

企業規模に応じた証券法規制を模索する米国 SEC

小立 敬

要 約

1. 2006年4月、米国証券取引委員会（SEC）が設置した中堅・中小公開企業に関する諮問委員会（Advisory Committee on Smaller Public Companies）が SEC に最終報告書を提出した。同諮問委員会は、米国における中堅・中小規模の公開企業に対する証券法規制のあり方について見直しを行うことを目的として設置されたものである。
2. 米国では、2002年に制定されたサーベンス・オックスレー法（企業改革法）によって、公開企業の財務報告にかかる内部統制が制度化された。最近、内部統制実務への対応について、公開企業に多大なコストがかかることが明らかになってきており、特に、中堅・中小規模の公開企業に過度の負担がかかることが懸念されている。
3. SEC に提出された最終報告書は、中堅・中小公開企業を中心とする規制のあり方について、内部統制のみならず、開示制度や会計制度など証券法規制の全般を対象として提言を行っているものであり、わが国の証券規制のあり方を考えるうえでも示唆に富むものである。

I. はじめに

2006年4月23日、米国証券取引委員会（SEC）が設置した中堅・中小公開企業に関する諮問委員会（Advisory Committee on Smaller Public Companies）が SEC に最終報告書を提出した。同諮問委員会は、米国の中堅・中小公開企業に対する証券法規制のあり方について見直しを行うことを目的として2005年3月に設置されたものである。

米国では、2001年のエンロン、翌年のワールドコムの大規模粉飾決算など会計不正事件が発覚したことから、コーポレート・ガバナンスの強化などの必要性が強く認識され、2002年にサーベンス・オックスレー法（企

業改革法）が制定された。この企業改革法により公開企業については内部統制（internal control）の構築が求められることとなった。企業改革法906条において四半期報告・年次報告の財務諸表の適切性などについて経営者の宣誓が規定され、404条によって財務報告にかかる内部統制の有効性に関する経営者の評価（内部統制報告）、および経営者の評価に対する外部監査人による監査（内部統制監査）が求められている。

もともと、404条については数度に亘って適用が延期されており、浮動株の時価総額が7,500万ドル以上など一定の条件を満たす早期提出会社（accelerated filer）のみ適用は始まっているものの、それ以外の企業については、まだ適用されていない¹。

一方、2005年4月、内部統制報告・監査実務の開始の一年目に行われたSEC主催の円卓討論会（Roundtable on Second-Year Experiences with Internal Control Reporting and Auditing Provisions）では、内部統制実務に多大なコストがかかることが指摘され、とりわけ中堅・中小企業について、過度にその負担が大きくなる可能性が指摘された。同年10月には、404条が依拠する内部統制のフレームワークを提唱するCOSO（Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission）から、中堅・中小公開企業向けの内部統制に関する追加的な実務指針の公開草案が公表されるなど、中堅・中小公開企業に配慮する動きがみられるところである。

こうした状況にあつて、同諮問委員会は、404条の適用が中堅・中小公開企業に与える影響という面のみならず、以下のとおり、中堅・中小公開企業に対する証券法規制の全般を検討課題としている。

- ① 中堅・中小公開企業に対する財務報告にかかる内部統制の枠組み（内部統制報告・内部統制監査に関する基準）のあり方
- ② 時価総額や企業規模、市場特性に応じた中堅・中小公開企業を対象とする開示制度などのあり方
- ③ 中堅・中小公開企業に適用可能な会計基準や財務報告規則のあり方

報告書は、上記の課題について33項目におよぶ詳細な提言を行っている。そのうち優先度が高いものとして14項目を掲げており、わが国の証券規制のあり方を考える上でも示唆に富むものである。以下で優先度が高いとされている提言を中心に解説する。

II. 最終報告書の概要

1. 中堅・中小公開企業に対する規模に応じた証券法規制に関する提言

報告書は、まずその本論の最初で、報告書全体に及ぶ原則的な考え方を示している。現在、米国の証券法規制においては、大規模、中堅・中小規模を区別することなく、基本的に公開企業には同じ規制が課されており、中堅・中小企業にとってその規模や特性からみて過度の負担がかかっている。このため、中堅・中小規模の公開企業については、費用対効果の観点から規模に応じた規制の枠組みを新たに構築すべきというものである。

こうした考え方の背景には、企業改革法の制定、中でも内部統制の実務対応のために企業に大きな負担がかかっているという現実がある。企業改革法によってコーポレート・ガバナンスの向上や開示の適切性に対する認識が一層高まってきた反面、内部統制報告や内部統制監査のために企業内の業務プロセスなどについて多くの文書化が求められるなど実務的に大きな負担がかかることが明らかになってきている。特に、中堅・中小規模の企業にとっては、内部統制対応に伴う負担がその収益力や企業体力に比べて必要以上に大きくなり、企業の成長を阻害し、ひいては米国の経済成長や雇用情勢に影響を与えるのではないかと懸念されている。

報告書は、企業改革法に制定された内部統制を巡る問題への対処を重要な課題としつつ、開示制度や会計基準など証券法規制の全般に踏み込んで検討を行っており、現在の米国の証券法規制は、内部統制の問題を中心に中堅・中小規模の公開企業に対して過度の負担をもたらすものであるとしている。

さらに近年、米国では市場を通じた資本調達の割合が低下し、企業を非公開化する傾向もみられるなど、米国で株式を公開すること

の魅力が薄れつつあるとしており、企業が上場する際のコスト、上場を維持することに要するコストが過大になった結果、米国の株式市場のプレゼンスが低下し、海外の市場に対する競争力が低下するおそれがあるとして、報告書は危機感を表している。

こうした問題意識の下、報告書は中堅・中小公開企業に対して、大企業とは異なる規制体系、すなわち規模に応じた規制の枠組みの導入を提言している。現行においても小規模発行者（small business issuer）には、開示規則に関して緩和的な措置が用意されており、限られた範囲で規模に応じた規制も存在しているが、報告書は、規模に応じた規制の対象者を中堅・中小規模の公開企業に広げ、さらにその対象範囲について、必要に応じて証券法規制の全体に及ぼそうとするものである。

