

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、2002年7月にサーベインズ・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

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。

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

はじめに

米国では、2002年7月30日に、サーベインズ・オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002¹。以下「SOX法」という。）が制定された。SOX法は、1933年、1934年に連邦証券規制（Securities Act of 1933²＜以下「33年証券法」という。＞およびSecurities Exchange Act of 1934³＜以下「34年証券取引所法」という。＞）が導入されて以来のコーポレート・ガバナンスに関する包括的な連邦法であるといわれている⁴。

SOX法は、2001年に発生したエンロンやワールドコムといった公開会社⁵が会計不正の結果破綻した会計不祥事に対応して、ディスクロージャーの信頼性と正確性を改善し投資家を保護することをその立法目的とし、会計制度の改革、ディスクロージャーの改善、財務報告に関する内部統制規制、経営者の責任強化、監査委員会の責任・独立性強化、監査法人を監督する独立監視機関であるPCAOB（Public Company Accounting Oversight Board）の創設、監査法人の独立性強化等の施策を導入した⁶。

SOX法制定に至った米国の対応について、東京大学の神田秀樹教授は、以下のよう
に指摘された⁷。

「……サーベインズ・オクスリー法制定に至ったアメリカの国を挙げての迅速な対応には、学ぶべき点が多い。

もっとも、伝統的にはアメリカでは企業への法による直接的な介入はあまり行われてこなかった。その意味では、サーベインズ・オクスリー法は過剰な規制であるともいえる。このような法律が迅速に成立したことは、アメリカの資本主義および資本市場への信頼の回復ということをアメリカがいかに重要と考えたかをうかがわせるものである。……」

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

1 Act to Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Laws, and for Other Purposes. Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745.

2 48 Stat. 74 (May 27, 1933), codified at 15 U.S.C. § 77a et seq.

3 48 Stat. 881 (June 6, 1934), codified at 15 U.S.C. § 78a et seq.

4 例えば、Bainbridge（2007）p.iv、黒沼（2004b）24頁参照。

5 本稿では、公開会社を「株式を証券取引所等が開設している市場に上場すること等により公開している会社」という意味で用いており、わが国の会社法の公開会社とは異なる意味で用いている。なお、わが国の会社法における公開会社概念については、神田（2007a）29頁参照。

6 詳しくは、（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」参照。

7 神田（2004）55頁。

関連する諸規則の制定等を行ってきたわけだが、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、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年代の48%から2006年には7.2%に低下していること、2000年には米国企業のIPOはすべて米国において行われていたが、2006年には米国企業のIPOによる調達額全体に占める海外調達のシェアは17%に達していること、内外の発行体が公募市場よりもむしろ33年証券法規則144Aに基づく私募市場（対象は未公開証券、適格機関購入者のみが買い手となる）の方が魅力的であると捉えつつあること等が挙げられている¹⁰。

これらの事実を捉えて、「ニューヨーク市場の競争力は、ロンドン市場や香港市

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）保護するというわけでは必ずしもなく、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。

10 Scott（2007a）p.487. 資本市場の「競争力（competitiveness）」をある特定の指標を利用して端的に定義することは難しいが、上記のそれぞれの事実は米国資本（公開）市場の競争力が低下している可能性を示唆していると捉えられよう。

場に比べて低下しているのか¹¹⁾、「仮に低下しているとすれば、SOX法およびその関連規制が問題なのか、どのような立法対応が必要なのか」、「こうした事態は一時的な現象なのか、それとも警戒シグナル(“canary in the coal mine”)なのか」といった観点から、米国資本市場の競争力に関する議論が盛り上がりを見せており、米国資本市場の競争力向上策を検討する各種フォーラムが組成され、2006年秋以降、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つの報告書が公表されている。

3つの報告書とは、第1に、ビジネス・リーダー・学者等により構成される“Committee on Capital Markets Regulation”(以下「ハーバード・ソントン・スコット委員会」という。)が2006年11月に公表した中間報告書(Committee on Capital Markets

こうしたなか、ロンドン市場のシェアが上昇している。なお、ロンドン市場のシェアが上昇しているのは、ロンドン証券取引所のAIM(Alternative Investment Market、小規模新興企業向けの市場)の成功が大きく寄与している。もっとも、ロンドンのAIMにおける上場数が増加しているのは事実であるが、AIMにおいて取引されている多くの企業はニューヨーク市場では上場の候補とならないような中小企業である等の理由からニューヨーク市場の競争力は低下しているわけではないとの指摘もある。Doidge et al. (2007) 加えて、ニューヨーク証券取引所やナスダックへの新規上場社数の減少は必ずしも米国資本市場の競争力の低下を示すわけではないとしつつ、むしろ米国社債市場とユーロ社債市場の動向を踏まえることが重要であることや、ニューヨーク証券取引所とユーロネクストとの経営統合等のクロス・アトランティックの動きが各国の資本市場の競争力に影響を与えうること、を指摘する論稿もある。Peristiani (2007)

また、金融資本市場全体で見れば、ミューチュアル・ファンドの資産の米国のグローバル・シェアは45%であること(ヨーロッパは35%、アジアは10%)、ヘッジ・ファンドのグローバル資産残高2.1兆ドルのうち米国分は1.5兆ドルにのぼること、資産規模で10億ドルを超えるヘッジ・ファンドの約70%は米国にあること、FX店頭デリバティブの残高の約80%がドル建てであること、取引所型デリバティブの米国の取引量は欧州の取引量よりも30%多くアジアの取引量の5倍以上にのぼること等を根拠に、世界のリーダーとしての米国の地位は揺るぎのないものであるとの指摘もある。Steel (2007)

11 市場の競争力の観点からのグローバルな分析については、とりわけZ/Yen Limited (2005, 2007a, b)(いずれもCity of London Corporationが公表したもの)およびSFC (2006) 参照。

Z/Yen Limited (2005) では(またそれをアジア金融資本市場について応用したSFC (2006) においても)、市場の競争力に影響を与える要因として、次の14の要因を挙げている: 熟練した人材の利用可能性、規制環境(当局数、規制哲学、規制の強さ、複雑性等)、国際金融市場へのアクセス、ビジネス・インフラ(電信、IT、交通等)、顧客へのアクセス、公正なビジネス環境(法制度等)、政府の対応・サポート、法人税制、経費(人件費、出張費等)、弁護士・会計士等へのアクセス、生活の質、文化・言語、商業用不動産の質と利用可能性、所得税制。

Z/Yen Limited (2007a) では、これら14の競争力要因を示す47のインストゥルメンタル・ファクター(利用可能な各種指標: 47のインストゥルメンタル・ファクターを、人材、ビジネス環境、市場アクセス、インフラ、その他の5つの分野に分けて分析)とオンライン調査に基づくアセスメントによる、要因アセスメント・モデルを構築し、それを利用して、グローバル金融センター指数(Global Financial Centers Index < GFCI >)を作成し、各金融センターのランク付けを実施した。2007年3月時点のGFCIの上位10先をみると、第1位がロンドン、第2位がニューヨーク、第3位が香港、第4位がシンガポール、第5位がチューリッヒ、第6位がフランクフルト、第7位がシドニー、第8位がシカゴ、第9位が東京、第10位がジュネーブとなっている。また、グローバル金融資本市場として機能しているのは、ロンドン、ニューヨークの2市場のみである(ロンドンとニューヨークの差は僅かだが、第3位の香港とロンドン・ニューヨークの差はかなり大きい)との分析がなされている。東京については、その評価が低かった点として、規制環境、ビジネス環境、人材(Z/Yen Limited (2005)の競争力要因というところの熟練した人材の利用可能性、規制環境、公正なビジネス環境)が指摘されている。

さらに、2007年9月時点の順位をみると、上位6位までは同様ながら、第7位がジュネーブ、第8位がシカゴ、第9位がシドニーで、東京は第10位と順位を1つ落としている(Z/Yen Limited (2007b))。

なお、最近では、東京市場の競争力強化について、「結局ニューヨーク、ロンドン並みになるのは難しい、せめてその次くらいを目指すと考えるべきではないか」という見解も聞かれている。神田(2007b) 14頁。

Regulation(2006). 以下「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」という。) 第2に、ブルームバーグ・ニューヨーク市長 (Michael Bloomberg) とシューマー上院議員 (Charles Schumer、民主党、ニューヨーク州) のイニシアティブの下、マッキンゼー (McKinsey & Company) が作成し、2007年1月に公表された報告書 (McKinsey & Company(2007). 以下「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」という。) 第3に、米国商工会議所 (米国商工会議所が設置した委員会 <“Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century” (以下「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」という。)> が作成) が2007年3月に公表した報告書 (Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century(2007). 以下「米国商工会議所報告書」という。) である。

これらの報告書は、いずれも米国資本市場の競争力に関する関心の高まりから、それぞれ100頁を超える大部なものとなっており、規制のあり方 (規制コスト) に関する問題 (規制の過剰性・効率性等に関する問題、金融サービス等の監督に関する問題、会計基準・監査基準等の国際的収斂に関する問題、監督当局間の国際協調 (相互承認) に関する問題等)、財務報告に係る内部統制規制に関する問題 (SOX法第404条に関する問題等)、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、株主の権利の強化に関する問題、確定拠出型年金に関する問題、スキルを有する外国人の労働ビザに関する規制緩和の問題等広範囲に及ぶ様々な提言がなされている¹²。

これらの報告書について、SECのコックス委員長 (Christopher Cox) 等は、2007年6月の議会証言において、次のように述べている¹³。

“Over the past year, a number of reports have been published which advise the SEC and Congress on how to deal with increasingly global capital markets.... While we may not individually agree with each of recommendations and conclusions of these reports, we take seriously the detailed study that has gone into analyses...”

12 このほか、大手金融機関の業界団体である金融サービス・ラウンドテーブルも、競争力向上のための委員会を設置し検討を重ね、2007年11月に「米国の金融競争力についての将来像 (The Blueprint for U.S. Financial Competitiveness)」と題する報告書 (The Financial Services Roundtable's Blue Ribbon Commission on Enhancing Competitiveness (2007)) を公表している。同報告書も100頁を超える大部なものであり、原則主義アプローチ、金融機関監督、訴訟改革、消費者信用、マナー・ロンダリング規制、自己資本比率規制、SOX法第404条、会計基準などに関する68の提言を行っている。なお、同報告書が取り上げている論点 (提言) は、原則主義アプローチ (より良い規制のあり方)、訴訟改革、SOX法第404条の運用改善策など、本稿で検討対象としている上記3つの報告書が取り上げている論点 (提言) と重なる部分が多い一方で、同報告書の分析の視点は、投資家保護という観点よりもむしろ金融サービスの消費者保護という観点に、また、資本市場の競争力という観点よりもむしろ金融機関の競争力という観点に重きを置いているという特徴があるように思われる。

さらに、スピッツァー・ニューヨーク州知事 (Eliot Spitzer) も、2007年5月に、ニューヨークのグローバル金融資本市場としての地位を維持・向上するための施策を検討する委員会を発足させた。同委員会は、ニューヨーク連銀総裁のほか、保険会社・証券会社・銀行の幹部、金融専門の弁護士、ニューヨーク州政府の幹部等から構成される。同委員会は、2008年6月までに報告書を纏める予定にある。ニューヨーク州の2007年5月29日付プレス・リリース (“Panel to Help New York Retain Status as World Financial Capital”) 参照。

13 Cox et al.(2007).

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を整理することとした。本稿の構成は、以下のとおりである。

まず、.では、米国資本市場の競争力向上のための提言を盛り込んだこれら3つの報告書の概要を紹介する。

次に、.では、.において紹介した各報告書において取り上げられている論点のうち、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、すなわち、第1に、規制のあり方（規制コスト）に関する問題、第2に、財務報告に係る内部統制規制に関する問題、第3に、ゲートキーパーの役割と責任に関連する問題について、最近の動き等も踏まえ、さらなる分析・検討を加える。

そのうえで、おわりに代えてでは、本稿の意義について若干敷衍する。

なお、(参考1)では「SOX法および関連諸規則等の概要」を、(参考2)では「『ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書』の32の提言の概要」を、(参考3)では「『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」を、(参考4)では「『米国商工会議所報告書』の6つの主要提言の概要」を、(参考5)では、監査法人の国際的ネットワークの代表者が2006年11月に公表した報告書（DiPiazza et al. (2006). 以下「監査法人報告書」という。）の概要¹⁴を、整理する。

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

本章では、1.「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」、2.「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」、3.「米国商工会議所報告書」の概要を紹介する¹⁵。

1.「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の概要

(1)「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」作成の経緯等

2006年9月、資本市場法制について検討し、政策提言を行うことを目的とした、超党派でかつ独立の委員会である「ハーバード・ソントン・スコット委員会」が結成

14 「監査法人報告書」は、必ずしも米国のみ焦点を当てているわけではないが、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米国資本市場の競争力に関連する多くの論点に敷衍した内容となっている。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ほか、監査法人業界あるいは大手監査法人の意見表明ともいえる性格を帯びているので、あわせてその概要を紹介する。

15 本章では、これら3つの報告書の概要を、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部分に重点を置きつつ紹介している。

された。同委員会は、ビジネス・リーダー、法学者、ファイナンス学者等22名により構成され、同委員会のディレクターは、ハーバード・ロー・スクールのハル・スコット教授（Hal Scott）であり、コロンビア・ビジネス・スクールのグレン・ハーバード学長（Glenn Hubbard、元米国大統領経済諮問委員会委員長）とブルッキングス研究所のジョン・ソントン理事長（John Thornton, Chairman of the Board）が共同座長を務めている。

2006年11月30日、米国資本市場（とりわけ株式市場）を改革するための提言を含む「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」¹⁶を公表した¹⁷。同中間報告書は、今後、米国大統領にPresident's Working Group on Financial Markets¹⁸において「ハーバード・ソントン・スコット委員会」が取り上げた提言等を検討するよう求めている。

(2)「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の提言内容等

「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」は、米国の規制や訴訟制度等を改善することにより規制・訴訟コストを低下させること等を通じて、米国資本市場の競争力を向上させようとの認識に基づき、次のような視点から分析・検討を加えたうえで提言を取り纏めている。すなわち、投資家保護を維持しつつも、SECの規則制定プロセスを改善することにより規制コストを低下させうる施策があるのではないかと、民事訴訟・刑事訴追・ゲートキーパー訴訟に関して訴訟コストを低下させうる諸施策を講じることができないのではないかと、SOX法第404条のコンプライアンス・コストを低下させうる運用改善策があるのではないかと、これらの諸施策により規制コストや訴訟コストを低下させることができれば、米国資本市場の競争力は向上するのではないかと、また株主の権利を強化すれば米国資本市場の競争力は向上するのではないかとといった視点から提言が取り纏められている。

「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」は5つのセクションから構成されており、規制制定プロセス（下記ロ・【セクション】参照）、法の執行（下記ハ・【セクション】参照）、株主の権利（下記ニ・【セクション】および（参考2）参照）、SOX法（下記ホ・【セクション】参照）の4分野を中心に具体的な提言を行っている¹⁹。その概要をセクション毎にみると、以下のとおりである。

16 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」は、「ハーバード・ソントン・スコット委員会」のホームページ（<http://www.capmksreg.org>）からダウンロードできる。なお、同報告書の概要を紹介した日本語の文献として、関・岩谷（2007）、杉田（2007a）参照。

17 「ハーバード・ソントン・スコット委員会」は、今後2年間を目処にさらなる検討を加え、今後とも報告書を公表することを予定している。

18 構成メンバーは、財務長官、FRB議長、SEC委員長、CFTC（Commodity Futures Trading Commission）委員長。

19 本中間報告書は、セクション毎に執筆担当を設けており、各セクションの執筆担当をみると、セクション はルイジ・ジンガレス（Luigi Zingales）シカゴ・ビジネス・スクール教授、セクション はロバート・グローバー（Robert Glauber）ハーバード・ロー・スクール客員教授、セクション はロバート・ライタン（Robert Litan）ブルッキングス研究所・シニア・フェロー、セクション はアレン・フェレル（Allen Ferrell）ハーバード・ロー・スクール教授、セクション はアンドリュー・クリツケス（Andrew Kuritzkes）オリバー・ワイマン・アンド・カンパニー・マネージング・ディレクターとなっている。なお、「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の提言の概要については、（参考2）参照。

イ.【セクション : 競争力】

米国資本市場が外国市場および米国私募市場と比べて競争力を失いつつある。その原因として次の4つの要因を指摘できる。

透明性およびディスクロージャー向上を通して、主要外国資本市場の信認が高まっていること

相対的に外国市場および私募市場の流動性が向上していることに伴い、米国公開資本市場への上場の必要性が低下していること

米国投資家が外国市場に投資しやすくすることを可能とする技術進歩

米国公開市場における規制と外国市場・私募市場における規制との相違

上記 ~ の要因について対応を行うことは難しいが、上記 の要因については、投資家保護を維持しつつも、規制や訴訟制度を改善することにより規制・訴訟コスト²⁰を低下させること等を通じた対応を行うことはできる²¹。

ロ.【セクション : 規制制定プロセス】

効果的な規制は投資家および発行会社双方に歓迎されるが、規制が効果的であるか否かは法律の内容とそれに基づくSEC規則等の内容のみならず、規制制定プロセスにも依存する。外国市場が競争力を向上させたのは、規制を緩和したからだと指摘する向きも多い。しかしながら、規制を緩和しすぎれば、長期的には当該市場は没落する。投資家保護および市場の健全性維持と市場参加者のコスト・負担とのバランスが重要である。

規制制定プロセスに関する分野においても、主としてSEC規則制定プロセスを変更することにより、当該バランスを修正し米国資本市場の競争力を向上させることができる。具体的には、体系的な費用対効果分析の採用、原則主義 (principles-based) の採用、プロ (wholesale or institutional) ・アマ (retail) 区分に応じた規則の制定、監督当局間の協力等促進等を指摘できる²²。

(体系的な費用対効果分析の採用)

SEC等は、規制の効率性に関する原則を明示すべきである。少なくとも、SECが規則を制定するに当たっては、費用対効果分析を体系的かつ定期的に行うべきであ

20 規制・訴訟コストについては、次のような調査結果もあるとの指摘がなされている。まず、訴訟コストについては、クラス・アクション和解のためのコストが1995年の1.5億ドルから2005年には35億ドル (ワールドコムに関するコスト61億ドルを除くベース) に増加しているほか、役職員賠償責任保険の米国における保険料は欧州のそれの約6倍となっている。規制コストについては、後述のSOX法第404条に関するコンプライアンス・コストは2004年の公開会社1社平均ベースで436万ドルにのぼっている。「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」46-47頁。

21 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」39頁。

22 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」59頁。

る。現状SECの多くのスタッフは弁護士であるが、SECは費用対効果分析を行うため、エコノミストとビジネス・アナリストからなる新セクションを新設すべきである²³。

(原則主義の採用とプロ・アマ区分に応じた規則の制定)

現状SECは規則を制定するに当たって細則主義 (rules-based) を採っているが、方向としては原則主義に移行すべきである。細則主義に基づくルールは、それが目的にかなっている範囲において、行為、結果に関して定めるものとすべきである。

また、SEC等は、プロ・アマといった投資家区分に応じたルールを制定するために、ルールの体系的見直しを行うべきである²⁴。

(SECは健全性維持の観点からの規制を採用すべきであること)

1999年に制定されたグラム・リーチ・ブライリー法²⁵により証券業・銀行業等金融サービスはより一体化する方向にあることを背景に、金融監督当局間の協力は増しており、証券監督当局と銀行監督当局の規制哲学にも収斂への動きがみられている。こうした収斂への動きは望ましいことであり、今後そのペースを加速すべきである。証券監督当局は、銀行監督当局が採用している健全性維持の観点からの規制を採用すべきである。そうすれば、証券業者はより自主的に問題点を把握するようになり、証券監督当局も、より早期に、より適切にリスク管理できるようになり、証券業者と証券監督当局間の協力関係も改善することになる²⁶。

(連邦監督当局間の協力)

連邦監督当局 (SEC、CFTC < Commodity Futures Trading Commission >、銀行監督当局) 等の間で、コミュニケーションと協力がより効果的に行われるべきである。そのためにPresident's Working Group on Financial Marketsを活用すべきである²⁷。

(連邦議会による連邦政府と州政府の間の協力促進等)

連邦議会は、連邦政府と州政府との法の執行に関する調整を改善すべきである。

SECが法の執行を行わない場合には、州当局が法の執行を行うことができること、および、当該事案が連邦レベルにおける政策に影響がある場合には、当該事案についてSECが意見具申できることが重要である。

また、州当局による金融機関や監査法人に対する刑事訴追は、連邦レベルでの政策に大きな影響がある。州当局が連邦レベルで顧客を有する金融機関や監査法人に対して刑事訴追を行う場合には、州当局は連邦司法省に事前に通知することとし、

23 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」60-63頁。

24 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」63-65頁。

25 Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act, Pub. L. No. 106-102, 113 Stat. 1338.

26 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」66-67頁。

27 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」67頁。

連邦司法省は連邦レベルでの判断から必要に応じ州当局の当該州当局による起訴を差し止めうることにすべきである²⁸。

(証券監督当局間の国際的な協力)

加えて、証券取引所の国際的な統合がなされ、国際的に取引が実際に行われる場合には、証券監督当局間の国際的な協力が必要となる。市場ルールを国際的に統合する場合、原則主義に基づいたルールの方が馴染みやすいであろうが、それでも当局間の協力と妥協が必要となる。この点についても、President's Working Group on Financial Marketsを活用すべきであり、同Working Groupは、国際的な協調と市場ルールの統合を優先課題の1つとすべきである²⁹。

八.【セクション : 法の執行】

法の執行については、民事訴訟、刑事訴追、ゲートキーパー訴訟に分けて分析・検討し、以下の提言を行う。

(民事訴訟)

米国の証券諸法に関する罰金・課徴金(連邦司法省、SEC、州政府、ニューヨーク証券取引所、全米証券業協会によるもの)は約47億ドルに達しているほか、クラス・アクションによる支払額も2004年には56億ドルに達している。外国会社が米国資本市場で上場しない理由として多く挙げるのが米国のクラス・アクション制度の存在である³⁰。

上記のような不正行為者を罰する投資家保護の仕組みは、将来の証券詐欺等の抑止効果もあり、米国資本市場の強みではあるが、クラス・アクション制度は、当該抑止効果に鑑みても強力過ぎるがゆえに過剰なコストを発生させている。また、罰金・課徴金の存在や後述する刑事訴追制度により、証券詐欺等を十分に抑止しうるとも考えられる。

クラス・アクションに伴う会社の支払費用は、最終的には株主によって負担されており(例えば、会社が罰金や役員保険金の掛金を支払えば、それは究極的には株主の負担となる)、クラス・アクションにどの程度抑止効果があるのかという疑問もある。また、証券クラス・アクションは、他のクラス・アクション(環境訴訟、消費者訴訟、独占禁止法関連訴訟等)と異なり、加害者から被害者への支払ではなく、結局のところ、長期保有の株主から売買を頻繁に行う株主への所得移転となっており、マクロ的にみれば必ずしも被害者救済に繋がっているわけではない。さらに、証券訴訟の場合、クラス・アクションによる被害回復は極めて限定的である。これは、取引コスト(高額な弁護士費用等)が高いためである。例えば、原

28「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」68-69頁。

29「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」69-70頁。

30「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」71-72頁。

告の弁護士費用は典型的にはクラス・アクションによる回復額の25～35%を占める³¹。

したがって、クラス・アクションの取引コストを低下させるべく、以下のような改革の実施を提言する³²。

34年証券取引所法SEC規則10b-5に関する法的不確実性を解消すること

証券訴訟（証券クラス・アクションを含む）の大半は34年証券取引所法SEC規則10b-5³³に基づく請求であるが、同規則の要件に係る解釈は一貫しておらず、その不確実性は相当のものとなっている。SECは、10b-5の要件（とりわけ、重要性 < materiality >³⁴、欺罔の意図 < scienter >³⁵、信頼 < reliance >³⁶）等に関して明確化を図るべきである。

SECによる救済がある場合には、クラス・アクションによる救済を認めないこと

SOX法第308条（「投資家のための公正基金 < Fair Funds for Investors >」³⁷）により、SECは証券詐欺等の被害者に対して補償するため被告に追加的に課徴金を課す権限を有している。当該権限により、SECは、課徴金により証券詐欺等の抑止と被害者に対する補償を同時に達成できる。SECが「投資家のための公正基金」を通じた被害者に対する補償を行った場合には、当該補償額分につきクラス・アクションによる損害賠償請求額を減額すべきである。

31 「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」78-80頁。

32 「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」80-84頁。

33 34年証券取引所法SEC規則10b-5は、34年証券取引所法第10条(b)項に基づいてSECが制定した詐欺防止条項（相場操縦等の不公正取引を規制する条項）である。黒沼（2004a）115頁。なお、34年証券取引所法SEC規則10b-5の原文は、以下のとおり。

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,

(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.”

