

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

米国資本市場の競争力に関する最近の議論について
SOX法制定から5年を経て

おおかわ まさお
大川 昌男

Discussion Paper No. 2007-J-24

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

米国資本市場の競争力に関する最近の議論について

SOX 法制定から5年を経て

おおかわ まさお
大川 昌男*

要 旨

米国では、2001年に発生したエンロン事件等の会計不祥事に対応して、投資家の信頼確保、会計・財務報告の信頼性・透明性向上を企図して、2002年7月にサーベインス・オクスリー法（SOX法）が制定された。

SOX法の制定から約5年が経過した現在、米国では、SOX法および同法関連諸規則の「規制の過剰性」の問題を契機として、それが米国資本市場の競争力を損なっているのではないかという観点からの議論が盛り上がりを見せている。すなわち、2006年秋以降、資本市場の競争力向上を検討する各種フォーラムにより、SOX法関連諸規則の見直しを含む米国資本市場の競争力向上のための提言を盛り込んだ報告書が公表されている。

本稿では、これらの報告書の内容を紹介するとともに、米国資本市場の競争力を考えるうえでとりわけ興味深いと思われる論点に関する議論、すなわち、規制のあり方（規制コスト）に関する問題、財務報告に係る内部統制に関する問題、監査法人等のゲートキーパーの役割と責任に関連する問題について、議論を整理する。

キーワード：資本市場の競争力、過剰規制、内部統制、ゲートキーパー、資本市場法制、SOX、アメリカ法

JEL classification: L30、M41

* 日本銀行金融研究所企画役（E-mail: okawa@imes.boj.or.jp）

本稿の作成に当たっては、金融研究所スタッフから有益なコメントをいただいた。ここに記して謝意を表す。もっとも、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者に属する。

目 次

．はじめに	1
．米国資本市場の競争力向上のための提言を盛り込んだ3つの報告書の概要	6
1. 「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の概要	6
（1）「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」作成の経緯等	6
（2）「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の提言内容等	7
2. 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の概要	19
（1）「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」作成の経緯等	19
（2）「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言内容等	20
3. 「米国商工会議所報告書」の概要	27
（1）「米国商工会議所報告書」作成の経緯等	27
（2）「米国商工会議所報告書」の提言内容等	28
．米国資本市場の競争力を考えるうえでとりわけ興味深いと思われる論点	37
1. 規制のあり方（規制コスト）に関する問題	39
（1）望ましい規制のあり方、規制のコストと効果のバランス	39
（2）細則主義と原則主義	41
（3）国際的収斂、国際協調（相互承認）	43
2. 財務報告に係る内部統制規制に関する問題（SOX 法第 404 条に関する問題）	46
（1）足許の主要論点	47
（2）SEC および PCAOB による政策対応の概要等	47
（3）内部統制規制の位置付けと今後の方向性	53
3. ゲートキーパー（とりわけ監査法人）の役割と責任に関連する問題	55
（1）ゲートキーパーが機能しなかった理由とその対応策	56
（2）ゲートキーパーのアベイラビリティの問題とその対応策	59
（3）ゲートキーパーの位置付けと今後の方向性	61
．おわりに代えて	63
（参考 1）SOX 法および関連諸規則等の概要	68
（参考 2）「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の 32 の提言の概要	90
（参考 3）「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の 8 つの提言およびニュー ヨークの金融センターとしての機能向上のための提言の概要	97
（参考 4）「米国商工会議所報告書」の 6 つの主要提言の概要	99
（参考 5）「監査法人報告書」の概要	101
【参考文献】	106

SOX 法の制定から約 5 年が経過した現在、米国では、神田教授が指摘された「規制の過剰性」の問題が大きな論点となっている。すなわち、米国では、エンロン事件等の企業不祥事により損なわれた資本市場の信頼を迅速に回復すべく SOX 法を制定し、それを受けて SEC (Securities and Exchange Commission、証券取引委員会) 等が関連する諸規則の制定等を行ってきた訳だが、ここに来てそれら一連の規制が過剰なのではないか、規制の過剰性が米国資本市場の競争力(competitiveness)を損ねているのではないか、ということが大きな論点となっている。ポールソン米国財務長官 (Henry Paulson) は、2006 年 11 月 20 日のスピーチで、以下のように述べている⁸。

“When it comes to regulations, balance is key. And striking the right balance requires us to consider the economic implications of our actions. Excessive regulation slows innovation, imposes needless costs on investors, and stifles competitiveness and job creation. At the same time, we should not engage in a regulatory race to the bottom, seeking to eliminate necessary safeguards for investors in a quest to reduce costs.”

資本市場法制をデザインするに当たっては、投資家保護を実現しつつ、如何に規制コストを最小化させるかという「バランス」が重要である。すなわち、「投資家保護が重要であり、とにかく投資家保護を図る」というアプローチでもなく、「過剰規制を排するために、とにかく規制緩和する」というアプローチでもなく、「公正な (fair)⁹資本市場の発展のために、如何に投資家保護を図りつつ、規制コストを最小化するか」というバランスが資本市場の競争力を維持・向上させていくうえで重要となる。

米国資本市場の競争力低下の可能性が示唆される事実としては、グローバル IPO (Initial Public Offerings) における米国のシェア (金額ベース) が 1990 年

⁸ Paulson (2006) .

⁹ 「公正 (fairness) 」という語は、法哲学や経済学の分野でも用いられてきたほか、金融法制や資本市場法制のあり方が議論される際にも多用されている。公正な資本市場において、投資家保護は、会社による情報開示の正確性と信頼性の向上等を通じて達成すべきものであり、経済的な弱者をとにかく (あるいは事後的に) 保護するという訳では必ずしもなく、むしろ市場の基盤整備を通じてなすものである (投資家が正確で信頼できる情報開示に基づき投資判断をした場合の結果については、市場規律維持およびモラルハザード抑制の観点から、仮に損失が生じた場合でも当該投資家が負担することが適当である) との認識が重要であると思われる。「公正」概念については、日本銀行金融研究所・金融取引における公正 (fairness) の概念に関する法律問題研究会 (1999) 参照。

障害を再度検討のうえ除去すべきである⁸⁹。

【提言 5】会計基準と監査基準の国際的収斂を促進すること、IFRS ベースで作成された財務諸表については差異調整表を不要とすること

FASB (Financial Accounting Standards Board、財務会計基準委員会)と IASB (International Accounting Standards Board、国際会計基準理事会)は、収斂に向けて現在取り組んでいる作業(双方の優れている点を採用するアプローチ)を継続すべきであり、可能であればその進捗ペースを加速すべきである。会計基準の国際的収斂は、投資家保護を損なうことなく、コンプライアンス・コストを低減させよう。また、会計基準の国際的収斂に当たっては、US GAAP が細則主義アプローチを採用していたことによる意図せざる弊害に鑑み、バランスと裁量をより優先すべきである。

