

「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」が見た課題

関 雄太

要 約

1. 2007年3月12日に、全米商工会議所「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」が、米国資本市場の規制改革を提言する報告書を発表した。本報告書は、「資本市場規制に関する委員会」の中間報告、2007年1月22日にニューヨーク州・市が発表した「ブルームバーグ・シューマー報告書」に続く、包括的な資本市場規制の改革を求める有識者提言の第三弾である。
2. 提言には、SECの組織改革や証券訴訟制度の改革などの他、確定拠出型年金プランの改革、四半期業績予想発表の中止などの提案も含まれている。
3. SECや議会の反応は必ずしも同意的ではないが、今後の資本市場規制改革にどのような影響が出てくるのかが注目される。また本報告書は、米国資本市場が抱える規制面の課題を包括的に描いたものとして、日本の市場関係者からも注目を集めよう。

2007年3月12日、全米商工会議所の「21世紀の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」が、米国資本市場の規制改革を提言する報告書を発表した¹。本報告書は、2006年11月末に発表された「資本市場規制に関する委員会 The Committee on Capital Markets Regulation」（ハバード・ソントン委員会）の中間報告、2007年1月22日にニューヨーク州・市が発表した「ブルームバーグ・シューマー報告書」に続く、包括的な資本市場規制の改革を求める有識者提言の第三弾である²。

「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」は、米国の資本市場の国際競争力低下を懸念した全米商工会議所が、独立・超党派の専門家を集めて2006年2月に設立したもので、委員は図表1の通りである。共同議長を務めたカルヴァハウス氏、デイリー氏など

3人の元閣僚と1人の元上院議員が参画した他、取引所、監査法人、証券会社、投資ファンドを含む機関投資家などの市場関係者が参加しており、学界関係者がいないことを除いては、メンバー構成はハバード・ソントン委員会と似通っている³。

委員は、下記の4つのワーキンググループに分かれて検討を進めた。本編146ページにわたる今回の報告書は、各ワーキンググループの提言で中核的な4章を構成し、要約と結論を付すという形をとっている。

- 1) グローバル市場における米国資本市場
- 2) 貯蓄の蓄積と投資家教育
- 3) 発行体と監査法人が直面する課題
- 4) 金融サービス業界が直面する課題

報告書は、ハバード・ソントン委員会報告書と同様、多くの学術研究・文献を基にした内容になっており、また先行して公表された2報告書、あるいは最近の専門紙の記事な

図表1 「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」メンバー

Arthur. B. Culvahouse 【共同議長】	オマルヴェニー&マイヤース法律事務所会長（元大統領法律顧問：第二期レーガン政権）
William Daley 【共同議長】	JP モルガンチェース副会長（元商務長官：第二期クリントン政権）
Michael Ryan 【事務局長】	元アメリカン証取法務担当役員
John Bachmann	エドワード・ジョーンズ社（証券会社）シニアパートナー
John Bohn	カリフォルニア州公益委員会委員（元ムーディーズ・インベスターズ・サービス社 CEO）
Jim Copeland	元デロイト・トーマシュ監査法人 CEO
Christine Edwards	ウィンストン&ストロークン法律事務所パートナー
Peter Gilbert	ペンシルバニア州職員年金基金チーフ・インベストメント・オフィサー
Melody Hobson	アリエル・キャピタル・マネジメント社長
Jim Johnson	ペルセウス（プライベートエクイティ投資会社）副会長
Mickey Kantor	マイヤー・ブラウン・ロウ&マウ法律事務所パートナー（元商務長官：第一期クリントン政権）
Eric Mindich	イートン・パーク・キャピタル（ヘッジファンド）CEO（元ゴールドマン・サックスエクイティ部門 COO）
Rick Murray	スイス・リ社（再保険会社）マネージング・ディレクター
Don Nickles	ニックルス・グループ会長兼 CEO（元上院議員：共和党）
Robert Pozen	MFS インベストメント・マネジメント（資産運用会社）会長