34 不実表示は重要な事実に関するものでなければ、34年証券取引所法SEC規則10b-5の違反を生ぜしめない。黒沼（2004a）118頁。したがって、不実表示のもとになった事実につき、如何なる状況の下で、如何なる事実が重要なのが問題となる。

35 欺罔の意図とは、被告の主観的要件の問題である。黒沼（2004a）118頁。

36 信頼の要件とは、特定の投資者が投資判断や投票をなすに当たり、不実な表示を重要な要素と考えたことである。不開示については、開示されなかった事実を知らされていたなら原告が異なった行動をするような影響を与えたであろうことを意味する。黒沼（2004a）119頁。

37（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」5（3）参照。

いわゆる“Pay-to-Play”慣行を禁止すること

州政府の年金基金がクラス・アクションの原告になる場合等に、弁護士が州政府に政治献金することの見返りに原告代理人を引き受ける慣行（いわゆる“Pay-to-Play”慣行）がみられているが、連邦労働省は当該“Pay-to-Play”慣行を禁止すべきである。

（刑事訴追）

会社に対する刑事訴追は、真に例外的な場合にのみに限定すべきである。アーサー・アンダーセンのケースがそうであったように、会社に対する刑事訴追は、すべてのステークホルダーのみならず社会全体に損害を与える。すなわち、アーサー・アンダーセンが消滅したため、監査法人業界は寡占化が深刻化した。なお、アーサー・アンダーセンの解体は、刑事訴追の結果であって、有罪判決の結果ではない（米国連邦最高裁判所は、有罪判決を破棄した³⁸）³⁹。

刑事訴追に関連して、以下の点を提言する⁴⁰。

会社全体に対する刑事訴追の原則禁止

刑事訴追に関する連邦司法省の現行ガイドライン（“Principle of Federal Prosecution of Business Organizations”）は、被告会社の無実の従業員や株主に対するダメージや、社会全体に対するダメージを考慮していない。連邦司法省は、当該ガイドラインを改正し、すべての事務所や従業員が犯罪行為に染まっている場合等の例外的な場合に限り、会社全体を訴追するようにすべきである。

弁護士・依頼者間の秘匿特権の放棄等を刑事訴追決定時の勘案要素とする
ことの禁止

連邦司法省の現行ガイドラインでは、刑事訴追を行うか否かを判断する要素の1つとして、当該会社が刑事訴追を受けている当該会社の役職員の弁護士費用の負担を拒否しているか、および当該会社が刑事捜査への協力に当たって弁護士・依頼者間の秘匿特権を放棄しているかが勘案されている。連邦司法省は、現行ガイドラインを改正し、上記の点を刑事訴追の是非の決定時に勘案することを禁止すべきである⁴¹。

38 Arthur Andersen v. United States, 544 U.S. 696 (2005).

39 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」72-73頁。

40 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」85-86頁。

41 連邦司法省では、現行ガイドラインを改正することを2006年12月12日に公表した（新ガイドラインは、マクナルティ・メモ<“McNulty Memorandum”>と呼ばれている）。McNulty (2006)。

(ゲートキーパー訴訟その1：監査法人の責任)

監査法人業界はビッグ4による寡占状態にあり、利用者の選択肢は極めて限られている。そのうえ、外部監査人は産業別に専門化が進んでいることから、公開会社の多くにとって監査法人の選択肢は事実上1つか2つしかない。他方、監査法人の責任負担についても問題がある。すなわち、現在30以上の訴訟が監査法人に対して提訴されており、訴額の合計は百億ドル以上にも達している。仮にこうした訴訟で大手監査法人の1つが敗訴しそれによって破綻すれば、監査法人の寡占状態は一段と悪化しよう。加えて、監査法人が訴訟リスクにさらされているために、監査法人の監査が自衛的（保守的）となってしまうっており、保守的過ぎる監査慣行により監査コストは大幅に増加している（下記ホ.【セクション：SOX法第404条】も参照）。また、米国の会計基準が細則主義偏重となっているのもこのことが一因となっている⁴²。

監査法人の責任に関連して、以下の点を提言する⁴³。

立法により監査法人の責任を限定すること

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。

34年証券取引所法に基づく外部監査人（監査法人）の責任範囲の明確化

34年証券取引所法第10A条は、外部監査人が当該会社による不実表示等の同法違反を知った場合あるいは知りうべき状況にあった場合の外部監査人の責任について規定している。本条項の存在により、外部監査人が当該会社に対して行う監査にかかるコストは極めて高くなっている。

同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。具体的には、例えば、不実表示をすべて問題とするのではなく、それらが重要である場合にのみ問題とすべきこと、不実表示が当該会社の経営の健全性に関わるものである場合にのみ問題とすべきこと、違反行為が行われたと疑わせる事実を外部監査人が知った場合ではなく、違反行為が行われたと相当に疑わせる事実を外部監査人が知った場合にのみ、外部監査人に違反行為に関する調査を行う義務を課すことが考えられる。このような限定を課せば、同条に基づく外部監査人の責任を投資家にとって真に問題となる場合のものだけに絞り込むことが可能となろう。

42 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」86-88頁。

43 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」88-90頁。

(ゲートキーパー訴訟その2：社外取締役の責任)

SOX法および関連諸規則により、監査委員会等は独立取締役のみを構成メンバーとすることとなった⁴⁴。取締役は、会社法上フィデューシャリーとしての注意義務を課されている。加えて、33年証券法第11条は、当該会社の登録届出書（registration statement、当該会社および当該証券に関するすべての重要な情報を含んでいる必要がある）に不実表示があった場合には、取締役は注意義務を尽くしていなければその責任を負うと定めている。従来、社外取締役が証券クラス・アクションの被告とされることはあまりなかったが、エンロンおよびワールドコムの社外取締役は株主に対して多額の損害賠償を個人として支払うことで2006年に和解した。問題は、社外取締役にこのような多額の民事責任を課せば、質の高い人材が社外取締役になくなるのではないかということである⁴⁵。

社外取締役の責任に関連して、以下の点を提言する⁴⁶。

社外取締役の33年証券法上の注意義務の軽減

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176⁴⁷を改正すべきである。33年証券法が制定された頃は大多数の取締役は社内取締役であったが、現在は大多数の取締役は社外取締役であり、立法当時と前提が異なっている。

社外取締役の損害賠償支払に関する会社による補償の容認

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。すなわち、善意の社外取締役が同条に基づき損害賠償を支払った場合には、会社がこれを補償することを認めるべきである。このようにすれば、社外取締役に、質の高い人材を活用することが引き続き可能となる。

二.【セクション：株主の権利】

公開会社の株主の権利がどの程度認められているかということは、直接的に米国資本市場の機能度に影響を与える。米国の株主は、他国の株主に比べ、権利が認められていない点も少なくない。そうした権利を米国の株主に与えることが米国資本

44 (参考1)「SOX法および関連諸規則等の概要」3(2)イ・参照。

45 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」90-91頁。

46 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」91頁。

47 33年証券法SEC規則176は、33年証券法第11条における「注意義務を尽くしたという抗弁（due diligence defense）」に関連して、「合理的な調査を行ったこと」および「（登録届出書をSECに登録した際）不実表示がないと信じるに足る合理的な根拠」をより具体的に定めている。

市場の競争力を強化することに繋がらう⁴⁸。

ホ.【セクション : SOX法第404条】

SOX法第404条については議論が盛り上がっているが、その中心的な論点は、同条の費用対効果であり、種々の意見が聞かれている⁴⁹。同条の効果を計量化することは難しいが、コンプライアンス・コストを低下させながら同様な効果を得ることは可能であろう。同条の運用に当たっては、PCAOB監査基準第2号に問題がある。SOX法第404条のベネフィットとコスト（費用対効果）を整理したうえで、具体的な提言を行う⁵⁰。

（SOX法第404条のベネフィット）

SOX法第404条の最大の目的は、財務報告における誤りを減少させ、財務報告における正確性を向上させることにある。当該ベネフィットを測る指標としては、修正再表示の頻度等や内部統制の達成度が異なる会社間の資本コストの差等が考えられる⁵¹。また、同条の副次的なベネフィットとして、会社の財務マネージメントの効率性向上促進やリスク管理の改善を指摘できる⁵²。

（SOX法第404条のコスト）

SOX法第404条のコストの計量は、ベネフィットを計量するよりも容易である。FEI（Financial Executives International）によるサーベイ調査⁵³によれば、2004年における1社当たりのコストは436百万ドルであり、CRAI（Charles River Associates International）によるサーベイ調査⁵⁴によれば、2004年における1社当たりのコストは大企業では851百万ドル、中小企業では124百万ドルである。もっとも、2004年の上記サーベイ調査のコストは、初期費用を含むものであり、2005年以降当該コストは低下するであろう⁵⁵。

48 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」93頁。なお、本セクションに係る各提言については、（参考2）「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の32の提言の概要の提言23-26参照。

49 SOX法第404条の概要等については、（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」6.参照。また、最近の動向については、2.参照。

50 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」115-116頁。

51 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」では、修正再表示や資本コストに関する計量分析等は有用であるが、現時点では結論がはっきりせず、さらなる研究が必要であるとしている。「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」119-125頁。

52 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」118-119頁。

53 FEI, *FEI Survey on Sarbanes-Oxley Section 404 Implementation*, March, 2006（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」126頁参照）。

54 CRAI, *Sarbanes-Oxley Section 404 Costs and Implementation Issues*, April 17, 2006（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」126頁参照）。

55 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」125-127頁。

(SOX法第404条に関する具体的提言)

SOX法第404条のコストは重いものであるが、ベネフィットの正確な数値化が難しいことに鑑みると、同条の運用については効率性を重視すべきである。具体的論点として、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価についての基準がないことの是非、PCAOB監査基準第2号における重要性の基準とその適用範囲、中小企業への影響等につき検討・分析した。SOX法の立法目的を達成しつつ同法第404条のコンプライアンス・コストを削減することが望ましいと考えている。より具体的には、以下のとおり提言する。いずれも立法対応は不要である⁵⁶。

「重要な欠陥」を再定義すること

SECとPCAOBが既にその方向で検討しているわけだが⁵⁷、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。具体的には、年度財務諸表について重要な不実表示が起りうる可能性が合理的にありうる場合にのみ、「重要な欠陥」があるとすべきである。すなわち、PCAOB監査基準第2号は、重要な不実表示が起りうる可能性を判断する基準として「かすかよりも大きいこと (more than remote likelihood)」を採用しているが、それに代えて「合理的にありうること (reasonably possible)」という基準を用いるべきである。

加えて、財務諸表に対する影響に関する内部統制評価における重要性の定義として、(半期とか四半期ではなく)年間の税引前利益の約5%を閾値として用いるべきである。また、内部統制における重要性の定義は、財務報告における重要性の定義と整合的であるべきである。この「5%テスト」は、リスク・アプローチ⁵⁸に基づくものである。なお、SECは、当該会社およびその外部監査人が「重要性」を合理的に判断するに当たって、「5%テスト」がうまく機能しないと判断する場合には「5%テスト」以外の方法を用いることを許容すべきである⁵⁹。

SECおよびPCAOBによる運用上の善処策

SECおよびPCAOBは、次の運用上の善処策を実施すべきである。

(i) 財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価プロセス

56 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」127-131頁。

57 最近のSECおよびPCAOBの政策対応については、2(2)参照。

58 リスク・アプローチとは、「どこに重要な問題点やリスクが潜んでいるかを見つけ、そこにフォーカスするやり方」で、いわばリスクを重視したアプローチといえる。例えば、八田(2006)105頁。より詳しくは、不実表示(虚偽記載等)を含んだ財務諸表に対して適正であるとの監査意見を表明してしまうことを「監査リスク」と位置付け、監査リスクが高い、つまり不実表示(虚偽記載等)が生じる可能性が高い領域に人や時間等の監査資源を集中的に投下して、より効率的に不正の摘発を行うアプローチを指す。町田(2007)43頁。

59 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」131-132頁。

において、経営者の判断をより広範に認めること。

- (ii) 内部統制の有効性に関する経営者による評価に対して外部監査人（監査法人）がアステーションを与える（外部監査人がこの経営者による評価に問題がないことを証明する）場合、当該外部監査人は経営者による評価と同様の評価を自ら行う必要がないことを確認することおよび当該外部監査人の判断をより広範に認めること。

PCAOBは上記を踏まえ、監査の効率性を考慮しつつ監査法人に対する検査を行うべきであるし、そうした経験を通じて得られたPCAOB監査基準第2号の運用に関する情報を速やかに公開すべきである。

また、PCAOBは、外部監査人が「重要な欠陥」を認めたために不適正意見を出さざるをえない場合の対応策についても検討すべきである⁶⁰。

毎年の評価・アステーション義務を緩和すること等

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。すなわち、財務プロセスにおいて重要であり、かつ、投資家に対する影響も大きい部分（年次財務諸表の作成等）については、毎年評価・アテストされるべきであるが、それ以外の部分（IT環境等）については毎年評価・アテストする必要はなく、数年に一度評価・アテストされればよい扱いとすべきである。

また、SECとPCAOBは、外部監査人は経営者や内部監査人等が行った作業に依存して構わないことを明確化し、経営者や内部監査人等が行った作業をどの程度外部監査人が利用できるのかという点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。そうすれば、無駄な作業は削減され、外部監査人は、経営陣が既に行った内部統制評価に関する作業を繰り返すことなく、より裁量を行使し、投資家に対するリスクの有無を基準として経営者による内部統制評価をアテストすることができるようになる⁶¹。

中小企業については大企業と同様にSOX法第404条を適用する扱いとするか、さもなければ連邦議会が中小企業向けの特別立法を行うべきであること

SOX法第404条の中小企業（発行株式の市場価値が75百万ドル以下の公開会社）への適用開始を、上記提言（～）が実現されるまで延期すべきである。その間、SECは同条の中小企業への適用に関する費用対効果分析を再度行うべきである。その結果、上記提言を実現したとしても、同条を中小企業に適用することのコストがそのベネフィットに比し高過ぎる場合には、

60 「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」132頁。

61 「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」132-133頁。

SECは連邦議会に対して、中小企業に関しては外部監査人による経営者の内部統制評価に対するアテステーションを免除する扱い(すなわち、その場合、財務報告に係る内部統制の有効性に関して経営者が合理的に評価するのみにとどめる扱い)とすることを検討するよう提案すべきである。

他方、中小企業に関して、財務報告に係る内部統制の有効性に関する経営者による評価を免除し、内部統制の構築のみを求めることは適当ではない。なぜならば、内部統制を合理的に構築できるか否かを判断するに当たっては、内部統制の有効性に関する経営者による評価が不可欠であるからである。加えて、中小企業の方がむしろ大企業よりも内部統制に関して問題があるケースが多いからである⁶²。

母国において同様な規制に服している外国会社についてはSOX法第404条を適用しないこと

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条を適用しない扱いとすべきである。また、SECはUS GAAP⁶³との差異調整(reconciliation)に関して、同条を適用すべきではない⁶⁴。

情報収集とSOX法第404条の運用に関するモニタリングを継続すること

SOX法第404条の運用に関する情報は、2年間の経験しかなく、極めて少ない。SECとPCAOBは、同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(とりわけ、内部統制と会計不正の関係、開示情報の修正の頻度・程度、会社類型・サイズ別コンプライアンス・コストや市場競争力への影響に関する情報)を収集すべきである⁶⁵。

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

(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

2007年1月22日、ブルームバーグ・ニューヨーク市長とシューマー上院議員は、スピッツァー・ニューヨーク州知事(Eliot Spitzer)とともに記者会見を行い、今後10年の間に政策・規制を変更しなければ、ニューヨークは世界の金融センターとしての地位を失いかねないとの危機感の下、「ニューヨークおよび米国のグローバル金融サービスにおけるリーダーシップの維持(“Sustaining New York’s and the US’ Global Financial Services Leadership”)」と題する報告書(「ブルームバーグ・シュー

62 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」133頁。

63 GAAPとは、Generally Accepted Accounting Principles(一般に認められた会計基準)の略称である。

64 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」133頁。

65 「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」133-134頁。

マー・マッキンゼー報告書⁶⁶」)を公表した。

同報告書は、ブルームバーグ・ニューヨーク市長とシューマー上院議員がコンサルティング会社のマッキンゼーに報告書作成を委託し、同社がニューヨーク市経済開発公社の協力を得て作成したものである。

(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

「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」は、まず、現状認識として、米国・ニューヨークにとって金融サービス業は重要であること(下記イ.【セクション】参照) 国際的な競争により米国・ニューヨークの優位性は脅威にさらされていること(下記ロ.【セクション】参照)を指摘したうえで、市場の競争力を決定する要因、とりわけ政策対応により影響を与えうる要因(訴訟制度等の法的環境および過剰とされる規制環境)について分析を加えている(下記ハ.【セクション】参照)。

そのうえで、「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」は、米国の金融資本市場の競争力を維持・向上させるための8つの提言(喫緊の課題<提言1-3: SOX法の運用改善、証券訴訟改革の実施、金融サービスに関するビジョンの共有、原則主義の採用>、競争条件を同等にするための課題<提言4-6: 外国人労働者に関する規制緩和、会計基準・監査基準の国際的収斂の促進、バーゼル の国内実施に当たっての米銀の国際競争力維持>、長期的に取り組むべき重要な課題<提言7-8: 金融資本市場の競争力に関する委員会新設と同委員会での検討、金融サービスの監督体制の見直し>)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(金融サービス特区の創設等)を示している(下記ニ.【セクション】および(参考3)参照)。

イ.【セクション】：米国・ニューヨークにとって金融サービス業は重要である】

金融サービス業は、米国経済において製造業、不動産業に次いで3番目に大きな産業であり、GDPの約8%を占めている。また、金融サービス業は、成長産業であり、その過去10年間の成長ペースは5%を上回っている。州毎にみると、ニューヨーク、コネチカット、デラウェア、マサチューセッツ、ノースカロライナ、ロードアイランド、サウスダコタの各州において金融サービス業のGDPシェアは10%を超えている。また、ニューヨーク市にとっては、金融サービス業のGDPシェアは15%を超えており、同市にとって極めて重要な産業セクターである⁶⁷。

66 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」は、ニューヨーク市のホームページ(<http://www.nyc.gov>)およびシューマー上院議員のホームページ(<http://www.senate.gov/~schumer/>)からダウンロードできる。なお、同報告書の概要を紹介した日本語の文献としては、関(2007b)参照。

67 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」9-10頁。

ロ.【セクション Ⅰ：国際的な競争により米国・ニューヨークの優位性は脅威にさらされている】

米国およびニューヨークの金融サービスにおけるグローバル・リーダーシップは脅威にさらされている。すなわち、グローバルIPOにおけるニューヨークのシェアは低下しているほか、ロンドン市場等での公開会社の国際化が進んでいる。また、急速に成長しているOTCデリバティブ市場についてはロンドンがむしろリーダーの地位を占めているといえる。

もっとも、現在の米国市場のサイズや成熟度に鑑みれば、効率的な規制・法制度によって適切にサポートされれば、米国は将来も金融サービス業においてグローバル・リーダーの地位を維持できるであろう。そうはいつても海外市場との競争により米国市場の優位性が縮小しつつあるわけで、米国の政策当局は金融サービス業の競争力に影響を与える要因に関して速やかに政策対応する必要がある⁶⁸。

ハ.【セクション Ⅱ：市場の競争力を決定する要因、とりわけ政策対応により影響を与える要因】

マッキンゼーが実施した金融サービス業界の上級幹部を対象としたサーベイ調査（以下「上級幹部サーベイ調査」という。）の結果によると、金融資本市場の競争力を決定する要因として重視される事項は、上から順番に、熟練した人材の利用可能性、公正かつ予見可能な法的環境、政府および当局のビジネス・ニーズへの対応の迅速性、魅力的な規制環境であった⁶⁹。

また、マッキンゼーが実施したCEO（Chief Executive Officer）等とのインタビュー調査（以下「インタビュー調査」という。）では、ニューヨーク市場の長期的な成功を確信しつつも、最近3年間を振り返れば、ロンドン市場の方がニューヨーク市場よりも金融ビジネスを行ううえでより魅力的であるということが判明した⁷⁰。

「上級幹部サーベイ調査」では、ロンドンとの比較において、ニューヨークは、熟練した人材の利用可能性においては優位にあるが、公正かつ予見可能な法的環境、政府および当局のビジネス・ニーズへの対応の迅速性、魅力的な規制環境においては劣位にあることが判明した⁷¹。

68 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」10-14頁。

69 「上級幹部サーベイ調査」は、全世界からの275の回答に基づいている。また、「上級幹部サーベイ調査」では、全部で18項目について調査された。上記4項目以外の14項目は、合理的な報酬水準、魅力的な法人税制、技術系・事務系職員の利用可能性、流動性のある市場、整備された交通インフラ、治安、外国会社への開放度、地価、生活の質、資本コスト、顧客やベンダーとの近接、医療費、移民政策、営業日が他の市場と共通であることであった。「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」62頁。なお、前掲注11で紹介したロンドン市場の競争力を分析したZ/Yen Limited（2005）が取り上げた市場の競争力に影響を与える14要因とかなり共通していると思われる。

70 「インタビュー調査」では、50以上のCEO、上級幹部、規制当局等とのインタビューを行った。「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」62-63頁。

71 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」64-65頁。

(法的環境面 - 訴訟性癖)

公正かつ予見可能な法的環境については、「インタビュー調査」では、ニューヨークの最大の問題点は、米国の訴訟性癖であると指摘された。

例えば、コーナーストーン・リサーチによれば、2005年の米国における証券クラス・アクションの和解額は約100億ドルに達している。もっとも、クラス・アクションの提起件数は2005年、2006年と減少傾向にあるとされている⁷²。しかしながら、こうした訴訟提起件数の減少は株価がさほど変動しなかったこと等によるものであり、今後株価が大きく変動すれば、増加に転じる可能性がある。さらに、アーサー・アンダーセンやワールドコム等が訴訟の脅威もあって破綻したことや、会社に対する責任追及だけでなく経営者に対する個人責任追及もありうること(さらに、それがSOX法第302条⁷³により補強されていること)、連邦レベルと州レベル、刑事訴追制度、課徴金制度、クラス・アクション制度等、訴訟・執行に関する体系が複雑であることも米国の訴訟性癖が問題点であると考えられている理由である⁷⁴。

(規制環境 SOX法、パーゼル、会計基準)

最近の米国の規制に対する取組みは、米国の競争力に悪影響を与えつつある。「インタビュー調査」や「上級幹部サーベイ調査」における多数意見によれば、米国の規制の振り子は過剰に振れ過ぎているとしている。すなわち、重い規制負担と複雑な規制構造のために、ビジネスは海外に流出している。例えば、ロンドンはより望ましい規制モデルとなっており、ロンドン市場は、単一規制当局による原則主義に基づくルールのメリットを享受している⁷⁵。

「インタビュー調査」で規制環境における米国の問題点として最も頻繁に指摘されたのは、SOX法である。次いで頻繁に指摘された点は、パーゼルの米国国内規制案(Notice of Proposed Rulemaking)と、US GAAPとIFRS(International Financial Reporting Standards)との相違である⁷⁶。

SOX法については、コーポレート・ガバナンスの改善、透明性向上、監査基準の有用性を認めつつも、とりわけ同法第404条のコンプライアンス・コスト等はベネフィットを上回っていると指摘する向きが多かった⁷⁷。「インタビュー調査」では、この弊害の原因は、同条自体ではなく、むしろSEC規則、PCAOB監査基準やビッグ4と呼ばれる監査法人が施した社内トレーニング(如何にして同条に基づく訴訟を避けるかという内容)にあると指摘された⁷⁸。

72 Cornerstone Research (2007a)。なお、2007年7月に公表されたCornerstone Research (2007b)では、2007年入り後もクラス・アクションの提起件数の減少傾向は続いており、その原因としては、規制強化により不正が減少したことや株式市況が好調なことが考えられるとしている。

73 (参考1)「SOX法および関連諸規則等の概要」4(1)参照。

74 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」74-78頁。

75 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」78-80頁。

76 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」86頁。

77 SOX法第404条の概要等については、(参考1)「SOX法および関連諸規則等の概要」6参照。

78 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」87、97頁。

バーゼル については、国内規制案は最終決定されていないものの⁷⁹、レバレッジ比率規制や所要自己資本額が減少する場合の減少幅制限措置等が米国固有のルールとして導入されようとしており、これらの相違が現実のものとなれば、米銀の国際的な競争力に悪影響を与えうるとの指摘が聞かれた⁸⁰。

US GAAPとIFRSの相違については、会計基準の収斂をより迅速に進めると同時にUS GAAPの細則主義アプローチの弊害を是正する必要があるとの指摘が聞かれた。また、IFRSベースで作成された財務諸表については、US GAAPとの差異調整表（reconciliation）は不要であるとの意見が聞かれた⁸¹。

二.【セクション : 米国・ニューヨーク市場の競争力を維持・向上させるための提言】

「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」では、米国の金融資本市場の競争力を維持・向上させるために、8つの提言を示している。その8つを3つのカテゴリーに分け、喫緊の課題（下記提言1-3参照）、競争条件を同等にするための課題（下記提言4-6参照）、長期的に取り組むべき重要な課題（下記提言7-8参照）としている。各提言の具体的内容については、以下のとおりである。

（喫緊の課題）

【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SEC規則やPCAOB監査基準の改正⁸²を、ビジネス界や監査法人からのコメントに十分考慮しつつ迅速かつ効率的に進めるべきである。さらに、「重要な欠陥（material weakness⁸³）」が何を意味するかという点に関するさらなる明確化を図るべきである。これらの見直しを行えば、内部統制監査は、トップ・ダウン型でリスク・アプローチに代わり、重要性を重視するようになるほか、経営者と外部監査人はともに、その判断の余地が増えよう。

PCAOB監査基準の改正等の結果次第ではあるが、中小企業については、投資家への開示を条件にSOX法第404条の適用除外を選択できるようにすることも考えられる。また、外国会社については、SECが承認した外国規制に服していることを条件に、SOX法の一部適用除外とすることを検討すべきである。こうした措置を採れば、米国資本市場は中小企業や外国会社にとってより魅力のある市場となる⁸⁴。

79 なお、2007年7月20日に、連邦銀行監督当局（連邦準備制度理事会、連邦預金保険公社、通貨監督庁、貯蓄金融機関監督庁）は、バーゼル の（米国）国内実施について当局間で合意したと公表した。

80 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」87-88頁。

81 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」89頁。

82 最近のSECおよびPCAOBの政策対応については、2（2）参照。

83 PCAOB監査基準第2号が定めている。詳しくは、（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」6（3）参照。

84 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」19-20、97-100頁参照。

【提言2】証券訴訟改革の実施

SECは証券訴訟（証券クラス・アクションを含む）のうち問題が多いものについては、例えば、34年証券取引所法第36条（適用免除に関する一般条項）により証券関連諸法の適用を免除することを検討すべきである。具体的には、費用対効果を分析しつつ、米国資本市場に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り算出する扱いとする、外部監査人の責任に上限を画する、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（なお、同法の一部の適用免除を選択した場合にはその事実を明白に開示する必要がある）といった施策を検討すべきである。

長期的には、連邦議会は、保護すべき原告が訴訟を提起しうることを維持しつつ、取るに足らない訴訟を除去しうるように、立法的解決を図るべきである。また、懲罰的賠償額に上限を設けること等も検討されるべきである⁸⁵。

【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、相互に協力のうえ、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・監督に関する原則を策定すべきである。原則に取り入れうる要素としては、費用対効果分析、重要性のテスト、規則制定における調整、法の執行における協調等が挙げられよう。

参考事例としては、FSA（Financial Services Authority、英国金融庁）の良い規制のための6原則⁸⁶や、IIF（Institute of International Finance、国際金融協会）が公表した7原則⁸⁷等が挙げられる。いずれも、当局と規制される金融機関との間の協力および情報共有により、規制をよりバランスがとれ、整合的で予見可能性のあるものにするアプローチの重要性を強調している⁸⁸。

85 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」20-21、100-104頁参照。

86 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」は、「英国FSA：成立の経緯と原則」を紹介している（90-91頁）。具体的には、英国FSAの6つの原則とは、効率性（英国FSAの資源を最も効率的に利用すること）、経営陣の役割（金融機関の上級幹部が規制要件の充足とリスク管理について合理的な措置を採ること）、比例性（費用対効果が見合うこと）、イノベーション（イノベーションを促進することが望ましいこと）、国際性（英国FSAは金融サービス・市場の国際的側面への影響を考慮することおよび英国が競争力を維持すること）、競争（競争を歪めたり妨害したりしないこと）である。この点については、英国法Financial Services and Markets Act 2000の第2条第3項参照。なお、英国FSAは原則主義アプローチを強化する方向にあるが、それについては2007年2月に公表されたFSA（2007）参照。また、.1（1）も参照。

