

SEC の規則策定における経済分析の再考： 制度的変容と司法審査の交錯

若園智明

要 旨

本研究は米国証券取引委員会（SEC）の規則策定における経済分析の意義と限界を再検討し、近年の政治的・司法的環境の変化が与える影響を分析する。

2011年の敗訴を契機に SEC は経済分析の体制と実務ガイドラインを整備し、規則策定の透明性と正当性を強化した。しかしながら、2024年の連邦最高裁判所によるシェブロン法理の否定やトランプ2次政権下の大統領令により、SEC の規則策定はかつてないほど厳格な司法審査の対象となり、大統領府の監督を受ける可能性もある。

ゲンスラー前 SEC 委員長の時代には自主的に策定された規則が増えており、複数の規則が経済分析の不備や議会の授権欠如を理由として裁判所により無効化されている。政治的動機が優先されたとの批判もある。特に本研究で取り上げる気候変動リスク情報の開示規則は、市場の失敗分析や定量的根拠が不十分とされ、規制正当化の形式主義に陥った面が否定できない。

証券市場の専門知識を持たない司法が過度に市場規制に介入することは、市場機能に悪影響を及ぼす恐れがある。社会的に必要な規則であるにもかかわらず、裁判所により規則が無効化されたと批判された裁判例もある。SEC にとって、経済分析のさらなる発展とともに、法的リスクに備える体制強化が喫緊の課題となっている。

キーワード：規則の経済分析，経済分析の法的義務，シェブロン法理の否定，
司法審査，実務ガイドライン

目 次

- | | |
|-------------------|---------------------------|
| 1. はじめに | 2.2 SEC の組織改正と実務ガイドラインの導入 |
| 2. SEC の規則策定と経済分析 | 2.3 トランプ2次政権の大統領令 |
| 2.1 経済分析の法的根拠 | 3. SEC の規則策定と司法審査 |

3.1 CCMRの批判

3.2 Congressional Research Serviceの調査

3.3 Office of Inspector Generalの指摘

4. まとめにかえて：ゲンスラー時代の規制の検証

4.1 元 DERA 室長の批判

4.2 気候変動リスク情報の開示規制

1. はじめに

本研究は、米証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) の規則策定に求められる経済分析を対象とする¹。拙著 (若園, 2016) では、SEC が規則策定に経済分析を重視し始めた経緯や動機を執筆しており、本研究はこの拙著の続編に位置づけられる。本研究では、特に司法審査 (Judicial Review) を SEC の規則策定に影響を与える重要な外部要因として扱う。

第2節では、分析の基盤として、① SEC の規則策定に経済分析を求める基本法 (Organic Statutes) ならびにその他の連邦法の確認、② 2011年等の敗訴 (規則の無効化) を契機とする SEC の組織改正と実務ガイドラインの導入、③ 行政命令としての大統領令 (Executive Order) における SEC の取扱い²、について整理する。高い専門性をもって実施される SEC の規制活動に外部の司法などが過度に介入することは、市場機能や効率性の観点から好ましく

はない。SEC の体制整備は、単なる経済分析の充実だけではなく司法審査を回避する手段でもあった。

続く第3節は、3つの機関が公表した報告書を概観しながら、前 SEC 委員長であったゲイリー・ゲンスラーの時代に公開された規制について考える。経済分析を担う体制を SEC が整備したにもかかわらず、ゲンスラー時代には複数の規則が裁判により無効化されている。SEC が再び司法審査の強い干渉を受けつつある理由は何か？ 第3節では、証券規制と司法審査について検討する。

最後に第4節で、SEC で経済分析を担当していた元チーフ・エコノミストの批判を踏まえて、ゲンスラー時代の規制を取り上げ、実務ガイドラインに照らした簡単な論証を試みる。

拙著の分析時点と比べると、2024年6月に連邦最高裁判所 (Supreme Court of the United States) がシェブロン法理 (Chevron Doctrine) を覆す判決を下したことは³、SEC を含めた連邦機関 (Federal Agency) を取り巻く環境を大きく変化させている⁴。この判決により、連

1 GAO (2011) によると、SEC の規則策定において公式なコスト・ベネフィット分析の実施が法により明示的に求められているわけではない。ただし、第2節で扱う実務ガイドラインに関連して SEC の Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation および Office of the General Counsel が2012年3月に公開したメモランダムによると、少なくとも1980年代初めより SEC は潜在的なコストとベネフィットを考慮している。

2 若園 (2016) では、ドナルド・トランプの1次政権時における SEC の経済分析についてまとめている。

3 ただし、連邦最高裁判所の判決は6対3であり、保守派のロバーツ首席判事が多数意見を執筆し、同じく保守派のトーマス、アリート、ゴーサッチ、カバノー、バレット各判事が賛同した。一方でリベラル派のカガン、ソトマイヨール、ジャクソン各判事は反対意見を述べている。保守とリベラルの意見の相違が相当に大きいことは注意すべきであろう。

4 Federal Agency の Agency は、Administrative Procedure Act の Sec.551(1)において広義に定義されている。政府機関を意味する Executive Agency は Federal Property and Administrative Services Act などの複数の連邦法で定義がみられ、例えば Federal Acquisition Regulation では大統領の管理下にある実行部門とされている。

邦裁判所が連邦機関の法律解釈に対して従来のように広範な裁量を認めなくなり、連邦機関の規制権限が制限される恐れがある。2024年判決以降は、特にSECの規則策定において連邦議会からの授権の明確化が問われよう。また、規制の法的根拠や手続きに関しても、従来よりも司法審査が関与する懸念が拡大している⁵。

規制は市場の失敗に対処する手段であることを考慮すると、証券市場の専門知識を有さない司法の関与が拡大することは、証券市場の機能に負の影響を及ぼす恐れがある。市場機能に照らして不必要な司法審査を回避するためにも、SECは自らの経済分析を再検証する必要があるだろう。

2. SECの規則策定と経済分析

SECの規則策定に経済分析やコスト・ベネフィット分析 (Cost-Benefit Analysis, CBA) を求める根拠は、複数挙げることができる⁶。第1は連邦法が要求する法的義務であり、SECの活動を定める4つの基本法が求める義務と連邦機関 (行政府) の規制活動全般にかかる連邦法が求める義務とにわけることができる。下記の司法審査は、この法的義務を根拠としてSECに影響を与えることができる。第2は合衆国大統領が行政命令として発令する大統領令 (Executive Order) の要求であり、その代表例がEO.12866となる。ただし若園 (2016) でも論じているが、SECはPaperwork Reduction Actが定める独立規制行政庁 (Independent

Regulatory Agency, IRA) に分類されており、ドナルド・トランプ 2次政権が発令したEO.14215によりEO.12866が修正される前までは、SECは大統領令の対象外として扱われてきた (後述)。ただし現時点で、EO.14215からSECがどの程度の影響を受けるかは不明である。第3の根拠として、近年その重要性が増している司法審査への対応を挙げることができる。

そもそも、規制提案に経済分析を付与する行為は、証券規制の機能を向上させるのであろうか? 本研究がサーベイした先行研究は、経済分析の効果を認めつつも、適切な経済分析の実行には多くの課題が内在することを示している。例えばLeuz (2018) は、政策判断に科学的・実証的裏付けを与えることで規制の質的向上が期待できることと、政治的圧力や利害関係からの独立性が高まる点を利点として挙げている。その一方で、①社会科学ではランダム化実験が難しく、単なる相関性の列挙では政策判断に十分な根拠とならない、②規制効果を識別・測定するのに十分な粒度のデータが得られない、③再現性に問題がある、等も指摘している。またBombardini. *et al.* (2024) は、スマートな規制 (Smarter Regulation) には、定量的で透明性のあるCBAと継続的な再評価を制度化することが不可欠であると述べている。Bombardini. *et al.* (2024) によれば、現在の米国の規制におけるCBAは方法論に進展はあるものの体系的な制度とは呼べず、重要な規則でもベネフィットは特に定量化されていないケースが目立ち、コストも部分的にしか記載されていない。

5 後述するようにSECはIRAであるが、Administrative Procedure Actにより司法審査の対象に含まれている。

6 本研究で用いる経済分析 (Economic Analysis) は規制の必要性から効果の評価までを包含する包括的なアプローチであり、コスト・ベネフィット分析 (CBA) は経済分析の中でも規制にかかるコストとベネフィットを数値的に表して比較する分析である。この他、Paperwork Reduction ActやEO. 12866が求める規制の影響分析 (Regulatory Impact Analysis) は、経済分析のパッケージの一部として使用されており、両用語の中間的な意味をもつようである。

Coates (2015) のように CBA を金融関係の規制に活用することを批判する先行研究もある。Coates (2015) は、①金融が広範な経済に与える中心的な役割、②金融行動における社会的かつ政治的な人間的要素、および③金融セクターがショックやイノベーションによる急激な変化に脆弱である点を挙げて、金融規制の分析は本質的に困難であるとする。また Lee (2015) は、SEC の規則策定に対して効率性基準 (Efficiency Criterion) をどのように定めるべきかの問題を提起している⁷。そもそも SEC 規則の CBA には「誰の利益を考慮するか」という根本的な問題があり、また何を持って効率性とするのかも必ずしも明確ではない。また、現実の CBA は不確実な仮定に基づくため、常に政策的判断が伴っていると指摘している。SEC は IRA ではあるが、政治的な影響を比較的受けやすい機関でもある。この Lee (2015) の指摘は重要であろう。

これら先行研究の結論は、現在の SEC の経済分析にさらに改善する余地があることを示している。本節では SEC に経済分析 (CBA) を求める法的根拠を整理し、SEC の内部体制の整備、トランプ 2 次政権による行政命令 (大統領令) の影響等をみてみよう。