まず、報告書は、中堅・中小公開企業（smaller public companies）に対する新たな規制の枠組みをつくるにあたり、証券取引所やナスダック市場に上場・登録し、OTC ブリテンボード²で取引される中堅・中小公開企業を二つの範疇に分けている。具体的には、各市場の時価総額を合計した株式市場全体の時価総額に対する割合が累計 1%の範囲

に含まれる企業群を中小公開企業（microcap companies）、累計 5%に相当する企業群を中堅公開企業（smallcap companies）と定義する（図表 1）。次に、この定義に基づき実際のデータを当てはめる。その結果、中小公開企業に該当する企業は時価総額 1.28 億ドル未満となり、これは、大企業も含めた全公開企業数の 52.6%にあたる。中堅公開企業は時価総額が 1.28 億ドル以上 7.87 億ドル未満の企業となり、全体の 25.9%を占める。両者を合計すると社数ベースで全公開企業の 78.5%を占めることになる。

すなわち、中堅・中小公開企業は、全公開企業に対して社数ベースでは圧倒的な割合を占めるものの、時価総額ベースでみると市場全体の 6%に留まるものとされている。報告書は、この市場全体の時価総額に占める割合に着目し、市場全体で捉えれば、その時価総額の 94%にあたる大企業については、厳格な証券法規制が適用されており、投資家のリスクやエクスポージャーは限定されるとする。従って、中堅・中小公開企業について緩やかな規制が適用されるとしても、証券法規制による投資家保護は十分に図られ、規制の効果は十分に機能すると考えるのである。

図表 1 企業規模に応じた規制の枠組み

	発行済株式時価総額	市場全体の時価総額に対する割合	市場全体の企業数に対する割合
中小公開会社 (Microcap Companies)	1.282億ドル未満	1%	52.6%
中堅公開会社 (Smallcap Companies)	1.282億ドル以上 7.871億ドル未満	5%	25.9%
中堅・中小公開会社 (Smaller Public Companies)	7.871億ドル未満	6%	78.5%
大規模公開会社 (Larger Public Companies)	7.871億ドル以上	94%	21.5%

(注) ニューヨーク証券取引所・アメリカン証券取引所は 2005 年 3 月 31 日現在のデータ。ナスダック市場・OTC ブリテンボードは 2005 年 6 月 10 日現在のデータ。

(出所) "Final Report", Advisory Committee on Smaller Public Companies

2. 財務報告にかかる内部統制に関する提言と SEC の対応方針

企業改革法 404 条に規定する財務報告にかかる内部統制報告や内部統制監査の実務について公開企業に大きな負担がかかるものとなっており、特に中堅・中小公開企業については、ヒト・モノ・カネなど経営資源に限りがあるため、内部統制の実務対応に当たって多大なコストを要することは、大企業以上に企業収益や体力に過度の負荷がかかることになる。

報告書は、公開企業、とりわけ中堅・中小公開企業の内部統制の実務対応に大きな負担がもたらされる要因として、以下のような問題点を指摘している。

- ① 監査人が内部統制監査を行う際の基準については、公開企業会計監視委員会（PCAOB）が監査基準第二号（AS2）を策定している一方、経営者が自ら行う内部統制の有効性の評価に関する実務指針が存在しないため、経営者が内部統制の評価を実務的にどのように行うか明確ではない。
- ② 中堅・中小公開企業は、経営トップに内部統制機能や意思決定の大きな役割を委ねることが多く、それゆえ適切な内部統制のあり方も系統化・細分化され多くの文書化が求められる大企業のそれとは異なるが、中堅・中小規模の特性を踏まえた実務指針が存在しない。
- ③ PCAOB による監査人の検査、または監査基準第二号の導入の影響から、監査人は会計上の専門的判断を用いて会計処理を行うことを避け、基準を画一的に適用するようになっており、この結果、監査本来のリスクに応じた監査、すなわちリスク・アプローチが図られていない。

上記のほか、内部統制監査と財務諸表監査が別の監査として行われ、また、内部統制における「重要な欠陥（material weakness）」

などの定義が不明瞭であるなどの問題もあり、現在の内部統制実務は、不適切な財務報告の防止という規制本来の目的・効果を上回って必要以上にコストがかかる仕組みとなっている。規制本来の目的に照らせば、内部統制は企業の規模や特性などに応じて異なることは当然であり、内部統制にかかる規制の体系もそれを踏まえた費用効果的なものであるべきである。従って、報告書は、中堅・中小公開企業の内部統制の枠組みについて、現在のものを大幅に見直して、費用対効果を十分に考慮し、企業規模や特性を踏まえた枠組みを構築する必要があるとしている。

具体的な提言としては、まずは、中堅・中小公開企業の規模や特性を踏まえた内部統制の枠組みが構築されるまで、内部統制監査の適用延期を求めている³。そのうえで、内部統制に対する外部監査の枠組みとして費用対効果を原則とする中堅・中小公開企業向けの新たな監査基準（ASX）を策定すること、また、経営者による内部統制の有効性の評価について費用効果的な方法によるものとする実務指針を作成することなどを提言している。

他方、SEC は、内部統制の適用に関して、報告書の公表後の 2006 年 5 月 17 日に以下のような対応方針を対外公表した。

- ① 経営者が行う内部統制の評価にかかる実務指針を SEC が策定する（リスク・アプローチ評価の採用）⁴。
- ② 監査基準第二号を以下の観点から改訂する。
 - (イ) 内部統制監査において虚偽記載や重大な過ちが生じるリスクの高い分野に絞った監査が行われるようにすること。
 - (ロ) 「重要な欠陥」など内部統制における基本概念の定義を明確にすること。
 - (ハ) 企業による内部統制の有効性の検証手続きを監査人が評価する際、監査人がどういう役割を果たすべきか再検討し、明確化すること。

- ③ 早期提出会社以外の公開企業（中堅・中小公開企業を含む）については、企業改革法 404 条の適用を 2006 年 12 月 16 日以降に開始される年度まで延期する。

上記 SEC の対応方針をみると、内部統制監査の適用延期という報告書の提言が受け入れられているほか、経営者が行う内部統制の評価に関するガイダンスの作成、リスク・アプローチの徹底など報告書で指摘された問題についても対応することが示されている。