87 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」は、有効な規制に関する戦略的な対話についてのIIF提案（IIF（2006））も紹介している（90-91頁）。IIFが提案した7つの原則とは、次のとおり：相互信任と判断の尊重は実効的な規制の基礎である、市場における解決が可能な場合にはそれが望ましい、規制の国際的な統合は不可欠である、意味のある立法に向けた対話を継続することは金融業者にとっても規制当局にとっても不可欠である、実効的かつ効率的な規制のためには、政策評価が不可欠である、緊急事態への対応は、規制当局および金融業者双方にとっても継続的な義務である、比例原則に基づく法の執行は、実効的かつ効率的な規制に不可欠である。IIF（2006）10頁以下。

88 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」21-22、104-106頁。

(競争条件を同等にするための課題)

【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)を提出しなくてよ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)

【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関する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

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。

Financial Market Competitiveness)」を2007年初にも新設すべきである。同委員会は、政府の、独立的な、両党派からなる委員会とすべきである。検討に当たっては、権力分立に配慮しつつも、監督当局統一の可能性、規制の統合、法の執行における司法と行政の役割分担や連邦と州の役割分担について、検討すべきである。さらに、より一般的には、金融サービス業の進むべき戦略的方向、公私協働のバランスについても検討すべきである⁹²。

【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1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⁹³。

3. 「米国商工会議所報告書」の概要

(1) 「米国商工会議所報告書」作成の経緯等

2006年2月、米国商工会議所は、21世紀の米国資本市場法制のあり方について検討し、政策提言を行うために、「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」を設置した。同委員会は、金融関係のビジネス・リーダー、弁護士、会計士等により構成され、オメルベニー・アンド・マイヤーズ法律事務所のカルバハウス・パートナー（Arthur B. Culvahouse）とJPモルガンチェースのダーレイ副会長（William M. Daley、元商務長官）が共同座長を務めた。

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」では、「グローバル市場のなかの米国資本市場」、「貯蓄と投資家教育」、「公開会社と外部監査人に関する課題」、「金融サービス業に関する課題」という4テーマにつきそれぞれワーキング・グループを立ち上げ、検討を行った。

2007年3月12日、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、これらの検討を踏まえ、資本市場を改革するための提言を含む「米国商工会議所報告書」⁹⁴を公表した。

(2) 「米国商工会議所報告書」の提言内容等

「米国商工会議所報告書」は、グローバル市場のなかの米国資本市場（イ．参照）、貯蓄の集積と投資家教育（ロ．参照）、公開会社と外部監査人に関する課

92 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」24-25、113-116頁。

93 「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」25、116-118頁。

94 「米国商工会議所報告書」は、米国商工会議所のホームページ（<http://www.uschamber.com/default>）からダウンロードできる。なお、同報告書の概要を紹介した日本語の文献としては、関（2007a）、杉田（2007b）参照。

題（八．参照） 金融サービス業に関する課題（二．参照）という4つのテーマを取り上げている。本報告書が取り上げているテーマは前述の2つの報告書に比べてやや広いように思われるが、規制のあり方に関する問題や監査法人（外部監査人）の役割と責任に関連する問題等を重点的に取り上げているのは、前述の他の報告書と同様である。なお、他の報告書と異なり、SOX法第404条に関する問題については、SECおよびPCAOBによる政策対応の提案が既になされていたこともあって（ 2（2）参照） 具体的な提言はさほど盛り込まれていない。

「米国商工会議所報告書」の概要をテーマ毎にみると、以下のとおりである。

イ．【グローバル市場のなかの米国資本市場】

米国資本市場は、他国の資本市場との協調関係を構築する必要がある一方で、リーダーとしての地位を維持する必要がある。米国資本市場は、世界で最も流動性があり、最も信頼が置ける市場である一方で、1990年代以降グローバル資本市場におけるシェアは低下傾向にある。シェア低下には様々な要因が影響しているが、SOX法およびその他の規制が米国における資本コストを押し上げているという批判がある。また、他国の資本市場の競争力が諸要因により向上している面もある⁹⁵。現時点での課題は、投資家保護と企業の資本形成促進という2つの目的をどのようにバランスさせるのか、様々な事象 技術進歩、新金融商品の登場、投資家・公開会社（発行体）からの要望の変化、外国資本市場との競争激化、地政学的リスク に直面した際にそのバランスをどのように調整するか、という2つの側面を有している⁹⁶。

グローバル市場のなかの米国資本市場という観点から、証券訴訟、クロスボーダー・アクセス、会計基準の国際的収斂、監査基準の国際的収斂、差異調整表の提出義務の免除に関して、以下のように提言している。

（証券訴訟）

連邦議会は、SECに、連邦および州レベルでの証券訴訟（証券クラス・アクションを含む）の実態に関する包括的な調査を実施させ、証券訴訟が投資家保護および企業の資本形成促進という2つの目的に資するものであるか否か、私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995⁹⁷）がその立法趣旨に沿う形で機能しているかを評価させるべきである⁹⁸。

95 なお、「米国商工会議所報告書」は、東京市場に関して「バブルの崩壊以降、東京市場は16年にわたってグローバル資本市場におけるシェアを低下させている。また、東京市場においても上場していた米国企業の多くは既にも上場をとりやめ撤退している」としている。同報告書20頁。

96 「米国商工会議所報告書」14-17頁。

97 Pub. L. No. 104-67, 109 Stat. 737. 同法の立法趣旨は、証券クラス・アクションの濫用を防止することにあった。

98 「米国商工会議所報告書」31頁。

(クロスボーダー・アクセス)

SECは、米国投資家による外国証券へのアクセスおよび米国公開会社による外国資本へのアクセスに関する改善策を採るべきである。当該改善策の検討に当たって、SECは、「実質的なコンプライアンス」すなわち、米国と実質的に同等な規制に服している外国の証券取引所・ブローカー・ディーラーに対して、当該外国において米国の証券取引所・ブローカー・ディーラーが同様の待遇を受けていることを条件に、米国資本市場へのアクセスを認めることを重視すべきである⁹⁹。

(会計基準の国際的収斂)

現在進行中のIASBとFASBによるIFRSとUS GAAPの収斂に関する取組みをサポートする。外国当局は、原則主義に基づくIFRSの適用に関して、国際的なカウンターパートの対応に留意し、まだ収斂されていない基準等について不一致を避けるよう努めるべきである。他方、SECは、IFRSの解釈に不必要に介入すべきではない。SECは、IFRIC (International Financial Reporting Interpretations Committee)¹⁰⁰によるIFRSの解釈を適用すべきであるし、また、外国会社のIFRSベースの財務諸表のレビューを、それが適当である場合には、当該母国当局に委ねるべきである。

また、SECは、IOSCO (International Organization of Securities Commission) による活動を通じて、開示基準の国際的収斂に、とりわけ財務報告に関する開示基準の国際的収斂に、一段と努めるべきである¹⁰¹。

(監査基準の国際的収斂)

SECとPCAOBは、海外のカウンターパートおよびIAASB (International Auditing and Assurance Standards Board、国際監査・保証基準審議会)¹⁰²と共同して、米国の監査基準と国際的な監査基準の収斂に取り組むべきである。会計基準の国際的収斂には、監査基準の国際的収斂が伴わなければならない。会計基準と監査基準の国際的収斂は、5年以内に達成されなければならない¹⁰³。

(差異調整表の提出義務の免除)

SECは、会計基準の差異調整に関しても、前述の「実質的なコンプライアンス」と同様の考え方を採るべきである。すなわち、母国においてUS GAAPと実質的に同等な会計基準に服している外国会社については、当該外国において米国公開会社が同様の待遇を受けていることを条件に、差異調整表の提出義務をケース・バイ・ケースで免除しうる手続を創設すべきである¹⁰⁴。

99 「米国商工会議所報告書」40頁。

100 IFRICは、IASBの1組織で、解釈指針を作成する委員会である。

101 「米国商工会議所報告書」47-48頁。

102 IAASBは、International Federation of Accountants (国際会計士連盟)の1組織で、国際監査基準の設定機関である。

103 「米国商工会議所報告書」48頁。

104 「米国商工会議所報告書」48頁。

ロ．【貯蓄の集積と投資家教育】

家計貯蓄の増加、とりわけ、退職年金の増加は、米国資本市場にとっても、米国の家計にとっても、米国社会政策上も重要である。したがって、投資家教育に取り組み金融リテラシーの向上を図ること等のほか、貯蓄（退職年金）を増加させる次のような具体策を採ることが重要である。

確定拠出型退職年金プランの統合および簡素化

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るほか、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こと¹⁰⁵。

雇用主による退職年金プランの提供の拡充

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ること¹⁰⁶。

ハ．【公開会社と外部監査人に関する課題】

米国資本市場の競争力は、公開会社（発行体）の健全性と成功に依存している。また、米国資本市場に対する投資家の信頼は、監査実務にも依存している。

企業が米国資本市場ではなく米国以外の資本市場で株式を公開するケースが足許散見され、米国資本市場のグローバルなシェア低下が懸念されている。米国のシェア低下の要因は複雑ではあるが、公正性と効率性に対する公開会社の懸念 例え
ば、米国の刑事および民事訴訟のリスクや不効率性の問題に関する懸念 が挙げられる。こうした懸念に関連して、公開会社の四半期ベースでの利益予想、会社に対する刑事訴追、民事証券訴訟、公開会社に対する監査実務について、以下のように提言する。

（公開会社の四半期ベースでの利益予想）

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¹⁰⁷。

（会社に対する刑事訴追）

連邦議会および連邦司法省は、会社の刑事責任に関する基準を見直すべきである。見直しに当たっては、特定の企業の行動に焦点を当て、企業犯罪の抑止効果に重点

105 「米国商工会議所報告書」56-57頁。

106 「米国商工会議所報告書」62-64頁。

107 「米国商工会議所報告書」77-79頁。

を置くべきである。また、企業犯罪の場合、法人格はみせかけであり、当該会社の役員等が犯罪を行っているケースが多いと思われるので、見直しに当たっては、連邦司法省は企業犯罪に関する、より詳細なコンプライアンス・ガイドラインを出すとともに、それが適切な場合には、会社に対する刑事訴追を見送るようにすべきである¹⁰⁸。

また、連邦司法省は、刑事訴追を行うか否かを判断する要素として、当該会社が刑事訴追を受けている当該会社の役職員の弁護士費用の負担を拒否しているか否かおよび当該会社が刑事捜査への協力に当たって弁護士・依頼者間の秘匿特権を放棄しようとしているか否かを勘案すべきではない。前者の点については、最近改正されたガイドライン（マクナルティ・メモ¹⁰⁹）では織り込まれているが、後者の点については必ずしも明確でないため、弁護士・依頼者間の率直な意思疎通を阻害している¹¹⁰。

（民事証券訴訟）

米国における民事証券訴訟は、極めてコストが高いと国際的に認知されている。【グローバル市場のなかの米国資本市場】のセクション（上記イ．参照）で述べたとおり、連邦および州レベルでの証券訴訟の実態に関する包括的な調査を実施すべきであるが、包括的な調査を実施せずとも、投資家のための公正基金（SOX法第308条）、専門サービス提供者の責任範囲、秘匿特権等の選択的放棄（Selective Waiver）に関して改善の余地があり、次のように提言する¹¹¹。

投資家のための公正基金（SOX法第308条）

SOX法第308条（投資家のための公正基金）により、SECは証券詐欺等の被害者に対して補償するため被告に追加的に課徴金を課す権限を有しているが、SECは被害にあった投資家が「投資家のための公正基金」とクラス・アクションの双方から二重の損害賠償を受けることができないような措置を正式に採るべきである¹¹²。

専門サービス提供者（会計士、弁護士等）の責任範囲

会計士、弁護士といった専門サービス提供者も民事証券訴訟の対象となっている。訴訟コストとリスクは結果として、監査報酬や弁護士報酬等の上昇に繋がっている。米国連邦最高裁判所は、セントラル・バンク・オブ・デンバー事件¹¹³において、34年証券取引所法SEC規則10b-5¹¹⁴に基づく教唆・幫助

108 「米国商工会議所報告書」84-86頁。

109 前掲注41参照。

110 「米国商工会議所報告書」80-84、87頁。

111 「米国商工会議所報告書」88頁。

112 「米国商工会議所報告書」89頁。

113 Central Bank of Denver v. First Interstate Bank, 511 U.S. 164, 185 (1994).

114 前掲注33参照。

者の責任 (aiding and abetting theory of liability) を否定した。しかしながら、米国連邦最高裁判所は、同判決において「会計士や弁護士等が常に責任を負わないことを意味せず、第一次違反者としての責任を負うことを妨げるものではない」とした。

その後、当該米国連邦最高裁判所判決を受け、第2巡回区連邦控訴裁判所は、会計士や弁護士等が責任を負うのは、重要な不実表示が存在する場合に限るとの判決を下した¹¹⁵一方、第9巡回区連邦控訴裁判所は、会計士や弁護士等が不実表示の準備に実質的に参画していれば責任を負うとの判決を下した¹¹⁶。第2巡回区連邦控訴裁判所判決の方が1994年の米国連邦最高裁判所判決と整合的である。

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わけではなく、監査プロ

115 Shapiro v. Cantor, 123 F.3d 717, 720 (2d Cir. 1997).

116 Howard v. Everex Systems, Inc., 228 F.3d 1057, 1061 n.5 (9th Cir. 2000).

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。

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）なものとなりがちであり、公開会社（発行体）と監査法人（外部監査人）の関係が悪化している。

監査法人業界は寡占化が進んでおり、ビッグ4の1つが破綻すれば多くの公開会社が新たな外部監査人を選定するうえで困難に直面することになる（コンサルティング業務等の非監査業務を提供している監査法人は、外部監査人になることが禁止されている¹²⁰ため、公開会社の多くにとって現実的な選択肢は多くとも2つしかない）。

大手監査法人の破綻の潜在的な原因として、刑事訴追を受けることや、民事訴訟において多額の賠償請求を受けることを指摘できる。監査法人業界が直面するこうした問題は、米国資本市場の信頼はたった4つの大手監査法人に依存していることや刑事および民事の訴訟リスクが公開会社を監査できるような大手監査法人が増加しない遠因となっていることに鑑みれば、懸念されるべきである。また、公開会社、監査法人、SEC、PCAOB、その他の政策当局は、財務報告の信頼性に関する外部監査人に対する投資家等の実現不可能な期待と実際に外部監査人が重大な不正を発見する能力の限界との間のギャップを埋める努力をすべきである。

さらに、大手監査法人が破綻した場合のさらなるリスクについては、内外の政策当局および市場参加者は、その対応策等（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」¹²¹や「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」¹²²が主張している提案等、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、G8諸国による保険提供スキーム等）に関して審議・検討すべきである¹²³。

具体的な提言については、次のとおりである。

刑事訴追

アーサー・アンダーセン事件の経験等に鑑み、監査法人自体に対してでは

120（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」2（3）イ．参照。

121 ．1（2）ハ．（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション Ⅰ：法の執行】に関する提言（ゲートキーパー訴訟その1：監査法人の責任））参照。

122 ．2（2）ニ．（「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の（喫緊の課題）【提言2】証券訴訟改革の実施）参照。

123 「米国商工会議所報告書」96-109頁。

なく、違法行為を行ったパートナーに対して刑事訴追を行うべきである。すなわち、連邦司法省は、個人あるいは複数の個人に対して刑事訴追を行うべきであり、監査法人や公開会社における無実の他の従業員等に対するダメージは回避されるべきである¹²⁴。

連邦ベースでの監査法人免許と資金調達

連邦議会は、大手監査法人に関しては連邦ベースでの法人設立を認めるべきである。また、連邦ベースでの監査法人設立が認められれば、大手監査法人の資金調達は容易化するであろうし、当該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、ビッグ4並みの規模の監査法人が新たに誕生するかもしれない¹²⁵。

G8諸国を通じたグローバル・アプローチ

国際的な大手監査法人が保険でカバーできない巨額の賠償責任により破綻した場合には、それは米国内の問題にとどまらず国際的な問題となる。したがって、国際的な対応策が必要となる。すなわち、SECは、米国財務省と協調して、この問題をG8で議論すべきである。対応策はいろいろありうるが、例えば、G8諸国および国際機関による保証あるいは保険スキームも考えられる¹²⁶。

監査法人の競争力強化

監査法人の競争力を強化すべく、次のとおり提言する。まず、SECおよび証券取引所は、公開会社に対して外部監査人の変更を定期的に検討するよう推奨すべきである。第2に、公開会社の取締役会および監査委員会は、外部監査人のサイズを自社に見合うように見直すべきである。第3に、公開会社、アナリスト、銀行、弁護士は、外部監査人の選択肢をビッグ4に限定せずに、さらに広げるよう努めるべきである。そして、PCAOBおよび監査法人は、監査プロセスのベスト・プラクティスを提供すべきである¹²⁷。

仲裁手続の利用と民事訴訟コストの低減

民事訴訟のコストを低減させるために、外部監査人およびその顧客が仲裁手続および裁判外紛争解決手続を利用するのを推奨すべきである¹²⁸。

124 「米国商工会議所報告書」110頁。

125 「米国商工会議所報告書」110-112頁。

126 「米国商工会議所報告書」112-113頁。

127 「米国商工会議所報告書」113-114頁。

128 「米国商工会議所報告書」114頁。

二.【金融サービス業に関する課題】

米国資本市場は、最も安全で、最も透明で、最も規制が機能している市場であった。透明性確保と投資家保護の徹底、精力的な監督および独立した司法制度が、これまで米国資本市場が支配的な地位を占めてきた主な要因である。しかしながら、ここ数年、米国資本市場の競争力が低下しているとの懸念が生じている。こうした懸念に対処すべく、金融監督当局間の協調促進および規制のあり方の見直しに関して次のとおり提言する¹²⁹。

(President's Working Group on Financial Marketsの活用)

米国の金融監督当局は英国のFSAと異なり分散していることから、米国資本市場の競争力を向上させるためには、米国金融監督当局は当局間で一段と協調する必要がある。その第一歩として、米国大統領は、President's Working Group on Financial Marketsの役割を強化し、米国金融監督当局間の協調・調整に一段と努めるべきである。

また、President's Working Group on Financial Marketsは、金融セクターのビジョン・将来戦略や、より効率的な規制構造のあり方に関する検討、外国市場との関係や外国金融監督当局との連携政策に関する検討、連邦当局と州当局の関係見直しに関する検討、規制の近代化やより良い規制体系の設計に関する検討等を行うべきである¹³⁰。

(SEC関連)

最近の技術進歩、金融のグローバル化や海外市場との競争激化を眺め、SECは資本市場法制の再検討を行うべきである¹³¹。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。

加えて、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。そのようにすれば、例えば、SOX法第404条についても、SECは、公開会社の規模等を勘案した規則を制定することができるようになるほか、母国法で同様な規制に服する外国会社については適用除外とすることができるようになる¹³²。

129 「米国商工会議所報告書」116頁。

130 「米国商工会議所報告書」117-119頁。

131 「米国商工会議所報告書」117-119頁。

132 「米国商工会議所報告書」120-138頁。

(証券先物に関する管轄権)

現状、SECとCFTCは証券先物に対する管轄権を共有しているが、連邦議会はCFTCの証券先物に関する管轄権をSECに移管する立法を制定すべきである。なお、商品先物に関する管轄権についてはCFTCに残すことを想定している¹³³。

(保険会社の選択的連邦免許の創設)

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。現在連邦議会に提出されているNational Insurance Act of 2006¹³⁴を支持する¹³⁵。

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 規制のあり方、財務報告に係る内部統制規制、ゲートキーパーの役割と責任

で紹介した3つの報告書では、SOX法自体の改正を求める提言は含まれていないが、論者によってはSOX法が米国資本市場の競争力低下の主因であるとして辛辣な批評を行う者も存在する¹³⁶。米国資本市場の競争力の低下の原因がSOX法にあるとする論者は、SOX法が過剰規制を招き、規制コストを上昇させたことを問題視している。SOX法の導入を契機として、規制の過剰性や規制のコストに関する議論が盛り上がりを見せ、SOX法関連規則を含む規制のあり方について、望ましい規制のあり方とは何か、規制の効果はコストを上回っているのか、細則主義に偏重していないか、国際的収斂等を通じて規制コストを低減できないか等が議論されている。

加えて、で紹介した3つの報告書もそうであったように、米国資本市場の競争力に関する最近の議論においては、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)と、監査法人の役割と責任に関する問題とに大き

133 「米国商工会議所報告書」139-140頁。

134 同法案は、2006年4月に、スヌヌ上院議員(John Sununu、共和党、ニューハンプシャー州)により提案された。

135 「米国商工会議所報告書」143-144頁。

136 例えば、イェール・ロー・スクールのロマーノ教授(Roberta Romano)は、SOX法の規定のうち、とりわけ、監査委員会の独立性・専門性向上に関する規定、監査法人が被監査会社に非監査業務を提供することを原則禁止する規定、経営者に対する信用供与を禁止する規定、経営者の財務報告に関する責任に関する規定等、コーポレート・ガバナンスに関する規定について、その立法過程等を検討し、これらの規定制定過程において、政策変更はなんら実証研究等による裏付けもなく慌てて立法されたに過ぎず、むしろこれらは各州法の領域であり各州に政策対応を任せべきであり、仮に連邦法で立法する場合でもむしろ任意規定として立法すべきであったとの主張を展開している。Romano(2005)。

また、SOX法は大失敗であったとの認識の下、SOX法第404条のコンプライアンス・コストが膨大であることや、株式市況が変化すればSOX法第404条違反に係る証券訴訟が大幅に増加するであろうこと等を指摘するものもある。Butler and Ribstein(2006)。

な焦点が当てられている。これは、SOX法のいわば2大特徴が、内部統制規制の導入とPCAOBの創設等の監査法人関連規制の導入とにあったからであるともいえよう。内部統制規制は、内部統制を通じて財務報告に係る不実表示を減少させ、会計不正から生じる資本市場への悪影響を低減させることにあり、制度趣旨としては資本市場の競争力向上を図ったものであったが、公開会社に過剰なコスト負担を強いており、米国資本市場の競争力を低下させているともいわれている。他方、監査法人（より広義にゲートキーパー）には、公開会社と投資家（株主等）の間の情報の非対称性を解消し市場の透明性を高めること等を通じて、資本市場の競争力を高める役割を果たすことが期待されているわけだが、現実には必ずしも期待どおりに機能しているとは言い難い面がある。

以下では、こうした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ついて 1.規制のあり方（規制コスト）に関する問題、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）、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についてさらなる分析・検討を加えることとする。

なお、米国資本市場の競争力に関する議論において留意すべき点として、米国資本市場の競争力の問題はMain Streetの問題なのかWall Streetの問題なのかという論点がある。すなわち、ロンドンや香港市場の競争力が向上している1つの要因として、米国系金融機関等がロンドンや香港に一段と進出していることが挙げられている。米国資本市場の競争力低下の問題は、米国系金融機関の競争力低下の問題（Wall Streetの問題）としてではなく、むしろ資本市場の機能不全の問題、すなわち、起業家の上場機会と意欲の低下や投資家の投資機会の喪失の問題（Main Streetの問題）として捉えられている¹³⁷ことに留意を要する。

1. 規制のあり方（規制コスト）に関する問題

資本市場に関する規制をデザインするに当たっては、投資家保護と規制の効率性（過剰規制の排除、規制コストの最小化）との「バランス」が重要である。で紹介した各報告書が指摘しているとおり、SOX法関連規則等の導入により、当該バランスが損なわれているとの認識を踏まえ、当該バランスを修復するため、規制のあり方の見直しが議論されている。

以下では、規制のあり方に関連して、(1)望ましい規制のあり方、規制コストと効果のバランス、(2)細則主義と原則主義、(3)国際的収斂、国際協調（相互承認）に関する議論を整理する。

137 Scott (2007a) p.487.

(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

まず、より望ましい規制のあり方に関する総論的な議論を整理する。そのうえで、規制のコストと効果のバランスに関連して、第1に、とりわけ監督当局の望ましい規制のあり方として費用対効果分析の義務付けを提言するもの、第2に、外国会社が米国資本市場で上場しない理由として指摘される証券訴訟（証券クラス・アクションを含む）についてコストと効果とのバランスに配慮しながら過剰な証券訴訟の是正を提言しているものがみられており、それぞれについて整理する。

イ．監督当局間の協調および望ましい規制のあり方

監督当局は、相互に協力のうえ、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り、この共有されたビジョンの下で、金融機関規制・監督に関する原則を策定することが求められている。そのうえで、規制の適用の望ましいあり方として、リスク・アプローチを採用することおよび規制の適用において一貫性が保たれていることが求められ、そのためにも、当局と被監督民間金融機関との間の協力および情報共有により、規制をよりバランスがとれ、総合的で予見可能性のあるものとするアプローチが望まれている¹³⁸。そのようなアプローチが採用されれば、規制の効率性は向上すると考えられている。米国連邦準備制度理事会のバーナンキ議長（Ben Bernanke）は、望ましい規制のあり方として、「原則主義であること、リスクに焦点を当てていること、規制の適用において一貫性が保たれていること」を挙げ¹³⁹、また、米国財務省のスティール国内金融担当財務次官（Robert Steel）は、上記のバーナンキ議長の見解と同旨としつつ、望ましい規制のあり方として、「原則主義と細則主義のバランスを採ること、費用対効果分析を用いること、重要性の原則に基づくこと、監督当局と被監督金融機関との建設的な対話を促進していること」を指摘している¹⁴⁰。

こうしたなか、2007年6月、米国財務省のポールソン長官は、「より近代化された望ましい金融監督体制のあり方に関する青写真を来年初を目途に作成する」と発表しており¹⁴¹、今後の展開が注目される。

138 .1 (2) ロ .(「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション : 規制制定プロセス】に関する提言) . 2 (2) ニ .(「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言3、7 および8) および . 3 (2) ニ .(「米国商工会議所報告書」【金融サービス業に関する課題】に関する提言) 参照。また、IIF (2006) 、 FSA (2007) 等参照。

139 Bernanke (2007) .

140 Steel (2007) .

141 2007年6月27日付米国財務省プレス・リリース (HP-476, “Paulson Announces Next Steps to Bolster U.S. Markets’ Global Competitiveness”) 。さらに、その後、米国財務省は、検討を進めるにあたってのインプットを求め、金融監督体制のあり方にかかるパブリック・コメント手続を開始した (2007年10月11日付米国財務省プレス・リリース < HP-602, “Treasury Requests Public Input on Review to Improve Regulatory Structure” > 参照。具体的な意見聴取のポイントである質問事項については、Department of the Treasury, Billing Code 4811-42, “Review by the Treasury Department of the Regulatory Structure Associated with Financial Institutions” を参照。なお、パブリック・コメントの提出期限は2007年11月21日) 。

