2つ小さい。これでは、不正などの抑止は難しく、結果的に、2023年にLIBORは廃止されることとなった。

さらに、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）、スチュワードシップ・コード（SSコード）などのソフトローや自主規制の限界も顕著となった。これらの目的は「企業価値の長期的な成長」であるが、英国企業の成長力と収益力は低く、株価上昇率も低い。

リーマン危機時に、英国政府は多くの銀行を公的資金注入で救済することになり、英国企業のガバナンスに関して、世論の厳しい批判を招いた。こうしてCGコードの限界が明

(図表 3) 日米英の自己資本利益率の推移

(%)	ROE (2016年、実績)	ROE (2021年予想)	差異 (ポイント)	株式時価総額 構成比	株価騰落率 (過去5年)
米国	13.0	22.8	9.8	44.2	116.6
英国	3.5	11.0	7.5	3.0	4.1
日本	7.4	8.8	1.4	5.6	43.7

(注) 2021年10月末時点。ROEはブルームバーグ今期予想。

(出所) ブルームバーグ

らかになった。

そこで、ウォーカー報告書の推奨を受けて、2010年に財務報告評議会（FRC）はSSコードを導入した。しかし、SSコードは、発足時から、その効果に疑問が投げかけられていた^(注14)。英国では外国人保有比率は55%（2018年）と高いが、海外投資家のエンゲージメントは能力も意思も十分でない場合がある。

その後も、2016年の20カ国・地域首脳会合（G20サミット）の講演で、メイ首相（当時）が“poor corporate governance”と表現するほど、英国のガバナンスは問題が多い^(注15)。2018年には、大手建設会社カリリオンが経営破綻し、同時に会計監査問題が発覚した。こうして、大方の想定通り、SSコードも失敗したので、2018年のキングマン報告書の推奨を受けて、CGコードとSSコードを制定しているFRCを解体することになった。

グローバル化と共に、ドイツのギルドやユダヤ人の商習慣はほぼ消えつつある。プリンシプル・ベースは、自主規制やソフトローが機能する社会基盤が残っている時は有効であった。しかし、金融業の構造変化によって、これらの有効性は低下傾向にある。

FSA、FCAの解体は、日本における金融庁、財務会計基準機構を解体するのと近い。そのくらい、英国の資本市場法制改革は迷走しているともいえる。

■ 4. 米国で発達した近代的な資本市場法制

米国には、1929年の大暴落後に証券法、証券取引所法が制定されて以降、大型不祥事が起こる度に、資本市場法制が見直され、精緻化した歴史がある。米国のハードローは、膨大な法律、詳細なSEC規則、そして、豊富な判例法、SECや司法省などの命令、決定などで構成される。米国の金融監督体制は、各金融商品別、そして連邦と州に加え、SROにより行われ、複雑な体制となっている。連邦や州レベルで、金融監督機関が多数存在し、管

轄権が重複している場合も多く見られる。

資本市場関連の制定法の中核をなすのが、証券法制（連邦法）と会社法（州法）である。米国の企業法制は、原則として、各州法が独自に制定している。例外として、独占禁止法、証券法制、特許法、関税法等の分野で、連邦法が制定されている。証券法制は、当初、州法による規制のみであった。現在でも、証券の発行と流通が州内にとどまる限り有効である（注16）。1929年の大恐慌後、連邦規制が生まれ、その後の金融危機や不祥事を重ねるごとに、連邦規制が強化された（二元監視体制）。

基本的に、連邦レベルの会社法は存在しない。デラウェア州は、高度で、かつ実務に長けた衡平法裁判所を持つため、判例法が充実している。現在では大企業の多くが本社を登記している。

米国の金融市場は、世界的に見ても、最も規模が大きく、かつ多様である。このため、監督機関が多い。FRBとSECが金融規制や監督において強い権限を持つが、同時に、州当局、証券取引所などのSROなどの権限も強い。

