

アメリカ証券諸法開示規制とG A A P (2)

—SEC開示規制のフレームワーク—

山本紀生*

Disclosure Regulations under U.S. Securities Acts, and GAAP(PartII)

—the Framework of the Disclosure Regulation by the SEC—

Norio Yamamoto*

Abstract

The SEC was established by the Securities Exchange Acts of 1934. The SEC will enforces securities acts, promotes stability in the markets, and protects investors.

In regulating securities markets, the framework of Economics is very useful. Economics presents analytical view points concerning why and how government regulates markets. The SEC should make regulations from economic view points.

To fulfill its investor protection mission, and utilize resources efficiently and effectively, the SEC makes strategic plans. The strategic plan sets out the vision, mission, values, and strategic goals for the next six years (2004-2009).

In these strategic regulating structures, the SEC requires public companies to disclose material information. The SEC disclosure policy is mainly to form rules. In the rulemaking, SEC must resolve basic disclosure problems concerning material information and information dissemination.

キーワード

自生的秩序、市場の失敗、規制の戦略プラン、開示の基本問題、効果影響分析

はじめに

本論文の目的は、証券諸法下のSEC開示規制のフレームワークについて論じることである。第1節では、規制の社会哲学について、ハイエク規制観を取り上げる。第2節では、何故規制が必要なのか、規制の経済的論拠について検討する。第3節では、SECの規制戦

*やまもと のりお：大阪国際大学経営情報学部准教授 (2007.10.01受理)

略の体系をSECの戦略プランに基き分析する。第4節では、開示政策について、開示の基本問題、規則形成及び効果影響分析について取り上げる。

1 規制の社会哲学の必要性

高度な資金配分機能を持つ証券市場を有効に規制するためには、市場メカニズムを解明するだけでは不十分である。市場規制する際に、市場や政府の役割に対する社会哲学を基本に据えておかねばならない。

この社会哲学として、ハイエクが用いた二つの秩序概念が有用である。一つは、構築物、人工的秩序あるいは指令的社会秩序を表すタクシス (taxis) である。もう一つは、ある国家や社会にもともと存続する自己増殖的あるいは内生的な自生的秩序 (cosmos) である¹⁾。

ハイエクは、社会をタクシスではなく、自生的秩序の下でルールを理解すべきであると主張する：

近代社会の構造が、熟慮の上の組織が達成したものをはるかに超えるあの複雑さの程度を達成しえたのは、それが組織に依存していたからでなく、自生的秩序として成長してきたからである。勿論、実際に、この複雑な秩序の成長を可能にしたルールは、もともとはその結果を期待して設計されたわけではなかった。しかし、たまたま適切なルールを採用した人たちは、複雑な文明を發展させ、それがその後しばしば他に広がっていった。したがって、近代社会が複雑化しすぎたからそれを熟慮の上で計画しなければならないと主張するのは逆説的であり、こうした事情の完全な誤解の産物である²⁾。

ハイエクは、ルールを自生的秩序の補完機能と認めるものの、市場秩序への「干渉」や「介入」に反対し、自生的秩序の相互調整的なバランス機能を強調する：

むしろ事実上は、そのような複雑性をもった秩序は、構成員への命令という方法によってではなく、自生的秩序の形成につながるルールを施行し改良することによって間接的にのみ、維持されうることである。…組織を規定する命令を補助的ルールで補完し、諸組織のある自生的秩序の要素として使うことは賢明であるが、自生的秩序を支配するルールを、諸行為が一般的行動ルールによって導かれている諸活動に関する孤立的かつ補助的命令によって補完することは決して何の得にもならない。これが市場秩序への「干渉」「介入」に反対する意見の骨子である。自生的秩序の構成員による特定化された行為を要求するそうした孤立化した命令がなぜその秩序を改良できず、逆に破壊するのかという理由は、それらが何人かの行為者には知られているが命令当局には知られていない、情報によって決定され、意図によって導かれる、相互依存的行為の体系の一部に言及しようとするからである。自生的秩序は、みずからに作用する様々な諸要因のすべてをバランスさせる各要素から生じるのであり、いろいろな行為全てを互いに調整することによって、つまり行為の一部が異なる知識にもとづいて異なる目的に資するように別の主体によって決められるとするならば、こわれてしまうバランスによって生まれるのである³⁾。

このようなハイエクの社会哲学は、証券規制に対して重要なインプリケーションを持つ。証券市場は、社会に存続する内生的な自生的秩序としてのコスモスであり、証券市場を形成するルールを施行し改良することによって、間接的にのみ維持されるべきである。すなわち、コスモスたる証券市場を支配するルールを、孤立的かつ補助命令によって補完するのではなく、証券市場を構成する証券取引所等の諸組織を規定している組織上の「命令」

を補助的なルールで補完し、証券市場の要素として用いるべきであることになる。

2 規制の経済的論拠

ハイエクの社会哲学は市場と政府との関係を理解するための哲学的な視座を提供する。しかし、さらに開示規制のような政府規制が何故に必要であるのか、規制の合理性を問う必要がある。経済学は規制の合理性分析に有用な5つの基本概念を提供している。

2.1 経済学の5つの基本概念

経済学が経済問題を如何に分析するかについて、サムエルソン (Samuelson) は「経済学の基本問題」として、「何を」そしてどれだけの量を生産し、それを「如何に」生産するか、そして産出は「誰のために」生産し配分されるべきであるかという三つの問題を提示した⁴⁾。

さらに、スティグリッツ (Stiglitz) は「誰がどのような過程を経て経済的決定を行うのか」という第四の基本問題を追加した⁵⁾。その後、Stiglitz & Walshは、問題の視点を「選択」概念に置き、政府の役割を含めた基本問題に拡大した。そして、経済学の役割を以下のように説明している：経済学は、われわれの社会の中の個人、企業、政府その他の組織が如何に選択し、如何にこれらの選択が社会の資源の利用を決定するかを研究するものである⁶⁾。その際に、Stiglitz & Walsh は5つの基本概念、すなわち、「トレードオフ」、「インセンティブ」、「交換」、「情報」及び「分配」の概念を示している。以下、それぞれの概念内容を検討しよう。

