

会社・金融市場規制の影響分析にどう向き合うべきか

河村賢治

政策評価法のもと、規制影響分析（Regulatory Impact Analysis）が実施されている。金融庁もかかる分析を実施しており、例えば、新規上場に伴う負担の軽減に関する規制の事前評価書や、プロ向けファンドに関する規制の見直しに関する事前評価書などが公表されている。しかし、その内容等は必ずしも十分なものとはいえず、規制の事前評価の目的である規制の質の向上や国民の理解確保のために活用されているようには見えない。

他方で、米国のSECやCFTCなどにおいても、規制影響分析（とりわけ規制の経済的影響に関する分析（規制の経済分析））が行われている。米国の場合、かかる分析が不十分であれば、利害関係者から提訴され、規制そのものが取り消される可能性があり、現にそうした訴訟も複数存在する。こうした背景のもと、SECなどは規制の経済分析に力を入れるようになっていくが、厳密な意味での費用便益分析（費用と便益を金銭価値化し両者の関係を分析するもの）を強制することに批判的な見解も存在する。

本稿は、こうした日米の比較を通じて、会社・金融市場規制の影響分析にどう向き合うべきか考察するものである。

*本稿は、日本証券業協会のJSDA キャピタルマーケットフォーラムにおいて行った研究の成果である。2015年9月に実施した中間報告会やその後の各種研究会などにおいて、多くの方から有益な示唆を得た。研究を支援してくださったすべての方に、心より感謝申し上げます。

一 はじめに

2010（平成22）年6月6日に開催された証券経済学会全国大会において、「英国と米国の金融規制改革」というテーマで報告をしたときに、「地獄への道は善意で敷き詰められている」とのコメントをいただいた。良かれと思って作った規制が、思わぬ副作用を発生させないか。とりわけ金融危機や企業不祥事などの社会的関心を集める事態が発生したときは、沸騰した世論の支持のもと、大胆かつ大規模な規制改革が行われやすいが、こういうときこそ冷静に規制の良し悪しを見極める必要があるのではないかということを示唆する指摘であった。確かに、適法な手続のもとで制定された規制であっても（いわゆる「正統性（legitimacy）」を備えていたとしても）、その内容が適切である（いわゆる「正当性（justness）」を備えている）とは限らない。正統性も正当性もいずれも兼ね備えた良い規制の策定が重要であることに、異論はあるまい。

そこで本稿では、会社や金融市場に関する規制を対象にして、良い規制を策定するための仕組みの一つである規制影響分析（Regulatory Impact Analysis）について検討してみたい。具体的には、日本では、「行政機関が行う政策の評価に関する法律」（以下「政策評価法」）に基づき、規制の事前評価が実施されており、金融庁などが規制の事前評価書を公表しているが、この制度は十分に機能しているのかどうか。また、規制影響分析にいち早く取り組んできた米国の現状はどうなっているのか。とりわけ米国では、証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）や商品先物取引委員会（CFTC：Commodity Futures Trading Commission）が実施した規制の経済的影響に関する分析（規制の経済分析）が不十分であるとして提訴され、規制が取り消される事案が複数発生しており、金融規制の費用便益分析（Cost-Benefit Analysis）に対する関心が高まっているが、こうした米国の動向から何を学ぶことができるのか。本稿では、これらの点について分析し、会社・金融市場規制の影響分析にどう向き合うべきか考察することとしたい¹⁾。

1) 主な先行研究として、①杉浦・近藤 [2010]、②淵田 [2013]、③鈴木 [2013]、④若園 [2016a]、⑤若園 [2016b] などがある。①杉浦・近藤 [2010] は、英国やEUにおける金融規制に関する政策評価の動向を紹介した上で、わが国への示唆として、(i)「規制の事前評価については、コストやベネフィットの定量的な分析への挑戦」を行うことで、「より多様なエビデンスに基づく政策策定・決定の方向へ改善を提言できる」こと、(ii)「政策等実行のコストの定量的分析から着手することが効果の評価には有効である」こと、(iii)「第三者機関による規制影響評価の中身に踏み込んだ評価のレビューが実施されることで、緊張感の中で評価作業を進んでいくこと」などを挙げている（杉浦・近藤 [2010] 303頁）。②淵田 [2013] は、費用便益分析が不十分であるためにコーポレート・ガバナンス分野の規制を含むSEC規則が取り消された米国の事例や、コーポレート・ガバナンスに関する議論などを踏まえた上で、わが国への示唆として、「コーポレート・ガバナンス規制は…全体的に見て、十分な経済効果分析を踏まえた上で、論じられているようには見受けられない。我が国においてこうした分析が今後、深まることが期待される」などとする（淵田 [2013] 92頁）。③鈴木 [2013] は、日英米における規制の費用便益分析の現状を要領よくまとめた上で、「経済や社会と複雑に結びついている企業ガバナンス規制や金融規制においては、ベネフィットが大きな規模で広範に生じるであろうと考えられ」、「それを定量的に示すことは極めて難しい」ことから、「説得力のある定性的評価こそが必要とされる場面」があることを踏まえ、「規制のベネフィットを抽象的に記述するのみではなく、可能な限り定量化して示すとともに、説得力のある定性的評価を行い、それらを利害関係者等の外部の批判的評価に委ねることは、コスト/ベネフィットが明らかになりにくい規制分野で特に期待されよう」とする（鈴木 [2013] 87頁）。④若園 [2016a] は、「資本市場規制を巡る議論はただ1点の論点をもって始められるべきである。つまりは、その個別の規制が社会的に有用であるか否かとの問いが元始であり、議論の中核とならなければならない。経済分析を中心とする規制影響分析はその手段として重要にな

二 日本

1 規制の事前評価

行政機関による政策評価の基本的枠組みは、2001（平成13）年に成立した政策評価法において定められている²⁾。政策評価法は、「行政機関が行う政策の評価に関する基本的事項等を定めることにより、政策の評価の客観的かつ厳格な実施を推進しその結果の政策への適切な反映を図るとともに、政策の評価に関する情報を公表し、もって効果的かつ効率的な行政の推進に資するとともに、政府の有するその諸活動について国民に説明する責務が全うされるようにすることを目的とする」（同法1条）法律である。政策評価法において「政策」とは、「行政機関が、その任務又は所掌事務の範囲内において、一定の行政目的を実現するために企画及び立案をする行政上の一連の行為についての方針、方策その他これらに類するもの」をいう（同法2条2項）。政策評価の在り方を定めた政策評価法3条では、「政策効果は、政策の特性に応じた合理的な手法を用い、できる限り定量的に把握すること」や、「政策の特性に応じて学識経験を有する者の知見の活用を図ること」が求められている（同法3条2項）。

規制の事前評価に関しては、政策評価法9条および「行政機関が行う政策の評価に関する法律施行令」（以下「政策評価法施行令」）3条6号が、次のような定めを置いている（なお政策の事後評価については政策評価法8条等参照）。

政策評価法9条および政策評価法施行令3条6号

政策評価法

（事前評価の実施）

第九条 行政機関は、その所掌に関し、次に掲げる要件に該当する政策として個々の研究開発、公共事業及び政府開発援助を実施することを目的とする政策その他の政策のうち政令で定めるものを決定しようとするときは、事前評価を行わなければならない。

- 一 当該政策に基づく行政上の一連の行為の実施により国民生活若しくは社会経済に相当程度の影響を及ぼすこと又は当該政策がその実現を目指す効果を発揮することができること

る」との考えのもと（若園 [2016a] 3頁）、SEC規則の経済分析に関する法制度、訴訟、指針、SEC内の組織変更などについて説明した上で（⑤の若園 [2016b] はここまでの議論を要約したものである）、SECが2016年に公表した投資会社の流動性リスク管理プログラムに関する最終規則の経済分析が十分なものと評価できるか否かについて検証している。その結果、若園 [2016a] は、「最終規則での十分な経済分析が提示されているとは言いがたい。証券規制を対象とする外部評価者として意見を述べると、SECが開示した情報をもって評価を行うことは依然として困難である」とし、「決定的に欠けているのは、証券規制に用いる分析手法に関する議論ではないか」とまとめている（若園 [2016a] 18頁）。

2) 政策評価法については、宇賀 [2002] 参照。

となるまでに多額の費用を要することが見込まれること。

- 二 事前評価に必要な政策効果の把握の手法その他の事前評価の方法が開発されていること。

政策評価法施行令

(法第九条の政令で定める政策)

第三条 法第九条の政令で定める政策は、次に掲げる政策とする。ただし、事前評価の方法が開発されていないものその他の事前評価を行わないことについて相当の理由があるものとして総務大臣並びに当該政策の企画及び立案をする行政機関の長(略)が共同で発する命令で定めるものを除く。

一～五 (略)

六 法律又は法律の委任に基づく政令の制定又は改廃により、規制(国民の権利を制限し、又はこれに義務を課する作用(租税、裁判手続、補助金の交付の申請手続その他の総務省令で定めるものに係る作用を除く。)をいう。以下この号において同じ。)を新設し、若しくは廃止し、又は規制の内容の変更(提出すべき書類の種類、記載事項又は様式の軽微な変更その他の国民生活又は社会経済に相当程度の影響を及ぼすことが見込まれないものとして総務省令で定める変更を除く。)をすることを目的とする政策

七～八 (略)

上記の政策評価法施行令3条6号は、2007(平成19)年の政策評価法施行令改正により追加されたものであり、同年10月1日から規制の事前評価が義務付けられている。このような改正が行われた背景について、総務省の報道資料³⁾は次のように説明している⁴⁾。

総務省の報道資料より抜粋

規制については、諸外国において規制影響分析※3(以下「RIA」という。)による事前評価が実施されています。RIAは、規制制定過程の客観性及び透明性の向上、並びに規制の質の向上を図るものであり、総務省においてはRIAの具体的な手法に関する諸外国の事例の調査研究等を実施してきました。また、各府省においては「規制影響分析(RIA)の試行的実施

3) 総務省「報道資料：規制の事前評価の義務付け」(2007(平成19)年3月30日)。これは、http://www.soumu.go.jp/main_sosiki/hyouka/s-news/070330_6.html で閲覧可能。

4) 規制の事前評価について欧米の状況にキャッチアップすべきとの指摘は、総務省に設置された規制の政策評価に関する研究会の最終報告にも見られる。すなわち、規制の政策評価に関する研究会[2007]1頁は、「既に評価の経験の蓄積を有し、手法の開発も進んでいる米国、英国及びEU等の先進諸国に比して、我が国の規制の事前評価制度はようやく緒に就いたところである。まずこれらの諸国の知見に学ぶことから始め、実践の積み重ねにより我が国の規制の事前評価の水準を早期に向上させることが求められている」としている。

に関する実施要領」(平成16年8月13日内閣府。平成18年3月31日改正)に基づき、RIAの試行を実施してきました。そして、その件数は、平成16年10月から現在までの間に180件を超える状況に至っています。

こうした取組の進展を踏まえ、「行政改革の重要方針」(平成17年12月24日閣議決定)及び「規制改革・民間開放推進3か年計画(再改定)」(平成18年3月31日閣議決定。以下「3か年計画」という。)において、総務省は、平成18年度中に行政機関が行う政策の評価に関する法律(平成13年法律第86号)の枠組みの下で、規制について事前評価を義務付けるために必要な措置を講ずることとされたところであり、今般、評価法施行令の一部改正により措置することとしました。

また、3か年計画では、平成18年度中に「事前評価の義務付けに至らない規制についても、積極的かつ自主的にこれを行うよう努めることとし、総務省は、これを促進するために必要な措置を講ずる」ことも決定されており、このため、政策評価に関する基本方針の一部を変更したところです。

※3 規制影響分析(RIA: Regulatory Impact Analysis)は、規制の導入や修正に際し、実施に当たって想定されるコストや便益といった影響を客観的に分析し、公表することにより規制制定過程における客観性と透明性の向上を目指す手法です。

規制の事前評価が導入されたことを踏まえ、2007(平成19)年8月24日には、「規制の事前評価の実施に関するガイドライン」(以下「事前評価ガイドライン」)⁵⁾が、政策評価各府省連絡会議において了承された。

事前評価ガイドラインは、「規制の事前評価を行い、その結果を公表することを通じて、規制の質の向上を図るとともに、利害関係者のみならず、規制について広く国民の理解を得ることが重要である」(事前評価ガイドラインI)としており、規制の事前評価を行う意義として、①規制の質の向上と、②利害関係者を含めた国民の理解確保(国民に対する説明責任の履行ないし規制制定過程の客観性・透明性の向上)を挙げている。規制の事前評価は、適切に行われるのであれば、規制の正当性および正統性の確保に役立つはずの仕組みであるといえる。

規制の事前評価は、行政機関が法律・政令の制定・改廃により規制(国民の権利を制限し、またはこれに義務を課する作用)を新設・廃止・変更することを目的とする政策を決定しようとするときに必要になるところ(政策評価法9条および政策評価法施行令3条6号)、事前評価ガイドラインは、事前評価の対象とならない「規制」の具体例を示している。例えば、「市民社会における対等な私人間のルールを定める規定」である「民法、商行為法等に定める対等な私人間の関係を規律するための規定」は事前評価の対象外であるが、「消費者や投資家の保護等のため契約又は取引の当事者の一方のみに義務を課している場合は対等ではない」とされている(事前評価ガイドライン

5) 事前評価ガイドラインは、http://www.soumu.go.jp/main_sosiki/hyouka/seisaku_n/pdf/070824_2.pdfで入手可能。

II 1 (1) ③)。そうすると、例えば、金融商品取引法だけでなく、会社法であってもその中に「規制」と評価しうるものがあれば、それは規制の事前評価の対象になりうるようにも思われるが、今のところ、法務省から会社法に関する規制の事前評価書は公表されていない⁶⁾。金融商品取引法が同法1条に定められた目的を実現するための規制法（行政機関によるエンフォースメントが中心）であるのに対して、会社法は会社の利害関係者間の利害を調整するための規整法（民事裁判によるエンフォースメントが中心）であると一般に考えられており⁷⁾、会社法上のルールは行政機関が行う政策評価としての規制の事前評価になじみにくいと考えられているのかもしれない。

