

## 米国資本市場の競争力低下と規制改革を巡る議論 — 資本市場規制に関する委員会中間報告 —

関 雄太、岩谷 賢伸

### 要 約

1. 2006年11月30日、超党派の有識者による米国資本市場規制に関する委員会が中間報告を発表した。内部統制規制の問題が規制遵守コストの上昇、ひいては米国資本市場の国際競争力の低下につながるのではという懸念が、当委員会と報告書の背景にあるといえよう。
2. 提言の内容で注目されるのは、まず米国証券取引委員会（SEC）や自主規制機関は、規制の費用／便益分析に注力した上で、従来の規範・規則ベースの規制体系から、原則ベースの規制体系に変えていくべきとした点である。また、規制の執行については、行政機関による法執行やクラスアクションがやや行き過ぎであるという認識の下、詐欺防止規定（証券取引所法規則 10b-5）の解釈の明確化や、会社や監査法人の法的責任に一定の歯止めを設けるべきとした。
3. 任期別取締役会を持つ会社によるポイズンピルの導入には株主承認を義務付けること、取締役選任議案における過半数投票方式の導入、株主による取締役候補者の指名を巡る論議の早急な解決など、株主権の強化に関わる提言をしたことも注目される。
4. 最も注目された SOX 法 404 条については、法律自体は変えるべきでないが、遵守コストを削減するための努力が必要とし、SEC と公開会社会計監視委員会（PCAOB）のガイダンスの改善などの提言にとどめている。
5. 今後は、当委員会に大きな影響力を持つとされるポールソン財務長官や財務省の動向、SEC など他の規制機関の反応などが注目されよう。

### I. 米国資本市場規制に関する委員会 の中間報告

2006年11月30日、米国資本市場規制に関する委員会（The Committee on Capital Markets Regulation）が中間報告（Interim Report）を発表した<sup>1</sup>。当委員会は、マスメディアの間では「ブルーリボン委員会」「パ

ネル」などと通称されているが、独立・超党派の有識者 22 名が集まって 2006 年 9 月 12 日に発足したもので、①公開企業及び監査法人や社外取締役など（いわゆるゲートキーパー）に関する法規制上の責任の問題、②サーベンス・オックスレー法（SOX 法、企業改革法）、特に内部統制について定めた 404 条に関する問題、③規制のプロセスに関する問題、④株主の権利、についてどのよう

な政策変更を行っていくべきか、11月末までに何らかの提言を発表することを目標に調査・議論を行っていた。

当委員会のメンバーは図表1の通りで、共同議長はグレン・ハバード・コロンビア大学ビジネススクール学長とジョン・ソーントン・ブルッキングス研究所理事長が務めた。委員会は独立というものの、メンバー構成や議論の方向性については、ヘンリー・ポールソン財務長官の意向が強く影響しているといわれている<sup>2</sup>。共同議長の一入ソーントン氏が、ポールソン財務長官の前勤務先であるゴールドマン・サックスの元社長であること、

委員会結成のプレスリリースで、ポールソン財務長官が「当委員会の取り組む課題は、米国経済の未来にとって重要であり、私にとっての優先課題でもある」というコメントを寄せたことなどを見ても、その点は明らかと思われる。

一方で、委員会メンバーに、ヘッジファンドの代表者（シタデル・インベストメントのケネス・グリフィン CEO）、プライベート・エクイティ・ファンドの代表者（WL ロスのウィルバー・ロス CEO）が入ったことなども興味深い点である。

法規制上、調整が困難と考えられる大きな

図表1 「資本市場規制に関する委員会」メンバー

Glenn Hubbard 【共同議長】	コロンビア大学ビジネススクール学長（元大統領経済諮問委員会委員長）
John L. Thornton 【共同議長】	ブルッキングス研究所理事長（元ゴールドマン・サックス社長）
Hal S. Scott 【委員長】	ハーバード大学ロースクール教授
Peter C. Clapman	ガバナンス・フォー・オーナーズ USA（企業統治ファンド）社長兼 CEO
Samuel DiPiazza	プライスウオーター・コーパーズ監査法人 グローバル CEO
Donald L. Evans	フィナンシャル・サービス・フォーラム（金融サービス業の経営者団体）CEO（元商務長官）
Scott C. Evans	TIAA-CREF（教職員保険年金連合会・大学退職株式基金）アセットマネジメント部門副社長
Robert Glauber	ハーバード大学ロースクール客員教授（元 NASD 会長兼 CEO）
Kenneth Griffin	シタデル・インベストメント・グループ（ヘッジファンド）社長兼 CEO
Cathy Kinney	ニューヨーク証券取引所 社長兼 Co-COO
Ira M. Millstein	ワイル・ゴッサル&マンジェス法律事務所 パートナー
Steve Odland	オフィス・デボ社（小売）会長兼 CEO
William Parrett	デロイト監査法人 CEO
Jeffrey M. Peek	CITグループ（ノンバンク金融機関）会長兼 CEO
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
Arthur Rock	アーサー・ロック・カンパニー（投資銀行）代表
Wilbur L. Ross Jr.	WL ロス&カンパニー（プライベートエクイティファンド）会長兼 CEO
James Rothenberg	キャピタル・リサーチ&マネジメント（資産運用会社）会長兼 CEO
Thomas A. Russo	リーマン・ブラザーズ（投資銀行）副会長兼チーフ・リーガル・オフィサー
Leonard Schaeffer	ウェルポイント・ヘルス・ネットワーク（ヘルスケア・医療保険）創業者・会長
Peter Tufano	ハーバード大学ビジネススクール教授
Luigi Zingales	シカゴ大学ビジネススクール教授

