

米国証券規制の経済的評価：現状と検証

若 園 智 明

要 旨

本稿は、米証券取引委員会（SEC）の規則作成における経済分析に焦点をあて、SEC が置かれた環境や SEC に行動変化を促した要因を説明するとともに、2016年に発布した最終規則を題材として、現在の SEC の経済分析に若干の検証を加えている。

近年の SEC はコスト・ベネフィット分析（CBA）を含めた経済分析に対応すべく、規制作成を扱う部署に向けたガイダンスを更新するとともに、内部組織の変更や担当エコノミストの増員などを行ってきた。これらは、複数の司法による審査の結果や、SEC の基本法の修正などが行動変化を促したと言える。

しかしながら依然として、SEC の規則作成において CBA などの経済分析を求める法的根拠は明確ではなく、また、CBA 等に注力することが SEC の市場監督や規制活動にとって必ずしもメリットのみをもたらすわけではないことから、同様な分析を推進するインセンティブは充分ではない。

本稿では、合わせて SEC の新ガイダンス以降に発布された最終規則を検討したが、十分な経済分析が提示されているとは言い難い。特にベネフィットの定量的分析は、本稿執筆時点で、2016年に発布された最終規則では提示されていない。一部のコストには定量分析の結果が記載されているものの、その分析は不十分であり、エコノミストの活用は市場等の現状分析に限定されている。

目 次

- | | |
|---------------------|----------------------|
| I. はじめに | 2. 証券規制の外部評価 |
| II. 米国証券規制の現状と考察 | III. SEC に行動変化を促した要因 |
| 1. 行政命令が求める規制影響分析 | 1. SEC の行動変化 |
| (1) 1981年レーガン・オーダー | 2. 2つの段階 |
| (2) 1993年クリントン・オーダー | (1) SEC の基本法の修正 |
| (3) バラク・オバマ大統領の大統領令 | (2) 3つの司法判断 |

IV. SEC の内部手法の改正と組織変更

1. OIG 調査報告書の指摘
2. SEC の新ガイダンスと組織変更
 - (1) ガイダンスの改正
 - (2) SEC の組織的変更

V. SEC の CBA を検証する

1. 規制の主たる目標と経済的基準

2. 新規則の経済分析

- (1) ベネフィットとコストの推計
- (2) その他

VI. まとめ

I. はじめに

2016年11月に実施された大統領選挙および連邦議会選挙により、共和党候補のドナルド・トランプが第45代大統領に選出されるとともに、連邦議会上院・下院は共和党が多数党の地位を維持した。ジョージ・W・ブッシュ政権依頼、久方ぶりに大統領府（ホワイト・ハウス）と連邦議会の捻れ現象が解消された意義は大きい。

2017年1月に新政権が発足するにあたり、資本市場分析にとって2つの大きな検討課題が提示されている。第1はグラス・スティーガル法（1933年銀行法）の再導入がもたらす影響であり、第2は金融危機後にバラク・オバマ大統領の主導によって成立した、いわゆるドッド・フランク法（the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, DF法）の大幅な修正がもたらす影響である。

大統領選挙本選が始まった7月に、共和党と民主党の両党から公表された「2016年版の党綱領（Party Platform）」は、共通してグラス・スティーガル法の再導入を明記している。

本稿の執筆時点で商業銀行業務と投資銀行業務の分離論が公式に復権するか否かは不明であるが、従来は自由市場の推進を謳ってきた共和党が党綱領に記している意味を軽視すべきではない。

その一方で、矛盾するようにも見えるが、共和党議員からはカウンターDF法が強く主張されている。DF法を巡っては、同法の成立直後から、共和党議員を中心として複数の修正法案が連邦議会両院で提出されてきた。特に、下院金融サービス委員会の委員長がスポンサーとなり同委員会を通過させた Financial Choice Act of 2016 (H.R.5983) は、DF法を根本的に見直す法案であり、大統領選挙の終了を待って下院本会議での審議が始まる。

本稿では、米証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）の規則作成における経済分析の取扱いを論じるが、DF法が大量の新規則の作成をSECに命じたことが契機となり、証券規制における同分析が注視されている。特に共和党が多数を握る連邦議会は、SECが同分析を規制・規則の作成に積極的に活用することを強く要求している。

これまでのSECの規則作成において、CBAなどの経済分析を求める法的根拠は明確ではなく（第2節）、また、CBA等に注力することがSECの市場監督や規制活動にとって必ずしもメリットのみをもたらすわけではないことから（第2節）、同様な分析を推進するインセンティブは欠けていたと言える。その一方で、例えば淵田 [2013] などでも紹介されているが、複数の司法による審査の結果や、SECの基本法の修正などが間接的に行動変化を促してきた（第

3節)。上記の Financial Choice Act は、SEC などの、これまで法的に規制の影響分析が求められてこなかった連邦行政機関に対しても CBA を義務と課しており、トランプ政権下で当該法案が成立する可能性もある。SEC にとって、CBA 等を活用して自らの新規則や規制的活動が及ぼす影響を経済的に分析することは喫緊の課題になっていると言えよう。

第4節で述べるように、特に2012年以降の SEC はコスト・ベネフィット分析 (Cost-Benefit Analysis, CBA) を含めた経済分析に対応すべく、規制作成を扱う部署に向けたガイダンスを更新するとともに、内部組織の変更や担当エコノミストの増員などを行ってきた。SEC の証券規制は、そのプロセスにおいて大きく変貌するのであろうか。

資本市場規制を巡る議論はただ1点の論点をもって始められるべきである。つまりは、その個別の規制が社会的に有用であるか否かとの問いが元始であり、議論の中核とならなければならない。経済分析を中心とする規制影響分析はその手段として重要となる。

本稿では SEC を対象に、これまでに SEC が置かれた環境や CBA を含めた経済分析への対応をまとめ、さらに、2016年に発布された登録投資会社に文書化された流動性リスク管理プログラムの保持を求めた最終規則を題材として、SEC の証券規制の経済分析を検証する。

II. 米国証券規制の現状と考察

1. 行政命令が求める規制影響分析

連邦行政機関 (Federal Agency) の規制的活動に関する連邦議会の取り組みは古く、

CCMC [2013] によれば、1902年の River and Harbor Act が連邦機関の活動にコストとベネフィットを比較することを求めている。また、ニューディールの時期であった1936年の Food Control Act では、Army Corp of Engineers に対して、ベネフィットがコストを上回る場合にのみ行動するよう求めている。

一方で大統領府の取り組みに関しては、連邦議会の求めに応じて連邦行政機関の CBA を調査した CRS [2014] によると、1971年にリチャード・ニクソン大統領が、連邦行政機関が新たな規制を提案する際には、その規制がもたらすコストのみならず、規制の代替案と代替案のコストを含めて提示することを求めている。Bishop and Coffee [2013] のように、ニクソン大統領が掲げた Quality of Life Review プログラムが規則作成に対して初めて CBA を課したとする先行研究もある。また、対象は重要な規制の提案に限られるが、1974年にジェラルド・フォード大統領が新たな規制の検討に物価上昇へ与える影響への考慮を求めたほか、1978年にはジミー・カーター大統領によって、代替的な規制手段の費用効果 (Cost Effectiveness) までも含めた規制分析が求められている。70年代は主に大統領からの要請という形で、連邦行政機関の規則作成や規制的活動へのアプローチが見られた。

このような大統領府からのアプローチは、下記のドナルド・レーガン大統領 (1981年1月から1989年1月) が発布した大統領令 (Executive Order) 以降、連邦行政機関に対する行政命令へと変貌している。しかしながら本稿執筆時においても、現行の大統領令が求める規制影響分析は、SEC などの独立規制行政庁 (Independent Regulatory Agency, IRA) を対象から除外し