(1) トレードオフ

選択はトレードオフに関係する。すなわち、あるものにより多くを支出することを決定することは、他のものへの支出をそれだけ削減することになる。資源が希少であることから、トレードオフが生じ、選択に迫られるのである⁷⁾。

(2) インセンティブ

インセンティブは動機又は誘因として選択に影響を与えている。通常、人が選択を迫られるとき、異なるオプションの賛否 (有利不利など) を評定する。意思決定者が直面する代替案の賛否を組織的に評定するとき、如何に意思決定者が経済状況の変化に対応するかを予測できる。エコノミストはインセンティブに焦点を当てて、選択を分析する。インセンティブは意思決定者が特定の選択を有利にしようと動機付けるベネフィット (コストの削減を含む) である⁸⁾。

(3) 交換

現代社会は多数の交換が行われている。この交換が行われている状況が市場と呼ばれる。市場経済では、多くの経済問題の解決は、市場交換に依存している。市場は上記の四つの基本問題を解決している。個人や企業は意思決定を行う。個人は彼らが直面するインセンティブに反応するように、自らの欲求を反映するように意思決定する。企業は利潤を最大化するために、意思決定をする。そのため、企業は最大限可能な低価格で消費者が望む財を生産しようとする。このプロセスが、「何を」「如何に」「誰のために」の経済問題を決定する。企業が競争すれば、企業が生産する財の種類と財の価格において消費者は便益を

受ける。「誰が」＝「市場」が社会の資源を効率的に用いることを保証している⁹⁾。

(4) 情報

「市場の形態」及び資源の効率的な利用を保証する「市場の能力」を決定する際に、情報（または情報の欠如）は重要な役割を果たしている。例えば、中古車市場では、売り手が中古車の品質についてより多くの情報を有しているため、その中古車の状態について誤表示するインセンティブを持つ。その結果、買い手は中古車が完璧な車であると言っても、信用したくない。さらに、不完全な情報はインセンティブをも妨げる。従業員の報酬を業績に応じる仕組みを創っても、業績を測定することが困難であるため、インセンティブがうまく働かない¹⁰⁾。

(5) 分配

経済によって生産された財及びサービスは如何に社会の構成員に配分されるかは市場が決定する。しかし、分配の公平性の問題から、政府が関与することがある。そこに、市場の効率性と公平性のトレードオフが生じる¹¹⁾。

2.2 政府規制の経済的論拠

次に、経済学は政府規制を如何に基礎付けているか、を検討しよう。経済学は、政府規制の論拠として「市場の失敗の矯正」「公平性（又は公正性）の追求」「メリット財及びメリット負財への介入」の3つを挙げている。

(1) 市場の失敗の矯正

市場の失敗には、不完全競争、不完全情報、外部経済及び公共財の4つの源泉がある。政府は市場の失敗を是正するために、政府活動を行う。例えば、不完全競争の下で、企業は価格を上昇させ、産出量を減少させる市場力を用いる。これに対して、政府は反独占政策によって競争的市場を維持し、企業の市場力の乱用を制限している。不完全情報は、製品及び労働市場の効率的機能を阻害しているかもしれない。そこで、政府は企業に対して製品及び企業の財政状態に関する情報生産を要請する規制を制定している。外部性がある場合、企業は正の外部性を伴う財（研究など）について過少生産となり、負の外部性を伴う財（公害など）については過大生産となる。そこで、政府は前者には補助金を後者には税規制等を行う。公共財は消費において非競争性と非排除性をもつことから市場で提供されないため、政府が提供することになる¹²⁾。

(2) 公平性（又は公正性）の追求

市場の結果が効率的であっても、その結果が公平性又は公正性の社会的基準を満たすことができないことがある。その場合に、政府は公正性回復のため、介入する。多くの社会は、社会的正義または公正性などの社会規範に関心がある。社会の多くの財が少数のものに集まることは道徳的に望ましくない。そのような場合、政府は所得の移転や税制によって再分配を行う¹³⁾。

(3) メリット財及びメリット負財への介入

政府は、個人に対しある行為を強制又は促進することによって、ある社会的価値を個人に押し付けようとする試みがある。政府は教育のような社会的価値のある財（メリット財）の消費を促進しようとし、他方有害薬のような社会に害をもたらす財（メリット

負財)の消費を禁止する¹⁴⁾。

2.3 政府の失敗

政府が干渉すべきかどうか、そして如何に干渉すべきかは、政府の効率性及び有効性に関する見解に依存する。政府の限られた役割しか評価しない見解によれば、政府の規制に対する合理性の1つである市場の失敗の矯正は、必ずしも市場問題を解決せず、むしろしばしば悪化させる。さらに政府部門も民間部門と同じ不完全情報の下に置かれ、特にインセンティブとコミットメント(約束)などの問題に出合っている¹⁵⁾。経済学は、このような政府の失敗として、4つの要因すなわち、「インセンティブ問題」「予算問題」「情報問題」及び「政治的意思決定の性格」を挙げている。各要因について検討しよう。

(1) インセンティブと諸制約

政府組織においては、民間組織で働くインセンティブが政府組織の諸制約のため、うまく機能しないことがある。その諸制約には、デュープロセス、長期コミットメント方式があげられる。政府は、強制力行使の乱用を防止するため、デュープロセスと呼ばれる手続きを履行しなければならない。この手続きがインセンティブ問題を引き起こしている。公務員雇用を支配するルールは公務員の差別を無くし、その他の恣意的な扱いを無くすためのものであるが、そのルールはしばしば柔軟性に欠け、有能な公務員に対して民間部門の有能な人々と同程度に扱うことを困難なものにしている。また、政府は拘束的と考えられている厄介な長期コミットメントを行っている。立法によって政府の政策が変更されるかもしれないとの市場の予測をもたらし、政府の期待する効果が有効に働かない可能性がある¹⁶⁾。