事前評価ガイドラインは、「費用及び便益の分析」に関する具体的な指針を定めている（事前評価ガイドラインII 3(2)参照）。例えば、定量化または金銭価値化に関しては、規制の費用（ここでいう費用は、規制を受ける側に発生する「遵守費用」、規制主体に発生する「行政費用」、広く社会経済全体や環境等に対する負の影響である「その他の社会的費用」に大別される。事前評価ガイドラインII 3(2)イ参照）および便益について、「可能な限り定量化又は金銭価値化して示すことが望ましい」としつつ、これができない場合は「定性的に分かりやすく説明する」としている（事前評価ガイドラインII 3(2)ア(iii)。下記参照）。

事前評価ガイドラインII 3(2)ア(iii)

(iii) 費用及び便益の各要素の分析

規制の新設又は改廃によって、発生又は増減することが見込まれる具体的な費用及び便益の要素を可能な限り列挙し、説明する。そして、各要素について、費用を負担する主体又は便益を受ける主体を示すとともに、各要素の発生過程を説明する。

客観的な評価を行うためには、費用及び便益は、可能な限り定量化又は金銭価値化して示すことが望ましい。定量化又は金銭価値化ができない場合は、定性的に分かりやすく説明する。ただし、費用は、便益と比べて、金銭価値化による推計を行いやすい面があることに留意すべきである。

なお、定量化と金銭価値化の両方が可能な場合は、両者を行って説明するよう努める。

次に、規制の費用と便益の関係の分析について、事前評価ガイドラインは、費用便益分析などの手法を用いて、便益が費用を「正当化(justify)できるかどうか」評価することを求めている（事前評価ガイドラインII 3(3)。下記参照）。

6) 法務省のウェブサイトで公表されている規制の事前評価は、本稿執筆時点で5件にすぎず、いずれも会社法とは関係ない。

7) 松尾 [2016] 11頁や神田 [2017] 28頁参照。なお、神田 [2017] 28頁等では会社法の「規整」という表現が使われているが、例えば、龍田 [2007] 27頁等では会社法の「規制」という表現が使われている。

事前評価ガイドラインⅡ 3(3)

(3) 費用と便益の関系の分析

規制の事前評価の目的は、規制によって得られる便益が、当該規制がもたらす費用を正当化(justify)できるかどうかを示すことにあり、代表的なものとしては、以下の三つの手法がある。このうち、便益と費用を金銭価値化する費用便益分析が規制の事前評価の主要な手法とされている。しかしながら、①規制のもたらす便益や費用のなかで定量的な予測が困難な要素や、②定量的な予測ができたとしても金銭価値化することが困難な要素が存在する。また、通常費用便益分析においては、分配の公平等の効率性以外の要因が扱われない。したがって、費用便益分析を用いる場合には、推計された便益や費用だけによるのではなく、金銭価値化されていない要素を費用効果分析の手法等により分析し、効率性以外の政策目的も考慮した総合的な評価が必要である。

定量的な予測が困難な場合には、定性的な分析を行う。定性的な分析による場合は、要素ごとの重要度を踏まえた分かりやすい説明が必要である。定量的な予測が可能であるが、金銭価値化が困難な場合には、費用効果分析を用いることができる。

ア 費用便益分析

金銭価値化した費用と便益を推計して、費用と便益の関係を分析するもの

イ 費用効果分析

一定の定量化された便益(効果)を達成するために必要な費用を推計して、費用と効果の関係を分析するもの

※効果が同様の単位によって示される代替案がある場合は、比較を行うことができる。また、効果についてのイメージがわかりやすい場合がある。さらに、複数の効果を一つの要素に還元し、定量化する費用効果分析も必要により用いるべきである。

ウ 費用分析

便益が複数案間でほぼ同一と予測される場合や、明らかに便益の方が費用より大きい場合等に、便益の詳細な分析を行わず、費用を中心に分析するもの

規制の事前評価書の公表時期等については、「規制の新設又は改廃が法律による場合、評価書等の公表は、遅くとも法律案の閣議決定までに行う。政令以下の下位法令による場合は、遅くとも行政手続法…に基づく意見公募手続まで(意見公募手続の適用除外のものについては閣議決定又は制定まで)に公表する。…なお、意見公募手続において提出された意見を踏まえて評価書等の内容を変更した場合は、改めてこれを公表する必要がある」とされている(事前評価ガイドラインⅡ 6)。

ところで、行政機関による政策の自己評価には、「常に「お手盛り評価」の危険が伴う」⁸⁾。そこ

8) 畠 [2015] 166頁。

で、政策評価法12条2項は、「総務省は、行政機関の政策評価の実施状況を踏まえ、当該行政機関により改めて政策評価が行われる必要がある場合若しくは社会経済情勢の変化等に的確に対応するために当該行政機関により政策評価が行われる必要がある場合において当該行政機関によりその実施が確保されないと認めるとき、又は行政機関から要請があった場合において当該行政機関と共同して評価を行う必要があると認めるときは、当該行政機関の政策について、政策評価の客観的かつ厳格な実施を担保するための評価を行うものとする」と定めている（こうした評価を客観性担保評価という）⁹⁾。

このように日本では、規制の事前評価に関する法的枠組みがすでに存在するわけであるが、実際に実施されている規制の事前評価により、①規制の質の向上や、②利害関係者を含めた国民の理解確保（国民に対する説明責任の履行ないし規制制定過程の客観性・透明性の向上）を図ることができているのであろうか。この点、政策評価・独立行政法人評価委員会〔2015〕は、「規制の事前評価は、規制を新設・改廃をする際に、所管する各府省があらかじめ評価を行うことにより、評価書として結果を公表することで、規制の質の向上を図るものであり、国民への説明責任を果たそうとするものである。各府省が作成する評価書は質が向上し、説明責任を果たすことにも貢献しているが、費用や便益の定量化・金銭価値化が不十分である上、評価書の作成・公表のタイミングについても検討の必要があると認識している。このため、評価結果が規制の新設・改廃の検討により活用されるよう、総務省としても検討を進めるべきである」としている¹⁰⁾。本稿では、金融庁による規制を対象にして、この点を検討してみたい。

2 金融庁による規制の事前評価

総務省のウェブサイトにある政策評価ポータルサイト（各府省が行う政策評価に関する各種情報を一元的に閲覧・利用できるようにしたサイト）¹¹⁾で「金融庁」をクリックすると、金融庁の政策評価トップページにジャンプする。当該ページには金融庁の政策評価に関する各種情報がアップされており、規制の事前評価については、2006（平成18）年度から現時点までの事前評価書（試行的

9) 畠〔2015〕157頁によると、「客観性担保評価（活動）については…これまで総務省による直接の政策評価は行われたことはなく、各府省が行った政策評価についての総務省による点検のみが行なわれてきたのであるが、25年度における状況は、このような点検の結果、286件（うち…規制の事前評価54件…）について課題等の指摘がなされた」とのことである。

10) 政策評価・独立行政法人評価委員会〔2015〕12頁。政策評価・独立行政法人評価委員会が担ってきた役割は、2015（平成27）年4月から、独立行政法人の評価に関する部分は「独立行政法人評価制度委員会」が担当することになり、政策評価に関する部分は「政策評価審議会」が担当することになった。なお、2017（平成29）年3月6日に開催された第7回政策評価審議会（第10回政策評価制度部会との合同）の資料3-2「規制に係る政策評価の改善方策（平成28年度）（概要）」（http://www.soumu.go.jp/main_content/000470589.pdfで入手可能）によると、①「規制評価ワーキング・グループ（以下「規制評価WG」という。）においては、昨年度に引き続き、意思決定過程における評価の活用促進、メリハリのある評価とする観点から、「規制の事前評価の実施に関するガイドライン」…の改正も視野に、改善方策を検討」、②「今年度の規制評価WGにおいては、特に以下の点について検討・議論（1）政策意思決定過程での事前評価の活用（2）簡素化した評価手法の検討（例えば、国際条約に基づき規制を実施するなど意思決定要素のないもの）（3）事後検証（レビュー）の在り方（4）関係機関との連携（規制改革会議の規制レビュー、公正取引委員会の競争状況への影響の把握・分析）」、③「今年度の検討・議論の方向性等について以下の整理を行った。i 規制の事前評価から規制のライフサイクル評価へ。ii 費用便益分析から影響評価へ。iii 遵守費用推計を優先する。iv 事前評価の内容にメリハリをつける。」としている。

11) http://www.soumu.go.jp/main_sosiki/hyouka/seisaku_n/portal/index.html

実施分を含む)が掲載されている。金融庁のウェブサイトで公開されている規制の事前評価書の数は次のとおり。

金融庁が公開している規制の事前評価書の数

年度	平18	平19	平20	平21	平22	平23	平24	平25	平26	平27	平28
数	(1)	11(1)	23	25	19	15	6	26	6	10	8

(注) 「平18」は平成18年度のことである(他も同様)。平成18年度および平成19年度の「(1)」はそれぞれ試行的実施分が1件あるという意味である。平成28年度は平成29年3月14日時点までの数である。ある規制に関する「規制の事前評価書」とその要旨である「規制の事前評価書(要旨)」が公表されている場合は両者あわせて一つと数えている。どちらか一方だけが公表されている場合も一つと数えている。なお、政策評価審議会・政策評価制度部会[2017]3頁に、平成19年度から平成27年度までの「各行政機関における規制に係る事前評価の実施状況(評価実施件数)」をまとめた表があるが、それによると金融庁の評価実施件数は平成25年度が31件、平成27年度が20件となっている(その他の年度は上記表と同じ)。

本稿では、金融庁による規制の事前評価の具体例として、①新規上場に伴う負担の軽減(規制緩和に関するもの)と、②プロ向けファンドに関する規制の見直し(規制強化に関するもの)を取り上げてみよう。

(1) 新規上場に伴う負担の軽減

2014(平成26)年5月23日に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」により、上場会社(大規模会社を除く)であっても新規上場後3年間は内部統制報告書に係る監査の免除を選択できるものとされた(金融商品取引法193条の2第2項4号)。新規上場に伴う負担を軽減するための改正である¹²⁾。当該改正の経緯は次のとおり。

改正の経緯

平成25年	6月5日：麻生太郎金融担当大臣が金融審議会に対し新規・成長企業へのリスクマネー供給のあり方等について検討を行うよう諮問。
	12月25日：金融審議会に設置された「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」が報告書を公表。同報告書は、「新規上場企業であっても、内部統制報告書の提出自体を免除することは適当ではない」としつつ、「新規上場企業については、①上場審査において、金融商品取引所から、内部管理体制も含めた厳格な上場審査を受けており、主幹事証券会社や公認会計士も当該内部管理体制をチェックしていること、②新規上場企業は、既存の上場企業に比して、財務負担能力が相対的に低い場合が多いと考えられること、③最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国においても、新規上場を促進する観点から、新興成長企業について、内部統制に係る監査を免除する措置が講じられたことなどの事情が存在する。また、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後3年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られなかった。これらを踏

12) 改正の概要については、齋藤他[2015]29頁以下および194頁以下参照。なお、内部統制監査免除を受けられない大規模会社の基準は、資本金100億円以上または負債総額1000億円以上とされている(財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令10条の2)。

	<p>まえると、新規上場企業の内部統制報告書の提出義務に係る負担を軽減するため、新規上場後、例えば3年間について、内部統制報告書に係る監査義務を免除することが適当であると考えられる。ただし、新規上場企業であっても、その規模等に照らし、市場への影響や社会・経済的影響が大きいと考えられる企業については、内部統制が適切に機能していることを特に厳格にチェックする必要性が高いと考えられることから、こうした企業については、新規上場企業であっても、内部統制報告書に係る監査義務を免除することは適当ではないと考えられる」と提言した（金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ [2013] 13頁）。</p> <p>*10月15日に開催された新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ第6回会合の配布資料2-1「事務局説明資料：新規上場に伴う負担の軽減」¹³⁾ 10頁は、「内部統制に係る監査報酬は、一般的に、年間監査報酬額の20%前後を占めていると言われている」との記載がある。また、同じく第6回会合の参考資料「日本公認会計士協会：新規上場における内部統制報告書提出に係る負担の一定期間の軽減に対する意見」¹⁴⁾ 1頁は、「当協会としては、有効な内部統制は適切な財務諸表作成の前提であり、社会的な責任もますます高まる新規上場に当たっては、その段階こそ内部統制を整備し、有効に運用していく体制が求められるものとする。このため、経営者による内部統制報告書の信頼性を担保する措置として内部統制監査は必要不可欠なものであり、時代の要請に逆行する方向での施策には、投資者保護の観点からも基本的には反対である」とし、内部統制体制の整備は、「上場準備の過程で内部統制監査を行うか否かにかかわらず行われているものであり、内部統制監査による負担の増加は、本来的に大きくないのではないかと考える。新規上場に当たり何が一番負担になっているのか、その実態分析を始め、内部統制監査を免除する必要性、免除した場合のメリット・デメリット等を十分に検討することが必要である」などの意見を述べている。なお、同ワーキング・グループの委員であった黒沼悦郎教授は、「新規上場企業は成熟企業に比べ内部統制が整っていない可能性が高いことを考えると、立法政策として疑問である」（黒沼 [2016] 197頁）とされる。</p>
平成26年	<p>3月13日：新規上場後3年間は内部統制報告書に係る監査の免除を選択できる（ただし大規模会社を除く）規制の事前評価書（以下「事前評価書①」。概要は後述参照）が公表。</p> <p>3月14日：新規上場後3年間は内部統制報告書に係る監査の免除を選択できる（ただし大規模会社を除く）規定を含む「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が国会に提出。</p> <p>5月23日：「金融商品取引法等の一部を改正する法律」成立。</p>
平成27年	<p>2月13日：平成26年金融商品取引法等改正（1年以内施行）等に係る政令・内閣府令案等の公表。内部統制監査免除を受けられない大規模会社の基準を、資本金100億円以上または負債総額1000億円以上とする旨の改正案（財務計算に関する書類その他の情報の適正性を確保するための体制に関する内閣府令案10条の2）などが含まれている。3月16日までがパブリックコメント期間。なお、2月13日に公表されている規制の事前評価書は内部統制監査義務の免除に関するものではないので、本稿では取り上げない。</p> <p>5月12日：平成26年金融商品取引法等改正（1年以内施行）等に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等の公表。</p> <p>5月29日：「金融商品取引法等の一部を改正する法律」等施行。</p>