ロ．監督当局への費用対効果分析の義務付け

議会が立法を行うに当たって、また、SEC等が規則を制定するに当たって、費用対効果分析¹⁴²を体系的かつ定期的に行うことが提言されている¹⁴³。ある規制目的をより低コストで実現することが可能であれば、それは望ましいといえよう。その実現方法としては、規制変更の効果を監督当局等が事後的に検証することを義務付ける条項を法案に挿入すること、監督当局に、規制の効果を分析する義務と必要に応じて当該規定を任意化・廃止する権限等を与えること等が指摘できる¹⁴⁴。なお、費用対効果分析が最も必要であると指摘されているのは、SOX法第404条の内部統制規制である（ 2．参照）¹⁴⁵。

ハ．過剰な証券訴訟の是正

証券訴訟（証券クラス・アクションを含む）についても、そのコストと効果のバランスに留意しつつ、私的証券訴訟改革法の立法趣旨に沿う形で、保護すべき原告が訴訟を提起しうることを維持しつつも、それ以外の有害な取るに足らない訴訟を除去しうる措置を採るべきであることが提言されている¹⁴⁶。

より具体的に、証券クラス・アクション制度の効果についてみると、証券クラス・アクションに伴う会社の支払費用は、最終的には無実の株主によって負担されており、クラス・アクションにどの程度の抑止効果があるのか疑問であるといえる。また、クラス・アクションによる被害回復は、弁護士費用等の取引コストが高いため、実際のところ限定的であるようである。このように、証券クラス・アクション制度は、その被害回復効果も抑止効果も限定的であるため、効果とコストのバランスを失っており、それを是正する必要があるとされる。そのための施策として、例えば、証券クラス・アクション制度の改革の具体的な方向性として、その制度の効果を改善すべく、証券クラス・アクションの被告の責任をより明確化しその割合にしたがって責任を負担させる方法、CEO等による不正の場合には役員保険を利用できなくする（CEO等が個人負担する）方法、会社が被告として原告に支払う場合の弁護士費用を制限する方法が考えられるとの指摘がなされている¹⁴⁷。

142 米国における費用対効果分析の利用状況、その有用性や批判等に関する総括的な分析については、Adler and Posner（2006）参照。

143 例えば、1（2）ロ．（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション 1：規制制定プロセス】に関する提言）および 2（2）ニ．（「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言3）参照。

144 例えば、Clark（2005）pp.41-42参照。

145 1（2）ホ．（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション 2：SOX法第404条】に関する提言）および 2（2）ニ．（「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言1）参照。

146 例えば、1（2）ハ．（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション 3：法の執行】に関する提言）、2（2）ニ．（「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言2）、3（2）イ．およびハ．（「米国商工会議所報告書」【グローバル市場のなかの米国資本市場】および【公開会社と外部監査人に関する課題】に関する提言）参照。

147 Coffee（2006b）pp.51-63.

(2) 細則主義と原則主義

米国資本市場の競争力を巡る議論において、とりわけ英国との対比で、米国の規制や会計基準等は、細則主義(この議論において英国は原則主義であるといわれる)に基づいているため、規制が過剰なものとなっていると評されることがある。しかしながら、このような原則主義と細則主義の二分論は必ずしも適当ではなく¹⁴⁸、何をもって原則主義や細則主義と定義するかはなかなかの難問であるように思われる。

例えば、原則主義を採用しているといわれる英国についても、FSAは原則主義を採用しながら、原則に加え8,500頁の細則を認めている¹⁴⁹。他方、細則主義を採用しているといわれている米国においては、すべての規制が細則主義となっているといえるのであろうか。米国型訴訟社会では大量の細則が求められがちであるのは事実だが、極端な細則主義も問題であるし、極端な原則主義も問題であり、結局のところ規制は細則主義と原則主義の融合であるという主張が聞かれている。例えば、SECのカンボス元委員(Roel Campos)は、原則の1つとして、詐欺防止条項(34年証券取引所法第10条(b)項および同法SEC規則10b-5¹⁵⁰)を挙げ、その長さは227単語と十分に短いもので、その内容は、詐欺のための仕掛け・スキーム・術策を用いてはならない、重要な事実について、不実表示をしてはいけない、詐欺・欺瞞となる行為・慣習・業務を行ってはならないというものであり、SECにより執行されるケースの多くは、34年証券取引所法SEC規則10b-5という原則を定めた細則に基づくものであると述べ、細則主義と原則主義とは実は必ずしも異なるものではないと主張している¹⁵¹。

その一方で、行き過ぎた細則主義偏重を修正することは望ましいと考えられている。会計基準については、原則主義と細則主義の両者のメリットを享受する形で、SECもFASBも目的指向型原則主義に移行する方向を明確にしている¹⁵²。また、規制のあり方についても、SEC等監督当局は、行き過ぎた細則主義の弊害を是正しつつ、方向としてはより原則主義に移行しつつあるし、それがあべき姿であると捉えられている¹⁵³。

148 Bernanke (2007)、Campos (2007)、Steel (2007)等。

149 McCarthy (2007)。あわせて前掲注86およびそれに対応する本文参照。

150 前掲注33参照。

151 Campos (2007)。なお、カンボス氏は、2007年9月にSEC委員を辞任した。

152 (参考1)「SOX法および関連諸規則等の概要」1(2)イ.において取り上げた「原則主義会計の採用に関する研究」(SEC (2003b))参照。さらに、最近では、2007年6月にSECは米国の財務報告制度をよりユーザー・フレンドリーにするためのアドバイザリー委員会(Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting、議長はポーゼン MFS Investment Management会長(Robert C. Pozen)、オルソン PCAOB委員長(Mark Olson)、パイス連邦準備制度理事会元理事(Susan Bies)等がメンバー)を組成することを公表したが、当該アドバイザリー委員会では原則主義と細則主義に関する問題についても検討する予定にある。SEC Release No. 33-8817; 34-55969, June 27 2007, "Notice of Federal Advisory Committee Establishment and Notice of Meeting." および SEC Press Release No. 2007-154, July 13 2007, "SEC Chairman Cox Announces Members of Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting."

153 パーナンキ米国連邦準備制度理事会議長も、原則主義と細則主義の二分論にはくみしないことを明確にしつつ、行き過ぎた細則主義を是正する形で原則主義へ移行することが望ましいとして捉えている。Bernanke (2007)。

もっとも、細則主義に基づくことが適切な場合には、細則主義に基づくルールは、それが目的や原則に適合している範囲において、行為・結果に関して定め、法的不確実性を削減させる（予見可能性を向上させる）ことができる。例えば、カンボスSEC元委員が取り上げた34年証券取引所法SEC規則10b-5についてみれば、「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の提言内容の1つは、法的不確実性を解消すること¹⁵⁴であり、原則にマッチしたより適切な細則が実務的には求められているといえよう。もちろん、行き過ぎた細則主義の弊害がみられているのも事実であり、ポールソン財務長官が指摘するように、単に「それは合法的であるか」という観点から細則主義のメンタリティで検討するだけでなく、「それは正しいことなのか」という原則主義アプローチをあわせて採用することが重要であろう¹⁵⁵。

なお、このような細則主義と原則主義に関する議論を眺め、ジョージ・ワシントン大学ロー・スクールのカニングガム教授（Lawrence Cunningham）は、細則主義と原則主義の用語法についてのサーベイを行ったうえで、「法律や規則のある条項が細則主義的であるか原則主義的であると議論することは有益であるが、法制度自体が原則主義的であるか細則主義的であるかと議論することは可能でもないし、望ましくもない」と結論付けている¹⁵⁶。

小括すれば、原則主義と細則主義の二分論は必ずしも適当ではなく、規制や会計基準等のあり方の今後の方向としては、法的不確実性の解消を目指しつつそれが適切である場合に細則を用いつつも、規制や会計基準等の原則を確認しながら（細則主義と原則主義のハイブリッドである目的指向型原則主義を標榜しながら）、規制コストの低減を目指していくことが望ましいと整理できよう。

（3）国際的収斂、国際協調（相互承認）

規制コストの低減を模索し、とりわけクロスボーダー化に伴う二重の規制コストを排除する（米国資本市場の競争力を維持・向上する）観点から、イ．会計基準、監査基準、監査法人に対する監督基準の国際的収斂、ロ．監督当局間の国際協調（相互承認）に関して、規制のあり方（基準のあり方）を探る様々な提言がなされている。

イ．会計基準、監査基準、監査法人に対する監督基準の国際的収斂

まず、会計基準、監査基準や監査法人に対する監督基準の国際的収斂はペースを加速しつつ進められるべきことが提言されている。すなわち、FASBとPCAOBは、国際基準設定主体等（例えば、IASB、IAASB、IFIAR < Independent Forum of Independent Audit Regulators >）と協調しつつ、各国の会計・監査基準や監査法人

154 1 (2)ハ.（【セクション : 法の執行】のなかの民事訴訟に関する提言 < 提言14 >）参照。

155 Paulson (2007).

156 Cunningham (2007a).

に対する監督基準の収斂に向けてリーダーシップを発揮すべきであり、そうすることが投資家保護を損なう（財務報告の質を低下させる）ことなしに、規制コストや監査コスト等を低減させる有効な施策として捉えられている¹⁵⁷。SECも、会計基準の国際的収斂のメリットとして、投資家による公開会社（発行体）財務諸表の比較可能性の向上および公開会社および投資家のコスト削減効果（異なる会計基準を利用することに伴うコストを削減できること）を指摘している¹⁵⁸。

さらに、国際的収斂が進捗しつつある会計基準に関して、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との差異調整表の提出を免除すべきことや、母国においてUS GAAPと実質的に同等な会計基準に服している外国会社については、当該外国において米国公開会社が同様の待遇を受けていることを条件に、差異調整表の提出義務をケース・バイ・ケースで免除しうる手続を創設すること等が提言されている¹⁵⁹。

こうしたなか、SECは、2002年のノーウォーク合意¹⁶⁰およびそれを具体化した2006年の覚書に基づき、国際的収斂に向けて検討を進めており¹⁶¹、2007年11月に、SECは、IASBによって公表された英語版の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との差異調整表の提出を免除することを決定した¹⁶²。

加えて、SECは、米国公開会社がIFRSを利用すること（IASBによって公表された英語版のIFRSを、FASBが制定するUS GAAPと同様に、米国基準として認めること）について別途検討を開始し、2007年8月にコンセプト・リリースを公表し、パブリック・コメントを求めている¹⁶³。

157 2(2)ニ（「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言5）. 3(2)イ（「米国商工会議所報告書」【グローバル市場のなかの米国資本市場】に関する提言）および（参考5）『監査法人報告書』の概要」2(2)（短期的に取り組むべき課題のうち、会計基準の国際的収斂、監査基準の国際的収斂、監査法人の監督の国際的収斂）参照。

158 Cox et al. (2007).

159 2(2)ニ（「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言5）および 3(2)イ（「米国商工会議所報告書」【グローバル市場のなかの米国資本市場】に関する提言）参照。

160 FASBの本拠地は、米国コネチカット州のノーウォークにあり、2002年にノーウォークで開催されたIASBとFASBの会合の合意事項をノーウォーク合意と呼んでいる。

161 2002年のノーウォーク合意およびその具体化である2006年の覚書によれば、2009年までには、IFRSに基づき財務諸表を作成している外国会社はUS GAAPとの差異調整表の提出義務を免除されることとなっていた。SEC Press Release 2006-27, Feb. 27 2006, "SEC Welcomes Plans of U.S., International Standard Setters for Convergence of Accounting Systems."

162 2007年11月15日以降に終了する事業年度の年次報告書から適用される。なお、US GAAPとの差異調整表の提出を免除されるのは、原則としてIASBによって公表された英語版のIFRSに基づき財務諸表を作成している外国会社のみである。すなわち、いわゆるローカルIFRSに基づき財務諸表を作成している外国会社は当該差異調整表の提出を免除されない。もっとも、例外的に、最初の2年間に限った経過措置として、EU版IFRS（現在EUではIAS第39号に関して一部カーブアウトを選択することが認められている）に基づき財務諸表を作成している外国会社については当該差異調整表の提出が免除される。SEC Press Release 2007-325, Nov. 15 2007 "SEC Takes Action to Improve Consistency of Disclosure to U.S. Investors in Foreign Companies" および2007年11月15日のSEC公開会合における議論参照。

163 SEC Release No. 33-8831; 34-56217, August 7 2007, "Concept Release on Allowing U.S. Issuers To Prepare Financial Statements In Accordance With International Financial Reporting Standards."

ロ．監督当局間の国際協調（相互承認）

会計基準、監査基準、監査法人に対する監督基準の国際的収斂に加え、資本市場法制についても国際的収斂に向けての第一歩¹⁶⁴を踏み出すことが提言されている。具体的には、SECは、「実質的なコンプライアンス」すなわち、米国と実質的に同等な規制に服している外国の証券取引所・ブローカー・ディーラーに対して、当該外国において米国の証券取引所・ブローカー・ディーラーが同様の待遇を受けていることを条件に、米国資本市場へのアクセスを認めることを検討すべきであると提言されている¹⁶⁵。

相互承認の具体的なあり方については、「米国商工会議所報告書」が公表される以前に、SECのタファラ国際局長（Ethiopia Tafara）等により、選択的相互承認アプローチが提案されていた¹⁶⁶。選択的相互承認アプローチとは、米国と実質的に同等な（必ずしも同一ではない）規制に服している外国の証券取引所¹⁶⁷・ブローカー・ディーラーが、米国の規制に服せずに、米国投資家に対して、金融サービスを提供することを認める（ただし、米国投資家に対して、当該証券取引所・ブローカー・ディーラーおよびその取り扱う金融商品が米国規制の適用を免除されていることを開示することを義務付ける）アプローチである¹⁶⁸。選択的相互承認アプローチは、当該外国の規制が「実質的に同等」であるかを判断すると同時に当該外国の監督当局との間で情報交換条項や共同検査条項を含むクロスボーダー協定を締結するとともに、当該外国において米国の証券取引所・ブローカー・ディーラーが互恵的待遇を受けていることを条件とするものである¹⁶⁹。

こうしたなか、SECでは、2007年6月に、選択的相互承認に関するラウンドテーブル¹⁷⁰を開催し、国際的な相互承認の必要性やその具体的な実現方法に係る検討を進めている¹⁷¹。今後検討すべき論点は少なくないと思われるが、例えば、SECが当該外国の規制が「実質的に同等」であるかをどのように判断するのか、事後的に当該外国の規制が変更された場合にどのように対応するのか¹⁷²、選択的相互承認アプローチは、いわば米国投資家に対して外国資本市場にアクセスする機会を与

164 ここで「（最初の）第一歩」としているのは、将来的には、資本市場法制、会社法制、金融サービス法制等の同質化が規制コスト低減の観点から望ましいと展望される可能性があるからであろう。

165 3（2）イ（「米国商工会議所報告書」【グローバル市場のなかの米国資本市場】に関する提言）参照。

166 Tafara and Peterson（2007）。Tafara and Peterson（2007）は、タファラSEC国際局長等の個人の意見として書かれたもの。

167 1つの典型的なイメージとしては、外国証券取引所のスクリーンを米国に設置し、そこから外国証券取引所にアクセスする方法である。Tafara and Peterson（2007）pp.54-55。

168 現状、米国内で米国の規制に服することなしにこうした金融サービスを提供することは許されていない。もっとも、外国において、米国投資家がこうした金融サービスの提供を受けることは許容されている。

169 Tafara and Peterson（2007）pp.55-67。

170 SEC Press Release 2007-105, May 24 2007, “SEC Announces Roundtable Discussion Regarding Mutual Recognition”（同ラウンドテーブルは2007年6月12日に開催された）。

171 米国財務省もこうしたSECの検討をサポートするスタンスを示している。前掲注141で引用した2007年6月27日付米国財務省プレス・リリース参照。

172 Jackson（2007）p.114。

えるアプローチであるが、こうしたアプローチは外国会社（発行体）が米国資本市場にアクセスする必要性を低下させ¹⁷³、ひいては米国資本市場の競争力をさらに低下させる懸念はないのか、といった論点について今後さらなる検討が必要であろう。

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)

前述のとおり、SOX法のいわば2大特徴の1つが財務報告に係る内部統制規制(SOX法第404条)であることもあって、SOX法の導入を契機として米国資本市場の競争力が損なわれているのではないかという観点から議論される場合には、必ずといってよいほどSOX法第404条の問題が取り上げられる。SOX法第404条の立法趣旨は、内部統制を通じて財務報告に係る不実表示を減少させ、会計不正から生じる資本市場や投資家への悪影響を低減させることにあったが、他方、公開会社に過剰なコスト(コンプライアンス・コスト<監査コスト、機会費用等を含む>)負担を強いている。その意味で、資本市場の競争力の観点からも、内部統制規制に関する問題のポイントは、投資家保護と規制のコストのバランスになる。

以下では、と一部重複する部分もあるが、SOX法第404条の問題に関し、(1)足許の主要論点、(2)SECおよびPCAOBによる政策対応の概要等、(3)内部統制規制の位置付けと今後の方向性について論じることとする。

(1) 足許の主要論点

SOX法第404条の立法趣旨は、有効な内部統制体制・手続の構築・維持を通じて、財務報告における誤りを減少させ、財務報告における正確性・信頼性を向上させることにある。同条のメリットを正確に数値化することは困難ではあるものの、そのメリットとしては、財務報告の正確性・信頼性向上に加え、会社の財務マネジメントの効率性向上やリスク管理の改善を挙げられよう。また、財務報告の誤りが減少すれば、結果として証券訴訟が減少するというメリットもあろう。

他方、費用については、例えば、「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」において¹⁷⁴、SOX法第404条のコンプライアンス・コスト等が当初予想比大幅に上振れしてしまっていることが指摘されている。この嵩み過ぎたコストを理由に同条自体の改正を主張する論者もみられないではないが¹⁷⁵、米国における同条を巡る最近の議論は、同条の立法趣旨をより低コストで達成することができるのではないか、そうだとすれば、同条には手をつけずに、SEC規則やPCAOB監査基準を改正して費用対効果の適正化を図るべきではないかという点に焦点が絞られている

173 Jackson(2007) p.109.

174 .1(2)ホ.(「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション : SOX法第404条】)参照。

175 前掲注136参照。また、議会においては、SOX法第404条の中小企業向適用を選択制とする法改正が提案された(提案者は、デミント上院議員<Jim DeMint、共和党、サウスカロライナ州>等)が、2007年4月24日に否決された。

ように思われる¹⁷⁶。

足許の主要論点としては、外部監査人による内部統制監査の際の基準であるPCAOB監査基準をどのように改正すべきか、経営者による内部統制評価に関するSEC規則をどのように改正すべきか、中小企業へのSOX法第404条の適用問題をどのように考えるのか（適用延期措置をさらに採るべきか）という3点を指摘できよう。

(2) SECおよびPCAOBによる政策対応の概要等

SECのクックス委員長は、「連邦議会もSOX法第404条の運用がこのように硬直的でコストが嵩み、浪費的なものとなるとは予期していなかった。…SOX法第404条の運用を連邦議会が期待していたとおりに戻すべく、SECは『財務報告に係る内部統制の有効性を経営者が評価する際のガイダンス』の制定に、また、PCAOBは監査基準第5号の制定に取り組んでいる」との議会証言を行っている¹⁷⁷。また、これらに加えて、SECは、中小企業へのSOX法第404条の適用をさらに先送りする措置を採っている。

以下では、こうしたSECおよびPCAOBによる政策対応を整理する。なお、「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」や「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」における提言がこれら提言が2006年5月10日に開催されたラウンドテーブル¹⁷⁸における議論や検討を踏まえたものであったこともあってSECおよびPCAOBによる最近の政策対応に色濃く反映されている¹⁷⁹。

イ．PCAOB監査基準第5号

外部監査人による内部統制監査に係る基準であるPCAOB監査基準第2号はSOX法第404条のコンプライアンス・コストを想定外に大幅増加させた最大の原因との批判を受けたことから、PCAOBは、2007年5月24日、PCAOB監査基準第2号に代わる（全面改正）監査基準第5号を提案した¹⁸⁰。これを受け、SECは、2007年7月25日に、

176 コンプライアンス・コストの大幅上振れの主な原因は、端的にはPCAOB監査基準第2号のなかで利用されている「重要な欠陥 (material weakness)」、 「重大な不備 (significant deficiency)」 という用語の定義にあるとする有力な見解がある。Grundfest and Bochner (2007) pp.1647-1649.

177 Cox (2007a).

178 (参考1) 「SOX法および関連諸規則等の概要」6(4)口参照。

179 .1(2)ホ. (「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション : SOX法第404条】) における (SOX法第404条に関する具体的提言) の ~ および 2(2)ニ (「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言1) 参照。

180 PCAOB Release No. 2007-005, May 24 2007, “Auditing Standard No. 5, An Audit of Internal Control Over Financial Reporting That is Integrated with an Audit of Financial Statements and Related Independence Rule and Confirming Amendments.” なお、当該提案は、2006年5月に開催されたラウンドテーブルの結果を踏まえたもので、2006年12月のPCAOB提案 (PCAOB Release No. 2006-007, December 19 2006, “Proposed Auditing Standard, An Audit of Internal Control Over Financial Reporting That is Integrated with an Audit of Financial Statements”) に対するパブリック・コメントを踏まえて再度提案された経緯がある。

SOX法第107条(b)項¹⁸¹に基づき、PCAOB監査基準第5号を承認した¹⁸²。なお、PCAOB監査基準第5号は2007年11月15日に発効する(2007年11月15日以降に終了する事業年度より適用される)。

PCAOB監査基準第5号は、当初の制定趣旨である財務諸表の正確性、信頼性を担保しつつも、SOX法第404条のコンプライアンス・コストの削減を図るべく、以下のような特徴点を有する¹⁸³。

「重要な欠陥(material weakness)」、「重大な不備(significant deficiency)」の定義を見直したこと

PCAOB監査基準第2号は、「重要な欠陥」を「定期報告書において重要な不実表示を引き起こす可能性がかよよりも大きい(more than a remote likelihood)重大な不備(significant deficiency)」と定義していたが、PCAOB監査基準第5号では、「定期報告書において重要な不実表示を引き起こす可能性が合理的に起こりうる(reasonable possibility)¹⁸⁴程度である不備」と定義されている¹⁸⁵。

181 PCAOBが定める基準が発効するためには、SECによる承認が必要である。SOX法第107条(b)項(2)。

182 SEC Release No. 34-56152, July 27 2007, “PCAOB; Order Approving Proposed Auditing Standard No. 5, An Audit of Internal Control Over Financial Reporting that is Integrated with an Audit of Financial Statements, a Related Independence Rule, and Conforming Amendments.”

なお、承認に至る経緯をみると、SECでは、2007年6月7日に、当該PCAOB提案(監査基準第5号)につき、パブリック・コメント手続を開始したほか(SEC Release No. 34-55876, June 7 2007, “PCAOB; Notice of Filing of Proposed Rule on Auditing Standard No. 5, An Audit of Internal Control Over Financial Reporting That is Integrated with an Audit of Financial Statements, and Related Independence Rule and Conforming Amendments”)、2007年6月15日に、重要性の定義は十分に明確か、「重要な欠陥」のみならず、「重大な不備」についても外部監査人がそれを経営者および監査委員会等に書面で報告しなければならないとすることが適当か、中小企業に対する内部統制監査コストを低下させることができるか等の諸点につきパブリック・コメントを追加的に募集した(SEC Release No. 34-55912, June 15 2007, “PCAOB; Notice of Additional Solicitation of Comments on the Filing of Proposed Rule on Auditing Standard No. 5, An Audit of Internal Control Over Financial Reporting That is Integrated with an Audit of Financial Statements, and Related Independence Rule and Conforming Amendments”)。このようにSECが異例ともいえるほど意見聴取に積極的に取り組んでいたことは、関係者の意見を踏まえたうえで、SOX法第404条のコンプライアンス・コスト高の問題を何とか解決しようとするSECの強い決意のあらわれとみることもできよう。

183 前掲注180で引用した2007年5月24日付PCAOB Release参照。

184 ここで、“reasonably possible”は、PCAOB監査基準第2号で用いていた“remote”に比べ、将来の可能性が高いことを指す。Financial Accounting Standards Board Statement No. 5, Accounting for Contingenciesのパラグラフ3参照。したがって、「重要な欠陥」に当たる不備の範囲はより限定されることになる。あわせて、後掲注325およびそれに対応する本文参照。

185 前掲注180で引用した2007年5月24日付PCAOB Releaseの付表AのパラグラフA7。この定義の見直しは、.1(2)ホ(「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション : SOX法第404条】)における(SOX法第404条に関する具体的提言)のの一部を採用した形である。もっとも、この点に関連して、「ハーバード・ソントン・スコット委員会」のディレクターであるハーバード・ロー・スクールのスコット教授は、2007年6月5日の議会証言において、「重要性(material; materiality)の定義をさらにもう一段明確化すべきであり、先に『ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書』で提言したとおり、『(年間税引前利益の)5%テスト』を用いなければ、SOX法第404条のコンプライアンス・コストの問題を大きく改善することは難しい」との趣旨のコメントを述べている。Scott(2007b) p.4.

また、.1(2)で述べた細則主義と原則主義に関する議論との関連では、PCAOBは監査基準第5号が

また、「重大な不備」については、PCAOB監査基準第2号は、「定期報告書において軽微でない不実表示を引き起こす可能性がかすかよりも大きい不備」と定義していたが、PCAOB監査基準第5号では、「重要な欠陥よりも軽度な不備ではあるが、財務報告について監督責任を有する者（機関）が留意すべき不備」と定義されている¹⁸⁶。

これらの定義見直しにより、「重要な欠陥」や「重大な不備」の定義が明確化されるとともに、その範囲がより狭められている。

なお、当該会社の財務報告に係る内部統制体制・手続に「重要な欠陥」が存在する場合に、外部監査人が適正意見を出すことができないことや、「重要な欠陥」や「重大な不備」が存在する場合には、外部監査人がそれを経営者および監査委員会等に書面で報告しなければならないことは、PCAOB監査基準第5号においてもPCAOB監査基準第2号と同様である。

内部統制監査の焦点を重要事項に絞ること

内部統制監査をより原則主義的かつトップ・ダウン型のリスク・アプローチを採用するものとし、内部統制監査の重点をリスクが高い分野¹⁸⁷に置くこと、また、リスクが高い分野とリスクが低い分野については、例えば、テストの頻度や内容も異なる扱いとすべきであることとされている。

なお、不正（経営者による不正）はリスクが高い分野に分類された。不正リスクおよび不正防止措置を監査することは重要であり、外部監査人は各監査プロセスにおいて不正リスク等を評価する必要がある。

不必要な手続を省くこと

PCAOB監査基準第2号では、外部監査人は、内部統制の有効性に関する経営者による評価プロセスの適正性の検証と、内部統制の有効性に関するアステーションの両方が求められていた。PCAOB監査基準第5号では、経営者

原則主義に基づいていることを標榜していることもあり、細則主義の典型であるパーセンテージ・テスト（ブライトライン・テスト）を利用したくないとのスタンスにあるのかもしれないが、しかしながら、前述のとおり、原則主義を標榜している場合でも、法的不確実性を解消すべくそれが適当な場合には細則主義的なルールを採用すべきであると思われる。

なお、わが国の「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」（金融商品取引法第24条の4および第193条の2第2項が内部統制報告書の作成・提出義務および監査証明を受ける義務を定めているが、その財務報告に係る内部統制の評価および監査の具体的な基準である当該実施基準は、企業会計審議会において2007年2月に制定された）では、「金額的重要性は、連結総資産、連結売上高、連結税引前利益等に対する比率で判断する」とし、「例えば、連結税引前利益については、概ねその5%程度とすることが考えられるが、最終的には、財務諸表監査における金額的重要性との関連に留意する必要がある」としている。

186 前掲注180で引用した2007年5月24日付PCAOB Releaseの付表AのパラグラフA11。

187 不正が起りがちなリスクが高い分野としては、収益の認識、ストック・オプション等、準備金、費用の見越し計上、偶発債務に関する会計処理、費用の資本化、在庫レベル等が挙げられる。これらの分野においても、内部統制が有効に働いているかしっかりとチェックする必要がある。Bainbridge (2007) p.213.