(2) 予算と支出手続

政府が直面する予算編成と支出手続は、効率性を損なう3つの特徴がある。第一に、その厳格さである。民間企業と異なり破産の可能性がないため、財政的援助を政府に容易に頼ることができる。そのため、公的経営が効率的となるインセンティブを弱くしている。第二に、単年度主義である。歳出面での短期の制約を公共部門に課すことによって、長期に費用効率的とならない。第三に、詳細な会計、競争入札、調達手続など厳格な費用管理を確保するための実行手続が効率性に反する効果をもたらす¹⁷⁾。

(3) 情報の不完全性

政府部門は、民間部門と同じような情報問題に悩んでいる。よく意図された計画でさえ、将来行動を完全に織り込むことができず、不都合な意図せざる帰結をもたらすことがある¹⁸⁾。

(4) 集団的意思決定

政府意思決定は常に整合的ではないという問題がある。投票のパラドックスで意味されるように、多数決投票により3つの選択肢から1つを選ぶという簡単なケースでさえ、いずれか2つについては選択できるが、3つ全部に順位をつけることができない¹⁹⁾。この不整合は民主社会における意思決定プロセスにおいて固有の問題である。さらに意思決定プロセスである政治過程において、多様なインセンティブを持つ利害関係者によって、政府意思決定が影響を受けることがある²⁰⁾。

2.4 インプリケーション

1933年証券法2条10項b号は「公益」や「投資家保護」に触れ、1934年証券取引所法2

条は規制の必要性を「公益」に置き、公益から一定の規制や統制の必要性を規定している。これらの法は「公益」や「投資家保護」とは何かを定義していない。しかし、政府規制の経済的論拠は「公益」や「投資家保護」に関するSEC証券規制に対する実質的な経済的論拠となる。財を情報に、消費者を投資家に市場を証券市場に置き換えると、「公益」の経済的論拠として説明可能である。すなわち、市場の失敗の矯正等の公益に規制の根拠を求めることができる。しかし、政府規制は必ずしも有効とは限らず、政府の失敗の可能性についても経済学は示唆している。そのため、SEC証券規制においては「規制の必要性」と「政府の失敗可能性」の2つの経済問題を同時に解決する必要がある。すなわち、SEC規制は市場が果たせない機能を果たしながら、規制に伴う政府の失敗を最小限に抑えなければならない。予算を伴う政府組織としてのSECは、目的と効果の有効性を絶えず検証する必要があることを意味しているのである。SECは、次に検討する戦略的アプローチによってこの問題に対処している。

3 SECの戦略アプローチ

証券諸法の精神に基づき規制を行う場合に、SECは政府組織として業績・成果を明確にする効率的な運営をしなければならない。議会は、1993年政府業績・成果法（Government Performance Result Act of 1993：以下GPRAと略す）を制定して、政府組織の戦略的アプローチを採用した。SECの最新の戦略プラン（Strategic Plan:2004-2009；SP09と略す）は、GPRAに準拠して2003年に作成された第三番目の戦略プランである²¹⁾。以下、SP09に従い、SEC規制の戦略思考を検討しよう。

3.1 証券市場の規制者：SEC

何をどこまで規制し、または規制しないか、あるいはどの機関に委任するかなどをカテゴリー的に定めているのが、証券諸法である。

SP09は、公正かつ効率的な市場を維持するため、証券法及び証券取引所法における2つの中心概念の存在を指摘している。一つは、公衆に株式を募集する会社は事業、売り出そうとする証券、及び投資に係わるリスクについて真実を開示しなければならないこと。もう一つは、証券を売り出し売買する者（ブローカー・ディーラー及び株式取引所）は投資家の利益を第一に置き、投資家を公正かつ正直に扱わなければならないことである²²⁾。法の第一の概念を実行するために、SECは、公開会社が公衆に有意義な財務その他の情報を開示することを要請している。一般大衆は、正確な、包括的かつタイムリーな情報の着実なフローを通して初めて、情報力のある投資決定ができるからである。さらに、法の第二の概念のために、SECは証券業のその他の主な参加者を監視しその登録を要請している。それには、株式取引所、ブローカー・ディーラー、決済会社、保管業者、振替代理人、投資会社、投資アドバイザー及び公益事業持株会社を含む。SECは投資家を保護し、証券諸法を執行し、重要な情報の開示を促進し、妥当な規制環境を確保しようとしている²³⁾。

SP09は、SECの規制が有効性であるためには、執行的権威が重要であることを指摘している。毎年、SECは証券法に違反した個人及び会社に対して民事執行行為を行っている。典型的な違反には、インサイダー取引、会計不正、被規制主体（ブローカー・ディーラー、

投資アドバイザー、投資会社、振替代理人等)による法令違反、及び、証券と証券発行会社に関する虚偽又は誤情報の提供などがある。さらに、SECと他の機関との密接な協力が重要である。議会、その他の連邦機関、州及び外国証券規制者、法執行公務員、様々な民間部門組織、NASD(全米証券業協会)や株式取引所などの自主規制機関(SRO)などとの協力が必要である²⁴⁾。

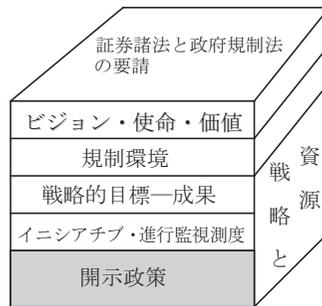
加えて、4.3で論じるように、SECは政府機関として、規制の影響を評価するために、ルール提案時に書類削減などの政府規制法の要請に準拠しなければならない。