会計基準の国際的収斂を行っている間も、SEC は、IFRS を米国の会計基準として認知し、IFRS に基づき財務諸表を作成している外国会社についてはUS GAAP との差異調整表 (reconciliation) を提出しなくて良い扱いとすべきである。

会計基準に次いで監査基準も国際的に収斂されることが望ましい。監査基準の統合により、財務報告の質を低下させることなく、監査コストを低減させることができよう。もっとも、監査基準の国際的収斂に向けた取り組みは会計基準ほど進んでいない。PCAOB は他国のカウンターパートおよび国際機関とともに、グローバルな監査基準の策定に向けて作業においてリーダーシップを発揮すべきである⁹⁰。

【提言 6】バーゼル 規制の国内実施に当たって米銀の国際競争力を維持すること

米国の銀行監督当局は、銀行業界との対話を続け、バーゼル に係る国内規制案につきさらなる費用対効果分析と競争力分析を行うべきである。当該国内規制案は米銀により多くの資本を保有することを義務付けており、そのことは米銀のグローバルな競争力を低下させよう。米国金融システムの信用秩序維持と米銀のグローバルな競争力維持との間のバランスを米国の銀行監督当局がとることが望ましい⁹¹。

(長期的に取り組むべき重要な課題)

⁸⁹ 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」22-23 頁参照。

⁹⁰ 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」23、109-111 頁。

⁹¹ 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」24、111-112 頁。

さらに、最近では、原告側は「スキーム責任論 (scheme liability)」という新理論を展開している。スキーム責任論とは、会計士や弁護士等が、詐欺行為のスキームに参画している場合には、責任を負うとするものである。2006年に第8巡回区連邦控訴裁判所は当該スキーム責任論を否定する判決を下した¹¹⁷。

米国商工会議所の「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」は、上記第2巡回区連邦控訴裁判所判決および第8巡回区連邦控訴裁判所判決を支持する。SEC、すべての連邦控訴裁判所および米国連邦最高裁判所は、上記第2巡回区連邦控訴裁判所判決および第8巡回区連邦控訴裁判所判決と同様のアプローチを採るべきである¹¹⁸。

弁護士・依頼者間の秘匿特権等の選択的放棄 (Selective Waiver)

連邦議会は、私人が、弁護士・依頼者間の秘匿特権等を放棄することなく、秘匿特権等の対象である情報を自発的にSECと共有することを可能とする法律を制定すべきである¹¹⁹。

(公開会社に対する監査実務)

監査法人は、公開会社の財務報告に合理的な保証を付与する等、外部監査機能を果たしており、資本市場が機能するうえで必要である。監査法人の活力は米国資本市場の健全性維持および競争力確保のために不可欠である。しかしながら、現在の規制は監査法人の重荷となっており、将来の米国資本市場の競争力に対する潜在的なリスクとなっている。

監査法人(外部監査人)はすべての取引をチェックする訳ではなく、監査プロセスにおいては、リスク・アプローチに基づきサンプル・チェックを実施しているに過ぎない。外部監査プロセスがこうした時間制約に直面していることを認識する必要がある。また、SOX法第404条により、外部監査人は財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者評価に問題がないことを証明する義務が課されたため、外部監査人の役割は拡大しているにもかかわらず、実務的には外部監査人は様々な制約に直面している。他方、投資家は外部監査人がすべての不正を発見することを期待しているため、投資家の外部監査人に対する期待と実際の外部監査人が実施しうることのギャップが拡大している。こうしたギャップの拡大を背景に、外部監査人の行動はより自衛的(保守的)なもの

¹¹⁷ *In re Charter Communications, Inc. Securities Litigation*, 443 F.3d 987, 992 (8th Cir. 2006).

¹¹⁸ 「米国商工会議所報告書」90-92頁。

¹¹⁹ 「米国商工会議所報告書」95頁。

提言 19：連邦議会は、監査法人の責任を限定する措置を講じるべきである。立法による対応策としては、ある一定の監査慣行についてはセーフ・ハーバーとして監査法人の免責を図るアプローチもありうるし、一定の要件の下で監査法人の損害賠償額に上限を設けるアプローチも考えられる。

提言 20：34年証券取引所法第10A条の書き振りは曖昧であるため、連邦議会は、投資家に対して重要なリスクがあるか否かという観点からより絞り込む形で同条を修正すべきである。

提言 21：SECは、社外取締役が外部監査人の監査を受けた財務諸表等を善意で信頼した場合には、社外取締役が当該注意義務を尽くしたことになるように33年証券法SEC規則176を改正すべきである。

提言 22：SECは、33年証券法第11条に基づく取締役の損害賠償支払を会社が補償することは公共政策に反するとの立場を採ってきたが、それを少なくとも善意の社外取締役については変更すべきである。

【セクション：株主の権利】

提言 23：ポイズン・ピル³⁴²と期差取締役会³⁴³を同時に採用すると、敵対的買収を実質的に排除し、経営権の市場を歪めており、次のように州法を改正すべきである（仮に州法改正が行われない場合には、証券取引所の上場基準を変更すべきである）。例えば、取締役につき期差任期制を採用している会社が予防型のポイズン・ピルを採用する場合には株主総会決議を経

³⁴² ポイズン・ピルの典型的な仕組みは、ライツ・プランと呼ばれるもので、それは、典型的には、会社が平時に新株予約権を株主に配っており、敵対的買収者が例えば2割の株式を買い占めれば、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を劇的に低下させる仕組みのことを指す。企業価値研究会（2005）9頁注4、58頁以下。

³⁴³ 期差任期制とは、例えば、取締役の任期を3年とし、毎年その3分の1ずつを改選する仕組みのことを指す。こうした仕組みを採用している取締役会を期差取締役会（classified board あるいは staggered board）と呼んでおり、一気に取締役の過半数の交替をしにくくする仕組みである。米国では、原則として正当な理由なしに取締役を解任できないため、当該仕組みは買収抑止策のひとつとして機能する。

なお、日本の場合、取締役の任期は1年か2年であるため、期差制を導入しづらく、また、任期途中の解任については普通決議であり（会社法第341条）、解任に正当な理由を付加することは認められていない（会社法第339条）ため、日本の制度環境では、1回の株主総会で、取締役会の過半数を支配することがすでに可能となっている。企業価値研究会（2005）90頁。