ソフトローの中で最も影響力が強いのが、ニューヨーク証券取引所や金融業規制機構（FINRA）などSROの規制である。これらはSECの承認を受け、SROによる罰則が強力であるため、事実上、ハードローに近い効果を持つ。一方で、政府主導のCGコードやSSコードは存在せず、強制力のないソフトローの役割は相対的に小さい。

基本的に、米国の金融規制はルール・ベースである。ハードローと監督機関が多く、かつ複雑に関連しているため、明確なルールを定める必要がある。ルール・ベースのメリットは、監督者の裁量の幅が狭いので、市場参加者の判断が容易であることである（注17）。また、監督者の権限濫用なども防ぎやすい。

デメリットとしては、将来の予期できないイベントに対して臨機応変に対応できないことがある。既存のルールで対応できない場合は、SROの裁定や裁判などで決着をつけることが多い。ただし、裁判はコストが高い場合がある。さらに、ルールが複雑化すると、一部のルールに精通した専門家のみがそれらを使いこなして、恩恵を受けることがある。

証券法制はルール・ベースであるが、デラウェア州会社法はプリンシプル・ベースである（注18）。ルールに相当する部分は判例法が補っている。また、2000年商品先物現代化法により、商品先物取引委員会（CFTC）は、プリンシプル・ベースとして位置付けられている（注19）。

■ 5. 日本の資本市場法制に対する示唆

歴史的に、日本は、様々な国の法律を導入してきた。明治時代に制定された会社法、税法などの体系はドイツ法である。戦後、米国占領下の1947年に証券取引法を制定し、1950年商法改正によって米国的な会社法制度が導入された。このため、基本的に日本の資本市場法制は米国法体系であり、ルール・ベースが主体であった。ただし、日本では訴訟が少なく、裁量行政や行政指導が大きな影響を持つ時期があった。

1990年代以降、日本は英国の資本市場法制を多く取り入れてきた。代表的なものとして、シングルピーク・モデルである金融庁の設立、金融サービス法をモデルとする金融商品取引法、会社法的な要素を持つ公開買付制度、英国の会計制度を起源とする国際財務報告基準(IFRS)、そしてCGコード、SSコードなどがある。

このように、日本では様々な国の法制度を部分的に導入したため、法体系に一貫性がないことがある。たとえば、元々、日本の公開買付制度は、米国法体系(情報開示規制)であった。しかし、近年、英国型の会社法的要素が加えられている。たとえば、全部買付義務は、英国にはあるが米国にはない。2009年から「株券等の公開買付けに関するQ&A」というガイダンスが示されているが、これには法的拘束力ないことが明記されている(注20)。こうして、公開買付制度は、証券法に会社法的な要素と金融庁のガイダンスが混じっており、海外の投資家や企業にはわかりづらい場合がある。

2007年に、金融庁は、ルール・ベースとプリンシプル・ベースを組み合わせる規制体系を導入した(注21)。プリンシプル・ベースの例として、2017年に金融庁が導入した「顧客本位の業務運営に関する原則」がある。金融機関に対して投信など金融商品の販売において顧客利益を重視することを求めたものである(注22)。

それから4年経過したものの、今年の「金融仲介機能の発揮に向けたプロGRESSレポート」において、金融庁は「顧客利益を最優先するガバナンスの確立」が必要であることを指摘している(注23)。公募株式投信クラス別純資産額上位10本(注24)の平均経費率は、米国が0.14%であるのに対して、日本は1.4%(名目、実質1.6%)と著しく高い。こうして、日本の資産運用業界では必ずしも顧客利益の重視が徹底されておらず、プリンシプル・ベースの効力の限界を示している。

米国では、歴史的に、SECや司法省などがハードローに基づき、不適切行為を摘発してきた。2019年に、SECが顧客利益最優先に関わる規則を制定するなど、ルール・ベースで

対応している。このように、プリンシプル・ベースでは限界があるため、日本でもルール・ベースで対応することを検討する必要があると考えられる。

金融市場や参加者がグローバル化する中で、ルールが明確でない弊害が生まれることがある。日本でも、米国同様、ガイダンスや原則はできるだけ規則化し、曖昧な部分を最小化することが望ましい。