図表1 現状の主な大統領令

番号	発布	タイトル	大統領
12291	1981年2月	Federal Regulation	ドナルド・レーガン
12866	1993年9月	Regulatory Planning and Review	ビル・クリントン
13563	2011年1月	Improving Regulation and Regulatory Review	バラク・オバマ
13579	2011年7月	Regulation and Independent Regulatory Agencies	以下同
13609	2012年5月	Promoting International Regulatory Cooperation	
13610	2012年5月	Identifying and Reducing Regulatory Burdens	

ている¹⁾。一方でSECは、下記の2つの連邦法に従う通常開示と共に、ボランティアな取り組みとして、新たな規則の提案時に規制影響分析に該当する分析を掲載してきた。これまでの主要な大統領令を図表1でまとめている。

(1) 1981年レーガン・オーダー

IRAを対象から除外しているものの、連邦行政機関の規則作成と規制的活動に適用されているCBAの礎となったのは、1981年にレーガン大統領が発令した大統領令12291である。このレーガン・オーダーは、連邦機関 (Agency) が作成する規制 (Regulation) や規則 (Rule) について、重要なものを規制影響分析 (Regulatory Impact Analysis) の対象とし、行政管理予算局 (Office of Management and Budget, OMB) に属する情報・規制問題室 (Office of Information and Regulatory Affairs, OIRA) がレビューする公式の権限をOMB局長 (Director) に与えた。Sherwin [2006] よれば、このレーガン大統領時代でも、大統領令をIRAに適用すること自体は可能であるとの司法省の判断はあった。しかしながら連邦議会からIRAへの過度な干渉を防ぐ目的で、政治的な判断としてIRAを大統領令の対象外にしたようである。

この他、1981年には当時の副大統領であったジョージ・H・W・ブッシュが、SECを含む

IRAに対して大統領令が定めるCBAを含む規制影響分析の実施を要請し、これらIRAはこの大統領府からの依頼を受け入れている。ただし、このボランティアでのCBA実施の取り決めは短期で消滅した (Friedman [1995])。

(2) 1993年クリントン・オーダー

1993年にビル・クリントン大統領が発令した大統領令12866は、レーガン・オーダーの更新版であり、現在の連邦行政機関に課せられているCBAの根拠となっている行政命令である。

クリントン・オーダーは規制の原則を記したSec.1(a)において、連邦行政機関が規制を導入するか否かの判断、および、その方法を決定する際には、使用が可能である規制の選択肢について、すべてのベネフィットおよびコストを査定することを求めている。またSec.1(b)(5)では、連邦行政機関がその規制が規制の目的を達成する最適の手段であると判断した場合においても、最善のコスト・ベネフィットを考慮した実施を求めている。さらにSec.6により、対象となる行政機関の重要な規制的活動は、OMB内のOIRAによって潜在的なコストおよびベネフィットの査定を受けなければならない。

しかしながらクリントン・オーダーにおいても、そのSec.3(b)でCBAが要求される対象の「機関 (Agency)」からは、SECが該当するIRAを除外しているため、現在のSECの証

券規制には大統領令による CBA の義務は課されていない。

(3) バラク・オバマ大統領の大統領令

オバマ大統領は上記のクリントン・オーダーを引き継ぎつつ、補足的な大統領令を複数発している。

(a) 大統領令 13563

2011年1月に発布された大統領令13563はクリントン・オーダーの補足的な位置づけにある。例えば Sec.1では、クリントン・オーダーの規制の原則の記述に加えて、各連邦行政機関は可能な限り正確に、現在および将来の規制のベネフィットおよびコストを定量化するために利用可能な最善の手法を用いることが命じられている。この他 Sec.6では、既存の重要な規制についても定期的にレビューすることを求めている。大統領令13563は、クリントン・オーダーが求める CBA を、さらに強化していると言える。

CRA [2014] によれば、2011年2月に OIRA の室長（当時）であったキャス・サンステイン（Cass Sunstein）から、SEC などの IRA に対して、大統領令13563への配慮を求めるメモランダムが提出されている。しかしながら、この大統領令13563が対象とする連邦行政機関の定義はクリントン・オーダーと同じであり、SEC などの IRA は対象外のままとされた。

(b) その他

オバマ大統領は連邦行政機関の規制に関して、複数の大統領令を発布している（図表1）。これらの内、2011年7月に発布された大統領令13579は IRA に CBA 等を義務づける行政命令

ではないが、その Sec.1では IRA も大統領令13563の目標に務めるべき（Promote）であると記した。また、Sec.2においては、IRA を対象として上記の大統領令13563が定める原則に従うことや、既存の規則について、その効果や適切性、過度に負担となっていないかなどを適切的に分析し、緩和や合理化、拡大や見直しなどを考慮すべきと記している。

2012年5月に発布された大統領令13609と13610は共に、大統領令が対象とする Agency の定義において IRA の除外を明記している。この内、国際的な規制の協調について定める大統領令13609の Sec.5では、IRA に対して大統領令13609の規定に従うことを勧めるに留まっている。

このように、現在の行政命令による規制影響分析の要求はクリントン・オーダーを活用しており、SEC の証券規制は対象外となっている。一方で、上記のオバマ大統領が発令した補足的な大統領令が、その本文において、いわば努力目標としての CBA 等を SEC にも求めたことは、次節で述べる SEC の行動変化を考えるにあたり、その環境を整備したと評価することが出来る。

2. 証券規制の外部評価

米国の連邦行政機関が担う規則作成や規制的活動が及ぼす影響の分析は、初期にはジョージ・スティグラの研究を例として²⁾、これまでも学術的分析の対象となってきた。その基本的な考えでは、規制当局が社会的厚生を最大化させるべく最適な規制の選択を行なっているのであれば、その結果として規制のベネフィットはコストを上回っているはずである。しかしながら、本稿が対象とする証券規制については、

SECの規制の妥当性を調査対象とする「1963年コーエン報告」を批判的に検討したStigler [1975] などがあるが³⁾、これまでに詳細な分析が蓄積してきたとは言い難い。

外部からの評価分析を可能とするためには、規制の担い手である規制機関からの積極的かつ十分な情報開示が必要条件となるが、これまでのSECはこのような情報の生産や開示には消極的であった。この理由の1つとしてCoates [2015] を援用すれば、証券規制の影響に関する情報を生産する場合、①経済の外部性や②投資家の信頼、③市場の流動性、④予期せぬ金融的損失が市場参加者の心理に与える影響など、情報に考慮すべき非市場財を測定することが困難である。また、連邦行政機関の規制を評価する役職を担っていたSunstein [2013] が強調するように、実務的な観点からもSECが提案する証券規制のベネフィットやコストを推計することは容易ではない。

さらに、SECにこのような情報を積極的に開示させる法令面でのインセンティブも欠けている。例えば、米財務省などの連邦行政機関(Executive Agency)であれば⁴⁾、上記の大統領令12291や12866が定める規制影響分析が義務として課される他、複数の連邦法によっても、規則作成や規制的行動に伴い予想される経済的な影響に関する事前の査察と開示とともに、他の連邦機関による評価を受けなければならない。SECや商品先物市場を管轄する米商品先物委員会(U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC)などはIRAに指定されており、大統領府や連邦議会からの過度な干渉を防ぐ目的から、それらの規則作成や規制的行動には一定の独立性が設けられている。CCMR [2013] も指摘するように、証券規制を担う

SECは、その規則作成や活動に明確に規制影響分析を求める大統領令の適用が除外されており、また、連邦法上の取扱いも明確ではない。その結果、外部の評者が分析に必要な情報をSEC自身が生産し開示するインセンティブは乏しく、それゆえに証券規制の外部評価を困難とした⁵⁾。

連邦議会のいわば調査機関の機能を有する政府説明責任局(U.S. Government Accountability Office, GAO)は、政府機関の諸活動に関する調査・分析を担っている。Sherwin [2006] によれば、議会評価法(Congressional Review Act)は、SECを含めた総ての連邦機関が提示する提案規則(CBAを含む)をGAOの会計検査院長(Comptroller General)に提出することを求めている。