2.1 経済分析の法的根拠

連邦議会第94会期で成立した Securities Acts Amendments of 1975⁸、SEC の基本法である 1934 年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934, 34 年法) に Sec.23(a)(2) を追加し、SEC に対して規制・規則を策定する際に競争に与える影響を考慮するように求めるとともに、不必要な規制・規則の策定を禁じた。また、規制・規則により課せられる競争への障害が、34 年法の目的の推進にとって必要または適当であるとの理由を説明することを求めた。この 75 年修正法により、限定的ではあるが SEC の基本法に経済分析の必要性が記されている。ただし若園 (2016) で述べたように、このような 75 年法の修正後でも SEC の行動は自らの判断で対処する範囲に留まっていた⁹。SEC の基本法として明示的に経済分析を求めたのは、以下の 2 つの連邦法による修正である¹⁰。

第 1 に 1996 年の全米証券市場改善法 (National Securities Markets Improvement Act) は、1933 年証券法 (Securities Act of 1933, 33 年法)、34 年法、および 1940 年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) を修正し、SEC が規則策定または自主規制機関の規則の審査に関与し、ある行為が公益のために必要または適切で

7 投資者保護と社会的効率性は概念的に独立している。投資者保護を目的とした規則は、投資家にとってプラスでも、社会全体にとってはマイナスという可能性がある (逆も然り)。SEC が行うべきコスト・ベネフィット分析 (CBA) は、誰の視点から効率的と評価するか (投資家 or 社会全体) を明確にしなければ意味を持たない。

8 第94会期は1975年1月から1977年1月まで。1975年の6月のジェラルド・フォード大統領の署名で成立した1975年証券取引所法修正法 (S.249) は、証券市場の競争促進を目的とし①SECに対してNational Market Systemの創設を命令、②証券決済と証券保管の電子化の促進、③自主規制機関 (SRO) に対するSECの権限の明確化、④Clearing Agencyの登録制、などを行った。

9 ただし、2011年7月の判決でSECが敗訴したBusiness Roundtable v. SECでは、原告がSec.23(a)(2)を根拠の1つに挙げている。詳細は若園 (2016) を参照されたい。

10 Rose and Walker (2013) によれば、2005年6月の判決「Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d」は、SECが96年法により1940年投資会社法に追加されたSec.2(c)の求めを提案規則において示すことができていないことを理由にSECが提案した規則を恣意的で気まぐれであると判断した。

あるかどうかを考慮または決定することが求められる場合に、投資者保護に加えてその行為が効率性、競争、資本形成を促進するのについても考慮することを求めた¹¹。第2に1999年の金融サービス近代化法 (Financial Services Modernization Act)¹² は、同じ内容を1940年投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) にも追加している¹³。

これら2つの連邦法により、SECの規則策定において効率性、競争、資本形成の3つの要素を経済的に考慮する義務が基本法に明記されたことは、SECの行動を変容させた起点として位置づけられる¹⁴。ただし、96年法や99年法により基本法が修正された時点でも、SECの経済分析の手法や水準を定める実務上の枠組みは未整備であり、後述する組織改正とガイドラインの導入をもって、法的義務に応じたSECの実務体制が整備されたと言える。

SECに経済分析を促す法的根拠はこれら基本法だけではない。SECの規則策定において法的義務を課している基本法以外の主な連邦法も合わせて図表1で挙げた。これらの内、Regulatory Flexibility ActとPaperwork Reduction Actは、規則提案においてSECの対応が必須となる連邦法である。

Regulatory Flexibility Actは、小規模事業者 (Small Entities) に対する規制負担を軽減

図表1 SECの規則策定に義務を課す連邦法

1. Securities Act (1933年), Sec.2(b)
2. Securities Exchange Act (1934年), Sec.3(f)・Sec.23(a)(2)
3. Investment Company Act (1940年), Sec.2(c)
4. Investment Adviser Act (1940年), Sec.202(c)
5. Administrative Procedure Act (1946年)
6. Regulatory Flexibility Act (1980年)
7. Paperwork Reduction Act (1995年)
8. Congressional Review Act (1996年)
9. Small Business Regulatory Enforcement Fairness Act (1996年)

(注) 1から4がSECの基本法。

するため、規制の影響を評価して必要に応じて柔軟な対応を促している。小規模事業者に影響がある場合には提案規則においてInitial Regulatory Flexibility Analysisの実施と公表が義務づけられており、さらに最終規則ではFinal Regulatory Flexibility Analysisの実施と公表が義務付けられている¹⁵。またPaperwork Reduction Actは、連邦機関が公衆に要求する情報提供 (報告、記録保持、フォーム記入など) の負担を最小化する目的を持った連邦法であり、新たな情報収集を伴う規則を提案する場合に、その事務負担の定量的評価を行いその結果を行政管理予算局 (Office of Management and Budget, OMB) へ提出して承認を受けることが義務化されている¹⁶。

11 96年法のSec.106は、33年法のSec.2(b)、34年法のSec.3(f)、1940年投資会社法のSec.2(c)にこの法文を追加している。Verret (2013)によれば、1996年の法改正がさらにSECに規則策定時の効率、競争、資本形成についてCBAを重視させる一因となっている。しかしながら、エンフォースメントにはこの経済分析がほとんど適用されていない。

12 いわゆるグラム・リーチ・ブライリー法 (Gramm-Leach-Bliley Act)。

13 1940年投資顧問法のSec.202(c)として加えられた。

14 これらは経済分析を直接的に求めるものではないが、2005年、2010年、2011年の3つの裁判でSECが敗訴した際の司法判断の根拠となっており、それ以降の経済分析の実務ガイドラインや組織改正へと繋がっている (若園, 2016)。

15 その他に、小規模事業者に与える負担軽減の可能性を検討する必要 (例えば簡易報告、猶予措置) もある。ただしSECは、影響を受ける主体の大多数が小規模事業者ではないと判断することが多く、分析義務が免除されているケースもある。

16 この他、最低60日間の意見募集 (Public Comment) が必要 (OMB提出前)、提出後はさらに30日間の意見募集。SECが同法に準拠していることを示すために、OMB Control Numberを掲示する必要がある。

その他の連邦法では、Administrative Procedure Act (APA) は通知と意見募集 (Notice-and-Comment Rulemaking) の手続きを定めている¹⁷。前述の96年法や99年法による基本法の修正以前は、SECは同法に基づく行政手続きとして通常の合理的説明義務の範囲において必要最小限の経済分析を行うのみであった¹⁸。また、Congressional Review Actは最終規則を連邦議会と政府説明責任局 (Government Accountability Office, GAO) に提出することを求め¹⁹、Small Business Regulatory Enforcement Fairness Actは中小企業への影響評価に関してRegulatory Flexibility Actを補完する。

このような連邦法が経済分析に関連する法的義務をSECに課していることは、経済分析を促進する要因となる一方で、第3節で扱うように司法審査の根拠ともなっている点に留意すべきである。

2.2 SECの組織改正と実務ガイドラインの導入

SECの法的義務の整備とともに、組織改正と経済分析の実務に関するガイドラインの導入

は、SECの規則策定における経済分析を進展させた背景となる。若園 (2016) は各種レポートを引用して、このようなSEC内部の変化は、SECが提案した規則を巡る2005年・2010年・2011年の3つの判決でSECの敗訴ないしは部分的な敗訴がきっかけとなったことを解説している²⁰。先行研究でも、Ellig (2020) は特に2011年判決がSECに強く行動を促したと指摘している。またGeoffroy & Lee (2021) によると、2011年判決を境としてSECは規則の提案時に従来よりも学術論文を引用するようになり、とくに規制のコストに関する研究をより多く取り上げるようになった²¹。

本項では、経済分析を担う組織の改正と、分析の枠組みである実務ガイドラインの導入についてまとめる。後者の実務ガイドラインは、2013年6月に米国内閣会議 (Administrative Conference of the United States, ACUS) がIRA対しても保持を推奨しており、この時期に規制当局全体に対して導入が求められていた²²。

第1にSECの組織改正について。2013年6月以降のSECは、エコノミストが中核となるDivision of Economic and Risk Analysis

17 APAは連邦機関 (Agencies) に対し、その手続きや規則に関する情報を公開し、規則制定に一般市民が参加できるようにし、裁判所が行政機関の決定が妥当かどうかを判断できるよう適切な証拠で裏付けることを求めている。2011年にSECが敗訴した「Business Roundtable v. SEC」では、DC巡回区控訴裁判所が同法のSec.706を根拠として、SECが規則の効果に関する実証的データや裏付け資料を十分に提示しておらず、過去の株主提案活動や取締役選任の状況に関するSECの分析が現実の市場実態を反映しておらず、「証拠に基づかない決定 (Unsupported by Substantial Evidence (Sec.706(2)(E))) に該当すると判断し、さらには同法が記す小規模事業者への負担にも適切に配慮していなかったと問題視している。

18 一部の規則で定性的な影響分析が記載されていた程度であり、定量的評価は稀であった。

19 これは、連邦議会がSECの規則を取り消す手段 (Resolutions of Disapproval) を持つことに対応している。

20 2005年6月の「Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d133」、2010年7月の「American Equity Investment Life Insurance Co. v. SEC, 613 F.3d 166」、2011年7月の「Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d,1144」。OIG (2024) では、特に2011年の判決で、DC巡回区控訴裁判所がSECの分析を不合理で恣意的と批判し、Proxy Access Ruleが無効化されたことがSECに大きな影響を与えていると分析している。この判決は、SECのコスト推計の不備やメリット分析の甘さを問題視した。