（出所）委員会報告書より野村資本市場研究所作成

課題について、超党派の有識者委員会による政策提言をきっかけに政治的なモメンタムを形成しようというのは、米国において過去にも何度か行われてきた手法で、社会保障改革に関する 1983 年のグリーンSPAN委員会などが先例として挙げられる。

2006 年 7 月に就任したばかりのポールソン財務長官の意向を受けた今回のハーバード・ソートン委員会の場合、2005 年頃から高まりつつあった内部統制強化に対する不満が、最近になって、米国の金融・資本市場の「競争力低下」を懸念する声に変わり、大きな論議を巻き起こしていたことが結成の背景といえる<sup>3</sup>。

すなわち、SOX 法 404 条に規定された内部統制の強化によって企業の規制遵守コストが大幅に高まるという批判に対応するため、米国証券取引委員会（SEC）は既に、2005 年 3 月に中小公開企業に関する諮問委員会を設置し、4 月に「内部統制報告・監査に関するラウンドテーブル」を開催するなどして、主として中堅・中小企業に対する内部統制のあり方などを議論してきた経緯がある。

しかし、規制遵守コストの高騰により、米国内企業が非公開化したり、海外企業が米国の取引所への上場や公開市場での資金調達を忌避するような事態が生じているとの批判は依然として続いていた。さらに最近では「大型 IPO の多くが米国外市場で行われている」「ロンドンなど欧州市場では IPO、資金調達が活発化している」「米系投資銀行が欧州拠点を強化しはじめた」などの情報がマスメディアに盛んに取り上げられるようになり、内部統制規制の問題が米国資本市場の国際競争力低下、ひいては米国経済にとっての損失につながりかねないという懸念が広がりつつあった。当委員会の試みは、そうした米国の政府・学界・市場関係者の間で広がる危機感を反映したものと考えられよう。

## II. 中間報告の構成

11 月 30 日に発表された中間報告は、エグゼクティブ・サマリー、資料編を含むと 135 ページに上るものである。本編は、

- 第 1 節：競争力
- 第 2 節：規制プロセスの改革
- 第 3 節：執行
- 第 4 節：株主の権利
- 第 5 節：サーベンス・オックスレー法 404 条

の 5 節で構成されている。報告書本文は、実質的に主執筆者（Primary Author）、タスクフォースメンバー、リサーチアシスタントから構成されるチームによって執筆されたとみられる。また各節には図表が多く掲載され、それぞれ末尾に参考文献リストも掲載されるなど、報告書全体が学術論文集に似た体裁を有していることは興味深い。特に第 1 節には、米国証券業界の雇用・税収などにおける位置付けからはじまって、海外からみた米国上場によるメリット（プレミアム）の変化、米・英市場の上場コスト比較に至るまで、各種の分析や調査結果が引用されている<sup>4</sup>。また、第 3、4、5 節の主執筆者には、それぞれロバート・ライタン（ブルッキングス研究所シニアフェロー）、アレン・フェレル（ハーバード大学教授）、アンドリュー・クリツケス（マーサー・オリバー・ワイマン社マネージングディレクター）と、それぞれ委員会の正メンバーではない識者が指名されている。

具体的な提言は、文末の《参考》に挙げたように、32 項目に及ぶ。第 1 節は主として分析にあてられたため、ほとんどの提言は第 2 節以降に執筆されている。内部統制規制が中心的な課題と見られがちではあるが、該当する第 5 節の提言は 6 項目でそれほど目新しいものもなく、報告書全体としては、むしろクラスアクションや株主権などの課題を含む

広範な提言を行ったということができよう。

### Ⅲ. 中間報告のポイント

#### 1. 米国公開株式市場の競争力

第1節では、米国公開株式市場の競争力に関する分析を豊富なデータに基づいて行い、第2節から第5節までの提言の土台としている。

最初に、米国の資本市場の強さが、米国経済にとっていかに重要であるかについて、①米国金融サービス業界がその規模（2005年の米国GDPの8.1%）と雇用（米国のプライベート・セクターの雇用の5%）の面で主要な位置を占めていること、②活発な株式市場がベンチャー・キャピタル業界の成功を支え、ベンチャー・キャピタルの支援を受けた多くの企業が株式を公開し、経済を活性化させていること、③ニューヨーク州及びニューヨーク市では、証券業界の存在が、雇用と税収の面で必要不可欠であること、を例に挙げて説明している。