日本は経済、金融取引においては米国との関係が深く、また、日本の資本市場法制は、基本的に米国体系である。もちろん、英国など米国以外の制度導入を否定するものではないが、英国などで成功していることが確認されていない制度を導入することは慎重であることが望ましい。結論として、日本では、基本的には、世界で最も成功している米国型の資本市場法制と親和性の高い制度設計を目指すことが望ましい。

(注1) Julia Black, “The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation”, LSE Law, Society and Economy Working Papers 17/2010

(注2) 田中文憲「ネイサン・M・ロスチャイルドに関する一考察」(奈良大学紀要 第48号、2020年) 113～130頁。

(注3) 八木功治浩「信用状生成史(2)マーチャントバンクと荷為替信用状の誕生」(松山大学論集 第13巻第1号、2001年) 65～116頁。

(注4) 伊藤邦雄「会計学における秩序と変革」(一橋論叢第97巻第4号、1987年4月) 443～458頁。

(注5) 河野一英「イギリス簿記法について」(経理知識第62巻、1983年) 17～24頁。

(注6) The CAP Code : The UK Code of Non-broadcast Advertising, Sales Promotion and Direct Marketing “History of self-regulation”, p.106

(注7) Kern Alexander, “Principles v. Rules in Financial Regulation : Re-assessing the Balance in the Credit Crisis”, European Business Organization Law Review Vol. 10, pp. 169-173

(注8) 小林譲治「金融サービス市場法のレビュー」イギリス資本市場研究会編『イギリスの金融規制』(日本証券経済研究所、2006年) 6頁参照。

(注9) FSA, Principles v. Rules in Financial Regulation : Re-assessing the Balance in the Credit Crisis”, March 2009

(注10) HM Treasury, “A new approach to financial regulation : the blueprint for reform”, June 2011

(注11) PRA, “The Prudential Regulation Authority’s approach to banking supervision”, October 2018

(注12) FCA, “The future of financial conduct regulation”, Speech by Andrew Bailey, Chief Executive of the FCA, Speeches First published : April 23, 2019, Last updated : January 22, 2021

(注13) FCA, “Outcomes-focussed regulation : a measure of success?”, Speech by Charles Randell, Chair of the FCA and PSR, to the Building Societies Association, June 5, 2021

(注14) Brian R. Cheffins, “The Stewardship Code’s Achilles’ Heel”, Modern Law Review Vol.73 No.6, pp. 1004-1025

(注15) Prime Minister Theresa May Speech, “G20 Summit, China : Prime Minister’s press conference”,

GOV. UK, September 5, 2016

(注16) 黒沼悦郎著『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂、2014年) 2頁参照。

(注17) Dan Awrey “Regulating Financial Innovation : A More Principles – Based Proposal?”, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Volume 5, Issue 2, 2011, pp. 273 – 315

(注18) Lawrence A. Cunningham, “A Prescription to Retire the Rhetoric of “Principles – Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation, and Accounting”, Vanderbilt Law Review Volume 60, Issue 5. 2007, pp. 1411 – 1493

(注19) CFTC, “Let’s Not “Dial M for Merger” : CFTC’s Principles – Based Regulation – A Success Story” Speech of Bart Chilton, Commissioner, United States Commodity Futures Trading Commission, November 13, 2007

(注20) 金融庁「株券等の公開買付けに関するQ&A」(追加・変更2020年9月30日)

(注21) 金融庁長官佐藤隆文「金融規制の質的向上：ルール準拠とプリンシプル準拠」(日経特別シンポジウム特別講演、2007年9月12日)

(注22) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」(2017年3月30日、2021年1月15日改訂)

(注23) 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2021」(2021年6月)

(注24) ETF除く、米国は、機関投資家向け含むクラス別純資産額。2021年10月時点。日本の場合は、2021年11月4日時点。

