

米国「資本市場規制に関する委員会」の 第 1 回報告発表

平成 1 8 年 1 2 月 1 5 日
杉田 浩治
(日本証券経済研究所)

米国「資本市場規制に関する委員会」の第1回報告発表（要約）

米国の金融界・産業界・学界などの英知を集めた「米国資本市場規制に関する委員会」の第1回報告書が発表された。株式市場に焦点を当てた150ページにおよぶレポートであり、米国公募株式市場の競争力低下に対する強烈な危機意識を反映したものになっている。

注目されていたSOX法の扱いについては、法改正を直接的には提案せず、PCAOB・SECに対し、同法404条に関する監査基準・ガイダンスの補強などを求めている。このほか、監査法人・社外取締役の責任軽減、SECの証券監督方針をプリンシプル・ベース、リスク・ベースへ転換すること、証券規制の費用対効果分析の徹底、株主が証券クラスアクション訴訟に代わる求償手段を選択できるようにすること、株主権強化のため一定の企業がポイズンピルを導入する際は株主の事前承認を求めるようにすること、などが盛り込まれている。

米国「資本市場規制に関する委員会」の第1回報告発表

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

11月13日付本欄(“「米国資本市場規制を見直す委員会」の検討進む”)で紹介した「資本市場規制に関する委員会」の第1回報告・提言が予定通り11月30日に発表された。本レポートは150ページにわたる膨大なものであり、豊富な裏付データ等も盛り込んだうえ32項目の提言をおこない、米国資本市場の競争力回復を訴えている。

以下、本報告書のポイント、それに対する各界の反応と今後の展開を簡単に記述したうえで、報告書の詳細な内容を掲げる。

・報告書のポイント

報告書の詳細は後述のとおりであるが、そのポイントを挙げれば次の通りである。

サーベンス・オクスレー(SOX)法404条の運用方法(実施規則)を緩めるべきである。
監査法人・社外取締役等の責任を軽減すべきである。

証券クラス・アクション訴訟による方法以外に、株主が会社に対する求償手段を選択できるようにすべきである。

SECなど証券規制当局は、個別禁止規定の詳述よりも、英国FSAのように原理原則を重んじる方針を採用すべきである。また、規制の費用対効果分析を一層徹底するため専門チームを内部に置くべきである。

SECの監督行政は、FEDなど銀行監督当局の姿勢(個別会社の違反摘発よりも金融市場全体の健全性確保に重点をおくことや、個別会社への制裁措置を声高に発表しない姿勢)を参考にし、その方向に転換すべきである。

米国株主の権利を増強するため、企業が買収阻止のためにポイズンピルを導入する際は株主の承認を必要とするように改めるべきである。

・報告書に対する反響と今後の展開

この報告書発表後、各界から当然のことながら賛成・反対の両方の反応が現れている。

SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association 全米証券業者団体が改組した団体)は、報告書が発表された直後に次のようなプレス・リリースを発表している。

「本報告書は、証券市場と業界の国際競争力確保に建設的貢献をするものであり、歓迎する。また、SEC および自主規制団体が、リスク・ベース、プリンシプル・ベースに則った規制に転換するとともに、費用対効果分析を改善すべしと述べていることは、証券業界の目的意識と合致する。何故なら当協会は今年、米国証券業界のコンプライアンス・コストが02年から05年にかけて2倍にも増加したという調査結果を発表し、このコスト増を懸念していたからである。」

一方で、報告書に否定的なニュアンスを持つ意見として、SEC委員の1人Roel Campos氏の「米国でのIPOビジネスがロンドンその他に奪われていることは、SOX法が制定される6年前の1996年から始まっており、SOX法が原因ではない。世界のトレンドなのだ」というコメントや、元財務長官Lawrence Summers氏の「本報告書には有用な提言が含まれているが、競争力だけに焦点をあてるアプローチは間違っている。投資家保護や、米国大企業を監視するシステムの信頼性の確保も重要だ」、あるいは元SEC委員長Arthur Levitt氏の「小規模会社へのSOX法適用をさらに延期することは投資家を傷つけることになる」といったコメントも報道されている。

なお、本報告書は大統領に宛てた提言となっており、大統領に対し金融市場に関するワーキング・グループ(注)を召集して、本提言の内容を検討することを求めており、今後の展開についてはブッシュ大統領がどう対応するかが一つの焦点となる。

また今回のレポートは当委員会の第1回報告(株式市場に焦点をあてたもの)であり、今後2年間のうちに、投信、デリバティブ市場についてのレポートを発表する予定であるとしている。

(注)金融市場に関するワーキング・グループ(Working Group on Financial Markets)とは、87年のブラック・マンデーの後、市場の信用・効率・秩序・競争力を向上させ、投資家の信頼を維持するための提言を行うために、時のレーガン大統領命令に基づき発足したチームであり、財務長官を議長とし、FRB議長、SEC委員長、CFTC(商品先物取引委員長)から構成されている。99年に「ヘッジファンド、レバレッジ、そしてLTCMの教訓」、同じく99年に「店頭デリバティブ市場と商品取引法」、06年に「テロ・リスク保険」についてレポートを発表している。