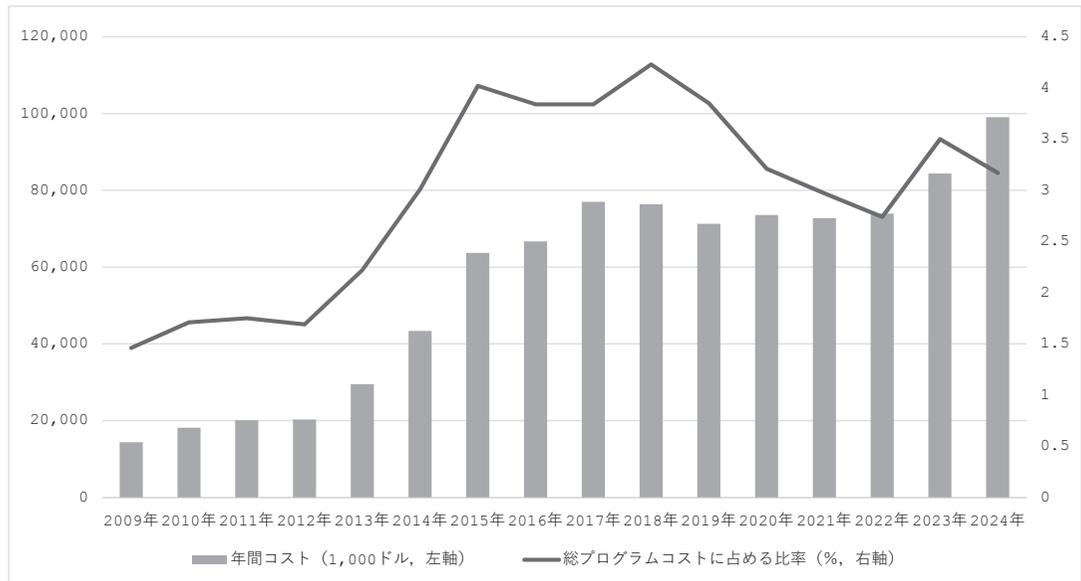
21 Geoffroy & Lee (2021) は、2007年から2017年にかけてSECの357の規則 (176本の提案規則と181本の最終規則) を分析し、特に2011年の判決の前後を比較して、規則策定時の学術研究の活用について分析している。また、2008年から2016年までにSECに寄せられた18,806のコメントレターを分析した結果では、2011年判決以降、提案規則が学術研究を引用するにつれて規制に反対する意見が減少し、特にコストに関する研究の引用が増えると減少する傾向にあったと報告している。

22 ACUSは1964年に連邦議会によって設立された独立連邦機関 (Independent Federal Agency)。連邦行政手続の改善を目的とした調査・研究・勧告の作成の他に、連邦議会、大統領、行政府に対する助言を行う。ACUSは2013年6月に「Benefit-Cost

(DERA) を活用し、規則ごとに専属の経済分析チームを組む体制をとっている²³。DERA 以前は、Division of Risk, Strategy and Financial Innovation (RSFI) が同様の機能を担っていたが²⁴、DERA へ改組するに伴って経済分析を担当する室 (Office) を7つから10に細分化している²⁵。2025年4月時点で DERA のエコノミスト数は約180名で、そのうち約90名が経済学、

金融、会計、データ分析などの分野で Ph.D. を取得している (非常勤を含む)²⁶。若園 (2016) によると DERA の前身の RSFI に属していたエコノミストは42名 (内、常勤が36名) で、Ph.D. を保有している常勤のエコノミストは29名であった (2013年3月時点)²⁷。経済分析の体制は整備されてきたと言えよう。ただし、図表2で SEC の Economic and Risk Analysis プ

図表2 SEC の Economic and Risk Analysis プログラムの年間コスト



(出所) Agency Financial Report 各年。

Analysis at Independent Regulatory Agencies」を公開し、IRA に CBA およびその他の規制分析に関する文書によるガイダンスの作成を推奨している。(https://www.acus.gov/recommendation/benefit-cost-analysis-independent-regulatory-agencies)

23 Revesz (2017) は金融規制の CBA が上手く稼働していないのは分析上の困難だけでなく、主に制度上の欠陥によるところが大きく、SEC などの IRA は CBA を実行する能力が不足していると批判する。著者のリチャード・レベスは2021年1月から2025年1月まで OIRA 室長であった。

24 この RSFI は、2009年11月に Office of Economic Analysis, Office of Risk Assessment, Office of Interactive Data を統合して設置されている。若園 (2016) では、RSFI と DERA のエコノミストの数を比較している。

25 DERA は管理部門を含めて11の Office で構成されている。後述する DERA の元室長兼チーフ・エコノミストのグレッグ・ルイス (Graig Lewis) によれば、DERA への組織改正とあわせて実務ガイドラインの導入により、経済分析は提案される規則文章内で独立した章として明記され、定量モデルや過去データを用いた記述が増加し、経済分析に関してチーフ・エコノミストの同意が義務付けられた。

26 SEC のウェブの「DERA Economists」に掲載されているエコノミスト一覧および、Swedish House of Finance に2025年4月3日に掲載された「Ex-SEC Chief Economist Discusses Deregulation, Climate Disclosures, Crypto Shift Under Trump」より。

27 SEC の DERA の室長であったクレイグ・ルイスによると、2012年時点では35名以上の金融経済学の Ph.D. 取得者が在籍。その他、統計学者や金融エンジニア、プログラマー等の専門家が在籍していた。2012年10月16日の SIFMA におけるスピーチ「The Expanded Role of Economists in SEC Rulemaking」より。

プログラムに拠出されている年間コストの推移をみると、2012年から17年にかけて同プログラムは金銭的にも拡充していたが、総コストに占める比率は2018年をピークに下落傾向となっている。2018年以降は、予算面での優先は維持されていない。

第2は、2012年3月に導入された実務ガイドラインである。組織改正と合わせて当該ガイドラインの導入はSECの経済分析の実行にとって重要であり、本研究執筆時点でも2012年ガイドラインが経済分析を進める際のベースとなっている²⁸。ただし、実際の業務ではこのガイドラインの枠組みに加えて、DERAのテクニカルメモやホワイトペーパー、判例法の蓄積が参照されているようである²⁹。このガイドラインを解釈するためには、RSFIとOffice of the General Counselが連名で公表した規則策定に

関連する部署に向けたガイダンスも参照されたい³⁰。

この実務ガイドラインの前後で規則を比較したEllig & Pierce (2014)によれば、ガイドライン導入前のSEC規則は①情報の公開性、②分析の質、③分析の活用度の3分野(全12基準)で評価が低く、多くの規則で市場失敗などの根拠を示さずに規制が導入されていた。また、規則の代替案はほとんど検討されておらず、提示されたベネフィットは効果の証拠が示されていなかった。さらに、重要なコストが無視または過小評価されていると述べている³¹。類似の結論はSchwartz & Nelson (2016) や White (2016)でも指摘されている³²。

それでは、SECが導入した実務ガイドラインをみてみよう。図表3でまとめたように、経済分析において4つのステップ・フレームワー

図表3 SECの経済分析の4つの基本構成(2012年実務ガイドライン)

4つのステップ	内 容
1st: 規制・規則策定の必要性を特定	市場の失敗や制度的ギャップなど、規制・規則で解決すべき問題を特定し、提案された規制・規則がどの様に対処しようとしているのかを解説。
2nd: ベースラインの設定	提案された規制・規則の経済的影響を測定するための基準となるベースラインの設定。
3rd: 合理的な代替案の検討	規制・規則の手法や範囲に関して複数の代替案を検討する。
4th: 経済的な影響の評価	各案についてコスト・ベネフィット(費用便益)を定量・定性的に評価する。(可能な限り数量化する)

28 Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings より。

29 SIFMAのポッドキャスト、「The Flawed Economic Analysis Underpinning SEC Rule Proposals」(2024年9月16日)。

30 Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemaking, Memorandum to Staff of the Rulewriting Divisions and Offices. この実務ガイドラインは、Circular No.A-4に準拠している。

(https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf)

31 共著者のヘスター・パースは2018年1月からSECの共和党系委員となっている。Ellig & Pierce (2014)は実務ガイドライン導入直後のSEC規則に関して、導入前と比較して分析の質に大きな改善はなかったと報告している。

32 Schwartz and Nelson (2016)は2012年8月の最終規則「Conflict Minerals」を分析対象としている。またSchwartz and Nelson (2016)は新たなガイドラインの下でもSECはベネフィットの定量化を行っておらず、コスト見積もりは不適切かつ不健全な経済モデルと実証研究に基づいており、ガイドラインの過渡期にあって、規則策定に十分に活かされていないと指摘している。またWhite (2016)は、コストの定量化の特定の側面は妥当であると考える一方で、他の側面ではコスト見積もりを膨らませ、CBAは「概算」に近いと示唆している。White (2016)は、定量的分析の改善と透明性の向上によって信頼性を高めるべきと現実的な対応を提唱している。

クの採用を明記している。(ただし、経済分析に関する具体的な方法は示されていない³³。)

第1段階の市場の失敗は規制や規則が必要とされる理由であり、失敗があるという実証的な証拠の提示が求められる。

第2段階のベースラインとは、提案された行為が実施されない場合の状態を最も適切に評価したもの。

第3段階の代替案とは、SECが実施可能なものに限定される。すべての代替案を検討する必要はないが、SECは手続きにおいて提示された代替案は検討すべきであり(ガイダンスの注28)、関係団体等が合理的であると思われる代替案を示した場合に、SECはその代替案を検討するか、検討しない理由を明示しなければならない。

第4段階の影響分析では以下の4つの行為が求められている。①提案規則および代替案の最も可能性の高い経済的ベネフィットとコストを特定して説明する。②可能な範囲で、それらの予想されるベネフィットとコストを定量化する。③定量化されたベネフィットとコストの要素について、定量化のソースまたは方法を特定し、見積もりの根拠となる不確実性について議