次に、近年、米国公開株式市場の強さに陰りが見られることを例証している。第一に、IPO先としての米国株式市場の人気低下と、外国株式市場の興隆を挙げる。米国株式市場は、1990年代終わりには金額ベースでグローバルIPOの約半分を占めていたが、2005年には5%近くまでシェアが低下している。その一方で、ロンドン市場は過去3年間で、グローバルIPOのシェアを5%から25%に上げている。ここ数年は、外国企業にとどまらず国内企業までもが、米国株式市場ではなく、英国など海外の株式市場を上場先として選択するケースが増加している。

第二に、未公開株式市場の活用増加を挙げている。例えば、外国企業が米国市場で資金調達する場合でも、公募ではなく私募での調達が主流になっている。2005年に外国企業は私募で186件のエクイティ・ファイナンス

（合計830億ドル）を実施したのに対し、公募では34件（53億ドル）にとどまった。また、近年、プライベート・エクイティ・ファンドの市場での影響力が増しているとともに、公開企業の非公開化が劇的に増加している。2003年以降、公開企業の買収に占める非公開化案件の割合は25%を超えている。加えて、ベンチャー・キャピタルも、投資先のエグジット手段として、近年はIPOではなく圧倒的に売却を選択するようになっている。

米国公開株式市場が、上記のように市場参加者から忌避され、外国株式市場と未公開株式市場に対して競争力を失ってきている原因としては、①外国株式市場が、透明性の向上や情報開示の改善により、投資家からの信頼を高めていること（1986年のビッグバン以来のロンドン市場の改革が例として取り上げられている）、②外国株式市場と未公開市場の流動性が高まり、米国株式市場で資金調達を行う必要性が相対的に下がってきていること、③テクノロジーの発達により、米国の投資家が海外市場への投資をしやすくなったこと、④米国公開市場の規制遵守コストや賠償責任コストが海外市場や未公開市場に比べて高いことを指摘している。④について具体的には、SOX法404条の遵守コストが高いこと（制度導入年の2004年の平均的な企業の負担コストは436万ドルであった）、クラスアクションにおける和解金が高騰していること（1995年の総額1.5億ドルから2005年には総額35億ドル<sup>5</sup>に上昇した）などが挙げられている<sup>6</sup>。そして、①から③までの点については、米国が政策的に何か行う余地はないが、④の点については、規制や訴訟の枠組みに調整を加えることによって、公開株式市場の参加者の負担を減らすことができ、それが米国公開株式市場の競争力の回復につながるという分析がされる。その分析に基づいて、以下の4つの領域で、具体的な提言が行われている。

## 2. 規制プロセスの改革

当委員会は、規制する側に求められるのは、投資家保護と市場の一体性の創造を追求する一方で、規制が市場参加者にもたらすコストや行動制約を考慮し、両者のバランスを適切に取ることだ、という立場をとる。その上で、現状の規制プロセスは市場参加者の負担を軽視している面があり、改善の余地があるとしている。

規制プロセス改革については、6つの項目で12の提言が行われているが、最も注目されるのは、SECや自主規制機関は規制の費用／便益分析に注力した上で、従来の規範・規則ベースの規制体系から、英国の金融サービス機構（FSA）が採用している原則ベースの規制体系に変えていくことを提言している点である。

従来、米国の証券行政は、SECやニューヨーク証券取引所（NYSE）、全米証券業協会（NASD）などの自主規制機関が証券業務、証券取引に関する細かい規則を定め、証券業者はそれを遵守していたが、詳細な規則の遵守コストが証券業者の大きな負担になり、規制の便益を上回るようになった。そこで、細かい規則を定めるのではなく、証券業者が遵守すべき行動原則<sup>7</sup>を提示し、その遵守を監視・監督する原則ベースの規制体系に変えていくことによって、規制遵守コストを下げるべきだと報告書は述べている。つまり、然るべきプロセスよりも然るべき結果に重点を置いた規制にするべきだという主張である。ただし、原則ベースの規制では、規制によって業者に期待される行動内容があいまいになるので、当局は必要に応じて明瞭なガイダンスを与えるべきだとする。

その他には、証券業者にとっては二重の規制遵守負担となっているNYSEとNASDの証券業者規制・監督を一つに統合することや、連邦規制当局と州規制当局が規制の執行に関