・ 報告書の内容

1. 米国資本市場の競争力の必要性

(1) 強い資本市場は米国経済に不可欠である。

- ・ 活気に満ちた株式市場はベンチャーキャピタル (VC) の成功に欠かせない。そして VC の投資対象である小企業群は米国の新規雇用を生み出す源泉である。2000 年時点で全米公開企業の雇用の 40% は、かつて VC が育成し 80 年代、90 年代に上場した企業によってもたらされていた。VC は投資企業の株式を公開市場で売却して利益を得るのであり、公開市場におけるコスト上昇はそれを妨げる要因になる。
- ・ 米国の金融サービス産業が生み出す付加価値は 05 年に 1 兆ドル (うち証券業界が 1,750 億ドル) を超え、GDP の 8.1% を占めるに至っている。金融サービス産業は 05 年に約 6 百万人 (うち証券業界が約 80 万人) を雇用し、民間雇用の 5% を占めている。

(2) 米国公募株式市場の競争力が失われている兆候がある。

外国市場の成長

- ・ 世界の株式取引高に占める米国のシェアは 05 年現在約 50% であり、00 年のピーク 60% より減少しているが、10 年前の 47% に比べ上昇している。その限りにおいて大きな心配はないように見える。
- ・ しかし、競争力の変化を敏感に示すものは株式の新規公募 (IPO) 額であろう。なぜなら IPO においてこそ「発行企業が市場を選択している」からである。

90 年代後半には米国取引所市場はグローバル IPO (当該企業の本国以外での株式公募) の 48% を吸収していた。しかしその後、シェアは低下を続け 05 年には 6% (06 年は 9 月まで 8%) に落ち込んだ。逆にロンドンのシェアが過去 3 年間に 5% から 25% に上昇している。

また 05 年の世界の最大 25 件の IPO のうち 24 件は米国外で実施され、06 年の現在に至る最大 10 件の IPO のうち 9 件は米国外で行われた。

私募市場の拡大

- ・ 外国企業は米国での IPO を減らしているが、米国私募市場では資金調達を行っている。05 年に外国企業はルール 144A 市場と呼ばれる私募市場 (大機関投資家だけが参加できる市場) で 186 件の株式発行を行い 830 億ドルを調達した (これに対し、公募によるものは 34 件、53 億ドルに過ぎなかった)。

この外国企業の選択の背景には種々の要因があろうが、本委員会は、「私募であればディスクロージャー義務、サーベンス・オクスレー法の諸条項そして 1933 年法の厳しい責任条項から逃れられること」が原因ではないかと懸念している。

・公募でなく私募を選択しているのは外国企業だけではなく国内企業も同様である。過去3年間の株式公開買付の25%は公開企業の非公開化に伴うものであった。この資金のファイナンスにプライベート・エクイティー・ファンドが05年の1年間だけで2,000億ドルの資金を投下している。こうした「非公開化」の動き、あるいは私募市場への接近の動きは、米国公募市場における規制・責任に対するコスト・重荷に原因があると考えられるべきであろう。

資本コスト

・企業は自社株に対して最高の評価を下す市場に上場するが、その評価とはキャッシュフロー（または利益）に対する倍率である。その倍率は（イ）資本コスト（ロ）キャッシュフローがその市場特有の規制行動により減少させられてしまうリスク、の二つによって決定される。最近の研究によれば米国市場の資本コストはまだ優位を保っているが、他の先進国市場との差は狭まっており、その主因は過度の規制コストと訴訟リスクにあると見られている。

（3）米国公募市場の競争力低下の理由

・米国公募市場の競争力が外国あるいは私募市場に比べ低下している理由は四つある。その四つとは 外国公募市場の信頼性が、透明性向上とディスクロージャーの改善により増していること、 外国市場・米国私募市場の流動性が増し、米国公募市場で資金調達する必要性が薄れていること、 テクノロジーの進展により、米国投資家が外国市場に投資しやすくなっていること、 米国公募市場を統制する法規制の外国・および私募市場との違いである。

上記のうち から については米国政策当局ができることは少ない。しかし の規制・訴訟の枠組みを修正して公募市場の負担を小さくすることは可能であろう。

規制・訴訟の負担

・大機関投資家向けのルール144市場においては、証券発行者が1933年法および2002年サーベンス・オクスレー法のもとでの企業責任など米国証券規制に拘束されることはない。05年には米国における外国企業の株式発行の90%（金額ベース）は私募市場において行われた。95年には公募対私募の割合は50対50であった。公募による上場プレミアムの獲得は資本コストを引き下げるともかかわらず私募市場の利用が増加していることは、規制・訴訟にともなう負担が公募・私募市場の選択に重大な影響を与えていることを示唆している。