筆者は2011年9月に、DF法に関連する調査を行うためにGAOを訪問した。その際に、DF法がSECに命じた複数の証券規制について議論をし、GAOによるSEC規則の査定についても質問をした⁶⁾。GAOによると、SECは新たな規則のベネフィットやコストの算出方法をGAOに対しても公開しておらず、そのため、GAOは提案規則や最終規則に記載されているそれらの数値や表記を確認するに留まっていた。そもそもSherwin [2006] の時点では、SECは公式なCBAのプログラム自体を保持していなかったようである。

このように、SECの証券規制に対して詳細な影響分析が明確に法的義務として課されていないことは、特に新たな規則がもたらすベネフィットやコストに関連する情報の作成や開示を妨げ、外部からの評価検討を困難とする主要因であろう。とは言え、SECの証券規制は、連邦法の定めによって司法による監視の対象に

図表2 連邦行政機関の金融規制に対するCBA

	OIRA レビュー有り	OIRA レビュー無し
司法によるレビュー有り	FSOC (※ Sec. 120の規則作成に関して)	SEC CFTC CFPB
司法によるレビュー無し	DF 法以前の OCC	FDIC FRB DF 法以降の OCC

〔出所〕 Bartlett [2014] Fig. 1。

はなっている。

Bartlett [2014] が分類するように、IRA の中でも SEC や CFTC、および消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB) の規則作成は⁷⁾、行政手続法 (Administrative Procedure Act) が定める司法審査 (Judicial Review) の対象には含まれている。図表2が示すように、大統領令12291が定めるOIRAによるレビューは⁸⁾、金融安定監督協議会 (Financial Stability Oversight Council, FSOC) を例外として⁹⁾、IRAの規則作成や規制的活動には適用されない。しかしながら、金融持株会社や商業銀行を監督するFRB、FDICやDF法後の通貨庁 (the Comptroller of the Currency, OCC) とは異なり、行政手続法を根拠とする司法審査はSECの規則作成を対象に含めている。次節で述べるように、この行政手続法の基準および司法審査の存在がSECに行動変化を促した要因の1つとなっている。

III. SECに行動変化を促した要因

1. SECの行動変化

前節では大統領令を中心とした大統領府の行動を述べたが、連邦議会からの働きかけは、1950年代から1960年代にかけて、連邦行政機関の規制的行動に対してベネフィットやコストの考

慮を求める動きが広がったことが Adler and Posner [1999] によって報告されている。

このような連邦議会の対応は1990年代半ばより強くなってきたことも報告されている (CCMC [2013])。例えば、その対象は連邦行政機関全体ではあるが、1995年の連邦政府基金を伴わない州政府等への命令改革法 (Unfunded Mandates Reform Act) や1996年の議会評価法などは、連邦規制のCBAを促進させる連邦法として連邦議会が成立させた。

近年では、2010年のDF法成立が連邦議会の監視インセンティブを高めたと言える。DF法の詳細な分析は若園 [2015] を参照願いたいだが、同法が導入・整備した規制体系において、SECやCFTCは多くの新たな権限を与えられた。このDF法による権限拡大に対して、SECの監視を強化する声が連邦議会内で強まった。事実、DF法が本格的に稼働し始めた第113回連邦議会 (2013年1月から2015年1月) では、規制のCBAをこれらIRAにも求める法案が多数提出されている。Coates [2015] によると、このような連邦議会からの圧力は、特に共和党議員が中心となって提出した法案 (議会による監視強化の権限等) の他にも、両院の専門委員会におけるヒアリングや情報の追加的要求、議員による公的な批判に加えて、SECやCFTCの共和党系の委員を通じて直接的に注ぎ込まれている。

そもそも、証券規制にCBAなどの経済分析を加味することは適切なのでしょうか？

OIG [1999] の Compliance Handbook 38-39 は、SEC の規則はCBAを含むべきと提言しているが、このようなCBAの適用には問題点もあることが指摘されている。例えば Kraus and Raso [2013] が懸念するように、金融経済の専門家であるSECにCBAを課すことで必要な施策に遅れが生じる。また Bartlett [2014] は、規制影響分析として共通化されたCBAを一律適用する場合、CBA自体のエラーリスクを懸念している。つまりは、万能の方策としてCBAを位置づけることは危険である。また Coates [2015] が主張するように、各々の連邦監督機関が独自のCBAを用いる場合、逆に分析上のリスクをカモフラージュさせてしまうリスクも存在する。連邦監督機関が課されている任務は異なるため、それぞれに適したCBAが好ましいが、その手法を連邦法などによって連邦議会が提示することが困難であり、むしろOIRAのような外部機関による評価の有効性を唱える声もある。その一方で Kraus and Raso [2013] は、OIRAの評価対象をSECのようなIRAに拡大することは、これらの独立性を損ない、大統領府の過度な干渉を招くと強調する。このように、必ずしもCBA等の経済分析を強制化することがメリットのみをもたらせない点は、第5節の検証を前に踏まえておくべきである。

また先行研究が指摘する問題の多くは、CBAの適用の可否の他に、その手法の設計にもあろう。第5節でSECの最終規則を検証するが、CBAの手法に関する議論は公式にも欠けている。

近年になり、SECは自らが提示する規則に

ついて、CBAを重視する姿勢を打ち出している。(第4節参照)このような変化は大きく2つの段階を経て現れてきた。下記で述べるように、その第1は複数の連邦法の成立が契機となっている。第2は、民間団体等から起こされた訴訟を受けての変化であり、以下の司法審査がもたらした変化であると言えよう。

2. 2つの段階

SECの証券規制はレーガン・オーダー以来の大統領令からは対象外とされ、オバマ大統領の補完的な大統領令でも、ボランティアな勧めに留まっている。また連邦法上の取扱いを見ても、明確に規制影響分析が課せられているわけではない。

一方で、その対象も適用も限定的ではあるが、淵田 [2013] 等が指摘するようにIRAの中の金融当局に対しては何らかのコスト分析を求める連邦法も存在する。1980年の柔軟規制法 (Regulatory Flexibility Act) は、規制が小規模な会社や団体に与える影響の評価を求めており、また、1995年の書類事務削減法 (Paperwork Reduction Act) は一般からの情報収集について、その正当性の表示を求める連邦法である。従来SECは、最初の規則提案時や最終規則の発布において、その経済分析(CBA)の結果と共に、この2つの連邦法に基づいた分析の記述を含めてきた。

先行研究を元にSECの規制影響分析への取り組みの変化を考察すると、大きく2つの段階でSECに行動変化を促した要因を挙げることができる。その第1段階は、1996年の全米証券市場改善法 (National Securities Markets Improvement Act) や1999年のいわゆるグラム・リーチ・ブライリー法 (Financial Services

図表3 SECの基本法

基本法および該当箇所		修正法
1933年証券法	Sec.2(b)	96年法 Sec.106(a)注 ¹⁾
1934年証券取引所法	Sec.3(f)	96年法 Sec.106(b)
〃	Sec.23(a)(2)	
1940年投資会社法	Sec.2(c)	96年法 Sec.106(c)
1940年投資顧問法	Sec.202(c)	99年法 Sec.224 注 ²⁾

(注) 1) 96年法は全米証券市場改善法。

2) 99年法は金融サービス近代化法。

Modernization Act, 金融サービス近代化法)の成立であり, これらは連邦議会からのアプローチであると言えよう。OIG [2011] が指摘するように, SECの規則制定に関して大統領令12866やOMBの規制影響分析のガイドラインであるCircular A-4は直接的に適用されないが¹⁰⁾, 96年法等がSECの基本法である33年法や34年法, 40年法に追加した条文によって, SECの規制活動に効率性や競争, 資本構成を促進させるか否かを考慮することが求められた。これは, SECが規制影響分析を重視した行動へと変化する下地になったと言えよう。