3. 情報の開示、資本調達などに関する提言

報告書は、現在の証券法規制の下では、企業改革法、中でも 404 条の適用に伴って、中堅・中小公開企業に過度の負担がかかり、公開企業が上場あるいは上場を維持することに要するコストが益々増大するとしている。また、最近では私募による調達が増えている一方、私募においても証券法規制上の問題があり資本調達の効率性が損なわれていると指摘している。こうしたことから、報告書は、投資家保護を図りつつ規制遵守に要するコストを削減し、健全で競争力のある資本市場の形成を図ることを目的として、開示制度や資本調達に関する規制からアナリスト・レポート

に関するものまで幅広い規制分野に及ぶ提言を行っている。

1) 統合開示制度における緩和措置の適用

米国では、証券法および取引所法の二つの法律でそれぞれ公開企業の開示に関する規制が定められており、財務諸表に関する規則を定めるレギュレーション S-X、非財務情報の開示規則を定めるレギュレーション S-K という SEC 規則によって両法に基づいて提出される書類の開示項目が統一されている（統合開示制度、integrated disclosure system）。

一般に、米国の公開企業はレギュレーション S-X とレギュレーション S-K に基づいて開示を行っている。これに対し、売上高および浮動株の時価総額が 2,500 万ドル以下の小規模発行者（small business issuer）を対象としてレギュレーション S-B という規則が用意されている。これは、レギュレーション S-X やレギュレーション S-K で要求する開示内容に対して、小規模発行者の事業規模や特性などを踏まえ、情報の量や質などの開示レベルを軽減するものである。

例えば、レギュレーション S-B では、事業情報に関する開示内容がレギュレーション

図表 2 レギュレーション S-B に規定する主な緩和措置

レギュレーション S-K に対する緩和措置：中小公開企業への適用
<ul style="list-style-type: none"> レギュレーション S-B の事業情報にかかる開示は、レギュレーション S-K ほど詳細である必要はなく、事業開拓活動（business development activities）の開示についても、レギュレーション S-K の 5 年度分に対してレギュレーション S-B は 3 年度分と少ない。 レギュレーション S-K で求められる一部の財務情報（selected financial data など）がレギュレーション S-B では不要とされる。 経営者の議論と分析（MD&A）について、レギュレーション S-K では 3 年度分必要であるのに対し、レギュレーション S-B は財務諸表が 2 年度分であれば MD&A については 2 年度分のみでよい。 レギュレーション S-K で求められるマーケットリスクにかかる定量的・定性的分析が、レギュレーション S-B では不要となる。
レギュレーション S-X に対する緩和措置：中堅・中小公開企業への適用
<ul style="list-style-type: none"> レギュレーション S-X では、主要財務諸表において損益計算書やキャッシュフロー計算書などは 3 年度分、貸借対照表は 2 年度分必要とされるが、レギュレーション S-B は損益計算書などは 2 年度分、貸借対照表は 1 年度分でよい。（ただし、報告書の提言は、貸借対照表については 2 年度分は必要としている） 登録届出書提出後の財務諸表更新にかかる猶予期間について、通常、事業年度終了から 45 日後の有効期限が切れた場合、例外なく最新の財務諸表を提出しなければならないところ、レギュレーション S-B では、事業年度終了から 45 日後の有効期限が切れても 90 日以内であれば、直近の 1 年度分の実績か 1 年度分の予想いずれかの損益計算書を提出すればよい

（出所）Final Report より野村資本市場研究所作成

S-K ほど詳細である必要がなかったり、経営の傾向と将来の見通しに関して経営者の見解を開示する「財務状況や経営成績に関する経営者の議論と分析 (MD&A)」については、レギュレーション S-K では三年度分が要求されるのに対して、財務諸表が二年度分のみであれば二年度分の記述があればよいとされる。また、レギュレーション S-X との比較では、財務報告などに掲載する損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書の対象の年度数が少ないなど財務諸表に関する規則が緩やかなものとなっている (図表 2)。

報告書は、統合開示制度における中堅・中小公開企業の実務的な負担を軽減し、基本的な考え方である中堅・中小公開企業に対する規模に応じた規制を具体化するものとして、このレギュレーション S-B を中堅・中小公開企業にまで広げて適用することを提言している。具体的には、レギュレーション S-B 中のレギュレーション S-K に対応する規則を中小公開企業に適用し、レギュレーション S-X に対応する規則を中堅・中小公開企業まで対象範囲を広げることを求めている。

2) 参照方式の利用対象の拡大

米国においては、証券の公募を行う発行者は、発行者に関するすべての重要な投資情報を含む登録届出書を SEC に提出することが求められる (証券法 5 条)。また、発行者は証券の売付けまたは交付の前に登録届出書の要約版である目論見書を投資家に交付しなければならないとされている⁵。

登録届出書や目論見書の開示様式には、発行者のレベルに応じて開示すべき情報量が異なるフォーム S-1、フォーム S-2、フォーム S-3 の三つの様式がある。このうちフォーム S-3 は、発行者に関する開示について、年次報告書など取引所法の継続開示書類⁶を参照するものであり、三つの様式のうち最も簡略なものである。この参照方式は次のような考

え方を背景としている。

市場で活発な取引が行われている証券の発行者について、それに関する情報が入手し易く、その情報がすでに証券の市場価格に正しく反映されているとすれば、投資家は市場価格を信頼することができる。従って、募集や売出しの際、改めて発行者に関する情報を投資家に提供する必要はないという考え方である。つまり、発行者に関する情報が入手し易いかどうかは参照方式の前提となっている。

フォーム S-3 が利用できるのは、公募の際、浮動株の時価総額が 7,500 万ドル以上の発行者であり、あるいは既に証券取引所に上場、ナスダック市場に登録している証券と同種のもの売出しを行う場合 (発行者によるものを除く) である。中堅・中小規模の企業について、通常、浮動株 7,500 万ドルを超えるような新規公開 (IPO) が行われることはなく、証券取引所への上場やナスダック市場への登録を行っている企業も少ないため、現状、中堅・中小規模の公開企業がフォーム S-3 を利用することはほとんどない。

フォーム S-3 が導入された当初、OTC ブリテンボードの発行者は、取引所法の継続開示の対象ではなく、そもそも継続開示書類が参照できないためにフォーム S-3 が利用できないという制度的な必然性が成り立っていた。しかしながら、現在では、OTC ブリテンボードで取引される企業についても、取引所法に規定する継続開示が求められることから、OTC ブリテンボードの企業がフォーム S-3 を利用できないという制度上の理由は失われていることになる。