による評価プロセスについての外部監査人による検証は不要とされ、外部監査人は内部統制の有効性に関するアステーションのみを行うこととされている¹⁸⁸。

なお、PCAOB監査基準第2号では、外部監査人は、内部監査人が既に実施した作業の利用が制限されていたが、PCAOB監査基準第5号ではそれらの制限が緩和されている。

被監査会社の特徴（規模等）に応じて内部統制監査を行うこと

内部監査は会社の規模や複雑性に応じて行うこととされている。なお、PCAOBでは、中小企業向け内部統制監査に関するガイダンスを作成中である。

ロ．SEC規則の改正と「経営者のためのガイダンス」

SECは、2007年6月20日に、SOX法第404条(a)項に基づく内部統制報告書に関するSEC規則（2003年6月制定）¹⁸⁹を改正する¹⁹⁰と同時に、「財務報告に係る内部統制の有効性を経営者が評価する際のガイダンス」（以下「経営者のためのガイダンス」という）を制定した¹⁹¹。

まず、当該SEC規則改正のポイントは、「重要な欠陥」の定義をPCAOB監査基準第5号と同様の定義としたこと、経営者が内部統制体制・手続の有効性を評価する方法は様々なバリエーションがありうるが、後述の「経営者のためのガイダンス」に基づく方法が経営者による内部統制の有効性評価に関するSEC規則が定める要件を満たすことを明確化したことである¹⁹²。

188 なお、わが国の「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」では、「内部統制監査においては、内部統制の有効性の評価結果という経営者の主張を前提に、これに対する監査人の意見を表明するものであり、経営者の内部統制の有効性の評価結果という主張と関係なく、監査人が直接、内部統制の整備及び運用状況を検証するという形はとっていない」となっており、PCAOB監査基準第2号が定めていたアプローチともPCAOB監査基準第5号が定めるアプローチとも異なるアプローチを採っている。

189 SEC Release No. 33-8238, 34-47986, IC-26068, June 5 2003, “Management’s Reports on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports.”（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」6（2）参照。

190 SEC Release No. 33-8809; 34-55928, June 20 2007, “Amendments to Rules Regarding Management’s Report on Internal Control over Financial Reporting.” なお、当該規則改正および「経営者のためのガイダンス」（後掲注191参照）は、2006年12月のSEC提案（SEC Release No. 33-8762; 34-54976, December 20 2006, “Management’s Report on Internal Control over Financial Reporting”）時にはあわせて提案されていたが、パブリック・コメントを踏まえた最終決定時には、それぞれ別文書として決定された経緯がある。

191 SEC Release No. 33-8810; 34-55929, June 20 2007, “Commission Guidance Regarding Management’s Report on Internal Control over Financial Reporting Under Section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934.”

192 端的にいえば、後述の「経営者のためのガイダンス」がある種のセーフ・ハーバー・ルール（non-exclusive safe harbor rule）として機能するということである。

なお、「経営者のためのガイダンス」等においても、SECは「重大な不備（significant deficiency）」を定義していなかった。この点への批判に対処すべく、SECは、2007年7月25日に、「重大な不備」の定義に関してPCAOBと同じ定義を採用することを決定した。SEC Press Release No. 2007-144, July 25 2007, “SEC Approves PCAOB Auditing Standard No. 5 Regarding Audits of Internal Control over Financial Reporting; Adopts

次に、「経営者のためのガイダンス」についてみると、SECに対する批判として「経営者が財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性を評価する際の具体的な基準をSECが定めていないことが一因となって、SOX法第404条のコンプライアンス・コストが嵩んでいる」との指摘があったことを踏まえ、SECは、コンプライアンス・コストの軽減を図り、より効率的な同条の運用を目指して、当該「経営者のためのガイダンス」を制定した。「経営者のためのガイダンス」では、内部統制の有効性を経営者が評価する方法には様々なバリエーションがありうるという従来からのSECのスタンスを維持しながらも、その1つの具体的な方法をガイダンスの形で明示した。当該ガイダンスは、トップ・ダウン型で、重要性を重視し、リスク・アプローチを採用し、企業の規模等に応じて拡張性を有するものであるとしている¹⁹³。その主なポイントとして、経営者は重要な不実表示を防止しうる内部統制を設計したかを評価すること、経営者等が内部統制の運用に関してその有効性を評価するに当たってはリスク・アプローチを用いることを指摘できる。

八．SECによる中小企業へのSOX法第404条の適用をさらに先送りする措置

中小企業へのSOX法第404条の適用問題について、SECは、2006年12月15日に、中小企業への同条の適用をさらに先送りする決定を行った¹⁹⁴。具体的には、同条(a)項に基づく経営者による内部統制の有効性評価については、2007年12月15日以降に終了する事業年度の年次報告書から、また、同条(b)項に基づく外部監査人による経営者の内部統制評価に対するアテステーションについては、2008年12月15日以降に終了する事業年度の年次報告書から対応すればよい扱いとすることを公表した(今回の先送り措置が採られる前の適用開始予定時期は、いずれも2007年7月15日以降に終了する事業年度の年次報告書から対応する扱いであった)。

中小企業の方がむしろ大企業よりも内部統制に関して問題があるケースが多いと考えられることから、中小企業についてSOX法第404条を適用しない扱いとすることは不相当と思われる。しかしながら、中小企業の同条に関するコンプライアンス・コストが、大企業に比べ対応力に欠けることもあって実質的に重くなり過剰となることを見込まれることを踏まえれば、2006年12月のSECによる適用先送り措置は適切であったと考えられる。

(3) 内部統制規制の位置付けと今後の方向性

財務報告に係る内部統制規制は、公開会社のリスク管理を行ううえでも、取締役

Definition of "Significant Deficiency".”およびSEC Release No. 33-8829; 34-56203, August 3 2007, "Definition of the Term Significant Deficiency”参照。

193 Cox(2007b)。

194 SEC Release No. 33-8760; 34-54942, December 15 2006, "Internal Control over Financial Reporting in Exchange Act Periodic Reports of Non-Accelerated Filers and Newly Public Companies.” なお、適用先送り措置は今回が4回目。後掲注315および335ならびにそれらに対応する本文参照。

会（とりわけ監査委員会）¹⁹⁵が経営者に対するモニタリングを行ううえでも、1つの有力なツールとなっている。SOX法第404条は、財務報告の信頼性・正確性を担保するためのツール、換言すれば、不正発見や不正防止のためのツールを定めているといえる。財務報告の正確性が向上すれば、不正は未然に防止され、結果として証券訴訟やSEC等による法の執行件数は減少することも見込まれよう。仮に内部統制体制・手続がうまく構築できないために上場を諦めざるをえない会社が出てきたとしても、そのことは投資家の被害を未然に食い止めることができたとも評価しうる。

内部統制規制は、現在問題となっているコスト高の問題（すなわち、コンプライアンス・コスト等が過剰に高過ぎること）を解決できれば、より望ましい企業経営のあり方のための1つのツール、とりわけ、監査委員会（取締役会）が経営者をモニタリングする実効的かつ効率的なツールとなろう。現在問題となっているコストには様々なものがあるが、なかには機会費用的なコストもある。こうしたコストも軽減される必要がある。すなわち、善意の経営者が内部統制規制対応に忙殺されずに、企業経営戦略の策定等に注力しうるようにすることも重要である¹⁹⁶。

端的にいえば、内部統制規制のコストは最終的には株主の負担となるわけであり、内部統制規制によるコスト増に見合うメリットが投資家（株主）によって享受されなければ、全体としての効率性は向上したことはないといえよう¹⁹⁷。その意味でも、内部統制規制のあり方を見直すに当たっては、「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」が指摘していたとおり、費用対効果分析を継続的に実施することが望ましいといえよう¹⁹⁸。

195 監査委員会のメンバーたる社外取締役は、株主のために経営者をモニターする義務を負う。経営者に対するモニタリングには、業績のモニタリングのみならず、最近では内部統制のモニタリングも加わっている。Gordon(2006) p.69.

196 例えば、米国のシューマー上院議員とブルームバーグ・ニューヨーク市長は、2006年11月1日にウォール・ストリート・ジャーナル誌に寄稿したオピニオンにおいて、以下のように指摘している。“... there appears to be a worrisome trend of corporate leaders focusing inordinate time on compliance minutes rather than innovative strategies for growth, for fear of facing personal financial penalties from overzealous regulators.” Schumer and Bloomberg(2006)。

197 内部統制に伴うコストは、経営者による内部統制の有効性評価に係るコストも外部監査人（監査法人）によるアテステーションに係るコストも、最終的には当該公開会社（投資家<株主>）が負担することになる。他方、内部統制手続・体制の外部監査コストをどの程度とするか等を決定するのは、外部監査人（監査法人）あるいは社外取締役により構成される監査委員会である。ゲートキーパーたる外部監査人（監査法人）や監査委員会には、自己の責任を回避するインセンティブが働く一方、こうした内部統制に要する外部監査コストは最終的には株主によって負担されるため、インセンティブとコスト負担の所在のギャップが存在し、コストが過剰となりがちである。上記のSEC規則やPCAOB基準の改正はこうした構造を見直すわけではないと指摘されている。Bainbridge(2006)。

もっとも、こうした構造が存在するわけだが、全体としての効率性が向上した否かの最終判断は、資本市場における売買や取締役の選任権の行使等を通じて投資家（株主）が行うことになるわけで、長期的にはインセンティブと負担の所在のギャップは解消しうるともいえる。

198 .1(2)ホ。(「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション : SOX法第404条】およびScott(2007b)参照。あわせて .1(1)ロ参照。

さらに、SOX法（とりわけ同法第404条）のメリットとして、より長期的な観点から、1990年代以降の米国社会における不正が蔓延ってしまった企業文化や企業規範の改善を見出しうるかという論点がある。すなわち、33年証券法および34年証券取引所法の成立が当時の資本市場のモラルを改善したといわれるように、SOX法が同様な役割を2000年代において果たしうるかという論点である。例えば、不正が蔓延ってしまった企業文化や企業規範をSOX法第404条が改善しているとすれば、端的な例としては、公開会社がディスクロージャーにおいて、都合のよい計数ではなく、正確な計数を開示するようになりつつあるとすれば、SOX法はポジティブな影響を米国社会に与えているとの見方も成り立ちうる¹⁹⁹。

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

財務報告に係る内部統制に関するルールと並んで、SOX法制定時およびそれ以降に米国資本市場の競争力の観点から最も議論された論点の1つに、ゲートキーパー（とりわけ監査法人）の役割と責任をどのように考えるべきかという論点がある。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議論が盛んであったことは、SOX法の制定がエンロン等の公開会社の会計不正に由来するものであり、一連の会計不正事件に伴いビッグ5（当時）の1つであったアーサー・アンダーセンが解体されたことに鑑みれば、ある意味当然かもしれない。

監査法人は、資本市場に相応しくない会社を資本市場にアクセスさせない、あるいは、市場より退出させることができるという意味で、ゲートキーパーである²⁰⁰。本稿では、ゲートキーパーという用語を、「取引や活動に必要な承諾を（文字どおりもしくは比喩的に）与える義務を負う者」、「不正等を行う者に協力せず、不正等を防止することができる者²⁰¹」という意味で用いている。ゲートキーパーは、門を閉じる権限を有する者、すなわち、市場へのアクセスを文字どおりもしくは比喩的に阻止または拒否できる権限を有している者とも指摘される²⁰²。ゲートキーパーには、公開会社と投資家（株主等）の間の情報の非対称性を解消し、市場の透明性を高め、資本市場における資本コストを低下させる役割を果たすことが期待されており、資本市場を支える1つの制度的インフラである。ゲートキーパーの類型をみる

199 Prentice(2007)pp.51-53. もっとも、最近の役員報酬に係るストック・オプション・スキャンダル（stock option backdating）等をも、"infectious greed"（Greenspan（2002）参照）とも呼ばれる不正が蔓延ってしまった米国の企業文化や企業規範は必ずしも改善しているとはいえないかもしれない。

200 SOX法が監査法人等のゲートキーパーに関してどのように定めているかについては、（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」2 参照。

201 Kraakman(1986)p.53.

202 コフィー（2006）p.213. より狭義の定義として、専門職が担う「評判の仲介機関」という役目に焦点を当てたものもある。「評判の仲介機関」は、クライアントが行った説明の信頼性を投資家等に保証することを業務としている。コフィー（2006）pp.213-214参照。

と、監査法人（公認会計士）のほか、投資銀行、格付機関、証券アナリスト、弁護士、社外取締役（監査委員会）等が挙げられる²⁰³。

以下では、で紹介した各報告書が取り上げていた監査法人（外部監査人）および社外取締役（監査委員会）に焦点を当て²⁰⁴、ゲートキーパーが機能しなかった理由とその対応策（下記(1)参照）、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（下記(2)参照）、ゲートキーパーの位置付けと今後の方向性（下記(3)参照）について論ずることとする。

(1) ゲートキーパーが機能しなかった理由とその対応策

イ. ゲートキーパーが機能しなかった理由

ゲートキーパーが機能していれば、エンロン事件等の会計不正が起きることはなかったはずである。なぜ、ゲートキーパーは機能しなかったのであろうか。コロンビア・ロー・スクールのコフィー（John C. Coffee Jr.）教授は次の要因（仮説）を提示している²⁰⁵。コフィー教授は、これらの要因（仮説）は相互排他的ではなく、相互補完的関係にあると指摘している。

第1の要因は、民事責任による抑止力が低下したことである。これは、1995年に立法された私的証券訴訟改革法や1994年のセントラル・バンク・オブ・デンバー事件における米国連邦最高裁判所判決²⁰⁶等により、ゲートキーパーが証券訴訟において民事責任を負う可能性が低下したため、民事責任による抑止力が低下し（ゲートキーパーがその本来の機能を遂行するインセンティブが低下し）、ゲートキーパーが経営者の業績をよくみせる努力を黙認するケースがみられたとする仮説である。

第2の要因は、経営者からの圧力等が増加したことである。これは、ストック・オプションの普及等により、経営者が短期の株価に固執するようになり、その結果、ゲートキーパーに様々な圧力（例えば、経営者に都合がよい計数をつくる<“cook the books”>ようにとの圧力）等がかかり、それらにゲートキーパーが抗しきれないケースがみられたとする仮説である。監査法人は、財務報告の信頼性を担保する役割を担っているという意味では、理念的には投資家（株主）のためにその業務を遂行しているわけだが、その監査報酬は被監査会社、端的に言えば、その経営者から受領している。監査法人にとって、被監査会社、すなわち、その経営者は大切な

203 SEC等の行政機関も公的（public）ゲートキーパーといわれるが、本稿では私的（private）ゲートキーパーに焦点を当てる。

204 監査法人および社外取締役については、.1(2)ハ.（「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション：法の執行】（ゲートキーパー訴訟：監査法人の責任、社外取締役の責任））、.2.(2)ニ（「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」の提言2）、.3.(2)ハ.（「米国商工会議所報告書」【公開会社と外部監査人に関する課題】）において様々な提言がなされている。

205 Coffee(2006a)pp.55-69, 317-330. コフィー教授は、民事責任による抑止力が低下したことや経営者からの圧力等が増加したことに加えて、マクロ的要因であるが、株価バブルの熱狂を指摘している。これは、バブルの熱狂に伴いゲートキーパーも経営者同様にバブルに踊らされ、機能しなかったとする仮説である。

206 前掲注113参照。証券詐欺訴訟において教唆・帮助者の責任を否定した判決。

顧客であり、監査法人にとっては顧客基盤を維持したいというインセンティブが存在し、経営者からの圧力等を受けざるをえない立場にあった²⁰⁷。

ロ．ゲートキーパーの機能向上のための施策

ゲートキーパーの機能を向上させる施策を、上記イ．で述べたゲートキーパーが機能不全を起こした要因に照らして考えれば、ゲートキーパーの民事責任を増加させ抑止力の向上を図る、経営者からの圧力等に対するゲートキーパーの独立性を強化する、ということになるはずである。

SOX法制定に当たっては、主に上記の観点から外部監査人（監査法人）の責任の強化、監査委員会の責任強化や証券諸法の出訴期限の延長が図られた。また、主に上記の観点から外部監査人（監査法人）の独立性を向上させる施策および社外取締役（監査委員会）の独立性・専門性を向上させる施策が採られた²⁰⁸。

ゲートキーパーのさらなる機能向上を図るための提案には、その実現にはなお乗り越えるべき問題点は多いながらも、議論としては興味深いものも多いので、その一部を紹介する。

ゲートキーパーの民事責任を増加させ抑止力の向上を図る提案

ゲートキーパーの民事責任を増加させることにより、ゲートキーパーが本来遂行すべき機能を行うインセンティブを高める提案としては、サンディエゴ大学ロー・スクールのパートノイ教授（Frank Partnoy）の提案とコロンビア・ロー・スクールのコフィー教授の提案がある²⁰⁹。

まず、パートノイ教授は、ゲートキーパーが注意義務（due diligence）を尽くし、過失がなければ責任を負わないとする現行の過失責任レジームを転換し、ゲートキーパーの注意義務の抗弁を認めず、公開会社の財務報告における重要な不実表示に関しては無過失責任とすることによりゲートキーパーのインセンティブを高めることを提案している。もっとも、ゲートキーパーの責任があまりに過重なものとならないように、ゲートキーパーは公開会社（発行体）との間で責任分担比率（ただし、ある一定の法定最低比率以上の比率）を事前に約定できることを想定している²¹⁰。

次に、コフィー教授は、ゲートキーパーのインセンティブを高めるため、同様に無過失責任レジームへの転換に賛成しつつも、その場合には、悪質な顧客である公開会社（発行体）のためにゲートキーパーが破綻する可能性があるため、ゲートキーパーの責任限度額を導入することを提案している。具

207 そもそもSOX法制定以前は、経営者が監査報酬を決定していたほか、コンサルティング業務等非監査業務の対価も監査法人にとっては魅力的であった。

208（参考1）「SOX法および関連諸規則等の概要」参照。

209 両者の見解をより詳しく紹介する論文として、黒沼（2006）80-85頁参照。

210 Partnoy（2001）pp.540-546。

体的な責任限度額の設定方法については、過去の年間最高報酬額の倍数（例えば、10倍）とすることを想定している²¹¹。

これら2つの提案は、細部においては異なるものの、基本的な考え方はある意味共通している。すなわち、基本的な考え方としては、ゲートキーパーの民事責任を増加させること（無過失責任化）を通じて公開会社をモニターするインセンティブを高めつつも、ゲートキーパーのアベイラビリティの問題（下記(2)参照）にも配慮しゲートキーパーの破綻を避けるべくゲートキーパーの責任を何らかの形で限定しようとしている（修正された無過失責任レジーム）。

現実問題としては、ゲートキーパーに無過失責任を課した場合には、ゲートキーパーが顧客である公開会社に対してどのような報酬を要求するかがより重要な問題となってくると思われる。仮に報酬額が顧客のリスクを反映せずに平均的に決定されたとすれば、良い顧客が支払う報酬額は不当に高くなり、逆に悪い顧客が支払う報酬額は不当に安くなるという問題が生じうる（いわゆる逆選択の問題）。逆にいえば、ゲートキーパーが当該顧客が良い顧客か否かを事前に正確に判断しうるのかという問題でもある。実際にゲートキーパーの民事責任を無過失責任レジームに転換するためにさらに検討すべき事項は多々あると思われるほか、この点に鑑みてもその実現のハードルは高いといえよう。

このほか、ゲートキーパーの民事責任の強化策としては、それが望ましいことか否か議論のあるところであるが、証券詐欺訴訟において教唆・帮助者の責任を否定した1994年のセントラル・バンク・オブ・デンバー事件の米国連邦最高裁判所判決を実質的な意味で判例変更することが考えられる。より現実的な問題として、証券詐欺訴訟におけるゲートキーパーの責任を問う新たな理論として、「スキーム責任論（会計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）」が提唱されており、*In re Charter Communications, Inc. Securities Litigation*, 443 F.3d 987, 992 (8th Cir. 2006) という事案が米国連邦最高裁判所に上告されているので（上告人：Stoneridge Investment Partners, LLC、被上告人：Scientific-Atlanta, Inc., et al.）米国連邦最高裁判所が当該理論をどのように取り扱うかが注目される²¹²。

経営者からの圧力等に対するゲートキーパーの独立性を強化する提案

被監査会社の影響（その経営者の影響を含む）の排除を徹底すべく、外部

211 Coffee(2004)pp.349-353.

212 *Stoneridge Inv. Partners, LLC v. Scientific-Atlanta, Inc.*, 127 S. Ct. 1873, 167 L.Ed.2d 363 (2007)（上告受理を決定）。また、3(2)ハ（「米国商工会議所報告書」【公開会社と外部監査人に関する課題】）（1994年のセントラル・バンク・オブ・デンバー事件における米国連邦最高裁判所判決を維持し、スキーム責任論を否定することを提言している）参照。

監査人の選任を当該会社に代えて第三者たる保険会社に委ね、「財務諸表保険 (Financial Statement Insurance)」を導入する提案がなされている²¹³。

ニューヨーク大学のローネン教授 (Ronen Joshua) が提案する財務諸表保険の枠組みを簡単にみると、公開会社 (発行体) は保険会社から財務諸表保険を購入し、当該保険会社は、外部監査人を選定のうえ監査費用を支払い、当該保険会社は財務諸表保険の付保範囲 (詐欺や会計の誤り等) および保険料等を公開するというものである。このような枠組みにより、公開会社が外部監査人に監査費用を支払うという現状の取扱いを変更し、保険会社には、外部監査人に対して手数料に見合うサービス (すなわち、保険の支払を減少させるよう財務諸表の正確性・信頼性を向上させること) を要求するインセンティブが働き、他方、公開会社にも付保範囲を広くかつ保険料を安くすべく自社の財務諸表の正確性・信頼性向上に努めるインセンティブが働くとしている²¹⁴。

この仕組みの問題点の1つは、保険会社が財務諸表保険の付保範囲および保険料等を決定した後は、当該保険会社は外部監査人が財務報告における不実表示を発見することを望むのか、むしろ隠すことを望むのではないかということであろう²¹⁵。実際に財務諸表保険を導入するためにさらに検討すべき事項は多々あると思われるほか、この点に鑑みてもその実現のハードルは高いといえよう。

(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

上記(1)口 .においては、ゲートキーパーの機能向上のための施策に係る提案を紹介したわけだが、こうした提案は .で紹介した報告書の提言には織り込まれておらず、むしろゲートキーパーの責任を緩和する提言がなされている。それは、なぜなのだろうか。民事責任強化を通じたインセンティブ付けを実際に制度設計することが難しいということもあろうが、むしろ、より切迫した課題として、ゲートキーパー (とりわけ監査法人) のアベイラビリティの問題が深刻化しているためであると思われる²¹⁶。

アベイラビリティの問題への対応策として、 .で紹介した報告書では、証券

213 Ronen(2002)。このほか、同じく被監査会社の影響の排除を徹底すべく、抽選方式を提案する論稿 (Kahn and Lawson (2004)) もある。

214 Ronen(2002) pp.48-60。

215 Coffee(2004) p.349。

216 もちろん、責任厳格化を避けたい監査法人業界からのロビー活動も影響していると思われる。なお、(参考5)「監査法人報告書」は監査法人の主張そのものであるし、「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」や「米国商工会議所報告書」についても報告書を作成した委員会に監査法人出身のメンバーが参加しているため、監査法人業界の主張がある程度反映されている可能性がある。

なお、監査法人業界の寡占化の問題は、SOX法制定時から問題となっていた。(参考1)「SOX法および関連諸規則等の概要」2(4)参照。

クラス・アクションにおける民事責任を限定すること（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等）²¹⁷、第2のアーサー・アンダーセンを出さないためにも、監査法人に対して刑事訴追を行う際には、必要性に応じつつも、極力、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、大手に次ぐ地位にある（例えば、5番手の）監査法人を育成すること等が提言されている²¹⁸。

また、ゲートキーパーの供給サイド（アベイラビリティ）の問題は、監査法人だけでなく、社外取締役についても現実化しつつある。すなわち、社外取締役が証券クラス・アクションの被告とされることは従来あまりなかったが、エンロンおよびワールドコムの社外取締役は株主に対して多額の損害賠償を個人として支払うことで2006年に和解した。社外取締役にこのような多額の民事責任を課せば、質の高い人材が社外取締役になくなるのではないかと懸念が生じている。さらに、社外取締役の責任を過度に問えば、社外取締役がチェック・ザ・ボックス・メンタリティとなり、本来の役割²¹⁹の1つである大所高所からのビジネス戦略に関する助言を行うことが難しくなる。

この点に関連して、思考実験的な提案として、過失責任レジームに代えて、報奨金レジームを導入できないかとするハーバード・ロー・スクールのクラークマン教授（Reinier Kraakman）等による提案がある²²⁰。すなわち、現行の過失責任レジームにおいては過失があったゲートキーパー（社外取締役）は損害賠償責任を負い、過失がなかったゲートキーパーは損害賠償責任を負わないとすることで、ゲートキー

217 監査法人の民事責任を限定することと同様の効果を求め、民事責任による損失を財務諸表保険（前掲注213およびそれに対応する本文参照）やCAT債（catastrophe bonds）によりカバーすべきであるといった提案もなされている。Cunningham（2007b）参照。

また、欧州でも監査法人の責任を限定しようとする取組みがみられている。すなわち、欧州委員会は、2007年1月、監査法人の責任を限定する提案を行い、それに係るパブリック・コンサルテーションを実施した（なお、2007年6月に85通の回答を受けたことを公表した）。具体的な提案内容をみると、欧州委員会は、EU全体における監査法人の責任の上限値を定める案、被監査会社の規模に応じて監査法人の責任の上限値を定める案、被監査会社から受領している監査報酬の数倍の値を監査法人の責任の上限値とする案、責任に係る比例原則を導入する（被監査会社、監査法人、その他関係者の各責任に比例して、実際の投資家等の損失を按分する）案の4案を提示し、コメントを求めている経緯がある。欧州委員会の2007年1月18日付プレス・リリース（IP/07/60, “Auditors’ liability: Commission consults on possible reform of liability rules in the EU”）および2007年6月18日付プレス・リリース（IP/07/845, “Auditors’ liability: Commission publishes results of consultation on possible reform of liability rules in the EU”）。

218 なお、上記諸提言等を実施したとしても、なお大手監査法人の寡占状態が解消されない場合には、最終的には公的介入による大手監査法人の分割の是非を検討する必要が生じるかもしれないとの指摘もある。Coffee（2006a）p.369。

219 社外取締役の役割は、達観すれば、経営者をモニターすることと大所高所からのビジネス戦略に関する助言を行うことにある。なお、社外取締役が誰のために経営者をモニターするのかについては、1980年代の買収劇を通じて株主価値の最大化と密接不可分であることが明らかとなったといわれている。Gordon（2006）p.57。

220 Hamdani and Kraakman（2007）。

パーにインセンティブを付与しているわけだが、インセンティブ付与を維持しつつも、ゲートキーパーの負担を最小化すべく²²¹、過失責任レジームを転換し、「過失がなかったゲートキーパーには仮に当該公開会社に問題が生じたとしても報奨金を支払い、過失があったゲートキーパーには報奨金を支払わない」とする逆レジーム（報奨金レジーム）を提案している²²²。もっとも、本提案には、会社に何らかの損失が生じているときに過失のなかったゲートキーパーに報奨金を支払うことは、社会的にも政治的にも許容しえないのではないかという根本的な問題点や、報奨金の財源や報奨金の算出方法をどうするかといった難問がある²²³。

（3）ゲートキーパーの位置付けと今後の方向性

ゲートキーパーには、公開会社と投資家（株主等）の間の情報の非対称性を解消し、市場の透明性を高めることが期待されている。より端的にいえば、資本市場の透明性・公正性を維持するため、資本市場に相応しくない会社（発行体）を資本市場にアクセスさせないこと、あるいは市場より退出させることを指摘できる。その意味で、ゲートキーパーは、投資家（株主）の利益のために機能する機関、換言すれば、投資家との間でプリンシパル・エージェント関係にある機関であるといえる²²⁴。他方、現行の枠組みにおいてゲートキーパーはその顧客である公開会社に雇われ報酬の支払を受けており、当該プロセスに投資家が直接関与しているわけではなく、投資家の利益のために機能するというインセンティブ付けは必ずしもうまく働いていない²²⁵。

SOX法により、独立社外取締役のみから構成される監査委員会がゲートキーパーである外部監査人の任命等を行うことにより、経営者から外部監査人（監査法人）に対する圧力がかかることを回避し（例えば、経営者に都合が良い計数をつくる必要性がなくなる）、投資家（株主）の利益に貢献する役割が強化された。その意味

221 ゲートキーパーに過度の負担をかければ、ゲートキーパーの意思決定が保守的になり過ぎる（社外取締役が保守的になり過ぎることに伴うコストは社外取締役ではなく、当該公開会社が負担する、あるいは、社外取締役の成り手がなくなり、当該会社が社外取締役のリクルート面で困難に直面する）ゲートキーパーの特定の状況における専門的知識は、行政の専門的知識をはるかに上回るわけだが、それらを利用することができなくなる、という不利益をもたらす、と分析している。Hamdani and Kraakman (2007) pp.1679, 1689-1690.

