

SEC規則に求められるコスト・ベネフィット分析

若園 智明

一、大統領選挙を振り返って

本年一月に実施された米国大統領選挙をもつて、バラク・オバマ大統領から、ドナルド・トランプ候補へとホワイトハウスの主の座が引き継がれることが決まった。

今回の大統領選挙は、予備選挙から続いたトランプ候補の放言や、ヒラリー・クリントン候補の複数のスキャンダル（メール問題、在ベンガジ大使館問題、クリントン財団に係わる便宜供与疑

惑）などが耳目を集めた。本選で嫌われ者同士が相まみえた大統領選挙は、米国史に残る珍事として記録されるかもしれない。

米国の金融規制を研究対象とする身として、新たな政権がどのような変化を資本市場にもたらすかに注目し、この大統領選挙を見てきた。

驚いたのは、本選が始まった七月に共和党と民主党から公表された「二〇一六年版の党綱領」に、共通してグラス・ステイガル法の再導入が記されていたことである。本稿の執筆時点で商業銀行業務と投資銀行業務の分離論が公式に復権す

るか否かは不明である。しかしながら、同時に実施された連邦議会選挙の結果、上院・下院ともに共和党が過半を維持したことを考えると、新年に発足するトランプ政権の同意が得られた場合、米国の大手金融グループの組織には大胆な変革が求められるかもしれない。

選挙後に大きな注目を集めるのは、あの「ドッド・フランク法（包括的金融規制改革法、以下DF法）」の扱いであろう。DF法は、リーマン・ショック後にオバマ大統領が主導し、民主党議員が中心に成立させた包括的な金融規制改革法である。当初から共和党議員の反発は強く、これまでも数多くのDF法修正案が連邦議会に提出されてきた。特に、大統領選挙本選前に下院の金融サービス委員会を通過し、連邦議会下院本会議での審議が大統領選挙後となっていた法案「フィナンシャル・ CHOISIS法」はDF法を全面的に見直

す法案である。先のグラス・ステイガル法の復権とは相反するようにも見えるが、トランプ政権が共和党主導の連邦議会と協調するのであれば、DF法は風前の灯火となろう。DF法の証券規制については若園「二〇一五」で詳しく論じている。

本稿では、米証券取引委員会（SEC）が担う証券規制について論じるが、この下院法案では、証券規則を経済的な合理性を伴って作成することを明確に求めている。つまりSECの新規則や規制的活動には、資本市場や市場参加者等にもたらす影響を経済的に分析することが義務として課せられるのである。その中心的手法は、コスト・ベネフィット分析（以下CBA）と呼ばれる。

SECは二〇一二年を契機として、内部組織の変更やエコノミストを増員させるなど、このようなCBAを含めた経済分析（規制影響分析と呼

ぶ)への対応をすすめてきた。本稿ではドナルド・トランプの時代を先取るために、SEC規則の経済分析の現状を簡潔にまとめる。本稿と共通の分析対象を、弊所の学術機関誌である『証券経済研究』二〇一六年一二月号でも掲載している。こちらの原稿は学術的かつ詳細な分析を載せており、なおかつ、一〇月に発布されたファンドを対象とする新規則を題材に使い、SECのCBAを検証している。こちらも参照願いたい。

二、米国証券規制の現状

(1) 行政命令としての大統領令

連邦行政機関の規制的活動に関する連邦議会の取り組みは、古くは一九〇二年の「河川および港湾法」まで遡ることが出来る。また、ニューデールの時期であった一九三六年の「食料管理

法」では、政府機関である陸軍工兵司令部に対して、ベネフィットがコストを上回る場合にのみ行動するよう求めている。

一方で大統領府(ホワイトハウス)の取り組みは、一九七一年にリチャード・ニクソン大統領が、連邦行政機関が新たな規制を提案する際には、その規制がもたらすコストのみならず、規制の代替案と代替案のコストを含めて提示することを求めたことが最初だと言われている。同じく七〇年代には、例えば、七四年にジェラルド・フォード大統領が新たな規制の検討に物価上昇へ与える影響への考慮を求めており、七八年にはジミー・カーター大統領が、連邦行政機関に代替的な規制手段の費用効果までも含めた規制分析を求めた。これらは、大統領からの要請としてのアプローチであった。