（出所）委員会報告書より野村資本市場研究所作成

ども数多く参照している。さらに本委員会は、1年間の検討期間中にシカゴ、ニューヨーク、ワシントン、サンフランシスコで「タウンホールミーティング」を開催しており、そこで得られた他の学界・シンクタンク関係者や機関投資家のコメントを提言に反映させている。

I. 報告書の内容

1) グローバル市場における米国資本市場

本委員会は、この章でまず、IPO 件数の減少、グローバル IPO のシェア低下などを理由に、米国市場の国際的な重要性が低下していると指摘する。そして、その要因（ドライバー）として、①海外資本市場のキャパシティ・効率性の向上、②経済以外の地政学、文化、テクノロジーの変化、③直接・間接の

資本コスト、④法規制上の条件をあげる。

本報告書は、「法規制上の条件」に関わる問題を、先行したハーバード・ソントン報告書、ブルームバーグ・シューマー報告書以上に、詳細に議論している点が特徴的である。例えば、本委員会は、議会は SEC を通じて証券関連の訴訟や執行メカニズムに関する包括的な調査を実施し、特に民事証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act: PSLRA）が投資家保護と資本形成という二大目標に沿った効果をあげているかを検証せよと提言する。1995年に施行された PSLRA は本来、裁判所がとりあげる価値のある証券訴訟にフォーカスできるよう、訴訟プロセスを厳格化するのが目的だったはずなのに、95年以降の証券訴訟の件数の増大、賠償金の高騰は目を見張るばかりで、今や米国市場での資本調達を敬遠させる要因とも見られて

いる⁴。連邦政府、州政府、自主規制機関（SRO）に分担される資本市場規制に民事訴訟が加わることで、投資家保護を強化している点は否めないものの、そのバランスが崩れるのは問題という認識であり、暗に過剰な民事訴訟に対する懸念が示されているといえよう。

また本委員会は、SEC は米国投資家から外国証券への投資、米国発行体による外国資本の調達という2方向のクロスボーダー取引を改善すべきと提言する。具体的には、SEC が諸国の規制当局と情報共有化に関する合意を結び、米国の取引所・証券会社と海外の取引所・証券会社の間にも互恵的なアクセスを認めるというアプローチ（Substituted Compliance）を真剣に検討すべきとする⁵。

2) 貯蓄の蓄積と投資家教育

本章では、ハーバード・ソントン報告書、ブルームバーグ・シューマー報告書がほとんど触れなかった年金問題を中心に議論を展開している。まず本委員会は、多くの企業従業員が勤務先の退職年金プランに加入できていないことを問題視し、現在 401(k)、ロス 401(k)、SIMPLE（Savings Incentive Match Plan for Employees）などに分かれている確定拠出型年金プランを統合すべき、また中小企業向けに複数の企業が参加できる年金プランの創設を推進すべきと主張する。

また、「慣性（Inertia）の積極的な活用」として、退職年金プランの総合的な「自動化」—加入の自動化、投資プラン選択の自動化（ライフサイクルファンドの活用）、掛金引き上げの自動化、転職・退職に伴う IRA（個人退職勘定）への引出移管の自動化—を進めるべきとする。最近、米国の年金改革で活発に議論されてきた確定拠出年金の自動化を、より一体的に、より制度的に進めようということである⁶。さらに、現在、年金掛金を自動的に所得控除する形態の退職年金プラ

ンを用意していない従業員数 21 名以上の企業に対して何らかのアレンジメントを義務付けるべき、従業員 21 名未満の小企業についても可能性を検討すべきという提案もなされている。

一連の資本市場の競争力をめぐる議論の中で、本報告書が初めて、貯蓄・投資資金を蓄積することが米国市場の競争力強化につながると論じたことは注目されよう。その他、提言には投資家教育のさらなる推進、マイノリティ層の金融リテラシーの強化などが盛り込まれたが、その一方で、確定給付型年金の財政状況の改善や、個人セクターの負債拡大の問題などには触れなかった。