・クラス・アクション訴訟の決着コストは95年の1億5千万ドルから05年には35億ドル（年末のワールドコム61億ドルを含まない）に上昇しており、米国の役員保険の保険料率は欧州の6倍である。証券クラス・アクションは他国には存在しないこと、他国における法のエンフォースメント（制裁、訴追権限の行使など）は米国より緩やかであること、

および投資家による訴訟リスクの大きさについては真剣に考慮されるべきでる。

・SOX404条実施にともなう企業のコストは、実施初年度の04年に1社平均436万ドルに達した。その後コストは減少しているが、米国公募市場を初めて利用する企業の当初コストは依然大きい。このコストは小規模企業や米国市場への新規接近を考えている外国企業にとって特に影響大であると言えよう。

NYSEの上場コストや、米国業者の引き受け手数料の影響は小さい

・ニューヨークへの上場コストは他市場より高い。最近のロンドン取引所の調査によれば、典型的な1億ポンド(1.87億ドル)の時価総額の会社の場合で同取引所への新規上場手数料は85,000ドル(率にして0.05%)であるのに対し、ニューヨーク取引所の場合は153,000ドル(0.08%)である。また上場後の年間フィーも高い。(図表1、2参照)

しかし、絶対金額で見れば些細な違いであり、これが「NYかロンドンか」の選択に大きな影響を与えているとは考えにくい。

図表1 主要取引所の新規上場手数料

	時価総額 1億ポンドの場合		時価総額 5億ポンドの場合	
	手数料額(ポンド)	手数料率	手数料額(ポンド)	手数料率
ロンドン	45,390	0.05%	115,023	0.02%
ロンドン新興企業市場	4,180	0.00%	4,180	0.00%
ニューヨーク	81,900	0.08%	104,887	0.02%
NASDAQ	54,600	0.05%	81,900	0.02%
NASDAQ小型株	51,870	0.05%	27,300	0.01%
Euronext	56,512	0.06%	200,912	0.04%
Deutsche Borse	3,440	0.00%	3,440	0.00%

図表2 主要取引所の上場後の年間手数料

	時価総額 1億ポンドの場合		時価総額 5億ポンドの場合	
	手数料額(ポンド)	手数料率	手数料額(ポンド)	手数料率
ロンドン	4,029	0.00%	8,235	0.00%
ロンドン新興企業市場	4,180	0.00%	4,180	0.00%
ニューヨーク	19,110	0.02%	19,110	0.00%
NASDAQ	16,653	0.02%	24,297	0.00%
NASDAQ小型株	11,466	0.01%	11,466	0.00%
Euronext	2,752	0.00%	8,256	0.00%
Deutsche Borse	5,160	0.01%	5,160	0.00%

・また、米国の株式引受手数料が高いことがよく指摘される。ロンドン取引所の調査によれば、外国企業のIPOについての米国のグロス・スプレッドは5.6%であり、英国の3.5%より6割高い(図表3参照)

しかしこれも企業の選択に大きな影響を与えているとは思えない。第一に米国における新規公開株式は徹底的なブックビルディング(最高の募集価格を決める方法)にもとづき販売されるので、より高い価格で株式を発行でき、したがって企業は高い手数料をはらう

ことを厭わないこと、第二に米国に重複上場する企業はふつう本国で既に株式を公開している企業であり、こうした企業が株式を追加発行する場合の米・英間の引受手数料の差は、小規模発行の場合で 3%、大規模発行の場合で 0.93%とそれほど大きくないからである。第三に仮に企業が米国で IPO を行ったとしても、通常、発行株数の 10 - 15%以下を売り出すだけであるから、2.1%の引受手数料の差は発行株式全体に対して 0.2%程度に過ぎない。

そしてこうしたコストの差は今に始まったことではなく、90 年代に既に存在していた。その時には企業が競って米国に上場していたのである。

したがって引受手数料の差こそが米国のグローバル IPO のシェア低下をもたらしている主因であるとの説明材料にはならない。

図表3】IPOの引き受け手数料

	国内企業		外国企業	
	サンプル数	グロス・スプレッド	サンプル数	グロス・スプレッド
ロンドン	28	3.3%	5	3.5%
ロンドン新興企業市場	43	3.5%	8	4.9%
米国 NYSE	74	6.5%	14	5.6%
米国 NASDAQ	192	7.0%	28	7.0%
Euronext	7	1.8%	-	-
Deutsche Borse	6	3.0%	-	-

(4) 米国は出入り自由な市場を維持すべきである

いったん米国市場に上場した企業が、簡単には米国市場から退出できず、したがって米国の規制から抜け出せないとしたら、外国企業は最初から米国市場へは来ないであろう。

現在、既に米国市場に上場している外国企業は 300 人以上の米国株主が存在する限り米国市場から退出できないことになっている。05 年 12 月に SEC はこの基準を緩和する提案をしたが、それでも外国企業のニーズには合わない。欧州筋の調査によれば SEC の緩和案のメリットを受ける欧州企業は 10%以下に過ぎないといわれる。