第2段階は, 民間のロビイング団体がSECを相手に起こした訴訟の結果であり, 司法の審査がもたらした要因であると言える。SECが作成する規則はOIRAレビューの対象外ではあるが, 行政手続法の定めにより, 司法による審査の対象となる。次で述べるように, この司法審査がSECに与えた影響は大きい。その根拠となるのが, 96年法や99年法によって加えられたSECの基本法である。

(1) SECの基本法の修正

CCMC [2013] によれば, 1996年の全米証券市場改善法により, 連邦議会がSECの基本法を修正する以前は, SECの新たな規則や規制活動は, 公益に照らして必要であるまたは適切である, ならびに, その規則が投資家保護の

目的に従っているのかなどの命題をもってSEC自らが判断するに留まっていた。

この96年法は米国金融市場の効率性の促進等を目的に, 規制の見直しを行なった連邦法である。図表3で示すように, 96年法はSECの基本法(Organic Statutes)である1933年証券法, 1934年証券取引所法, 1940年投資会社法に加筆し, 規則作成時にSECに対して新たに公共の利益に照らしてその規制活動が必要である, もしくは適切であるか否かを考慮もしくは示すことを求め, さらに, その活動が効率性や競争, 資本構成を促進するか否かを考慮することも新たに求めた。また1999年の金融サービス近代化法は, 1940年投資顧問法に同じ内容の条文を追加している。Coates [2015] のように, この96年法の成立によりSECは規則作成において効率性などの要因を考慮することが求められ, 実質的にCBAが要求されたと指摘する先行研究もある。

そもそも96年法以前でも, 34年法のSec.23(a)(2)には, 「競争に対し34年法の目的の推進に不必要または不適当な障害を課する規則または規制を採択してはならない。SECは34年法に基づいて採択される規則または規制に含まれる当該規則制定の根拠および目的の説明に, 当該規則または規制により課せられる競争に対する障害が34年法の目的の推進に必要なまたは適当であるとのSECの決定の理由を含めなければ

ならない。」との条文はあった。この34年法の Sec. 23(a)(2)は、後述するBusiness Round TableとSECとの係争（2011年、D.C. Circuit）で原告が根拠とした条文でもある。

96年法および99年法がSECの基本法に追加した条文自体は、明確にSECの証券規制に対して規制影響分析を求めるものではないが、行政手続法が認めた司法審査および下記の司法判断にとって根拠となった。これゆえに、SECの行動変化を促した要因であると言えよう。

(2) 3つの司法判断

行政手続法のSec. 706(2)(A)は、裁判所が連邦行政機関の規則作成や活動を無効とする場合の基準（Default Standards）として、①恣意的である（Arbitrary）、②気まぐれである（Capricious）、③裁量の濫用（Abuse of Discretion）、④その他法の違反などを定めている。下記で要点を挙げるコロンビア特別区巡回区控訴裁判所（D.C. Circuit）における3つの裁判例は、各ロビイング団体がSECを相手に起こした訴訟例である。これらの訴訟は行政手続法の条文が鍵となっており、本稿が引用した複数の先行研究でも取り上げられている。特に2011年の判決は、DF法がSECに作成を命じた規則を無効化しており、その意味でSECに与えた影響は大きい。後述する複数の公的な調査報告書を見ても、これらの司法判断を受けてSECの行動変化へと繋がっている。ただし、例えばCoates [2015] が指摘するように、現行法と照らし合わせて、共和党系の判事がSECのCBAを比較的明確に義務とするのに対して、民主党系の判事はむしろ人道的（Humanitarian）な要求と判断しているように、これら裁判所の判例が必ずしも統一した判

断を下しているわけではない点は注意すべきであろう。

(i) 2005年6月判決

（Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d 133）

2004年1月にSECが提案した投資会社法規則の修正案に対して、米商工会議所が提訴したケースである。SECの主な提案は、投資信託の取締役会において①独立取締役の比率を75%以上とする、②議長を独立とする、の2点である。この提案規則に対して、米商工会議所は、投資会社法はSECにコーポレート・ガバナンスを規制する権限を与えていないとの主張であった。

CCMC [2013] によれば、この係争に対する裁判所の判決は、本質的な部分では商工会議所の訴えを退けている。しかしながら判決では、SECは特にコンプライアンス関連で投資信託に発生することが予想されるコストや、独立議長の導入に対する経済的な結論を公表していないこと、独立議長導入規則に対する適切な代替案を考慮していないことが問題視された。その上で、上記の96年法が投資会社法に追加したSec. 2(c)の求めをSECは提案規則において適切に示すことを失敗していると判断し、行政手続法のSec. 706(2)(A)が記す基準に照らして、SEC規則は恣意的で気まぐれに該当するため問題であるとの米商工会議所の訴えには同意した。

(ii) 2010年7月判決

（American Equity Investment Life Insurance Co. v. SEC, 613 F.3d 166）

2009年1月にSECが表明した、証券法の規

則151Aの監督対象に年金契約書(Annuity Contract)および選択年金契約書(Optional Annuity Contract)を含める案について¹¹⁾, 具体的には株価指数連動型年金(Fixed Indexed Annuity)を証券に分類しSECの監督対象とする案に対して, 生命保険会社が提訴したケースである。この裁判は, ①歴史的に州が担っていた権限を連邦政府の権限として認めるか否かが争点となるとともに, ②SECの規則提案におけるCBAの取扱いが注目された。

裁判所は最終的に, SECの規則提案を無効化する結論を下した。その根拠として, ①競争の考え方が適切ではない。②市場においてどの程度の競争が発生しているのかを把握していない, ③効率性(Efficiency)の分析が不十分である等を挙げ, SECが規則の経済効果を適切に考慮せず, 96年法が証券法に追加した条文を遵守していないことを指摘した。上記の判例と同様に, SECの規則提案を行政手続法に従い処断している。Waisman [2011]によれば, このような裁判所の判断は, 例え新たな規則がSECの根拠法に照らして適切であったとしても, SECはCBAの実施を義務として促す従来よりも強いメッセージとして捉えられる。

判決を受けてSECは, 2010年10月14日に当該規則を無効化とするリリースを發布した。ただし, そのリリースにおいても, 1995年の書類事務削減法に従うベネフィットやコストが提示されているものの, 数字のみが羅列されているだけであり, その根拠や妥当性についての考察や算出方法等に関する記述は無い。

(iii) 2011年7月判決

(Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d, 1144)

2010年8月にSECが最終規則として発布した規則14a-11に対して, ビジネス・ラウンドテーブルと米商工会議所が当該規則の作成においてSECは96年法が加えた証券取引所法Sec.3(f)の条件を満たしていないと訴えた¹²⁾。この規則14a-11は, DF法のSec.971(Proxy Access)が株主提案の強化を目的としてSECに作成を命じた証券取引所法規則である¹³⁾。規則14a-11が提案された時点から, 取締役選出の選挙戦にかかる費用が増すとともに, 会社経営の非効率性を招くなどの批判もあった。

上記の2010年の判決と同様に, 裁判所は最終的に規則14a-11を無効(Vacated)と判断した。その主な理由として, SECが新規規則の経済効果を適切に査定していないことを挙げている。また, 2010年判決(上記)を引用しながら, 96年法が証券取引所法に加えた義務を果たしておらず, 行政手続法の基準に照らして①恣意的であり, ②気まぐれであると断じた¹⁴⁾。CCMC [2013]によれば, 共和党系の判事であるとはいえ, SECのCBAは矛盾しており, コストは単に州法上のコストを測っただけでベネフィットを推測しようともしていないとの辛辣な評価であった。また, 現行法はSECに対して提案する規則のコスト・ベネフィットの定量化を求めているとの判断も含まれた¹⁵⁾。