2014（平成26）年3月13日に公表された、新規上場後3年間は内部統制報告書に係る監査の免除

13) この資料は、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20131015/04.pdf で入手可能。

14) この資料は、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20131015/06.pdf で入手可能。

を選択できる（ただし大規模会社を除く）規制の事前評価書（以下「事前評価書①」）¹⁵⁾は、「内部統制報告書の提出に係る負担が、新規上場を躊躇させる一因となっている可能性が指摘されている」ことから、「新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進を図る観点からは、投資者保護に支障を来たさない範囲内で、新規上場に伴う負担の軽減を図り、新規上場を促進していくことが重要である」とした上で、**改正案**（「新規上場の際、取引所が厳格な上場審査を行っていることなどから、新規上場後一定期間（3年間）に限って、内部統制報告書に対する公認会計士監査の免除を選択できるようにする。ただし、新規上場企業であっても、特に企業規模が大きく、社会・経済的影響の大きな企業については、対象外とする」案）と、**代替案**（「企業規模が一定規模以下である間に限り、内部統制報告書に対する公認会計士監査の免除を選択できるようにする」案。この代替案は新規上場後一定期間に限っての案ではないことに留意されたい）について、費用および便益の分析を行っている。事前評価書①のうち当該分析に関連する部分は次のとおり。

事前評価書①より抜粋

6. 規制の費用（代替案における費用も含む。）

(1) 遵守費用

① 改正案

特段の費用は発生しない。

② 代替案

企業規模が一定規模を超えた場合に内部統制報告書に対する公認会計士監査を受ける義務が生じることに備えて、新規上場企業が、事業年度中、常に自社の企業規模を把握しておくことに係る費用が発生する。

(2) 行政費用

① 改正案

行政庁（国）において、監査免除を選択した企業が免除要件を満たすかどうかの確認に係る費用や、開示書類に対するレビュー対応等の費用が発生する。

② 代替案

行政庁（国）において、監査免除を選択した企業が免除要件を満たすかどうかの確認に係る費用や、開示書類に対するレビュー対応等の費用が発生する。

(3) その他の社会的費用

① 改正案

監査免除を選択した企業が上場後3年の間に急成長した場合等には、当該企業の内部統制体制の整備状況について十分なチェックが行われているか監査証明がないため、当該企

15) この事前評価書①は、http://www.fsa.go.jp/seisaku/25ria/30_b.pdfで入手可能。

業への投資が低迷する可能性がある。

ただし、新規上場後の企業内容の変化について確認したところ、多くの企業において、新規上場後3年間程度は、売上や従業員などの企業規模等に大きな変化は見られず、また、3年間に限定した措置でもあるため、大きな影響は生じないと考えられる。

② 代替案

企業規模が一定規模を超えて成長した場合には内部統制報告書に対する公認会計士監査を受ける義務が生じるため、新規上場企業の成長意欲を削ぐ（当該一定規模を超えることが視野に入った企業が意図的に成長を減速させるなど）ことにも繋がり、新規上場企業が十分に成長しないことで、我が国経済の持続的成長への寄与が限定的なものとなるおそれがある。

また、既存の上場企業及び一定規模を超える新規上場企業については、毎年度内部統制報告書に対する公認会計士監査が行われるのに対して、代替案では、企業規模が一定規模以下である限り、内部統制報告書に対する公認会計士監査の免除を選択し続けることができるため、長期間、監査を受けない企業が出てくることも考えられる。このような場合等には、財務報告に係る内部統制の有効性の評価の信頼性を外部から確認できない状況が長期間に及ぶことになるため、当該企業への投資が低迷するおそれがある。

7. 規制の便益（代替案における便益も含む。）

① 改正案

監査免除を選択した企業において、新規上場後3年間、内部統制報告書に対する公認会計士監査に係る費用が削減されることから、新規上場に伴う負担が軽減し、新規上場の促進に寄与するものと考えられる。

② 代替案

監査免除を選択した企業において、新規上場企業の企業規模が一定規模以下である間は、内部統制報告書に対する公認会計士監査に係る費用が削減されることから、新規上場に伴う負担が軽減し、新規上場の促進に寄与するものと考えられる。

8. 政策評価の結果（費用と便益の関係の分析等）

（1）費用と便益の関係の分析

改正案により、上記の行政費用等が発生するものの、上記便益の発生により、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の促進をもたらす、我が国における経済の持続的成長の実現に資するものと考えられるため、便益の発生は行政費用等を大きく上回るものと考えられる。

（2）代替案との比較

上記の行政費用および規制の便益については、改正案と代替案とは同様の結果になると考えられる。しかしながら、遵守費用について、代替案では費用が発生するほか、その他の社会的費用について、改正案では大きな影響は生じないのに対し、代替案では長期間にわたり

多くの社会的費用が発生するおそれがある。これらの点を勘案すると、改正案は適当であると考えられる。

事前評価書①について、いくつかコメントしておきたい。第1に、規制の事前評価の対象には行政機関が提案する法律による規制も含まれるところ、事前評価書①は、法律による規制（具体的には金商法193条の2第2項第4号）を対象とするものである。法律は国会により制定されるため民主的な正統性は高いといえるが、そのことが直ちに正当性の確保につながるわけではなく、また、法律案は行政機関により策定されることが多いことを考えると、規制の事前評価の対象に行政機関が提案する法律による規制を含めることには意義があると考えられる。

第2に、事前評価書①の分析内容についてである。前述したとおり、事前評価ガイドラインでは、「客観的な評価を行うためには、費用及び便益は、可能な限り定量化又は金銭価値化して示すことが望ましい」とされているが、事前評価書①は定性分析で占められており、判断の根拠となる具体的なデータもほとんど示されていない。今回の改正に際しては、「新規上場に当たり何が一番負担になっているのか、その実態分析を始め、内部統制監査を免除する必要性、免除した場合のメリット・デメリット等を十分に検討することが必要である」との意見もあったように（前述した改正の経緯参照）¹⁶⁾、例えば、新規上場を躊躇する要因の分析（とりわけ内部統制監査の負担が新規上場をどの程度躊躇させる要因となっているのか）が示されるべきではなかったか。内部統制監査が負担になっているとの声があるのは事実だったとしても、その声が多くの人々の声なのか、それとも声の大きい一部の人々のものなのかなどの確認は重要であろう（もとより多数意見であれば常に正しいと言いたいわけではない）。また、内部統制監査を免除することで新規上場会社に不適切開示などが発生するリスクをどのように考えているのかも判然としない。この点については、新規上場後における不適切開示事例の原因分析などが示されてもよかったのではないかと。また、事前評価書①では、新規上場後3年間は企業規模等に大きな変化は見られないという分析結果が示されているが、内部統制監査の負担がなくなった場合にも同じことがいえるのかについて一層丁寧な説明があったほうがよかったように思われる。さらに、代替案として、企業規模が一定規模以下である限り内部統制監査の免除を選択し続けることができるという案が示されているが、なぜこの代替案が選択されたのか。例えば、上場会社（大規模会社を除く）は新規上場後3年間は内部統制監査の免除を選択することができるが（ここまでは **改正案** と同じ）、当該期間内に企業規模が一定規模以上になれば監査が必要になるという案を取り上げてもよかったのではないかと¹⁷⁾。このように、事前評価書①

16) この意見は内部統制監査の報酬を受け取る監査人サイドから出されており、監査人は今回の改正に否定的になるインセンティブを有する可能性があるため反対意見を出すのは当然であるという見方もありうるが、本稿本文中に引用した部分の意見内容自体は妥当なものといえる。

17) この案は、2013（平成25）年10月15日に開催された新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ第6回会合の配布資料2-1「事務局説明資料：新規上場に伴う負担の軽減」（本稿脚注13参照）14頁において提示されていたものであり、米国が採用している仕組みに近いといえる（すなわち米国では、内部統制監査免除は「5年間」免除とされているが、一方で、免除対象企業が成長し、免除基準（売上高10億ドル未満等）を満たさなくなった場合には、監査

の分析内容については改善の余地があるように思われるが、事前評価書①について総務省が実施した点検結果では、事前評価書①の分析・説明に課題（疑問点・問題点等）があるとはされていない¹⁸⁾。

第3に、事前評価書①は、「改正案により、上記の行政費用等が発生するものの、上記便益の発生により、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給の促進をもたらし、我が国における経済の持続的成長の実現に資するものと考えられるため、便益の発生は行政費用等を大きく上回るものと考えられる」と結論付けているが、一定期間経過後に、実際に今回の改正により新規上場がどの程度増加したのか、また、問題は生じていないかなどの事後的な検証を行うべきであろう。この点、事前評価書①は、改正法施行後5年を目処にレビューを行うことを明らかにしており、これについては評価できる。事後的な検証を行うことで、対象となっている規制の当否だけでなく、当該規制の事前評価の当否をも検討することで、今後の改善策を考えるよい機会になると考えられる（なお、こうした事後的検証の重要性は、事前評価書①に限ったことではなく、その他の規制についても言えることである）。

（2）プロ向けファンドに関する規制の見直し

2015（平成27）年5月27日に成立した「金融商品取引法の一部を改正する法律」およびその後の政令・内閣府令等の改正により、いわゆるプロ向けファンド制度の見直しが行われた。本稿では、かかる改正のうち、プロ向けファンドの出資者の範囲を限定する政令・内閣府令の改正（金融商品取引法施行令17条の12、金融商品取引業等に関する内閣府令233条の2・233条の3）を取り上げる¹⁹⁾。当該改正の経緯は次のとおり。

改正の経緯

平成26年	4月：証券取引等監視委員会が「適格機関投資家等特例業務に関する特例について」（同月18日） ²⁰⁾ において「集団投資スキーム（以下「ファンド」という。）のうち適格機関投資家等（1名以上の適格機関投資家及び49名以下の適格機関投資家以外の者）を出資者とするもの（いわゆる「プロ向けファンド）」の「出資者に係る要件を厳格化する等、一般投資家の被害の発生等を防止するための適切な措置を講ずる必要がある」旨を建議。また、内閣府消費者委員会が「適格機関投資家等特例業務についての提言」（同月22日） ²¹⁾ において「適格機関投資家等特例業務は、本来、プロ向けの制度である。そこで、制度の在り方として、プロ向けの仕組みという制度趣旨に則って整備されるべく諸要件等を見直すことが適当である」旨の提言。
-------	---

義務を復活させる仕組みとなっている」（当該資料11頁）。ちなみに、当該資料14頁は、成長を抑制するインセンティブとなりかねないこと、軽減措置は3年間に限った措置であることから、期間中の監査義務復活案を採用する必要性は乏しいのではないかとしている。

18) 総務省「点検結果表（規制の事前評価（政策名称：新規上場に伴う負担の軽減）」（通知公表日：2014（平成26）年12月16日）。これは、http://www.soumu.go.jp/main_content/000326778.pdfで入手可能。

19) 改正の概要について、田原他〔2016〕5頁以下および32頁以下参照。

20) この資料は、http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2014/2014/20140418-1.htmで入手可能。

21) この資料は、http://www.cao.go.jp/consumer/iinkaikouhyou/2014/_icsFiles/afiedfile/2014/04/25/140422_teigen.pdfで入手可能。

	<p>*その他にも、日本弁護士連合会「適格機関投資家等特例業務（金融商品取引法第63条）に関する意見書」（同年2月20日）²²⁾ や、国民生活センター「報道発表資料：投資経験の乏しい者に「プロ向けファンド」を販売する業者にご注意！」（平成25年12月19日）²³⁾ 参照。</p> <p>5月14日：適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等およびプロ向けファンドの出資者の範囲を限定する規制の事前評価書（以下「事前評価書②」）。概要は後述参照）の公表。6月12日までがパブリックコメント期間。</p> <p>*パブリックコメントの結果、239の個人及び団体より、ベンチャー・ファンドに関して「販売が可能な投資家の範囲が狭く、新たなファンドの組成が困難になるため範囲を広げてほしい」等の意見（105件）、投資者保護に関して「プロ向けファンドの個人への販売は禁止すべき」等の意見（54件）、一般の個人投資家から収益を目的に広く出資を募ることにより、太陽光発電等の事業を行うファンドに関して「投資家の範囲の限定はファンドの組成が困難になる」等の意見（19件）、その他の意見・質問（61件）などが寄せられた²⁴⁾。こうした状況を踏まえ、再検討開始。</p> <p>9月26日：麻生太郎金融担当大臣が金融審議会に対しプロ向けファンドをめぐる制度のあり方等について検討を行うよう諮問。</p>
<p>平成27年</p>	<p>1月28日：金融審議会に設置された「投資運用等に関するワーキング・グループ」が報告書を公表。同報告書は、「適格機関投資家等特例業務の出資者の範囲については、本来はプロ向けの制度であるものの、一方で、ファンドと関係の深い一般投資家も出資しているというプロ向けファンドの実態等を踏まえれば、投資判断能力を有する一定の投資家及び特例業者と密接に関連する者に限定することが適当と考えられる。このような考え方を踏まえ、上述のような措置（河村注：適格機関投資家等特例業務の届出者に係る行為規制の強化等）が講じられることを併せて考えると、平成26年5月にパブリック・コメントに付された改正案に対して、以下のように出資者の範囲を拡大する修正を加えることが適当と考えられる」とし、さらに、ベンチャー・ファンドについては、「相応の体制が整備されることを前提に、投資判断能力を有する者として、以下のような者を含める」として出資者の範囲を拡げることが提言（金融審議会投資運用等に関するワーキング・グループ [2015] 6・7頁）。</p> <p>*当該ワーキング・グループの委員であった黒沼悦郎教授は、平成26年10月24日に開催された当該ワーキング・グループ第2回会合において、「適格機関投資家等特例業務の相手方については、適格機関投資家と「特例業務届出者と密接な関連を有する者」に限定すべきである」とし、このような限定で支障が生じるのであれば「経過措置を設けることによって対応すべきである」との意見書²⁵⁾を提出されている。</p> <p>3月24日：プロ向けファンド制度を総合的に見直す「金融商品取引法の一部を改正する法律案」が国会に提出。なお、前日に、適格機関投資家等特例業務の見直しに関する規制の事前評価書が公表されているが、プロ向けファンドの出資者の範囲を限定する規制を直接的に対象とするものではないので、本稿では取り上げない。</p> <p>5月27日：「金融商品取引法の一部を改正する法律」成立。</p>