べきである、当該会社が敵対的買収に直面してポイズン・ピルを採用する場合には当該ポイズン・ピル採用後3か月以内に株主総会決議で事後承認を得る必要がある、仮に株主による事後的な承認を得られない場合には、ポイズン・ピルは自動的に効力を失うこととされるべきである。

提言 24: より多くの会社が取締役選任等に関して、相対多数投票(plurality voting)ではなく過半数投票(majority voting)³⁴⁴を採用する傾向にある。相対多数ではなく過半数の得票を求めることは、経営者や取締役のアカウンタビリティを向上させる。本委員会では、多数決の様々なタイプがどのように株主の権利に与えるかを今後検討することとする。

提言 25: 会社が株主総会開催に当たって作成する議決権代理行使のための委任状説明書に株主が独自の取締役候補を含めることができるかという論点については、これまでも様々な議論があった³⁴⁵。数年前にSECは規則改正を提案したが³⁴⁶、それはそのまま放置されている。最近の第2巡回区連邦控訴裁判所判決³⁴⁷の結果、この論点は注目を浴びている。SECは、株主による取締役候補者指名手続について適切な対応策を提案すべきで

³⁴⁴ 過半数投票にはいくつもの類型がある。すなわち、過半数の母集団を株主全体とするか、総会の定足数を計算した際の総数とするか、あるいは、投票した総数とするか、常に適用するか、取締役選任に関して争いが無い場合のみに適用するか、当該取締役候補者が過半数を得票できなかった場合の手続をどうするか、といった要素により分類できる。「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」105-106頁。

³⁴⁵ 34年証券取引所法SEC規則14a-8は次のように定めている。一定の要件を満たす株主が総会議案について提案を行う場合に、当該株主はその提案内容を会社の委任状説明書に記載するよう要求できるが、会社は株主提案の内容によっては委任状説明書への記載を拒否できる。取締役の選任に関する株主提案は記載拒否ができる事項のひとつであり、会社はそのような株主提案を受け取った場合には、株主提案の内容とそれを記載しない理由をSECに提出し、記載を拒否することに対するノー・アクション・レターの発出をSECに求めることができる。

³⁴⁶ SECは、2003年10月に、34年証券取引所法SEC規則14a-11を設け、一定の条件を満たした場合には、会社に株主が提案する取締役候補者を委任状説明書に記載することを義務付けることを提案した(SEC Release No. 34-48626; IC-26206, October 14 2003, “Security Holder Director Nominations”)。

³⁴⁷ American Federation of State, County & Municipal Employees, Employees Pension Plan v. American International Group, Inc (462 F.3d 121 (2d Cir. 2006)). 株主(AFSCME)が提出した定款変更提案(株主が提案する取締役候補者を取締役会が提案する取締役候補者とともに委任状説明書に掲載するようにする定款変更案)を、会社(AIG)は34年証券取引所法SEC規則14a-8(i)(8)に基づき委任状説明書から排除できるとした地裁判決を破棄差戻した。

ある³⁴⁸。

また、取締役報酬については、最近の規制（とりわけ SEC による取締役報酬に関する開示義務規制³⁴⁹）の影響をまずは把握すべきである。

提言 26：SEC は、株主が当該会社との間の紛争を解決するための新たな紛争解決手続を認めるべきである。例えば、仲裁手続の採用、陪審手続の放棄

³⁴⁸ SEC のナザレス委員（Annette Nazareth）は、2003 年の SEC 提案（前掲注 346 参照）については約 13,000 通のコメントが寄せられ、賛成派は、株主の委任状へのアクセスが認められれば、アカウントビリティが増し、取締役会と株主のコミュニケーションがより円滑化し、取締役選任プロセスの改善を通じて利益相反も減少し、コーポレート・ガバナンスが改善するとする一方、反対派は、株主の委任状へのアクセスが認められれば、取締役会の安定性が損なわれ、取締役候補者の質が落ちることを懸念していると述べ、SEC は 2003 年提案に対するコメントを踏まえて、何とか前進したい旨、述べている。Nazareth（2006）。

こうしたなか、SEC では、本問題の解決を図るべく、2007 年 7 月に、2003 年の SEC 提案に代えて、株主の委任状へのアクセスを認める提案と認めない提案という異例の 2 つ提案を行った（これらの提案を行う決定においては、コックス SEC 委員長がいずれの案にも賛成することにより、両案とも 3-2 で可決された。当然のことながら両案がいずれも採用されることはありえず、今後、パブリック・コメント手続を経て最終決定されることになる）。SEC Release No. 34-56160; IC-27913, July 27 2007, “Shareholder Proposals”および SEC Release No. 34-56161; IC-27914, July 27 2007, “Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors”参照。

³⁴⁹ SEC は、2002 年 8 月、SOX 法第 409 条に基づき、内部者にストック・オプションを付与した場合の即時開示に関する規則を定めた。また、株主承認の義務化（ニューヨーク証券取引所およびナスダックの上場規則改正＜2003 年 6 月、SEC 承認＞）や費用計上の義務化（FASB による会計基準＜Financial Accounting Standard No. 123 (revised 2004)＞の変更＜2004 年 12 月＞）もなされた。

さらに、SEC は、2006 年 7 月、役員報酬の開示を強化し、ストック・オプションの付与日における公正価値、付与日、付与日と実際に付与した日が異なる場合にはその手続を決定した報酬委員会等の開催日等に加え、報酬に関する議論および分析（Compensation Discussion and Analysis）の開示を義務付けた（SEC Press Release 2006-123, July 26 2006, “SEC Votes to Adopt Changes to Disclosure Requirements concerning Executive Compensation and Related Matters”および SEC Release No. 33-8732A; 34-54302A; IC-27444A, August 29 2006, “Executive Compensation and Related Person Disclosure”）。

加えて、SEC は 2006 年 12 月 22 日、FASB による会計基準（Financial Accounting Standard No. 123 (revised 2004)）の変更により整合的な規則改正を公表した（SEC Press Release 2006-219, December 22 2006, “SEC Amends Executive Compensation Disclosure to More Closely Align with FAS 123R”および SEC Release No. 33-8765; 34-55009, December 22 2006, “Executive Compensation and Related Person Disclosure”）。

他方、連邦議会では、2007 年 3 月に、 فرانク 下院議員（Barney Frank、民主党、マサチューセッツ州）は、34 年証券取引所法を改正し、取締役報酬については株主による助言的投票を義務付ける法案（Shareholder Vote on Executive Compensation Act）を提出した（4 月に下院を通過し、現在は上院で審議中）。