論する。④定量化されていない要素については、なぜ定量化できないかを説明する³⁴。(ただし、実務ガイドラインではベネフィットとコストの定量化の困難さ、特にベネフィットの定量化は困難であると記されている³⁵。)

Ellig (2020) は Ellig & Pierce (2014) が検証した以降のSEC規則について同様の手法を用いて再検証の結果を報告している。Ellig (2020) によれば、ガイドライン導入後の規制のスコアは以前の約2倍に増加し、経済分析の質が大幅に改善したと評価している³⁶。担当組織と実務ガイドラインが機能することは、単にSEC規制の質を向上させるだけでなく、Leuz (2018) が指摘するように政治的圧力や利害関係から規制行動の独立性を高めることもできる。言わば、司法審査への防御をもたらす正当性の装置となる。

ただし、このような施策の後でもSECの規則策定に残された課題は多い。Baudot & Wallace (2023) は、実務ガイドラインの導入後もSECは社会的な利益(人権保護、透明性の向上等)をあまり重視せず、企業のコスト削減を優先していると批判する。定量的なCBAは重視されやすく、社会的影響のような

33 ガイドラインによると、Pre-proposal stage, Proposing stage, Comment period, Adopting stageにおける経済分析が必要となる。ただしガイドラインは経済分析(潜在的なベネフィットとコストの定量化)の必要性を定めているものの、その実施の困難性を認めており、方法論や技術的な部分については何ら示唆されていない。

34 実務ガイドラインの10頁以降では、規則策定に適用されるベネフィットとコストの認識における一般原則を挙げている。例えば、規則策定における経済的なベネフィットで示される経済的な効率化について、①インセンティブの不一致の軽減、モニタリングコストの削減、②資本コストの低下、③情報共有の改善によりリスクプレミアムの低下や資本の適切な配分が実現可能、④競争の強化により、価格の低下または品質の向上が期待される、⑤集団行動問題の克服、⑥代理人問題(過剰なリスクテイクやモラルハザードに特徴付けられる行動など)の軽減により、有害な取引を回避、⑦取引コストの削減、⑧SEC規則の執行効率の向上。コストに関しては、コンプライアンスコスト、直接的なコストや間接的なコストを挙げており、間接的なコストの例としては①規則の分配的効果と競争の影響、②負の付随的影響、例えば新たに創設された権利の濫用可能性など、③規制の裁定による資源の配分効率の低下(Race to the Bottom)などである。

35 もし合理的に定量化することが不可能であるならば、リリースでその理由を説明すべきであり、経済分析に予測的な判断が含まれる場合は、その判断の根拠を明確に示すことが求められている(経済分析に関連する研究や実証分析の情報を提供すべき)。

36 分析が政策決定にどう反映されたかの説明スコアも約2倍に上昇。定性的・定量的分析の両面で向上しており、他の要因(規則の複雑さ、政治的重要性、経済的影響など)をコントロールして実証しても改善効果が有意である。また、金融分野の規則策定が特別に難しいという主張は統計的に裏付けられなかった。

定量化が困難な利益は軽視されがちになる点
は、SECの経済分析が対処すべき課題であ
ろう。また、Wallace (2023) のように、SECの
規則策定は形式的には証拠に基づいた意思決定
をしているように見せつつも、実際には政治的・
制度的な文脈の中で選択的に証拠を使い、自己
の裁量を行使しているという批判もある³⁷。
SECの最終的な意思決定を行う委員会は³⁸、常
に政治的な目的に依存した選択を迫られるリス
クに晒されている。次節で扱うように、SEC
を取り巻く政治的な環境が経済分析の効果を貶
める可能性は排除できない。SECはIRAでは
あるが、その独立性はFederal Reserve Board
of Governorsなどと比較して非常に脆弱である。

2.3 トランプ2次政権の大統領令

若園 (2016) で述べたように、歴代の合衆国
大統領は行政命令である大統領令 (Executive
Order, EO) を用いて連邦機関の規制行動に
対して経済分析をもとめている³⁹ (図表4)。
しかしながら、その理由は必ずしも明確ではな
いが⁴⁰、SECのようなIRAはこれまでの大統
領の対象からは除外されてきた⁴¹。現時点で行
政命令として連邦機関にCBAを課す根拠は
EO.12866「Regulatory Planning and Review」
であるが、当該大統領令のSec.3(b)は命令の対
象からIRAを除外していた。

若園 (2016) で扱った以降の大統領令をみる

図表4 連邦機関の規制に関連する主な大統領令 (Executive Order)

番号	タイトル	大統領	署名
EO.12291	Federal Regulation	ロナルド・レーガン	1981年2月
EO.12866	Regulatory Planning and Review	ウィリアム・クリントン	1993年9月
EO.13563	Improving Regulation and Regulatory Review	バラク・オバマ	2011年1月
EO.13771	Reducing Regulation and Controlling Regulatory Cost	ドナルド・トランプ	2017年1月
EO.13772	Core Principles for Regulating the United States Financial System	ドナルド・トランプ	2017年2月
EO.13777	Enforcing the Regulatory Reform Agenda	ドナルド・トランプ	2017年2月
EO.13992	Revocation of Certain Executive Orders Concerning Federal Regulation	ジョセフ・バイデン	2021年1月
EO.14094	Modernizing Regulatory Review	ジョセフ・バイデン	2023年4月
EO.14192	Unleashing Prosperity Through Deregulation	ドナルド・トランプ	2025年1月
EO.14215	Ensuring Accountability for All Agencies	ドナルド・トランプ	2025年2月

37 Baudot & Wallace (2023) のサーベイによると、最終的に一部の法律学者は、金融規制当局がせいぜい定性的なCBAを作成できるに過ぎず、政治的優先や規制の呑み込みを促進すると指摘している。

38 提案規則や最終規則の採択は、委員長を含めた5人の委員から構成される委員会で行われるが、うち3人は与党系の委員となるため、その意思決定は政治的な影響を受けやすい。

39 合衆国大統領は、合衆国憲法の第2条が与える執行権を用いて連邦機関（および合衆国軍）に対して行政命令を発令することができる。

40 各大統領令におけるIRAの扱いは、若園 (2016) を参照願いたい。

41 SECは連邦機関・行政機関（注4参照）であるが、連邦議会の制定法 (Enabling Statute) により設立されており、また、Paperwork Reduction ActのSec.3502が定める独立規制行政庁 (IRA) である。このため一定の独立性が認められている。例えば、1935年の連邦最高裁判所の判決「Humphrey's Executor v. United States」では、合衆国大統領が独立規制行政庁の委員を理由なく解任できないと判示し、その独立性を示している。

と、トランプ1次政権時(2017年1月から2021年1月)ではEO.13771などの大統領令が公開されている。このうちEO.13771は、新たな規制の制定において発生するコストの相殺を各連邦機関に要求し、連邦機関が1つの規制を出すごとに既存の規制を2つ廃止することを義務付けたことからTwo for One Ruleと呼ばれた。ただし、このEO.13771でもIRAは対象外となっている⁴²。EO.13777は、EO.13771を実行するための制度的補助を記している⁴³。

次の政権であるジョセフ・バイデン時代の大統領令は、EO.13992によりトランプが発令し

たEO.13771やEO.13777などの複数の大統領令を廃止している。またEO.14094は、EO.12866をアップデートすることが目的であり、CBAの手法の近代化(機械学習やビッグデータの利用など)や、年間経済影響の閾値の1億ドルから2億ドルへの引き上げを実施しているが、依然としてIRAはこれらの対象からは除外されている。

このように、これまで連邦機関の規制行動に経済分析を求める大統領令において、原則としてIRAは対象外とされていた。しかしながら、トランプ2次政権が2025年2月に発令した

図表5 独立規制行政庁(IRA)に対するEO.14215の要求

<p>Sec.3 OIRAによる連邦機関規制(Agency Regulation)のレビュー</p> <p>(a) 1993年9月30日のEO.12866(「Regulatory Planning and Review」)Sec.3(b)は、改正後、以下のよう改正される。</p> <p>「(b)「Agency」とは、特に断りのない限り、44 U.S.C. 3502(1)に基づく「Agency」である<u>米国のあらゆる当局を意味し</u>、連邦選挙委員会(Federal Election Commission)も含まれるものとする。</p> <p>この命令は、連邦準備制度理事会(Board of Governors of the Federal Reserve System, FED)または連邦公開市場委員会(Federal Open Market Committee, FOMC)の金融政策の実施には適用されないものとする。この命令は、連邦準備制度理事会の金融機関の監督および規制に直接関連する行為および権限に関してのみ適用されるものとする。」</p> <p>(b) OMB長官は、EO.12866Sec.3(b)に基づき新たに規制措置を提供する。</p> <p>行政部門および機関の長に対し、本命令の実施に関する指針を提供しなければならない。</p> <p>当該条項に基づく独立規制行政庁(IRA)による提出(commence)は、本命令の発令日から60日以内、または当該実施指針の完了のいずれか早い方から開始されなければならない。</p>
<p>Sec.6 大統領府(Executive Office of the President)との追加協議</p> <p>(a) (b)の規定に従い、<u>独立規制行政庁(IRA)の長は</u>、OMB、ホワイトハウス国内政策会議(White House Domestic Policy Council)、ホワイトハウス国家経済会議(White House National Economic Council)のDirectorと定期的に協議し、<u>政策や優先事項を協調する。</u></p> <p>(b) <u>独立規制行政庁(IRA)の長は、それぞれの機関内にホワイトハウス連絡官(White House Liaison)の職を設けるものとする。</u></p> <p>この職は一般スケジュールの等級15に属し、除外サービスのスケジュールCに配置されるものとする。</p> <p>(c) <u>独立規制行政庁(IRA)の長は、1993年の政府業績・成果法(Government Performance and Results Act)に基づいて策定された機関の戦略計画を、最終決定前にOMB長官に提出し、承認を得なければならない。</u></p>