さらに、投資家が入手し得る情報の範囲や情報へのアクセスの容易さという点では、インターネットの利用によって、最近では企業のホームページや SEC が提供する企業情報電子開示システム (EDGAR) のほか様々なウェブサイトで SEC に提出された書類を入手することができる。また、米国人の 75%

以上が家庭でインターネット接続を行っており、その割合はすべての世代において高まってきているという調査もある。こうしたインターネットの普及という環境の変化を踏まえれば、情報が入手し易い環境にあつて投資家保護も十分に図られることから、中堅・中小公開企業についても継続開示の情報を参照することで効率的でコスト抑制的な開示が実現可能であるとしている。

こうしたことから、報告書は、OTC ブリテンボードの発行者についても、証券取引所やナスダック市場に上場・登録している発行者と同様、取引所法に基づき少なくとも一年間は継続開示を行っていることを条件として、参照方式を認めるべきであると提言している⁷。

3) アナリスト・レポートに関する提言

近年、経営上のコスト削減要請やアナリストの独立性にかかる規制強化などを背景に、金融機関が証券分析や投資情報などリサーチに関係する予算を抑制する傾向にある。こうした影響もあつて、米国では、中堅・中小公開企業を対象とするアナリスト・レポートが以前に比べて極端に減少しており、特に、中小規模の公開企業に至っては、個別のアナリスト・レポートはほとんど存在しないような状況となっている。

中堅・中小公開企業を対象とするレポートが投資家に提供されない環境にあつて、企業が無理に投資家から資本を調達しようとする、時価総額が減少したり、資本調達コストが高くなるなどの問題が生じる。また、個別企業の問題としてではなく市場全体の問題としてみても、投資情報が提供されなければ投資家が売買を行うきっかけを失い、流動性の高い市場の形成を妨げることにもつながるおそれがあるとしている。

そこで、報告書は、中堅・中小公開企業に関する証券分析・投資情報の不足を補うべく

リサーチの提供方法について提言を行っている。具体的には、アナリスト・レポートなど証券分析や投資情報などのリサーチについて、リサーチの対象となる企業とリサーチの提供会社との関係を開示し、かつリサーチ提供会社がリサーチ情報の質や透明性、利益相反の防止などに関する倫理基準を公表、それを遵守することを条件に、リサーチの対象となる企業からリサーチ提供会社に対して対価を払ってリサーチを依頼することを認めるというものである⁸。

アナリストの独立性の強化というこれまでの経緯からすると、リサーチ対象企業から働きかけを行うこの提言は興味深いものであり、それだけアナリスト・レポートが減少している事態が問題となっている証左であろう。

4) 私募における一般的な宣伝・勧誘行為禁止にかかる例外措置

米国の証券法規制において、私募（private offering）については証券法 4 条(2)号の規定により SEC への発行登録が免除され、開示規制の適用除外となる。この私募の要件については、レギュレーション D という SEC の規則に定められている。

私募による場合、購入者に対して一般的な宣伝・勧誘行為（general solicitation and advertising）を行うことが禁止されている。従来から連邦規制のみならず州法においても、一般的な宣伝・勧誘行為が行われないことが、登録免除の要件とされてきている。ここで言う一般的な宣伝・勧誘行為とは、SEC の実務家レベルでは、被勧誘者の数、適合性の原則、取得者の数、発行者との業務関係を考慮して判断するものとされているが、それ以上には明確で客観的な基準がないため、発行者は、一般的な宣伝・勧誘行為に当たるかどうかを主観的に判断せざるを得ない。

この結果、定義が明確でないことによる問題が生じており、発行者が私募を予定してい

たととしても予期せず募集に該当してしまうリスクが存在する。例えば、すべての購入者が証券法規制による投資家保護の必要がない者としてレギュレーション D に規定する自衛力認定投資家 (accredited investors) であって、発行者との間に既に業務の関係があり、相対の契約とするものであれば、通常は私募とみなされるが、一般的な宣伝・勧誘行為とみなされる行為が少しでも認められれば、私募免除の要件は失われ、募集として登録とともに様々な規制が求められることになる。

また、一般的な宣伝・勧誘行為が禁止されている結果、インターネットが持つ効率性と広範性というメリットを十分に活用することができないという弊害も大きい。すべての購入者が自衛力認定投資家であっても、インターネットを利用した宣伝・勧誘行為は一般的な宣伝・勧誘行為と捉えられる可能性があるため行えない。こうしたことは、中堅・中小公開企業の効率的な資本形成にとって潜在的に大きな障害となっている可能性がある。

このため、報告書は、レギュレーション D における免除規定の新設もしくは証券法 4 条 (2) 号の改正によって、新たに私募免除の例外規定を設けることを提言している。具体的には、資力 (financial wherewithal)、投資に関する洗練性 (investment sophistication)、発行者との業務関係 (relationship to the issuer)、組織のステイタス (institutional status) などに照らして証券法による保護の必要がない投資家、すなわち自衛力認定投資家については⁹、取得に至る方法を問わず、従って、一般的な宣伝・勧誘行為によるものも含めて私募による購入を認めるとしている。

5) 業者規制の適用範囲の拡大

最近、ブローカー・ディーラー (登録証券業者) やベンチャーキャピタルなどにもあたらない非合法的な業者が密かに中堅・中小公開企業に対して、私募による資本調達の手

ポートを行い、投資銀行と同様の M&A のコンサルティング・サービスを提供している事例が見受けられる。

報告書は、多くの中堅・中小公開企業がこうした業者の提供するサービスに依存していると指摘しており、こうした業者に対して、全米証券業協会 (NASD) への登録を求めるような手立てを講じるべきとしている。

4. 会計基準に関する提言

報告書は、米国の会計基準 (「一般に認められた会計原則 (GAAP)」) について、その内容や会計監査の手続きの面で中堅・中小公開企業あるいはその投資家にとって十分に機能していると認めたとうえで、以下のとおり、中堅・中小公開企業に大いに関係する点として会計制度を巡る問題点を指摘しており、その点に関連して提言を行っている。