この判決については, その判断に政治色が強いことなどが指摘されており¹⁶⁾, またCoates [2015]のように批判的に検討する先行研究も多い。しかしながらAreshenko [2012]が指摘するように, 規則の作成方法をSECが精緻化させる契機となり, SECに組織や内部手続きを見直す動機を与えた(Kraus [2013])。

IV. SEC の内部手法の改正と組織変更

1. OIG 調査報告書の指摘

上院銀行・住宅・都市問題委員会のメンバーから、DF法に関連するSECの規則作成における経済分析に対する調査の要請を受け¹⁷⁾、SECに常駐する監査総監室（Office of Inspector General, OIG）は下記の2本の調査報告書を作成し、連邦議会に提出している。

OIG [2011] は、IRAであるSECが大統領令12866や13563の対象から除外されていることを前提に、2010年7月から2011年4月までにSECが提案した6つの規則に関して、その作成過程におけるCBAの扱いをまとめている。SECはCompliance Handbookにおいて、規則作成におけるスタッフ・ガイダンス（1999年10月に見直し）およびベスト・プラクティスを記している。これらはSECの規則作成に適用され、CBAの基準やガイドラインとして位置づけられ、大統領令12866や13563にも準じた内容と言える。規則を担当する課（Division）は、主にエコノミストから構成されるリスク・戦略および金融革新課（Division of Risk, Strategy and Financial Innovation, RSFI）の経済分析を取り入れながら¹⁸⁾、規則の作成を行なっている。

OIG [2011] は結論で、RSFIの経済分析に関する専門性を認め、SECの規則作成の過程でのCBAは組織的に行なわれていると評価しながら、以下の問題があることを指摘した。第1に、規則作成におけるRSFIの関与の度合いはケースによってかなりの差がある。第2に、

規則作成において担当する課が要求する場合、RSFIのエコノミストは規則作成の初期から参加するものの、必ずしも担当課とRSFIの間のコミュニケーションが密に行なわれているわけではなく、規則によってRSFIが関与する度合いは異なっている。第3に、CBA全体についての評価として、①マクロレベルでの経済分析が欠如しており、②一部の規則作成においては必要な定量的分析が行なわれていないことを指摘している¹⁹⁾。OIG [2011] はSECの規則作成過程の調査が主であった。さらにCBAを詳細に分析すべく、OIG [2012] がフォローアップとしての調査結果を提示している。

OIG [2012] によれば、SECの規則作成はガイドラインに沿って行なわれている。しかしながら、CBAの経済的な基準（Economic Baseline）が規則間で整合せず、その仮定条件も不完全である。またOIG [2011] でも指摘されているが、OIG [2012] 調査の対象としたDF法が命じる12の規則のうちベネフィットの定量的分析が行なわれたのは1つの規則に過ぎない。その結果、当該規則を導入するか否かを定量的に分析することが出来ず、SECのCBAの価値を著しく下げている。このような定量的分析が実行出来ない理由も明確にされていない。さらに、提案規則等でのベネフィットやコストの説明は失敗していると結論づけている。同様な指摘は、Committee on Capital Markets Regulationの報告（CCMR [2013]）でも見られる²⁰⁾。

このフォローアップ調査の結果と合わせて、OIG [2012] ではSECに対して6項目の改善を推奨した（図表4）。このOIG [2012] に対してSECは、エコノミストの更なる活用方法などでOIGの推奨を受け入れる一方で、DF法（連邦議会）の要求に従って規則を作成する場

図表 4 OIG [2012] が改善を推奨した 6 項目

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 定量的・定性的情報を含め、情報開示を促進するため、CBA へのエコノミストの活用を見直すべき。 2. 経済的分析のガイドラインおよび経済的基準の使用について再考すべき。 3. 同じ主題の規則作成で使用される経済的基準は単一で一致しているべき。代替的手法を評価する場合など、複数の基準が適当である場合、それが正当であることを説明すべき。 4. 規則の発表時に、96年法等が求める記述にとらわれず、これらが統合された論考を提示すべき。 5. 規則の作成において、市場の失敗を明示的に議論すべき。市場の失敗が無い場合は、規制活動を正当化させる社会的な目的について議論すべき。 6. CBA において、内部コストやベネフィットも考慮すべき。 |
|--|

[出所] OIG [2012]。

合に、OIG の推奨の幾つかは実現することに困難性を伴うとの反論も表明している²¹⁾。

2. SEC の新ガイダンスと組織変更

(1) ガイダンスの改正

2012年3月に、SEC は規則作成における経済分析に関する新たなガイダンスを通達した²²⁾。規則作成を担当するスタッフに対して送付されたメモランダムでは、その最初にガイダンスを更新する背景を述べている。この背景では、上述したコロンビア特別区巡回区控訴裁判所の判決内容や OIG 等の調査報告書、および連邦議会が SEC の経済分析に疑問や改善点などを指摘していることを挙げており、これらがガイダンスを改正させた動機となったと言えよう。また当該ガイダンスは、本文中で OIG 調査報告書や判決が指摘した点を引用し、これらへの対応を促す形で新たな規則作成の手段を記している。

このガイダンスは大きく、①規則作成における経済分析の実体要件 (A パート) と、②規則の作成過程と開示に対する経済分析の統合促進 (B パート)、から構成されている。

A パートはさらに、①提案規則の正当性を明確に確認する、②提案規則がもたらす経済的影響をはかる為の経済的基準を定義する、③提案規則に対する合理的な代替案を認識し議論する、④提案規則および主要な規制の代替がもた

らす経済的な結果を分析する、の4項目にわけて記される。これらの中では4番目の項目がベネフィットとコスト (潜在的を含む) について記述しており、規則作成のスタッフはエコノミストと共同で提案規則や代替案のベネフィットおよびコストを可能な範囲で定量化し、その定量化のソースや手法を示し、ベネフィットとコストの推計に関する不確実性について議論し、定量化が不可能である場合は理由の説明を求めている。さらに、ベネフィットとコストの推計にあたり、例えばベネフィットであればモニタリングコストの減少や資本コストの低下など、それぞれに推計の対象とすべき例を示している。

残る B パートでは最終規則の発令までを、①規則提案前のステージ、②規則提案時のステージ、③パブリック・コメント募集期間、④最終規則作成時 (Adopting Stage) の4つの段階に分類し、それぞれのステージでエコノミストの関与および果たす役割を記載している²³⁾。

この新たなガイダンスを受けて、SEC の OIG は2本の調査報告書を2013年に公開した。このうち OIG [2013b] は、2012年3月 (新ガイダンス以降) から11月の間に SEC が提案した規則に付随する経済分析を調査対象とした。OIG [2013b] は SEC の規則作成における経済分析を概ね評価しつつも、使用する経済的基準

図表5 RSFI（現 DERA）スタッフ数

	DF 法以前	2013年 3月時点
常勤のエコノミスト数（博士号あり）	18	29
常勤のエコノミスト数（博士号なし）	0	1
非常勤のエコノミスト数（博士号あり）	1	6
非常勤のエコノミスト数（博士号なし）	1	0
常勤の準エコノミスト数（博士号あり） （Research Associates）	2	6
RSFI の全常勤エコノミスト数	20	36
RSFI の全エコノミスト数	22	42

〔出所〕 OIG [2013a], Table 1。

に96年法等が基本法に加筆した条件が十分に検討されていない規則が見られたことや、ベネフィットを定量的に提示している規則が少ない（調査12規則のうち、1つのみ）等を挙げ、更なる改善も推奨している。