3.2 規制の戦略プラン

SP09は次の5ヵ年(2004-2009年度)のSECのビジョン、使命、価値及び戦略的目標を定め、そしてSECの目標を達成するために、取り組まれるべきイニシアチブ(政策手段)、SECが追求しようとしている可能な業績・成果、及び、戦略的目標の達成に向けての業績監視に用いられる可能な測定尺度を識別している²⁵⁾。さらに、SECの組織運営もこれまでのプログラム別組織に戦略的思考を加え再編した²⁶⁾。SECの開示政策は、このような規制の戦略プラン下で展開される。以上の関係は下図のように階層化できる。

以下、SP09に基づき、規制の戦略プラン図の各項目について、検討しよう。

(1) ビジョン、使命、価値



規制の戦略プラン図

SECはビジョン、使命及び価値を組織上の規範とする。それぞれの内容は以下のように規範的に宣言されている²⁷⁾。

(a) ビジョン：SECは連邦機関が(業績・成果)の測定標準となることを目的とする。SECは投資家その他の市場参加者の便益のため米国証券市場の誠実性及び健全性を強化し、その際証券市場が規制されるのと同じ洗練された、弾力的なダイナミックな方法でその作業を行う。

(b) 使命：SECの使命は、投資家を保護し、公正的、秩序的かつ効率的な市場を維持し、資本形成を促進することである。

(c) 価値：複雑な市場のニーズの発展を管理し、使命を追及する際に、SECは6つの価値、誠実性、公正性、説明責任、創意工夫、チームワーク及び卓越性維持を保持する²⁸⁾。

(2) 規制環境論

SECが機能する環境は、方向、目標及び優先順位に影響を与えている。SP09は、影響

可能性のある事象、行為、リスクを包含する5つの環境領域を挙げている。すなわち、投資家の信頼性、市場ダイナミクス、グローバリゼーション、テクノロジー及び政府行為の5つである²⁹⁾。

(a) 投資家の信頼性

会社スキャンダル、財務不正及び証券市場の下降によって特徴づけられる時期に、SECは早急かつ機敏に連邦証券諸法の違反を識別し解決する。不幸にして、違反が発生した場合、投資家は資金以上の損失を被る。現在、証券市場の公正性及び誠実性の信頼性は揺らいでいる³⁰⁾。

(b) 市場ダイナミクス

1970年代に、議会はSECが国内市場システムを開発し監視することを命じた。国内市場システムの成功は多くの要因に帰せられるが、経済的かつその他非規制要因が最も重要である。市場間の競争は革新を促進し、異なる型の投資家のニーズを満たすため設計された広範な取引プラットフォームの創設を導いた。完全に電子化されたプラットフォームを持つ新規参加者は、既存市場に革新へのプレッシャーを与えている³¹⁾。

(c) グローバリゼーション

相互に関連するグローバル資本市場など進化するテクノロジーは、高スピードで資金の世界的移動を可能にしている。世界のある資本市場の危機が、世界中の投資家の信頼性を揺り動かしている³²⁾。

(d) テクノロジー

テクノロジーは、証券市場の進歩を形成し機能し続けている³³⁾。

(e) 政府行為

議会及び行政の優越性は、SOX法などの立法、聴聞及び予算を通して、SECに巨大なインパクトを与えている³⁴⁾。

(3) 戦略的目標、成果、イニシアチブ

SP09は、環境変化の認識から、4つの5ヵ年戦略目標を打ち出した。各目標には、複数の成果が挙げられている。さらに、成果ごとに、詳細なイニシアチブが指示されている。

(a) 四つの戦略的目標と各成果

(i) 目標1：連邦証券諸法への遵守を強制すること。目標1には、執行問題と準拠問題とがある。SECは、法の執行と準拠性促進のために業務を行っている。SECの執行権威に関して、SECは違反を素早く発見し、可能な犯罪を投資家に警告するのが妥当な場合不法行為を公表し、不法行為とその影響を停止するための迅速な行為をとろうとしている。SECスタッフは、監視行為、調査データ分析、大衆からの通報と不平、メディア、機関の調査と開示レビュー・プログラムなどの多くの源泉から証券違反を発見する³⁵⁾。

目標1に対して、2つの成果目標が挙げられている³⁶⁾。

- ・成果：1.1 証券市場の潜在的諸問題は早期に発見され、連邦証券諸法の違反は防止されること。
- ・成果：1.2 連邦証券諸法の違反は発見され制裁されること。

(ii) 目標2：有効かつ弾力的な規制環境を維持すること。目標2は規制形成アプローチに関する。既述の証券諸法の2つの中心原則から導かれるものである。第一に、すべての投資家は購入し、売却し、保有する証券についての正確・完全かつタイムリーな情報に平等なアクセスを持つべきである。したがって、証券規制者は発行会社その他の規制企業に対して、証券が表現している内容の正確なアイデアを投資家に提供するため、カレントかつ財務将来業績についての情報を開示することを要請している。第二に、投資家は自己規制機関（SRO）、ブローカー・ディーラー、投資顧問業、投資会社その他の証券取引を効率的かつ投資家の最善の利益のために行動する市場参加者に依存できるようにすべきである。例えば、これらの組織はSECに登録し、利害の潜在的コンフリクトを開示し、有効な内部統制を維持すべきである³⁷⁾。

目標2に対して、3つの成果目標が挙げられている³⁸⁾。

- ・成果：2.1 投資家は、会社及び資金ガバナンスを強化し、世界的な財務報告基準を厳守するレギュレーションによって保護されていること。
- ・成果：2.2 市場は敏感、構成、アクセス可能かつ財務的に健全である一方、産業は革新的かつ競争的な商品及び取引プラットフォームを提供するよう努力すること。
- ・成果：2.3 レギュレーションは明確に文書化され、弾力的かつレリバントであり、不必要な財務又は報告負担を課さないこと。