- ① 財務諸表の作成者や監査人は、行政処分や訴訟リスクをおそれるあまり会計上の専門的判断に基づいて会計処理の適切性を判断することが少なくなってきた。
- ② 現在の会計基準は複雑な体系となっている。
- ③ 監査人の独立性の原則の適用に際して、適切な判断を援ける実務指針などが存在しない。

会計基準に関する提言では、基本的な考え方として、中堅・中小公開企業向け基準をつくりダブルスタンダードとすることは否定している。その理由として、会計基準を二重に設けることは投資家の混乱につながるおそれがある。また、ダブルスタンダードを設けても、金融機関から厳しい方の基準の採用が求められ、また、企業は信認の低下を嫌って自発的に厳格な基準を採用すると予想されることから、中堅・中小公開企業向け基準は、ほとんど利用されないと考えている。

1) 会計処理の選択を巡るセーフハーバー・
ルールの導入

米国では、近年、財務諸表の作成者や監査人が、画一的に会計基準を適用する傾向がみられるという。本来、会計原則や会計基準、あるいは実務指針の適用は、個々の企業の取引や事業内容を踏まえ、それに依拠して行うものであり、一つの基準に対してその適用範囲は広いものになると考えられる。しかしながら、実態をみると、財務諸表の作成者や監査人は、行政処分や訴訟リスクに対して極めて保守的なスタンスをとっているため、会計上の専門的判断に基づいて会計処理を行うことが避けられ、会計基準の画一的な適用が行われている。特に、中堅・中小公開企業においてそのような傾向が顕著であるとしている。

こうした事態を改善し、善意の財務諸表作成者を行政処分や訴訟リスクから守るため、報告書は会計処理の方法を選択する際のセーフハーバー・ルールを導入することを提言している。具体的には、会計原則や会計基準、実務指針に照らして唯一適切といえる会計基準の該当がなく、会計処理の方法の選択に判断を要する場合には、財務諸表作成者などは、まず基本的な会計処理の方法について考え方を固め、次に、その会計処理が実際にどのように反映されるかを決定する。そのうえで、財務諸表や経営者の議論と分析（MD&A）において、実際に行った会計処理の方法やそれを採用した理由などを記載し、投資家に情報を開示するという手続きを経るものである

(図表 3)。

2) 新基準導入の際の猶予期間の設定

新たな会計基準が導入される際、企業はそれに対応するため関連する情報を収集し分析する必要があり、新しい基準が周知されるまでの間、ある程度の時間を要する。特に、中堅・中小公開企業については、人的・物的資源に限りがあることから、情報収集や分析を行うことに相応の期間を要するものと考えられる。

これについて、米国の財務会計基準審議会（FASB）では、新しい基準を導入する際、非公開企業に対してのみ適用までの猶予期間を設けることがある。報告書は、新しい会計基準に対する対応力や適用能力を考慮して、中小規模の公開企業については、非公開企業と同様、新たな会計基準を導入する際には一定の猶予期間を設けるべきであるとしている。

3) 財務諸表の再提出に関する判断基準

最近、提出時には見過ごされた誤りがその後に見えられ財務報告が修正・再提出されるという事例が多くみられる。一方、そうした再提出された財務報告について、その多くが投資家の投資判断に対してほとんど影響をもたらさないことも事実である。

財務諸表の再提出を要するか否かは、重要性（materiality）に照らして判断することとなり、極めて主観的な判断となる。この重要性に関して、SEC の実務レベルから定量的

図表 3 会計処理の選択にかかるセーフハーバー・ルール

セーフハーバー・ルールの手続き
① 全ての関連する事実を認識し識別すること。
② 唯一該当する適切な会計指針があるのであれば、その指針に基づき決定すること。
③ 適切な会計指針の該当がない場合は、適切な会計処理方法について会計作成者の基本的考え方を固め、適時文書化すること。
④ その会計処理方法が会計処理の実態にどのように反映されるかを決定し、適時文書化すること。
⑤ 財務諸表や経営者の議論と分析（MD&A）において、実際に行った会計処理の性質、それが会計上許容される代替的な方法であること、および採用した事由について開示を行うこと。

(出所) Final Report より野村資本市場研究所作成

な判断基準について見解が示されているが、それ以外には明確なものはない。例として、既に年度報告が提出されており、同じ事業年度内の四半期報告に誤りがみつかった場合、年度報告のみならず四半期報告についても再提出を要するかどうかについて、いまのところ判断の根拠となるものはない。

報告書は、この問題について、既に提出された過去の財務報告の再提出の必要性を判断するため、SECは追加的な指針を示すべきであると提言している。

4) 監査人の独立性に関する例外措置

監査人と顧客との関係について、SECの規則では、①監査人は経営者の役割を担うことができない、②監査人は自らが行う業務を監査できない、③監査人は顧客に対して弁護士業務を提供することができない、④監査人と顧客は利益相反あるいは利益共同の関係にあってはならないという四つの原則がある¹⁰。

報告書は、これらの四つの原則のうち監査人が自ら行う業務に対する監査の禁止について、適用除外を設けることを提言している。具体的には、会計基準が新しく導入される際、その基準への中小公開企業の適応能力を踏まえると、新しい基準を理解するために監査人の助言や支援などが必要になると考えられる。報告書は、こうした場合には、一時、監査人の独立性の適用を除外することが必要であるとしている。

また、監査人の独立性に関する現在の規則には例外規定がないため、結果として、瑣少な規則違反であっても監査事務所の交替や再監査の実施など過剰とも思える対応や過大なコストが生じ、企業や投資家の混乱を招いている。報告書は、こうした事態を防ぐため、監査人の独立性に関する規則の例外について検討を行うよう要請している。

Ⅲ. おわりに

今回、SECに提出された報告書は、企業規模に応じて証券法規制の枠組みを変えようという点で、これまでにない画期的な提案である。さらにこの提案には、証券法規制が有する本来の目的や効果を上回って遵守にかかるコストが生じているという現在の状況は望ましいものではなく、費用対効果の考え方を規制の枠組みに取り込む必要があるという基本的なスタンスが強く反映されている。

その意味で特に注目されるのは、報告書で提案された中堅・中小公開企業の定義の方法である。通常、証券法規制においては、例えば、早期提出会社や小規模発行者などは浮動株の時価総額が何ドル以上、もしくは何ドル以下というように、ある規制の対象者を定義づける際、対象者について外形的な基準を設定して決定するものである。他方、報告書では、まず市場全体の時価総額に対する割合によって対象者の範囲を定め、その対象者の範囲から外形的な基準として対象者の時価総額を設定するという方法を採用している。