大統領府のアプローチが変化したのは、ロナル

ド・レーガン大統領（一九八一年一月から一九八九年一月）からであろう。下記で紹介するが、

レーガン大統領は行政命令である大統領令（エグゼクティブ・オーダー）を發布し、連邦行政機関の活動にベネフィットやコストの概念を導入した。注意すべきは、これらの大統領令が求める規制影響分析は、SECの他に連邦準備銀行制度（FRB）などが該当する独立規制行政庁（以下IRA）を対象から除外している。SECやFRBなどのIRAは市場の監督を司る機関であり、連邦議会などからの過度の干渉を避ける政治的な目的からも、その業務に対してはある程度の独立性が維持されている。

しかしながらこれまでSECは、提案する新規則の経済的な合理性に関して、十分ではないものの、ある程度の情報開示をボランティアに実施してきた。このSECの行動と大統領令との関係を

整理するために、下記で関連する主要な大統領令を述べる。

(i) 一九八一年レーガン・オーダー

IRAは対象外ではあるが、財務省など、現行の連邦行政機関の規則作成と規制的活動に適用されているCBAの礎となったのは、一九八一年にレーガン大統領が発令した大統領令一二二九一である。このレーガン・オーダーは、連邦機関が作成する規制や規則について、重要なものを規制影響分析の対象に指定し、また、行政管理予算局（OMB）に属する情報・規制問題室（OIR A）が公式にレビューする権限をOMBの局長に与えた。

このレーガン・オーダーは、SECなどのIRAを直接的な命令の対象から外している。しかしながらレーガン大統領時代には、一九八一年に当

時の副大統領であったジョージ・H・W・ブッシュが、大統領令が定めるCBAを含む規制影響分析を実施することをこれらIRAに要請し、SEC等はこの依頼を一旦は受入れている（短期でこの約束は反故とされた）。

(ii) 一九九三年クリントン・オーダー

一九九三年にビル・クリントン大統領が発令した大統領令一二八六六は、レーガン・オーダーの更新版であり、現在の連邦行政機関に課せられているCBAの根拠となっている行政命令である。

このクリントン・オーダーは、連邦行政機関が規制を導入するか否かの判断、および、その方法を決定する際には、使用が可能である規制の選択肢について、すべてのベネフィットおよびコストを査定することを求めている。また、連邦行政機関がその規制が規制の目的を達成する最適の手段

であると判断した場合においても、最善のコスト・ベネフィットを考慮した実施を求めている。

さらに、対象となる行政機関の重要な規制的活動も、OMB内のOIRAによって潜在的なコストおよびベネフィットの査定を受けなければならぬとされた。

しかしながらクリントン・オーダーにおいてもSECが該当するIRAは除外されており、現行の大統領令においてSECのCBAは義務ではない。

(iii) バラク・オバマ大統領の大統領令

オバマ大統領はクリントン・オーダーを引き継ぎつつ、補足的な大統領令を複数発している。

(a) 大統領令一三五六三

二〇一一年一月に発布された大統領令一三五六

三は、クリントン・オードガーの補足的な位置づけにある。各連邦行政機関は可能な限り正確に、現在および将来の規制のベネフィットおよびコストを定量化するために利用可能な最善の手法を用いることが命じられている。その他、既存の重要な規制についても定期的にレビューすることを求めている。大統領令一三五六三は、クリントン・オードガーが求めるCBAを、さらに強化していると言えよう。