3) 発行体と監査法人が直面する課題

本委員会はこの章でまず、公開企業は四半期毎の業績予想（Earnings Guidance）の公表を止めるべきという、ややユニークな提案を展開した。米国企業の業績予想は、前述した 1995 年 PSLRA によって、一定の注意書きを付与した上の将来に関わる財務情報（Forward-Looking Statements）の開示については法的責任を問わないと定められたことが契機となって増加し、2001 年には約 1200 社の企業が開示するに至った。2006 年末段階で、S&P500 指数構成銘柄のうち、経常的に四半期業績予想を開示するのは約 3 分の 2 にのぼるといふ。本委員会は、業績予想を作成するのにコストがかかること、業績予想の開示が株価バリュエーションや売買高にあまり影響がないこと、現在の慣習としては業績が突然悪化したときにガイダンスの開示を中止する企業が多くネガティブなアナウンスメント効果が大きいこと、証券アナリストの多く（CFA インスティテュート会員の 76%）が業績予想よりもその他の財務情報の開示を望んでいることなどから、すべての公開企業は四半期業績予想の開示を止め、長期的な企業価値の向上にフォーカスせよと提言している。

次に、本章では、ビジネスに関連した訴訟システムの改革について、詳細な議論を展開している。例えば、本委員会は、Attorney-client Privilege（弁護士-クライアント間の秘匿特権）や Work-product Protection（作成文書保護）の放棄について、企業と法律顧問との関係を害するとして、司法省が企業に秘匿特権の放棄を求めるとか、秘匿特権を放棄すれば起訴の取り下げを検討するといった交渉を行うことをやめるべきと提言する。同様に、起訴されている幹部や従業員の法律費用を企業が負担しているかどうかを、執行の可否に考慮することをやめるべきとも言う。告発・起訴の対象をなるべく経営幹部・従業員の範囲にとどめ、企業全体に訴訟リスクが及ばないようにしたいという商工会議所の意図が、これらの分析・提言の背後にあると思われる。また「グローバル市場における米国資本市場」の章で言及した証券訴訟（Securities Litigation）について、再び本章で触れており、例えば、証券訴訟の原告となった投資家が Fair Fund（SECが証券諸法違反による被害者のために設立した基金）から受けとる賠償金を、同じ投資家が民事訴訟で取得済みの制裁金を差し引いた額とすることを SEC は明確化すべきであるといった提言を展開している。

また、本報告書は、監査法人についても、詳細に課題を論じている。具体的には、資本市場にとって重要な監査法人の機能が現在、財務諸表の正確性に対する非現実的な期待の高まり、組織的な詐欺を探知する能力の限界、（会計不正事件に携わった当事者ではなく）監査法人が告発されてしまう訴訟システム、膨大な損害賠償など、多くの要因によって脅かされていると指摘する。こうした指摘の背後には、エンロン事件の後、2002年にアーサー・アンダーセンが解散に追い込まれたことと、その前後に生じた混乱によって、少数の大手監査法人に会計監査を依存しすぎることのリスクを米国の実業界や市場関係者が認

識していることがあると思われる。そして、委員会は、①公開企業・監査法人・規制当局が、財務諸表の正確性について、現実と期待とのギャップを縮小する努力をすべき、②司法省は、四大監査法人（ビッグフォー）のいずれかに対する刑事起訴が上場企業に及ぼす深刻な影響について特別な配慮をすべき、③大型の損害賠償案件による大手監査法人の破綻リスク（Catastrophic Risk）に対応する手段を講じるべき、④議会は、全米の監査法人上位10～15社に対して連邦免許（Federal Charter）を与えることを検討すべき、といった提言を行っている。また、監査法人と顧客がともに、訴訟経費を節約するために、訴訟に代わって仲裁などの解決法を選ぶことが奨励されるべきとも指摘している。