22) この資料は、http://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/2014/opinion_140220_2.pdf で入手可能。

23) この資料は、http://www.kokusen.go.jp/pdf/n-20131219_2_1.pdf で入手可能。

24) 金融庁「「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について」（2015（平成27）年1月28日）のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20150128-2.html>）参照。

25) この資料は、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryoku/20141024/06.pdf で入手可能。

	11月20日：平成27年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案およびプロ向けファンドの出資者の範囲を限定する規制の事前評価書（以下「事前評価書③」。概要は後述参照）の公表。 12月21日までがパブリックコメント期間。
平成28年	2月3日：平成27年金融商品取引法改正等に係る政令・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等の公表。
	3月1日：「金融商品取引法の一部を改正する法律」等施行。

本稿に係る改正の経緯を簡単にまとめると、従来のプロ向けファンドは49名以内であれば一般投資家も出資可能であったことから、この仕組みが悪用され投資者被害が発生していた。そこで、2014（平成26）年5月14日に、出資者の範囲を限定する改正案および事前評価書²⁶⁾が公表されたが、範囲を限定しすぎているなどの意見が出された。そこで、再検討した結果、2015（平成27）年11月20日に、出資者の範囲を限定するものの2014（平成26）年5月案よりは範囲を拡大した改正案および事前評価書²⁷⁾が公表されたわけである。事前評価書②で示された出資者の範囲を限定する改正案（**本案**）と**代替案**，事前評価書③で示された出資者の範囲を限定する改正案（**本案**）と**代替案**は次のとおり。

事前評価書②および事前評価書③より抜粋

事前評価書②	事前評価書③
<p>4. 規制の目的、内容及び必要性 （3）規制の新設又は改廃の内容（河村注：本案のことである） プロ向けファンドの販売先を、適格機関投資家と一定の投資判断能力を有すると見込まれる以下の者（以下「投資判断能力を有する者」という。）とする。</p> <p>①金融商品取引業者等（法人のみ） ②プロ向けファンドの運用者 ③プロ向けファンドの運用者の役員、使用人及び親会社 ④上場会社 ⑤資本金が5千万円を超える株式会社 ⑥外国法人 ⑦投資性金融資産を1億円以上保有かつ証券口座開設後1年経過した個人 等</p>	<p>4. 規制の目的、内容及び必要性 （3）規制の新設又は改廃の内容（河村注：本案のことである） プロ向けファンドの販売先を、適格機関投資家、「投資判断能力を有する一定の投資家」及び「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」とする。</p> <p>①国 ②日本銀行 ③地方公共団体 ④金融商品取引業者等 ⑤プロ向けファンドの運用者 ⑥プロ向けファンドの運用者の役員、使用人及び親会社 ⑦上場会社 ⑧資本金の額が5千万円以上である法人 ⑨純資産の額が5千万円以上である法人 ⑩投資性金融資産を1億円以上保有かつ証券口座開設後1年経過した個人 等</p>

26) この事前評価書②は、http://www.fsa.go.jp/seisaku/26ria/01_b.pdfで入手可能。

27) この事前評価書③は、http://www.fsa.go.jp/seisaku/27ria/03_b.pdfで入手可能。

	また、一定の要件を満たすベンチャー・ファンドについては上記の者に加え、「投資に関する知識及び経験を有するもの」を特例として追加する。
5. 想定される代替案 プロ向けファンドの販売先を、適格機関投資家と投資判断能力を有する者（ただし個人を除く。）とする。	5. 想定される代替案 プロ向けファンドの販売先を、適格機関投資家と「投資判断能力を有する一定の投資家」のみとし、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」は認めない。

事前評価書②における **本案**・**代替案** の費用・便益の分析、事前評価書③における **本案**・**代替案** の費用・便益の分析は次のとおり。

事前評価書②および事前評価書③より抜粋

事前評価書②	事前評価書③
<p>6. 規制の費用（代替案における費用も含む。）</p> <p>(1) 遵守費用</p> <p>①本案 適格機関投資家等特例業務を行う業者において、プロ向けファンドの販売等を行う際に、投資家が投資判断能力を有する者であることを確認するための費用が発生する。</p> <p>②代替案 適格機関投資家等特例業務を行う業者において、プロ向けファンドの販売等を行う際に、投資家が個人を除く投資判断能力を有する者であることを確認するための費用が発生する。</p> <p>(2) 行政費用</p> <p>①本案 行政庁（国）において、適格機関投資家等特例業務を行う業者のプロ向けファンドの販売等の規制の遵守状況を確認・検証するための費用が発生する。</p> <p>②代替案 行政庁（国）において、適格機関投資家等特例業務を行う業者のプロ向けファンドの販売等の規制の遵守状況を確認・検証するための費用が発生する。</p> <p>(3) その他の社会的費用</p> <p>①本案 プロ向けファンドの購入を希望する一般投資家のうち、投資判断能力を有する者以外の者が、プロ向けファンドを購入できなくなるという社会的費用が発生するおそれがあるが、現状、適切な勸</p>	<p>6. 規制の費用（代替案における費用も含む。）</p> <p>(1) 遵守費用</p> <p>①本案 プロ向けファンドの販売等を行う業者において、プロ向けファンドの販売等を行う際に、投資家が「投資判断能力を有する一定の投資家」、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」であることを確認するための費用が発生する。</p> <p>②代替案 プロ向けファンドの販売等を行う業者において、プロ向けファンドの販売等を行う際に、投資家が「投資判断能力を有する一定の投資家」であることを確認するための費用が発生する。</p> <p>(2) 行政費用</p> <p>①本案 行政庁（国）において、プロ向けファンドの販売等を行う業者のプロ向けファンドの販売等の規制の遵守状況を確認・検証するための費用が発生する。</p> <p>②代替案 行政庁（国）において、プロ向けファンドの販売等を行う業者のプロ向けファンドの販売等の規制の遵守状況を確認・検証するための費用が発生する。</p> <p>(3) その他の社会的費用</p> <p>①本案 プロ向けファンドの購入を希望する一般投資家のうち、「投資判断能力を有する一定の投資家」、「適</p>

<p>誘によりプロ向けファンドを購入している投資家の大部分は投資判断能力を有する者であると考えられることから、その影響は限定的であると見込まれる。</p> <p>②代替案</p> <p>適切な運営が行われていると考えられるプロ向けファンドの有力な出資者で投資判断能力を有する者である個人がプロ向けファンドを購入できなくなるにより、ファンドの組成が困難となり、リスクマネーの供給に著しい影響を及ぼすという社会的費用が発生する。</p>	<p>格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」以外の者が、プロ向けファンドを購入できなくなるという社会的費用が発生するおそれがあるが、現状、適切な勧誘によりプロ向けファンドを購入している投資家の大部分は「投資判断能力を有する一定の投資家」、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」であると考えられることから、本規制の見直し後にプロ向けファンドを購入できなくなる者は限定的であると見込まれる。</p> <p>②代替案</p> <p>適切な運営が行われていると考えられるプロ向けファンドの出資者で、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」がプロ向けファンドを購入できなくなること、ベンチャー・ファンドの有力な出資者である「投資に関する知識及び経験を有するもの」がファンドを購入できなくなるにより、ファンドの組成が困難となり、リスクマネーの供給に著しい影響を及ぼすという社会的費用が発生する。</p>
<p>7. 規制の便益（代替案における便益も含む。）</p> <p>①本案</p> <p>今回の措置より、プロ向けファンドが、適格機関投資家と投資判断能力を有する者のみに販売等がなされ、不適切な勧誘による知識・経験が乏しく一定の投資判断能力を有すると見込まれない一般投資家の被害が減少すると見込まれる。」②代替案</p> <p>代替案により、プロ向けファンドが個人に販売等ができなくなり、不適切な勧誘による知識・経験が乏しく一定の投資判断能力を有すると見込まれない一般個人投資家の被害は減少すると見込まれる。</p>	<p>7. 規制の便益（代替案における便益も含む。）</p> <p>①本案</p> <p>今回の措置により、プロ向けファンドが、適格機関投資家と「投資判断能力を有する一定の投資家」、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」のみに販売等がなされ、不適切な勧誘による知識・経験が乏しく投資判断能力を有すると見込まれない一般投資家の被害が減少すると見込まれる。</p> <p>②代替案</p> <p>代替案により、プロ向けファンドが「投資判断能力を有する一定の投資家」以外に販売等ができなくなり、不適切な勧誘による知識・経験が乏しく投資判断能力を有すると見込まれない一般投資家の被害は減少すると見込まれる。</p>
<p>8. 政策評価の結果（費用と便益の関係の分析等）</p> <p>(1) 費用と便益の関係の分析</p> <p>本案においては、新たに遵守費用、行政費用が発生するものの、プロ向けファンドが、適格機関投資家と投資判断能力を有する者のみに販売等がなされ、不適切な勧誘による投資家被害が減少することが見込まれる便益が発生し、便益の増加が</p>	<p>8. 政策評価の結果（費用と便益の関係の分析等）</p> <p>(1) 費用と便益の関係の分析</p> <p>本案においては、新たに遵守費用、行政費用が発生するものの、プロ向けファンドが、適格機関投資家と「投資判断能力を有する一定の投資家」、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有す</p>

遵守費用、行政費用、その他社会的費用の増加を上回ることが見込まれることから、本案の改正が妥当と考えられる。

(2) 代替案との比較

本案の遵守費用、行政費用の増加は代替案と同様と見込まれるものの、プロ向けファンドの購入を希望する投資判断能力を有する者である個人が、プロ向けファンドを購入できなくなる点において、その他社会的費用は代替案が本案を上回ることが見込まれる。

また、便益については、プロ向けファンドが適格機関投資家と投資判断能力を有する者のみに販売がなされることで、不適切な勧誘による知識・経験が乏しく一定の投資判断能力を有すると見込まれない一般投資家の被害が減少することから、本案と代替案は同等と見込まれる。

したがって、本案と代替案は、便益は同等であるものの、その他社会的費用の発生において代替案が本案を上回ることから、本案による改正が妥当と考えられる。

るもの」のみに販売等がなされ、不適切な勧誘による投資家被害が減少することが見込まれる便益が発生し、便益の増加が遵守費用、行政費用、その他社会的費用の増加を上回ることが見込まれることから、本案の改正が妥当と考えられる。

(2) 代替案との比較

本案の遵守費用、行政費用の増加は代替案と同様と見込まれるものの、プロ向けファンドの購入を希望する「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」が、プロ向けファンドを購入できなくなることにより、ファンドの組成が困難となり、リスクマネーの供給に著しい影響を及ぼすという点において、その他社会的費用は代替案が本案を上回ることが見込まれる。

また、便益については、プロ向けファンドが適格機関投資家と「投資判断能力を有する一定の投資家」、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」のみに販売がなされることで、不適切な勧誘による知識・経験が乏しく投資判断能力を有すると見込まれない一般投資家の被害が減少することから、本案と代替案は同等と見込まれる。

したがって、本案と代替案は、便益は同等であるものの、その他社会的費用の発生において代替案が本案を上回ることから、本案による改正が妥当と考えられる。

事前評価書②および事前評価書③について、いくつかコメントしておきたい。第1に、分析の内容についてであるが、事前評価書②も事前評価書③も、定量的な分析や判断の根拠となる具体的なデータを示しておらず、この点は事前評価書①の場合とほぼ同じである。判断の前提となる現状認識について見てみると、事前評価書②は、「現状、適切な勧誘によりプロ向けファンドを購入している投資家の大部分は投資判断能力を有する者であると考えられる」とするのに対し、事前評価書③は、「現状、適切な勧誘によりプロ向けファンドを購入している投資家の大部分は「投資判断能力を有する一定の投資家」、「適格機関投資家等特例業務を行う者と密接に関連する者」及び「投資に関する知識及び経験を有するもの」であると考えられる」としており、現状認識にズレがある。事前評価書③の現状認識は、事前評価書②公開時のパブリックコメントなどで寄せられた意見などを踏まえたものと思われるが、そもそも事前評価書②の現状認識の根拠はどこにあったのだろうか。パブリックコメントなどを通じて規制当局の現状認識の修正などが行われること自体を否定的にとらえる必要はないが、判断の根拠が具体的に示されなければ、情報のない国民は規制当局の判断の

当否を十分に検討することができないように思われる。また、事前評価書②の本案から事前評価書③の本案へと出資者の範囲が拡大された背景には、適格機関投資家等特例業務の届出者に係る行為規制の強化等の措置も同時に講じられるためという理由付けがあったはずであるが²⁸⁾、事前評価書③の説明ではこの点は明らかにされていない。厳しい言い方をすれば、これらの事前評価書では、結論ありきの説明がなされているように見えてしまう。