しかしながら、この大統領令一三五六三でもSECなどのIRAは対象外のままとなっている。

(b) 大統領令一三五七九

注目すべきは、二〇一一年七月に発布された大統領令一三五七九であろう。この大統領令もIRAにCBA等を義務づける行政命令ではないが、その最初で、IRAも大統領令一三五六三の目標

に務めるべきであると記した。またIRAも対象に含めて、既存の規則について、その効果や適切性、過度に負担となっていないかなどを遡及的に分析し、緩和や合理化、拡大や見直しなどを考慮すべきと記している。

このように、現在の行政命令による規制影響分析の要求はクリントン・オードガーを活用しており、SECの証券規制は対象外となっている。しかしながら、上記のオバマ大統領が発令した補足的な大統領令によって、いわば努力目標としてのCBA等がSECにも求められてきたことは、SECに行動変化を促す環境を整えたと言いうことも出来よう。

(2) 外部から評価するSECの証券規制

外部からの評価分析を可能とするためには、規制の担い手である規制機関からの積極的な情報開

示が必要条件となるが、これまでのSECはこのような情報の生産や開示には消極的であった。この理由の一つとして、十分な情報開示を実施するためには、投資家の信頼や流動性などの市場的要因の他にも、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の非市場財の測定が必要であるが、これらは容易ではないことが挙げられる。

また上述したように、SECにこのような情報を積極的に開示させる法令面でのインセンティブも欠けている。それゆえに証券規制の外部評価は困難であった。

連邦政府機関には、連邦議会のいわば調査機関の機能を有する政府説明責任局（GAO）があり、このGAOは、政府機関の諸活動に関する調査・分析を担っている。連邦法である「議会評価法」は、SECを含めた総ての連邦機関が提示す

る提案規則をGAOの会計検査院長に提出することを求めている。

筆者は二〇一一年九月に、DF法に関連する調査を行うためにGAOを訪問した。その際に、DF法がSECに命じた複数の証券規制について議論をし、GAOによるSEC規則の査定についても質問をした。GAOによると、SECは新たな規則のベネフィットやコストの算出方法をGAOに対しても公開しておらず、そのため、GAOは提案規則や最終規則に記載されているそれらの数値や表記を確認するに留まっていた。そもそも、SECは公式なCBAのプログラム自体を保持していなかったようである。

このように、SECの証券規制に対して詳細な影響分析が明確に法的義務として課されていないことが、特に新たな規則がもたらすベネフィットやコストに関連する情報の作成や開示を妨げ、外

部からの評価検討を困難とする要因であった。しかしながら、SECの規則作成には「行政手続法」は適用され、同法が定める司法審査の対象にSECは含まれている。次に述べるように、行政手続法の基準および司法審査の存在がSECに行動変化を促した基礎的要因となっている。

三、二段階でのSECの行動変化

(1) SECの行動変化

SECが自らの新規則や規制的活動に対して、CBAを考慮するように行動を変化させている。直近でその契機と呼べるのは、二〇一〇年に成立したDF法であろう。DF法はSECに多くの新たな権限を与えており、このSECの権限拡大は連邦議会がSECを監視するインセンティブを高めたようだ。特に、第一一三回連邦議会（二〇一

三年一月から二〇一五年一月）では、規制のCBAをこれらIRAにも求める法案が多数提出されている。このような連邦議会からの圧力は、特に共和党議員が中心となって提出される法案（議会による監視強化の権限等）の他にも、両院の専門委員会におけるヒアリングや情報の追加的要求、議員による公的な批判に加えて、SECやCFTCの共和党系の委員を通じても直接的に注ぎ込まれている。

SECは大きく二つの段階を経てCBAを重視する姿勢を強めてきた。下記で述べるように、その第一は複数の連邦法の成立が契機となっている。第二は、民間団体等から起こされた訴訟を受けての変化であり、以下の司法審査がもたらした変化であると言えよう。