等が考えられる。最近の訴訟コストの高さに鑑みれば、株主に選択を委ねるべきである。

【セクション : SOX 法第 404 条】

提言 27 : SEC と PCAOB が既にその方向で検討している訳だが、PCAOB は監査基準第 2 号の「重要な欠陥 (material weakness)」を再定義すべきである。

提言 28 : SEC および PCAOB は、運用上の善処策を実施すべきである。

提言 29 : SEC と PCAOB は、投資家に対する影響が小さい部分については、数年毎の評価・アテステーションを認めることを経営者および外部監査人に対して明確に示すべきである。

提言 30 : SOX 法第 404 条の中小企業への適用開始は、上記提言 27-29 までの提言が実現されるまで延期すべきである。

提言 31 : SEC は、その母国において同様な内部統制規制に服している外国会社については SOX 法第 404 条の適用しない扱いとすべきである。

提言 32 : SEC と PCAOB は、SOX 法第 404 条の運用に関するコストおよびベネフィットについてのさらなる情報を収集すべきである。

**(参考3)「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の8つの提言
およびニューヨークの金融センターとしての機能向上のための提言の概要**

1. 8つの提言の概要

提言1：SOX法の運用改善

SECとPCAOBは、2006年12月に提案したSOX法第404条関連の規則や監査基準の改正を、ビジネス界や監査法人からのコメントを十分考慮しつつ迅速かつ効率的に進めるべきである。

提言2：証券訴訟改革の実施

SECは証券訴訟のうち問題が多いものについては、例えば、米国資本市場において上場している外国会社については責任の上限を母国市場と米国市場の比率による算出する扱いとすること、外部監査人の責任に上限を画すること、中小企業にはSOX法の一部について適用免除とすることを選択しうる扱いとすること等を検討すべきである。

提言3：金融サービスに関するビジョンの共有、原則主義の採用

財務長官およびPresident's Working Group on Financial Marketsのリーダーシップの下で、連邦金融監督当局は、相互に協力のうへ、金融セクターの重要性・戦略的な方向性についてのビジョンを共有すべきである。この共有されたビジョンの下で、金融機関規制・監督に係る原則を策定すべきである。

提言4：熟練・専門性を有する外国人労働者に関する規制緩和

連邦議会は、熟練・専門性を有する外国人労働者の入国・滞在許可に関する障害を再度検討のうへ除去すべきである。

提言5：会計基準と監査基準の国際的収斂を促進すること、IFRSベースで作成された財務諸表については差異調整表を不要とすること

FASBとIASBは、グローバルな会計基準の国際的収斂に向けて現在取り組んでいる作業(双方の優れている点を採用するアプローチ)を加速すべきである。会計基準の国際的収斂を行っている間も、SECは、IFRSを米国の会計基準として認知し、IFRSに基づき財務諸表を作成している外国会社についてはUS GAAPとの差異調整表(reconciliation)を提出しなくて良い扱いとすべきである。また、会計基準に次いで監査基準も国際的に収斂されることが望ましい。

提言 6：バーゼル 規制の国内実施に当たり米銀の国際競争力を維持すること

米国の銀行監督当局は、銀行業界との対話を続け、バーゼル に係る国内規制案につきさらなる費用対効果分析と競争力分析を行うべきである。米国金融システムの信用秩序維持と米銀のグローバルな競争力維持との間のバランスを米国の銀行監督当局がとることが望ましい。

提言 7：金融資本市場の競争力に関する委員会の新設と同委員会での検討

連邦議会は、金融資本市場の競争力に与える多くの長期的な課題を検討し、立法提案を行うべく、「金融資本市場の競争力に関する委員会 (National Commission on Financial Market Competitiveness)」を 2007 年初にも新設すべきである。

提言 8：金融サービスの監督体制の見直し

連邦議会と監督当局は、金融サービスの監督体制、持株会社モデル等について現状の取扱いを評価し、必要があれば、国際的な競争力を維持するために見直すべきである。優先事項のひとつは、保険会社について連邦免許 (監督) 制を選択できるようにすべきことである。

2 . ニューヨークの金融センターとしての機能向上のための提言の概要

ニューヨーク市長は、ビジネス・リーダーとともにジョイント・ベンチャーを組成し、金融サービスの競争力向上に努めるべきである。当該ジョイント・ベンチャーは金融機関とニューヨーク市・州とのリエゾンとなり、また当該ジョイント・ベンチャーの理事長は、ニューヨークの金融サービス業の大使として機能することが想定される。ジョイント・ベンチャーが取り組むべき課題としては、とりわけ事業拡大・事業所移転についてニューヨーク市・州の金融機関と対話を行うこと、金融機関や大学等と調整しつつ、応用グローバル・ファイナンスに関する大学院レベルの教育プログラムを創設すること、税制優遇等を伴う金融サービス特区やインターナショナル金融サービス特区を創設することについて調査すること (ルクセンブルグ、アイルランド、バミューダ、ロンドンのカナリー・ウォーフでは成功している)、金融サービスに関する調査、広報、政策提言に一段と注力することが挙げられる³⁵⁰。

³⁵⁰ 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」25-29、118-127 頁。

(参考4)「米国商工会議所報告書」の6つの主要提言の概要

提言1：金融資本市場およびその参加者に対する規制のあり方を見直し、近代化すべきである

具体的には、SEC 規則等の解釈における一貫性を改善すべく、SEC の機構改革を実施すべきである、SEC は規則制定や政策変更に当たり、行政手続法をこれまで以上に遵守すべきである、SEC は証券会社等に対する監督（健全性規制）をより重視すべきであり、連邦議会はそれに必要な立法措置を採るべきである、連邦議会は、立法により保険会社が連邦免許（監督）制を選択できるようにすべきである。

提言2：SOX 法を34年証券取引所法に取り込むことにより、SOX 法の運用に係る権限をSEC に与えるべきである

SEC にSOX 法関連の規則制定権限や適用除外範囲を定めうる権限を一括付与すれば、SEC は必要に応じ資本市場の現実にあわせて柔軟な対応を採ることができよう。

提言3：公開会社は、四半期ベースでの1株当たりの利益の業績予想の公表をとりやめるか、あるいは、それに代えて年次ベースで1株当たりの利益の予想値のレンジを公表すべきである

いずれの場合でも長期的な企業戦略に係る情報や重要な変化に関する情報を追加的に開示すべきである。公開会社は短期的な業績に焦点を当てすぎてしまっているため、付加価値を生み出しうる長期プロジェクトへの投資を控えがちである。また、業績予想を外した公開会社が四半期ベースでの1株当たりの利益の業績予想をとりやめているため、市場はこれをネガティブ・シグナルとして捉えている。すべての公開会社が四半期ベースでの1株当たりの利益の業績予想の公表をとりやめれば、米国公開会社の短期業績偏向を是正することができる。公開会社は現状短期的な業績に焦点を当てすぎてしまっているため、付加価値を生み出しうる長期プロジェクトへの投資を控えるインセンティブが働いている。いずれの場合でも、公開会社は長期的な企業戦略に係る情報や重要な変化に関する情報を追加的に開示すべきである。

