

米国「資本市場規制に関する委員会」の 第一回報告内容

杉田 浩 治

米国では○六年九月二二日に、「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二〇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。

同委員会は第一回報告書を○六年一月三〇日に発表した。本レポートは一五〇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

んだうえ三三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など(二月一八日現在)を簡単に記述したうえ、報告書の詳細な内容を掲げ、さらに二月中旬に発表されたSEC等の規制緩和提案の概要を記した。

一、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。

- ① サーベンス・オクスレー（SOX）法四〇四条の運用方法（実施規則）を緩めるべきである。
- ② 監査法人・社外取締役等の責任を軽減すべきである。
- ③ 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。
- ④ 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。
- ⑤ 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。

- ⑥ 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。

二、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・コストが〇二年から〇五年にかけて二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委員の一人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法が制定される六年前の一九九六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一回報告（株式市場に焦点をあてたもの）であり、今後二年間のうちに、投信、デリバティブ市場に

ついでにレポートを発表する予定であるとしている。

三、報告書の内容

(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、八七年のブラック・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ことを目的としたチームである。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。九九年に「ヘッジファンド、レバレッジ、そしてLTCMの教訓」、同じく九九年に「店頭デリバティブ市場と商品取引法」、〇六年に「テロ・リスク保険」についてレポートを発表している。

(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。二〇〇〇年時点で全米公開企業の雇用の四〇%は、かつてVCが育成し八〇年代、九〇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〇五年に一兆ドル(うち証券業界が一七五

○億ドル)を超え、GDPの八・一%を占めるに至っている。金融サービス産業は○五年に約六○○万人(うち証券業界が約八○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。

(イ) 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○五年現在約5○%であり、○○年のピーク六○%より減少しているが、一○年前の四七%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。

九○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)の四八%を吸収していた。しかしその後、シェアは低下を続け○五年には六%(○六年は九月までで八%)に落ち込んだ。逆にロンドンのシェアが過去三年間に5%から二五%に上昇している。

また○五年の世界の最大二五件のIPOのうち二四件は米国外で実施され、○六年の現在に至る最大一○件のIPOのうち九件は米国外で行われた。

(ロ) 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。○五年に外国企業はルール一四四A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)で一八六件の株式発行を行い

八三〇億ドルを調達した（これに対し、公募によるものは三四件、五三億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るが、本委員会は、「私募であればデイ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一九三三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。過去三年間の株式公開買付の二五％は公開企業の非公開化に伴うものであった。この資金のフアイナンスにプライベート・エクイティ・ファンドが〇五年の一年間だけで二〇〇〇億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えるべきであろう。

(ハ) 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①資本コスト、②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、の二つによつて決定される。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にともなう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

場にくらべ低下している理由は四つある。その四つとは①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、②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、③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、④米国公募市場を統制する法的枠組みの、外国および私募市場との違いである。

上記のうち①から③については米国政策当局ができることは少ない。しかし④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。

(イ) 規制・訴訟の負担

・大機関投資家向けのルール一四四A市場において、証券発行者が一九三三年法および二

〇〇二年サーベンス・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。〇五年には米国における外国企業の株式発行の九〇%（金額ベース）は私募市場において行われた。九五年には公募対私募の割合は五〇対五〇であった。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に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・訴訟にもなつ負担が公募・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九五年の一億五〇〇〇万ドルから〇五年には三五億ドル（年末のワールドコムの六一億ドルを含まない）に上昇しており、米国の役員保険の保険料率は欧州の六倍である。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ある。

・SOX法四〇四条実施にともなう企業のコストは、実施初年度の〇四年に一社平均四三六万ドルに達した。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上場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る。

(ロ) 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、

典型的な一億ポンド（一億八七〇〇万ドル）

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八万五〇〇〇ドル（率にして〇・〇五％）であるのに対し、ニューヨーク取引所の場合は一五万三〇〇〇ドル（〇・〇八％）である。また上場後の年間フィームも高い。（図表1、2参照）

しかし、絶対金額でみ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。

・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・スプレッドは五・六％であり、英国の三・五％より六割高い（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

(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%

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三%、大規模発行の場合で〇・九三%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、発行株数の一〇—一五%以下を売り出すだけであるから、二・一%の引受手数料の差は発行株式全体に対して〇・二%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、九〇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

(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%	-	-

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。

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三〇〇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。〇五年一二月にSECはこの基準を緩める提案をしたが、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一〇％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五〇〇人以上の内・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」があるうから、本委員会は米国株主数の力ウントにあたって、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システマ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、システマ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システマ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、ルールをシステマ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るべきである。

(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・細か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發動し、その場合もそれを声高に公表することは行つてこなかった。