4）金融サービス業界が直面する課題

本章では、米国の金融サービス業に関わる規制体系について広く課題を論じているが、「SECは国際的な規制問題に対応すべく体制強化と海外当局との協調を進めるべき」「議会は保険会社の連邦レベルの免許（Federal Charter）を確立すべき」など、ハーバード・ソートン報告書、ブルームバーグ・シューマー報告書と重なっている内容も多い。中でも、本委員会が、金融サービス規制の協調に向けた最初のステップとして、金融市場大統領作業部会（PWG）の役割強化を提言したのは、先行した2報告書と一致しており、注目されよう。

また、本委員会は、SECの役割について焦点をあてている。例えば現在、サーベンス・オクスレー法（SOX）404条を中小企業及び外国企業へ適用するか否かを巡って、SECが実情に応じた法令を定める権限があるのかはっきりしていない、という批判があることを問題視し、議会は、SOXを連邦証券法（具体的には1934年証券取引所法）の一部に正式に組み込むことによって、SEC

の権限を明確化すべきとする。また、委員会は、SEC の規則策定・執行プロセスについて、和解の際に SEC が企業にしばしば求める Undertakings (引受・確認などの意) が、他の企業にも適用され、実質的な規則変更につながっている可能性があるとして、関係者や専門家から懸念が表明されていると述べる。そして、SEC が行政手続法 (APA) のプロセスを厳守すること、また規制の費用・便益分析をより重視し、そのために Office of Economic Analysis (経済分析室) とチーフエコノミストをより活用すべきなどの提言を行っている。

さらに、SEC の監督行政について、SEC は金融業者との継続的なコミュニケーションを強化し、『ベストプラクティス』などに関する理解を広め、問題を未然に発見・解決するアプローチをとるべきとする。すなわち、SEC は、英国 FSA (金融サービス機構) や米国の銀行規制当局のアプローチを参考にせよということである。また、具体的な提案として、金融業者と SEC の執行局以外の部門との間のコミュニケーションについて機密を保持する手段を講じること、常駐検査官制度 (Examiner in Charge/On Site Program) に関するパイロットプログラムを実施すること、などのアイデアを述べている。

SEC の組織機構改革についても、いくつかの提言がまとめられている。具体的には① Office of Compliance Inspections and Examinations (OCIE: コンプライアンス検査室) と各局間の解釈の相違を避けるため、OCIE を SEC の運営部門に帰属させること、②グローバル化する市場における存在感を高め、国際的な問題でリーダーシップをとること、③現在 Division of Market Regulation (市場規制局) と Division of Investment Management (投資運用局) が担っている責務を、新たに Division of Market Professionals (証券会社・投資顧問・投資会社の規制を担

当)、Division of Markets and Exchanges (取引所・SRO・決済機関等の規制を担当)、Division of Securities Products (各種証券・金融商品の規制を担当) の3部門に再編成することなどである。さらに、議会は、有価証券やインデックスから組成される先物の組成・売買に関する規制の権限を CFTC (商品先物取引委員会) から SEC に移行させるべきであると提言する (有価証券に基づかない先物取引の規制権限は CFTC が保持)。

II. 周囲の反応と今後の注目点

上記で見たような、詳細な課題分析や提案は、最終的に後述「参考資料」に示した6つの提言 (Principal Recommendation) として整理されている。委員や全米商工会議所は「どの提言も単純明快で、一年以内に実行可能なものばかりだ」として、単に理念を掲げただけの報告書ではないことを強調している⁷。全米商工会議所は、この報告書の提言内容を広くアナウンスすべく、3月14日に、ワシントンの商工会議所本部ビルで「第一回資本市場サミット」を開催し、委員は再び4グループに分かれてパネルディスカッションを行い、提言の主旨を説明した。さらに、その会議席上、トム・ドノヒュー商工会議所会頭は「資本市場競争力センター」の創設を発表した⁸。センターの陣容や活動予定など詳細は明らかになっていないが、報告書の提言内容を実現していくためのロビー・広報活動などを担うのではないかと見られている。