(2) 二つの段階

すでに述べたように、SECの証券規制におけるCBAは大統領令の直接的な対象ではなく、オバマ大統領の補完的な大統領令でも、ボランティアな勧めに留まっている。また連邦法上の取扱いを見ても、明確に規制影響分析が課せられていないわけではない。

しかしながら限定的ではあるが、淵田「二〇一三」等が指摘するように、IRAである金融当局に対して何らかのコスト分析を求める連邦法も存在する。一九八〇年の「柔軟規制法」は、規制が小規模な会社や団体に与える影響の評価を求めており、また、一九九五年の「書類事務削減法」は一般からの情報収集について、その正当性の表示を求める連邦法である。従来SECは、最初の規則提案時や最終規則の発布において、その経済分析(CBA)と共に、この二つの連邦法に基づい

た分析の記述を含めている。

SECの規制影響分析への取り組みの変化を考察すると、大きく二つの段階でSECに行動変化を促した要因を挙げることができる。その第一段階は、一九九六年の「全米証券市場改善法」や一九九九年のいわゆる「グラム・リーチ・ブライリー法(金融サービスマーケティング法)」の成立である。これら九六年法等がSECの基本法である三三法や三四年法、四〇年法に追加した条文は、SECの規制的活動に効率性や競争、資本構成を促進させるか否かを考慮することを求めた。これは、SECが規制影響分析を重視した行動へと変化する下地になったと言える。

第二段階は、民間のロビイング団体がSECを相手に起こした訴訟の判決であり、司法の審査がもたらした要因であると言える。SECが作成する規則は、行政手続法の定めにより司法による審

図表1 SECの基本法

基本法および該当箇所		修正法
1933年証券法	Sec. 2 (b)	96年法 Sec.106(a)注 ¹⁾
1934年証券取引所法	Sec. 3 (f)	96年法 Sec.106(b)
〃	Sec.23(a)(2)	
1940年投資会社法	Sec. 2 (c)	96年法 Sec.106(c)
1940年投資顧問法	Sec.202(c)	99年法 Sec.224注 ²⁾

注1) 96年法は全米証券市場改善法。

注2) 99年法は金融サービス近代化法。

査の対象となる。次で述べるように、この司法審査がSECに与えた影響は大きい。その根拠となるのが、九六年法や九九年法によって加えられたSECの基本法である。

(i) SECの基本法の修正

九六年の全米証券市場改善法により、連邦議会がSECの基本法を修正する以前は、SECは新たな規則や規制的活动は、公益に照らして必要であるまたは適切である、ならびに、その規則が投資家保護の目的に従っているかを自らがボランタリーに判断してきた。

当該法は米国金融市場の効率性の促進等を目的に、規制の見直しを行なった連邦法である。図表1で示すように、この九六年法はSECの基本法である「一九三三年証券法」、「一九三四年証券取引所法」、「一九四〇年投資会社法」に加筆し、規

則作成時にSECに対して新たに公共の利益に照らしてその規制的活動が必要である、もしくは適切であるか否かを考慮もしくは示すことを求め、さらに、その活動が効率性や競争、資本構成を促進するか否かを考慮することも新たに求めた。また九九年の金融サービス近代化法は、「一九四〇年投資顧問法」に同じ内容の条文を追加している。この九六年法の成立によりSECは規則作成において効率性などの要因を考慮することが求められ、実質的にCBAが要求されたと指摘する学術的先行研究もある。

そもそも九六年法以前でも、三四年法には、「競争に対し三四年法の目的の推進に不必要または不適當な障害を課する規則または規制を採択してはならない。SECは三四年法に基づいて採択される規則または規制に含まれる当該規則制定の根拠および目的の説明に、当該規則または規制に

より課せられる競争に対する障害が三四年法の目的の推進に必要なまたは適當であるとのSECの決定の理由を含めなければならない。」との条文があった。この三四年法の条文は、後述するBusiness Round TableとSECとの係争（二〇一一年）で原告が根拠としている。