（2）SEC の組織的変更

新ガイダンスの配付時に SEC の経済分析を担っていた RSFI は、2009年11月に、それまでの経済分析室（Office of Economic Analysis）、リスク評価室（Office of Risk Assessment）、情報分析室（Office of Interactive Data）を統合して新設された課である。さらに SEC は経済分析の機能強化を目的として、2013年 6月に RSFI を経済・リスク分析課（Division of Economic and Risk Analysis, DERA）へと名称を変更するとともに、DERA に属する経済分析担当の室（Office）を RSFI 時代の7つから10へと細分化した（管理部門を合わせると12の室）。合わせて、SEC は経済分析を担当する専門家の増員を進めている。

図表5は、OIG [2013a] が報告した新ガイダンス公表時の RSFI（現 DERA）のスタッフの概要である。OIG [2013a] によれば、SEC は2012年 3月から11月の間に14人のエコノミストを増員している。また White [2015] によれば、RSFI 時代である2011年に同課に属する博士号取得エコノミストは30人ほどであったが、2015年（DERA）には60人以上へと増員されている。予算面での変化を図表6で示した。2012年度より経済・リスク分析に対する予算は絶対額だけではなく、総コストに占める比率も増加傾向にある。White [2015] を見ても、データは2014年度までであるが、SEC の他の部署の予算比率は概ね横ばいとなっている。この予算の増額は、主にエコノミストの新規雇用にあてられた。さらに、連邦議会への予算請求文書に掲載されている DERA の予算を図表7で掲載した。2017年度は概算要求であるが、2013年度と比較した DERA の人件費等は約2.3倍となる。DERA と同様に SEC の規則作成に係わる法務室の人件費等（約1.3倍）と比べても、

図表6 SEC の Economic and Risk Analysis プログラムの年間コスト

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
コスト（US\$1,000）	14,354	18,143	20,080	20,296	29,504	43,366	63,701
総コストに占める比率（%）	1.46	1.71	1.75	1.69	2.22	3.01	4.02

〔注〕 2012年度以前のプログラム名は Risk, Strategy and Financial Innovation。

〔出所〕 Agency Financial Report 各年。

図表7 DERA の予算 (US\$1,000)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度 (見通)	2017年度 (要求)
給与・各種手当	17,482	22,038	30,890	37,904	40,863
人件費関連以外	12,322	29,918	21,389	30,444	31,186
総予算	29,804	51,956	52,279	68,348	72,049

〔出所〕 SEC Congressional Budget Justification 各年。

SEC が経済分析を担当する DERA の人員を拡充していることがわかる²⁵⁾。

V. SEC の CBA を検証する

最後に、新ガイダンス以降に SEC が公開した提案規則を題材として、新ガイダンスが導入した A パートの具現に若干の検証を加えたい。新ガイダンスが求める①提案規則の正当性、②経済的基準、③合理的な代替案、④経済的分析 (CBA) が、活用可能な情報として外部に向けて発信されているのであれば、証券規制の外部評価者にとって有益となろう。この検証では、2016年10月に発布された最終規則 (リリース No.33-10233) を取り上げる。

この規則は、ミューチュアルファンドなどの登録投資会社を対象に、文書化された流動性リスクの管理プログラムを求めるとともに、流動性リスクや当該リスクの管理に関する新たな情報開示を促す規則を定めている。

経済分析に焦点をあてて、この最終規則の構成を新ガイダンス以前と比較すると、1995年の書類事務削減法と1980年の柔軟規制法が求める記述を扱う節に大きな差は見られない。その一方で、CBA を含めた経済分析を担う第4節「Economic Analysis」では、当該規制の主たる目標 (Primary Goals of Regulation) や経済基準を独立した項目として設定している²⁶⁾。これらは、新ガイダンスに沿った構成と言えよう。

1. 規制の主たる目標と経済的基準

2016年10月の最終規則 (R.No.33-10233) は、規制の主たる目標として、投資家保護の促進を第1とし、不十分な流動性リスク管理が引き起こす期限前解約請求の可能性を低減させる効果を掲げている。これらを明確にすべく、新規則 (Rule 22e-4) や新たに情報提供を求める形式 (Form) ごとに、その導入の目的が合わせて記述されている。新ガイダンス以前にも本文中で同様の記述は見られたが、新ガイダンスに沿って、経済分析の節にも簡潔にまとめられている。

OIG [2012] 等が指摘した経済基準の設定は、①流動性リスク管理および流動性リスクの開示に関する慣行と、②業界が発展させてきた流動性リスク管理に分けて詳細に記述されている。これらは共に、従来の定性的な分析と合わせて、DERA による定量的な経済分析が活用されている。例えば前者で記述される流動性リスク管理と解約請求の関係については、現在の法や規則の適用状況や、これまでの SEC の規制的アプローチと共に、外部から SEC に寄せられたコメントを整理し、流動性リスク管理の現状や顧客からの解約請求への対応やポートフォリオへの影響などの分析を提示している。その上で、DERA の定量分析を踏まえて、大規模な解約請求を受けたファンド (登録投資会社) は、本来必要であるより多くの流動性資産を売却する傾向にあることを指摘し、解約請求

とファンドの流動性に経済的な仮説を設定している。

このように新ガイダンス以降の提案規則では、DERAの経済分析を活用した主たる目標と経済的基準が掲載されており、OIG等の指摘に沿った変化であると評価できよう。

2. 新規則の経済分析

上記の司法による指摘やOIG等の調査報告書が指摘した経済分析に関する問題点は、新ガイダンス以降、どの様に対処されているのであろうか。本稿では、当該最終規則の中核である、MMFを除く登録会社に対して文書化された流動性リスク管理プログラムの作成を求め、また、リスク管理の方針や手法に関する記録の保持を要求する新たな規則22e-4について、そのベネフィットとコストの推計および、96年法が投資会社法に加えた効率性・競争・資本形成に与える影響に関する記述を観察する。

(1) ベネフィットとコストの推計

第1にベネフィットの推計に関して、当該規則は定量化分析を行っていない。ちなみに2016年は10月末までに19の最終規則が公布されているが、ベネフィットを定量的に分析した最終規則は存在しない。状況はOIG [2011] やOIG [2012] の調査時点と同様であると言えよう。

新ガイダンスでは、定量化が困難な場合には理由を述べることを求めている。対応して本文中では、規則22e-4によってファンドがどれぐらいまで流動性リスク管理を高めるのかが予測出来ないこと等を指摘するに留め、注釈において、その理由として各ファンドの流動性リスクの実態に関するデータ収集の困難さと、そのよ

うなデータの定量化が困難であることを挙げている。2016年に公布された他の最終規則を見ると、定量化を行わない理由として関連するデータの収集が困難であることや、ベネフィットとして考慮すべき事項があまりに多様であることを挙げている。

一方で、定性的な記述としては複数のベネフィットを記述している。流動性管理プログラムを保持することにより、ファンドのポートフォリオの流動性と合理的に期待される解約請求との関係が最適な状態になることが期待されている。この他、ファンドの純資産総額 (NAV) リスク・プロファイルに影響を及ぼす、あるいは、ファンド投資家の利益を希薄化するような行為によって、ファンドが解約請求に対応せざるを得なくなる可能性が低下することを挙げている。

第2にコストの推計に関しては、規則22e-4が求める文書化された流動性管理プログラムの設置と履行にかかるコストのみが定量的に示されている²⁷⁾。当該プログラム設置コスト (One-Time Cost) は2014年のMMF改革規則で発生したコストを基準に複数の条件を用いて修正し、ファンド単位でUS\$1.3mioからUS\$2.25mioのレンジをもって提示している²⁸⁾。SECは、当該コストの推計にあたり考慮した様々な条件も記述しているが、その手法には明確さ (Concrete) が欠けていることを認め²⁹⁾、SECに寄せられたコスト関連のコメントが提示する数値も併記している。更に、SECが推計したコスト計算はプログラム設置コストの総てではなく、他の潜在的なコストの総てを定量化することが困難であることを記述している。