して連携していくことなどが提言されている。

## 3. 規制の執行

米国では、証券法に基づく行政機関の法執行が厳しく、制裁金も重いこと、また、証券取引のクラスアクションも非常に活発であることから、それを理由に外国企業が米国上場を避けることがしばしばある。当委員会は、強制力のある規制の執行システムを持つことは、金融・資本市場の安全性や競争力を高めるが、現状は少し行き過ぎの面があり、民事訴訟のシステムや刑事訴追システムに関して改善の余地があると考えている。

まず民事訴訟については、1934年証券取引所法の規則10b-5の詐欺防止規定について、SECに文言の解釈の明確化を提言している。証券取引関連訴訟のほとんどはこの規則10b-5絡みの案件であるが、規則の文言があいまいで様々な解釈の余地があり、これまで度々議論されてきた。訴訟における不確実性のリスクは取引参加者を不安にさせ、米国市場を避ける動機になりうるという意見がこの提言の背景にある。

次に、刑事訴追については、会社全体に対する刑事訴追は、会社が組織ぐるみで犯罪行為をしているといった非常に例外的な場合を除いて、出来る限り避けるべきであると提言している。現在の米国司法省の企業の刑事訴追に関するガイドラインは、無実の従業員や株主、さらには経済全体に対するダメージを考慮するものになっていないからである。

それから、資本市場の番人であるゲートキーパーに対する訴訟に関しても、いくつかの提言がなされている。まず、監査法人に関しては、議会が、立法措置によって監査法人が破滅的な損失を蒙ることを防ぐべきだとする。エンロン事件の際に、不正な監査をしていたアーサー・アンダーセンが消滅したが、これ以上の監査法人の消滅は市場参加者にとって大きなコストとなる。それを防ぐため

に、議会は特定の監査実務に関してセーフハーバー条項を定めるか、特定の状況において監査法人の損害賠償責任に上限を設けるべきであると提言している。次に、社外取締役に関しては、社外取締役が監査済みの財務報告書、もしくは監査法人による SAS100 レビュー・レポート<sup>8</sup>を善意に信頼することを以って注意義務を果たしたことの決定的な証拠とするように、SEC 規則 176 を修正することなどを提言している。

#### 4. 株主の権利

当委員会は、米国公開企業の株主の権利が諸外国の企業に比べて弱いことが、米国企業の競争力の減退につながり、ひいては米国資本市場の競争力の低下につながりうると考えている。なぜなら、株主の権利の弱い国では、株主による経営陣の監視があまり効かないため、エージェンシー・コストが高まり、株価がディスカウントされる、もしくは、米国企業への投資が減るからである。その結果、外国株式市場に主に上場する海外企業に資金が流れ、米国資本市場の競争力が低下するというロジックである。そこで、当委員会は、株主権強化のためのいくつかの提言を行っている。

一つ目は、任期別取締役会<sup>9</sup>を持つ会社によるポイズンピルの導入には、株主承認を義務付けるべきであるという提言である。効率的で競争力のある資本市場とするためには、企業の支配権市場が有効に機能することが欠かせない。だが、ポイズンピルと任期別取締役会の組み合わせは、敵対的買収の可能性を低くし、企業の支配権市場の機能を低下させる。そこで、株主権を強化することによって、会社が現経営陣の保身などのために安易な買収防衛策を導入することを防ぐべきだという趣旨である。

二つ目は、株主総会における取締役選任議案において、全ての会社は過半数投票方式

(Majority Voting) を導入すべきという提言である。過半数投票方式とは、出席株主の議決権の過半数の賛成を以って取締役を選任する方式である。近年、投資家などからの要望で過半数投票方式を採用する企業が増えてきているが、依然として株主からの賛成票をより多く獲得した取締役候補者から順に、定員を満たすまで選任してゆく相対多数投票方式 (Plurality Voting) を採用する企業が多い。相対多数投票方式では、定員数と候補者数が同じ無競争選挙の場合、1 票でも賛成票を得れば、たとえ支持保留票が多数であろうとも候補者は取締役に選任されるため、取締役の選任に関して株主の影響力が事実上及ばない。株主によるコーポレート・ガバナンスを働かせるためには、過半数投票方式が望まれる。

三つ目は、SEC は株主による取締役候補者の指名問題を早急に解決すべきであるという提言である。SEC は 2003 年に、株主による取締役候補者の指名を容易にするための規則改正案を発表したが、その時は法制化されずに終わっている。取締役候補者の選出に直接株主が関与できるようにすることで、取締役に株主の声が反映されやすくなるという趣旨である。

#### 5. サーベンス・オックスレー法 404 条

当委員会は、内部統制に関する SOX 法 404 条について、投資家保護、市場の透明性の向上において欠かせない役割を果たしていると評価し、法律自体を改正することは全く主張していない。一方で、当委員会が問題にしているのは、SEC や公開会社会計監視委員会 (PCAOB) の規制のアプローチが、正しい費用／便益分析に基づいて行われているかどうかということである。