第2の点として、事前評価書②も事前評価書③も、事前評価書自体はパブリックコメントにおける「意見募集の対象ではございません」²⁹⁾とされている（なお事前評価書①についてはパブリックコメント自体が行われていない）。このような取扱いになっている一因として、そもそも行政手続法上、パブリックコメントにおいては、「命令等の案…及びこれに関連する資料」を公示して意見（情報を含む）を求めることになるところ（行政手続法39条1項）、規制当局は「当該命令等の案についての意見（以下「提出意見」という。）を十分に考慮しなければならない」とされているのに対し（同法42条）、関連する資料（規制の事前評価書はこれに該当すると考えられる³⁰⁾）についての意見を十分に考慮せよとは定められていないことがあるのかもしれない³¹⁾。しかし、規制の事前評価書の内容に関して意見を求めることや関連するデータの提供を求めることは、当該評価（ひいては規制）の質を高める上で有益であるように思われる。後述するように、米国ではこうした点も意見募集の対象となっている。

本稿では、事前評価書①②③しか検討していないので断定はできないが、他の事前評価書も同じような状況であるとする、結局のところ、規制の事前評価が規制の質の向上や国民の理解確保のために活用されているとは言い難いように思われる。規制の質の向上を目指すのであれば、規制の事前評価の内容が規制の形成過程において活用されるべきであるが、規制の原型を形成する審議会やそのワーキング・グループなどにおいて、規制の事前評価の内容が活用されているようには見えない。国民の理解確保という点にしても、そもそも規制の事前評価書に目を通す利害関係者や法律・経済専門家などは、筆者の知る限り、それほど多くはないように思われる。規制の事前評価に全力で取り組んでいる規制当局者も存在するとは思いますが、規制当局関係者から聞いた話などを踏まえると、政策評価法令で要求されているから必要最小限の範囲でやっているだけと考えている規制当局者もいるようである。

この点、2013年～2014年に米国の情報・規制問題室（OIRA：Office of Information and Regulatory Affairs）の副長官を務めた Andrei Greenawalt 氏は、日米の規制プロセスを比較検討した2015年のコラムにおいて、日本における「規制影響分析は、作成中の法令案に影響を与えるというよりも、

28) 改正の経緯で挙げた金融融審議会投資運用等に関するワーキング・グループ [2015] 6・7頁のほか、田原等 [2016] 33頁等参照。

29) 事前評価書②については、<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140514-1.html> 参照、事前評価書③については、<http://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20151120-1.html> 参照。

30) 行政管理研究センター編 [2016] 296・297頁。

31) もっとも、当該命令等の「案について全く言及しておらず、案と無関係と判断されるものは、「提出意見」には該当しない」（行政管理研究センター編 [2016] 325頁）と考えられているところ、規制の事前評価書と当該命令等の案を関連づけて意見を述べれば、提出意見に該当することになる。

すでに下された決定を正当化する手段になっているようだ。優れた分析もあるが、ほとんどの場合、緻密な経済分析に欠け、代替案は真剣に評価されていない。…各省庁には、規制影響分析に時間や人員を費やす意向がみられない」とし、①「分析がもたらす効果を疑問視し、ただでさえ忙しい上に不要な負担が増すと考える政府関係者もいる」こと、②「各省庁に対して高度な規制影響分析を強制できる組織は存在しない」こと、③「高度な分析に必要な専門知識や研修を十分に受けた政府職員の数が限られて」いることなどを指摘しているが³²⁾、かなりの確かな指摘ではないかと思う。

ここで、米国のOIRAとは、大統領府に置かれた行政管理予算局(OMB: Office of Management and Budget)の附属機関であり、「OIRAの責務の1つは、規制所管府省が作成した重要な規制案を精査し、大統領が設定した優先項目との整合性をチェックし、費用に見合う便益が得られるか判断する」³³⁾ ことにある。日本における規制の事前評価制度のあり方を考える上で、OIRAについて考察するのは有用であるが³⁴⁾、注意すべき点がある。それは、「OIRAの権限が及ぶのは内閣の機関や行政各省庁(環境保護庁、保健福祉省、農務省など)であり、議会に「独立」機関として承認されている証券取引委員会や連邦通信委員会などは対象外である」³⁵⁾ ということである。つまり、米国のSECやCFTCは、規則を制定する際に、当該規則の経済的影響に関する分析(規制の経済分析)を行っているが(詳細は後述参照)、独立規制機関であるSECやCFTCなどは「OIRAによる審査」の対象外となっているわけである。それにもかかわらず、近時のSECは規制の経済分析に力を入れるようになってきているが、その最たる要因は「司法による審査」であるといつてよいだろう。つまり、SECがある規則を制定しても、その経済分析が不十分であれば、利害関係者により提訴され、当該規則それ自体が取り消されるおそれがあり、実際にそうした訴訟が複数存在する(詳細は後述参照)。SECとしては、制定しようとする規則を取り消されたくないはずなので、規制の経済分析に力を入れるインセンティブが働くというわけである。ここで、米国の金融規制機関による費用便益分析と「OIRAによる審査」・「司法による審査」の適用関係をまとめた図がBartlett [2014]に掲載されているので、以下に挙げておく(ただし、このあたりは法改正(詳細は後述参照)が行われる可能性があり、今後変化が生じるかもしれないことに留意されたい。またRevesz [2016]も参照)。

32) Greenawalt [2015]。

33) Greenawalt [2015]。Greenawalt [2015] はまた、「総務省は指針を出し、パブリックコメントと規制影響分析の要件の遵守について監督するが、規制の変更や改善を求める権限は限定的である。一方、米国では行政管理予算局の附属機関である情報・規制問題室(OIRA)が大きな権限を持つ」とも述べる。

34) OIRAについて解説するものはいろいろあるが、日本でも著名な米国の法学者であり、2009年～2012年にOIRAの長官(administrator)を務めたCass R. Sunstein教授によるものとして、Sunstein [2013] 参照。

35) Greenawalt [2015]。

米国の金融規制機関による費用便益分析と OIRA による審査・司法による審査の適用関係

	OIRA による審査	OIRA による審査なし
機関 (Agency) による費用便益分析に対する司法審査 (授權法が費用便益分析を要求している)	- 金融安定監視評議会 (Financial Stability Oversight Council) (第120条の規則制定に関して)	- SEC - CFTC - 消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau)
機関による費用便益分析に対する司法審査なし (授權法が費用便益分析を要求していない)	- 通貨監督庁 (Office of the Comptroller of the Currency) (ドッド・フランク前)	- 通貨監督庁 (ドッド・フランク後) - 連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation) - 連邦準備制度 (Federal Reserve)

出所：Bartlett [2014] Figure 1を河村訳。

翻って日本においては、OIRA に匹敵する強力な機関が存在するとは言えないし、行政立法（政省令等の制定行為）に関する司法審査の仕組みも米国とは異なる。

前者に関連するものとして、総務省による客観性担保評価の仕組みがあるが（前述参照）、現在行なわれているのは、客観性担保評価の前段階としての「点検活動だけで、客観性・厳格性確保という目的を十分に果たしているといえるのか」との指摘がなされている³⁶⁾。総務省の担当者からは、「点検活動の中で、各府省に追加的な説明を求めるとともに、必要に応じて評価書の修正を求めており、関係府省において必要な改善措置がとられてきた」との国会答弁もなされているが、これに対しては、そもそも各政策については各府省のほうが専門性や情報を有しており、「最終的な修正をしていただくというところまでなかなか至らないというようなジレンマ」があるのではないかとの懸念も表明されている³⁷⁾。

後者（行政立法と司法審査）について付言しておく、[アメリカ法の大きな特徴は、①行政立法を直接争う司法審査が広く認められる点、②行政立法の合理性が厳しく審査される点にある]³⁸⁾のに対し、そもそも日本の行政事件訴訟法上、抗告訴訟における「処分の取消しの訴え」（行政事件訴訟法3条2項）は、行政機関による「処分」を対象にしており、行政立法それ自体は一般的には処分性を否定されるため対象にならないという理解が通常である³⁹⁾。

要するに、日本では、十分な規制の事前評価を行うインセンティブが規制当局に生じにくい仕組みになっているのではないかと思われる。他方で、米国の仕組みが常に正しい（ないし日本にも適合する）とも限らない。そこで、次章では、米国における会社・金融市場規制の経済分析に関する法制度や関連する訴訟・議論などを詳細に考察してみたい。

36) 畠 [2015] 166頁。

37) 第183回国会衆議院総務委員会議事録第8号（2013（平成25）年5月23日）における議論（http://www.shugiin.go.jp/internet/itdb_kaigiroku.nsf/html/kaigiroku/009418320130523008.htm）参照。

38) 原島・筑紫 [2011] 160頁（筑紫）。

39) 櫻井・橋本 [2016] 267頁以下、芝池 [2016] 295頁以下等参照。そこで、現在では、「取消訴訟を起せば行政処分ではないとされていた…行政立法（政省令制定行為）」（芝池 [2016] 363頁）について、行政事件訴訟法上の当事者訴訟（同法4条）としての確認訴訟を活用することが考えられている（原島・筑紫 [2011] 137頁以下（筑紫）、芝池 [2016] 362頁以下等参照）。

三 米国

1 規制の経済分析

米国における規制の経済分析を支える法的仕組として、ここでは、①大統領令、②SECやCFTCに関する制定法、③SECやCFTCにおける指針などに分けて説明する（指針の策定に大きな影響を与えた訴訟については後述する）。

(1) 大統領令

規制の影響分析の実施を求める大統領令は古くから存在する。例えば、レーガン政権下で発出された1981年2月17日の大統領令12291 (Executive Order 12291)「連邦規制」は、「規制措置は、当該規制の社会に対する潜在的便益 (potential benefits) が社会に対する潜在的費用 (potential costs) を上回る (outweigh) 場合でなければ、講じられないものとする」とし (大統領令12291第2条(b))、行政機関に対し主要な規則に関する「規制影響分析 (Regulatory Impact Analysis)」を実施することを求めるほか、行政管理予算局 (OMB: Office of Management and Budget) が当該分析を審査する権限を持つことなどを定めていた (大統領令12291第3条)。

クリントン政権下で発出された1993年9月30日の大統領令12866 (Executive Order 12866)「規制の計画及び審査」は、上記大統領令12291を失効させ、あらためて、行政機関が従うべき規制原則 (Principles of Regulation) や、OMB (OIRA) による審査などについて定めた。かかる規制原則の一つとして、「各機関 (agency) は、想定している規制の費用及び便益 (costs and benefits) の両方を評価し、費用及び便益の中には定量化する (quantify) ことが困難なものがあることを認識しつつ、想定している規制の便益がその費用を正当化する (justify) との合理的な判断に基づいてのみ、規制を提案又は採択するものとする」という原則が定められている (大統領令12866第1条(b)(6))。レーガン政権下の大統領令12291第2条(b)と比較すると、この大統領令12866第1条(b)(6)は、定量化が困難な場合があることを明示し、「上回る」という言葉から「正当化する」という言葉に変えていることが分かる。ブッシュ政権下の2003年には、OMBが、行政機関による規制分析を支援するための指針である通達A-4 (Circular A-4) を出している。

オバマ政権下で発出された2011年1月18日の大統領令13563 (Executive Order 13563)「規制及び規制審査の改善」は、上記大統領令12866を補完および再確認するものである。例えば、大統領令13563第1条(b)(1)は、「各機関 (agency) は、とりわけ：(1) (便益及び費用の中には定量化する (quantify) ことが困難なものがあることを認識しつつ) 規制の便益 (benefits) がその費用 (costs) を正当化する (justify) との合理的な判断に基づいてのみ、規制を提案又は採択しなければならない」と定めている。

ところで、上述してきた大統領令でいう「機関 (agency)」の概念の中に、SECやCFTCのよ

うな「独立規制機関 (independent regulatory agencies)」は含まれていない⁴⁰⁾。このことを前提として、オバマ政権下で発出された2011年7月11日の大統領令13579 (Executive Order 13579)「規制及び独立規制機関」は、「行政機関 (executive agencies) 宛に出された2011年1月18日の大統領令13563「規制及び規制審査の改善」は、「経済成長、革新、競争力及び雇用創出を促進する一方で、公衆の健康、福祉、安全及び我々の環境」を守るための規制システムを構築することを意図していた。独立規制機関 (independent regulatory agencies) も、行政機関と同様に、かかる目標を促進すべきである」(大統領令13579第1条(b)) などとした。ただし、この大統領令13579は、独立規制機関に対し、規制の費用便益分析を実施することやOMB (OIRA) の審査を受けることを明文で義務付けたわけではない。そのため、例えば、SECは、後述するSEC指針の中で、独立規制機関であるSECは大統領令12866や大統領令13563に定められた指針に従う義務はないとしつつ、これらの大統領令やOMBの通達A-4に定められた原則などを参考にしてSEC指針を定めたことを明らかにしている。

なお、2017年1月20日に第45代米国大統領に就任したトランプ大統領は、同月30日に、規制の削減及び規制費用の管理に関する大統領令 (Executive Order 13771)、2月3日に、米国金融システムを規制するための基本原則に関する大統領令 (Executive Order 13772)、2月24日に、規制改革アジェンダの実施に関する大統領令 (Executive Order 13777) などを発しており、同大統領の動向については引き続き注視する必要がある。