提言4: 監査法人の巨額の訴訟リスクに関して他の報告書が主張している提案や、監査法人がそのパートナーからだけではなく株主からの資金調達を許容することを審議・検討すべきである

連邦議会、政策当局、市場参加者は、さらなる大手監査法人が破綻した場合のリスクに対処するため、他の報告書が主張している提案 すなわち、ある一定の監査慣行についてはセーフ・ハーバーとして監査法人の免責を図るアプローチや、一定の要件の下で監査法人の損害賠償額に上限を設けるアプローチに関して審議・検討すべきである。また、監査法人がそのパートナーからだけではなく株主からも資金調達できるようになれば、4大監査法人に次ぐ監査法人が誕生するかもしれない。

監査法人は、公開会社の財務報告の信頼性に合理的な保証を付与する等、外部監査機能を果たしており、資本市場が機能するうえで不可欠である。しかしながら、財務報告の信頼性に係る実現不可能な期待や共謀不正を発見する能力の限界、（担当パートナーではなく）監査法人全体に対する刑事訴追、保険でカバーできない巨額の民事訴訟リスク、州際・国際業務を妨げる規制等により、当該外部監査機能は危機に瀕している。したがって、監査法人に関する様々な提案を検討すべきである。

提言5: 退職年金プランを従業員に対して提供していない従業員21人以上の雇用主に退職年金サービスを提供する金融機関を選定させ、従業員給与から拠出金を天引きすることにより、退職年金プランを増進すべきである

連邦議会は、退職年金プランを従業員に対して提供していない従業員21人以上の雇用主の従業員の年金口座に係る税制優遇措置を立法により創設すべきである（具体的な仕組みとしては、当該雇用主が、退職年金サービスを提供する金融機関を選定し、従業員の給与より天引きすることにより拠出金を集め、それを当該金融機関に送金すること、従業員は退職年金プランから随時脱退できること、雇用者は雇用主分を拠出できることを想定している）。

提言6: 雇用主が退職年金プランのスポンサーとなることを促進すべきである。また、各種制度を統合し、より簡易な確定拠出年金プランを導入することにより退職年金のポータビリティを高めるべきである

401(k)型、403(b)型、457(b)型等、同種の各種確定拠出型退職年金プランが並存している。連邦議会は、これらの制度を統合し、401(x)プランを導入すべきである。そうすれば、退職金プランの事務コストおよびシステムコストが低下し、雇用主は401(x)プランを採用するようになり、転職者にとっても401(x)プランのポータビリティが高まることになろう。

(参考5)「監査法人報告書」の概要

1. 「監査法人報告書」作成の経緯等

2006年11月に、監査法人の国際的ネットワーク(プライス・ウォーターハウス・クーパーズ、グラント・ソントン、デロイト、KPMG、BDO、アーンスト・アンド・ヤング)の代表者は「グローバル資本市場と世界経済：監査法人の国際的ネットワーク代表者のビジョン(“Global Capital Markets and the Global Economy: A Vision from the CEOs of the International Audit Networks”)」と題する報告書(「監査法人報告書³⁵¹」)を公表した。

同報告書における提言内容は、グローバルな資本市場に関する提言となっており、必ずしも米国資本市場の問題にのみ焦点を当てている訳ではないが、SOX法制定の契機となった会計不正の問題やSOX法施行に伴うコスト増加の問題を検討するうえで関連する論点に敷衍した内容となっており、今後の会計や監査のあり方についての提言を多く含んでいる。

2. 「監査法人報告書」の提言内容等

「監査法人報告書」では、まず、現状認識および当該報告書の問題意識に敷衍したうえで、短期的に取り組むべき課題および長期的に取り組むべき課題について提言を行っている。

(1) 現状認識および当該報告書の問題意識

近年の会計不正を受け、多くの国で監査制度改革が実施された。これに伴い、各監査法人も監査の質の向上に取り組んでいる。最近の論点は、こうした監査の質の向上策の効果がその費用を上回っているかという点である。監査法人も各国においてすべての関係者(当該会社、規制当局、投資家等)と議論を続け、より良い方向を模索していきたい。

より根本的には、公開会社は資本市場においてすべてのステークホルダー(投資家、アナリスト、従業員、取引先、当局等)のためにどのような情報を生産すべきか、グローバル・ベースで考えるとどうなるか、その際、外部監査人は、投資家その他ステークホルダーのためにどのように役に立てるのか、会計基準や監査基準は各国毎に異なるべきか、技術進歩、グローバル化、

³⁵¹ 「監査法人報告書」は、2006年11月にパリにおいて開催されたグローバル公共政策シンポジウムのホームページ(<http://www.GlobalPublicPolicySymposium.com>)からダウンロードできる。

ビジネスや金融商品の複雑化を眺め、長期的には財務報告や監査のあり方を変えるべきか、といった問題意識をもっている³⁵²。

こうした問題意識に基づき、資本市場の発展のために、財務報告および監査に関連して取り組むべき課題を短期と長期に分けて述べれば次のとおりである。

(2) 短期的に取り組むべき課題

(会計基準の国際的収斂)

IASB と FASB は、国際基準と米国基準の収斂に向けた努力を継続すべきである。投資家等は財務情報に関してグローバル・ベースで比較可能性を求めている。最近の会計不正事件から学ぶべき最大のポイントは、複雑化した取引は細則では捉えきれないということである。複雑な細則は廃止されるべきであり、会計基準は原則主義アプローチを採るべきである。IFRS と US GAAP を比較した場合、どちらにも長所がありいずれも完全ではないが、IFRS の方がより原則主義的である³⁵³。

(監査基準の国際的収斂)

会計基準と同じく、監査基準も国際的に収斂されるべきである。投資家等が財務情報に関してグローバル・ベースでの比較可能性を望んでいるとすれば、会計基準だけではなく、監査基準の国際的収斂も必要となる。監査基準は、会計基準のように国際的収斂は進んでいないが、これから同様のプロセスを経るべきである。監査基準の国際基準は、ISA (International Standards on Auditing)³⁵⁴ であり、Public Interest Oversight Board of the International Federation of Accountants のオーバーサイトの下で策定されている。IASB と FASB が取り組んでいるのと同様の方法により、ISA を活用しつつ各国の監査基準の調和を進めるべきである³⁵⁵。