報告書は、404 条の便益として、①財務報告の正確性が向上し、株主に負の影響を与える財務報告書の修正が減少すること、②内部統制の強化によって、情報の非対称性リスク

が減少し、資本コストが低下すること、を想定し、他の機関の研究などを用いて便益の大きさを計測しようとしているが、現時点では、404 条と①と②の便益の関連性については明らかではなく、今後の研究が必要だと結論付けている。

一方で、404 条の費用については、便益よりも計測が容易である。報告書では、Financial Executive International (FEI) と Charles River Associates (CRA) の 2 社の調査を紹介している (図表 2)。

報告書の結論は、404 条の効果は維持したまま、現状ではあまりにも高い遵守コストの削減努力をすべきということであり、以下のような提言をしている。

第一に、内部統制監査の基準となっている監査基準第 2 号<sup>10</sup>の「重要な欠陥」(Material Weakness)を再定義し、監査が真にリスクベースで実施され、重大な内部統制上の欠陥を対象に行われるようにするべきであるとする。これらは、既に SEC と PCAOB が目指している方向である。報告書は、「重要な欠陥」の定義について「年次財務報告書上、重大な情報の誤りが、防止もしくは発見されない合理的な可能性がある (reasonably possible) 場合に『重要な欠陥』が存在する」とすべきだとしている。

第二に、SEC と PCAOB によるガイダンスを、①経営陣の内部統制評価プロセスの理解と評価における監査人の裁量を広げること、②監査人は、経営陣の内部統制評価の証明

(attesting) においては、財務監査で監査意見を表明するのに必要とされるほどの綿密な調査を要求されないことを確認すること、などにより改善すべきであるとする。この背景には、SEC と PCAOB の規制の運用基準が明確でないため、監査法人が内部統制評価の証明において保守的なアプローチを採り、財務監査との重複が多く生じたことがある。

第三に、SEC と PCAOB は、財務報告プロセス等のうち、年次報告書類の作成などにあまり影響を及ぼさないと考えられる部分については、複数年に一度の監査にすること (multi-year rotational testing approach) をガイダンスで示すべきであるとする。また、SEC と PCAOB は、監査人が経営陣の自己評価に、より信頼をおいてよいことを確認すべきとする。これらは全て余分な監査の重複を避けるためである。

第四に、中堅・中小公開企業 (時価総額 7500 万ドル以下) への 404 条の適用は、materiality の再定義、ガイダンスの改善、multi-year rotational testing の導入まで繰り延べるべきであるとする。そして、SEC は 404 条の中堅・中小公開企業への適用の費用/便益分析を再び行い、費用が便益に比して依然として高すぎるという結果が出た場合は、議会に 404 条の中堅・中小公開企業への適用免除を勧告すべきであるとする。

第五に、404 条の外国企業への適用に関して、本国で既に同様の内部統制規制を受けていると明示できる企業には適用すべきでない

図表 2 SOX404 条の費用

調査	1社当たりの平均コスト				全体コスト (推定)	
	Year 1		Year 2		Year 1	Year 2
FEI	436万ドル		380万ドル		150億ドル	130億ドル
CRA	Smaller	Larger	Smaller	Larger	201億ドル	114億ドル
	124万ドル	851万ドル	86万ドル	477万ドル		

(出所) "FEI Survey on Sarbanes-Oxley Section 404 Implementation," Financial Executives International, March 2006.  
 "Sarbanes-Oxley Section 404 Costs and Implementation Issues: Spring 2006 Survey Update," CRA International, 17 April 2006.

とする。

#### IV. 今後の展開

米国資本市場の競争力低下に対する懸念を受けて策定された本報告書の特徴はまず、現行の規制自体の変更や新しい規制の創設についてほとんど触れなかった一方で、「コスト効率」をかなり強調したことであろう。また、会計基準の話題でよく用いられてきた「規則ベース」「原則ベース」といった言葉を用いて資本市場全体の規制体系の転換を促すなど、米国と欧州・英国との比較、あるいはロンドンを中心とした欧州市場との競争を意識した内容が多いことも特徴といえよう。

本報告書は、最近の米国で活発化している資本市場規制の見直し論議が、包括的な政策提言という形で表にでた最初の実例である。ハーバード・ソントン委員会の他にも、米国商工会議所が 2006 年 2 月に設置した「21 世紀の米国資本市場の規制に関する委員会 Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century」が、2007 年 2 月頃に報告書を公表するものとみられている。また、ニューヨークでは、チャールズ・シューマー上院議員（民主党）とマイケル・ブルームバーグニューヨーク市長が、ニューヨークの金融センターとしての競争力に関する調査をマッキンゼーに委託したことが話題になっている。