42 EO.13771の実務運用を担当したOMBは、2017年4月に公表したガイダンス(Memorandum M-17-21)においてIRAはEO.13771の対象ではないが、自主的に協力することは可能であると記している。

43 この他EO.13772は、ドッド・フランク法の緩和が目的とされ、金融システムの規制に関する7つのコア原則を提示している。この原則には、退職に向けた資産形成の促進(原則1)、規制の影響分析の厳格化(原則3)、効率的かつ効果的な規制(原則6)、規制当局の説明責任(原則7)が含まれている。これらの他にも労働省長官に対して、同省が進めていたブローカー・ディーラー等に受託者責任を適用する規則の見直しを求めた大統領令覚書(Presidential Memoranda, 2017年2月)も出している。

EO.14215「Ensuring Accountability for All Agencies」は、EO.12866を改正してIRAを対象に加えたことで注目される⁴⁴。EO.14215がIRAに関して言及している箇所を図表5で示した。

EO.14215はSec.1において、これまで連邦の規制機関が負う説明責任は十分ではなく、合衆国大統領の審査を受けずに重要な規制をかけてきたことを批判し、これら機関が選挙によって選ばれた合衆国大統領により監督・管理される必要があると述べている。私見であるが、EO.14215の主要な目的は合衆国大統領による行政政府全体への監督と統制の確保と言えよう。

重要なのは、EO.14215のSec.3がEO.12866の命令の対象となる「Agency」の定義を修正しIRAを対象に加えた点である⁴⁵。その上でSec.6では、IRAを含むすべての行政部門および機関に、その規制行動に関して大統領府（ホワイトハウス）と連携することを命じている。このような修正を踏まえて、IRAを含む連邦機関に対して、連邦官報（Federal Register）に掲載される前にすべての提案された規制および最終化される重要な規制措置を大統領府内の情報規制局（Office of Information and Regulatory Affairs, OIRA）に提出し、同局の審査を受けることを命じている（Sec.1）⁴⁶。

本研究ではEO.14215の適法性についての検討は行わない。現時点でEO.14215がSECの規

制活動に及ぼす影響について何らかの観測はない。しかしながら、すでに基本法等の適用があるSECがEO.12866の対象となることで規制策定における経済分析が促進するとは思われない。またOIRAの審査も、同局の機能から考えるに殆ど機能しないであろう。むしろEO.14215により、SECの規制行動に関して資本市場の専門性に欠ける大統領府が介入することが危惧される。また、SECの規則策定に対して政治的な影響が増すのであれば、そもそもCBAのベネフィットが政治的な利得と密接な関係を持つ可能性も懸念される。前述した司法審査に加えて、このような政治的な影響が増すことは、前掲したLeuz（2018）が指摘する経済分析の利点を消し、Lee（2015）やEllig（2020）が示す懸念へと繋がる。

3. SECの規則策定と司法審査

繰り返しになるが、2011年の判決等が契機となり、経済分析を担うSECの組織は改正され、実務ガイドラインの導入が経済分析の枠組みを定めたことで、SECの規則策定における経済分析は進展していると言える。その一方で、本節で参照する3つの機関が公表した報告書は、いずれもSECの規則策定における司法審査の影響が従来よりも増していることを指摘している。ここで、先行研究を用いて司法審査が

44 この他にEO.14192は2025会計年度中に新規規制の総コストを「大幅にゼロ未満」に抑えることを目的として、新たな規制を導入する際、少なくとも10の既存規制を撤廃することを義務付けている（EO.13771と類似した内容）。

45 修正以前のEO.12866のSec.3(b)では「“Agency,” unless otherwise indicated, means any authority of the United States that is an “agency” under 44 U.S.C. 3502(1), other than those considered to be independent regulatory agencies, as defined in 44 U.S.C. 3502(10).」と記されていた。

46 OIRAはOMBの部局であり、大統領府のHPに掲載されているInformation and Regulatory Affairsに掲載されている紹介文では、常勤スタッフは経済学等の学位を保持しているものの約45名に過ぎない。予算は公表されていないが、White House Transition ProjectのReport2021-21「The Office of Management And Budget An Insider’s Guide」には2020年時点で約400万ドルと記載されている。OIRAにSEC規則の審査を行う能力があるのかは大いに疑問である。

SEC 規制に及ぼす影響を整理してみよう。

例えば Baudot & Wallace (2023) は、司法審査において SEC 自身を守るために SEC の CBA が利用される可能性を危惧している。また、司法審査と CBA について分析した Nagy (2015) によると、そもそも SEC による自主的な CBA は有益であるが、裁判所や立法によって義務化された CBA には重大な副作用がある⁴⁷。特に、CBA の不十分さに対して司法審査が厳格になりすぎると SEC の機能が損なわれる懸念もある。Nagy (2015) は Coates (2015) の主張を紹介し、CBA の外部義務化はむしろ SEC の裁量の隠蔽手段ともなり、実質的な民主主義や説明責任を促進しないという懐疑的立場を支持している⁴⁸。

そもそも先に SEC に影響を与えた2011年判決についても、Becker. *et al.* (2013) の実証分析によると、裁判所が SEC 規則を否決した結果、関係する企業に対して重大な損失を引き起こしていた⁴⁹。市場は、株主によるプロキシ・

アクセスが企業価値を高める手段として評価していたため、規則無効の判決は株主の影響力を削ぐものとしてネガティブに受け止められたと言える⁵⁰。

このように、司法による介入は証券規制にとって必ずしも好ましくはない。この観点から考えても、前節で述べた SEC の体制整備は適切な対応であったと言えよう。それではなぜ、近年になって SEC の規制が司法審査の影響を再び受け始めているようにみえるのか。

3.1 CCMR の批判

非営利の民間研究機関である Committee on Capital Markets Regulation (CCMR) は⁵¹、ゲイリー・ゲンスラーが委員長であった期間(2021年4月から2025年1月)の SEC の規則策定に関して批判的な報告書を複数公表している⁵²。

CCMR (2024) は、ゲンスラー時代の規則策定を他の3人の委員長時代と比較している(図表6)。CCMR (2024) はゲンスラー時代の規

47 Nagy (2015) は以下のような5つの「副作用・弊害」を指摘する。①複雑で膨大な CBA 準備が負担となり、規制策定が遅延または放棄される。② SEC に対する訴訟の増加。これまでの主に業界団体による過剰規制を訴えるケースに加えて、投資者保護の観点から規制緩和に対する訴訟が起き、業界団体と投資者団体との間で規制を巡る法定闘争が増加する可能性や、SEC の政策裁量が「両サイド」からの訴訟により拘束されることにより、柔軟でタイムリーな規制策定が困難となる。また、SEC の中立性や専門的判断が司法の場で過度に審査されるリスクが増す。③ SEC が規則策定を避けて、強制措置や裁量の解釈による事後規制が増える。厳格な CBA の要求とそれに伴う司法審査の負担により、SEC は規則策定をせずエンフォースメントを通じて SEC の規制の方針を示す傾向が強まる。その結果、規制の透明性や予測可能性が低下し、SEC の説明責任が十分に果たされなくなる。④ノーアクション・レター等を通じた実質的な規制は透明性や正当性に欠ける。⑤連邦議会が規制策定の権限を SEC に与えず、議会が直接規則内容を定めようとする。

48 義務的 CBA は SEC の規制能力を損ない、司法審査の影響で現場の専門判断が制約される可能性。

49 2010年10月4日の発表後、機関投資家(特にアクティビスト系)が多く投資していた企業の株価が有意に下落。機関投資家の保有が大きい銘柄群と小さい銘柄群との間には44ベースポイントの差。下落幅は特にアクティビストによる所有比率との相関が強い。2011年7月22日の控訴裁判決の際にも、アクティビスト保有が10%増えると約4.6%の価値下落がみられた。

50 グレグ・ルイスは Vanderbilt University の教授であり、2011年5月から2014年5月まで DERA のチーフ・エコノミスト兼室長であった。グレグ・ルイスによると、この判決の9年後に S&P500 に採用されている企業の76%がプロキシ・アクセス規則を自主的に採用していた。司法審査により社会的に意義がある規則が無効化される弊害に注意すべきであろう。(SIFMA 「Enhancing SEC Rulemaking Through Rigorous Economic Analysis (2024年4月17日)」)。

51 CCMR は米国の資本市場の競争力、効率性、安全性を高めるための政策提言を目的として2006年に設立された。独立かつ中立した研究機関を標榜しているが、その主張には市場重視の傾向があり、特にゲイリー・ゲンスラーの積極的な規制拡大に対しては批判的である点に注意願いたい。本研究執筆時点で、代表 (President) がハル・スコット (Harvard Law School)、Co-Chairman がグレン・ハバード (Columbia Business School) とジョン・ソートン (Brookings Institution)。

図表6 歴代委員長で比較した規則策定（委員長就任から1277日で比較）

委員長	最終化された規則数	規則に対する訴訟	無効化された規則	自主的な規則策定
ゲンスラー	34	9件（26%）	3件	40件（82%）
クレイトン	26	3件（12%）	1件	35件（83%）
ホワイ	15	2件（13%）	1件	16件（43%）
シャピロ	34	2件（6%）	1件	31件（46%）