(2) 制定法

SECやCFTCによる規制の影響分析に関する制定法は複数ある。SECやCFTCが採択する規則のリリースを見ると、そのことを反映した章立てがなされていることが分かる。例えば、下記表内「①SEC：紛争鉱物開示ルールの採択リリース」(当該ルールについては後述参照)の章立てを見ると、SECによる規制の影響分析に関連するものとして、「第3章 経済分析」, 「第4章 書類事務削減法」, 「第5章 規制柔軟性法に基づく最終分析」などを挙げることができる。また、下記表内「②CFTC：CPO&CTA ルールの採択リリース」(当該ルールについては後述参照)の章立てを見ると、CFTCによる規制の影響分析に関連するものとして、第3章の「A 規制柔軟性法」, 「B 書類事務削減法」, 「C 費用及び便益の検討」などを挙げるができる。

40) その理由について、Rose & Walker [2013] 6頁は、「レーガン大統領は、おそらく、議会からの反発をおそれて、または、独立機関の独立性を維持するための十分な注意に基づき、独立機関を除外した」と説明している。この点については、Revesz [2016] 36頁も参照。

採択リリースにおける章立て

① SEC：紛争鉱物開示ルールの採択リリース ⁴¹⁾	② CFTC：CPO&CTA ルールの採択リリース ⁴²⁾
第1章 背景及び概要 第2章 最終規則に関する討議 第3章 経済分析 第4章 書類事務削減法 第5章 規制柔軟性法に基づく最終分析 第6章 最終規則に関する制定法上の根拠及び当該規則の文言	第1章 CPOs及びCTAsの登録及び遵守義務を改正する提案の背景 第2章 提案に対する意見への回答 第3章 関連事項 A 規制柔軟性法 B 書類事務削減法 C 費用及び便益の検討

書類事務削減法（Paperwork Reduction Act）は、連邦政府による情報収集（collection of information）により市民や事業者などに生じる書類事務上の負担（paperwork burden）を最小化することなどを目的とする法律である⁴³⁾。書類事務削減法上の情報収集とは、機関（agency）が所定の人数以上の者に対し回答を求めることなどを通じて事実等を取得することや事実等の公開を求めることなどをいうところ、ここでいう機関にはSECやCFTCなどの独立規制機関も含まれている⁴⁴⁾。かかる意味での機関は、書類事務削減法に基づき、情報収集の必要性やそれによって生じる負担などを明らかにし、OMB（OIRA）の承認を受けなければ、当該情報収集を行うことはできない⁴⁵⁾。したがって、SECやCFTCが定める規則の中に書類事務削減法上の情報収集の要素が含まれているのであれば、SECやCFTCは、当該情報収集の必要性やそれによって生じる負担などを明らかにし、その部分に関してはOMB（OIRA）の審査を受けることになる。

規制柔軟性法（Regulatory Flexibility Act）は、機関（agency）が規則を設ける際に、当該規則が小規模事業者などの小規模団体（small entity）に与える影響を分析することを当該機関に対し求めることにより、規制が規制対象者の規模に見合ったものとなることを確保しようとする法律である。この分析のことを規制柔軟性分析（regulatory flexibility analysis）といい、当該分析には、規制の必要性、規制対象となる小規模団体、小規模団体に対する重大な経済的影響を最小化するために機関が講じた措置などが含まれることになる⁴⁶⁾。規制柔軟性法という機関にはSECやCFTCなどの独立規制機関も含まれているため⁴⁷⁾、SECやCFTCも規制柔軟性分析を行っている。

上記表内①の「第3章 経済分析」に関連する規定が、次に述べる連邦証券諸法上の規定であり、上記表内②の「C 費用及び便益の検討」に関連する規定が、次に述べる商品取引所法上の規定である。

41) Conflict Minerals, 77 FR 56274 (September 12, 2012).

42) Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors: Compliance Obligations, 77 FR 11252 (February 24, 2012).

43) 44 U.S.C. § 3501.

44) 44 U.S.C. § 3502.

45) 44 U.S.C. § 3507.

46) 規制柔軟性分析は、規則提案段階における最初の規制柔軟性分析（initial regulatory flexibility analysis）と最終規則段階における最終の規制柔軟性分析（final regulatory flexibility analysis）とに分かれる。前者については5 U.S.C. § 603、後者については5 U.S.C. § 604を参照。

47) 5 U.S.C. § 601.

① SEC

1996年全米証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996）により、1933年証券法（Securities Act of 1933）、1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）および1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）に、効率性・競争・資本形成促進検討規定が導入された。また、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）により、1940年投資顧問業者法（Investment Advisers Act of 1940）に、効率性・競争・資本形成促進検討規定が導入された。例えば、1934年証券取引所法における効率性・競争・資本形成促進検討規定は次のとおり。

1934年証券取引所法 3条(f)⁴⁸⁾

(f) 効率性、競争及び資本形成の促進の検討

本節に従い、証券取引委員会が、規則制定又は自主規制機関規則の審査に従事する場合及びある措置が公益に照らし必要又は適切であるか否かを検討又は決定するために必要とされる場合には必ず、証券取引委員会は、投資者保護（protection of investors）に加えて、当該措置が効率性、競争及び資本形成を促進するか否か（whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation）についても検討する（consider）ものとする。

（注1） 1934年証券取引所法 3条(f) と同じような効率性・競争・資本形成促進検討規定が、1933年証券法 2条(b)⁴⁹⁾、1940年投資会社法 2条(c)⁵⁰⁾、1940年投資顧問業者法202条(c)⁵¹⁾にある。

（注2） 効率性・競争・資本形成促進検討規定とは別の規定として、1934年証券取引所法23条(a)(2)⁵²⁾は、SEC に対し、規制が競争に与える影響を考慮し、規制によって生じる競争への負荷が必要または適切である理由を説明するよう求めている。

このように1934年証券取引所法 3条(f) や上記（注）に掲げた諸規定は、SEC に対し、規制が効率性・競争・資本形成を促進するか否かなど（すなわち規制の経済的影響）について検討することを義務付けているが、規制の費用や便益を分析せよとは書いていない。それゆえ、効率性・競争・資本形成促進検討規定が SEC に対し費用便益分析の実施を義務付けているのか否かについては議論があり、また、この点が不明確であるがゆえに、SEC などに対し費用便益分析の実施を義務付ける連邦法案が提出されるなどしている。

まず、解釈論の状況をごく簡単に記しておく（裁判所の判断については後述参照）、例えば、

48) 15 U.S.C. § 78c(f).

49) 15 U.S.C. § 77b(b).

50) 15 U.S.C. § 80a-2(c).

51) 15 U.S.C. § 80b-2(c).

52) 15 U.S.C. § 78w(a)(2).

Kelleher, Hall & Bradley [2012] は、連邦議会が最終的に承認した条文の文言などを重視し、「法はSECに対しその規則制定に費用便益分析を用いることを要求していない」⁵³⁾とする。Nagy [2015] は、効率性・競争・資本形成促進検討規定は費用便益分析を義務付けるものではないという理解を前提としつつ、SECが十分な費用便益分析を行うことを怠ったことを理由に裁判所がSEC規則を取り消した結果、「現在では、厳密な費用便益分析は、SECによる大半の新規則制定における事実上の要件 (de facto requirement) になっている」⁵⁴⁾と説明している。これに対し、Mongone [2012] は、「立法の経緯から明らかになるのは、この不思議な規定は、SECに対し、規則を制定する場合には必ず伝統的な費用便益分析を行うことを實際上命じているということである」⁵⁵⁾とし、Rose & Walker [2013] も、「立法の経緯から示唆されるのは、連邦議会は費用便益分析を要求することを意図していたということである」⁵⁶⁾とする。もっとも、費用と便益を金銭価値化し両者の関係を分析するという厳密な意味での費用便益分析まで求められているのかという点については、例えば、Ahdieh [2013] は、効率性・競争・資本形成促進検討規定は「SECに対し費用便益分析を行う義務を課すもの」としつつ、当該分析は「厳密に便益と費用のバランスを取ることを求めるものではなく、明確な定量化を行うものである必要もない」とし⁵⁷⁾、Cox & Baucom [2012] も、「立法の経緯の中で述べられていたのは、SECによる「検討」は、規則案の潜在的な費用及び便益の厳密な分析及び評価を伴うということである」としつつ、「これは…その規則が…純便益 (net benefit) を生み出すことを要求することと同じではない」としている⁵⁸⁾。これらの文献で指摘されている立法の経緯の一例として、1996年に作成された下院商務委員会報告書は、次のように述べている。

下院商務委員会報告書⁵⁹⁾

62年の間、証券取引委員会の最重要使命は投資者の保護にあったのであり、本条（河村注：効率性・競争・資本形成促進検討規定）は、かかる証券取引委員会の使命を変更するものではない。証券取引委員会は、効率性、競争及び資本形成の検討を行う際に、規則制定提案に関する潜在的な費用及び便益の分析を－実施可能な場合は必ず、かかる費用及び便益の具体的な分析を含めて－行うことになる。商務委員会は、証券取引委員会が本条に基づき厳密な分析を行うことを期待している。

それでは、SEC自身は効率性・競争・資本形成促進検討規定をどのように理解しているのか。

53) Kelleher, Hall & Bradley [2012] 15頁。

54) Nagy [2015] 130頁。

55) Mongone [2012] 755頁。

56) Rose & Walker [2013] 6頁。

57) Ahdieh [2013] 2055頁。

58) Cox & Baucom [2012] 1821・1822頁。

59) House Report [1996] 39頁。

2012年に策定されたSEC指針（詳細は後述参照）は、「いかなる制定法も、SECに対し、その規則制定行為の一部として正式な費用便益分析（formal cost-benefit analysis）を行うことを明文で要求してはいない」⁶⁰⁾としており、その上で、SEC指針は、「少なくとも1980年代初頭以降－そしてその時以降の規則制定リリースが示しているように－SECは、規則採択時には必ず、良き規制慣行（good regulatory practice）として、潜在的な費用及び便益を検討している」⁶¹⁾と説明している。この点、Kraus & Raso [2013]によれば、SECは、1970年代から自発的に、SEC規則の提案リリース（proposing releases）および採択リリース（adopting releases）の中に、「費用便益分析」の章を設けることを開始しており、1996年全米証券市場改革法による改正後は、「費用便益分析」の章とは別に「効率性、競争及び資本形成に関する検討」の章を設けるようになったという⁶²⁾。「費用便益分析」の章と「効率性、競争及び資本形成に関する検討」の章を別々に設けていた例として、下記表内の「①プロクシーアクセスルールの採択リリース」（当該ルールについては後述参照）の第4章と第5章を参照されたい。もっともこの二つの章の内容には共通する部分が多いのも事実である。そこで、2012年に策定されたSEC指針（詳細は後述参照）は両章を統合すべきなどの方針を示しており、現在では両章は「経済分析（Economic Analysis）」という一つの章に統合されている。一つの章に統合されている例として、下記表内の「②紛争鉱物開示ルールの採択リリース」（当該ルールについては後述参照）の第3章を参照されたい。

採択リリースにおける章立て

①プロクシーアクセスルールの採択リリース ⁶³⁾	②紛争鉱物開示ルールの採択リリース ⁶⁴⁾
第1章 改正の背景及び概要	第1章 背景及び概要
第2章 プロクシールールの改正	第2章 最終規則に関する討議
第3章 書類事務削減法	第3章 経済分析
第4章 費用便益分析	第4章 書類事務削減法
第5章 競争への負荷並びに効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討	第5章 規制柔軟性法に基づく最終分析
第6章 最終の規制柔軟性分析	第6章 最終規則の制定法上の根拠及び当該規則の文言
第7章 改正の制定法上の根拠及び当該改正の文言	

② CFTC

2000年商品先物現代化法（Commodity Futures Modernization Act of 2000）により、商品取引

60) SEC 指針 3 頁。

61) SEC 指針 3 頁。

62) Kraus & Raso [2013] 296-298頁。SEC が自発的に「費用便益分析」の章を設けるようになった背景には、大統領令によって独立規制機関の規則についても OIRA の審査を受けるよう義務付けられることを防ぐ狙いがあったのかもしれないということについて、Kraus & Raso [2013] 296・297頁参照。

63) Facilitating Shareholder Director Nominations, 75 FR 56668 (September 16, 2010).

64) Conflict Minerals, 77 FR 56274 (September 12, 2012).

所法 (Commodity Exchange Act) 15条が改正され、同条(a) に費用及び便益の検討に関する規定が導入された (下記参照)。

商品取引所法15条(a)⁶⁵⁾

(a) 費用及び便益

(1) 総則

商品先物取引委員会は、本節に基づき規制を公布又は命令を発する前に ((3) に定める場合を除く)、同委員会の当該措置の費用及び便益を検討する (consider the costs and benefits) ものとする。

(2) 検討事項

商品先物取引委員会が提案する措置の費用及び便益は、次の事項に照らして評価される (evaluated) ものとする -

- (A) 市場参加者及び公衆の保護 (protection of market participants and the public) に関する検討；
- (B) 先物市場の効率性、競争力及び金融インテグリティ (the efficiency, competitiveness, and financial integrity of futures markets) に関する検討；
- (C) 価格発見 (price discovery) に関する検討；
- (D) 健全なリスク管理行為 (sound risk management practices) に関する検討；及び
- (E) その他の公益 (other public interest) に関する検討。

(3) 適用範囲

本条は、次に掲げる商品先物取引委員会の措置には適用されない。

- (A) 商品先物取引委員会による審判又は調査手続を開始する、その一部である又はその結果である命令。
- (B) 緊急措置。
- (C) 商品先物取引委員会による要件遵守に関する事実認定。

このように CFTC の場合は、SEC の場合と異なり、規制の費用と便益を検討することを明文で義務付けられており、その上で、先物市場の効率性・競争力・金融インテグリティなどの検討事項に照らして費用と便益を評価する (すなわち規制の経済的影響を分析する) ことが義務付けられている。こうした規定が存在することを踏まえ、CFTC は「意味のある費用便益分析を行う制定法上の義務」を負っているとする見解もあるが⁶⁶⁾、商品取引所法15条(a) には、規制の費用と便益を金銭価値化し両者の関係を分析せよとまでは書いていないことなどから、「15条(a) は、CFTC に

65) 7 U.S.C. § 19(a).

