

「企業の四半期利益予想の取り止め」などを提案

—「二一世紀における米国資本市場規制に関する委員会」レポート発表—

杉田 浩 治

(1) 「米国市場の競争力問題」の議論が本格化

米国では昨年来「米国資本市場の国際競争力低下にどう対処するか」の議論がつづいている。小

誌〇七年一月号でも紹介した〇六年十一月の「米
国資本市場規制に関する委員会」の報告、〇七年
一月のNY市ブルームバーグ市長とシューマー上
院議員の「NYおよび米国の世界における金融
サービスのリーダーシップの保持」と題するレ
ポート⁽²⁾につづき、三月二日には米国商工会議所
が昨年二月に設立した独立・超党派の「二一世紀
における米国資本市場規制に関する委員会」

(Commission on the Regulation of U.S. capital markets in the 21st Century) の報告と提言⁽³⁾
が発表された。

いずれも規制緩和を求める内容だが、今回公表
されたレポートは、必ずしも法令改正によること
なく規制当局や企業経営者の対応により早期に実
施に移せる提案を含んでいる(内容は後述)。

以上で、米国市場の国際競争力回復問題につい
て昨年来予定されていた三つの大きなレポートの
発表が終わり、米国ではいよいよ政策具体化に向
けての動きが始まると思われる。

三月三日にはワシントンでポールソン財務長官が主催して、グリーンズパン前FRB議長、ルービン元財務長官、大投資家ウォーレン・巴菲特、イメルトGE社長などを集めた「米国資本市場の競争力に関するコンフェレンス」も開かれた。ここでは「投資家保護」と「競争力保持」の両方が必要であるという点では出席者の意見が一致したが、SOX法の功罪など各論では意見が分かれたと三月一日付ウォールストリートジャーナル紙は伝えている。

また証券業界内部にも、ゴールドマンサックスが最近の調査レポートの中で「規制は確かに問題だ。しかしそれは米国資本市場の地位低下の主因ではない。米国以外の資本市場が拡大しているのは、各地の経済成長や市場の成熟化を反映しているもので自然の成り行きである。米国市場のシェアが下がっているのは（今に始まったことではな

く）数十年にわたって続いてきたことだ」と述べた（Business Week/Associated Press）と伝えられるように、「米国がダメなら外国で」収益源を開拓できる国際的大証券などの中には、米国の規制緩和について冷静な見方もあるようだ。

いずれにしても財務省関係者が三日のコンフェレンスを「政策変更につながるかもしれない議論のスタートである」（三月一日MSNBC/Associated Press）と位置づけているように、米市場の競争力を回復させるための政策論議は、議會をふくめて具体化に向けて本格化するようになっていると思われる。

(2) 「二一世紀における米国資本市場規制に関する委員会」レポートの内容

米国商工会議所によって〇六年二月に設立された「二一世紀における米国資本市場規制に関する

委員会」は、Arthur B. Culvahouse Jr. 氏（1、○○○人以上の法律家を擁する国際的法律事務所 O'Melveny & Myers LLP の代表）と William M. Daley 氏（JP Morgan Chase & Co. の副会長）の両氏がつとめる共同議長のもと、産業界・金融界等で活躍する一五人の委員が検討をすすめてきた。委員名簿は後掲のとおりであり、〇六年一月に報告書を発表した「米国資本市場規制に関する委員会」と異なつて学者を含まず実業家で固めている。

今回の報告書は、本体の全文が一七六ページにおよぶ膨大なものだが、前述の「米国資本市場規制に関する委員会」など他のグループが既に発表した提言との重複を避け、新たな提案を加えることを基本としており、「要旨(Executive Summary)」の中で「主要な提言」として掲げているものは後述の六項目である。