（注1） 自主的規則数は最終化されなかった規則も含む。

（注2） 各委員長の在任期間は以下の通り。

ゲイリー・ゲンスラー：2021年4月から2025年1月まで。

ウォルター・クレイトン：2017年4月から2020年12月まで。

メアリー・ホワイ：2013年4月から2017年1月まで。

メアリー・シャピロ：2009年1月から2012年12月まで。

エリッセ・ウォルターの委員長在任期間は117日間のため、含まれず。

（出所） CCMR（2024）の Table 1 および Table 2。

規則策定の特徴を3つ挙げている。第1の特徴は、過去3人の前任者と比べて規制策定が平均で36%多く、2010年に成立した包括的な金融規制改革法であるドッド・フランク法（Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）が多くの規則策定を命令したシャピロ時代に匹敵する。第2の特徴は、連邦議会の命令ではなく自主的な規則策定が多い（ただし、クレイトン時代もほぼ同等の数値である）。第3の特徴は、ゲンスラー時代に採択された9件の最終規則が訴訟の対象となっている点であり、これはクレイトン（3件）、ホワイ（2件）、シャピロ（2件）を合計した数より多い⁵³。これを受けてCCMR（2024）は、ゲンスラー時代は必要性が低い規制を多く策定しており、このようなSECの行動は米国資本市場の競争力を脅かし、市場の仕組み自体を変質させるリスクを伴うと批判している。このよ

うな批判は必ずしも真であるとは言えないが、後述するSECが独自に企画した複数の規制に対する提訴の理由をみると、この時期のSECが市場の失敗への対応ではなく、政治的な影響を受けた規則策定に偏っていた可能性は排除できない⁵⁴。

2012年の実務ガイドラインは、規則策定の第1段階として規制や規則の策定の必要性を特定することを求めている（市場の失敗分析）。ゲンスラー時代のSECは、この実務ガイドラインを遵守していなかったと言えるだろうか。次に、公的な調査機関が公表した報告書を概観しよう。

3.2 Congressional Research Serviceの調査

Congressional Research Service (CRS) は⁵⁵、連邦議会の政策や立案に関する調査分析を担う

52 若園（2016）で引用したCCMR（2013）では、大統領令の適用外であるためSECは外部の評者が分析に必要な情報を生産し開示するインセンティブに乏しく、それ故にSECの規制の外部評価が困難となっている点を批判している。また、ショート・ペーパーであるが2024年11月にも「SEC Chair Gensler's Rulemaking pace: A Comparison of Methodologies」を公開している。

53 CCMR（2024）の時点で、判決が出た4件のうち3件でSEC規則が無効化された。後述するOIGの項目も参照願いたい。

54 ただし、過去のSECでも政治的な影響を受けた規制行動はあった。同様に現在のSEC（ポール・アトキンソン委員長）も政権の意向は強く反映されているようにみえる。

非党派・中立的な専門機関であり、連邦議会から命じられた調査報告や法案の分析などを行う。CRSからも複数の報告書が公開されている。

例えばCRS (2012) や CRS (2016) は、IRAであるSECは基本法等が求める経済分析の要件を満たす必要があるものの、EO.12866が求める経済分析 (CBA) の対象外であると記している⁵⁶。ただしCRS (2016) では、SECを含むIRAの多くは規制策定のベネフィットやコストを定量的・金銭的に詳細に算出してないことを問題視しており、SECの規制コストが過小評価されている可能性も指摘している。

CRS (2023) を引用すると、SECは連邦法が課すCBAを実施する義務があるが、大統領令に基づく統一的な分析要件からは外れておりその立ち位置は独特である。この状態は規制の独立性の一環として扱われる反面で、分析の透明性や正当性が争点になりうるという二面性を持っていると指摘する。CRS (2023) には政策立案者の対応も記されており、政策立案者からはIRAにも包括的なCBAの義務付けを拡張すべきとの主張がある一方で、煩雑で時間のかかる手続きが規制策定の妨げになるという反対意見も出されている。一部の連邦議会議員は

E.O. 12866の分析要件をIRAにも適用することを支持している (CRS, 2024)⁵⁷。

CRS (2023) は、2011年の敗訴を事例に挙げ⁵⁸、今後もSECが策定した規則がCBAの不備を理由として訴訟で無効化される可能性があり、司法審査がSECの経済分析を検討する上で重要な要素であると指摘している。ここで特に重視すべきは、2024年6月に連邦最高裁判所がそれまでのシェブロン法理を否定したことにより、司法審査がSECの規制策定に及ぼす影響は大きくなるとの見解である。

第4節で扱うSECの気候変動リスク情報の開示規則は、共和党系の州政府等により提訴されているが、その理由の1つが重大問題法理 (Major Questions Doctrine) に照らして同規則が議会の授權がないとの主張であった。CCMR (2024) が記すように、特にゲンスラー時代に策定された規則には連邦議会の命を受けずに、SECが独自に企画したものが多い。このような規制策定は、2024年の連邦最高裁判所の判決により厳格な法的根拠を問われる環境にさらされている。次のOIG (2024) でも同種の分析が加えられている。

55 1914年にLegislative Reference Serviceとして設立された。1970年のLegislative Reorganization Actにより法的使命が付与され、分野別の専門家 (経済学者や法律家弁など) が担う体制を整えてCRSへと改組されている。Library of Congressの一部門であり、2024年の年次報告書によると常勤スタッフ (Full-Time Permanent Staff, 経済学者や政策アナリスト、弁護士を含む) は579名。

56 若園 (2016) でまとめたように、IRAが大統領令の対象外となる法的根拠は必ずしも明確ではない。レーガン大統領の時代には司法省が大統領令をIRAに適用することは可能であるとの判断も示している。また歴史的にみると、一時的ではあるが、IRAが大統領府の要請にボランティアに従った時期もある。若園 (2016) の先行研究には大統領府がIRAへの連邦議会による関与を避けた結果との見解もあるが、CRS (2024) は、連邦法によりIRAを定めたのは連邦議会がSEC等を大統領府 (OMBやOIRA) から独立した機関とする意図があったと述べている。大統領府と連邦議会のパワーバランスを考慮して、IRAを大統領令の対象から外していたようである。

57 連邦議会第119会議に提出された「Reorganizing Government Act of 2025」(H.R.1295) でも、Sec.3(b)の「機関 (agency)」という用語を「行政省 (Executive Department)」に置き換えてこの行政省にIRAを含める提案がある。また、連邦議会上院の銀行・住宅・都市問題委員会のティモシー・スコット委員長は、2025年1月に公開した同委員会の優先事項において、①国民に対する金融リテラシーの推進、過剰な金融規制の抑制、連邦法による規制の費用便益分析 (事項1) や②金融を監督する連邦機関に対する厳格な監視と説明責任の追及 (事項8) を挙げている。

58 注20を参照。

3.3 Office of Inspector Generalの指摘

SECの規則行動に対する司法審査が及ぼす影響については、Office of Inspector General (OIG)からも指摘されている。

OIGは1978年のInspector General Actを根拠とする公的な監査機関である。IRAを含めた連邦機関内に独立した監察官を置き、各省庁の組織や業務の監視、効率性についての改善提案、不正や腐敗の摘発などを担う。SECに常駐する監察官は、これまでも複数の報告書でSECの経済分析の手法や携わる組織に関する問題点を提示してきた⁵⁹。

2024年11月に公表されたOIG (2024)は、SECの規則策定プロセスにおける経済分析・CBAの質が法的リスクに直結しており、SECは規制の有効性を確保するために司法審査が及ぼす影響に対処する必要性が生じていると指摘する⁶⁰。若園 (2016)は、DC巡回区控訴裁判所の3つの司法判断が⁶¹、前節のSECの組織改正や実務ガイドラインの導入をもたらした要因

の1つとして挙げたが、OIG (2024)が注目する近年の4つの裁判事例は、直近のSECの規制行動に対する司法的挑戦の具体例となる。

これら4つの裁判事例を図表7でまとめた。

①から③の判決でSEC規則は無効化されている。その判決理由をみると、判例① (2023年10月判決)は、規則策定における経済的影響 (CBA) の不備が理由となり、SECは、企業の開示コストや市場への影響を十分に定量的に評価していないと指摘されている、さらには、説明責任を果たしておらず実際の企業行動への影響に関するデータも欠如していると指摘されている。

判例② (2024年2月判決)では、SECの法的根拠が不十分で明示的な議会からの授權がないと判断されており、また、適切なCBAを欠き業界からの反対意見への対応が不十分、かつAPA (Administrative Procedure Act) の要件を満たしていないことが理由に挙げられている⁶²。プロキシ・アドバイザーの活動が必ずしも投資者への虚偽・誤導を含むとは限らないとの指摘

図表7 OGC (2024) の4つの裁判事例

① Share Repurchase Disclosure Modernization (2023年3月最終規則化) Chamber of Commerce v. SEC (5th Cir, 2023年10月判決)
② Exemptions from the Proxy Rules for Proxy Voting Advice (2020年7月最終規則化) Institutional Shareholder Services, Inc. v. SEC (D.D.C, 2024年2月判決)
③ Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Reviews (2023年8月最終規則化) National Association of Private Fund Managers v. SEC (5th Cir. 2024年6月判決)
④ The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors (2024年3月最終規則化) Iowa v. SEC, No. 24-1522 (8th Cir. 2024) 等, 合議審で審理中 (本稿執筆時点)

59 OIGは2011年から2013年にかけてSECのCBAに関する4本の報告書を開示している。詳しくは若園 (2016)を参照されたい。
60 またOIG (2024)は、この分野に関して監査中であり、2025年度中に監査報告書を提出する予定である (本研究執筆時点で当該監査の報告書は公開されていない)。この監査においてOIGは①利害関係者が意見を表明する機会の提供、②提案規則の競争、効率、資本形成への影響の評価と文書化、③適切なスキルと経験を有する職員による規則策定への関与、を重点としている。

61 注20を参照。

は、実務ガイドラインの最初のステップである「規制・規則策定の必要性を特定」の遵守に疑問符が付けられていると言えよう。

判例③(2024年6月判決)は、当該規則がSECの法的権限を逸脱しており、SECが詐欺の存在やリスクを十分に特定せず、また説明が欠けていることを理由とし、この規則が詐欺と合理的に関連していないと指摘している⁶³。