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ふ一罰百戒のねらいもあつたと言えよう。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つたのであり、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つてしまった。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、あつ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つたのに、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、認められている規則制定手

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つて、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つ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ぬこととし、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。○四年に行政が課したペナルティは四七億ドルに達した。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○・四〇五億ドルで米国の一〇〇分の一以下であった。このほか米国では民間のクラス・アクションにより三五億ドルの責任を生じている。

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。

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

(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%	4,048	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%

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二―三%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二五―三五%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つたとしても、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つた期間（通常一年以内）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、詳細な報告書を発表した後、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述べている。

・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) 規則一〇b-五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一九

三四年証券取引市場法規則一〇b一五に基づくものだが、この規則の解釈について異なる判例が出ており、規則一〇b一五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の徴収課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・オクスレー法三〇八条は、SECが被告企業から徴収した課徴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が徴収した徴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、これか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四ファクターの修正

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) 一〇A責任の明確化

一九三四年取引所法一〇条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規則一七六条を修正せよ

SECは、一九三三年証券法一一條(虚偽の登録届出書による民事責任)をうけて制定したSEC規則一七六条(「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SAS1
○ 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る。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ト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ト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
と考
える。

（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三分の一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、米国企業の五三％がクラシファイ

ド・ボードを採用しており、〇二年の六三％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のターゲットにならない限り、事前に株主の承認を必要とすべきであると提言する。もし当該企業がTOBのターゲットになつていない場合には、一方的にポイズンピルを採用できるが、採用から三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提言し、それが行われない場合に

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一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が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・オクスレー法四〇四条

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ぬこと」を規定した四〇四条の運用（実施方法）である。

四〇四条の目的は、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。そして、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。

四〇四条実施に伴う総コストは米国全体で〇四

年に一五〇—二〇〇億ドルに達したと推定されている。一企業平均でみると、Financial Executive International (FEI)の推定で、〇四年に四三六万ドル、〇五年に三八〇万ドルである。また企業規模別ではCharles River Associates (CRA)の推定で〇四年に小企業（株式時価総額七五〇〇万—七億ドル）が一二四万ドル、大企業（株式時価総額七億ドル超）が八五二万ドル、〇五年は小企業八六万ドル、大企業四七七万ドルとなっている。

SOX法四〇四条について、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、監査基準第二号（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。

(筆者注) 改正案の記載は省略)

(提言28) P C A O BおよびS E Cのガイダンスを補強せよ

本委員会は、S E CおよびP C A O Bが発表しているS O X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、改善後の四〇四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四〇四条を制定すべきである。

時価総額七五〇〇万ドル未満の小企業に対する四〇四条の適用方法については、まだS E C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、四〇四条について本提言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S E C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。

証券レビュー 第47巻第1号

(参考)「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	(ブライスウォーターハウス・クーパース、グローバルCEO)
	Donald L. Evans	(フィナンシャル・サービシズ・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、ゴツチャル・アンド・マンジェス、パートナー)
	Steve Odland	(オフィス・デボ会長)
	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)

(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四〇四条を適用除外とせよ。

外国企業がその本国で四〇四条と同様の(equivalent) 規制を受けていると証明できる企業に対しては、四〇四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四〇四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) 四〇四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。

四〇四条は実施後二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、四〇四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。

四、SEC等が規制緩和案を発表

米国SECは、〇六年二月一三日から一八日にかけて、米国資本市場の規制を緩和する提案および決定事項の発表を行った。これは必ずしも「資本市場に関する委員会」の提言を受けて行ったものではない(以前から検討を進めていたものである)が、提案・決定の中には、SOX法四〇四条実施方法の見直しなど「委員会」の提言に含まれていた事項も入っている。

また、PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board) 公開会社会計監査委員会)も、SECのSOX法四〇四条実施方法の見直し提案をうけて二月一九日に監査法人の企業内部統制監査基準第二号(AS2)の変更案を発

表した。

SECおよびPCAOBのプレス・リリース等に基づき規制緩和案などのポイントを紹介すると次の通りである。

(1) SOX法四〇四条関係

① SECが四〇四条解釈指針（ガイダンス）を

提案（二月一三日発表）

(イ) 提案の内容

SECは、公開企業が財務報告に関する内部統制の有効性を評価するにあつての四〇四条の解釈指針（ガイダンス）を新たに提案した。企業がこれに沿つて有効性評価を実施してもよいし、または従来（〇三年六月五日施行）の規則に則つて実施しても良いことにすると提案している。