このような方法を用いることが意図するところは、投資家のリスクやエクスポージャーという点で市場に対するインパクトが大きい大企業には厳格な証券法規制を課しつつ、市場に対する影響が無視し得るほど小さい中堅・中小公開企業を絞り込むことによって、規制全体として投資家保護にかかる費用と効果のバランスを図ろうとするものである。こうした市場に与える影響を十分に考慮した規制の建てつけは、従来にはない考え方であり、わが国の将来の証券規制のあり方を考えていくうえで非常に興味深いものである。

さらに、報告書の提言の中には、参照方式の利用範囲の拡大やアナリスト・レポートに関する提言などわが国の証券規制においても参考にし得るものが多く含まれている。そう

した意味においても、今後、報告書の提言が SEC においてどのように検討され、証券法規制の中にどのように反映されていくのか、引き続き注視していく必要がある。

なお、わが国の内部統制監査制度については、金融商品取引法において制度化され、2008年4月1日から始まる会計年度から適用されることになっている。その具体的な枠組みについては、この秋にも企業会計審議会から実務的なガイドラインが提示される予定である。そこでは、内部統制監査におけるリスク・アプローチの活用やダイレクト・レポートの不採用、内部統制監査と財務諸表監査の一体化などが導入される見込みであり、米国で指摘されている問題を解消しつつコスト抑制的な枠組みが形づくられる見通しである。

¹ 企業改革法 404 条は、当初、浮動株の時価総額が 75 百万ドル以上かつ継続開示を一年以上適切に行っているなど一定の要件を満たす早期提出会社については 2004 年 6 月 15 日以降に終了する会計年度、それ以外の企業（外国企業を含む）は 2005 年 4 月 15 日以降に終了する会計年度からの適用とされていた。しかし、適用までの対応期間を設けるなどの理由から延期されており、早期提出会社は 2004 年 11 月 15 日以降に終了する会計年度から適用が始まったものの、その他の企業については、2006 年 7 月 15 日以降に終了する会計年度から適用されることになっていた。

² OTC ブリテンボードとは、証券取引所またはナスダック市場に上場・登録していない店頭証券について、最終売買価格や取引量を表示する取引相場を提供するものであり、マーケットメーカー（証券業者）がフォーム 211 という様式を NASD に提出することにより、OTC ブリテンボードでの取引が可能になる。

³ 企業改革法 404 条のうち、監査委員会の独立性の原則（取引所法規則 10A-3）、上級財務担当役員のための倫理規程（code of ethics）の制定（Regulation S-K, Item 406）のコーポレート・ガバナンスの強化に資する規制については適用することとしている。

⁴ また、COSO に対して、中堅・中小公開企業に対する内部統制の評価にかかる追加的な実務指針の策定を検討するよう要請している。

⁵ 登録届出書は、①発行者に関する情報、②分売の

条件・手取り金の使途、③発行者の証券に関する情報、④添付書類などから成る。一方、目論見書は、①から③の内容から構成されている。

⁶ 取引所法に基づき証券を登録した発行者は、年次報告書（フォーム 10-K）、四半期報告書（フォーム 10-Q）、臨時報告書（フォーム 8-K）を SEC に提出しなければならないとされている。

⁷ 2005 年 9 月に SEC は開示にかかる発行者区分の見直しを行っており、浮動株の時価総額が 7 億ドル以上など一定の条件を満たす者を適格著名発行者（well-known seasoned issuer）として最も緩い開示規制とした（なお、フォーム S-3 の条件に該当する者は、適格発行者（seasoned issuer）とされる）。報告書は、中堅・中小公開企業についても、適格著名発行者にかかる最も緩い開示が適用できるよう SEC に検討を要請している。

⁸ さらに、一定の条件の下、リサーチの提供に対するソフトダラー（調査サービスの提供や情報ベンダーの提供などにかかる費用を証券取引の手数料の中に含める支払いのこと）による支払いを認めることも提案している。

⁹ ただし、個人（自然人）については、現行の自衛力認定投資家の定義よりも基準が厳しくなっており、資力の条件が純資産 200 万ドル以上（現行の自衛力認定投資家は 100 万ドル以上）、あるいは年間所得が 30 万ドル以上（同 20 万ドル以上）かつ配偶者など通算 40 万ドル以上（同 30 万ドル以上）の者としている。

¹⁰ また、SEC の規則では、一般原則のほか監査人の独立性について具体的な禁止行為を定めており、①監査人とその顧客との間の資本関係、雇用関係、業務上の関係を有すること、②監査人が監査を提供している顧客に対して非監査業務を提供することを禁じている。

別表 その他の提言 (Secondary Recommendations)

1. 財務報告にかかる内部統制に関する提言

(1) SEC (あるいは COSO、PCAOB) は、内部統制の仕組みの設計とその検証を支援し、より費用効果的な内部統制の手続きが実現できるよう、監査基準第二号 (AS2) に追加する内部統制にかかる実務指針を策定すること。

- 中堅・中小公開企業の経営者が内部統制を評価するための指針がなく、費用対効果を十分に考慮した中堅・中小公開企業向けの実務指針を策定する必要がある。
- その際、費用効果的な手続きとなるよう、監査はリスク・アプローチに基づくものであること、内部統制の検証は「重要な欠陥 (material weakness)」を発見することに重点を置くべきこと、財務諸表監査と内部統制監査は一体的に行われるべきことなどを PCAOB が改めて確認し、徹底を図る必要があるとしている。

(2) 内部統制の有効性に対する評価の枠組みを示している COSO について、その役割・位置づけを一層高めるような仕組みをつくること。

- 企業改革法の内部統制の枠組みは COSO が示す枠組みに基づいているが、企業改革法 404 条は COSO の枠組みを用いることを要求していない。また、COSO は中堅・中小企業向けの内部統制の実務指針の公開草案を作成するなど事実上の基準策定を行う立場にあるが、公的な基準策定者として一般に認識されていないため、その役割・位置づけを高める必要があるとしている。