〔委員会の現状認識〕

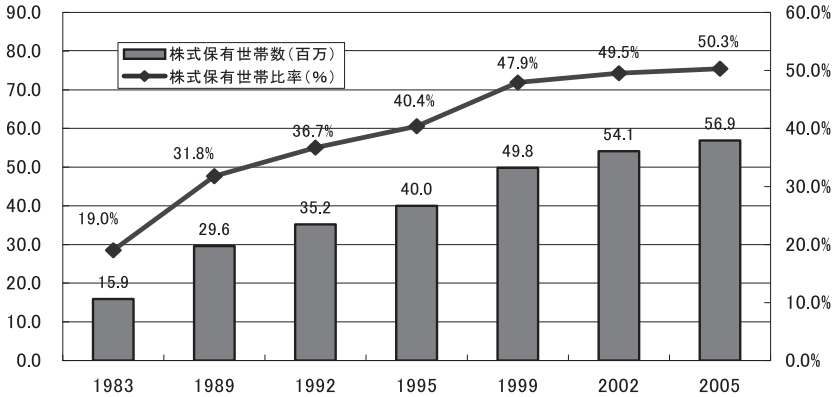
米国資本市場は、成長企業に対し必要な資本を供給するとともに、多数の家計に対し企業の成長に参画する機会を与えている。いまや米国の半数以上（五、七〇〇万）の世帯が株式あるいは株式投信を通じて資本市場に参加しているのである（別図参照）。

しかし、不幸なことに米国資本市場の競争力は圧力にさらされている。それは国際間の競争激化と、米国法制の近代化の必要性からもたらされている。過去二〇年間に市場は著しくグローバル化（企業、会計事務所、投資銀行、法律事務所そして今や取引所など全てが国際化）した。しかし米国法制は一九三〇年代に行われた改革以降七〇年もの間、大きな変革を遂げていないのである。

当委員会は米国の法規制について早期に抜本的

「企業の四半期利益予想の取り止め」などを提案

図表 米国における(株式投信をふくむ)保有世帯の増加



(注) 株式保有世帯比率は、米国の全世帯のうち株式(株式投信を含む)を保有している世帯の比率。
(出所) ICI/SIA Equity Ownership Survey; FRB, Survey of Consumer Finances; and U.S. Census Bureau

な修正が必要であると考え、投資家保護と資本形成の促進のため、次のような一連の提言をおこなう。これらは今直ぐに、過重なコスト負担なしに実施できるものである。

(主要な提言)

① 連邦政府による金融市場および市場参加者の規制方法を改革・近代化する

SECはOffice of Compliance Inspections and Examinationsを執行部局(operating division)に戻すなど、組織を再編成すべきである。また規制方針を変更するときは行政手続法の遵守により一貫したかつ統一的手続きを踏むべきである。そして、難題になる前に問題を解決するため、規制制定を必要するほどではない新たな問題が発生したときには、市場参加者に対し非公式なガイダンスを提示すべきである。さらに監視対象

会社・機関との開かれた対話を促進するなど、より慎重な (prudential) 監視方法をとるべきである。

② SOX法を一九三四年証券取引所法の中に組み込むことにより、その実施に関しSECが柔軟に対応できるようにする。

SOX法はおそらく、連邦証券関係法のなかで唯一、SECが規則や適用除外を定める権限を持っていない法である。その結果、SOX法の実施にあたってSECの性格・権限などについて疑問を生じさせ、関連する問題の取り扱いについてSECの柔軟性を制約している。これを改善するため、SOX法を一九三四年証券取引所法の中に組み込むよう議会は立法措置を講じるべきである。

③ 株式公開会社が利益予想の発表を止めるか、あるいは「四半期の一株当たり利益予想」の発表から「年間ベースの幅をもたした一株当たり利益予想」に切り替えるようにする。

当委員会は、全ての公開企業が「四半期ごとの一株あたり利益予想の発表」を取り止めることを真剣に考慮するよう提案する。利益予想を公表するならば、年ベースの、かつ幅をもたした一株当たり利益の予想とすべきである。いずれの場合も公開会社は四半期の実績発表の際に当該四半期の出来事のほかに、長期的事業戦略についての情報を公表すべきである。

現在、米国企業はあまりにも短期業績に焦点を当て過ぎていると当委員会は考える。短期目標を達成することにプレッシャーが掛かりすぎると、長期の付加価値の高い投資計画をないがしろにする効果を生んでしまう。

そして仮に企業が四半期利益予想の発表を止めようとしても、過去において利益目標を達成できなかった結果として四半期利益予想の発表をやめた会社が多かったため、四半期利益予想の発表をやめることが証券市場においてネガティブに受け取られてしまうという問題がある。