こうした状況の中、資本市場サミットに招かれた SEC のクリストファー・コックス委員長の発言は注目を集めた。コックス委員長が、相次ぐ資本市場規制改革の提言に対して、明確な対応や感想を述べてこなかったため、また、共和党系のコックス委員長が商工会議所の招きに応じてキーノートスピーチを行うと決めたこと自体、SEC が企業経営者寄り

に姿勢転換していく兆しではないかといった推測を呼んだことも注目の理由である⁹。ところが実際には、コックス委員長は、共和党議員のステレオタイプ（規制緩和派）を演じるつもりはない、大きな規制改革を行う時には大きな反発・批判が伴うものだとして、70 数年前にジョセフ・ケネディ初代 SEC 委員長がボストン商工会議所で行った演説を引用しながら「SEC は正直なビジネス (Honest Business) のパートナーである。不正直なビジネスに対しては検察官となる」と述べた¹⁰。そして、批判の大きい SOX についても、SOX は国際競争力低下の要因ではない、むしろ外国が独立取締役や監査法人の監督機関といった制度を真似しているくらいだ、SOX404 条の適用におけるフレキシビリティを SEC は十分に持っており、PCAOB（公開会社会計監督委員会）とともにすでに対応を行ってきたなどとした。商工会議所の報告書を含む 3 編の提言は、いずれも SOX の改正・緩和を求めているわけではなく、提言に対して SEC 委員長が直接に回答したことにはなっていないが、SOX 緩和という一部の期待は完全に裏切られたといえるのではないかと思われる。

また、同じ資本市場サミットでスピーチしたクリストファー・ドッド上院銀行委員長とバーニー・フランク下院金融サービス委員長（ともに民主党）は、そもそも米国資本市場は依然として世界で最大あるいは世界の中心であり、その前提を変えるには至っていないのではないかと指摘した。フランク委員長の方は、銀行への SOX404 条適用について、同様の銀行規制に準拠している銀行には 404 条の適用を免除してもいいのではないかという私見を述べたが、その一方で、クラスアクション訴訟の増加を食い止めようとする商工会議所の動きをけん制した¹¹。

一方、資本市場サミットの前日、3 月 13 日には、ジョージタウン大学でハンク・ポー

ルソン財務長官をホスト役とする「資本市場競争力会議」が開催された。非公開形式で行われたこの会議には、ジェフリー・イメルトゼネラル・エレクトリック CEO やウォーレン・バフェットバークシャー・ハザウェイ CEO など経営者・投資家や、アラン・グリーンズパン前 FRB 議長、ロバート・ルービン元財務長官、アーサー・レビット元 SEC 委員長といった政策担当者 OB などが集まった¹²。財務省は、商工会議所の報告書公表なども考慮した上で、各界のオピニオンリーダーを集め規制改革のモメンタムを高めることを狙ったと考えられるが、ここでも「強い資本市場が投資家と国際競争力に必要」という点を除いては、参加者の意見はほとんど一致しなかったとされる¹³。ジョン・セイン NYSE グループ CEO などは、面倒な規制体系を改革しない限り、米国外で公開する企業の数が増え続けるだろうと指摘したが、バフェット氏などは「そんなに事態が悪いのなら、企業収益は好調なのはなぜか。相変わらず米国の資本市場は健全で、改善してもいい」と述べ、あまり問題は感じないと発言した¹⁴。