222 Hamdani and Kraakman (2007) pp.1680-1681.

223 Hamdani and Kraakman (2007) p.1697. それにもかかわらず、こうした提案をしているのは、ゲートキーパーの責任のあり方、役割のあり方、インセンティブの付与の仕方に関する検討を進めるためであるとしている。もっとも、この報奨金レジームは社外取締役により親和的であり、外部監査人（監査法人）にはより当てはまりにくいとしている。Ibid., pp.1708-1711.

224 例えば、監査法人は、外部監査人として公開会社の財務監査や内部統制監査を行い、被監査会社の財務報告の正確性・信頼性等を向上させることを通じて投資家の利益に資することが求められている。また、社外取締役は、経営者をモニターすると同時に大所高所からのビジネス戦略へのアドバイスを行うことにより投資家（株主）の利益に貢献する役割が求められていたが、最近ではその独立性が強化されると同時に経営者をモニターする役割が強化されている。

225 .3.(1)口. のニューヨーク大学のローレン教授の提案の狙いもこのギャップを埋めることにある。

で、SOX法の枠組みは、このインセンティブ問題を軽減する仕組みであるといえよう。具体的には、経営者に代えて監査委員会が外部監査人（監査法人）の選任および報酬決定を行う仕組み、すなわち、監査委員会をゲートキーパーである外部監査人（監査法人）をウォッチするゲートキーパーとする仕組みであるとも捉えられよう。今後、仮にこうした仕組みが機能せず、株主価値の最大化がうまくいかない場合には、株主アクティビズムあるいは株主権強化を通じた方向性を模索する必要があるかもしれない²²⁶。

他方、上記(2)で述べたように、ゲートキーパーにはアベイラビリティの問題もある。したがって、ゲートキーパーのインセンティブ付けに資するような民事責任強化策は検討に値すると思われるが、その一方で、民事責任に限度額を設定すること等により、ゲートキーパーとりわけ監査法人の破綻リスクを回避する必要がある²²⁷。この問題に関連して、米国財務省は、監査法人の財務の健全性等を強化するための施策を検討する委員会（レビット＜Arthur Levitt＞前SEC委員長とニコライセン＜Don Nicolaisen＞前SEC主任会計士が共同座長を務める予定）を組成し、同委員会は必要な検討を行ったうえで、監査法人に関して、競争と寡占、人材（リクルート）、財務健全性等の観点から提言を行う予定にある²²⁸。今後の展開が注目される。

おわりに代えて

本稿では、米国資本市場の競争力に関する最近の議論についてのサーベイを行った。これらから何を学べるであろうか。外国法研究の意義については様々な議論があるが、外国における議論がそのままわが国に当てはまるとは限らないということはいうまでもない。

とりわけ留意すべき点としては、例えば、現在の米国資本市場の競争力に関する議論は、米国系金融機関の国際的競争力は当然世界一であるという認識を前提として組み立てられているように見受けられることが挙げられよう。すなわち、ロンドンや香港における資本市場の競争力が向上したのは、米国系金融機関がそれらの市場に進出していったことがその一因であるとの認識である。少なくとも現時点では、わが国と事情が異なるように思われる。

226 .1(2)ニ、「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」【セクション : 株主の権利】（（参考2）『ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書』の32の提言の概要）の提言23～26）および（参考5）『監査法人報告書』の概要）2(2)の不正摘発型監査の導入について株主の選択にその採否を委ねるオプションを提言している点を参照。

227 .3(1)ロ. のコロンビア・ロー・スクールのコフィー教授等の提案の狙いもこの点にある。

228 2007年5月17日付米国財務省プレス・リリース（HP-408, “Paulson Announces First Stage of Capital Markets Action Plan”）およびSteel（2007）。

また、コーポレート・ガバナンスに関しては、わが国には米国には存在しない監査役制度があるという制度的な相違や、日本には社外取締役となりうる人材のプールが必ずしも相対的に多くないという運用上の相違もある。したがって、株主、取締役会（本稿との関連ではとりわけ監査委員会）、経営者が主なプレイヤーである米国のコーポレート・ガバナンスに関する議論が、わが国においてどのように活かされるのかという点にも留意を要する²²⁹。

加えて、わが国において、資本市場の重要性に関する認識や理解度は、米国のそれとは大きく異なる点にも留意が必要である。この点に関連して、東京大学の神田教授は、資本市場の重要性に関する認識や今後の法制改革の必要性等について、以下のように指摘された²³⁰。

「日本の株式市場についての法制も改革が必要である。

株式市場が活発でなくては、企業は資金の効率的な調達ができない。1400兆円とも言われる個人金融資産の半分以上が21世紀に入ってもなお預貯金に預けられ、ゼロ金利時代になってからこの預貯金の割合が高まったという日本は不思議な国である……。それだけ株式市場への国民の信頼がない国である。……日本では、『損失補てん』とか『飛ばし』などといった悪いイメージから未だ脱却できず、株式市場の本当の魅力が国民にまったく伝わっていなかった。……株式市場は自由な市場であることを基本としながらも厳しい倫理と規律が求められる、国にとっての重要な財産である。どのような市場であれ、その基本はそこに参加するヒトにある。残念ながら、そういう基本的なところが未だ日本には根づいていない。

このような株式市場について法がなすべきことは、その信頼の回復・確保である。公正さと透明さを法が守り抜かねばならない。……」

神田教授が指摘するように、資本市場法制については今後さらなる改革が必要であると思われるが、わが国においても1990年代以降、様々な改革が進められている。例えば、会計ピクバンと呼ばれる一連の会計基準等の整備、監査基準の大幅改正、監査法人の独立性を向上させる公認会計士法の改正、会社法制の現代化に伴う新会社法の制定や金融商品取引法の制定等により、会計制度改革、監査制度改革、公認会計士・監査審査会の設立、コーポレート・ガバナンス改革等が進められてきてい

229 米国SOX法により取締役会はとりわけ監査委員会は、その役割と独立性が強化されたわけだが、このことは米国型コーポレート・ガバナンスにおいて取締役会（監査委員会）が株主（投資家）のために経営者をモニターする役割が一段と強化されたことを意味するともいえる。例えば、前述のとおり、内部統制規制についても、経営者が内部統制評価を行い、それにつき監査委員会がその選任に責任を負う外部監査人がアテステーションを行う仕組みとなっている。内部統制規制もゲートキーパー（本稿で焦点を当てたのは、外部監査人と監査委員会）としての仕組みも、米国で発展してきた経緯もあって、当然のことながら米国型コーポレート・ガバナンスにより馴染みやすい仕組みである。

230 神田（2006）v頁。

る。こうした一連の改革の方向性につき、青山学院大学の八田進二教授は、エンロン事件とSOX法の成立を眺め、以下のように指摘された²³¹。

「……国際的な基準との整合性を保つとの視点がことさら強調されていたものの、実際には、かかる改革が目指した模範的なモデルが米国の制度的基盤に存していたことは疑う余地もないのである。そのような中で、エンロン事件を契機として講じられた大改革は、米国の会計・監査制度および企業のコーポレート・ガバナンスの問題だけでなく、世界の国々、とりわけわが国の関連諸制度に対して、きわめて多くの影響を与えるものと解されるのである。」

そうであるとすれば、米国資本市場の競争力に関する最近の議論をフォローしておくことは、今後、わが国が資本市場法制のあり方をさらに検討していくうえで重要であろう。すなわち、米国とわが国の様々な相違点を踏まえつつも、米国における議論から、わが国が学ぶことは何か、その場合、わが国のコンテキストのなかではどのように捉えるべきか 例えば、SOX法制定に至る経緯からまだ学ぶことが多いのか、あるいはSOX法関連諸規則等の見直しに関する議論から学ぶことが多いのか といった視座を持ちつつ、米国における議論をフォローしていくことは有用であると思われる。

折しも、経済財政諮問会議、アジア・ゲートウェイ戦略会議、金融審議会等において、わが国の金融・資本市場の国際化や競争力の問題が議論され、本年6月19日に公表された政府の「経済財政改革の基本方針2007 『美しい国』へのシナリオ」においては、本年中に「金融・資本市場競争力強化プラン」を策定することが謳われており、米国資本市場の競争力に関する最近の議論が参考になることもあろう。

日本の資本市場の競争力の向上という観点から、本稿でサーベイを行った米国における議論を踏まえれば、少なくとも以下の諸点について今後必要に応じてさらなる検討を加えることが望ましいように思われる。

第1に、会計不正の問題に対応して、内部統制規制を如何に実効的かつ効率的に実施していくかという点である。会計・ディスクロージャーに関する投資家の不信感を払拭できなければ、日本の資本市場の競争力が向上するのは難しいと思われる。例えば、金融商品取引法第24条の4の4および第193条の2第2項が内部統制報告書の作成・提出義務および監査証明を受ける義務を定めており、これらの法整備を通じて、会計不正が減少し、財務報告の信頼性・透明性が確保され、投資家の不信感が払拭されることが期待されている。ただし、米国の経験からも明らかなどおり、内部統制規制を運用するに当たって資本市場の競争力向上の観点から留意すべき点は、投資家保護（投資家の不信感払拭）と規制コスト（コンプライアンス・コスト）とをバランスさせることである。公開会社の経営者がそのコンプライアンス対応に

231 八田（2003）545頁。

忙しく、経営戦略に時間が割けないというような事態が起これば、資本市場のみならず日本経済の活力をも低下させるリスクがあり、そのような事態は避ける必要があるだろう。

第2に、資本市場の競争力向上のための視点として、民事責任のあり方等、取引法的な法規整の有用性が一段と高まるのではないかと、例えば、資本市場を支える1つの制度的インフラであるゲートキーパーに関する規制のあり方や取引法体系におけるその位置付けを捉え直すことはできないかという視点がより重要となるのではないかと、という点である。換言すれば、政府の役割をより望ましい取引法制・市場法制の整備と監督法を通じた悪意の市場参加者の摘発等に限定しつつ、資本市場の公正性や透明性確保のために金融取引法制のあり方を捉え直せないか、取引法的な利害調整に基づくアプローチ（取引法アプローチ）をよりいっそう活用できないかという視点がこれまで以上に重要となると思われる。投資家を公的規制により直接的に保護するアプローチ（監督法アプローチ）に依存し過ぎることには、モラルハザードや規制コストの問題を生じさせ、その資本市場の競争力への副作用も大きなものとなるリスクがある。したがって、その意味でも、投資家の信頼を回復・確保し、資本市場の競争力を向上させるためには、取引法アプローチがより重要となる。例えば、会計監査人や社外取締役、さらには、弁護士、証券アナリスト、格付機関や投資銀行等のゲートキーパーの専門性を活かしつつ、その民事法上の役割を強化することも考えられよう²³²。この点に関連して、早稲田大学の江頭憲治郎教授の次の指摘²³³が 集団訴訟の導入が望ましいのか、集団訴訟の導入が民事責任の強化策として真っ先に導入されるべき施策であるのかといった点については議論がありうると思われるが 監督法アプローチに疑問を投げかけるという意味で興味深いように思われる。

「日本には、学者にも一部の政治家の間にも、米国のSECのような機関を作るべきであるとの、政府による監督強化の意見が相当ある。それに比べると、集団訴訟の導入等の民事責任の強化の意見は少ない。米国の証券市場に対し真に規律を与えているのがSECなのか集団訴訟なのかは、もっと真剣に議論されてよい問題であろう。」

第3に、より望ましい規制のあり方（better regulation）が謳われていることに鑑

232 なお、わが国においては米国と同様にあるいはそれ以上に、監査法人や社外取締役の供給プールの問題等の難問も存在する。すなわち、わが国においてもゲートキーパーが馴れ合い構造から脱却して機能しうるのか、わが国の会計監査人に支払う報酬が各社平均して米国の10分の1ということに象徴されるように「プロフェッションとして社会的に認知された会計専門家」もいないのではないかと、社外取締役として適切な判断ができるという自信のある人はどの程度いるのであろうか、といった疑問が投げかけられている（江頭（2007）202-203、208-210頁）。こうした疑問を解消すべく、ゲートキーパーの役割と民事責任を強化すると同時に、プロフェッションとして社会的に認知しうる専門性を持ったゲートキーパーのアベイラビリティの確保にも留意する必要があるだろう。

233 江頭（2007）210-211頁。

み、わが国における規制のあり方について再点検する必要があるのではないかという点である。米国等における最近の議論に基づき、より望ましい規制・監督の構成要素を例示すれば、監督当局と被監督金融機関との建設的な対話を促進していること、監督当局が、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被監督民間金融機関と共有し、この共有されたビジョンの下で、金融機関規制・監督に関する原則を策定・遵守していること、原則主義と細則主義のバランスがとれており、規制の適用において一貫性が保たれていること、その結果、規制が総合的で予見可能性のあるものとなっていること、リスク・アプローチを採用すること（重要性の原則に基づくこと）、規制の費用対効果分析を用いること等を挙げられよう。また、上記との関連では、資本市場の競争力の問題とは重なる部分のある異なる論点ではあるが、市場の参加者でもあり担い手でもあるわが国の金融機関の国際競争力の問題をどのように考えるかという点も重要であろう。

加えて、国際化への対応をどうするかという点もある。従前より国際的収斂が話題となっている会計基準の問題に加え²³⁴、今後は、監査基準の問題、監査法人の監督の問題等についても国際的収斂に関する議論が盛り上がりをもせるかもしれないほか、会社法、金融商品取引法等についても国際的なルールの調和への流れが加速することもありうるわけであり、国際化対応の各課題についてわが国としてどのようなイニシアティブを採りつつ如何に対処していくのか（いわば金融分野での外交の問題²³⁵）、例えば、相互承認のようなアプローチを採用するのか、あるいは、国内基準と国際基準が併用される場合に従来国内基準を利用してきたわが国の企業が国際基準を利用することを容認するのか、といった論点がより重要になってくるようにも思われる。なお、国際基準への適切な収斂により、公開会社（発行体）、投資家、金融機関やゲートキーパーの規制コスト等の低減を図れるのであれば、それは資本市場の効率性を高め、資本市場の競争力向上に直結しよう²³⁶。

234 2007年8月8日に、企業会計基準委員会は、IASBと会計基準の収斂を加速させることを合意したことを公表した。具体的な合意内容は、日本基準とIFRSの間の重要な差異を2008年までに解消し、残りの差異を2011年6月30日までに解消するというものである。会計基準委員会2007年8月8日付プレスリリース「会計基準委員会と国際会計基準審議会は2011年までに会計基準のコンバージェンスを達成する『東京合意』を公表」参照。

235 金融分野での外交の必要性を訴えるものとしては、例えば、神田（2007b）15頁以下参照。

236 このことは、他国の資本市場が国際基準への適切な収斂により取引コストの低減に成功すれば、その分だけその市場の競争力が向上する（相対的にわが国の資本市場の競争力が低下する）ことを意味するともいえる。

(参考1) SOX法および関連諸規則等の概要

2002年7月30日に成立したSOX法は、2001年に発覚したエンロン等の会計不祥事への対応策として、失われた米国資本市場に対する信認の回復を主眼としたものであり、公開会社のディスクロージャーをより正確なもの、より信頼できるものとするにより、投資家保護を図ろうとするものである。

米国のコーポレート・ガバナンスは委譲の仕組み(「する」ではなく、「させる」仕組み)であるといわれており、取締役会は監査委員会(外部取締役が中心)に、監査委員会は監査法人に、会計監査をさせる仕組みであるといわれている²³⁷。

こうした制度環境において、会計不正が起これば、その論理的な対応は、そもそも不祥事を起こした当該会社の経営者²³⁸の責任を強化する、あわせて不正を抑止するため、法執行を強化するというに加えて、第1に、会計制度を見直し、第2に、会計監査を担当する監査法人(外部監査人)の責任・独立性²³⁹を強化するとともに監査法人に対する監督体制を構築する、第3に、コーポレート・ガバナンス・メカニズムにおいて外部監査人を監督する監査委員会の独立性を向上させるとともにその責任を強化するということになる。以下では、SOX法および同法に基づいて制定された関連諸規則等の概要を、こうした流れに沿う形で、1. 会計制度の改革、ディスクロージャーの改善に関する施策、2. 監査法人に対する監督および外部監査人(監査法人)の責任強化・独立性向上に関する施策、その他のゲートキーパーに関する規制の概要、3. 監査委員会の責任強化・独立性等向上に関する施策、4. 経営者の責任強化に関する施策、5. 法執行の強化に関する施策に分けて整理する²⁴⁰。

また、SOX法の最大の特徴である内部統制規制については、経営者の責任強化に関する施策(下記4. 参照)の1つであり、かつ外部監査人の責任強化策の1つ(下記2. 参照)であるが、それらを纏めて6. 内部統制規制として整理する。

237 神田(2004)56頁。

238 本稿では、「経営者」という用語を必ずしも厳密に定義せずに使用している。すなわち、CEO(Chief Executive Officer)は経営者に含まれるが、「経営者」概念の外延をもう少し広いものとして捉えている。例えば、SOX法第302条は“principal executive officer or officers and the financial officer or officers, or persons performing similar functions”の義務を定めており、本稿では、読みやすさの観点からこれを「経営者等」と訳出している。

239 ここで「独立性」を強化するとは、コーポレート・ガバナンスにおいてチェックあるいはコントロールされる対象である監査対象である当該会社、とりわけその経営者の影響を排除するという意味である。

240 SOX法で定められた事項は新たなアイデアによるというよりもむしろ長年にわたりSEC等が検討・提案してきたものが多い(そうしたSECの取組み等については、Levitt and Dwyer(2002)参照)。より概括的なSOX法の立法経緯や分析等については、Bainbridge(2007)、石田(2006)、神田(2004)、黒沼(2004a)、淵田・大崎(2002)等参照。

1. 会計制度の改革、ディスクロージャーの改善に関する施策

(1) ディスクロージャーの改善

イ. 定期報告書における開示要件の追加

重要な簿外取引等を開示していることおよび財務報告が重要な後発事象による遡及修正を反映していることが定期報告書の開示に関して追加された²⁴¹。また、プロフォーマ利益についても重要な事実について虚偽等がない形がかつGAAPに基づく場合の比較対照を伴う形で開示することが追加された²⁴²。

ロ. リアルタイム・ディスクロージャー

公開会社（発行体）は、財務状況等に重要な変化が生じた場合には、当該重要な変化に関する最新の追加の情報（定性的な情報を含む）を即時に開示しなければならないとされた²⁴³。

ハ. ディスクロージャーのあり方に関する定期的・体系的なレビューの実施

SECは、少なくとも3年に一度、ディスクロージャーのあり方に関して定期的・体系的なレビューを実施しなければならないとされた²⁴⁴。

(2) 会計制度の改革

会計制度の改革として、SOX法は、やや中期的な課題として会計制度のあり方につき細則主義（rules-based）を継続することでよいのかあるいは原則主義（principles-based）に移行していくべきなのかという問題を提起しているほか（下記イ・参照）、エンロン事件等で問題となった簿外取引やSPE（Special Purpose Entities）を利用した取引に関する会計の問題を取り上げている（下記ロ・参照）。また、会計基準設定機関の財務面の独立性を高める形で、会計基準設定機関の要件を明示している（下記ハ・参照）。

241 SOX法第401条(a)項により追加された34年証券取引所法第13条(i)項および(j)項。両項は、SECに、簿外取引等の開示に関する規則の制定を義務付けた。これを受け、SECは2003年1月、SEC規則を制定し、MD&A（Management's Discussion and Analysis）欄において、簿外取引についてサブセクションを設けて開示することを義務付けた（SEC Release No. 33-8182; 34-47264, January 28 2003, "Disclosure in Management's Discussion and Analysis about Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations"）。

242 SOX法第401条(b)項。同項は、SECにそのような規則の制定を義務付けている。これを受けて、SECは2003年1月、SEC規則を制定した（SEC Release No. 33-8176; 34-47226, January 22 2003, "Conditions for Use of Non-GAAP Financial Measures"）。

243 SOX法第409条により追加された34年証券取引所法第13条(1)項。なお、SEC規則は、確定していない情報（たとえそれが重要であっても）の即時開示は求めていない。これは未確定の情報の開示が発行者の営業上の利益を害し、市場を混乱させることを考慮したものである。黒沼（2004a）113頁。

244 SOX法第408条。

イ．原則主義会計の採用に関する研究

SECは、米国財務報告制度において、原則主義会計に関する研究を1年以内に連邦議会に提出することとされ、同研究は、現状どの程度原則主義が採用されているのか、米国財務報告制度を細則主義から原則主義に変更する場合に要する期間、原則主義への移行の可能性とその方法、原則主義への移行に関する経済分析という4つの論点についての検討を含むこととされた²⁴⁵。

これを受け、SECは、2003年7月25日に「2002年SOX法第108条(d)項に基づく、米国財務報告制度による原則主義会計の採用に関する研究」を公表した²⁴⁶。そのポイントは、以下のとおりである²⁴⁷。

会計基準設定を目的指向型原則主義アプローチ（会計基準の目的を明示しかつ同基準の運用に十分な詳細を提供するアプローチ）に移行していくべきである²⁴⁸。

会計基準設定における（目的指向型）原則主義アプローチの特徴として、概念フレームワークに準拠していること、目的を明示していること、基準の運用に十分な細部と構成を有していること、例外を極力排除していること、パーセンテージ・テスト（ブライトライン・テスト）を利用しないことが挙げられる。

（目的指向型）原則主義への移行に当たっては、(i)新会計基準が目的指向的であること、(ii)例外規定、パーセンテージ・テストや過剰に詳細な規定を排除していること、(iii)概念フレームワークの不備を修正すること、(iv)現在、細則主義に基づき設定されている基準を原則主義にあらためること、(v) US GAAPの階層構造を再構築すること、(vi)外国会計基準や国際会計基準との収斂に関する努力を継続すること等が求められる。

ロ．簿外取引、SPEを利用した取引等に関する報告

SECは、簿外取引やSPEを利用した取引等の実態、それらが開示制度の透明性に与える影響および透明性を高めるための政策提言等を取り纏めた報告書を大統領および連邦議会に提出することとされた²⁴⁹。

245 SOX法第108条(d)項。

246 SEC (2003b)。

247 澤邊(2005)156-160頁、吉川・竹口(2003)参照。なお、FASBは当該SEC報告書が公表される以前から、原則主義への移行を提案していた(FASB(2002))ほか、当該SEC報告書に対して基本的方向としては賛同するとの反応を示している(FASB(2004))。

248 目的指向型原則主義は、原則主義の一種と捉えられている。もっとも、原則主義や細則主義に関する厳密な定義は確立しておらず、原則主義は広義な概念であるが、端的にいえば、極端な細則主義も問題であるし、極端な原則主義も問題である。したがって、会計基準の目的を明示しかつ同基準の運用に十分な詳細を提供するアプローチに移行していくべきであるとするものである。

249 SOX法第401条(c)項。

これを受けて、SECは、2005年6月15日に「2002年SOX法第401条(c)項に基づく、簿外取引、SPE、財務報告の透明性に関する報告・提言」を公表し²⁵⁰、会計基準に関する具体的な提言²⁵¹に加え、“full and fair disclosure”の観点から、財務報告に関して次のように提言した。

簿外取引やSPEを利用した取引のなかには、経済的な動機ではなくむしろ会計上の動機に基づくものが少なくないとの認識の下、会計上の動機に基づく取引（取引の仕組み）をディスカレッジすべきである。