(監査法人の監督の国際的収斂)

加えて、監査法人の監督についても国際的収斂が図られるべきである。監査法人のネットワークはグローバル化しており、各国の監督当局および投資家にとっても監査法人の法的責任や法の執行を国際的に統合することによってメリットを享受することができよう。各国の監督当局が主権を保持しつつ国際的収斂

³⁵² 「監査法人報告書」4-5 頁。

³⁵³ 「監査法人報告書」8-10 頁。

³⁵⁴ IAASB により設定される基準。IAASB については前掲注 102 参照

³⁵⁵ 「監査法人報告書」10-11 頁。

を図ることに向けてのスタートは、IFIAR(Independent Forum of Independent Audit Regulators) 発足であった。IFIAR は銀行監督におけるバーゼル委員会のような存在となりえよう³⁵⁶。

監督当局は、他国の市場参加者と協調し、基準を調整するのみならず、発行会社や監査法人が正当な判断を行うことを許容する必要があるだろう。また、各国監督当局の公開会社（発行体）や監査法人に対する検査等に関する協調は、監督コストを低減させると同時に投資家の信頼を回復させよう³⁵⁷。

（不正発見に関する現実と期待とのギャップを埋めること 不正摘発型監査の導入に関する検討）

外部監査人は、不正が行われているかもしれないとの認識をもって、健全な懐疑的な態度で（healthy degree of skepticism）監査を行わなければならない。現在の監査においては、外部監査人はすべての取引をチェックする訳ではなく、取引記録等を検査したり、経営陣や従業員をインタビューしたり、会社の内部統制評価をレビューしたりすること等により、不正が起こっていないかを確認している。こうした監査手法は不正を防止・発見するうえで有効ではあるが、完全なものではない。他方、投資家、マスコミ等は、外部監査人の責務はすべての不正を発見することであると信じているため、不正が発覚した場合には外部監査人に過失があったと推定してしまう。こうした不正発見に関する現実と期待とのギャップを埋めるべく、投資家その他ステークホルダー、監査法人等との間で建設的な対話が必要である³⁵⁸。

監査法人としては、不正発見を向上させるための追加的な手段として、不正摘発型監査（forensic audit）を導入することを検討すべきと思われる。それぞれ長所・短所があるが、（案 1）すべての公開会社が定期的に不正摘発型監査を受けるという案、（案 2）すべての公開会社が不定期に不正摘発型監査を受けるという案、（案 3）当該会社の株主に不正摘発型監査を導入するか否かを選択させるという案が考えられる（上記のいずれの案が最も望ましいかという点については結論が出ていない）。当局およびステークホルダーはこれらの案につき真剣に検討すべきであるし、当局およびステークホルダーからの上記以外の提案も歓迎する^{359,360}。

³⁵⁶ 「監査法人報告書」10-12 頁。

³⁵⁷ 「監査法人報告書」12 頁。

³⁵⁸ 「監査法人報告書」12-13 頁。

³⁵⁹ 「監査法人報告書」13 頁。

³⁶⁰ なお、PCAOB では、2007 年 2 月 22 日に開催された Standing Advisory Group の議題のひとつとして不正摘発型監査手続（forensic audit procedures）を取り上げている。

(監査法人のさらなる統合による監査の質の向上)

監査法人が国際的ネットワークを保持していることにより、大手監査法人はグローバルなサービスを提供できている。しかし、改善の余地はあり、さらなる統合はさらなる改善をもたらさう。監査法人の国際的ネットワークは、ひとつの統合された法人グループというよりはむしろ各国の監査法人が提携する形態をとっている。さらなる統合を阻む要因のひとつとして、米国における訴訟制度やフランスにおける外部監査人の独立性向上に伴う非監査業務の禁止制度が挙げられる³⁶¹。

こうした点に関連して、利用者の監査法人に係る選択肢を広げる観点からも、刑事訴追に関して監査法人全体ではなく故意や過失のあった監査人のみに絞って訴追を行うこと、民事訴訟に関して監査法人の訴訟責任を限定すること、外部監査人の独立性を維持しつつ非監査業務範囲の原則禁止を見直すこと等が考えられる³⁶²。

(3) 長期的に取り組むべき課題 新ビジネス報告モデル

より長期的には、現行の財務報告モデル（公開会社が会計基準等に基づき定期的に開示を行うモデル）が「すばらしい新世界」に移行した場合には、新ビジネス報告モデル³⁶³へと変更される必要があるだろう。新ビジネス報告モデルでは、利用者のためにカスタマイズされた非財務データの開示がより進むほか、開示頻度は半期や四半期という頻度からインターネット時代に相応しい頻度に引き上げられるであろう。すべてのステークホルダーが参加する形で、新ビジネス報告モデルを策定するプロセスを開始すべきである。このプロセスは、ボトムアップでなければならない³⁶⁴。

会社毎にカスタマイズした開示やより頻繁な開示を可能とする技術進歩が出現してきている。すなわち、グローバル XBRL (Extensible Business Reporting Language) 構想あるいはその他類似の技術の進歩に伴い、将来、情報がどのように開示されるのか、如何なる情報が開示されるのか、およびそれをどのよう

³⁶¹ 「監査法人報告書」11、14頁。

³⁶² 「監査法人報告書」15頁。

³⁶³ 「監査法人報告書」では、新ビジネス報告モデル導入に関する過去の試みについても紹介されている。すなわち、1991年に American Institute of Certified Public Accountants が組成した委員会（ジェンキンス委員会）により提唱された「ビジネス報告」と、それを受けて FASB が 1998 年よりビジネス報告について検討したが、多くの公開会社がコスト増加と潜在的な責任増加を理由にこうした取組みに反対したことが紹介されている。同報告書 17 頁。

³⁶⁴ 「監査法人報告書」3-4、15-16頁。

に監査するかが革命的に変化する可能性がある³⁶⁵。

現行の財務報告モデルは基本的にバックワード・ルッキングであるが、投資家その他ステークホルダーが求めているのは、将来当該公開会社がどのような業績をあげるかという点である。新ビジネス報告モデルは、フォワード・ルッキングな情報を生産しうるものでなければならない。どのような非財務データが開示されるかがひとつの大きなポイントとなろう。また、新ビジネス報告モデルにおいては、情報はインターネット技術を通じて簡単にアクセスできるものでなければならない³⁶⁶。

このような新ビジネス報告モデルにおいて、監査はどのように行われるべきであろうか。投資家等が利用しているカスタマイズされた情報の信頼性を確保するために、情報を生産・管理している技術・システムの信頼性を監査することが重要になろう。また、それに伴い、当該会社の情報システムに関する内部統制監査の重要性が増加しよう³⁶⁷。