今後の展開としてまず注目されるのは、財務省の動向であろう。本報告書の主な提言は、ポールソン財務長官が 2006 年 11 月 20 日にニューヨークのエコノミッククラブで行った講演の内容と重なる点が多く、長官は大方の方向性を共有していたものと考えられる<sup>11</sup>。今後は、財務長官が取りまとめ役を務め、FRB、SEC、商品先物取引委員会（CFTC）がメンバーとなる大統領金融市場作業部会（President's Working Group on Financial

Markets : PWG)<sup>12</sup>を通じて、ハーバード・ソントン委員会の政策提言を実現しようと動く可能性がある。さらに財務省は、2007 年初めに「資本市場と経済競争力に関するカンファレンス」の開催を計画しており、規制体系、会計制度、法制度に関する課題を議論するとしている。

一方で、現実に提言内容を実現していくとなると、2006 年 11 月 7 日に実施された中間選挙の結果、民主党が上下院の過半数を握ったことが影響してくると予想される。例えば、新たに上院銀行委員長に就任したクリストファー・ドッド上院議員（コネチカット州選出）は、本報告書を「貴重な意見として受け止めるが、資本市場の成功に不可欠な投資家の信頼を損なわないよう配慮が必要」と発言したが、ゲートキーパーの法的責任に上限を設定するなどの訴訟制度に関する改革は、民主党多数の議会では進みにくいのではないかと見られている<sup>13</sup>。

SEC など他の規制機関からは、本報告書に対する明示的な反応があまり見られなかった。しかし、原則ベースの規制体系への転換に関して、カンボス SEC コミッショナーが「長年にわたって米国の資本市場に多大な利益をもたらした投資家保護の機能を発揮してきた規制体系を解体する議論を始めるのは危険だ」と発言するなど、懸念が表明されている点は注目されよう。

その一方で、2006 年 11 月 28 日に NASD と NYSE グループ（ニューヨーク証券取引所の運営会社）が、傘下の会員監督機能を統合することを発表したことなどは、ポールソン財務長官が 12 月 20 日に「複数の監督官庁によってルールブックだけが膨らんでいる」「NYSE とナスダックの規制運営の統合はポジティブな改革になる」と指摘したこととタイミングが符号している。

また SOX404 条の修正については、すでに動きが加速している。まず、SEC は、12 月



13日の公開会合において、内部統制について、公開企業の経営陣の負担軽減と、監査人の責任の明確化を狙ったガイダンス案を採択した（60日間のパブリックコメント期間を経て、2007年4月頃には最終案を採択する予定）。さらに12月22日には、中小上場企業（Non-accelerated Filers）の404条遵守期限延長を最終規則として決定した他、新規上場企業に対しては上場一年目の年次報告書における404条の遵守を免除することを決めた。この最終規則によって、中小上場企業の内部統制に関する評価・監査は、経営陣の内部評価が2007年12月15日以降終了の会計年度から、監査人の監査証明（Attestation）が2008年12月15日以降終了の会計年度から、義務化されることになった。また、PCAOBは、12月19日、内部統制に関する監査人の審査を、最も重要な事項にフォーカスさせて、手続を簡素化する新基準案を発表している。またSECは、12月13日の会合で、ハーバード・ソントン委員会の報告書でも提言された、外国発行体によるSEC登録廃止を容易にする規則案の提案も決めている。

本稿では、ハーバード・ソントン委員会の示した懸念に注目したが、一見すると、同委員会が懸念するほど、実態として米国資本市場の位置づけがグローバルにみて明示的に低下しているわけではないようにも思われる。実際、2006年はダウ平均株価が史上最高を更新した年でもあり、市況のことだけを考えるならば、危機感を感じる必要もそれほどなかったはずである。それでも、このように資本市場の競争力に関する議論が活発に行われるのは、IPO件数があまり増えない中で、伝統的な大型・主要企業の株価だけが好調という状況をベストとは決して考えない、米国の識者の株式市場に対する見方を反映しているようでもあり、非常に興味深いところである。いずれにせよ、本報告書で展開された議論を契機に、エンロン・ワールドコム事件後に進

んできた米国資本市場改革がどのように方向性を変えていくのか、また「コスト効率」「原則ベース」といった言葉が資本市場規制改革のキーワードとなっていくのか、今後の動向が注目されよう。

## 《参考》中間報告の提言骨子

### 第1節：競争力

1. 資本移動規制の緩和：SECは、少なくとも外国の発行体に対して、上場廃止制限などの資本移動規制を緩和すべきである。SECは新規上場する外国企業が、発行書類に事前の通知に基づき上場を廃止する権限があることを明記させるべきである。また既に上場している企業については、厳格な規制と開示規則があるために株式を購入した個人投資家を保護する必要がある。一方でSECは、こうした保護を必要としない機関投資家はSECの米国投資家ベースの計算から除外すべきである。