2003年にも提言したとおり、会計基準については目的指向主義アプローチ（原則主義アプローチの一類型）に移行していくべきである。

公開会社（発行体）は、財務報告の一貫性および関連性を改善し、より有益な情報の提供に努めるべきであり、また、発行体のなかには、技術的なコンプライアンスを行うだけで十分であると考えている先もあるが、技術的なコンプライアンスだけでは開示制度の目的に資するわけではなく、発行体は投資家に対するコミュニケーションの透明性を向上すべきである。

なお、SPEの会計処理については連結対象範囲が拡大される形で見直しが行われている²⁵²。

八．会計基準設定機関の要件を明示

SOX法は、会計基準設定機関の要件を定めた。すなわち、その要件として、民間主体であること、委員会構成であること、財政的基盤がSOX法第109条に定めるところに基づくものであること（SOX法第109条は、PCAOBおよび会計基準設定機関の財源等について定め、会計基準設定機関の財源として公開会社からの手数料等を法定し、会計基準設定機関の財務面での独立性に配慮している²⁵³）、ビジ

250 SEC (2005)。

251 連結会計、年金会計、リース会計、金融商品会計等に関する提言等が織り込まれており、これらはFASBに対する提言と位置付けられている。これらに対するFASBからの回答については、FASB (2006) 参照。

252 2003年1月、FASBより解釈指針第46号が公表され、単純な「持株基準」では所有関係を確認できない事業体を「変動持分事業体 (variable interest entity)」と定義したうえで、「変動持分事業体」の予測損失または予測残余利益の過半を負担あるいは受領するような「主たる受益者」については、実質的にみて過半数の議決権を有するのと同程度の支配的財務持分を有しているとみなされ、連結の対象とされることとなった。祝迫・古市 (2004) 337頁参照。

さらに、2005年8月、FASBは、財務会計基準書第140号 (Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities) を改正すべく公開草案を公表している。

253 FASBの収入源が出版物の販売や会計士団体、財界、学界からの寄付に依存していると、例えば、検討されている会計基準の内容に不満を持った企業が出版物の購入をやめたり、寄付の金額を減らしたりすることで、FASBに対して不当な圧力をかけることが可能となるとのSECの懸念が存在していた。淵田・大崎 (2002) 37-38頁 (大崎貞和氏執筆担当部分)。なお、FASBの財政面の従前の取扱いについては、古市 (1999) 137-139頁参照。

ネス慣習の変化等に応じ必要な会計基準の修正を多数決により採択できること、会計基準を採択するに当たって、投資家保護のために、ビジネス環境の変化への対応の必要性や会計基準の国際的収斂の必要性や適切性を考慮することを挙げている²⁵⁴。

2. 監査法人に対する監督および外部監査人（監査法人）の責任強化・独立性向上に関する施策、その他のゲートキーパーに関する規制の概要

エンロン事件等では、会計不正が大きな問題となったことを受け、SOX法は、会計を掌る専門家である監査法人に対する監督制度を導入することとし、監査法人を監督する独立監視機関であるPCAOBを創設した（下記(1)参照）。また、外部監査人（監査法人）に、財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性に関する経営者による評価をアテスト（証明）する義務や監査委員会への報告義務を新たに課しているほか（下記(2)参照）、外部監査人（監査法人）の独立性を向上させる施策を定めている（下記(3)参照）。加えて、寡占状態にある監査法人業界の実態調査を求めている（下記(4)参照）。

また、弁護士、証券アナリスト、格付機関といった監査法人以外のゲートキーパーに関する規制の概要について極めて簡単に整理する（下記(5)参照）。

(1) 監査法人に対する監督 PCAOBの創設とその主な役割 イ. PCAOBの創設

会計不正に対する投資家の不信感を払拭すべく、監査法人を監督する独立監視機関であるPCAOBを創設した²⁵⁵。PCAOBは、政府機関ではなく、民間主体であり、非営利法人と同等の権限を有する²⁵⁶。PCAOBは、SECにより任命²⁵⁷された委員5名（任期は原則5年。ただし、公認会計士は2名以内²⁵⁸）による合議制で運営されている。

ロ. PCAOBによる監査基準等の設定

SOX法は、PCAOBは、監査基準、品質管理基準、倫理基準、独立性基準等を制

254 SOX法第108条(a)項により追加された33年証券法第19条(b)項。2003年4月、SECは、FASBおよびその上位機関であるFinancial Accounting Foundationが同条の基準を満たすと認定し、1973年12月20日付のAccounting Series Release No. 150を更新する形でFASBの民間会計基準設定機関としての地位を再確認するポリシーステイトメントを発出した（SEC Release No. 33-8221; 34-47743; IC-26028;FR-70, April 25 2003, “Policy Statement: Reaffirming the status of the FASB as a Designated Private-Sector Standard Setter”参照）。

255 SOX法第101条。

256 なお、PCAOBの合憲性については現在訴訟で争われているが、第一審では合憲との判断が下された（Free Enterprise Fund and Beckstead & Watts et al. v. PCAOB, DC, Civil Action No. 06-0217, March 21 2007）。

257 SECは、任命に当たって、連邦準備制度議長と財務長官と協議しなければならない。SOX法第101条(e)項(4)。

258 PCAOB委員長の追加的要件として、就任前5年の間、公認会計士としてプラクティスしていないことが課されている。SOX法第101条(e)項(2)。

定しなければならないと定めており²⁵⁹、これを受けて、PCAOBは2006年末時点で4基準を制定している²⁶⁰。

ハ．監査法人によるPCAOBへの登録、PCAOBによる検査、調査・処分

公開会社に対して監査を行う監査法人はPCAOBに登録しなければならない²⁶¹。PCAOBは、100社以上の監査先（発行体）を有する監査法人に対しては毎年、それ以外の監査法人に対しては3年毎に検査を実施し²⁶²、監査基準等（上記口・参照）に違反した公認会計監査法人およびその関係者に対して調査のうえ処分を行う²⁶³。

(2) 外部監査人（監査法人）の責任強化

SOX法においては、以下のとおり、外部監査人の責任²⁶⁴が強化されている。

イ．財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性に関する経営者による評価についての外部監査人（監査法人）のアテステーション義務（下記6.参照）

ロ．外部監査人（監査法人）の監査委員会への報告義務

外部監査人（監査法人）は、重大な会計政策および会計慣行、経営者と議論した財務情報に関する取扱いに関するGAAPの範囲内で認められうる代替手法、その取扱い・開示に関する当該代替手法による派生結果、当該代替手法に関する外部監査人（監査法人）の評価、経営者と外部監査人（監査法人）との間のその他重要なコミュニケーションについて、監査委員会に報告しなければならない²⁶⁵。

259 SOX法第103条。ただし、PCAOBが定める基準が発効するためには、SECによる承認が必要である。SOX法第107条(b)項(2)。

260 監査基準第1号（“References in Auditors’ Reports to the Standards of the Public Company Accounting Oversight Board”、SECは2004年5月14日に承認）、監査基準第2号（“An Audit of Internal Control over Financial Reporting Performed in Conjunction with an Audit of Financial Statements”、SECは2004年6月17日に承認<(参考1)6(3)参照>）、監査基準第3号（“Audit Documentation”、SECは2004年8月25日に承認）、監査基準第4号（“Reporting on Whether a Previously Reported Material Weakness Continues to Exist”、SECは2006年2月6日に承認）。

なお、従前は、監査基準の設定、監査の品質管理レビュー・監査実務の監視、監査法人の登録・処分等は、米国公認会計士協会（American Institute of Certified Public Accountants、自主規制機関）が行っていた。SOX法によるPCAOBの創設に伴い、今般これらのうち公開会社に関するものはPCAOBに委譲された。なお、職業資格試験や継続的専門教育の実施等は引き続き米国公認会計士協会によって行われている。八田・町田（2002）97頁。

261 SOX法第102条。

262 SOX法第104条。なお、検査に関する報告書は、PCAOBのホームページにおいて公表されている。

263 SOX法第105条。

264 そもそも外部監査人の責任は、監査を企画・実行し、財務報告に重要な不実表示（重要な虚偽記載や重要な記載漏れを含む）が存在しないことについて合理的な保証（reasonable assurance）を与えることにある。「合理的な」保証であり、絶対的な保証ではない点に留意する必要がある。

265 SOX法第204条により追加された34年証券取引所法第10A条(k)項。

(3) 外部監査人（監査法人）の独立性を向上させる施策

イ．監査法人が被監査会社に非監査業務を提供することの原則禁止

外部監査人（監査法人）は、当該被監査会社に対して、記帳業務等、財務情報システムの設計・導入業務、評価サービス業務、公正意見書の提供業務等、アクチュアリー・サービス業務、内部監査業務、マネージメント・人事代行業務、ブローカー・ディーラー業務・投資アドバイス業務・投資銀行業務、弁護士業務等、その他PCAOBが定める業務を、原則として提供してはならない²⁶⁶。

なお、上記9業務以外の非監査業務（例えば、税務サービス業務）については、当該被監査会社の監査委員会の事前の承認を経れば、被監査会社に対して提供することが許容されている²⁶⁷。

ロ．監査パートナー等のローテーション（最長5年）制の導入

被監査会社担当の監査パートナー等が過去5年間当該被監査会社に対して外部監査を行っている場合には、当該監査法人は外部監査を実施してはならないとされた²⁶⁸。

ハ．雇用関係による利益相反の禁止

被監査会社の経営者が監査開始日から過去1年間外部監査を実施する監査法人に雇用され外部監査に参加していた場合には、当該監査法人は外部監査を実施してはならないとされた²⁶⁹。

ニ．外部監査人（監査法人）に対する不正な影響等を与えることの禁止

当該会社の役員等が外部監査人（監査法人）に不正な影響等を与えることを禁止した²⁷⁰。

(4) 寡占状態にある監査法人業界の実態調査

GAO（General Accounting Office < 2004年7月にGovernment Accountability Officeに改称 >、会計検査院）は、監査法人業界において統合が進んだ要因、寡占に伴う問題点（高コスト、低品質、外部監査人の独立性の低下、選択範囲の縮小等）それら

266 SOX法第201条(a)項により追加された34年証券取引所法第10A条(g)項。なお、SOX法第201条(b)項は、PCAOBが必要に応じ、SECの審査を経ること等を条件に例外を設けることができる旨定めている。

267 SOX法第201条(b)項および第202条により追加された34年証券取引所法第10A条(h)(i)項。

268 SOX法第203条により追加された34年証券取引所法第10A条(j)項。なお、SOX法第207条は、監査法人の強制ローテーション制について、GAO（General Accounting Office）に研究・報告を義務付けた。GAOは、2003年11月、同条に基づく報告書（「監査法人の強制ローテーション制は必ずしも最も効率的な方法ではない」との結論）を連邦議会に提出した（GAO(2003b)参照）。なお、町田（2005）は、こうした米国の現状を現行制度の有効性評価の観察期間にあると解されると評価している。

269 SOX法第206条により追加された34年証券取引所法第10A条(l)項。

270 SOX法第303条。同条に基づき、SECは、2003年5月、SEC規則を制定した（SEC Release No. 34-47890, IC-26050, May 20 2003, “Improper Influence on Conduct of Audits”参照）。

の問題点への対応策等を取り纏めた報告書を連邦議会に提出することとされた²⁷¹。

これを受けて、GAOは、2003年7月、「監査法人：統合と競争」と題する報告書を公表した²⁷²。そのポイントは、以下のとおりである。

国内的にも国際的にも、大会社の監査を実施しうる監査法人は数社しかない。1980～90年代に、ビジネスのグローバル化、規模の経済性、より高度な専門性の蓄積の必要性等を背景に、監査法人間の統合が進んだ。アーサー・アンダーセンの解体に伴い、大手監査法人は「ビッグ4」と呼ばれる4社しか存在しなくなった。この4社による監査が米国公開会社数ベースでは78%、同売上高ベースでは99%を占めている。

これまでのところ、寡占状態の結果、競争が阻害されるとか、監査手数料が高騰しているとか、監査の品質や監査の独立性が害されるといった弊害は必ずしもみられていない。

中小監査法人には、人材、専門性、資本、グローバルネットワーク、評判などの欠如という問題があり、大手監査法人と競争できるようにはなっていない。したがって、市場原理に基づき、大手監査法人数が増加することは期待できない。むしろ、諸事情により大手監査法人数が減少するリスクがある。しかしながら、対応策として何をすべきか明らかではない。

(5) 弁護士、証券アナリスト、格付機関等ゲートキーパーに関する規制 イ．弁護士に関する規制

SOX法は、SECに、弁護士がSEC関連の職務遂行に当たって最低限遵守すべき基準を定めた規則を制定することを義務付けた。当該規則においては、弁護士に対して、少なくとも、当該会社およびその機関による証券諸法等の重要な違反に関する証拠を発見した場合の経営者あるいは法務責任者に対する当該証拠を報告する義務、および当該経営者あるいは法務責任者が適切に対応しなかった場合の監査委員会に対する当該証拠を報告する義務を定めることが求められている²⁷³。これを受け、SECは、2003年1月に、これら報告義務を定めたSEC規則を制定した²⁷⁴。

271 SOX法第401条(c)項。

272 GAO (2003a)。

273 SOX法第307条。

274 SEC Release No. 33-8185; 34-47276; IC-25919, January 29 2003, "Implementation of Standards of Professional Conduct for Attorneys." 当該SECリリースにおいて、SECは上記2つの報告義務をトーナメント方式 (up-the-ladder) の義務として捉えている。また、SOX法第307条が求めている義務に加え、SECは、もう一段階の義務、すなわち、弁護士が当該報告をしても当該会社が (経営者あるいは法務責任者に加え監査委員会も) なお対応しない場合に、当該弁護士に対して当該会社の顧問弁護士を辞めさせたうえで当該事実をSECに報告する (noisy withdraw) 義務 (あるいはその代替的義務) を課すことを提案している (SEC Release No. 33-8150; 34-46868; IC-25829, November 21 2002, "Implementation of Standards of Professional Conduct for Attorneys" およびSEC Release No. 33-8186; 34-47282; IC-25920, January 29 2003, "Implementation of Standards of Professional Conduct for Attorneys" 参照)。

ロ．証券アナリストに関する規制

SOX法は、証券アナリストの利益相反問題を解決するため、SECおよびSECの承認を受けた自主規制機関に対し、証券アナリストの調査レポートに投資銀行部門等が関与することを制限すること、公募に参加した証券会社等について当該証券会社に所属する証券アナリストによる調査レポートの発行禁止期間を設定すること、投資銀行部門等の圧力等から証券アナリストを守るための制度を設けること、利益相反に関する開示に係る規則を制定することを義務付けた²⁷⁵。これを受けて、SECは、2003年2月にレギュレーションAC (Regulation Analyst Certification) を制定したほか²⁷⁶、同年7月にニューヨーク証券取引所および全米証券業協会が提案した自主ルールを承認した²⁷⁷。

ハ．格付機関に関する規制

SOX法は、SECに、格付機関の役割と機能に関する研究（正確な格付けができない理由、格付機関の新規参入障壁や利益相反問題についての分析・検討を含む研究）を行い、連邦議会に報告することを義務付けた²⁷⁸。これを受け、SECは2003年1月に「証券市場における格付機関の役割と機能」と題する報告書²⁷⁹を連邦議会に提出した。

その後、SECや連邦議会での様々な議論を経て、2006年9月にCredit Rating Agency Reform Act of 2006²⁸⁰が成立した。同法は、スタンダード・プア・ズ、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、フィッチといった公認統計格付機関（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）²⁸¹についてSECへの登録制を導入し、SECに登録、記録保存、財務報告、監視に関する規則を制定することを求めている。これを受けて、SECは2007年6月にSEC規則を制定した²⁸²。

275 SOX法第501条(a)項により追加された34年証券取引所法第15D条。

276 SEC Release No. 33-8193; 34-47384, February 20 2003, "Regulation Analyst Certification".

277 SEC Release No. 34-48252, July 29 2003, "Self-Regulatory Organizations; Order Approving Proposed Rule Changes by the New York Stock Exchange, Inc. Relating to Exchange Rules 344 ("Supervisory Analysts"), 345A ("Continuing Education for Registered Persons"), 351 ("Reporting Requirements") and 472 ("Communications with the Public") and by the National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to Research Analyst Conflicts of Interest and Notice of Filing and Order Granting Accelerated Approval of Amendment No. 3 to the Proposed Rule Change by the New York Stock Exchange, Inc. and Amendment No. 3 to the Proposed Rule Change by the National Association of Securities Dealers, Inc. Relating to Research Analyst Conflicts of Interest."

278 SOX法第702条。

279 SEC (2003a) 。

280 Pub. L. No. 109-291.

281 登録申請日までに最低3年間格付機関として事業を行っていること等が当該公認統計格付機関の要件となっている。Credit Rating Agency Reform Act of 2006第3条および第4条により改正された34年証券取引所法第3条(a)項(62)および同15E条参照。

282 SEC Press Release 2007-104, May 23 2007, "SEC Votes to Adopt Final Rules to Implements the Credit Agency Reform Act of 2006" およびSEC Release No. 34-55857, June 5 2007, "Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations."

3. 監査委員会の責任強化・独立性向上等に関する施策

(1) 監査委員会の責任強化

イ. 外部監査人の任命、報酬決定等

監査委員会は、外部監査人の任命、報酬決定および監督（経営者と外部監査人の意見不一致があった場合にはその解決を含む）について直接責任を負う²⁸³。

ロ. 外部監査人による監査委員会への報告義務（上記2（2）ロ.参照）

ハ. 内部告発等処理する手続の制定

監査委員会は、会計・監査等に関する申立てや内部告発²⁸⁴を受理し処理する手続を制定しなければならない²⁸⁵。

(2) 監査委員会の独立性・専門性を向上させる施策

イ. 監査委員会の独立性向上

SOX法は、監査委員会の各委員が独立していることを要求している（独立社外取締役）²⁸⁶。

これを受けて、ニューヨーク証券取引所は、コーポレート・ガバナンスの向上を図るべく、とりわけ取締役会（監査委員会を含む）による監督の質を高めるべく、NYSE上場規則を改正した²⁸⁷。監査委員会（社外取締役の独立性を含む）に関連する改正された上場規則ポイントは、以下のとおりである²⁸⁸。

283 SOX法第301条により追加された34年証券取引所法第10A条(m)項。同項は、SECが証券取引所および証券業協会に対して上記要件を満たしていない会社の上場を禁止するSEC規則を制定することを義務付けている。これを受け、SECは、2003年4月、SEC規則を制定した（SEC Release No. 33-8220, 34-47654, IC-26001, April 9 2003, "Standards Relating to Listed Company Audit Committee"）。

284 上記に加え、SOX法は、内部告発者を保護する制度を定めている（同法第806条）。

285 前掲注283で言及しているSEC規則。

286 前掲注283で言及しているSEC規則。また、「独立している」とは、当該会社からコンサルティング料等の報酬（取締役としての報酬以外の報酬）を受け取っておらず、当該会社およびその子会社の関係者ではないことを意味する。34年証券取引所法第10A条(m)項(3)(B)。なお、後述のNew York Stock Exchange Listed Company Manual（以下「NYSE上場規則」という。）では、独立性の要件は厳格化され、会社と重要な関係（material relationship）を有しないこと等が求められている（同上場規則303A.02）。

なお、米国においても「社外」や「独立」といった概念は必ずしも整理されて用いられているわけではないが、本稿では、達観して、従来の社外取締役にNYSE上場規則等により独立性が付与され、独立社外取締役となったと捉えている。米国における「社外」や「独立」といった概念については、例えば、Clarke（2007）参照。

287 2003年11月4日にSECが当該上場規則の改正を承認した。SEC Release No. 34-48745, November 4 2003, "NASD and NYSE Rulemaking: Relating to Corporate Governance." なお、全米証券業協会も同様な規則改正を行い、あわせてSECに承認された。

288 NYSE上場規則の関連部分は、Section 3 Corporate Responsibility, 303A.00 Corporate Governance Standards.

取締役の過半数は、独立取締役でなければならない^{289, 290}。

監査委員会は3名以上で構成され、同委員会の委員はすべて独立社外取締役でなければならない²⁹¹。

監査委員会は、経営者、内部監査人、外部監査人とそれぞれ定期的に会合を設けなければならない²⁹²。

外部監査人とともに監査に関する問題点やそれに対する経営者の反応等をレビューしなければならない²⁹³。

ロ．監査委員会の専門性向上

SOX法は、SECに、監査委員会における財務専門家に関する開示に係る規則の制定を義務付けている²⁹⁴。これを受け、SECは、2003年1月、SEC規則を制定した²⁹⁵。同SEC規則は、公開会社（発行体）が監査委員会の委員に財務専門家²⁹⁶（financial expert）がいるか否か（財務専門家がない場合には、その理由をあわせて）を定期報告書において開示することを求めている。

要すれば、監査委員会は、受動的に経営者や外部監査人に依存するのではなく、危険信号を察知するためのモニタリングが求められ、例えば、経営者や外部監査人から報告を受けるに当たっては、その独立性・専門性を踏まえた審査を行うことが求められる²⁹⁷。

4．経営者の責任強化に関する施策

エンロン事件等では、経営者の不正が大きな問題となったことを受け、それを防止すべく、SOX法は、以下のような経営者の責任強化に関する施策を定めている。

289 NYSE上場規則303A.01。

290 ハーバード・ロー・スクールのクラーク教授（Robert C. Clark）は、独立取締役が過半数以上いることの長所として、内部者よりも株主の利益に反する行動を採るインセンティブが少ないこと、内部者よりも経営者にコントロールされていると感じていないので、よりモニタリング機能を果たしうることを、また、問題点としては、企業特有の情報等に欠けているため有意義な貢献をしにくいこと、干渉し過ぎること、形式的には「独立的」であるとしても、経営者等によって選任されていること等から実質的には「独立的」ではないかもしれないことを指摘している。Clark（2005）p.34。

291 NYSE上場規則303A.07(a)(b)。

292 NYSE上場規則303A.07(c)(iii)(E)。

293 NYSE上場規則303A.07(c)(iii)(F)。

294 SOX法第407条。

295 SEC Release No. 33-8177, 34-47235, January 23 2003, “Disclosure Required by Sections 406 and 407 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002.”

296 なお、前掲注295で言及したSEC規則は、「財務専門家」を、外部監査人や財務担当役員等の実務経験や教育等を通じて、会計基準や財務報告に関する理解、会計基準を適用する能力、財務報告に係る内部統制手続に関する理解、監査委員会の役割に関する理解を有する者と定義している。

297 Bainbridge（2007）pp.184-185。

(1) 経営者の財務報告に関する責任

経営者等（CEO、CFO等）は、以下の事項を定期報告書において認証（certify）しなければならない、と定めている²⁹⁸。

- 定期報告書（年次報告書・四半期報告書）をレビューしたこと
- 知る限りにおいて定期報告書に重要な事実に関して虚偽等がないこと
- 知る限りにおいて定期報告書で報告されている当該会社の財務状況および業績がすべての重要な点を適正に表示していること
- 内部統制を構築・維持する責任があり、重要な情報が報告されるように内部統制を設計しかつ内部統制の有効性を評価し、その結論を報告書において提示したこと²⁹⁹
- (i)外部監査人に「重要な欠陥（material weakness）」であると認定されうる内部統制の設計・運用に関する「重大な不備（significant deficiency）」³⁰⁰、および(ii)重要であるか否かにかかわらず経営者等による不正を、外部監査人および監査委員会に開示したこと
- 「重要な欠陥」および「重大な不備」に関する是正措置の有無等、内部統制に関する重要な変化の有無を報告書において示したこと

また、経営者は、財務報告が34年証券取引所法の要件を満たし、かつ当該会社の財務状況および業績をすべての重要な点において適正に表示していることを記載した証明書を添付しなければならない。また、この場合、経営者が虚偽の報告をした

298 SOX法第302条(a)項。より正確には、同項は、SECに上記のような規則を制定するよう義務付けている。これを受け、SECは、2002年8月、SEC規則を制定した（SEC Release No. 33-8124, 34-46427, IC-25722, August 29 2002, “Certification of Disclosure in Companies’ Quarterly and Annual Reports”）。

299 これに基づくSEC規則では、内部統制（internal control）という言葉に代え、会社（発行者）は開示統制手続（disclosure controls and procedures）を構築しなければならないと定めている（34年証券取引所法SEC規則第13a-15(e)および同規則15d-15(e)）。開示統制手続の対象は、財務報告に限定されないという意味で、後述のSOX法第404条に基づく財務報告に係る内部統制の対象よりも広いと考えられている。開示統制手続については、SOX法第302条に基づくものであり、その有効性について経営者が評価する義務があるが、外部監査人（監査法人）によるアテスト義務（外部監査人が経営者の評価に問題がないことを証明する義務）はない。SEC Release No. 33-8124, 34-46427, IC-25722 August 28 2002, “Certification of Disclosure in Companies’ Quarterly and Annual Reports.” あわせて、Bainbridge（2007）pp.200-201、黒沼（2004b）32-33頁参照。

なお、日米の制度比較の観点からは、米国の開示統制手続は、財務諸表、財務諸表以外の財務情報、非財務情報のすべてを対象とし、また、米国のSOX法第404条に基づく内部統制は財務諸表のみを対象とし、他方、わが国の金融商品取引法上の内部統制（金融商品取引法第24条の4の4および第193条の2第2項およびその具体的な基準である「財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準」＜企業会計審議会が2007年2月に制定＞）に基づく、財務報告に係る内部統制）は、財務諸表と財務諸表以外の財務情報を対象とするとの分析がなされている。鳥羽（2007）336-340頁。

300 SECは、当初、重要な欠陥と重大な不備を同義なものと捉えていた。後掲注317で引用しているSEC規則およびOffice of the Chief Accountant and Division of Corporation Finance of the SEC, October 6 2004 (revised), “Management’s Report on Internal Control over Financial Reporting and Disclosure in Exchange Act Periodic Reports Frequently Asked Questions” のQuestion 13参照。

場合の罰則を大幅に引き上げた（最長20年の懲役、最高500万ドルの罰金）³⁰¹。

(2) 経営者の財務報告に係る内部統制体制・手続構築義務および内部統制体制・手続評価義務（下記6.参照）

(3) 経営者に対する信用供与の禁止

公開会社（発行者）が経営者や取締役等に対して融資等の信用供与を行うことを原則禁止している³⁰²。

(4) 財務報告に係る修正再表示時の役員報酬返還義務

不正行為の結果、財務報告に係る修正再表示を行わざるをえなくなった場合には、経営者等は直近1年以内に支払われた特別報酬等を返還する義務を負う³⁰³。

(5) 年金基金の取引停止期間中のインサイダーによる取引禁止義務

経営者や取締役等のインサイダーは、原則として、年金基金の取引停止期間中に当該会社の株式等を売買等してはならない³⁰⁴。

(6) 財務担当役員の倫理規範に関する開示

公開会社（発行者）は、財務担当役員等用の倫理規範を定めているか否か（定めていない場合には、その理由をあわせて）を定期報告書において開示しなければならない³⁰⁵。

5. 法執行の強化に関する施策

エンロン事件等の会計不正・企業犯罪に対応すべく、そうした不祥事の発生を抑制するため、SOX法は、以下のような法執行の強化に関する施策をも織り込んでいる。

(1) ホワイトカラー犯罪の刑罰引上げ等

上記4(1)でみたとおり、経営者が虚偽の財務報告をした場合の罰則を大幅に引き上げる（最長20年の懲役、最高500万ドルの罰金）³⁰⁶等、ホワイトカラー犯罪の

301 SOX法第906条。

302 SOX法第402条。

303 SOX法第304条。

304 SOX法第306条。

305 SOX法第406条。より正確には、同条は、SECに上記のような規則を制定するよう義務付けている。これを受け、SECは、2003年1月、SEC規則を制定した（SEC Release No. 33-8177, 34-47235, January 23 2003, “Disclosure Required by Sections 406 and 407 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”）。