2. 情報の開示、資本調達などに関する提言

(1) 継続開示に関する株主数の基準について、現行の株主名簿上の株主 (shareholders held of record) から実質株主 (actual beneficial holders) に変更すること。

- 証券取引所への上場などを問わず、総資産が 1,000 万ドル以上で株主が 500 名以上の企業については、継続開示を行わなければならないとされ、株主数が 300 名未満となった場合、あるいは直近 3 年度の末日において総資産が 1,000 万ドル未満かつ株主数が 500 名未満となった場合には継続開示の対象から外れることになる。
- その際の株主数について、取引所法規則 12g5-1 で株主名簿上の株主とされている。近年、ブローカー名義 (street name) としたり、名目上の株主 (nominee name) とすることによって株主数を操作し、継続開示の対象から外れるような事例もあり、株主数の基準を実質株主に変更する必要があるとしている。

(2) 店頭証券の発行者は、公開情報について SEC への報告・開示を行うこと。

- ナスダック市場や OTC ブリティンボードを除く店頭企業は、基本的に継続開示の対象外である。継続開示の対象外の発行者についてブローカー・ディーラー (証券業者) は、取引所法規則 15c2-11 に基づき発行者に関する基本的な情報を NASD へ登録することが求められているが、その情報は投資家に対しては要請がなければ提供されない。
- 店頭企業に関する情報が不足している環境は不正取引の温床にもなりかねないため、取引所法規則 15c2-11 による発行者に関する基本情報を一般に入手できるよう対応を図る必要があるとしている。

(3) SEC、銀行監督当局から成るタスクフォースを設置し、SEC とそれ以外の規制当局が財務諸表など同種の情報を別々に要求する非効率性を減らす取り組みを行うこと。

- SEC と銀行監督規制との報告規制の重複に加え、内部統制については様々な監督当局からの規制要件があって、企業側の規制に対応する負担が重くなっている。

(4) OTC ブリティンボードにかかる NASD への登録手続きの際に、発行者が報酬に関する開示を行うことを条件に、発行者がマーケットメーカーに報酬を支払うことを認めること。

- OTC ブリティンボードで取引されるためには、マーケットメーカー (証券業者) がフォーム 211 という書式を NASD に提出する手続きを経る。現行の NASD 規則では、不正取引の防止の観点から、発行者がマーケットメーカーに対してその手続きにかかる報酬を支払うことが禁じられている。
- 一方、マーケットメーカーが行うフォーム 211 の手続きにある程度の時間やコストがかかるのも事実である。このため、発行者がマーケットメーカーに対して報酬を支払うことを認めることで、証券業者が OTC ブリティンボードのマーケットメイクに積極的になり、効率的な店頭企業向けの市場の育成につながるとしている。

(5) 中堅・中小公開企業が EDGAR（企業情報電子開示システム）を用いて SEC へ書類を提出することができるようにするため、SEC は、EDGAR のシステムを更新するのか、あるいは代替的手段を講じるのか対応を見極めること。その際、中堅・中小公開企業に追加的な費用負担が生じない方法を採用すること。

- 1993 年に稼動した EDGAR は、最近のインターネットを巡る技術革新を反映しておらず、特に中堅・中小公開企業にとって複雑でコストがかかるものとなっていることから、システムの見直しが必要である。その際、XBRL^(注)の導入を検討すべきとしている。

(注) XBRL(eXtensible Business Reporting Language)は、財務報告の様々な情報やデータを作成し利用できるように標準化された XML ベースの言語であり、XBRL はソフトウェアに関係なく財務情報の作成や再利用を可能にすることから、情報授受コストの削減や財務情報の発信・分析の迅速化・効率化が図られる。このため、企業、会計専門家、監督機関、アナリスト、投資家、市場参加者、情報提供会社などにおいて財務情報の幅広い利用が期待されている。

(6) 中小公開企業については、取引所法に基づく継続開示制度の対象外となる際の SEC のレビュー・プロセスを簡素化すること。

- 公開企業が非公開化する場合、SEC は非公開化の手続きの公正性について詳細な開示を求めている。非公開化の手続きには重要性が認められ、また、利益相反取引やインサイダー取引のおそれなどもあることから、SEC が監視することについて正当性は認められるとする。
- もっとも、非公開化の手続きは、投資銀行や法律事務所、会計事務所などの支援を必要とし、大きなコストを伴うものであることから、非公開化する中小企業は、公開市場で取引されている間は、財務情報（未監査の四半期財務諸表と監査済み年度財務諸表）や一定の情報（企業統治、取締役報酬、関連当事者取引）を株主に対して提供し続けることを条件に、SEC の現行のレビュー・プロセスを簡素化する必要があるとしている。

(7) 証券法規則 701(e)における開示の基準を 500 万ドルから 2,000 万ドルに引き上げる。

- 証券法規則 701(e)は、継続開示を行っていない企業の従業員に勧誘・販売を行う際（ストックオプションの付与など）の SEC への登録に関する例外規定である。当初は募集総額 500 万ドルを上限していたが、その後、12 ヶ月間に行われた募集総額が 500 万ドルを超えていても財務諸表とリスク要因の開示を行っていれば対象となるよう改正がなされており、中堅・中小規模、大規模いずれの非公開企業にも使い勝手のよい規定とされている。
- 非公開企業には情報の機密性のニーズがあることから、この規定の利用をさらに高めるため 500 万ドルから 2,000 万ドルへの上限の引き上げを提案している。

(8) SEC への報告において、電子的方法による交付の適用範囲を拡大すること。

- 電子的方法による交付は効率性を高めコストを削減することから、SEC に報告する書類については、仮目論見書の交付を除くすべての書類について電子的方法による交付を認めるべきとしている。