九六年法および九九年法がSECの基本法に追加した条文は、明確にSECの証券規制に対して規制影響分析を求めるものではないが、行政手続法が認めた司法審査および下記の司法判断にとつて根拠となった。これゆえに、SECの行動変化を促した要因であると言えよう。

(ii) 三つの司法判断

行政手続法は、裁判所が連邦行政機関の規則作成や活動を無効とする場合の基準として、①恣意的である、②気まぐれである、③裁量の濫用、④

その他法の違反などを定めている。下記で要点を挙げる。コロンビア特別区巡回区控訴裁判所における三つの裁判例は、各ロビイング団体がSECを相手に起こした訴訟例である。これらの訴訟は行政手続法の条文が鍵となっており、複数の学術的な先行研究でも取り上げられている。特に二〇一年の判決は、DF法がSECに作成を命じた規則を無効化しており、その意味でSECに与えた影響は大きい。SECのCBAについて調査した複数の公的報告書を見ても、これらの司法判断を受けてSECの行動変化へと繋がったことが指摘されている。ただし、現行法と照らし合わせて、共和党系の判事がSECのCBAを比較的明確に義務とするのに対して、民主党系の判事はむしろ人道的な要求と判断しているように、これら裁判所の判例が必ずしも統一した判断を下しているわけではない点は注意すべきであろう。

(a) 二〇〇五年六月判決

(Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d 133)

二〇〇四年一月にSECが提案した投資会社法規則の修正案に対して、米商工会議所が提訴したケースである。SECの主な提案は、投資信託の取締役会において①独立取締役の比率を七五%以上とする、②議長を独立とする、の二点である。

この提案規則に対して、米商工会議所は、投資会社法はSECにコーポレート・ガバナンスを規制する権限を与えていないとの主張であった。

この係争に対する裁判所の判決は、本質的な部分では商工会議所の訴えを退けている。しかしながら判決では、SECは特にコンプライアンス関連で投資信託に発生することが予想されるコストや、独立議長の導入に対する経済的な結論を公表していないこと、独立議長導入規則に対する適切な代替案を考慮していないことが問題視された。

その上で、上記の九六年法が投資会社法に追加した求めを、SECが提案規則において適切に示すことを失敗していると判断し、行政手続法が記す基準に照らして、SEC規則は恣意的で気まぐれに該当するため問題であるとの米商工会議所の訴えには同意した。

(b) 二〇一〇年七月判決

(American Equity Investment Life Insurance

Co. v. SEC, 613 F.3d 166)

二〇〇九年一月にSECが表明した、証券法の規則一五一Aの監督対象に年金契約書および選択年金契約書を含める案について、具体的には株価指数連動型年金を証券に分類しSECの監督対象とする案に対して、生命保険会社が提訴したケースである。この裁判は、①歴史的に州が担っていた権限を連邦政府の権限として認めるか否かが争

点となるとともに、②SECの規則提案におけるCBAの取扱いが注目された。

裁判所は最終的に、SECの規則提案を無効化する結論を下した。その根拠として、①競争の考え方が適切ではない。②市場においてどの程度の競争が発生しているのかを把握していない、③効率的性の分析が不十分である等を挙げ、SECが規則の経済効果を適切に考慮せず、九六年法が証券法に追加した条文を遵守していないことを指摘した。上記の判例と同様に、SECの規則提案を行う行政手続法に従い処断している。このような裁判所の判断は、例え新たな規則がSECの根拠法に照らして適切であったとしても、SECにCBAの実施を義務として促す従来よりも強いメッセージとして捉えられる。

(c) 二〇一一年七月判決

(Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d, 1144)

二〇一〇年八月にSECが最終規則として発布した規則14a-11に対して、ビジネス・ラウンドテーブルと米商工会議所が当該規則の作成においてSECは九六年法が加えた証券取引所法の条文を満たしていないと訴えた。この規則14a-11は、DF法が株主提案の強化を目的としてSECに作成を命じた証券取引所法規則である。