提案されたガイダンスは、「リスク」と「重大

性」に着目したプリンシプル・ベースのガイダンス（細かい規則よりも原理・原則を示してその遵守を監視する方式）を導入している。

具体的には二つの原則を重視するとしている。

第一に、「内部統制システムが、財務諸表の重大な (material) 虚偽記載を防げない、あるいは発見できないことになっていないか」を判定・評価しなければならぬ原則であり、第二は、企業経営者が当該企業の特異性や置かれた環境などに基づき財務報告の信頼性について大きなリスク (the greatest risks) をもたらす分野・事項を把握して、それについての内部統制をチェックする原則である。

言い換えれば、経営者に要求されることは、当該企業の財務報告に重大かつリスクの大きい影響をもたらす分野・事項を決定・認識し、それに関わる内部統制を実施・評価することである。提案

されるガイダンスはその方法論などについて言及する予定、としている。

上記のガイダンス案について、SECはFederal Register に発表後六〇日間パブリック・コメントを受け付けるとしている。

(ロ) ガイダンス提案についての関係者の評価
SECのCOX委員長はプレス・リリースの中で「企業経営者がより能率的、費用効率の高い内部統制評価を実施出来るようになり、投資家も企業のコスト低下のメリットを受ける」と述べているが、一月二三日付ウォール・ストリート・ジャーナル紙も「企業経営者は財務諸表に関わるリスクの小さい事項をチェックする必要がなくなる」と報じた。

また一月一四日付ワシントン・ポスト紙は「SECスタッフは、企業規模・業務内容の複雑性 (complexity) など企業の実情に応じた評価

方法の開発を促進するものだ」と述べている」と伝えた。

さらに「NYSEおよびNASDAQもSECの決定はSOX法の規制コストを低減させることになる」と新提案を支持する声明を発表した」と、一月一四日付Investment News.comは伝えている。

② PCAOBが内部統制監査基準第二号 (AS 2) の変更案を発表 (一月一九日発表)
PCAOBは、従来の監査基準二号に代わる新しい基準の案を発表した。

PCAOBのプレス・リリースは、「新基準は監査法人が重要事項に集中して監査業務を行うよう設計されたプリンシプル・ベースの基準である。このため、目的達成にあたって不必要な手続きを削除するとともに、基準を簡明化・短縮化している。また、重大な欠陥 (significant defi-

ciency)、重大な弱点 (material weakness) などの定義を改正する。」と述べている。

またPCAOBのOlson会長は、「新基準はSOX法実施後二年間の経験を踏まえて作成したものであり、監査業務がより効率的に、リスク・ベースにより、かつ対象企業の規模や複雑性 (complexity) にフィットした方法で実施されることになる」と述べている。

なお、この変更案は、七〇日間 (〇七年二月二六日までの) パブリック・コメント受付期間を経た後、PCAOBが最終案を採択したうえで、SECの承認を得るといふ運びになる。

③ 小規模企業へのSOX法四〇四条の適用を再延期する (一二月一五日にSECが最終決定) 時価総額七五〇〇万ドル未満の企業についてのSOX法適用時期を、「二〇〇七年七月一五日以降に終わる決算期から」と予定していたが、これ

を「二〇〇七年二月一五日以降に終わる決算期から」に延期する。

(筆者注：これは①のような「提案」ではなく、採択 (決定) 事項である。)

(2) 外国企業の米国資本市場からの退出条件を緩和 (一二月一三日にSECが案を発表)

米国公募資本市場で資金調達を行った外国企業が、米国市場から退出する (すなわち一九三四年法一二条 (g) 項に基づく株式登録を終了し、同法一三条 (a) 項のもとの報告義務を終了する) 場合の条件について、現在は「米国株主が三〇〇人未満」となっているのを、「直近一年間の米国市場における取引高が、当該企業株式の主たる取引市場における取引高の五%以下となった場合」に変更する。

(筆者注：この変更の意味することについては、

一一八頁を参照。）

(3) その他

以上に述べたことのほか、SECは次の提案または決定を行っている。

① ヘッジファンドその他の私募ファンドについて、個人の購入適格・資産基準を「保有純資産一〇〇万ドル以上」から「二五〇万ドル以上」に引き上げる（二月二三日に提案）。なお二月一三日付ウォール・ストリート・ジャーナル紙によれば、SECのCOX委員長は「二五〇万ドル」の意味を「一九八二年に決められた一〇〇万ドルをインフレ修正した数字に近い」と述べている。

② 銀行の一部証券業務について「ブローカー登録」を免除する（二月一八日にFRBと共同提案）。

③ 企業が株主総会招集通知状をインターネットを通じて提供することを認める（二月二三日に決定）。

（すぎた こうじ・当研究所専門調査員）