(iii) 目標3：情報力ある投資意思決定の奨励と促進すること。目標3は投資意思決定の改善に関するものである。情報に対するアクセスを有し、尋ねるべき質問を知っている投資家はより賢明な投資を行うであろう。教育を受けた投資家は詐欺及び高価な誤りに対する最善の防御をもつことから、連邦証券諸法は、証券発行者が投資大衆に対して明確、完全かつ真実な情報を提供することを確保することに重点を置いている。SECは情報力ある投資意思決定の促進のため、完全開示プログラムと投資教育イニシアチブの二つのアプローチを用いている³⁹⁾。

目標3に対して、2つの目標成果が示されている⁴⁰⁾。

- ・成果：3.1 投資家は有用な開示資料に正確、適正かつタイムリーな公開アクセスを持ち、会社、産業又はファンドを横断的に容易に理解し分析できること。
- ・成果：3.2 投資家は国内証券市場の活動をより理解していること。

(iv) 目標4：SEC資源の利用を最大化すること；

目標4は、SEC資源の利用最大化に関する。効率的なよく管理された先行的なSECにとって、投資家及び市場の保護が重要である。SECはスタッフ、新技術及び新内部統制と同様、組織の有効性を向上させるのに集中する⁴¹⁾。

目標4に対して、3つの目標成果が示されている⁴²⁾。

- ・成果：4.1 人的資本資源は機関の使命、目標及び成果を達成するために、配置されていること。
- ・成果：4.2 財務管理及び内部統制は健全であること。
- ・成果：4.3 事業改善は情報技術の革新的利用を通して促進されること。

(b) 成果とイニシアチブ

各成果には、3から5のイニシアチブが設けられている。例えば、目標2の成果2.1には、5つのイニシアチブがある⁴³⁾。そして、各目標ごとに、可能な進行監視測度が明示されている⁴⁴⁾。

(4) 戦略と資源

SECは独立行政機関として、GPRAに基づき、自ら政策目標を掲げて、その目的を効率的に達成しなければならない。SP09は、組織戦略プランとしての四つの組織戦略を採用している。これまでの「完全開示」「詐欺の予防と抑止」「証券市場の監視と規制」「投資管理規制」「法及び経済的サービス」及び「プログラム管理」というプログラム別組織資源に対し、4つの組織戦略思考、すなわち、「他機関との連携」「リスク評価実務」「テクノロジーの利用」及び「組織的卓越」を横断的組織化するものである⁴⁵⁾。

(a) 他機関との連携：規制、執行及び教育活動の有効性を最大化するため、国内及び国際組織と同様、他の連邦、州及び外国政府とともに資源を強化すること。SEC自身が市場参加者や市場構造の基準を定める一方、証券市場参加者の多くの日々のレギュレーションは市場参加者自身及びSEC監視の下での産業SRO（自主規制機関）によってなされている。証券諸法違反行為の調査と訴追のため、SECは米国や外国の法執行機関との間で重要な調整及び協力を行っている。SECは国際協力を促進する外国機関と多様な情報共有合意をし、技術支援を通して高度な規制規準を促進している。さらに、SECは、個人が貯蓄し投資する際に詐欺被害を避けるため、多数の連邦及び州機関、金融業者団体、消費者グループ及び教育組織との協力関係の中で働いている。このように、SECは様々な機関との連携のなかで、職務を執行しようとしている⁴⁶⁾。

(b) リスク評価実務：SECの使命を実現する能力に脅威をもたらし、又は投資家及び市場参加者に害をもたらす台頭するリスク及び市場趨勢を予想するため、リスクベース評価実務を拡大すること。SECはこれまで市場問題を予期するというより、市場問題に対処する姿勢をとってきた。部局間のリスクを識別し、上級管理者が情報力のある意思決定をするために、SECはリスク評価局（Office of Risk Assessment）を設けた。リスク評価局は詐欺、不法行為等の早期識別に焦点をあてるリスク評価活動を行っている。リスク評価技術には、各領域のリスクをマッピングし、問題が生じる前に問題を予防的に対処するため、リスク緩和プランを開発するなどの方法がある。SECはリスク評価手法を用いることによって、レビューの要する企業や提出書類に資源を集中することが可能になる⁴⁷⁾。

(c) テクノロジーの利用：委員会の運営上の有効性を高め、SEC提出書類その他の情報への公的アクセスを改善するためテクノロジーを適用すること。SECはテクノロジーを通して業績を向上させるための機会の確認を継続することによって、電子政府のリーダーとなろうとしている。SECが構築したEDGAR（the Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval）は電子的革新の最たるものである。さらに新規プランとしてXBRLによる登録届出書のアクセスや利用可能性を改善しようとしている⁴⁸⁾。

(d) 組織的卓越を維持し、改善すること。SECの効率的機能はSECが実行するルールやレギュレーションと同様に投資家保護の重要な要素である。組織的卓越を改善する努力は高

品質スタッフを採用し、スタッフの知識ベースに投資し、合理的な業績測定システムを構築しようとしている⁴⁹⁾。

なお、以上の規制戦略プランは確定的なものではなく、中期的に策定されるものであり、変化する部分と変化しない部分とに注意しながら継続的にフォローする必要がある。SECの規制戦略は常に発展をしているからである。

4 SEC開示政策

4.1 開示の基本問題

SEC開示政策は、戦略的目標2で述べた第一の中心概念（投資家に対する情報開示）から導かれるものである。開示政策とは、SECによる開示に関するルール及びレギュレーションの改定である。開示政策には、開示の基本問題が存在する。

(1) 開示の基本問題

SECは統合開示制度提案の際に証券法通牒6235号において開示の二つの基本問題を明示した⁵⁰⁾。加えて、開示政策評価に関する第三の基本問題がある。

- (I) 「いかなる情報」が投資意思決定にとって有用であるか
- (II) 「いかなる環境」の下で、「いかなる様式」において、「開示会社」は、「投資意思決定に有用な情報」を資本市場制度の「様々な参加者」に配布しかつ利用されるものとすべきか