(9) 募集の通算（integration）にかかるセーフハーバー・ルールを 6 ヶ月から 30 日に短縮すること。

- SEC 登録の免除に関し、レギュレーション D は私募免除や少額免除による適用除外を規定しており、レギュレーション D によって適用除外となった募集の 6 ヶ月以上前または 6 ヶ月以上後に行われた募集は通算されないというセーフハーバー・ルールがある（募集が通算されれば登録なしに行われたものとして違反行為となるおそれ）。他方、中堅・中小企業は、資本調達必要性が急に生じるなどその特性から事前に調達計画を完全に見通せるものではないため、実務的には 6 ヶ月のセーフハーバー・ルールの適用が難しく、異なる性質の募集の間で不必要な通算が発生するおそれもある。
- また、セーフハーバー・ルール以外にも SEC はリリースで、①募集が単一の資金調達計画の一部をなしているかどうか、②募集が同一種類の証券の発行を含んでいるかどうか、③募集がほぼ同時期になされているかどうか、④同じ種類の対価を発行者が収めているかどうか、⑤募集が同一の目的のためになされているかどうかの五要素基準（five-factor test）により募集の通算を判断するとしているが、これも実務適用が難しいとされている。
- こうしたことから、中堅・中小企業の資金調達の実情を踏まえ、また、投資家保護に反するものではないという点に鑑みて、セーフハーバー・ルールの 6 ヶ月を 30 日に短縮化することが望ましいとしている。

(10) 企業改革法 402 条に規定する貸付禁止の基準を明確にすること。

- 企業改革法 402 条は、公開企業がその取締役や経営幹部に対して個人ローンを行ってはならないと規定しているが、どのような取引が禁止されるかが明確ではない。よって SEC は指針を示すことが必要であるとしている。

(11) 証券市場改革法において、適格購入者 (qualified purchaser) の定義を明確化すること、ナスダック市場や OTC ブリティンボードにおける株式を保護証券 (covered securities) の対象とすることにより、連邦規制と州規制の間の統一性と協調性を高めること。

- 適格購入者に勧誘・販売される証券は保護証券とされ、1996年の証券市場改革法によって適格購入者は保護証券を含む取引を行うことが認められる。適格購入者は証券法 18 条により州規制の適用対象から外れるとされているため、保護証券は州規制の登録要件の適用が免除されることになる。
- 証券市場改革法は、連邦規制と州規制という重複に伴うコストを削減することを目的としているが、現在、保護証券は証券取引所に上場するものに限定されているため、多くの中堅・中小企業はコスト削減のメリットを享受していない。
- ナスダック市場や OTC ブリティンボードで取引される発行者は、継続開示を行っている企業であり投資家保護が十分に図られていることから、企業改革法のコーポレート・ガバナンスに関する基準の遵守など一定の条件の下、ナスダック市場や OTC ブリティンボードの株式を保護証券の対象とすること。また、適格購入者の定義について、既に SEC がプレスリリースで提案したとおり、自衛力認定投資家 (accredited investor) と同じものとするよう定義の明確化を図ることが必要としている。

(12) 規則 152 条の募集の通算に関するセーフハーバー・ルールについて、新規公開 (IPO) 手続きを経て資本調達を行うという確固たる目的の下に、私募の直後に IPO を実施することを認めるようにすること。

- 規則 152 条は、私募とその後に行われる募集の通算に関するセーフハーバー・ルールである。その規定上、発行者は私募の実施後に公募にかかる登録について決定しなければならないとされているため、私募と公募を同時に計画することはできないと解される。
- これについて、SEC の企業金融部 (Division of Corporation Finance) はこうしたケースでもセーフハーバー・ルールを拡張する余地があるとしており、SEC は、適宜、規則の解釈を修正すべきであるとしている。

(13) SEC は中堅・中小公開企業を支援するためのオンブズマンやヘルプデスクの役割を果たす部署を設置し、専門的人材ほか一層の資源を投入すること。また、中堅・中小公開企業の手助けとなるよう SEC への報告・開示や法的要件に関する指針を作成すること。

- SEC は証券法規制に関連して中堅・中小企業を支援することにその経営資源を振り向けるべきであり、また、私募、IPO、継続開示など基本的な証券法規制の要件について、FAQ マニュアルや指針をつくり中小の事業者の理解を高めることが重要であるとしている。

3. 会計基準に関する提言

(1) SEC は、PCAOB や FASB とともに、各種委員会や公開討論会などにおいて、四大監査事務所以外の事務所から委員を選定することなどによって、その他の事務所に対する市場の信頼を高めることにより、監査業界の競争を促進し、監査事務所の選択肢が少ないという一般的理解を払拭することに努めること。

- 現状では、大規模公開企業のみならず中堅・中小規模の公開企業についても、四大監査事務所に監査業務が集中しており、競争を欠いている監査業界の現状を解消し、四大事務所による寡占化の流れを止めるために必要な措置であるとしている。

(2) 合目的な会計基準を FASB が策定し、また、FASB が新たな会計基準を導入する際はその基準が簡素かつ適用が容易であることに十分配慮するよう、SEC は働きかけを行うこと。

- 複雑な会計基準は、経営資源の乏しい中堅・中小公開企業に対して負担をかけることになる。財務報告の質を高めるには報告負担を減らすことが必要である。
- これについて、中堅・中小公開企業の報告負担軽減を目的として基準を改正するということはせず、新たな会計基準の枠組みを提案している。すなわち、FASB は会計基準の簡素化や適用の容易化を図りつつ目的に合った会計基準を構築することが必要である。その結果、財務諸表の作成者や監査人による画一的な基準適用がなくなり、規則の目的や意図に応じた会計処理が行われることになる。その際、例外規定は極力少なくし、明確な条件に照らして会計処理が適用できるかどうかのテスト (bright-line test) も極力廃止することを提案している。

(3) 新たに SEC 規制を適用する前に PCAOB が監査事務所に対して必要最小限の専門的教育を毎年継続的に行うよう、SEC は PCAOB に要請すること。

- PCAOB に登録している監査事務所のうち約 85%にあたる法人が、5 社以下しか公開企業の監査を行っていないのが実情である。監査事務所の監査業務の能力を向上させるために PCAOB は教育の機会を提供すべきであるとしている。

(4) 財務報告にかかる内部統制評価に関して、監査事務所と顧客企業との関係について状況を調査し、必要であれば改善のための対応を図ること。

- 監査事務所と中堅・中小公開企業の経営者との関係、会計や財務報告に関わる監査事務所と経営者との間の意思疎通が、企業改革法 404 条の適用の影響から悪化している。
- SEC は、まず 2006 年度については監査事務所と顧客との関係について状況調査し、そのうえで、必要であれば、新しい会計基準が導入される際や複雑な会計処理を行う際、監査事務所が顧客に助言することに関する実務指針を策定すべきであるとしている。

(出所) Final Report より野村資本市場研究所作成