



# Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, [mtakenaka@us.mufg.jp](mailto:mtakenaka@us.mufg.jp)

2006年12月1日

ワシントン情報 (2006 / No.073)

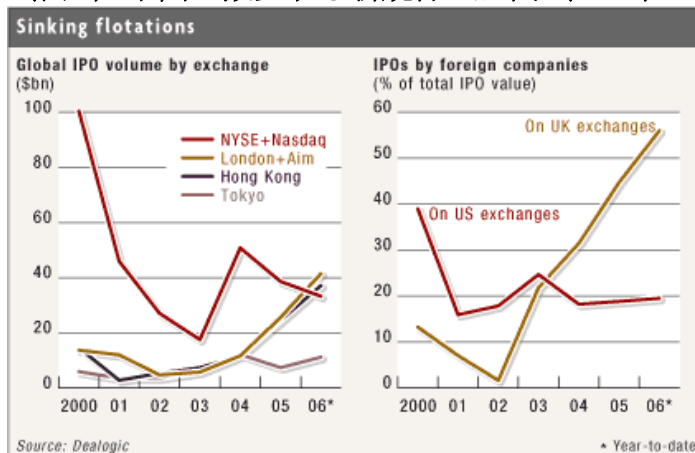
## 規制コストの増加に揺れる米国資本市場の優位性

米国では近年、企業の訴訟コストや Sarbanes-Oxley 法の制定による規制コストの増加に対する不満が高まり、このままでは米国の資本市場の国際競争力低下につながるとの懸念の声が高まっている。連邦議会の中選挙が終わり、新たな政策案が設定される中、規制当局や政策関係者の諸規制の見直しに向けた動きが注目される。こうした状況下、Paulson 財務長官は 11 月 20 日の講演で、「過剰な規制は改革を遅らせ、無用なコストを投資家に負担させ、競争と雇用創出を抑制する」として、規制バランスの重要性を強調し、改革の必要性を述べた。「世界で最も自由で効率的」を自称して来た米国の資本市場が規制コストでその優位性に懸念が生じている点で注目に値しよう。

### 【米国証券取引市場を敬遠する外国企業】

表 1 は新規公開された株式の取引高を主要国の証券取引市場ごとに比較したものである。2004 年以降で見ると、ロンドン、香港、東京での証券取引所での株式公開の取引高は増加した一方で、米国の NY 証券取引市場 (NYSE) とナズダックでの株式公開は減少した。またロンドンで取引された新規公開株のうち、外国企業による株式の割合は 2002 年以降に著しく増加しているのに比べ、NYSE とナズダックにおける同割合は近年低迷している。このような新規公開株取引の減少を受け、これまで取引高では世界最大を誇ってきた米国の証券取引所は、このままではロンドンにその座を奪われるとの懸念が米国内で強まっている。

(表 1) 米国で減少する新規株式公開 (IPOs)



(出典) 11月19日付 FT 紙



## 【米国証券取引市場の人気低下の原因】

米国の証券取引市場が敬遠されるようになった背景には、米国でビジネスを展開する際のコストが増加していることが指摘される。具体的には以下の点が問題として挙げられている。

### ① 訴訟のリスクとコスト

外国企業にとって米国市場の重大なリスクとコストのひとつは訴訟に関わるものである。企業を相手にした訴訟コストの総額は、今年年間 1700 億ドル（約 20 兆円）を越える水準に達したと言われるが、その多くは集団訴訟によるものである。また今年の夏に、原告に裏金を払って集団訴訟を起こすように仕向けたとして弁護士事務所 Milberg Weiss Bershad & Schulman が告発されたように（6月22日付ワシントン情報 No.40）、弁護士が自己利益目的にするような訴訟の増加に対する懸念が高まっている。加えて、特にニューヨークでは近年 Elliot Spitzer 州司法長官（次期 NY 知事に当選）が大々的な規制強化に乗り出した影響もあり、証券取引委員会（SEC）などその他の金融規制当局が競うように取り締まり強化を行うようになった。

### ② 規制コスト

米国の規制問題で現在最も問題視されているのは、2002年7月に制定された企業改革（Sarbanes-Oxley）法に関わるコンプライアンス・コストである。Sarbanes-Oxley 法（略称 Sarbox、或いは SOX 法）は、エンロン事件やワールドコム事件など、2001年末から相次いで発覚した企業会計スキャンダルに対応するために制定された。企業会計における不正行為を防止するために、監査の独立性強化、コーポレート・ガバナンスの改革、ディスクロージャーの強化など、企業会計・財務諸表の信頼性確保を目的とした厳しい規定が盛り込まれた。

しかし一連の企業会計スキャンダルの衝撃から月日が経つに連れ、同法がもたらす企業の多大な規制コストを問題視する声が強まり、同法による規制の多くは「行き過ぎ」なのではないかとの批判が強まった。特に公認会計士による内部統制監査の義務付けに関する規定（第 404 項）は、企業に多大なコストをもたらす割には期待されたほどの効果は得られないとして、次第に問題視されるようになった。