また米国企業が米国での上場を廃止して米国の規制を避けることは外国企業以上に困難である。なぜなら米国企業は 500 人以上の内・外株主が存在する限り米国市場から退出できないなどの規制があるからである。

提言 1 資本規制を緩和せよ

本委員会は、SEC が少なくとも外国企業に対する資本規制を緩和すべきであると提言する。外国企業が米国市場からの退出が自由であると認識すれば、もっと米国市場に入りやすくなるであろう。

ただし、既に米国市場で株式が取引されている外国企業は、「米国の規制・報告義務が適用されると信じて株式を保有した米国の個人投資家への配慮」があらうから、本委員会は米国株主数のカウントにあたって、機関投資家を除くことを提言する。

2. 規制プロセスの改革

A. SEC および自主規制機関の費用対効果分析の改善

提言 2 SEC は任務遂行にあたって明確な原則 (principles) を確立すべきである。そこには、規則・規制の提案にあたり費用対効果分析を系統的に実施する施策が盛り込まれるべきである。そして SEC 規則は提案当初だけでなく、実施後も定期的に、「容認できるコストのもとで意図した効果がもたらされているか」が評価されるべきである。

提言 3 自主規制機関 (NASD, NYSE その他の取引所) も、系統的な費用対効果分析を実施すべきである。

提言 4 SEC は規則制定の際に必ず系統的な費用対効果分析を行うようにするため、一流のエコノミスト・ビジネスアナリストから成るスタッフ団を SEC 内部に設けるべきである。

B. SEC および自主規制機関はより原則ベース (principle-based) のルールを採用するとともに、機関投資家取引と個人投資家取引に異なるルールを適用すべきである。

提言 5 当局による規制・監督は、より「リスク・ベース」、「プリンシプル・ベース」の方向に向かうべきである。

(筆者注:報告書はこの提言に関し英国 FSA の方式を参考に説明している。それによれば、リスク・ベースとは、規制の対象・項目別に投資家および市場に与える危険度を予測して、それが大きい領域を重点的に規制・監督する方式であり、プリンシプル・ベースとは、規制条文を細かく規定するのではなく、たとえば忠実義務、利益相反の管理など業者が守るべき原理・原則を示してその遵守を監視する方式である。)

提言 6 SEC および自主規制機関は、「機関投資家相手に取引する証券会社」と「個人投資家相手の証券会社」に異なるルールを適用することを最終目標に、ルールを系統的に見直すべきである。

C. SEC は銀行規制に近い慎重な監督・エンフォースメントを実施すべきである。

提言 7 SEC は証券会社・投資顧問に対し、銀行規制に近い慎重・細心な規制を採用すべきである。従来は SEC、NASD の両方とも、投資家保護・市場の信頼性向上などの課題を達成するというよりは、証券会社が個別ルールを遵守しているかの監督を重視し、ある会社に制裁措置をとった場合には、それを見せしめのように世間に公表する姿勢をとってきた。反対に銀行監督行政は、金融制度全体の安全性・健全性の維持に傾注し、銀行との対

話を積み重ね、事前警告なども行ったうえで制裁措置を発動し、その場合もそれを声高に公表することは行ってこなかった。

従来の証券規制当局による制裁公表措置は、バブル後の不祥事発覚のなかで、投資家の信頼を回復するとともに、制裁対象会社以外の会社にも知らしめるという一罰百戒的ねらいもあったと言えよう。しかし銀行監督当局も消費者保護への国民の信頼（たとえば“公正な貸付”の維持など）を生み出さなければならなかったものであり、それを目立たない形の制裁実施により達成してきた。

今後は、証券・投資顧問に対する監督・制裁実行も銀行方式に近い形で行うべきであろう。それにより、証券会社側が問題を（他社が制裁された例からではなく）自ら認識すること、規制側がリスクの大きい事項をより早期に発見・把握すること、さらに規制する側とされる側の協調を増すことが期待できる。

D. 連邦・州のエンフォースメントを場当たりの規則制定につなげるべきでない

提言 8 最近数年間の規制当局によるエンフォースメント行動（制裁実施など）は、場当たりの規則制定につながってしまった。たとえば証券会社内部で引受け部門とアナリストを分離することは、当初はボランティアな約束事と見られていたのが、あっという間に成文化されてしまった。また、投信会社がファンドを販売している証券会社へ株式売買発注すること（指定発注）は長年の間、投資家へ開示すれば認められていた慣行であったのに、投信不祥事のあと、SEC は突然従来の姿勢を変え、自主規制機関（NASD）が全ての指定発注を禁止する規則を制定した。