このような新ビジネス報告モデルとそれを活用する技術進歩が実現すれば、もっとも、それらがいつから可能となるかを予測することは極めて困難であるが、透明性の向上に伴い資本市場はより効率化するとともに安定化し、投資家はより長期的な視野に基づき行動するようになるように思われる³⁶⁸。

³⁶⁵ 「監査法人報告書」16頁。

³⁶⁶ 「監査法人報告書」16-17頁。

³⁶⁷ 「監査法人報告書」18-19頁。

³⁶⁸ 「監査法人報告書」19頁。

【参考文献】

- 石田眞得編『サーベンス・オクスレー法概説』(商事法務、2006)
- 祝迫得夫・古市峰子「コーポレート・ガバナンスと会計問題 エンロン破綻とアメリカの制度改革を巡って」『経済研究』55巻4号328-344頁(2004)
- 江頭憲治郎「経済団体等による法の形成・執行と利益相反問題」江頭憲治郎・碓井光明編『法の再構築 国家と社会』193-211頁(東京大学出版会、2007)
- 柿崎環『内部統制の法的研究』(日本評論社、2005)
- 神田秀樹「エンロン事件とアメリカのコーポレート・ガバナンス改革」伊藤隆敏・財務省財務総合政策研究所編『検証・アメリカ経済 バブル崩壊、不正会計問題は克服できるか』45-62頁(日本評論社、2004)
- 『会社法入門』(岩波書店、2006)
- 『会社法』(弘文堂、第9版、2007a)
- 「金融商品取引法と日本の証券市場の将来」『月刊資本市場』264号4-18頁(2007b)
- 企業価値研究会『企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』(2005)
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第2版、2004a)
- 「サーベンス・オックスリー法制定後の資本市場法制 ディスクロージャー規制の強化とその影響に関する日米比較」『アメリカ法』2004-1号24-37頁(2004b)
- 「ディスクロージャーの実効性確保 民事責任と課徴金」『金融研究』25巻法律特集号69-96頁(2006)
- コーヒー=ジョン「ファイナンシャル・ゲートキーパーの課題」淵田康之・ロバート・E・ライタン編『ファイナンシャル・ゲートキーパー』213-229頁(東洋経済新報社、2006)
- 澤邊紀生『会計改革とリスク社会』(岩波書店、2005)
- 杉田浩治「米国『資本市場規制に関する委員会』の第1回報告内容」『証券レビュー』47巻第1号172-201頁(2007a)
- 「『企業の四半期利益予想の取り止め』などを提案 『21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」『証券レビュー』47巻4号116-125頁(2007b)
- 関雄太「『21世紀の米国資本市場規制に関する委員会』が見た課題」『資本市場クォーターリー』10巻4号16-23頁(2007a)
- 「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』10巻4号70-79頁(2007b)

- ・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 資本市場規制に関する委員会中間報告」『資本市場クォーターリー』10巻3号75-86頁(2007)
- 鳥羽至英『内部統制の理論と制度 執行・監督・監査の視点から』(国元書房、2007)
- 日本銀行金融研究所・金融取引における公正(fairness)の概念に関する法律問題研究会「金融取引における公正(fairness)の概念」『金融研究』18巻5号1-62頁(1999)
- 八田進二「『会計不信』払拭に向けた企業会計の新たな枠組みの検討 米国『企業改革法』を手掛かりとして」『会計』163巻4号544-561頁(2003)
『これだけは知っておきたい内部統制の考え方と実務』(日本経済新聞社、2006)
- ・町田祥弘「米国『企業改革法』にみる監査規制の将来像」『JICPAジャーナル』568号95-100頁(2002)
- 古市峰子「会計基準設定プロセスの国際的調和化に向けたドイツの対応」『金融研究』18巻5号135-162頁(1999)
- 淵田康之・大崎貞和編『検証 アメリカの資本市場改革』(日本経済新聞社、2002)
- 町田祥弘『会計プロフェッションと内部統制』(税務経理協会、2004)
「監査事務所の定期的交代と独立性の確保」『会計プロフェッション創刊号』173-188頁(2005)
『内部統制の知識』(日本経済新聞出版社、2007)
- 吉川満・竹口圭輔「目的志向型会計に関するSEC報告書の概要」『商事法務』1673号25-34頁(2003)
- Adler, Matthew D., and Eric A. Posner, *New Foundations of Cost-Benefit Analysis*, Harvard University Press, 2006
- Bainbridge Stephen, *Much Ado about Little on Sarbanes-Oxley Act*, The Examiner, December 21, 2006
, *The Complete Guide to Sarbanes-Oxley*, Adams Business, 2007
- Bernanke, Ben S., Remarks to the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2007 Financial Markets Conference: Regulation and Financial Innovation, May 15, 2007
- Butler, Henry N., and Larry E. Ribstein, *The Sarbanes-Oxley Debacle; What We've Learned; How to Fix it*, The AEI Press, 2006
- Campos, Roel C., Speech by SEC Commissioner: Principles v. Rules, June 14, 2007
- Clark, Robert C., "Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too," *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, No.525, pp.1-43, 2005

- Clarke, Donald C., “Three Concept of the Independent Director,” *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.32, No.1, pp.73-111, 2007
- Coffee, John C. Jr., “Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms,” *Boston University Law Review*, Vol.84, No.2, pp.301-364, 2004
- , *Gatekeepers; The Role of the Proffessions in Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006a
- , “Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation,” *Columbia Law School The Center for Law and Economic Studies Working Paper*, No.293, pp.1-68, October, 2006b
- Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century (An Independent, Bipartisan Commission Established by the U.S. Chamber of Commerce), *Report and Recommendations*, March, 2007
- Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO), *Internal Control — Integrated Framework*, American Institute of Certified Public Accountants, 1992
- , *Enterprise Risk Management — Integrated Framework*, American Institute of Certified Public Accountants, 2004
- , *Internal Control over Financial Reporting — Guidance for Smaller Public Companies*, American Institute of Certified Public Accountants, 2006
- Committee on Capital Markets Regulation, *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation*, November 30, 2006
- Cornerstone Research, *Securities Class Action Case Filings 2006: A Year in Review*, 2007a
- , *Securities Class Action Case Filings 2007Mid-Year Assessment*, 2007b
- Cox, Christopher, Testimony Concerning Reporting on the Internal Controls of Small Businesses under Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, April 18, 2007a
- , Testimony Concerning Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act and Small Business, June 5, 2007b
- , Paul S. Atkins, Roel C. Campos, Annette L. Nazareth, and Kathleen L. Casey, Testimony Concerning A Review of Investor Protection and Market Oversight, June 26, 2007
- Cunningham, Lawrence A., “A Prescription to Retire the Rhetoric of “Principles-Based Systems” in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting,” *Boston College Law School, Legal Studies Research Paper Series*, No.127, March 13, 2007 [forthcoming *Vanderbilt Law Review*, Vol.60, October-November 2007]