そこで当委員会は、公開会社全部が一斉に四半期利益予想の発表をやめれば短期業績へのこだわりを和らげ、また市場にネガティブに受け取られることを回避できるであろうと考える。企業が長期の価値創造に重点を置くことは投資家の利益になり、ひいては長期的視野にたった技術革新を促進することにより米国経済に利益をもたらそう。

〔参考〕 米国における四半期利益予想発表の経緯

と現在の企業経営者の考え方

報告書自体は、米国で上場企業が四半期利益の

見通しを発表するようになった経緯、現在の企業経営者の考え方などを紹介している。これによると、一九九四年以前においては四半期利益予想の発表は「将来予測にともなう法的責任問題」があつて制約されていた。しかし一九九五年に私的証券訴訟改革法“Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)”が制定され、企業が収入見通し、事業計画、利益見込みなどの将来見通しを述べることにつき、理解しやすい警告文言 (meaningful cautionary language) を付した場合のセーフハーバー (免責規定) を設けたことから、多数の企業が利益予想を公表するようになった。

マッキンゼー社の四、〇〇〇社を対象にした調査によれば、利益予想を公表する企業の数は一九九四年の九二社から二〇〇一年には一、二〇〇社に増加しその後もほぼ同レベルで推移している。

二〇〇六年末現在、SP500種株価指数採用企業のうち約三分の二の企業が四半期利益予想を発表している。

しかし二〇〇四年の全米経済研究所 (National Bureau of Economic Research, NBER) の調査によると、多数の企業が短期利益目標達成のために経済的価値を犠牲にしようとしている。たとえば四〇〇人の経営者を対象にした調査では、七八%の経営者が利益変動をなだらかにするために、調査・開発、宣伝、設備維持のための支出を削減すると答えている。

大部分の経営者は四半期利益予想を語ることに熱心ではない。しかし彼等は予想利益を達成できないことを心配し、また利益変動が大きいと利益の信頼性を低下させて株価に悪影響を与えるのではないかと恐れている。本当は多くの経営者は四半期利益予想を止めて長期の成長に焦点を当てた

いのだが、そうすると証券アナリストのフォーロウ対象から外れ、株価が下落してしまうのではないかと心配しているのである。

④ 米国および外国の政策立案者に対し、既に他の委員会等が提案している「会計監査人が壊滅的打撃をこうむる訴訟リスクを限定する」提案を真剣に検討することを求める。同時に当委員会は全国的に活動する監査会社が社内パートナーからだけでなく、一般投資家から資金調達できるようにすることを提言する。

すでに他の委員会等（〇六年一月に提言を発表している「米国資本市場規制に関する委員会」等）が提案しているように、大監査法人がまた消滅してしまうリスクを避けるため、議会・政府機関・市場参加者は、監査法人の損失に制限を設ける、あるいはセーフ・ハーバーを設けるなどの措

置をとるべきである。

あわせて当委員会は、州を超えた監査業務を容易にするため、特定の大規模監査法人を対象とする連邦公認制度をつくり、それに基づき監査法人が内部パートナー以外の外部株主から資金調達できるとすることを提案する。これにより大監査法人に十分な資金が流れ、またプライベート・エクイティ・ファンドなどの投資家が第五のグローバル監査法人の設立に動くかもしれないと考える。

⑤ 二人以上の従業員を雇用し、まだ退職プランを導入していない雇用主が、金融機関とタイアップして低コストの税恩典つき給料天引き積立プランを導入できるように新法を制定する。

当委員会は、給料天引きプランこそが勤労者の退職貯蓄を促進することになると信じる。現在、

従業員二人以上の企業で働いているフルタイム勤労者のうち数百万人もの人が退職プランを提供されていない。そこで当委員会は次のようなシンブルで雇用主負担の小さい退職貯蓄プランの導入を提案する。