こうしたことは避けるべきである。SEC および NASD は、規則が不十分で変更すべきであると判断したときには、認められている規制制定手続き（通常の通告と一般的プロセス）に則って変更すべきであって、制裁措置の実行等によりその手続きが省かれるべきではない。

E. 連邦規制当局間、および連邦規制当局と州規制当局間の協調がもっと促進されるべきである。

提言 9 連邦規制当局（自主規制機関をふくむ）の間の意思疎通・協力がもっと進むべきであり、大統領直属の金融市場ワーキング・グループが役割を果たすことが望まれる。

提言 10 NASD と NYSE の自主規制部門が統合して一個の自主規制機関になるべきである。その際は単に二つのルールブックを寄せ集めるのではなく、合併後の新ルールはプリンシプル・ベースにもとづくべきである。

提言 11 議会は連邦政府と州政府の協調関係を促進するよう動くべきである。

最近 NY 州司法長官等によって取られたいくつかの制裁措置（アナリスト、トレーダー、

投信を対象としたもの)は、一つの州政府の行動が全国そして世界の構造的変化をもたらすのではないかとの懸念を生んだ。

議会は、連邦政府と州政府との間の制裁措置についての調整を図るよう動くべきである。

提言 12 州政府が全国的に顧客を有する金融機関、監査法人を告発する際には、司法省に事前通告しなければならないようこととし、司法省が全国レベルの利益を考慮して告発を止めることができる権限を与えるべきである。

F. 取引所規制に関する国家間、各国機関間の協調を促進すべきである。大統領直属の金融市場ワーキング・グループがそのリーダーシップをとるべきである。

提言 13 国境を超えての取引所合従・連衡が進む中で、各国間の取引ルールの調和をとるべきであろう。ここでもプリンシプル・ベースのルールの採用が適当であろう。

3. 公的および民間のエンフォースメント・システム

・米国は証券関連法のエンフォースメントについて、世界でもっとも厳しい措置をとっている。04年に行政が課したペナルティは47億ドルに達した。同じ年に英国当局が金融セクター全体に課したペナルティは0.405億ドルで米国の100分の1以下であった。このほか米国では民間のクラス・アクションにより35億ドルの責任を生じている。(図表4参照)

証券クラス・アクションは英国その他主要国には存在しない制度である。外国企業は資金調達にあたり米国市場を利用しない最大の理由としてクラス・アクションを挙げている。

もちろん厳しい制裁は強力な証券市場のために必要である。特に法を犯したCEOなど個人の責任は重い。しかし、過度の制裁は深刻なコスト増加を招き、それは罪のない株主の負担となり、そのリターンを低下させることになる。

証券クラス・アクションは、環境・消費者・独禁など第三者に害を与える分野についてのクラス・アクションとは基本的に異なるのであり、また金銭的コストのほかに訴訟に対する不確実性や予期不可能性から生じる不安・心理的コストを発生させるというデメリットもある。

図表 4)米国の証券規制に関する公・民の制裁・訴訟行動

	2002 - 2004年平均データ		2004年データ	
	金銭制裁合計 (単位:百万ドル)	比率	金銭制裁合計 (単位:百万ドル)	比率
公的措置				
SEC	2,165	24.6%	3,100	29.8%
司法省	767	8.7%	17	0.2%
州機関 (推定)	1,115	12.7%	931	9.0%
小計	4,046	46.1%	4,948	39.0%
NASD	1,078	12.3%	232	2.2%
NYSE	163	1.9%	465	4.5%
小計	1,241	14.1%	699	6.7%
公的措置計	5,287	60.2%	4,745	45.7%
民間訴訟				
クラスアクション	3,336	38.0%	5,456	52.5%
NASD仲裁	162	1.8%	186	1.8%
NYSE仲裁	na	na	na	na
民間訴訟計	3,499	39.8%	5,642	54.3%
公・民 合計	8,786	100.0%	10,386	100.0%

株主訴訟の費用対効果分析

証券クラス・アクションに公的効果があるかどうかは、次のような点から疑問である。

第一に、民事証券訴訟による見せしめ（一罰百戒、再犯防止）機能は大きくない。何故なら、全てのコストは企業や保険会社によって負担され（すなわち最終的にはこれら企業の株主によって負担され）、悪事を犯した人間が負担するケースは会社が破綻した場合や保険カバーが十分でない場合（エンロン、ワールドコムのようなケース）に限られるからである。

第二に、証券クラス・アクションの被害者救済効果は小さい。National Economic Research Association (NERA) の調査によれば、証券クラス・アクションによる補償決着額は、平均して投資家損害額の 2 - 3% に過ぎない。しかも高い訴訟コスト（原告代理人の報酬は決着額の 25 - 35% であり、被告側弁護人の報酬も同程度と推定される）、役員保険コスト、訴訟にともなう企業活動の停滞などを併せて考慮すると、トータルで若干でもプラスがあるのか疑問である。