306 SOX法第906条。

刑罰等を引き上げている。このほか、監査記録等の文書改竄に対する刑罰³⁰⁷や証券詐欺法違反により生じた負債の破産免責の否定³⁰⁸、記録改竄や公的手続妨害に関する刑罰³⁰⁹や証券諸法違反の刑罰引上げ³¹⁰等を定めている。

(2) SECの体制強化

SECの人員を増加し、予算を増額した³¹¹。

(3) 投資家のための公正基金

SECによる課徴金や証券諸法違反等に伴う利益の没収は、被害にあった投資家のための公正基金に加えられることとされた³¹²。

(4) 証券諸法違反の出訴期限の延長

連邦証券諸法違反を主張する私的訴権の出訴期限を、違反行為の発見から2年以内か違反時から5年以内のいずれか早い方までに延長した³¹³。

6. 内部統制規制

SOX法の最大の特徴である財務報告に係る内部統制規制については、同法第404条がそれを定めている。その目的は、内部統制を通じて財務報告に係る不実表示(会計不正と呼ばれた詐欺的な虚偽記載を含む)を減少させ、会計不正から生じる資本市場への悪影響を低減させることにある³¹⁴。なお、米国公開会社については、

307 SOX法第802条。

308 SOX法第803条。

309 SOX法第1102条。

310 SOX法第1106条により追加された34年証券取引所法第32条(a)項。

311 SOX法第601条。

312 SOX法第308条。

313 SOX法第804条。改正前の出訴期限は、違反行為の発見から1年以内か違反時から3年以内のいずれか早い方であった。本条は、私人による訴訟の提起が証券詐欺の発生を抑止するという効果を期待したものであり、証券訴訟に対する議会の態度が1995年の私的証券訴訟改革法制定時より転換したことを示している。黒沼(2004a)132頁。

314 米国において、内部統制が法律で定められたのは、SOX法が最初というわけではない。1970年代にウォーターゲート事件を契機として企業の違法な政治献金が問題となり、Foreign Corrupt Practices Act of 1977(15 U.S.C. §§ 78dd-1, et seq.)が立法され、正確な帳簿と記録の作成維持および内部会計統制の整備維持が求められた。柿崎(2005)33-88頁、町田(2007)44-48頁。

さらに、1980年代にS&L(貯蓄貸付組合)等金融機関の破綻の多発への対応策の1つとして、Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991(Pub. L. No. 102-242, 105 Stat. 2236.以下「FDICIA」という。)が制定された。FDICIAにより、預金取扱金融機関の経営者には内部統制を構築したうえでその体制・手続の評価を含む報告を行う義務が課されたほか、当該金融機関の外部監査人には内部統制の体制・手続の有効性に関する経営者の評価をアテストし、さらにそれを報告する義務が課された。町田(2004)187-202頁。

FDICIAによる内部統制に関する規制を実施するための基礎として、会計プロフェッションによるフレームワークが存在することが想定されており、それを明確に定めたのが、COSO(Committee of Sponsoring

大企業（早期適用会社³¹⁵、株式時価総額が75百万ドル以上）に限って、2004年11月15日以降に終了する事業年度からSOX法第404条の適用が開始されている。

以下では、(1)SOX法第404条の概要、(2)SOX法第404条(a)項に基づく内部統制報告書に関するSEC規則の概要、(3)SOX法第404条(b)項に基づく内部統制に関するPCAOB監査基準第2号の概要、(4)SOX法第404条を巡るSEC主催のラウンドテーブルとそれに伴うSEC等の対応について敷衍する。

(1) SOX法第404条の概要

具体的には、SOX法第404条³¹⁶は、(a)項において経営者が財務報告に係る内部統制体制・手続を構築・維持していることおよび経営者による当該内部統制体制・手続の有効性に関する評価を含む内部統制報告書を定期報告書に含むことを義務付ける規則をSECが制定しなければならないこと、また、(b)項において外部監査人が監査報告書を作成するに当たってPCAOBの定める基準に準拠して当該内部統制体制・手続の有効性に関する当該経営者による評価に問題がないことをアテスト・報告しなければならないことを定めている。

Organization of the Treadway Commission)による「トレッドウェイ委員会報告書：内部統制の統合的フレームワーク」(COSO(1992))である。同報告書は、達観すれば、「内部統制」を「業務の有効性と効率性、財務報告の信頼性、関連法規の遵守という3つの目的の達成に関して合理的な保証を提供することを意図した事業体の取締役会、経営者およびその他の構成員によって遂行される1つのプロセス」であると定義し、「内部統制フレームワーク」は、「統制環境、リスクの評価、統制活動、情報と伝達およびモニタリングという5つの構成要素から構築されている」としている。さらに、COSOは、リスク管理に対する関心の高まり等を受けて、2004年9月、「企業のリスク管理 統合的フレームワーク」(COSO(2004))を公表している。町田(2004)117-158頁、柿崎(2005)136-174頁、町田(2007)48-54頁参照。

なお、COSOは、SOX法第404条を中小企業にも適用すべきか否かという論点に係る議論が盛り上がりを見せるなか、2006年6月に「財務報告に係る内部統制 上場中小企業に対するガイダンス」(COSO(2006))と題する報告書を公表している。

315 米国公開会社の適用スケジュールに関しては、Large Accelerated Filter(株式時価総額が7億ドル以上)とAccelerated Filter(株式時価総額が75百万ドル以上7億ドル未満)は同一であるため、本稿ではこれらをあわせて大企業と呼んでいる。なお、外国会社の場合には、適用スケジュールがLarge Accelerated FilterとAccelerated Filterとで扱いが異なっているが、本稿では説明を省略している。

316 SOX法第404条の原文は、以下のとおりである。

Section 404 MANAGEMENT ASSESSMENT OF INTERNAL CONTROLS.

(a) RULES REQUIRED.— The Commission shall prescribe rules requiring each annual report required by section 13 (a) or 15 (d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m or 78o (d)) to contain an internal control report, which shall—

(1) state the responsibility of management for establishing and maintaining an adequate internal control structure and procedures for financial reporting; and

(2) contain an assessment, as of the end of the most recent fiscal year of the issuer, of the effectiveness of the internal control structure and procedures for financial reporting.

(b) INTERNAL CONTROL EVALUATION AND REPORTING. — With respect to the internal assessment required by the subsection (a), each registered public accounting firm that prepares or issues the audit report for the issuer shall attest to, and report on, the assessment made by the management of the issuer. An attestation made under this subsection shall be made in accordance with standards for attestation engagements issued or adopted by the Board. Any such attestation shall not be subject of a separate engagement.

要すれば、SOX法第404条は、

経営者が財務報告に係る内部統制体制・手続を構築・維持すること、
経営者が財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性を評価すること、
外部監査人が上記の経営者の評価をアテストすること(アテストーション、
すなわち、外部監査人が上記の経営者の評価に問題がないことを証明する
こと)

を課しているといえる。これら義務の具体的内容については、SOX法第404条(a)項に基づいて2003年6月に制定されたSEC規則³¹⁷およびSOX法第404条(b)項で言及されているPCAOBの定める基準、具体的にはPCAOBが2004年3月にSECに提出し、SECが同年6月に承認したPCAOB監査基準第2号³¹⁸により画されている。

以下では、SOX法第404条(a)項に基づいて制定されたSEC規則と、SOX法第404条(b)項に基づくPCAOB監査基準第2号の概要につき簡単に敷衍することとする。

(2) SOX法第404条(a)項に基づく内部統制報告書に関するSEC規則の概要

SOX法第404条(a)項に基づいて制定された内部統制報告書に関するSEC規則のポイントは以下のとおりである³¹⁹。

年次内部統制報告書には、(i)経営者が財務報告に係る適切な内部統制体制・手続を構築・維持する責任を負うとの記載、(ii)経営者が財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性を評価する際に用いるフレームワークの説明、(iii)当該内部統制体制・手続の有効性に関する期末における評価、(iv)外部監査人がアテストーションを与える報告書を発行したとの記載が含まれていなければならない³²⁰。

ここで、財務報告に係る内部統制とは、経営者により設計され、取締役会や経営者等によって運用されるプロセスであって、財務報告の信頼性および開示された財務諸表がGAAPに則して作成されたことを合理的に保証するプロセス(a process to provide reasonable assurance)である。この内部統制は、(i)取引や資産処分に関する正確公正な、かつ、かなり詳細な記録を保存する手続、(ii)GAAPに則して財務諸表が作成できるように取引が記録されていること、および、収入支出が経営者等から委任された権限にしたがって実施さ

317 SEC Release No. 33-8238, 34-47986, IC-26068, June 5 2003, "Management's Reports on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports."

318 "An Audit of Internal Control over Financial Reporting Performed in Conjunction with an Audit of Financial Statements." なお、SECは当該基準を2004年6月17日に承認。

319 SEC Press Release 2003-66, May 27 2003, "SEC Implements Internal Control Provisions of Sarbanes-Oxley Act; Adopts Investment Company R&D Safe Harbor."

320 SECのレギュレーションS-Kアイテム308。

れていることを合理的に保証する手続、(iii) 財務諸表に重要な影響を与える無権限の資産の取得・利用・処分を防止する、あるいは、早期発見することを合理的に保証する手続を含まなければならない³²¹。

また、経営者は財務報告に係る内部統制体制・手続に「重要な欠陥(material weakness)」が存在すれば、内部統制報告書においてそれを開示しなければならない。経営者は、財務報告に係る内部統制体制・手続に「重要な欠陥」が存在する場合には、当該内部統制体制・手続が有効であると結論付けることはできない³²²。

なお、当該SEC規則は、2003年6月制定時には、経営者が財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性を評価するための具体的な基準を定めていなかった。

(3) SOX法第404条(b)項に基づく内部統制に関するPCAOB監査基準第2号の概要
内部統制に関するPCAOB監査基準第2号は、外部監査人が財務監査および内部統制監査(財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性に関する経営者による評価についてのアテステーションに係る監査)を実施する際の基準について定めていた。そのポイントは以下のとおりである。

外部監査人は、当該会社の財務報告に係る内部統制体制・手続の有効性につき、合理的な保証(reasonable assurance)³²³を与えるか否かを監査する。当該会社の財務報告に係る内部統制体制・手続に、「重要な欠陥」が存在する場合には、外部監査人は適正意見を出すことができない³²⁴。ここで、「重要な欠陥」とは、「定期報告書において不実表示を引き起こす可能性がかすかよりも大きい(more than a remote³²⁵ likelihood) 重大な不備(significant deficiencies)」と定義されている³²⁶。ちなみに、「重大な不備」とは、「定期報告書において軽微でない不実表示を引き起こす可能性がかすかよりも大きい不備(control deficiencies)」と定義されている³²⁷。外部監査人は、「重要な欠陥」や「重大な不備」が存在する場合には、それを経営者および監査委員会等に書面で報告しなければならない³²⁸。

外部監査人は、アテステーションを実施するに当たって、内部統制体制・手続の有効性に関する経営者による評価につき独自に審査しなければならない

321 34年証券取引所法SEC規則13a-15(f)および同規則15d-15(f)。

322 SECのレギュレーションS-Kアイテム308(a)(3)。

323 前掲注264参照。

324 PCAOB監査基準第2号パラグラフ7-19、127-141および175。

325 “remote”とは、“probable”や“reasonably possible”に比べ将来の可能性が低い(“slight”である)ことを指す。Financial Accounting Standards Board Statement No. 5, Accounting for Contingenciesのパラグラフ3。

326 PCAOB監査基準第2号パラグラフ10。

327 PCAOB監査基準第2号パラグラフ9。

328 PCAOB監査基準第2号パラグラフ207-210。

い。また、外部監査人は、主要な証拠を独自の判断のために自ら集めなければならない。外部監査人は、独自の見解を形成する限りにおいては内部監査人の実施したことに依拠しうる³²⁹。

(4) SOX法第404条を巡るSEC主催のラウンドテーブルとそれに伴うSEC等の対応

SOX法第404条が求める内部統制導入に伴うコンプライアンス・コストに関する懸案もあり、SECは同条の施行後³³⁰、内部統制の実施に関するラウンドテーブルを、2005年4月と2006年5月にそれぞれ主催した。そのポイントは、以下のとおりである³³¹。

イ．2005年4月13日に開催されたラウンドテーブル

2005年4月13日に開催のラウンドテーブルでは、SOX法第404条の施行後初年度における経験、内部統制報告書の開示、内部統制に係る準備と設計、文書化とテスト、裁量、今後の課題等が議論された。具体的な議論のポイントおよびSECの対応は、以下のとおりである³³²。

SOX法第404条は成果をあげており、とりわけ経営者が内部統制により高い関心を持つようになった。他方、初年度のコンプライアンス・コストは多大なものとなった。導入に伴うコストもあるが、不必要で重複が多く焦点が絞りきれていない作業に伴うコストが生じていた。したがって、同条の運用は改善する必要がある。内部統制や財務報告を改善するには、ボトムアップ型やチェック・ザ・ボックス・アプローチを改め、トップ・ダウン型やリスク・アプローチに移行しつつ、絶対的な保証ではなく、合理的な保証に焦点を当てた善意の専門家としての判断により依拠していく必要がある。また、財務監査と内部統制監査との統合や経営者、外部監査人、監査委員会間のコミュニケーションの円滑化が求められる。

こうした議論を踏まえ、SECおよびPCAOBはSOX法第404条の運用を改善すべくガイダンスを発出した³³³。また、SECはCOSO (Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission) に対して中小企業向けガイダンスを作成するよう要請したほか³³⁴、中小企業への影響を検討するためのアドバイザリー委員会 (Commission

329 PCAOB監査基準第2号パラグラフ108-126。

330 米国の大企業については既にSOX法第404条の適用が2004年11月15日以降に終了する事業年度の年次報告書から開始されている。

331 ラウンドテーブルの議題、資料、議事録等は、SECのホームページ (<http://www.sec.gov>) 参照。

332 SEC Press Release 2005-74, May 16 2005, "Commission Statement on Implementation of Internal Control Reporting Requirements."

333 前掲注332のSECプレス・リリースの追加資料であるSEC (Office of the Chief Accountant and Division of Corporation Finance), May 16 2005, "Staff Statement on Management's Report on Internal Control over Financial Reporting" およびPCAOB Release No. 2005-009, May 16 2005, "Policy Statement regarding Implementation of Auditing Standard No.2, An Audit of Internal Control over Financial Reporting Performed in Conjunction with an Audit of Financial Statements."

334 前掲注314およびCOSO (2006) 参照。

Advisory Committee on Small Public Companies) を設置した。

加えて、ラウンドテーブルでの議論等を踏まえ、2005年9月、SECは中小企業（非早期適用会社、株式時価総額が75百万ドル未満）への適用延期措置、すなわち、2007年7月15日以降に終了する事業年度からの適用とする措置を公表した³³⁵。

ロ．2006年5月10日に開催されたラウンドテーブル等

2006年5月10日に開催されたラウンドテーブルでは、SOX法第404条の施行2年間における経験、経営者による内部統制の有効性に関する評価、内部統制監査、資本市場に対する影響報告書の開示、今後の課題等が議論された。こうした議論や当該ラウンドテーブルに提出された書面によるコメント、アドバイザリー委員会の報告書³³⁶およびGAOの報告書³³⁷を踏まえ、SECはSOX法第404条に基づくプロセスをより効率的にすべく、(i)SECによる経営者による内部統制体制・手続の有効性についての評価に関するガイダンスの作成、(ii)PCAOB監査基準第2号の改正、(iii)中小企業等へのSOX法第404条の適用延期措置等の対応策を今後採ることを発表した³³⁸。

335 SEC Release No. 33-8618; 34-52492, September 22 2005, "Management's Report on Internal Control over Financial Reporting and Certification of Disclosure in Exchange Act Periodic Reports of Companies that Are Not Accelerated Filers." 当初（2003年6月時点）中小企業については、2005年4月15日以降に終了する事業年度からの適用を予定していたのを、2004年2月に2005年7月15日以降に終了する事業年度からの適用に延期し、2005年3月に2006年7月15日以降に終了する事業年度からの適用に延期する措置を採り、そのうえで2005年9月にさらに1年間の延期を認め、2007年7月15日以降に終了する事業年度からの適用に延期する措置を採った。

336 SEC Advisory Committee (2006). 同報告書の内容の主なポイントは、中小企業等については、大企業と異なる規制の枠組みを制定すべきであるというものであった。しかしながら、上記のラウンドテーブルにおいて、SEC委員から賛同を得られなかった経緯がある。

337 GAO (2006).

338 SEC Press Release 2006-75, May 17 2006, "SEC Announces Next Step for Sarbanes-Oxley Implementation."

(参考2)「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」の32の提言の概要

【セクション : 米国資本市場の競争力】

提言1: SECは、少なくとも外国会社に対しては、米国資本市場からの退出(より正確には登録の廃止 < deregister >)に関するSEC規則を一部緩和すべきである。外国会社が一旦米国資本市場に上場すると上場廃止することは難しいと考えがちであるが³³⁹、外国会社が米国資本市場から退出することが容易であると考えれば、米国資本市場をより利用しやすくなる³⁴⁰。

【セクション : 規制制定プロセスに関する改革】

提言2: SECは、規制の効率性に関する原則を明示すべきである。少なくとも、SECが規則を制定するに当たっては、費用対効果分析を体系的かつ念入りに行うべきである。

339 この問題は、「ホテル・カルフォルニア問題」と呼ばれている(1970年代のイーグルスのヒット曲にちなんで呼称。この曲のなかでホテル・カルフォルニアにチェックインはできるが、そこを立ち去ることはできないとされている)。Malan (2006)。

340 提言1については、「ハーバード・ソントン・スコット委員会」の提言とは異なるが、問題点の解決が図られている。その経緯をみると次のとおり。

「ハーバード・ソントン・スコット委員会」の具体的提案は、次のとおりであった。新規に公募を行う外国会社については、退出に当たって米国の投資家に対して適切な通知を行うことおよび合理的な移行期間を設けることを条件に、SECは米国資本市場から退出する権利があることを目論見書に記載することを認めるべきである。他方、米国資本市場で株式の公募発行を既に行っている外国会社については、米国の小口投資家(米国証券取引法に依拠して当該株式を購入した小口投資家)を保護する必要がある。しかしながら、大口の機関投資家については小口投資家と同様に扱う必要はないので、米国資本市場からの退出に関するSEC規則案の適用に当たって、SECは大口機関投資家をカウントしない扱いとすべきである。「ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」50頁。

この点に関連して、SECは2006年12月、米国資本市場からの退出に関する規則案の修正を提案した。具体的には、米国株主が300人未満であることとの要件に代えて、取引量を基準として採用し、具体的には直近12ヵ月間の米国市場における取引量が母国市場のその5%未満であることを要件とすることを提案した(SEC Release No.34-55005, December 22 2006, "Termination of a Foreign Private Issuer's Registration of a Class of Securities under Section 12 (g) and Duty to File Reports under Section 13 (a) or 15 (d) of the Securities Exchange Act of 1934." なお、従前の提案はSEC Release No.34-53020, December 23 2005)。

当該SEC提案に対して、「ハーバード・ソントン・スコット委員会」のディレクターであるハーバード・ロー・スクールのスコット教授は、「SECの上記提案では、新規上場を検討中の外国会社の懸念を十分には払拭しきれておらず、『ハーバード・ソントン・スコット委員会中間報告書』の提案内容の方がより望ましい」旨のコメント・レターを提出した(2007年2月9日付SECのモリス氏(Nancy Morris)宛てレター。なお、同レターは「ハーバード・ソントン・スコット委員会」のホームページ<<http://www.capmktreg.org>>からダウンロード可能)。

しかしながら、SECは2007年3月、上記SEC提案を微修正する形で、SEC規則を制定した。すなわち、新ルールでは、取引量を基準として採用し、具体的には直近12ヵ月間の米国市場の取引量が世界市場(上記提案では、母国市場)のその5%未満であることを要件とする扱いとなった(SEC Release No.34-55540, March 27 2007, "Termination of a Foreign Private Issuer's Registration of a Class of Securities under Section 12 (g) and Duty to File Reports under Section 13 (a) or 15 (d) of the Securities Exchange Act of 1934")。

提言3：自主規制機関（ニューヨーク証券取引所、全米証券業協会等）も、自主規制制定に当たっては、費用対効果分析を体系的に行うべきである。

提言4：SECは、費用対効果分析を行うため、エコノミストとビジネス・アナリストからなる新セクションを新設すべきである。

提言5：細則主義に基づくルールは、それが目的にかなっている範囲において、行為、結果に関して定めるものとすべきである。規制および規制に基づく監督は、原則主義かつリスク・アプローチに基づくものとすべきである。

提言6：SECおよび自主規制機関は、プロ（wholesale or institutional）・アマ（retail）といった投資家区分に応じたルールを制定するために、ルールの体系的見直しを行うべきである。

提言7：金融監督当局間の規制哲学の収斂のペースは加速されるべきである。

提言8：SECおよび州当局による法の執行は、最近はアドホックな解決が図られる傾向にある。こうした傾向は問題であり、SEC等の証券監督当局は、パブリック・コメントや告示等を経た通常の規則制定手続を採るべきである。

提言9：連邦監督当局（SEC、CFTC、銀行監督当局）および自主規制機関の間で、コミュニケーションと協力がより効果的に行われるべきである。そのためにPresident's Working Group on Financial Marketsを活用すべきである。

提言10：自主規制部門の統合が望ましい³⁴¹。現状の複数ある自主規制ルール・ブックを単に1つに編集するのではなく、より原則主義に基づいた自主規制ルールを制定すべきである。

提言11：連邦議会は、連邦政府と州政府との法の執行に関する調整を改善すべきである。

341 なお、2006年11月28日、ニューヨーク証券取引所と全米証券業協会は、自主規制部門の統合のための契約予備書面（letter of intent）を締結したことを発表した。ニューヨーク証券取引所グループの2006年11月28日付プレス・リリース（“NASD and NYSE Group Announce Plan to Consolidate Regulation of Securities Firms”）。その後、様々な経緯を経て、最終的には、2007年7月26日に、ニューヨーク証券取引所と全米証券業協会の自主規制部門の統合（統合された自主規制部門はFinancial Industry Regulatory Authorityと呼ばれる）はSECに承認された（SEC Press Release 2007-151, July 26 2007, “SEC Gives Regulatory Approval for NASD and NYSE Consolidation”）。

提言12：州当局が金融機関や監査法人に対して刑事訴追を行う場合には、連邦司法省に事前に通知することとし、連邦司法省は連邦レベルでの判断から必要に応じ当該州当局による起訴を差し止めうることにすべきである。

提言13：証券監督当局間の国際的な協力についても、President's Working Group on Financial Marketsを活用すべきであり、同Working Groupは、国際的な協調と市場ルールの統合を優先課題の1つとすべきである。

【セクション：法の執行】

提言14：SECは、34年証券取引所法SEC規則10b-5に関する不確実性を解消すべきである。

提言15：クラス・アクションによる救済とSECの「投資家のための公正基金」による救済との重複を解消すべきである。

提言16：連邦労働省はいわゆる“Pay-to-Play”慣行を禁止すべきである。

提言17：連邦司法省は、すべての事務所や従業員が犯罪行為に染まっている場合等の例外的な場合に限り、会社全体を訴追するようにすべきである。

提言18：弁護士・依頼者間の秘匿特権の放棄等を刑事訴追決定時の勘案要素とすべきではない。

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、敵対的買収が実質的に排除され、経営権の市場が歪められることから、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るべきである、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ヵ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

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1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既に可能となっている。企業価値研究会（2005）90頁。

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1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。

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。

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。

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通のコメントがよせられ、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、述べていた。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つの提案を行った（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。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。

両提案に対して約34,000通のコメントがよせられるなか、SECは、2007年11月28日、法的確実性を向上させるべく、後者の提案を3-1で可決した。SEC Press Release 2007-246, November 28 2007, “SEC Votes to Codify Longstanding Policy on Shareholder Proposals on Election Procedures”参照。なお、本決定に反対したナザレス委員は、株主が独自の取締役候補を委任状説明書に含めることに関して株主の委任状へのアクセスを認める提案が採決されなかったこと（株主の委任状へのアクセスを認めない提案が決定されたこと）は後退である旨、コメントしている。Nazareth (2007)。

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、フランク下院議員（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）。

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わけだが、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り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、相互に協力のうえ、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え除去すべきである。

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）を提出しなくてよ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1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過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過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る。

(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わけではないが、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、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持っている³⁵²。

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。

352 「監査法人報告書」4-5頁。

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パ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。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。

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。

356 「監査法人報告書」10-12頁。

357 「監査法人報告書」12頁。

(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持って、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わけではなく、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}。

(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、1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1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。

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1つとして不正摘発型監査手続 (forensic audit procedures) を取り上げている。

361 「監査法人報告書」11、14頁。

362 「監査法人報告書」15頁。

(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。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
1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
らう。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。

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。

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

- 石田真得編『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)
- コフィー、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 Professions 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 (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)（本文では「米国商工会議所報告書」として引用）
- 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) (本文では「ハバード・ソントン・スコット委員会中間報告書」として引用)
- Cornerstone Research, *Securities Class Action Case Filings 2006: A Year in Review* (2007a)
- , *Securities Class Action Case Filings 2007 Mid-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 (2007a) [forthcoming *Vanderbilt Law Review*, Vol.60, October-November 2007]
- , “Securitizing Audit Failure Risk: An Alternative to Caps on Damages,” *The George Washington University Law School Public Law and Legal Theory Working Paper*, No.349 (2007b) [forthcoming *William & Mary Law Review*, Vol.49, No.3, 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) (本文では「監査法人報告書」として引用)
- 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)
- 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 (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)
- 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) (本文では「ブルームバーグ・シューマー・マッキンゼー報告書」として引用)
- 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)
- , Opening Statement—Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors, November 28 (2007)
- 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 (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)
- The Financial Services Roundtable's Blue Ribbon Commission on Enhancing Competitiveness, *The Blueprint for U.S. Financial Competitiveness*, November (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 (2007a)

, , September (2007b)

