

「米国の資本市場規制を見直す委員会」の検討進む

(SOX法404条、株主集団訴訟などが焦点)

平成18年11月13日

杉田 浩治

(日本証券経済研究所)

「米国の資本市場規制を見直す委員会」の検討進む

(SOX 法 404 条、株主集団訴訟などが焦点)

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

米国では去る 9 月 12 日に、「米国資本市場規制に関する委員会 “The Committee on Capital Markets Regulation”」が発足した。これは 産業界・学界・資本市場関係者など幅広い分野の有識者 20 名から成る委員会で、米国資本市場の国際競争力を回復するなどの目的をもって規制の見直しを提言しようとする中立・超党派の委員会である。

本委員会は 11 月末に第 1 回報告を発表する予定であるが、その前に現時点で判明している委員会リーダーの問題意識、具体的検討項目などを紹介してみたい。

1. 委員会主導者の問題意識

委員会発足時にスコット委員長（ハーバード・ロー・スクール）が配布したプレス・リリース、および 10 月 30 日付ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）紙に掲載された委員会共同議長 Glenn Hubbard 氏（コロムビア・ビジネス・スクール、元大統領経済諮問委員会議長）と John L. Thornton 氏（ブルッキングス・インスティテューション、元ゴールドマン・サックス社長）連名の論評などから浮かび上がる彼等の問題意識は次のようなものである。

（1）SOX 法 404 条についての費用対便益の評価と、米国証券市場の競争力の問題

2002 年に制定されたサーベンス・オクスレー法は透明性・説明責任・投資家保護を促進し、資本市場を強化する効果があった。しかし、一方で特に 404 条が「企業経営者に財務諸表への署名、監査人に内部統制の妥当性についての証明を要求している」ことは「費用対便益の評価に叶っているのか」の問題があり、資本調達の間としての米国市場の効率性を低めるという意図せざる効果を生んだのではないか。

新法施行後、外国企業の米国資本市場における資本調達が激減している。2000 年においては、外国企業の新株発行を通じる資本調達の 90%（金額ベース）が米国で行われていたが、2005 年には 90%ルールは逆転し、外国企業の新規上場の 90%は欧州その他の非米国市場で行われた。また昨年、世界の最大 25 件の IPO のうち米国に上場されたものは 2 件に過ぎなかった。さらに外国企業だけでなく国内企業もが、規制および法的理由により、公開会社が「非公開化すべきか」、あるいは非公開会社が「公開しないまましていくか」を検

討している状況にある。

米国資本市場の「規制」が海外の資本市場を活性化させてしまうことは、歴史的にも例証できる。1960年代に米国銀行は国内の金利規制・準備率規制の故にロンドンへ進出し、ユーロ債券市場を成長させた。その後、米国はレギュレーション Q の廃止などの措置を取ったが、ロンドン市場は既に離陸を終えており、時すでに遅かった。また金利平衡税の形をとった米国税制もユーロ債券市場を育成してしまい、その後に税制は変更されたが、いったん始まってしまったユーロ市場の発展を止めることはできなかった。

最近の米国市場への上場の減少、NYSE の欧州取引所への接近および Nasdaq のロンドンへの接近は、昔と同じような市場移動を示唆しているのではなかろうか。

(2) 企業責任の制度問題

企業の責任制度も米国資本市場の競争力に影響を与えている。証券クラスアクション訴訟がその代表例である。またアーサーアンダーセンの例に見るとおり、公開企業への刑事訴追は企業を破滅に追い込んでいる。それはルールを破った経営者を罰するだけでなく、関係のない従業員、株主そして取引先をも罰する結果になっている。こうした力学は企業が米国市場で資金調達を行う意欲に影響を与えないのだろうか。

(注) 9月12日付 WSJ 紙の Alan Murray 氏論評によれば、中国企業は特にこのクラスアクション訴訟を恐れているといわれる。

2. 検討項目

上記のような問題意識のもと、本委員会の具体的検討項目(11月の中間報告に盛り込む勧告事項)としては次の4項目が挙げられている。(委員会発足にあたっての Scott 委員長配布資料より。)

1. 公開会社およびゲートキーパー(監査人、取締役など)の責任問題、特に証券クラスアクション訴訟、刑事罰適用、連邦と州との権限問題
2. サーベンス・オックスレー法の問題、特に監査人および上級管理者に内部統制の妥当性認証を求めている 404 条問題
3. 法および規則の制定および実施後の変更をより良く評価できるような米国の規制プロセス全般の問題
4. 株主の権利問題