### 第2節：規制プロセスの改革

- A. SECと自主規制機関（SRO）による費用／便益分析の改善
  2. SECは、効果的な規制を行うための原則を明確に定めるべきである。原則の中には、提案された規則に関する体系的な費用／便益分析の実践が含まれるべきである。
  3. 証券会社に適用される規則を作成するSROもまた、システムティックな費用／便益分析を導入すべきである。
  4. SECは、スタッフの中から適格なエコノミストとアナリストを選び、規則作成プロセスの一環としてシステムティックな費用／便益分析を担当するグループを組織すべきである。

**B. SEC と SRO はより原則ベースの規制を導入し機関投資家とリテールの顧客に別々の規制を適用すべきである**

5. 規制及び当局による監督は、リスクベース、原則ベースであるべきである。その際に、SEC と SRO は、原則ベースの規則の不透明さを認識し、必要に応じて規則と併せて明瞭なガイダンスを与えるべきである。
6. SEC と SRO は、機関投資家とリテール顧客に別々の規則を導入する方向で体系的に規則を見直すべきである。

**C. SEC は証券会社に対して、銀行に対してと同様の健全性規制を導入すべきである**

7. グラム・リーチ・ブライリー (GLB) 法によって、銀行と証券の規制当局間の協力関係は強化され、規制の考え方も収束しつつある。証券業者にも健全性規制を適用し、執行措置を巡る報道も控えることによって、彼らは自発的に問題を発見し、当局は早期にリスクに対応できるようになり、両者の協力関係がさらに強化される。

**D. 連邦と州による執行によって規則が書き換えられるべきではない**

8. SEC をはじめとする証券規制当局は、規則作成にあたって通知とコメントを含む正規の手続きを踏むべきであり、規則に欠陥がある場合には執行によって片付けるのではなく正規のプロセスを通じて改正されるべきである。

**E. 連邦、連邦・州レベルでの協調を強めるべきである**

9. 大統領金融市場作業部会 (PWG) を媒体として、連邦規制当局間のコミュニケーションの円滑化と協力体制の強化を図るべきであろう。

10. NASD と NYSE は会員規制機能を単一機関に統合することによってもたらされる便益を認識して話し合いを進めており、コックス SEC 委員長もこれを支持している。

11. 議会は、執行を巡る連邦政府と州の間の協調を強めるべきである。SEC に代わって州が民事訴追を行う場合、州は SEC にこれを通知し和解内容について合意を得るべきである。

12. 全米で営業する金融機関や監査法人に対して州が刑事訴追を行う場合、司法省が事前の通知を受けるべきである。

**F. PWG の協力を得て、取引所規制を巡る国際間、当局間の協力を高めるべきである。**

13. 取引所が国境を越えて合併し、国際的に調和の取れた規制が必須となると、原則ベースの規則が必要となる。こうした時やはり PWG が指揮をとって、国際間、当局間の協力強化と規則の調和を推進して行くべきであろう。

**第3節：執行システム**

**A. 民事関連の執行**

14. 規則 10b-5 の賠償責任の解釈を明確化する。裁判所によって解釈が異なるこの規則について SEC は、リスクベースのアプローチに基づくガイダンスを提供すべきである。

15. 訴訟の賠償金と SEC の罰金の重複を避ける。SEC は訴訟における被告の個人的な損害賠償金は、SEC が徴収し投資家に払い戻した罰金を差し引いた金額と定めるべきである。

16. “Pay to Play” 慣行を禁止する。MSRB (地方債基準作成委員会) の規則によって、投資銀行は、政治献金を行った政治家が所属する地方自治体が発行する債券の引受を 2 年間禁じられるが、証券訴訟

を専門とする弁護士にも同様の規則が適用されるべきである。弁護士が州や地方自治体の年金担当者に政治献金を行った場合、その弁護士はクラスアクション訴訟でその年金を代表することを禁じるべきである。

## B. 刑事訴追

17. 全社的な告発は、異例な場合に限定する。司法省はガイドラインを改訂し、無実な従業員や株主が打撃を受けないよう、会社の訴追を、全社を挙げた不正が発覚したというような、異例な場合に限定するよう提言する。
18. 司法省の訴追ガイドラインの第 4 項目を改訂する。司法省は、連邦検察官に、企業による弁護士・依頼者間の秘匿特権（attorney-client privilege）の放棄、又は、訴追されている従業員、幹部、取締役の弁護士費用の負担の拒絶を強要する行為を禁じるようガイドラインを改訂すべきである。

## C. ゲートキーパー訴訟：監査人と社外取締役

### 【監査人】

19. 議会は、甚大な損害から監査法人を守る手段を考察すべきである。方法としては、①特定の監査慣行についてセーフハーバーを構築する、②欧州で取り入れられているように、監査法人の損害賠償に上限を適用する、等が挙げられる。
20. 10A 条の損害賠償を明瞭にする。1934 年証券取引所法 10A 条は監査人が不正行為に気づいた場合に特定の措置を採ることを義務付けているが、不正の定義が漠然としている。議会は、定義を狭めて投資家に危害が及ぶ深刻なリスクがある行為に焦点を絞るべきである。