対し、公益に照らして規則の費用及び便益を検討することを求めるものであって、費用便益分析の実施を求めるものではない」とする見解もある⁶⁷⁾。この点、2010年に策定されたCFTC指針①（詳細は後述参照）でも、「15条(a)は、その文言上、CFTCに対し、規則の費用及び便益を定量化する(quantify)こと又は規則制定の便益がその費用を上回る(outweigh)か否かを判断することを求めている；むしろ、同条は、CFTCに対し、その措置の費用及び便益を「検討する(consider)」ことを求めている⁶⁸⁾」との考えが示されている。

③立法論

このように連邦証券諸法にも商品取引所法にも、規制の経済分析に関連する規定はあるが、SECやCFTCに対し規制の費用・便益の定量化ないし金銭価値化を義務付ける明文規定や、規制の便益が費用を上回るまたは正当化する場合にのみ当該規制を採択できる旨を定めた明文規定は存在しない。そこで、近時の連邦議会においては、SECやCFTCその他の金融規制機関に対し、費用便益分析の実施を明文で義務付ける法案が複数提出されている⁶⁹⁾。これらの法案のうち、2016年金融選択法(Financial CHOICE Act of 2016)案⁷⁰⁾とSEC規制説明責任法(SEC Regulatory Accountability Act)案⁷¹⁾の概要を比較したものは次のとおり。

連邦法案の比較

法案	2016年金融選択法案 (第114回議会に提出)	SEC規制説明責任法案 (第115回議会に提出→ 2017年1月12日、下院で承認)
概要	ドッド・フランク法の見直しを図ることなどを目的とする法案。同法案第6章に費用便益分析に関連する規定あり。	SECに費用便益分析の実施を義務付ける法案。
費用便益分析	◦対象となる機関(agency)は、FRB, CFCO, CFTC, FDIC, FHFA, OCC, NCUA, SECと定義されている(2016年金融選択法案611条(1))。	◦SECは、規制を発する前に、「主任エコノミストを活用して、想定している規制の定性的及び定量的双方の(both qualitative and quantitative)費用及び便益を評価し

66) 後述する Investment Company Institute v. CFTC 事件 (2013) 事件で提出された Brief for Appellants (January 30, 2013) 38・39頁。この資料は、<http://www.chamberlitigation.com/sites/default/files/cases/files/2012/Appellants%20Brief%20--%20ICI%20and%20Chamber%20of%20Commerce%20v.%20CFTC%20%28D.C.%20Circuit%29.pdf> で入手可能。

67) 後述する Investment Company Institute v. CFTC 事件 (2013) 事件で提出された Amended Brief for the NFA and Better Markets as Amici Curiae in Support of Appellee (March 22, 2013) 18頁。この資料は、<http://www.chamberlitigation.com/sites/default/files/cases/files/2012/National%20Futures%20Assoc.%20and%20Better%20Markets%2C%20Inc.%20amicus%20brief%20in%20support%20of%20appellees%20--%20ICI%20and%20Chamber%20of%20Commerce%20v.%20CFTC%20%28D.C.%20Circuit%29.pdf> で入手可能。

68) CFTC 指針① 3頁。

69) 本稿本文中で取り上げなかった法案として、Regulatory Accountability Act of 2017(H.R.5), Commodity End-User Relief Act(H.R.238), Fed Oversight Reform and Modernization Act of 2015(H.R.3189) などがある。

70) H.R.5983.

71) H.R.78.

	<p>○機関は、規則案や最終規則の通知に、「当該規制に関し予想される直接的又は間接的な費用及び便益の定量的及び定性的な評価 (quantitative and qualitative assessment)」や、「定量化された便益が定量的な費用を上回らない (quantified benefits do not outweigh quantitative costs) 場合には、当該規制の正当化理由 (justification)」などを記載しなければならない (規則案の通知については2016年金融選択法案612条(a) (4)・(5)、最終規則の通知については同条(b) (1) (B) 参照)。</p> <p>○原則として、「機関が、本項(1) (B) に基づく分析において、本条(a) (5) に基づき定量化された便益よりも定量化された費用が大きい (the quantified costs are greater than the quantified benefits) と判断する場合には、機関は、最終規則の通知を発することができない」(2016年金融選択法案612条(b) (4) (A)) が、連邦議会が機関に対し当該通知を発するよう指示する場合はこの限りでない (同条(b) (4) (C))。</p>	<p>(assess), また、想定している規制の便益が当該規制の費用を正当化する (the benefits of the intended regulation justify the costs of the regulation) との合理的な判断に基づいてのみ、規制を提案又は採択する」ものとするなどが定められている (SEC 規制説明責任法案2条)。</p>
<p>司法審査</p>	<p>「機関が612条の要件を遵守していないと裁判所が認定する場合、裁判所は対象となる規制を取り消す (vacate) ものとする。ただし、当該規制を取り消すことにより回復することができない害がもたらされるであろうということを機関が明確かつ説得力ある証拠をもって証明する場合を除く」(2016年金融選択法案617条(c))。</p>	

このように、連邦議会では、SEC や CFTC などの金融規制機関に対し費用便益分析の実施を義務付けようとする動きが活発化しているといえる。

他方で、これらの法案に対しては批判もある。例えば、Mary Jo White 氏は、SEC 委員長在職中⁷²⁾ のスピーチ (2017年1月17日) において、「SEC の独立性」と対立する近時の法案としてこれらの法案を取り上げ、「下院が先週、SEC 規則制定における経済的問題に関し、矛盾し、厄介で、不必要に詳細な要件を課すことになるであろう法案 (河村注: SEC 規制説明責任法案) を承認したが、これは、我々がすでに実施している徹底的な経済分析を超えて投資者に対し何の便益ももたらさないであろう。これらの要件はまた、市場の発展または市場の危機をもたらしうるリスクに、

72) Mary Jo White 氏は、2017年1月20日に SEC 委員長を退任している。Trump 大統領は、新しい SEC 委員長として、Sullivan & Cromwell 法律事務所のパートナー弁護士である Jay Clayton 氏を指名している。

SEC が適時に対応することを妨げるものとなろう。また、金融選択法案の内容も、これは今会期に再提出される可能性があるが、同じように機関の規則制定力を弱体化させると同時に、我々の執行力に障害をもたらすものとなろう」という見解を表明した⁷³⁾。これに激しく反発したのが、金融選択法案などを推進している下院金融サービス委員会の Jeb Hensarling 委員長（共和党）である。Hensarling 委員長は、「White 委員長が、SEC 委員長としての最後の公式発言において、連邦議会を非難することを選択したことに失望している。もし White 委員長が、連邦議会は SEC に従属すべきであると提案しているのであれば、私は White 委員長に対し憲法を再読するよう助言したい。連邦議会が SEC を創設したのであって、逆ではない（Congress created the SEC, not the other way around）」という内容のプレスリリースを公表している⁷⁴⁾。

現在の連邦議会は上院も下院も共和党が過半数を占めており、費用便益分析の実施義務付けに関する法律が制定される可能性はある。連邦議会の動向については引き続き注視していきたい。

（3） 指針

① SEC

2010年に制定されたドッド・フランク法により金融規制の強化が図られ、SEC も数多くの規則を策定する必要に迫られることとなった。こうした中、SEC が定めたプロクシーアクセスルールが、その経済分析が不十分であることを理由に、司法の場で取り消される事案が発生した（Business Roundtable v. SEC (2011)。詳細は後述参照）。同様の訴訟は過去にもあったが、Business Roundtable v. SEC (2011) 以降、金融規制の費用便益分析に対する社会的関心は非常に高くなった。こうした背景のもと、SEC のリスク・戦略・金融革新部（Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation）および法律顧問室（Office of General Counsel）は、2012年3月16日、SEC の規則制定部署のスタッフ向けに、「SEC 規則制定時における経済分析に関する現行指針（Current Guidance on Economic Analysis in SEC rulemakings）」（以下「SEC 指針」）⁷⁵⁾ を示した。SEC 指針の要約は下記のとおり。

SEC 指針の要約

背景

高品質な経済分析は、SEC 規則制定の必須要素である（High-quality economic analysis is an essential part of SEC rulemaking）。関連する訴訟、経済学の文献、他の規制当局から出されている指針、各種意見及び勧告などを慎重に検討し、リスク・戦略・金融革新部及び法律顧問室は、SEC 規則の経済分析に関する指針を定める。

73) Chair Mary Jo White, Speech: The SEC after the Financial Crisis: Protecting Investors, Preserving Markets (January 17, 2017). これは、<https://www.sec.gov/news/speech/the-sec-after-the-financial-crisis.html> で閲覧可能。

74) Chairman Jeb Hensarling, Statement: SEC Chair's Criticism of Accountability Measures "Disappointing" (January 17, 2017). これは、<http://financialservices.house.gov/news/documentsingle.aspx?DocumentID=401411> で閲覧可能。

75) SEC RSFI & OGC, Current Guidance on Economic Analysis in SEC rulemakings (March 16, 2012). これは、https://www.sec.gov/divisions/riskfin/rsfi_guidance_econ_analy_secrulemaking.pdf で入手可能。

規制の経済分析を行う SEC の制定法上の義務及び政策選択

1996年全米証券市場改革法及び1999年グラム・リーチ・ブライリー法により、1933年法、1934年法及び1940年法に、効率性・競争・資本形成促進検討規定が導入された。1934年法23条(a)(2)はまた、競争への負荷が必要又は適切である理由を明らかにすることを求めている。裁判所は、これらの規定を、行政手続法 (Administrative Procedure Act) を踏まえ、「規則の経済的影響を可能な限り判断するという制定法上の義務 (statutory obligation to determine as best it can the economic implications of the rule)」を SEC に対し課すものであるとしている。裁判所は、SEC がある規則の経済的影響を十分に評価することを怠っているとの理由で、当該規則を恣意的・専断的 (arbitrary and capricious) であると判断している。

いかなる制定法も、SEC に対し、その規則制定行為の一部として正式な費用便益分析 (formal cost-benefit analysis) を行うことを明文で要求してはいない。しかし、SEC は、少なくとも1980年代初頭以降、規則採択時には必ず、良き規制慣行 (good regulatory practice) として、潜在的な費用及び便益を検討している。独立規制機関である SEC は、大統領令12866及び大統領令13563に定められた指針に従う義務はないが、次に掲げる指針は、これら的大統領令及び OMB の Circular A-4に定められた原則を参考にしている。

指針

A. SEC 規則制定時の経済分析に関する実体要件

1. 提案されている規則の正当化理由 (justification) の明示

規則のリリースには、規制の必要性についての検討、及び、提案されている規則がその必要性をどのようにして充たすのかについて記載しなければならない。正当化理由は複数ありうる。ある規則を採択するよう求める連邦議会の指示は、それ自体が一つの独立した正当化理由になるが、かかる措置を講じる権限、裁量の範囲、及び、取りうる規制手段について説明すべきである。

(河村注：連邦議会が制定した法律により策定することが義務付けられた SEC 規則が問題となった事例として、SEC 指針公表後のものであるが、後述する National Association of Manufacturers v. SEC (2014) がある)

2. 提案されている規則の経済的影響を評価するために対比されるベースライン (baseline) の設定

提案されている規則の経済的影響 (効率性、競争及び資本形成への影響を含めた潜在的な費用及び便益 (potential costs and benefits including effects on efficiency, competition, and capital formation)) は、当該措置を講じなければ社会の様相はどうかに関する最善の評価 (すなわち「ベースライン」) と対比して、評価されるべきである。ベースラインには、関連する市場の経済的特性や現行の規制構造 (関連する場合には州法を含む) が含まれる。利用されるベースラインは、リリースを通じて明示されるべきである。

(河村注：ベースラインに州法が含まれるという点は、後述する American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC (2010) で問題となったものである)

3. 提案されている規則の合理的な代替策 (alternatives) の提示及び検討

提案されている規則の合理的な代替策 (SEC が実施権限を有しているものに限る) が、リリースにおいて提示及び検討されるべきである。代替策には、企業の規模に応じて要件や施行日に違いを設けることも含まれる。SEC は、あらゆる代替策を検討する必要はないが、規則制定過程で提起された合理的な代替策を検討する必要はある。

4. 提案されている規則及び主な規制代替策の経済的影響の分析

(河村注：経済的影響の分析が十分なものであったか否かは、後述するすべての訴訟で問題となっているが、とりわけ大きなインパクトを与えたのは Business Roundtable v. SEC (2011) である)