このように新ガイダンス以降に提案された規則においても、SECに求められた経済的な分

析結果が十分に開示されているとは言い難い。OIG [2011] が指摘したCBAの不足は解消されていない。Sunstein [2013] や Coates [2015] が指摘するように、証券規制のCBAには多くの困難性が伴う。しかしながら最終規則の該当箇所を読む限りにおいて、ファンドの多様性や多くの条件が考慮されているものの、それらに上記の経済的基準等で見られたようなエコノミストの関与は記されていない。

この問題の中核は、SECのCBA手法の未発達であろう。特にベネフィットに関して、予想すべき効果の選択肢や範囲は幅広く、その推計には多様なデータの収集が必要になるとともに、定量的(実証的)分析に適用される多変量かつ並列の推計モデルの頑健性が要求される。いわば、規制影響分析の複合的な分析手法が必須となるのだが、現在のSECにとってこのような分析手法の開発は課題となる。ただし、第3節で先行研究を引用しながら述べた、SECにCBA等を強制化する際の問題点も踏まえる必要がある。

(2) その他

96年法が追加した投資会社法のSec.2(c)がSECに求める「活動が公益に合致しているかどうかを考慮し、または決定しなければならないと同時に、投資家保護に加え、活動が効率性、競争、および資本形成を促進するかどうかについてもまた考慮しなければならない。」への対応も記述されている。第3節で扱った司法判断で述べたように、この条文への対応は重要であろう。しかしながら、本文中ではSECに寄せられたコメントを引用しながら、当該最終規則がSec.2(c)に沿っている旨の説明が記載されているに過ぎない。ベネフィット等の推計

に定量的分析が不足していることと合わせて、この表記が本稿で引用した3つの判決が指摘した問題への対処となるかは疑問である。

また合理的な代替案の検討に関する記載では、規則22e-4適用の代替案として、歴史的に見て流動性リスクが低いファンドや小規模なファンド(MMFを除く)を考慮して、これらを除外する案が示されている。この代替案の検討では、現状に関するDERAの経済分析が活用されている。この他、SECに対して提出されたコメントが薦める原則ベースでの対応(Principle Based Approach)や、規則の代わりに流動性リスクの査定と管理に関するガイダンスの発行に留める案の他、MMFに求めている流動性管理と同様の要求を行なう案などが代替案として検討されている。この内MMF規制と同様の規制の適用は、ベネフィットやコストの観点から否決されているが、いずれも定量的な分析結果が提示されているわけではない。

最後に、当該最終規則にはDERAの経済分析に関して外部から寄せられたコメントと、これらコメントへのSECの返答が掲載されている。外部からは、DERAの経済分析はSEC規則の特質の論拠を提供していないことや、その分析手法への疑問等が寄せられている。このコメントに対してSECは、DERAの経済分析はファンドの流動性の現状を実証的に分析したにすぎず、SECによる各政策の選択を正当化させるものではないとの返答を記載している。

VI. まとめ

米国の法律事務所の調べでは、DF法がSECに命じた規則の作成は94にのぼる³⁰⁾。CCMC [2013] が述べるように、証券規制の中核とな

るこれら多くの新規則で、資本市場等で予測される十分な経済的影響の検討が行なわれていないとすれば、問題であろう。

本稿は、SECの規則作成における経済分析に焦点をあて、SECが置かれた環境やSECに行動変化を促した要因を説明するとともに、2016年に発布した最終規則を題材として若干の検証を加えた。結論としては、規則作成時に照らすガイダンスの見直しの他に、SECは組織の変更やエコノミストの増員などを行なうなど、証券規制が及ぼす影響分析を重視する姿勢を見せているものの、最終規則での十分な経済分析が提示されているとは言い難い。

証券規制を対象とする外部評価者として意見を述べると、SECが開示した情報をもって評価を行なうことは依然として困難である。DF法における証券規制を扱った若園 [2015] では、新たな規制がもたらしかねない副作用についても言及しているが、規則作成時の経済分析が定性分析に限定されているため、このような規制の副作用が実際に市場で観察された場合でも、その原因の特定や迅速な規制的手当は難しいであろう。

決定的に欠けているのは、証券規制に用いる分析手法に関する議論ではないか。本稿で検討した最終規則では、定量的な分析を添付しない理由として、関連するデータ収集が困難であることや、影響が及ぶと予測される範囲が広いことなどが挙げられている。これらの理由は、規制の影響を複合的に分析する手法が存在しないことを意味していよう。例えば、中央銀行による金融政策の決定に、人工知能 (Artificial Intelligence, AI) を活用する試みがあると聞く。AIを組み込んだRegTechを証券規制にも適用することが出来れば、その規制影響分析を

著しく進展させることが可能になるかもしれない。

注

- 1) IRAは、1980年のPaperwork Reduction Act (44 U.S. Code Sec.3502) で列挙されている。SECや米商品先物委員会 (U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 以外にも、連邦準備制度理事会 (the Board of Governors of the Federal Reserve System)、連邦預金保険公社 (the Federal Deposit Insurance Corporation)、連邦公正取引委員会 (the Federal Trade Commission) などが含まれる。
- 2) 1982年にアルフレッド・ノーベル記念経済学スウェーデン国立銀行賞を受賞。
- 3) Milton H. Cohenが1963年5月10日に公表した「Reflections on the Special Study of Securities Markets」(第88回連邦議会)。
- 4) Executive Agencyは、連邦法である1995年のUnfunded Mandates Reform Actによっても、制定する規則の影響を査定することが求められている。
- 5) 本稿執筆時に、米国連邦議会下院金融サービス委員会を通過し、下院本会議で審議されているFinancial Choice Act of 2016 (H.R.5983)は、IRAに対しても規制のコストとベネフィットに関する定量的評価および定性的評価を要求している。
- 6) GAOはIRAを含めて、連邦機関の別途連邦法で定義されたメジャーな規則のCBAに関して年次報告を行ない、行政管理予算局 (OMB) は年次でGAOの報告を収集している。
- 7) 消費者金融保護局 (CFPB) は、DF法のSec.1101が新たに設立した消費者保護を担当する連邦機関である。その機能等については若園 [2015] を参照願いたい。
- 8) 情報・規制問題室 (OIRA) は、1995年のPaperwork Reduction Actが大統領行政府 (ホワイトハウス) の行政管理予算局 (OMB) 内に設立した。
- 9) DF法が設立した金融安定監督協議会 (FSOC) のみが、大統領令が命じるOIRAレビューとともに、司法審査の対象となる。ただし、このOIRAレビューの対象は、DF法のSec.120が記述する内容 (金融安定の目的から、金融機関の行為に対するより厳格な規制を、当該金融機関を担当する連邦監督機関に対して推奨する) に留まっているようである。FSOCについては若園 [2015] を参照願いたい。
- 10) Circular A-4は、1996年1月に経済分析のベスト・プラクティスとしてOMBが提示。2003年9月に見直され、現在の内容になっている。OMBはCircular A-4によって、①その規制的活動が必要な理由、②連邦規制の制定が最適解である理由、③規制機関が代替的なアプローチを考慮していること (可能であれば代替的手法についてもCBAを求める)、④その規制的活動のコスト・ベネフィットを査定、等を求めた。しかしながら、このCircular A-4は具体的なCBAの手法を記述しているわけではない。
- 11) 1933年証券法のSec. 3 (a) (8)では、明確な規定が無い場合、これらを証券法の適用除外と定めている。