第三に、仮に訴訟株主に若干でもプラスがあったとしても、コスト転嫁の問題がある。企業による原告への補償金支払いは、結局、当該企業の株主の負担である。すなわち、企業の不正など訴訟対象となった期間（通常 1 年以内）に株式売買を行った株主への損害賠償は、他の（長期保有者等）株主のポケットから出ているのである。以上のように、証券クラス・アクションの損害賠償は株主間の損益移動に過ぎず、その間に莫大な訴訟コストが

費やされていることを認識する必要がある。

・また、本委員会は企業に対する刑事訴追は、真に必要な場合の例外措置に限るべきであると考えている。監査法人アーサーアンダーセンの例に見るとおり、企業への刑事訴追は企業のあらゆるステークホルダーの損失をもたらすとともに社会に巨大な損失を与える。

・さらに、監査人の過重な責任は、監査業界の一層の寡占化を招く恐れがある。現在の監査人の責任リスクは付保(保険を付すこと)不可能なほど大きい。EUの域内問題委員長は最近、詳細な報告書を公表した後、付保可能な範囲に監査人の責任についての最高限度を設けるべきだと発表している。

・最後に、社外取締役についてである。本委員会は、社外取締役に過重な責任を課している結果、企業が有能な社外取締役に招聘できなくなっていることを懸念している。

以上の問題を踏まえ本委員会は次の提案をおこなう。

A. 民事訴訟について

提言 14 規則 10b - 5 の責任についての不明確性を解決せよ

現在の証券クラス・アクションの大部分は 1934 年証券取引市場法規則 10b - 5 に基づくものだが、この規則の解釈について異なる判例が出ており、規則 10b - 5 に規定する責任の内容が不明確である。SEC はリスク・ベース・アプローチを用いてより明確なガイダンスを出すべきである。

提言 15 SEC の徴収罰金と民事訴訟に基づく補償との重複を解消せよ。

サーベンス・オクスレー法 308 条は、SEC が、民事訴訟によって原告が被告企業から得られたペナルティー金を証券不正の犠牲者への補償基金に加える命令を発する権限を与えているので、この権限を応用して SEC が徴収した罰金を民事訴訟の賠償金と相殺するようにし、過剰補償・過剰抑止を抑えるべきである。

提言 16 「訴訟原告団の代理人になるために、弁護士が原告代表者に献金する」行為を禁止せよ

証券クラス・アクションは、プロ訴訟者(わずかな株数を保有して証券クラス・アクションの原告団を牛耳るプロ的人物)によってコントロールされるケースが多い。このプロ訴訟者は原告代理人たる弁護士(代理人になって多額の報酬を受け取る人物)から袖の下を受け取るケースがある(Milberg Weiss のケースなど)。このような「法律家が顧客を雇う」ことは排除されるべきである。司法省は、州・地方政府年金について、これら年金基金管理責任者への政治献金をした弁護士がその年金基金の代理人になることを禁止するなどの措置をとるべきである。最低限、SEC はこうした行為があった場合に、裁判所が関係者

に情報開示を要求するよう依頼すべきである。

B. 刑事訴追について

提言 17 企業全体への刑事訴追は例外的場合に限るべきである。

現在の司法省の訴追についてのガイドライン (“Thompson Memorandum”) は、訴追が罪なき従業員、株主、そして経済全体へ及ぼす悪影響を考慮に入れていない。司法省は、企業全体への訴追を、企業の全事業所・全ランクの役職員に罪がある（企業ぐるみの）場合に限定するようガイドラインを変更すべきである。

提言 18 司法省ガイドライン第 4 ファクターの修正

司法省は、連邦検察官が弁護士・依頼人間の秘匿特権の放棄を求めることを禁止するなど、訴追ガイドラインを改正すべきである。

C. ゲートキーパー訴追：監査人、社外取締役について

監査人について

提言 19 議会は、監査法人を破局的損失から守る方策を取るべきである。

議会は、監査法人の業務についての免責条項を設ける、あるいは責任額について上限を設けるなどの方法により、監査法人を破局的損失から守る措置を取るべきである。

提言 20 10A 責任の明確化

1934 年取引所法 10 条 A 項は、「監査人が、不法行為が起きた、あるいは起こる可能性を認識した時には、然るべき行動を取らなければならない」と規定しているが、この文言は余りに広義であるので、投資家に重大なリスクをおよぼす可能性のある事項に狭めるよう改正すべきである。

社外取締役について

提言 21 SEC 規則 176 条を修正せよ

SEC は、1933 年証券法 11 条（虚偽の登録届出書による民事責任）をうけて制定した SEC 規則 176 条（「何が合理的調査であり何が信用に対する合理的根拠であるかの決定に与える諸事情」）を改正し、社外取締役が監査法人による監査済みの財務諸表あるいは監査法人の SAS100 検査報告書を善意で信じた場合には、相当な注意を払ったとみなすよう修正すべきである。