上記の二〇一〇年の判決と同様に、裁判所は最終的に規則14a-11を無効と判断した。その主な理由として、SECが新規規則の経済的効果を適切に査定してないことを挙げている。また、二〇一〇年判決（上記）を引用しながら、九六年法が証券取引所法に加えた義務を果たしておらず、行政手続法の基準に照らして①恣意的であり、②気まぐれであると断じた。共和党系の判事であるとはい

え、SECのCBAは矛盾しており、コストは単に州法上のコストを測っただけでベネフィットを推測しようともしていないとの辛辣な評価であった。また、現行法はSECに対して提案する規則のコスト・ベネフィットの定量化を求めているとの判断も含まれた。

この判決については、その判断に政治色が強いことなどが指摘されており、批判的に検討する先行研究も多い。しかしながら、規則の作成方法をSECが精緻化させる契機となり、SECに組織や内部手続きを見直す動機を与えた。

四、SECの内部手法の改正と組

織変更

(1) SECガイダンスの改正

二〇一二年三月に、SECは規則作成における

経済分析に関する新たなガイダンスを通達した。

規則作成を担当するスタッフに対して送付されたメモランダムでは、その最初にガイダンスを更新する背景を述べている。この背景では、上述したコロナ肺炎特別区巡回区控訴裁判所の判決内容やSECに駐在する監査総監室(OIG)等が連邦議会に提出した調査報告書、および連邦議会がSECの経済分析に疑問や改善点などを指摘していることを挙げており、これらがガイダンスを改正させた動機となったと言えよう。

このガイダンスは大きく、①規則作成における経済分析の実体要件(Aパート)と、②規則の作成過程と開示に対する経済分析の統合促進(Bパート)、から構成されている。

Aパートはさらに、①提案規則の正当性を明確に確認する、②提案規則がもたらす経済的影響をはかる為の経済的基準を定義する、③提案規則に

対する合理的な代替案を認識し議論する、④提案

規則および主要な規制の代替がもたらす経済的な結果を分析する、の四項目にわけて記される。これらの中では四番目の項目がベネフィットとコスト(潜在的を含む)について記述しており、規則作成のスタッフはエコノミストと共同で提案規則や代替案のベネフィットおよびコストを可能な範囲で定量化し、その定量化のソースや手法を示し、ベネフィットとコストの推計に関する不確実性について議論し、定量化が不可能である場合は理由の説明を求めている。さらに、ベネフィットとコストの推計にあたり、例えばベネフィットであればモニタリングコストの減少や資本コストの低下など、それぞれに推計の対象とすべき例を示している。

残るBパートでは最終規則の発令までを、①規則提案前のステージ、②規則提案時のステージ、

図表2 RSFI（現DERA）スタッフ数

	DF法以前	2013年3月時点
常勤のエコノミスト数（博士号あり）	18	29
常勤のエコノミスト数（博士号なし）	0	1
非常勤のエコノミスト数（博士号あり）	1	6
非常勤のエコノミスト数（博士号なし）	1	0
常勤の準エコノミスト数（博士号あり） （Research Associates）	2	6
RSFIの全常勤エコノミスト数	20	36
RSFIの全エコノミスト数	22	42

【出所】OIG [2013a]、Table 1。

③パブリック・コメント募集期間、④最終規則作成時の四つの段階に分類し、それぞれのステージでエコノミストの関与および果たす役割を記載している。

(2) SECの組織的変更

新ガイダンスの配付時にSECの経済分析を担っていた「構成されるリスク・戦略および金融革新課（RSFI）」は、二〇〇九年一月に、それまでの経済分析室、リスク評価室、情報分析室を統合して新設された課である。さらにSECは経済分析の機能強化を目的として、二〇一三年六月にRSFIを「経済・リスク分析課（DERA）」へと名称を変更するとともに、DERAに属する経済分析担当の室をRSFI時代の七つから一〇へと細分化した（管理部門を合わせると一二の室）。合わせて、SECは経済分析を担当す