この二つの基本問題には、以下の5つの要素がある。

開示環境
開示会社
開示様式
投資決定に有用な情報
市場参加者

基本問題の5つの要素

第Iの基本問題は「誰のために」「いかなる情報」を提供すべきであるかという開示内容規制の問題である。「誰のために」とは、投資者の投資意思決定のためである。「いかなる情報」を提供すべきかは、投資決定者にとって有用な情報とは何かという問いから導かれるべきものである。この問いが最も基本的であり、その答えは、投資決定者のニーズをサーチすることから得られる。

第IIの基本問題は、第一の基本問題を受けて、「いかなる環境の下で」「いかなる様式において」「誰が」有用な情報を「どのような市場参加者に」に配布・提供すべきであるかという開示のサプライ・サイドの問題である。情報革新や資本市場のグローバル化等の環境分析の下で、開示会社が市場参加者に効果的に配布し利用されるよう有用な情報が記載される開示様式を決定しなければならない。さらに、第IIIの基本問題がある。

- (III) 開示規制によって生じたコスト・ベネフィットを含むいかなる政策評価において、規制は妥当となるか。

この第Ⅲの基本問題は、複数の代替ルール案に対する選択基準をいかに構成し、実施するかの問題である。SEC開示政策とは、その時々直面する開示の基本問題に対するルールやレギュレーションという形式による解決である。その解決が妥当なものであるかどうかは、やはり規制の論拠である「効率性」や「公平性」による政策評価を必要とする。

(2) 問題解決アプローチ

基本問題に対する解決がどのような内容となるかは、戦略プラン図で示されて体系に適用される規制構造から、導かれるものである。Glassmanは具体的な規制問題において採用されるアプローチの一例を説明している⁵¹⁾。

(i) 問題の識別：

特定のルールが正当化されるかどうかを決定する際の出発点は、問題を明確に識別していることである。ルールが設定又は改正しようとする問題を明確に定義することができないでルール化したとき、完成したルール化は曖昧な内容しか規制されないことになる。

(ii) 問題範囲の評価：

問題が識別されると、妥当な反応を測定するために、範囲を評価することである。新規ルールの採用は、必ずしも規制すべきことを意味していない。ルールが必要であるかどうか、あるいは市場が機能するなら市場が望ましい結果をもたらすかどうかを尋ねるべきである。

(iii) 提案ルールに対する諸考慮：

規則の内容が、(a) ルールの有効性、(b) ルールの実用性、(c) ルールは丁度よい程度の詳細さか、(d) ベネフィットはコストを上回っているか、(e) ルールは非現実的な期待をもたらしていないか等を考慮する⁵²⁾。

4.2 開示ルール形成

次に、どのようにSECの開示ルール形成がなされているのか、SP09に基づき、一般的なルール形成の文脈ではあるが、その現状を検討する。

(1) 法の趣旨

証券諸法がSECにルール形成を要請したのは、議会の委託、変化する経済条件、技術進歩、新製品や新サービスの登場、新型の濫用のためである。妥当にルールが形成されたなら、これらのルールは投資家保護、競争の促進、市場の効率性及び資本形成に役立つ。それ故、ルール形成は売買市場の構造を強化し、会社ガバナンスを改善し、開示を増加し、信頼しうる会計基準設定を促進し、市場専門家の説明責任を確保し、とりわけ、大衆への重要な情報フローを促進することを意図している⁵³⁾。

(2) ルールとレギュレーション

SECのルール形成活動は、SECの使命を促進する目標をもって、市場参加者に対する不当な負担を最小化しつつ、広範な範囲の分析によって支援されている。事務局とともにルールを提案している部局は、ルールの法的基礎及び他の法やレギュレーション（ルール部分集合）との相互関係を調査している。ルール形成プロセスの重要な構成要素は、ルールがその意図した目的を達成するために狭く仕立てられており、意図しない結果を避け、そして経済的財政的に健全であることを確認するために、提案部局とOEA（経済分析局）

によってなされる経済的量的分析である⁵⁴⁾。

なお、SECのルール形成の提案内容は証券法通牒等で公表される。

(3) 様式

発行者、ブローカー＝ディーラーその他の市場参加者がSECに提出を要請される様々な届出書や報告書は、SECによって規定された様式で提出される。様式はどのルールが適用可能であり、誰が提出しなければならないか、要求される情報量、および、いつ情報が提供されねばならないかを特定している。これらの様式は開示義務の範囲を定義する際に重要な一部を演じ、市場参加者が実行するルールに法的効力を与えている⁵⁵⁾。

(4) スタッフの見解

カレントな問題に関するSEC又はスタッフの見解は、法的要請の形式ではなく、指針として公表される。これらの表明の主たる形式は、特定の法的又は会計問題もしくはルールまたはレギュレーションの解釈を含むSEC年報の公表を通してである。また、SECは証券問題に関する一般の見解を勧誘するため、将来のルール形成のニーズをよりよく評価できるように、概念その他の通牒 (Release) を発行する。この共同作業的プロセスは、利害関係者がレギュレーションにインプット (ときどき最終ルールに重要なインパクトを持つ) を提供可能な広範なアクセス可能なフォーラムを形成している。この共同作業はSECによって採用された最終ルールがより構造的かつより有効となるのに役立っている⁵⁶⁾。

(5) ノーアクション

スタッフは、特定の方法で引き受けられた活動が証券諸法を違反するかどうかについて個人又は会社からの照合にも答えている。照合は、もし活動が特定されたように履行しても、スタッフはSECに執行その他の行為を勧告しない文書要請の形式をとる。ノーアクション (照合) 要請の起案者は照合を個人的に提出するが、スタッフは要請内容および履行時のSEC回答を公表している⁵⁷⁾。

(6) 国際協力

投資家が投資決定に利用する財務諸表が公正、整合的かつ信頼性をもって提出されていることを確保するため、SECは会計及び監査を含む国内及び国際的な基準設定イニシアチブを監視し又は参加している⁵⁸⁾。