このように、「21 世紀の資本市場規制に関する委員会」報告書は、財務省・商工会議所・取引所などの危機感が高まる中で発表され、大きな注目は集めているものの、SEC や議会の反応は必ずしも同意的とはいえず、やや議論がかみあっていないという印象もある。したがって、現実の政策や法規制にどのように影響がでてくるのかは、現時点では予測しがたい。とはいえ、本報告書の内容は、先行した 2 編の報告書同様、専門家による集中的な議論の成果であり、米国資本市場が抱える規制面の課題を包括的に描いたものとして、わが国の市場関係者から見ても参考になることが多いのではないかと思われる。委員の一人であるロバート・ポーゼン MFS インベストメント会長が、SOX 以外の会計・財務

報告の問題に絞って SEC に改革を求める論説を 3 月 23 日ウォールストリートジャーナル紙に寄稿するなど、議論の焦点を修正しようとする動きなどもあり、今後の展開が注目されよう¹⁵。

参考資料：「21 世紀の米国資本市場規制に関する委員会」の 6 つの提言

1. 金融市場及び市場参加者に対する連邦政府の規制アプローチを改革・近代化する。

- SEC は、効率性を高め、資本市場の実情を反映できるよう Office of Compliance Inspections and Examinations (OCIE) を運営部門に再編成すべきである。
- SEC は、会計基準をはじめ重要な規則の導入・改正にあたり、行政手続法 (Administrative Procedure Act : APA) のプロセスを一貫して厳守すべきである。
- SEC は、監督する金融機関に対して「Prudential Regulation」のアプローチを強化し、議会は同アプローチに沿った立法措置をとるべきである。
- 議会は、保険会社に連邦免許 (Federal Charter) の選択を認める法律を制定すべきである。

2. SOX を 1934 年証券取引所法の一部とし、SEC による柔軟な SOX 適用を可能にする。

- 議会は、二つの法律を併合する法律を制定すべきである。
- SEC が資本市場の実情に合った決定を行える権限 (例えば SOX404 条の小規模な企業への適用や、本国の規則を遵守する外国企業への適用免除) を明確化すべきである。

3. 上場企業は、業績予想もしくは四半期毎の EPS 数値発表を止め、年に一度の EPS

数値範囲の発表を行うべきである。

- 委員会は、すべての上場企業に対して、EPS の四半期ごとのガイダンスを永久に廃止するか、もしくは四半期ガイダンスに代わって年次ガイダンスを導入するよう提言する。また企業は、ガイダンスと共に、長期事業戦略や四半期の間の重要な情報を発表すべきである。
- 短期パフォーマンスを過度に重視して「ネガティブなシグナル」を発するのではなく、長期的な価値の創造に重点を置くべきである。そのことによって、長期的展望に基づいたイノベーションが推進され、米国経済の利益にもつながる。

4. 内外の政策担当者は、監査法人が直面する甚大な訴訟リスクへの対応について、真剣に検討すべきである。また、大手監査法人 (National Audit Firms) に、パートナー以外の民間株主から資本を調達することを認めるべきである。

- 議会・政府機関・市場参加者は、大手監査法人がさらに 1 社減ってしまうリスクを回避するため、特定のセーフハーバー条項もしくは賠償の上限を設定することを含む、建設的な議論を積極化すべきである。
- 同時に、議会は、州際業務を可能にするため、全国規模で営業する大手監査法人に、連邦免除取得の選択肢を与えるべきである。
- 大手監査法人が、パートナー以外の外部株主から資本を調達することを認めるべきである。資本の流入が活発化し、民間投資家の間で 5 社目のグローバル監査法人を創設しようという動機が生まれる可能性があるからである。

5. 現在、退職年金プランを提供していない従業員数 21 人以上の企業全社と、一括し

て退職プランを提供することができる金融機関とを連携させるべきである。

- 議会は、退職プランを提供されていない企業従業員向けに、何らかの税制優遇貯蓄口座を設定すべきである。
- 退職貯蓄の増加に伴い、流入資金の規模と多様性が高まることによって、米国資本市場の基盤は一層強化されよう。

6. 雇用主に退職プランをスポンサーするよう促すと同時に、より単純で統合された401(k)タイプのプログラムを導入し、退職金口座のポータビリティを高めるべきである。