最後に④の気候変動リスク情報の開示規則に関しては、本研究執筆時点において複数の訴訟が第8巡回区連邦控訴裁判所に統合されて裁判中である。SECは2024年4月に規則の執行を自ら差し止めていたが、2025年3月27日の委員会において裁判では規則の擁護を行わないことを決議し⁶⁴、当該規則を事実上放棄している。当時の委員長代行であったマーク・ウエダはその理由として、規則導入がもたらすコストが過大であり資本市場と経済に重大な損害を与える恐れがあることを挙げている⁶⁵。本稿の最後で、当該規則の経済分析について若干の検証を付与している。

規則が無効化された3つの判決をみると、実務ガイドラインに照らしてSECの規則策定に問題があった可能性がある。合わせて、本研究と同様にSECの規則策定の経済分析を取り扱った若園(2016)と比較して、CRSやOIGが指摘するように、司法審査が及ぼす影響の重要性も増していよう。特に2024年のシェブロン法理を否定する連邦最高裁判所の判決により、厳格な司法審査を前提とした規制策定が要求されることとなり、SECを囲む環境が変化している点は重視すべきである。この連邦最高裁の判決は、2024年6月の「Loper Bright事件」および「Relentless事件」に対する判決であるが⁶⁶、OIG(2024)はこの判決を受けてSECは将来の規則策定においてより強固な「行政記録」としての根拠(例えば経済分析、意見募集対応)を整える必要性が高まったと報告している。

本項の最初の繰り返しとなるが、このような司法審査は有効であるのか?外部からの評価分析を可能とするためには、規制策定における情報開示が必要条件となるが、これまでのSEC

62 SECは2つの点で恣意的かつ気まぐれな行動(Arbitrarily and Capriciously)をとったと批判されている。第1に、通知・認識条件は議決権行使助言の適時性と独立性にほとんど、あるいは全くリスクをもたらさないという、SECが以前に下した事実認定を無視するという決定について十分な説明を怠った。第2に、これらのリスクが当該規則の下でなぜそれほど重大であり、規則の撤回を正当化するのかについて、SECは合理的な説明を怠っている。

63 プライベートファンド・アドバイザーの規制を強化し、大幅な新たな開示要件を課し、プライベートファンド業界における幅広い活動を制限したことは、1940年投資顧問法Sec.211(h)およびSec.206(4)に基づく法定権限を超えていると指摘する。この規則無効化の判決で重要なのは、第5巡回控訴裁判所が判決に至るにあたり、1940年法のSec.211(h)に基づくSECの権限は個人投資家に限定され、Sec.206(4)に基づく規則を公布するためには、SECは詐欺行為との合理的な関連性を明確に示し、当該規則がどのように詐欺を防止するように設計されているのかを説明する必要があると裁定した点であろう。

64 ただし民主党系のクレンショウ委員はこの決定を強く非難している。

65 SECは、2025年6月12日にポール・アトキンス新委員長の下で、ゲイリー・ゲンスラー前委員長が策定した14の規則を破棄している。これら14の規則には、証券市場の包括的な改革を意図した主要な規則も複数含まれている。このようなSECの行為に政治的な判断が影響していることは否めないであろう。

66 連邦最高裁判所は、2024年6月28日に「Loper Bright Enterprises v. Raimondo」と「Relentless, Inc. v. Department of Commerce」を統合して審理し、単一の判決を下した。この判決において1984年の「Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc.」判決で確立されたシェブロン法理(Chevron Doctrine)を6対3の判決で覆した。最高裁はAdministrative Procedure Actの下で、裁判所は法律の解釈において独立した判断を下す責任があり、単に法律が曖昧であるからといって行政機関の解釈に従うべきではないと判断し、この判決によってシェブロン法理は廃止されたと解釈される。シェブロン法理に基づくSEC等の行政機関への裁量の尊重(Chevron Deference)が廃止された結果、裁判所がより厳格に規則の法的正当性を審査することが予想される。

はこのような情報の生産や開示には消極的であった。この点について Coates (2015) は、①経済の外部性、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を挙げて、情報として考慮すべき非市場財を測定することが困難であると指摘する。正確で信頼性のある定量的分析が依然として実現不可能であるため、金融規制における定量化されたCBAに対する司法審査が、そのコストを上回る利益をもたらすとは考えにくいと述べている。また Baudot & Wallace (2023) が分析するように、SECのCBAは形式的には客観的で証拠に基づくものとされているが、実際には政治的意図を反映し、特定の規制決定を正当化するためのディスコースとして使われている。この指摘が真であるならば、SECの経済分析(CBA)が司法審査の対象となることで、政治的な考慮事項が生じるという異なる性質も指摘される。

4. まとめにかえて：

ゲンスラー時代の規制の検証

本研究は若園(2016)と同じテーマを設定して、それ以降のSECの規則策定における経済分析を扱い、近年の政治的な影響と司法審査が強化される問題点について論じた。特に2024年の連邦最高裁判所の判決により、SECの規則策定が司法審査に更なる対応を強いられること

は、資本市場の公正性や効率性の維持を考えるうえでも好ましくない。SECの規則策定は、単なる正当性の装置ではなく、本質的な証拠に基づく政策手段となることが求められる。

最後に本節では、ゲンスラー時代の規制を取り上げ⁶⁷、元DERA室長の批判を踏まえながら、2012年の実務ガイドラインに照らして主要な規制を確認する。

4.1 元DERA室長の批判

SECのDERAでチーフ・エコノミスト兼室長を担っていたグレッグ・ルイスは⁶⁸、2012年の実務ガイドラインの目的は、経済分析に関する司法上の異議申し立てからSECの規制を保護することであったと述べている。またこのガイドラインにより、経済分析に関してDERAのチーフ・エコノミストの同意が義務付けられている⁶⁹。2024年の最高裁判所の判決は、SECの規則策定の法的権限を明確とする必要性を高めているが、現時点では実務ガイドラインの真摯な実践は依然として司法審査への有効な対応策であり続けている。

ルイスは米国証券業金融市場協会(Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA)のウェブに掲載したブログにおいて⁷⁰、2022年12月にSECが提案した「Regulation Best Execution」の経済分析に言及し、①具体的な市場の失敗の特定が行われておらず、②分析に用いられたデータに説得力がなく、③分析

67 ただしSECは、2025年6月12日にゲンスラー時代に提案された14の提案規則を撤廃している。これらには予測データ分析の利用時の利益相反の防止や、投資アドバイザーや投資会社によるESG投資関連の情報開示、Reg. NMSの改正、最良執行規制の改正、個人投資家のオーダーへの競合適用、Reg. ATSの改正などが含まれており、ゲンスラー時代の肝いりの規則提案が軒並みに廃案とされた。政治的な影響がSECの行動に強く影響していることの証明となろうが、このような問題は別稿での課題としたい。

68 注50を参照。

69 「Enhancing SEC Rulemaking Through Rigorous Economic Analysis (2024年4月17日)」(<https://www.sifma.org/resources/news/blog/enhancing-sec-rulemaking-through-rigorous-economic-analysis/>)

70 SIFMAは米国の証券業の業界団体。

が推測に基づいていると批判している⁷¹。また SIFMA のポッドキャストでは⁷²、ゲンスラー時代に提案された複数の規則で市場の失敗が実証的に説明できておらず、経済的な動機よりも政治的な動機が強いようにみえたと述べ⁷³、①市場の失敗や解決しようとしている問題を特定する方法がない、②それを実証的に裏付けることができない、という2つの問題があると述べている。この他、公開されるデータの問題や、コメント・ピリオドが短すぎる問題、SEC が規則策定にかかる時間を短縮するために単純化した経済分析を行っているのではないかとの推測を示している。SEC の規則策定は、後退していたのであろうか？

4.2 気候変動リスク情報の開示規制

気候変動リスク情報の開示規則「The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors」の経済分析について⁷⁴、2012年の実務ガイドラインに照らした若干の検証を加えてみよう。前節のOIG (2024) が掲示した4つの規則の1つであり、ゲンスラー時代に公開された規則の中でも、複数分野

から訴訟・政治攻撃・業界反発を受けた点で、最も象徴的かつ批判の強度が大きかった規則と言える。

この規則は複数の共和党系の州政府（および司法長官）や米商工会議所（U.S. Chamber of Commerce）や民間企業等から提訴されている⁷⁵。規則の反対派が掲げた主な提訴理由は、①連邦議会の明確な委任を受けずにSECが法的権限を拡大している（Major Questions Doctrine の適用）、②SECの基本法は気候や環境に関する開示義務を記していない（SECの権限超過）、③CBAの合理性の欠如（主にAPA違反）、④合衆国憲法の修正第1条が記す表現の自由の権利を侵害しているなどである⁷⁶。これらはOIG (2024) が記す4つの判例と類似しており⁷⁷、典型的な提訴理由となる。このうち連邦議会からの授権やSECの権限超過に関しては、前節で述べたように2024年の連邦最高裁判所の判決（シェブロン法理の否定）により、従来よりも厳格な司法審査を受ける可能性がある⁷⁸。

それでは以下で当該規則の経済分析について、実務ガイドライン（図表3）に照らしてみ

71 「Rethinking the Economic Analysis in the SEC's Best Execution Proposal (2024年8月6日)」 (<https://www.sifma.org/resources/news/blog/rethinking-the-economic-analysis-in-the-secs-best-execution-proposal/>)

72 「The Flawed Economic Analysis Underpinning SEC Rule Proposals (2024年9月16日)」 (<https://www.sifma.org/resources/news/podcasts/the-flawed-economic-analysis-underpinning-sec-rule-proposals/>)