3. 委員会のメンバー

委員会のメンバーは次のとおりである。この顔ぶれについて「SOX 法に異議を唱える企業の CEO が多数入っており、SOX 法撲滅のための会議のようだ」と批判する向きもある。

これに対し委員長 (Director) の Scott 氏は 9 月 22 日付 WSJ 紙のインタビューの中で「メンバーの中には、プライスウォーターハウス・クーパーズ CEO の Sam DiPiazza 氏、デロイト・トーチェ・トーマツ CEO の William Parrett 氏という二大会計事務所 (SOX404 条の受益者と言われている) のトップや、資産運用業界の要人、株主権擁護者として有名な Ira Millstein 氏、さらに学者も入っている」と反論している。

<委員会メンバー>

- 委員長 : Hal S. Scott (ハーバード・ロー・スクール)
- 共同議長 : Glenn Hubbard (コロンビア・ビジネス・スクール、
元大統領経済諮問委員会議長)
- John L. Thornton (ブルッキングス・インスティテューション、
元ゴールドマン・サックス社長)
- 委員 : Samuel DiPiazza (プライスウォーターハウス・クーパーズ)
- Donald Evans (フィナンシャル・サービス・フォーラム、元商務長官)
- Robert Glauber (ハーバード・ロー・スクール、元 NASD 会長)
- Ken Griffin (シタデル・インベストメント・グループ)
- Charles O. Holliday (デュポン)
- Cathy Kinney (ニューヨーク証券取引所)
- Ira M. Millstein (ウェイル、ゴッチャル・アンド・マンジェス)
- Steve Odland (オフィス・デポ)
- William Parrett (デロイト)
- Jeffrey M. Peek (CIT グループ)
- Robert Pozen (MFS インベストメント マネジメント)
- Wilbur L. Ross Jr., (W L ロス アンド・カンパニー)
- James Rothenberg (キャピタル・リサーチ・アンド・マネジメント)
- Thomas A. Russo (リーマン・ブラザーズ)
- Leonard Schaeffer (ウェルポイント・ヘルス・ネットワーク)
- Peter Tufano (ハーバード・ビジネス・スクール)
- Luigi Zingales (シカゴ大学ビジネス大学院)

4 . 委員会をめぐる動き

本委員会は、去る 7 月にジョーン・スノーの後任として財務長官に就任したばかりのポールソン氏をはじめブッシュ政権と密接な関係を持っているという見方が多い。ポールソン財務長官は元ゴールドマン・サックス会長で、本委員会共同議長の 1 人ソートン氏の

上司であったという関係にある。本委員会発足にあたっての委員長配布資料の中にはポールソン財務長官の「本委員会が米国の公募資本市場の競争力を検証することは歓迎される。この問題は米国経済の将来にとって重要であり、私の優先課題の一つである。委員会の報告を読める日を待ち望んでいる」というコメントが挿入されている。そして11月末という報告書発表時期についても「中間選挙には間に合わないが、政府がこの報告を使って来年1月からの議会に法改正を提案するには間に合う」といった見方がある。

一方で、「外国企業が米国で資本調達をしないのは、必ずしも規制のせいではない」として規制見直しを疑問視する声もある。たとえば、「IPO手数料がヨーロッパの多くの市場では3%であるのに、米国の引受業者は7%も取っているから」とか、「各国の国内市場が成長して流動性も十分になったから」という外国企業サイドの理由や、「電子市場の進展により米国機関投資家も外国市場で容易に取引できるようになったから」という米国投資家サイドの理由などが挙げられている（9月22日付WSR紙）。

また中間選挙により議会勢力図が変わったことも影響を及ぼすかもしれない。たとえば既に成立済の年金改革法についてさえ、「民主党は、投信会社等が401k加入者に投資助言できるようになったことを見直すのではないか」という見方が一部にある（11月6日Investment News. Com）。しかし一方で、SECのCOX委員長が「SOX法を見直す努力が水を差されることはないだろう。これは超党派の問題である」と語ったという報道（11月10日Investment News. Com）もあり、選挙結果が本件におよぼす影響はまだ定かでないように思われる。

いずれにしても、SOX法404条やクラスアクション訴訟に対する米国各界の問題意識が強いことは周知のとおりであるうえ、前記のように本委員会は各界の有力者を集めた強力な機関であることから、11月末の報告の内容と、それに対するブッシュ政権の対応が注目される。