### 【社外取締役】

21. SEC は規則 176 を改訂し、社外取締役は監査済みの財務報告書もしくは SAS100 を善意に信頼することによってデューディリジェンス（注意義務）を果たしたとすべきである。

22. SEC の賠償ポリシーを改訂する。誠実に振舞った社外取締役は、個人的な賠償責任を免除されるべきである。企業統治に重要な役割を果たす、有能な社外取締役をリクルートし易くなる。

## 第 4 節：株主の権利

23. 任期別取締役会（Classified boards）を有する企業のポイズンピルの導入には、株主承認を義務付けるべきである。
24. 過半数投票方式は株主権の鍵となる要素である。株主主導によって多くの企業が過半数投票方式を取り入れており、デラウェア州でもこうした株主のイニシアティブが認められるようになった。委員会は、過半数投票方式の株主価値への影響について研究を要請する。
25. 候補者名簿へのアクセスの問題を明瞭にするべきである。株主が委任状に自ら選んだ取締役候補者を加えることが認められるべきかどうかについて、SEC は解決する必要がある。幹部報酬については、さらなる改正を行う以前に、新開示規則の下での動向を見守るべきである。
26. 株主に解決策を選択させる。SEC は企業との争いを巡る解決策を株主が選ぶことを認めるべきである。

## 第 5 節：サーベンス・オックスレー法 404 条

27. “Material Weakness” の定義を改訂する。監査基準第 2 号（AS2）の materiality の定義を改訂し「年次財務報告書上、重大な情報の誤りが、防止もしくは発見されない合理的な可能性がある（reasonably possible）場合に“重要な欠陥”が存在す

る」とすべきである。

28. PCAOB と SEC のガイダンスの改善

29. Multi-Year Rotational Testing (重要でない業務について複数年に一度の監査とする裁量) を認めると同時に、監査人が他者(経営陣など)の内部統制評価に信頼を置くことを認める。

30. 小規模な(公開)企業には大企業と同様に(改訂版)404条を適用するか、もしくは議会が中小企業のために404条を改訂すべきである。

31. 本国で既に同様の義務を負わされている外国企業には404条を適用すべきでない。

32. データ収集と継続的モニタリング。  
SEC と PCAOB は 404 条の費用と便益を分析する上でより良いデータをさらに収集し、その影響についてモニターを続ける必要がある。

(出所) 委員会報告書より野村資本市場研究所作成

調査協力：ロザノ容子

- <sup>8</sup> 米国公認会計士協会 (AIPCA) 監査基準書 (SAS) 第 100 号 (期中財務情報) に定められた手続きに従って、公開企業の四半期財務報告書をレビューしたレポート
- <sup>9</sup> 任期別取締役会 (Classified or Staggered Board) とは、毎年取締役の一部を改選する制度を採る取締役会である。取締役会で過半数を獲得するのに数年かかるため、買収されにくいと言われる。
- <sup>10</sup> 2004 年に PCAOB によって定められた Auditing Standard No.2 “An Audit of Internal Control Over Financial Reporting Performed in Conjunction with An Audit of Financial Statements”
- <sup>11</sup> <http://www.treas.gov/press/releases/hp174.htm> 参照。
- <sup>12</sup> 大統領金融市場作業部会は、レーガン政権時代の 1988 年に、大統領令 (Executive Order)12631 によって創設された。1987 年の株式市場暴落によって表面化した課題への対処が当初の目的であったが、その後、金融市場で発生するさまざまな課題に対して、規制当局が横断的に対応するための組織として位置づけられている。
- <sup>13</sup> “Report on Corporate Rules Is Assailed”, Washington Post, 12/1/2006 など参照。

- <sup>1</sup> 報告書は <http://www.capmktreg.org/> から取得可能。
- <sup>2</sup> “Panel’s Mission: Easing Capital-Market Rules”, WSJ, 9/12/2006, “Fixing SOX No Quick Fix”, WSJ, 9/22/2006 など参照。
- <sup>3</sup> 淵田康之「経済に資する金融・資本市場とは？」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。
- <sup>4</sup> 「海外からみた米国上場によるプレミアム」は、母国市場のみに上場している企業と、米国市場に重複上場している企業の間における PBR の格差として計算される。
- <sup>5</sup> ワールドコム事件の和解金の 61 億ドルを除く。
- <sup>6</sup> 一方で、ニューヨーク証券取引所の高い上場費用や、海外に比べて高い投資銀行の引受費用がもたらす米国資本市場の競争力低下への影響は、軽微であるとしている。
- <sup>7</sup> 「証券業者が遵守すべき行動原則」には、例えば、善管注意義務を果たすこと、適切なリスクマネジメント・システムを維持すること、市場行動原則を遵守すること、利益相反の管理をすることなどが含まれる。