- 議会は、現在あるさまざまなタイプの確定拠出型年金プランを、一つの「401(x)プログラム」に統合すべきである。
- 確定拠出型年金プランの制度を統一することによって、管理及びシステム維持のコストが低下し、雇用主がプランをスポンサーしようという動機が高まる。また転職時の退職金口座のポータビリティが高まることによって、プランの資産と加入者の維持が容易になる。
- こうした退職貯蓄の拡大に伴って、発行体にとって米国資本市場の魅力が増すことが期待される。

調査協力：ロザノ容子

のぼるとし（スタンフォード大学ロースクールの調査による）、NYSE、ナスダック、アメリカン証取の上場企業が合計で約 6000 社であることを考えれば、米国の発行体にとって訴訟リスクはきわめて高いと指摘している。

- 5 本報告書がこの提言の基礎としたのは Ethiopia Tafara and Robert J. Peterson “A Blueprint for Cross-Border to U.S. Investors: A New International Framework,” *Harvard International Law Journal*, Vol. 48, No.1 (Winter 2007)で「タファラ・ピーターソン・アプローチ」と呼んでいる。
- 6 確定拠出型年金の自動化を巡る議論について、野村重紀子「主たる企業年金となった米国 401(k)プランの課題と対応」『資本市場クォーターリー』2005 年秋号、同「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。
- 7 “Panel Urges Steps to Boost Allure of U.S. Markets”, *Wall Street Journal*, 3/12/2007
- 8 <http://www.uschamber.com/ccmc/default>
- 9 “Is the S.E.C. Changing Course?”, *New York Times*, 3/1/2007
- 10 <http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch031407cc.htm>
- 11 “Bank Rules May Be Eased to Avoid Duplication”, *Wall Street Journal SJ*, 3/15/2007, “SEC chief rejects easing of Sarbanes-Oxley rules”, *Financial Times*, 3/15/2007, “Democrats Open Door to Looser Business Rules”, *Washington Post*, 3/15/2007 など参照。
- 12 <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp304.htm> で参加者を確認できる。また開会に際してのポールソン財務長官のスピーチは <http://www.treas.gov/press/releases/hp306.htm> に示されている。
- 13 “A Summit on U.S. Rules: ‘Too-Gosh-Darn Complex’”, *Wall Street Journal*, 3/14/2007, “Top Business Leaders Discuss Market Laws”, *The Associate Press*, 3/13/2007 など参照。
- 14 <http://www.cnn.com/id/17592783> では、パフェット氏がジョージタウン大学キャンパスで CNBC から受けたインタビューのビデオを見ることができる。
- 15 Robert C. Pozen “The SEC’s Fuzzy Math”, *Wall Street Journal*, 3/23/2007 参照。ポーゼン氏は、2006 年に米国公開企業の約 1 割、1420 件の財務諸表の修正 (Restatement) が発表されたことは、株価下落＝企業価値の喪失という形で資本市場に大きな負担を科しており、純利益の 5% 以下の影響しかないエラーでも質的に重大と考えられるものは再報告を科す SEC Staff Accounting Bulletin (スタッフ会計公報) 99 号は問題、などと指摘している。

¹ 報告書は <http://www.capitalmarketscommission.com/portal/capmarkets/default.htm> で入手可能。

² 資本市場規制に関する委員会の報告については、関雄太・岩谷賢伸「米国資本市場の競争力低下と規制改革を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号、ブルームバーグ・シューマー報告書については、関雄太「国際金融センターとしての地位低下を懸念するニューヨーク」『資本市場クォーターリー』2007 年春号を参照。

³ 実際、ロバート・ポーゼン MFS インベストメント会長は、両委員会のメンバーとなっている。

⁴ 本報告書は、1996 年以降に証券関連のクラスアクション訴訟の被告になった発行体は 2465 社に