提言 22 SEC Indemnification Policy を修正せよ

SEC は、その「補償についての方針（SEC Indemnification Policy）」を修正して、社外取締役が善意で行動したときには、損害の自己負担から隔離されるようにすべきである。

4. 株主の権利

株主権の大きさは米国資本市場の強さに直接影響する。全体として米国株主の権利は幾つかの重要な分野において外国より劣っている。その差は米国市場の競争力にとって問題である。何故なら、外国の株主権の大きさが外国の企業価値を上昇させ、その株式が取引されている外国市場に資本が流れるからである。

本委員会は、公的規制や訴訟を少なくする代わりに株主権の強化が必要であると考え。株主権が強力なら、規制等に代わって経営者や取締役をより良く統制できるからである。

株主権は、企業経営者と株主の利害が相反することから発生するエージェンシーコストを低減させる効果を持つ。もし株主権が弱くて取締役や経営者が株主に対する責任を十分に果たさなければ、合理的投資家は企業に低い株価をつけることになる。そうした低い評価しか得られない市場では企業は資金調達しないし、あるいはその市場から撤退するであろう。よしんば企業の市場への参入・退出を無視するとしても、株主権が不十分でエージェンシーコストが高ければ株式評価（バリュエーション）が下がり、その市場の効率性は下がることになるのである。

本委員会は、株主権の二つの側面に焦点を当てる。一つは企業買収防止策に対する議決権であり、もう一つは決議方法である。強い株主権は、企業価値を向上させる買収を（たとえその時の経営陣の自己権益にそぐわなくても）成立させ、米国資本市場の健全性を確立させることになると思う。

提言 23 クラシファイド・ボードを持つ企業は、ポイズンピルの採用にあたり株主の承認を必要とすべきである。

（注：クラシファイド・ボードとは、上院議員の選出方法のように、取締役の選出時期を分散させて、あらゆる選出年に取締役定員の最高 3 分の 1 しか改選対象にならないようにしておく制度である。これにより、一度に取締役の過半数を改選することができないので、買収対抗策として用いられる。現在、米国企業の 53% がクラシファイド・ボードを採用しており、02 年の 63% にくらべ低下傾向にあるものの、依然過半数を占めている。）

クラシファイド・ボードとポイズンピルの併用は、敵対的買収を阻止し、市場の企業統制を損なうことになる。そこで本委員会は、クラシファイド・ボードを持つ企業がポイズンピルを採用する場合には、当該企業が TOB のターゲットになっていない限り、事前に株主の承認を必要とすることを勧告する。もし当該企業が TOB のターゲットになっている場合には、一方的にポイズンピルを採用できるが、採用から 3 ヶ月以内に株主の承認を得ることを義務付け、株主の事後承認が得られない場合にはポイズンピルは自動的に消却されるようにすべきである。

本委員会は、デラウェアその他の州が上記の案を採用するよう勧告し、それが行われなない場合には、そのルールを証券取引所が上場の条件とすべきことを提言する。

提言 24 株主投票は Majority Voting (過半数賛成) に基づくべきである

現在、米国企業の取締役選任は、Plurality Voting (多数決) によって行われている結果、無競争選出の場合には 1 票でも賛成があればその取締役は選任されることになる。しかし株主の意思反映のためには、積極的賛成が過半数を占める必要がある Majority Voting (過半数賛成制) を採用すべきである。

提言 25 「株主による取締役候補の指名」問題を決着すべきである。

会社の株主総会召集通知状の中に、株主自身が推薦する取締役候補者名を記載できるようにするかどうか数年前から懸案になっている。SEC はこの、株主による取締役指名プロセスへの参加問題を早く決着すべきである。

提言 26 株主が求償手段を選択できるようにすべきである。

SEC は、株主が企業との紛争解決にあたって、仲裁によること、陪審員裁判を放棄することなど代替手段の選択を可能にすべきである。

前記したように、訴訟が真に株主の利益になるかについては疑問があること、他国にはないことに鑑み、本委員会は株主が求償手段を選択できるようにすべき (SEC は多額のコスト負担をとまなうクラス・アクション訴訟を強制すべきでない) と考える。

5 . サーベンス・オクスレー法 404 条

サーベンス・オクスレー (SOX) 法は、一連の改革を通じ公開企業の財務報告・ガバナンスを強化した。一点だけ問題であるのは、「財務報告にかかる内部統制の有効性を公開企業が毎年評価し、それを監査人が認証しなければならないこと」を規定した 404 条の運用 (実施方法) である。

404 条の目的は、企業が財務報告に関し有効な統制を維持していることを投資家に保証することにより、不正・誤記・欠落など会計の「エラー」から生じる市場インパクトを低減させることにある。さて、問題は法の目的にあるのではなく、その運用 (実施方法) について、SEC および PCAOB (公開会社監査委員会“ Public Company Accounting Oversight Board SOX 法にもとづき、公開企業の監査人のための基準を設けるために設立された独立機関) が、費用対効果のバランスを正しく図っているか、にある。