73 本来のSECの規則策定はボトムアップ式で行われていたはずが、ゲンスラー時代はトップダウン式での規則策定が複数確認されたとの指摘。

74 2022年3月21日に提案規則が開示され、2024年3月6日に最終規則が公開されている。若園 (2023) は提案規則の細部について分析を加えている。

75 ウェスト・バージニア州やテキサス州、オハイオ州などの共和党系の25の州が、第5、第6、第8、第11巡回区連邦控訴裁判所に提訴をした。また米商工会議所はDC巡回区控訴裁判所に提訴、Liberty Energy等は第5に提訴している。これらは後に第8に審議が統合されている。

76 一方で、Sierra Club Foundationなどは、SECの最終規則が提案規則では含まれていたScope 3の開示を除外したことに対して、合理性を欠いており、かつ、その説明が不十分かつであることを理由としてDC巡回区控訴裁判所に提訴をしている。

77 SECは2024年8月6日に「On Petitions for Review of an Order of the Securities and Exchange Commission」を第8巡回区控訴裁判所へ提出し、規則策定の権限など規則の有効性を主張している。このSECの反論については鈴木 (2024) が詳細に報告している。

78 ただし、この2024年の連邦最高裁判所の判決が今後の控訴裁判所の判断に与える具体的な影響や、SECの規則策定の方法等に与える影響は現時点では未定である。

てみよう。ここでは、前述した元 DERA のリスの批判を踏まえて、実務ガイドラインのファースト・ステップが求める分析を検討対象に取り上げる。

SECは新たな開示規則を必要とする理由として、①気候変動リスク情報に対する投資家のニーズの増大⁷⁹、②既存の開示では情報が不十分であり統一されていない、③気候変動リスクが企業経営に与える影響が増している等を提案規則で挙げている。これらに関して、若園(2023)の繰り返しになるが、すでに企業(発行体)は33年法および34年法の規則により、気候関連を含めて重要な情報はすでに開示義務の対象となっている⁸⁰。そのため、追加的な法定開示には重要性の基準(Materiality Standard)を踏まえた説明が必要となり、単なる投資家のニーズをもって開示を請求することは適当ではない⁸¹。さらには、開示対象とする情報の計測や予測には相当の不確実性が伴うため、情報の規格や基準の統一の要求にはこの分野に関する専門的な知見が必要となろう⁸²。若園(2023)は提案規則を分析対象としているが、最終規則を読んでも同様な疑問が残る。

実務ガイドラインが求める市場の失敗について、SECは①情報の非対称性と②外部性から分析結果を提示している。第1に情報の非対称

性についての説明では、33年法や34年法に従った開示情報や自主的に開示されている情報は(投資家が求める情報と比較して)不十分かつ断片的であり、他社との比較が容易ではなく、自主的に開示される情報は信頼性に劣る。気候変動リスクに関して情報の非対称性が存在するため、投資者保護が充分とはならず、結果として資本市場の効率性が低下する(投資コストの増加)と主張する。しかしながら、この仮説を裏付ける実証的証拠は示されていない⁸³。最終規則の「IV. Economic Analysis」においても、その論拠は機関投資家やNGOが提案規則に寄せたコメントに依存している。

第2の外部性について、気候変動がもたらすシステミックリスクを補助的な位置づけで挙げている。このリスクは、気候変動が引き起こす物理的なリスク等は、例えば大規模災害によるサプライチェーンへのダメージや、融資先が気候変動によって被るリスクが銀行のバランスシートに与える影響などを挙げている。個別の企業を超えて金融システム全体に波及する可能性を外部性としている。ただしこの外部性について、SECは自らが管理するリスクではないとの認識を示しつつ、Financial Stability Oversight Councilの報告書を引用する程度に留めている。

79 SECがESG投資などにおけるグリーンウォッシュを問題視して2023年9月に「Investment Company Names (ファンドネーム・ルール)」を適用しているが、この規則が提案された途端に米国内でのESG投資が大きく減少した。本当に機関投資家は気候変動に関するリスク情報を必要としているのか？

80 33年法のRule 408および34年法のRule 12b-20など。

81 そもそも、ドナルド・トランプ2次政権の反ESGの方針を受けて、ブラックロックを初めとする機関投資家は米国内でのESG投資の必要性を掲げなくなった。これは科学的に検証された気候変動の危険性を無視する暴挙とも言えるが、投資家からの明示的な要求が消えた状態ではSECの規則策定の必要性は支持できない。

82 本来であれば、環境保護庁(U.S. Environmental Protection Agency)などによる専門機関のコンサルタントを受けて規則策定を進める必要がある。しかしながら最終規則でも、この専門性に関する部分はTCFDやGHGプロトコルなどの外部基準に依存している。それ故に、SECは専門外の規制を策定しているとの批判を受けている。そもそもこれら外部基準は投資家による比較可能性を担保できているのか疑問であるし、外部基準が変更された場合にはSEC規則の実効性や有効性が相当の影響を受ける危険もある。

83 外部の学術論文の実証結果等も提示されていない。

確かに大きな気候変動によって引き起こされる市場の失敗（災害）は重大であるが、SECの開示規制により、このようリスクの何がどれほど軽減されるのであろうか、との疑問は生じる。実務ガイドラインが求める「規則により解消する問題（市場の失敗）」の特定に応じた実証は欠けており、またその説明も充分ではない。

この規則が提案された時期は、米国を含めてグローバルに気候対策を進める気運が高まっており、特にバイデン前政権は気候変動対策を重視していた。SECの規則策定に政治的な課題が持ち込まれていたことが推測される。このような政治的な要求を規則策定に持ち込むことは、基本法や連邦法が課す法的義務を副次的とする恐れがあり、実務ガイドラインの実践を不十分とする可能性がある。その結果、ゲンスラー時代の規則策定は司法審査への防御力が落ちたのではないか。SECの経済分析には、組織・制度の両面からの再検討が必要であろう。

引用文献

鈴木裕 (2024) 「米国 GHG 開示規則に関する SEC の主張」『大和総研レポート・コラム』, 2024年9月4日。

若園智明 (2016) 「米国証券規制の経済的価値：現状と検証」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第96号, 1-20頁。

若園智明 (2023) 「米国における気候変動リスク情報の開示規制：新領域への規制アプローチ」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第124号, 137-156頁。

Baudot, L. and Wallace, D. (2023), "Political Grammars of Justification and Cost-Benefit Analysis

in SEC Rulemaking," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.42, Issue 6, pp.1-19.

Becker, B. *et al.* (2013), "Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable Challenge," *Journal of Law and Economics*, Vol.56, No.1, pp.127-160.

Bombardini, M. *et al.* (2024), "Measuring the Costs and Benefits of Regulation," *NBER Working Paper*, No.32955.

CCMR (2013), *A Balanced Approach to Cost-Benefit Analysis Reform*, October.

CCMR (2024), *Rapid Pace of SEC Rulemakings Continues & Litigation Ramps up to Historic Highs*, October.

Coates, J. (2015), "Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications," *Yale Law Journal*, Vol. 124, No. 4, pp. 882-10345.

CRS (2012), *Independent Regulatory Agencies, Cost-Benefit Analysis, and Presidential Review of Regulations*, November, R42821.

CRS (2016), *Methods of Estimating the Total Cost of Federal Regulations*, January, R44348.

CRS (2023), *Independence of Federal Financial Regulations: Structure, Funding, and Other Issues*, August, R43391.

CRS (2024), *Cost-Benefit Analysis in Federal Agency Rulemaking*, October, IF12058.

Ellig, J. and Peirce, H. (2014), "SEC Regulatory Analysis: "A Long Way to Go and a Short Time to Go There," *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 8, Issue. 2, pp. 361-437.

Ellig, J. (2020), "Improvements in SEC Economic Analysis after Business Roundtable: A Structured Assessment," *Florida State University Business Review*, Vol. 19, pp.51-94.

GAO (2011), *Dodd-Frank Act regulations: Implementation Could Benefit from Additional Analyses and Coordination*, November, GAO-12-151.

- Geoffroy, R. and Lee, H. (2021), "The Role of Academic Research in SEC Rulemaking: Evidence from Business Roundtable v. SEC," *Journal of Accounting Research*, Vol. 59, Issue 2, pp.375-435.
- Lee, A. (2015), "SEC Rules, Stakeholder Interests, and Cost-Benefit Analysis," *Capital Markets Law Journal*, Vol.10, No.3, pp.311-328.
- Leuz, C. (2018), "Evidence-Based Policymaking: Promise, Challenges and Opportunities for Accounting and Financial Markets Research," *NBER Working Paper Series*, No.24535.
- Nagy, D. (2015), "The Costs of Mandatory Cost-Benefit Analysis in SEC Rulemaking," *Arizona Law Review*, Vol.57, Issue 1, pp.129-160.
- OIG (2024), *The Inspector General's Statement on the SEC's Management and Performance Challenges*, November.
- Revesz, R. (2017), "Cost-Benefit Analysis and the Structure of the Administrative State: The Case of Financial Services Regulation," *Yale Journal on Regulation*, Vol.34, Issue2, pp.545-600.
- Rose, P. and Walker, C. (2013), *The Importance of Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation*, U.S. Chamber's Center for Capital Markets Competitiveness, March.
- Schwartz, J. and Nelson, A. (2016), "Cost-Benefit Analysis and the Conflict Minerals Rule," *Administrative Law Review*, Vol.68, Issue 2, 287-357.
- Verret, J.W. (2013), "Economic Analysis in Securities Enforcement: The Next Frontier at the SEC," *University of Cincinnati Law Review*, Vol.82, No.2, pp.491-504 .
- White, J. (2016), "Quantified Cost-Benefit Analysis at the SEC," *Administrative Law Review Accord*, Vol.2, No.1, pp.53-79.

(当研究所理事・主席研究員)