図表3 SECのEconomic and Risk Analysisプログラムの年間コスト

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
コスト (US\$1,000)	14,354	18,143	20,080	20,296	29,504	43,366	63,701
総コストに占める比率(%)	1.46	1.71	1.75	1.69	2.22	3.01	4.02

(注) 2012年度以前のプログラム名は Risk, Strategy and Financial Innovation。

〔出所〕 Agency Financial Report 各年。

る専門家の増員を進めている。

図表2は、新ガイダンス公表時のRSFI（現DERA）のスタッフの概要である。SECは二〇一二年三月から一月の間に一人のエコノミストを増員している。また、RSFI時代である二〇一一年に同課に属する博士号取得エコノミストは三〇人ほどであったが、二〇一五年（DERA）には六〇人以上へと増員されている。予算面での変化を図表3で示した。二〇一二年より経済・リスク分析に対する予算は絶対額だけではなく、総コストに占める比率も増加傾向にある。この予算増額の主な用途はエコノミストの新規雇用にあてられている。

さらに、連邦議会への予算請求文書に掲載されているDERAの予算を図表4で掲載した。二〇一七年度は概算要求であるが、二〇一三年度と比較したDERAの人件費等は約二・三倍となる。

図表4 DERAの予算

(US\$1,000)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度(見通)	2017年度(要求)
給与・各種手当	17,482	22,038	30,890	37,904	40,863
人件費関連以外	12,322	29,918	21,389	30,444	31,186
総予算	29,804	51,956	52,279	68,348	72,049

〔出所〕 SEC Congressional Budget Justification 各年。

DERAと同様にSECの規則作成に係わる法務室の人件費等(約一・三倍)と比べても、SECが経済分析を担当する人員を拡充していることがわかる。

五、まとめにかえて

資本市場規制を巡る議論はただ一点の論点をもって始められるべきである。つまりは、その個別の規制が社会的に有用であるか否かとの問いが元始であり、議論の中核とならなければならぬ。本稿で扱った経済分析を中心とする規制影響分析はその手段として重要となる。例えば、わが国でも二〇一六年九月に日本銀行からいわゆる異次元緩和に関する総括的な検証が公表されているが、主にベネフィットの多少が論じられており、政策がもたらしたコスト(犠牲)の分析は寡少で

あった。規制影響分析のあり方を、わが国でも真摯に検討すべきではないか。

本稿はSECの証券規制の影響分析をもたらしCBAの扱いを概観した。CBAの実施について、行政命令である大統領令や連邦法による要求は明確ではないものの、近年のSECは内部組織を変更し、経済分析を担当するエコノミストを増員している。このような行動変化をもたらしたのは、SECの基本法が修正されたことと、司法審査でSEC規則が無効と判断されたことを挙げた。また、DF法がSECの権限を拡大したことで、連邦議会からのプレッシャーが増していることも環境として挙げられよう。SECの証券規制には、単に資本市場で起きた問題への対処に留まらず、社会的な厚生を高めることが求められており、その意味で従来よりも高度な対応が求められている。しかしながら、本稿には掲載していない

が（『証券経済研究』二〇一六年一二月号を参照）、直近の最終規則を見ても、特に定量的な分析が充実しているとは言い難い。トランプの時代になって、むしろSECが達成すべき次元は高められている。

連邦議会下院から発せられたフィナンシャル・ CHOイス法は、SECを含めた米国の金融規制全体にも、証券規制と同様な要求を含めている。

トランプ大統領によつて、米国の金融規制はシャッフルされるのであろうか？

【参考文献】

淵田康之「二〇一三」「コーポレート・ガバナンス規制の論拠を問う動き」『野村資本市場クォーターリー』Winter、pp.81-92

若園智明「二〇一五」『米国の金融規制変革』日本経済評論社

（わかぞの ちあき・当研究所主任研究員）