404 条実施に伴う総コストは米国全体で 04 年に 150 - 200 億ドルに達したと推定されている。1 企業平均でみると、Financial Executive International (FEI) の推定で、04 年に 4.36 百万ドル、05 年に 3.80 百万ドルである。また企業規模別では Charles River Associates (CRA) の推定で 04 年に小企業 (株式時価総額 0.75 - 7 億ドル) が 1.24 百万ドル、

大企業（株式時価総額 7 億ドル超）が 8.51 百万ドル、05 年は小企業 0.86 百万ドル、大企業 4.77 百万ドルとなっている。

SOX 法 404 条について、本委員会は次のように提言する。

提言 27 「重大な弱点（“Material Weakness”）」を再定義せよ。

出発点は、監査基準第 2 号（AS2）の、範囲および重大性の基準の改正である。本委員会は「重大な弱点（“Material Weakness”）」の定義を改正することを提案する。
（改正案の記載は省略）

提言 28 PCAOB および SEC のガイダンスを補強せよ

本委員会は、SEC および PCAOB が発表している SOX 法に関するガイダンス（指針）を補強する（たとえば、経営者の評価プロセスを監査する際の監査人の役割についての記述を明確にし、監査人の判断範囲を広げることなど）ことを提言する。

提言 29 複数年考査と、企業内監査人等の活用を認めよ

高リスク要素を重点的にチェックする目的に沿い、年次財務諸表とその関連事項などは毎年考査されるべきだが、たとえば「IT 環境」の特定部分など低リスク事項の考査は、年次認証に含めるにあたり、直近複数年考査を可能にすべきである。
また、監査人が、企業内監査役や経営者など既にある情報源を活用することを認めるべきである。

提言 30 小企業は、改善後の 404 条規制に従うことにするか、あるいは議会が小企業向けの 404 条を制定すべきである。

時価総額 7 千 5 百万ドル未満の小企業に対する 404 条の適用方法については、まだ SEC が規則を制定していない。本委員会は、小企業への適用規則の発出を、404 条について本提言 27 から 29 で述べた改正が効力を発生するまで延期すべきであると考え、その時点で SEC は小企業についての費用対効果の分析を行い、それでも費用が過大であるとの結論に達した場合は、議会に法改正（小企業向け例外条文の制定）を求めるべきである。

提言 31 本国で同様の規制に服している外国企業については 404 条を適用除外とせよ。

外国企業がその本国で 404 条と同様の（equivalent）規制を受けていると証明できる企業に対しては、404 条の適用除外とすべきである。

本委員会は、「米国取引所によって買収された外国取引所に上場している企業が、その取引所が米国取引所によって所有されているからという理由で 404 条が適用されることはない」とする SEC の見解に諸手を挙げて賛成する。

提言 32 404 条実施に関係する多くのデータ収集と、継続的モニタリングを行うべし。404 条は実施後 2 年しか経過しておらず、実施に伴う事実関係の把握がまだ不十分である。したがって SEC および PCAOB は、404 条の費用対効果に関連するより完全な情報を収集すべきである。

(以上)

(注) なお、本委員会のメンバーが委員会発足時と一部変わっているので、第 1 回報告書に記載されたメンバーを次頁に掲げた。

< 「資本市場規制に関する委員会」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 : Peter C. Clapman (ガバナンス・オブ・オーナーズ社長)
- Samuel DiPiazza (プライスウォーターハウス・コーパース、グローバル
CEO)
- Donald L. Evans (フィナンシャル・サービシーズ・フォーラム CEO、
元商務長官)
- Scott C. Evans (TIAA-CREF 資産運用担当 EVP)
- Robert Glauber (ハーバード・ロー・スクール、元 NASD 会長)
- Kenneth Griffin (シタデル・インベストメント・グループ社長)
- Cathy Kinney (ニューヨーク証券取引所社長)
- Ira M. Millstein (ウェイル、ゴッチャル・アンド・マンジェス、パートナ
ー)
- Steve Odland (オフィス・デポ会長)
- William Parrett (デロイト CEO)
- Jeffrey M. Peek (CIT グループ会長)
- Robert Pozen (MFS・インベストメント・マネジメント会長)
- Arthur Rock (アーサー・ロック・アンド・カンパニー、プリンシパル)
- Wilbur L. Ross Jr., (WL・ロス・アンド・カンパニー会長)
- James Rothenberg (キャピタル・リサーチ・アンド・マネジメント会長)
- Thomas A. Russo (リーマン・ブラザーズ副会長)
- Leonard Schaeffer (ウェルポイント・ヘルス・ネットワーク創立議長)
- 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)

(以上 22 名)