- DiPiazza, Samuel A., Mike D. Rake, David McDonnell, Frans Samyn, William G. Parrett, and James S. Turley, *Global Capital Markets and the Global Economy: A Vision from the CEOs of the International Audit Networks*, November, 2006
- Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz, “Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time,” *Fisher College of Business Working Paper Series*, Dice Center WP2007-9 (Fisher College of Business WP2007-03-012), pp.1-65, 2007
- Financial Accounting Standards Board (FASB), *Proposal: Principles-Based Approach to U.S. Standard Setting*, October 21, 2002
- , *FASB Response to SEC Study on the Adaption of a Principles-Based Accounting System*, July, 2004
- , *FASB Response to SEC Study on Arrangements with Off-Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities, and Transparency of Filings by Issuers*, February, 2006
- Financial Services Authority (FSA), *Business Plan 2007/08*, 2007
- General Accounting Office (GAO), *Public Accounting Firms: Mandated Study on Consolidation and Competition*, GAO-03-864, July, 2003a
- , *Public Accounting Firms: Required Study on the Potential Effects of Mandatory Audit Firm Rotation*, GAO-04-216, November, 2003b
- Government Accountability Office (GAO), *Sarbanes-Oxley Act: Consideration of Key Principles Needed in Addressing Implementation for Smaller Public Companies*, GAO-06-361, April, 2006
- Gordon, Jeffrey N., “Independent Directors and Stock Market Prices: The New Corporate Governance Paradigm,” *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*, No.74/2006, pp.1-92, 2006
- Greenspan, Alan, Testimony of Chairman Alan Greenspan; Federal Reserve Board’s Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, July 16, 2002
- Grundfest, Joseph A., and Steven E. Bochner, “Fixing 404,” *Michigan Law Review*, Vol.105, No.8, pp.1643-1676, 2007
- Hamdani, Assaf, and Reinier Kraakman, “Rewarding Outside Directors,” *Michigan Law Review*, Vol.105, No.8, pp.1677-1712, 2007
- Kahn, David B., and Gary S. Lawson, “Who’s the Boss?: Controlling Auditor Incentives through Random Selection,” *Emory Law Journal*, Vol.53, No.2, pp.391-432, 2004
- Kraakman, Reinier H., “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy,” *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.2, No.1, pp.53-104,

1986

- Institute of International Finance, Inc. (IIF), *Proposal for a Strategic Dialogue on Effective Regulation*, December, 2006
- Jackson, Howell E., “A System of Selective Substitute Compliance,” *Harvard International Law Journal*, Vol.48, No.1, pp.105-119 [forthcoming], 2007
- Levitt, Arthur, and Paula Dwyer, *Take on the Street: What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know: What You Can Do to Fight Back*, Pantheon books, 2002 (小川敏子訳 『ウォール街の大罪』 日本経済新聞社、2003)
- Malan, Todd, “Time to Change the Rules at the Hotel California,” *Financial Times*, November 24, 2006
- McCarthy, Callum, Speech at British American Business London Insight Series and Financial Services Forum; Financial Regulation: Myth and Reality, February 13, 2007
- McKinsey & Company (commissioned by Michael R. Bloomberg and Charles E. Schumer), *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, January 22, 2007
- McNulty, Paul J., Prepared Remarks at the Lawyers for Civil Justice Membership Conference Regarding the Department's Charging Guidelines in Corporate Fraud Prosecutions, December 12, 2006
- Nazareth, Annette L., Remarks before the ABA Committee on Federal Regulation of Securities, December 1, 2006
- Partnoy, Frank, “Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime,” *Washington University Law Quarterly*, Vol.79, No.2, pp.491-547, 2001
- Paulson, Henry M., Remarks on the Competitiveness of U.S. Capital Markets, Economic Club of New York, November 20, 2006
- , Opening Remarks at Treasury's Capital Markets Competitiveness Conference, Georgetown University, March 13, 2007
- Peristiani, Stavros, “Evaluating the Relative Strength of the U.S. Capital Markets,” *Current Issues in Economic and Finance*, Vol. 13 No. 6, 2007
- Prentice, Robert A., “Sarbanes-Oxley: The Evidence Regarding the Impact of Section 404,” *Cardozo Law Review* [forthcoming], Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991295>, posted on June 7, 2007
- Romano, Roberta, “The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance,” *Yale Law Journal*, Vol.114, No.7, pp.1521-1611, 2005
- Ronen, Joshua, “Post-Enron Reform: Financial Statement Insurance, and GAAP

- Re-visited,” *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol.8, No.1, pp.39-68, 2002
- Schumer, Charles E., and Michael R. Bloomberg, “To Save New York, Learn From London,” *Wall Street Journal*, November 1, 2006
- Scott, Hal. S, “What Is the United States Doing About the Competitiveness of its Capital Markets?” *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol.2007, Issue 9, pp.487-490, 2007a
- , Statement on Sarbanes-Oxley 404: Will the SEC’s and PCAOB’s New Standards Lower Compliance Cost for Small Companies? Before the Committee on Small Business, U.S. House of Representatives, June 5, 2007b
- Securities and Exchange Commission (SEC), *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, January, 2003a
- , *Study Pursuant to Section 108(d) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on the Adoption by the United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System*, July 25, 2003b
- , *Report and Recommendations Pursuant to Section 401(c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on Arrangements with Off-Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities, and Transparency of Filings by Issuers*, June 15, 2005
- SEC Advisory Committee on Smaller Public Companies (SEC Advisory Committee), *Final Report of the Advisory Committee on Smaller Public Companies to the United States Securities and Exchange Commission*, April 23, 2006
- Securities and Futures Commission, Research Department, Supervision of Markets Division (SFC), *Hong Kong As A Leading Financial Centre in Asia*, Research Paper No.33, August, 2006
- Steel, Robert K., Remarks before the Council on Competitiveness; Strengthening our Capital Markets Competitiveness, May 17, 2007
- Tafara, Ethiopis, and Robert J. Peterson, “A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework,” *Harvard International Law Journal*, Vol.48, No.1, pp.31-68, 2007
- Z/Yen Limited, *The Competitive Position of London as a Global Financial Centre*, Corporation of London, November, 2005
- , *The Global Financial Centres Index*, City of London, March, 2007