- 12) ビジネス・ラウンドテーブルは、1972年に設立された米企業のCEOから構成されるロビイング団体。
- 13) Proxy Accessとは、米国の株主総会において、特定の取締役候補者の選任を株主総会議案として株主が提案するとともに、会社から株主に送付される書類に掲載することを請求できる権利のこと。会社が株主に送る委任状勧誘書類 (Proxy Materials) に株主が提案する取締役候補者を記載することを認めるため Proxy Access と呼ばれる。
- 14) この理由として、① SEC の CBA 自体が不十分であること、② 機関投資家等が規則14a-11によって被る潜在的なコストを適切に扱っていないこと、③ 選挙の頻度に対する SEC の予測への批判、を挙げている。
- 15) 例えば、Cox and Baucom [2012] や Al-Alami [2013] など。その一方で、2014年の National Association of Manufactures v. SEC の判決では、そのような定量化は義務ではないとの判断 (民主党系判事) もある。同じ裁判所でも判事により判断が分かれており、CCMR [2013] が指摘するように、現行法下で SEC に CBA が義務として課せられているかは明確ではない。
- 16) 2012年2月公開の Harvard Law Review, Vol.125, No.4 に掲載された Recent Cases など。
- 17) 同委員会からは、SEC の他にも、CFTC, FRB, FDIC (連邦預金保険公社)、OCC に対して、同様の要請を行なっている。
- 18) SEC の規則作成過程には RSFI とともに、法務室 (Office of the General Counsel) が係わる。
- 19) CCMC [2013] によると、DF 法が各連邦行政機関に命じた規則作成について調査した GAO [2011] や GAO [2012] 等でも、SEC は規則作成過程でベネフィットやコストの貨幣価値での評価や定量化が不足していることが指摘されている。また GAO [2012] によると、当該調査が行なわれた時点から過去12ヶ月間において、SEC を含めた複数のIRAが提示した最終規則に、OMB の Circular A-4 の主要要素を満たすコスト・ベネフィットの情報は含まれていない。
- 20) Committee on Capital Markets Regulation は、米国資本市場の競争力強化や金融システムの安定に関する調査や提言を目的に2006年に創設された組織である。非政党色の組織を標榜しているが、その提言は共和党系の主張に近いものが多いようである。
- 21) OIG [2012] の Appendix IV を参照。
- 22) 正式名称は Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings (<https://www.sec.gov/dera/current-guidance>)。
- 23) この各ステージにまたがる業務の流れは、OIG [2013] の Fig.1 を参照されたい。
- 24) OIG [2013a] は、新ガイダンスの内部での取扱いを調査している。OIG [2013a] によると、SEC 内部での取扱いは概ね適正であるが、規則作成を担当する部署によって取扱いが異なることから、内部での取扱い手段を文書化することを推奨している。
- 25) DF 法の Sec.967(c) により独立コンサルタントに依頼された SEC の内部オペレーションに関する調査報告 (BCG [2012]) によると、Division and Trading and Mar-

kets も新規にエコノミストを雇用している。

- 26) 2010年8月の最終規則 (R.No.33-10233) では、Economic Baseline という単語は含まれていない。また経済分析を扱う本文中では、当該規制の予測される影響は記述されているが、その規制に求められる目標は必ずしも明確に示されていない。
- 27) 2016年において、10月末までに発布された19の最終規則のうち、本稿で扱った R.No. 33-10233 と同様に規則に関連するコストの一部でも定量化しているのは R.No.34-77104, R.No.34-77617, R.No.37-78011 だけであった。
- 28) この One-Time Cost の推計方法は、2015年9月に公表されたプロボーズド・ルール (R.No.33-9922) の注釈702を参照願いたい。
- 29) この理由として、投資戦略や投資家層などのファン環境によって流動性リスク管理プログラムのコストは異なることなどを挙げている。
- 30) 例えば、Davis Polk & Wardwell LLP など。

参 考 文 献

- 淵田康之 [2013] 「コーポレート・ガバナンス規制の論拠を問う動き」『野村資本市場クォーターリー』 Winter, pp.81-92
- 若園智明 [2015] 『米国の金融規制変革』日本経済評論社
- Al-Alami, Leen. [2013] “Business Roundtable v. SEC: Rising Judicial Mistrust and the Onset of a New Era in Judicial Review of Securities Regulation,” *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol.15, Issue 2, pp.541-564.
- Adler, Matthew and Eric A. Posner [1999] “Rethinking Cost-Benefit Analysis,” *Yale Law Journal*, No.109, pp.165-247.
- Areshenko, Raymond. [2012] “Business Roundtable v. Securities and Exchange Commission: The SEC’s First Big Shot at Proxy Access in the Shadow of Dodd-Frank,” *Journal of the National Association of Administrative Law*, Vo.32, Issue 2, pp.720-758.
- Bartlett, Robert. [2014] “The Institutional Framework for Cost Benefit Analysis in Financial Regulation: A Tale of Four Paradigms?,” *Jour-*

- nal of Legal Studies*, Vol.43, No.5 2, June, pp.S379-S405.
- BCG [2012] *Report on the Implementation of SEC Organizational Reform Recommendations*, Boston Consulting Group, March.
- Bishop, Garrett and Michael Coffee [2013] "A Tale of Two Commissions: A Compendium of the Cost-Benefit Analysis Requirements Faced by the SEC&CFTC," *Review of Banking & Financial Law*, Vol.32, Issue II, pp.565-640.
- CCMC [2013] *The Importance of Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation*, U.S. Chamber's Center for Capital Markets Competitiveness, March.
- CCMR [2013] *A Balanced Approach to Cost-Benefit Analysis Reform*, Committee on Capital Markets Regulation.
- Coates, John. [2015] "Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications," *The Yale Law Journal*, Vol.124, No. 4, pp.882-1345.
- Congressional Research Service [2014] "Cost-Benefit and Other Analysis Requirements in the Rulemaking Process," *CRS Report*, R41974, December.
- Cox, James and Benjamin Baucom [2012] "The Emperor Has No Clothes: Confronting the D.C. Circuit's Usurpation of SEC Rulemaking Authority," *Texas Law Review*, Vol.90, pp.1811-1847.
- Friedman, Barry. [1995] *Regulation in the Regan-Bush Era: The Eruption of Presidential Influence*, University of Pittsburgh Press.
- GAO [2011] *Dodd-Frank Act Regulations: Implementation Could Benefit from Additional Analyses and Coordination*, GAO-12-151, November.
- GAO [2012] *Dodd-Frank Act: Agencies' Effort to Analyze and Coordinate Their Rules*, GAO-13-101, December.
- Kraus, Bruce and Connor Raso [2013] "Rational Boundaries for SEC Cost-Benefit Analysis," *Yale Journal on Regulation*, Vol.30, Issue 2, pp.289-342.
- OIG [2011] *Report of Review of Economic Analyses Performed by the Securities and Exchange Commission in Connection with Dodd-Frank Act Rulemakings*, June.
- OIG [2012] *Follow-Up Review of Cost-Benefit Analyses in Selected SEC Dodd-Frank Act Rulemakings*, Report No.499, January.
- OIG [2013a] *Implementation of the Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, No.516, June.
- OIG [2013b] *Use of the Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, No.518, June.
- Sherwin, Edward. [2006] "The Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Lessons from the SEC's Stalled Mutual Fund Reform Effort," *Stanford Journal & Law, Business & Finance*, Fall, Vol.12, No. 1, pp.1-60
- Stigler, George. [1975] *Citizen and the State: Essays on Regulation*, University of Chicago Press (余後将尊・宇佐美泰生訳『小さな政府の経済学：規制と競争』1981年，東洋経済)。
- Sunstein, Cass. [2013] "The Office of Information and Regulatory Affairs: Myths and Realities," *Harvard Law Review*, Vol.126, pp.1838-1866.
- Waisman, Sebastian. [2011] "Deference to the Rulemaker, Not the Rule: The D.C. Circuit's Enabling Rejection of the SEC's Fixed Indexed Annuities Rule in American Equity Investment Life Insurance Co. v. SEC," *Boston College Law Review*, Vol.52, Issue 6, pp.197-211.
- White, Joshua. [2015] "The Evolving Role of Economic Analysis in SEC Rulemaking," *Georgia Law Review*, Vol.50, No. 1, pp.293-325.

(当研究所主任研究員)