(7) ルールの整備

最後に、ルール形成はSECの主たる機能の1つであり、事実上すべてのプログラムのスタッフに係わる。レギュレーション及びルール形成プロセスの正規レビューは、意図した結果が達成されることが必要である。会社開示が明確かつ正確であることを要請されるように、容易に理解され過剰とならないようにルールが策定される必要がある。そのため、必要な新規ルールを設定するとき、SECは陳腐かつ冗長な提出要請を除去している⁵⁹⁾。

(8) デュープロセス

SP09は明示されていないが、(4) の共同作業としてのルール形成活動におけるデュープロセスは重要である。ルール形成活動において、様々な市場参加者の異なる見解がいかに、統一した見解として集約されるのか。そのルール形成活動におけるデュープロセスは、ルールの正当性の源泉となる。既に述べたように、SECは利害関係者の政策形成過程への

参加を図るデュープロセスを規定している⁶⁰⁾。

4.3 開示ルールの効果影響分析

SECのような政府規制機関が不効率なルールの形成を防止するため、政府規制関連法の要請による効果影響分析を行い、ルール内容の妥当性等を政策評価し、最終的なルールを採用決定する。

(1) 書類削減法 (Paper Reduction Act) による書類作業の分析

同法2条は、連邦情報政策法との調整3501条(目的)において、11個の法の目的を挙げている。ちなみに第1項では「連邦政府による又は連邦政府のため、情報収集から生じる、個人、小規模ビジネス、教育的及び非営利組織、連邦契約者、州、地方及び部族(tribal)政府、及びその他の個人のための書類作業の負担を最小化すること」と規定している。

(2) コスト・ベネフィット分析

1999年規制改善法(The Regulatory Improvement Act of 1999)2条は、政府の規制プログラムにおいてコスト・ベネフィット分析を行うべきであるとしながらも、それは最良の判断や価値考慮に代わるものではないと規定している。

(3) 競争や資本市場等への影響の考察

証券取引所法23条a項2号は、証券取引所法の下でのルールを採用するとき、競争に及ぼす効果を考慮することを要請している。証券法2条b項及び証券取引所法3条f項は、SECがルール形成に取り組み、アクションが公益のために必要又は妥当であるかを考慮又は決定する際に、投資家保護に加えて、アクションが効率性、競争及び資本形成を促進するかどうかを考慮すべきことを要請している。

(4) 規制弾力化法 (Initial Regulatory Flexibility Act)

同法によって、初期規制弾力化分析をしなければならない。小規模企業に及ぼす影響、提案規則との重複、矛盾をもたらす関連規定の有無などの確認作業をする必要がある。

本稿では、SEC開示規制の一般的なフレームワークについて論じた。次稿以降において、SECの統合開示政策を取り上げる。

注記

- 1) ハイエク [1987] 50-51頁。経済学は測定の困難さを無視して議論することが多いが、逆に事象の本質を理解するのに役立つ。青木・奥野 [1996] によれば、自生的秩序はゲーム理論でいう「ナッシュ均衡」であると説明している(28-29頁)。
- 2) ハイエク [1987] 67頁。
- 3) 同上書、68頁。
- 4) サミュエルソン [1992] 23-24頁。
- 5) スティグリッツ [2000] 4-5頁。
- 6) Stiglitz&Walsh [2006] ,p.6.
- 7) *Ibid.*,p.7.
- 8) *Ibid.*,p.8.
- 9) *Ibid.*,pp.11-12.
- 10) *Ibid.*,pp.13-14.

- 11) *Ibid.*pp.14-15.
- 12) *Ibid.*,p.378.
- 13) *Ibid.*,pp.378-379.
- 14) *Ibid.*,pp.379-380.
- 15) *Ibid.*,p.391.
- 16) *Ibid.*,392.,
- 17) *Ibid.*,p.393.
- 18) *Ibid.*,p.393.
- 19) 投票パラドックスとは、例えば、選択肢Aが多数決によって選択肢Bに勝ち、BがCに勝ち、そしてCがAに勝つ状態のこと（合理的選択ならば、AがCに勝つはずである）
（スティグリッツ [2000] 729頁）。
- 20) Stiglitz&Walsh [2006]., p.394.
- 21) 2000年9月にSECはカレント5ヵ年戦略プランを採用した。その後、その軌道修正のため、2002年にGPRA2002と2004年プラン（Government Performance and result Act fiscal 2002 report and fiscal 2004 plan）を公表した（SEC [2003] ;議長メッセージ）。
- 22) SEC [2004]., p.5.
- 23) *Ibid.*,p.6.
- 24) *Ibid.*,p.6.
- 25) *Ibid.*,p.1.淵田論文 [2004] は、SECの戦略プランを予防行政型と位置づけ、戦略プランの概要を図表化している。
- 26) *Ibid.*,p.24.
- 27) *Ibid.*,pp4-5.
- 28) SP09は、6つの価値について個別に説明している。ちなみに、説明責任価値については、「SECスタッフは負わされている責任に応じている、SECの使命を実行するために、スタッフは容易に奉仕する大衆に対する説明責任を持ち、SECの目標の達成に個人的責任を負う」（*Ibid.*,p.4）と述べている。
- 29) *Ibid.*,pp10-22.
- 30) *Ibid.*,p.12.
- 31) *Ibid.*,p.13.
- 32) *Ibid.*,p.15.
- 33) *Ibid.*,p.17.
- 34) *Ibid.*,p.20.
- 35) *Ibid.*,p.30.
- 36) *Ibid.*,pp.32-33.
- 37) *Ibid.*,p.35.
- 38) *Ibid.*,pp.37-39.
- 39) *Ibid.*,pp.42-43. 完全開示プログラムについて、SECは発行会社に対して有意な財務その他の情報を大衆に開示するように要請している。有意な開示情報は、証券が「よい投資」であるかどうかを自ら判断するためにすべての投資家が利用可能な共通の知識プールを提供する（*Ibid.*,p.42）。また開示情報の信頼性を確保するため、スタッフのレビュー：SOA法による開示のレビュー：年次ベースのレビュー：規制機関の監視等を行う。次に、投資教育イニシアチブでは、SECの投資者教育スタッフが連邦、州の諸機関、証券業者、教育機関と協力して投資教育を行うものである（*Ibid.*,p.43）。
- 40) *Ibid.*,pp.44-45.
- 41) *Ibid.*,p.47.