・二人以上の従業員を雇用している雇用主は、従業員に退職貯蓄口座を提供する金融機関を選定する。

・雇用主は給料天引きにより従業員の拠出金を徴収し、選定した金融機関に送金する。

・従業員はいつでもこの仕組みから脱退（オプトアウト）できる。

・雇用主は雇用主拠出あるいはマッチング拠出ができる（強制ではない）。

・雇用主の責任は、金融機関の選択とその金融機関の健全性のモニター、金融機関への送金手続きに限定されるので雇用主コストは小さい。そ

の他の受託者責任は金融機関が負う。

当委員会は、この制度の導入は退職貯蓄を増大させるとともに、米國資本市場に流入する資金を増大させ、分散させることにより米國資本市場の強化につながると考える。

〔参考〕 米國の確定拠出年金加入率

報告書本体は米國人の年金プラン加入率が不十分だとして次の数字を挙げている。

- ・二〇〇五年現在、民間企業で働く二二歳～六四歳の全従業員のうち、企業主が年金プランを提供している企業で働いている人は五二・六％に過ぎない（すなわち米國民間企業勤労者の約半分は企業主から年金プランを提供されていない）。

- ・従業員一〇人～二四人の小企業ではさらに悪い状況にあり、小企業の全従業員のうち、年金プ

ランを提供している企業で働く人は二九％しかない。

- ・また、企業主が確定拠出年金プランを提供していても、それに加入（資金拠出）していない従業員も多い。二〇〇四年現在、企業主の提供する確定拠出年金プランに加入する資格がある従業員のうち、実際に加入していた従業員の割合は七五・七％であった。

- ・個人型退職貯蓄プラン（IRA）に至っては、拠出が認められる個人のうち実際に拠出を行った個人は二〇〇二年で一〇％に過ぎなかった。

⑥ 幾つかの制度に分かれている確定拠出年金制度（DCプラン）の統合により、一層シンプルな一個の四〇一（k）型プランを導入し、企業主の退職プラン採用の促進とポータビリティの向上を図る。

米国の退職貯蓄は近年、全体としては大きくなっているが、また退職後の所得を確保するために十分ではない。また制度が歴史的推移のなかで継ぎはぎ的に整備されてきた関係上、四〇一(k)、ロス勘定付き四〇一(k)、S I P L E (Saving Incentive Match Plans for Employees) / S I M P L E (Simplified Employee Pensions)などに分かれて複雑である。また非営利団体・地方公務員向けの四〇三(b)・四五七(b)プランなどは四〇一(k)プランと扱いが異なっている。

当委員会はこれらのDCプランを統合して一層シンプルな一個の四〇一(x)プランとすることを提案する。そうすれば雇用主のDCプラン採用を促進し、従業員にとってもポータビリティが向上すると考える。その結果、DCプラン参加者が増大するとともにDCプラン資産が拡大することに

なる。そして退職貯蓄資産の拡大は米国資本市場が全ての証券発行者を惹きつけることにも貢献しやう。

(注)

- (1) "Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation" http://www.capmktsreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf
- (2) "Sustaining New York's and the US's Global Financial Services Leadership" http://www.cinycny.us/html/om/pdf/ny_report_final.pdf
- (3) "Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century Report and Recommendations" <http://www.uschamber.com/publications/reports/0703capmarketcomm.htm>

(すぎた・ルビ・当研究所専門調査員)

(参考)「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」メンバー

共同議長：Arthur B. Culvahouse (法律事務所 O'Melveny & Myers LLP 会長)
William M. Daley (JP モルガン・チェイス副会長)

委員：John Bachmann (エドワード・ジョーンズ シニアパートナー)
John Bohn (グローバルネット・ベンチャー・パートナーズ会長)
Jim Copeland (デロイト・アンド・トーチウ USA 元 CEO)
Christine Edwards (ウinston・アンド・ストローン パートナー)
Peter Gilbert (ペンシルバニア州公務員年金制度 CIO)
Melody Hobson (アリエル・ミューチュアル・ファンズ社長)
Jim Johnson (パーセアス、LLC 副会長)
Mickey Kantor (マイヤー、ブラウン、ロウ・アンド・モー パートナー
元商務長官)
Eric Mindich (イトン・パーク・キャピタル CEO)
Rick Murray (スイス・リ 常務)
Don Nickles (ニッケルズ・グループ会長兼 CEO)
Robert Pozen (MFS・インベストメント・マネジメント会長)
Michael Ryan (21世紀の米国資本市場規制に関する委員会 事務局長
元アメリカン証券取引所専務)