### ③ 規制当局の縦割り管轄の問題

米国の金融規制体制の複雑さと非効率性も指摘される。現行制度の下では証券（株式とオプション）分野は証券取引委員会（SEC）、先物分野は商品先物取引委員会（CFTC）の管轄となっており、分割されている。英国ではこの2つの資産分野は両方とも金融サービス機構（FSA）の規制管轄となっており、規制の度合いも米国よりも軽い。従って国際的にビジネスを展開し、多種の金融・投資取引に関わる投資家、業者にとって、複数の規制当局が厳格な規制体制を施行している米国の方式は厄介である。

また、米国の金融規制の一般原則的な問題としては、英国の規制が原則に従っていればよしとする「原則ベース」であるのに対して、米国の規則は「文字通り」の遵守を要する「規則ベース」で柔軟性に欠けることが指摘される。更に、規制当局の管轄は様々な部分で重複し



ており、コンプライアンス手続きを複雑かつコスト高にしていることも大きな問題と考えられている。

### 【規制見直しに向けて高まる気運と最近の動き】

#### <Schumer 上院議員と Bloomberg 市長の共同寄稿>

ニューヨーク州の Charles Schumer 上院議員（民）と Michael Bloomberg ニューヨーク市長は 11 月 1 日付 WSJ 紙に共同寄稿。Schumer 議員と Bloomberg 市長は「ニューヨークを救うためにはロンドンを見習え」と題する同寄稿で、米国の資本市場が国際的に競争力を失いつつあることに警告を発した。両名はこのままでは米国の経済成長の原動力であるニューヨークが金融サービス部門での優位を失ってしまうとして、企業が米国でビジネス展開するに当たっての負担を軽減するために、①緩和、簡素化を含めた規制見直し、②訴訟コストの削減、③国際会計基準との統合を提言した。

#### <Sarbanes-Oxley 法関連規則改定に向けての動き>

公開会社監視委員会（PCAOB）の Mark Olsen 委員長は 11 月 17 日、上述の Sarbanes-Oxley 法の第 404 項（公認会計士による内部統制監査の義務付けに関する規定）に関して、企業のコンプライアンスの負担を削減するために関連規則の指針を改正し、数週間以内に発表する見通しを示した。同委員長は同規定が廃止される可能性については否定しているが、ハイリスクの分野を対象を絞り込む方向で指針改正を行う見通しを示しており、同規定の見直しに向けての第一歩となる。

#### <規制に関する Paulson 財務長官のスピーチ>

Henry Paulson 財務長官は 11 月 20 日、ニューヨーク市で講演し、米国の規制のあり方についてスピーチを行った。同長官はスピーチで「過剰な規制は改革を遅らせ、無用なコストを投資家に負担させ、競争と雇用創出を抑制する」として、規制バランスの重要性を強調。具体的には投資家や企業を取り巻く法的環境、規制の重複によってもたらされる負担などにおいて、改革の必要性を述べた。同長官は今回のスピーチでは、Sarbanes-Oxley 法自体には触れなかったが、焦点となる第 404 条の改正を近く規制当局に呼びかけるものと見られている。

#### <自己規制機関（SROs）の統合>

このように規制見直しに向けての関心が高まる中、NYSE を運営する NYSE グループと全米証券業協会（NASD）は 28 日、証券会社の経営を監視する規制部門を統合し、新たな自主規制機関を設立することを発表した。統合は規制機関としての独立性を高め、これまで一部重複していた規制を一本化することにより、証券会社が負担するコストを軽減することを目的とする。

証券会社の経営監視は従来、NASD が全米の証券会社約 500 社を担当していたが、このうちニューヨーク証券取引所の会員でもある大手会社など 200 社は NYSE の監視対象にもなっていた。このため、証券業界はかねてより、二重規制に対応するコスト負担に不満を表明し、規制の一本化を呼びかけてきた。米証券取引委員会（SEC）も最近になって、規制統合を呼



びかけるようになり、ようやく統合の実現に至った。新しい自主規制機関は来年第2四半期に業務を始める見通しである。

## 【今後の見通し】

民間部門では全米商工会議所と William Daley 元商務長官率いるイニシアティブと、Hal Scott ハーバード大法学教授、Glen Hubbard 元経済諮問委員長、John Thornton 元ゴールドマンサックス社長の3氏率いるイニシアティブなど、幾つかの規制改革イニシアティブが出始めており、今後提言を行うことが予想される。「世界で最も自由で効率的」を自称して来た米国の資本市場での規制コスト問題に対して今後、米国の議会、行政府も含めて、「規制と効率」のどのようなバランス調整に進むのか注目される。

(担当：松村詩子)

(e-mail address : [umatsumura@us.mufg.jp](mailto:umatsumura@us.mufg.jp))

以下の当行ホームページで過去20件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.bd427fa51df4c80526345b1035ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。