- 42) *Ibid.*,pp.51-54.
- 43) 目標2の補助イニシアチブについては、以下の項目を挙げている (*Ibid.*,pp.37-38) :
- 1 会計専門家監視：SECは、会計専門家及び監査基準の普及と解釈について、PCAOBと密接に協力する。
 - 2 投資管理業規制：(略)
 - 3 コーポレート及びファンド・ガバナンス・ルール：SECは、以下のことによって会社及びファンド・ガバナンスを強化するルール形成活動を完成する：
 - a.委任状過程への株主アクセスを高め、株主委任状アクセスに関連する開示要請を支援する。
 - b.ミューチャルファンド取締役会の議長その他の構成員の独立性を強化する。
 - c.財務状態及び経営成績の経営者討議と分析のような重要な開示要請に関する解釈指針を拡張する。
 - d.市場ガバナンスを強化しようとしているSROの努力を高める。
 - 4 グローバル会計基準：SECは、世界中の財務報告の質を向上させようとするFASBとIASB間の継続的なコンバージェンス・イニシアチブを支援する。また、SECは監査基準と世界の監視メカニズムを改善しようとする継続的努力も支援する。
 - 5 会計研究：SECは米国財務報告制度による原則ベース会計システムの採用に関するスタッフ研究報告からの勧告をフォローし、オフバランスシート及びその取引に用いられるSPEの利用及び財務報告に関する大統領及び議会のための報告を完成する。
- 44) 例えば、目標2の進行監視測度は以下の項目を例示している (*Ibid.*,pp.40-41) :
- 1 レビューし取り締まられたSRO規則提出書類の数と、そのうち、証券市場の質と効率性をかなり高めた書類の数。
 - 2 SRO規則のSECレビュー完了時間
 - 3 SROがその規則の準拠を確認できないことから生じるファンド損失額
 - 4 非執行関連専門支援のため、外国規制者からの要請の数
 - 5 GDPに対する%割合での株式市場資本化
 - 6 売買に平均コスト
 - 7 家計保有証券とミューチャルファンドの割合
 - 8 US市場へのグローバルアクセス：33年法と34年法の下での新規外国民間登録会社の数と外国民間発行会社による登録証券のドル金額
 - 9 免除要請を授与することから生じる新規市場又は取引所での取引高
 - 10 新規の投資会社発行者の投資保有のドル金額
 - 11 提出要請の負担時間の減少
 - 12 除去された重複的又は陳腐化ルールの数
 - 13 ノーアクション（照会）レター、免除申請及び解釈要請に対する回答に要する時間の長さ
- 45) *Ibid.*,p.24.
- 46) *Ibid.*,pp.24-25.
- 47) *Ibid.*,p.25.
- 48) *Ibid.*,pp.25-26.
- 49) *Ibid.*,p.26.
- 50) 山本 [2007] 24-25頁。
- 51) Glassman [2004].理論的な社会的選択のプロセスは、(1) 機会集合を規定する；(2) 選好を規定する；(3) 社会厚生を増大させる計画を採用する；の3つの段階を経て行われる（スティグリッツ [2003] 128頁）。
- 52) ゴールディロックス原則（Goldilocks principle）とは、規則は（not too much regulation,not too little,but just right）なものでなければならないとする規制哲学である（Campos [2007]）

- 53) SEC [2004] ,p.35.
- 54) *Ibid.*,pp.35-36.
- 55) *Ibid.*,p.36.
- 56) *Ibid.*,p.36.
- 57) *Ibid.*,p.36.
- 58) *Ibid.*,p.36.
- 59) *Ibid.*,p.36.
- 60) 山本 [1987] 192-194頁。

参考文献 (前論文に追加分のみ掲載)

- Campos, R.C.[2007], “Remarks Before the Hedge Fund Institutional Forum Corporate Funds Roundtable,” *Speech by SEC Commissioner*, (<http://www.sec.gov>).
- Glassman,C.A.[2004], “Remarks at the 13th Annual Public Fund Board Forum; The challenges of Striking a Regulatory Balance,” *Speech by SEC Commissioner*, (<http://www.sec.gov>).
- SEC[2003], *2004 Annual Performance Plan & 2002 Annual Performance Report*, (<http://www.sec.gov>).
- SEC[2004], *2004-2009 Strategic Plan*, (<http://www.sec.gov>). (重要に付き重複掲載)。
- Stiglitz J.E.,&Walsh C.E.[2006], *ECONOMICS:4th edition*, W.W.Norton\$Company.
- 青木昌彦・奥野正寛 [1996] 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。
- サムエルソン [1992] (都留重人訳) 『経済学上』岩波書店。
- ステイグリッツ J .E. [2000] (藪下史郎他共訳) 『ミクロ経済学 2』東洋経済新報社。
- ステイグリッツ J .E. [2003] (藪下史郎他共訳) 『公共経済学 2』東洋経済新報社。
- ハイエクF.A. [1987] (矢島鈞治・水吉俊彦訳) 『ハイエク全集第 8 巻：法と立法と自由 I』春秋社。
- 淵田康之 [2004] 「S E C のストラテジープラン-予防型行政と I T への取組み」『資本市場クォーターリー』 Autumn号, 1 -11頁。
- 山本紀生 [2007] 「アメリカ証券諸法開示規制とGAAP (1)」『大阪国際大学紀要：国際研究論叢』第20巻第 2 号。