<p><u>関連する便益及び費用の特定</u></p>	
<p>経済分析では、直接的な便益及び費用に加えて、付随する重大な経済的影響も対象とすべきである。便益は、一般に、規則制定の正当化理由に対応したものとなる。費用には、遵守費用 (compliance costs)、直接費用 (direct costs) 及び間接費用 (indirect costs) などがある。間接費用には、規制が意図していない行動の変化から生じる費用や、規制のアービトラージ (底辺への競争) から生じる資源の不適正配分なども含まれる。行政費用 (administrative costs) は、通常はそれほど大きくないため検討しないというのが一般的であったが、大きなものになりうるのであれば検討するのが適切である。</p>	
<p><u>予想される便益及び費用の実施可能な範囲での定量化</u></p>	
<p>規則制定部門のスタッフは、可能な場合には必ず規則の潜在的費用及び便益を金銭価値化する (monetize) 又はその他の定量化を行う (quantify) ことを試みるべく、リスク・戦略・金融革新部のエコノミストと密接に協力し、推計値を得るために利用すべき方法論について当該エコノミストと検討すべきである。提案リリースには、定量化に有用なデータの提供要請も記載すべきである。</p>	
<p><u>便益及び費用の推計値に潜む不確実性 (uncertainties) の特定及び検討</u></p>	
<p>一定の仮定に基づく定量化も可能であるが、仮定及びその合理性を明らかにすることが重要である。金銭価値化又はその他の定量化が可能な場合、規則の提案リリースには、その数字及びそれについての意見を募集する旨を記載すべきであり、規則の採択リリースでは、寄せられた意見に対処すべきである。</p>	
<p><u>費用及び便益を定量化できない理由の説明</u></p>	
<p>定量化ができない場合には、その理由及び提案されている規則とその代替策の経済的影響に関する定性分析 (qualitative analysis) を、リリースに記載すべきである。</p>	
<p><u>予測的判断の裏付け及び相容れないデータ又は予想への明確な対処</u></p>	
<p>リスク・戦略・金融革新部のエコノミストは、経済分析に有用な研究又は実証の有無を判断し、規則策定担当者と協力して、かかる情報を規則の提案リリースに記載し、それについての意見を募集すべきである。SEC が、ある実証 / 研究を別の実証 / 研究よりも重視する場合には、その理由を明示すべきである。</p>	
<p><u>中立的かつ一貫性のある費用及び便益の構成</u></p>	
<p>リリースでは、データ又は定量化しうる情報の限界を認識しつつ、公正公平に費用及び便益を評価すべきである。</p>	
<p><u>費用及び便益を検討する経済分析と、効率性、競争及び資本形成に対する影響の検討との統合</u></p>	
<p>リリースでは、「費用便益分析」の章と「効率性、競争及び資本形成」の章が別々になっていることが多かったが、統合的な経済分析を提供するという観点からは、これら二つの章を統合し「経済分析」という一つの章にすること、又は、専用の章ではなくリリース全体を通じて経済分析を取り込むことが考えられる。</p>	
<p>B. 規則制定のプロセス及び規則のリリースに経済分析を組み込むことの強化</p>	
<p>リスク・戦略・金融革新部創設の主たる目標は、規則制定における機関の経済分析能力を高めることにあった。リスク・戦略・金融革新部の専門的知見を最大限に活用するために、同部のエコノミストが、規則制定過程の一番早い段階並びに規則案及び最終規則を作成する全過程に関与すべきである。提案前の段階</p> <p>ハイレベルな経済分析の作成及び必要なデータ収集等を可能にするために、リスク・戦略・金融革新部のエコノミストが規則制定チームに組み込まれるべきである。</p>	

提案段階

提案リリースには、最も可能性が高い経済的影響について概ね完成された経済分析を記載すべきである。また、根拠とする研究やデータに対する意見の提出や追加データの提供を可能にするために、提案リリースには、関連する研究やデータに関する検討も記載すべきである。

意見募集期間

提案リリースでは、経済分析に対する意見を明確に募集すべきである。リスク・戦略・金融革新部のエコノミストは、経済分析やデータを含む意見に注意を払い、必要であれば、意見提出者などとの会合に出席すべきである。

採択段階

選択された方針に対する意見や現実的な代替策に対処しつつ、最終規則に関する完全な経済分析を展開するために、リスク・戦略・金融革新部のエコノミストと協議しながら、採択リリースが作成されるべきである。

このようにSEC指針は、①制定法はSECに対し効率性・競争・資本形成促進検討義務を課す一方で、正式な費用便益分析を行うことを義務付けてはいないが、SECは従来から良き規制慣行として費用・便益の検討を行ってきており、②高品質な経済分析はSEC規則制定の必須要素であるという理解のもと、本来であれば従う義務のない大統領令やCircular A-4を参考にして、効率性・競争・資本形成への影響を含めた費用・便益の検討に関する指針を定めている。

こうした規制の経済分析を行う上で重要な役割を担うSEC内の部署が、経済・リスク分析部(DERA: Division of Economic and Risk Analysis)である。DERAは、SEC指針に登場するリスク・戦略・金融革新部の名称が変更されたものである。規制の経済分析には経済学や統計学などの専門的知見が必要になると考えられるところ、DERAのスタッフは、「博士号を有する金融エコノミスト、会計士、統計専門家、データベースアドミニストレーター、オペレーショナルリサーチアナリスト、弁護士及びプログラムマネージャーなどを含む、多様な専門家」から構成されているという⁷⁶⁾。White [2015]によると、DERAの増強ぶりを示す例として、博士号を有する金融エコノミストの数が「2011年の約30名から2015年には70名超に増加している」ほか、「DERAの純費用は2011年度から2014年度の間2000万ドルから4300万ドルに増加した」とのことである⁷⁷⁾。

それでは実際に、こうしたSEC指針の策定や専門的知見を有するスタッフの確保などによって、SECにおける経済分析はどう変わったのか。

この点、SEC指針策定直後の評価として、SEC監察総監室の報告書であるSEC OIG [2013b]は、「全体としては、SECはその規則制定においてSEC指針に従っているが、いくつかの要件の適用については改善の余地がありうる」⁷⁸⁾としている。また、CCMR [2013]は、「結果はまちまちであるが、クロスボーダーの証券スワップに関する規則案やマネーマーケットファンド改革に関する規則案など、いくつかの最近のSEC規則制定の中には、劇的に改善された費用便益分析が含まれている」⁷⁹⁾との評価を下している。最近の論文としては、規制影響分析の質などを評価するスコア

76) SEC [2014] 34頁。

77) White [2015] 308・309頁。

78) SEC OIG [2013b] 10頁。

リングシステムを用いて、SECによる経済分析を評価した Ellig [2016] がある。Ellig [2016] は、「改善の余地は今でもかなり残っている」としつつも、「SECの経済分析は、2012年の指針の発出後、かなり改善した。…2012年の指針においてSECが重要であるとしたすべての主要な要素、すなわち、(1) 規則の正当化理由の説明、(2) 規則の経済的影響を評価するために対比されるベースラインの明確な設定、(3) 合理的な代替策の提示及び検討、並びに、(4) 規則案及び主たる代替策の便益及び費用の分析において、改善が見られた」⁸⁰⁾と結論付けている。他方で、Coates [2015a] のように、「金融規制機関による金融規制の定量型費用便益分析 (quantified CBA/FR) に向けた努力は、当面は、せいぜい当て推量 (guesstimation) のみをもたらすものとなろう」⁸¹⁾ などといった厳しい評価をするものもある (Coates [2015a] については後述参照)。総じて言えば、従来と比べると良くなっているが、なお改善の余地があるといった評価が多いように思われる⁸²⁾。

② CFTC

SECと同じく、CFTCが制定すべき規則もドッド・フランク法により増大した。こうした中、CFTCの法律顧問 (General Counsel) および主任エコノミスト代行 (Acting Chief Economist) は、2010年9月29日、規則制定チームに対し、「CFTC規則の制定のために費用便益分析を提示することについての指針及び定型書式 (Guidance on and Template for Presenting Cost-Benefit Analyses for Commission Rulemakings)」(以下「CFTC指針①」)⁸³⁾を示した。また、CFTCの法律顧問および主任エコノミストは、2011年5月13日、規則制定チームに対し、「ドッド・フランク法に基づく最終規則制定のための費用便益の検討に関するスタッフ指針 (Staff Guidance on Cost-Benefit Considerations for Final Rulemakings under the Dodd-Frank Act)」(以下「CFTC指針②」)⁸⁴⁾を示した。CFTC指針①の要約とCFTC指針②の要約は下記のとおり。

CFTC 指針①の要約

商品取引所法15条(a)は、CFTCに対し、費用及び便益の検討を求めている。同条は、CFTCに対し、費用及び便益を定量化する (quantify) ことを求めているわけではない。しかし、CFTCは、費用及び便益が定量的又は定性的に (quantitatively or qualitatively) 提示されなければ、費用及び便益を検討することはできない。

費用及び便益を提示するための指針

費用。費用の検討には、定量的又は定性的な説明を含めるべきである。費用を定性的に提示する場合、

79) CCMR [2013] 6頁。

80) Ellig [2016] 6・7頁。

81) Coates [2015a] 998頁。

82) ちなみに、若園 [2016a] は、「SECの新ガイダンス以降に発布された最終規則を検討したが、十分な経済分析が提示されているとは言い難い。特にベネフィットの定量的分析は、本稿執筆時点で、2016年に発布された最終規則では提示されていない。一部のコストには定量分析の結果が記載されているものの、その分析は不十分であり、エコノミストの活用は市場等の現状分析に限定されている」との評価を下している (若園 [2016a] 1頁)。

83) CFTC OIG [2011] 30頁以下。

84) CFTC OIG [2011] 34頁以下。

その費用は代替策（ベンチマーク）と比較されるべきである。

便益。便益の検討では、費用の検討の際に使用したものと同一ベンチマークとの比較が行われるべきであるほか、予想される便益の性質や影響を受ける可能性がある者を明示すべきである。

標準的な定型書式（STANDARD TEMPLATE）

次に掲げる標準的な定型書式は、CFTC 規則制定における一貫性を確保するために用意されたものである：

商品取引所法15条(a) は、CFTC に対し、同法に基づく規則制定前に、その措置の費用及び便益を検討する (consider) ことを求めている。15条(a) は、その文言上、CFTC に対し、規則の費用及び便益を定量化する (quantify) こと又は規則制定の便益がその費用を上回る (outweigh) か否かを判断することを求めている；むしろ、同条は、CFTC に対し、その措置の費用及び便益を「検討する (consider)」ことを求めている。15条(a) はさらに、費用及び便益が次に掲げる市場及び社会の関心事に関する五つの広範な領域に照らし評価されるものとして定めている：(1) 市場参加者及び公衆の保護；(2) 先物市場の効率性、競争力及び金融インテグリティ；(3) 価格発見；(4) 健全なリスク管理行為；並びに (5) その他の公益に関する事項。CFTC は、その裁量において、これらの五つの列挙された領域の一つに重点を置いてよく、また、その裁量において、ある特定の規則が、その費用にもかかわらず、公益を保護するために又は商品取引所法の規定を実施するために若しくは同法の目的を達成するために、必要又は適切であるとの判断を行いうる。

提案されている要件の要約。提案されている規則は [当該規則の要件を簡潔に説明する]。

費用。費用に関して、CFTC は次のように判断している [直接的又は示唆的に、適切な費用便益のカテゴリと関連付けて、当該規則の費用についての結論を記す]。

便益。便益に関して、CFTC は次のように判断している [直接的又は示唆的に、適切な費用便益のカテゴリと関連付けて、当該規則の便益についての結論を記す]。

意見募集 (public comment)。CFTC は、その費用便益の検討に関する意見を募集する。意見提出者は、その意見書とともに、当該提案の費用及び便益を定量化又は定性化するデータ又はその他の情報を提供することも要請される。

(注) STANDARD TEMPLATE の部分のみ全訳している。

CFTC 指針②の要約

要約 (EXECUTIVE SUMMARY)

この覚書は、スタッフに対し、ドッド・フランク法に基づく最終規則制定（「最終規則制定」）における費用及び便益を検討するための指針を提供するものである。各規則制定チームは、以下に掲げることを行うべきである：

1. 商品取引所法（「商取法」）15条(a) に従い、最終規則制定における費用及び便益を検討する；
2. 費用及び便益の検討に関して寄せられた意見のすべてを、意見の概要（対応案を含む）の一部として要約する；
3. 規則制定の費用又は便益に関して寄せられた有意義な意見に対しては、かかる意見が費用及び便益の検討を行う規則制定案中の章（「費用便益の章」）に明確に向けられたものであるのか又は一般的に費用便益に関する懸念であるのかを問わず、回答する；
4. 大統領令13563（「大統領令」）の原則を、それらが15条(a) と合致し、かつ、そうすることが合理的に実行可能な範囲で、取り込む；及び
5. 寄せられた意見に対処するために、合理的に実行可能かつ適切な範囲で、費用及び便益の検討方法や費用及び便益の定量化方法に関して、15条(a) に基づき裁量権を行使する。

(注) EXECUTIVE SUMMARY の部分を全訳したものである。

このようにCFTC 指針は、①商品取引所法は費用・便益の「検討」を義務付けているのであって、費用・便益の「定量化」や便益が費用を「上回る」か否かの判断を義務付けてはいないが、②費用・便益の検討を行うには費用・便益が定量的または定性的に示される必要があるという認識のもと、本来であれば従う義務のない大統領令を可能な範囲で取り込む形で指針を定めている。

CFTC はさらに、2012年5月、OIRA のスタッフがCFTC のスタッフに対しドッド・フランク法に基づく規則の費用・便益の検討に関して技術的支援を提供することを内容とする覚書をOIRA との間で締結した⁸⁵⁾。CRS [2017]によれば、「實際上、CFTC は、商品取引所法15条(a)に基づき費用及び便益を検討する際には、そうすることが求められているわけではないが、OMB のOIRA によって提供される指針に依拠している」⁸⁶⁾とのことである。

CFTC 内において費用・便益の検討を行う上で重要な役割を果たしているのが、主任エコノミスト室といえる。CFTC のウェブサイトによると、主任エコノミスト室は、主任エコノミストのほか複数のエコノミストなどによって構成されており、「主任エコノミスト室は、新しい金融市場規制を支える経済的な専門知識及び費用・便益の検討を提供することにより、こうした規制の導入において必要不可欠な役割を担っている」⁸⁷⁾とのことである。

CFTC による費用・便益の検討に対する評価として、例えば、CCMR [2013]は、「CFTC が行う定量分析 (quantitative analysis) の実施率は、OIRA が技術的支援の提供を開始してから増加しており、その分析の長さ、詳細さ及び質はある程度改善してきている」⁸⁸⁾との評価を下している。

2 訴訟

ここでは、SEC やCFTC による規制の経済分析が問題となった代表的な訴訟を取り上げる。

(1) Chamber of Commerce v. SEC ① (2005)⁸⁹⁾

SEC は、投資信託における投資会社 (investment company) のガバナンスを強化するため、2004年1月15日、投資会社の取締役会の構成に関し、①独立取締役 (independent director) の割合が少なくとも75%であること (75%要件)、および、②取締役会の議長 (chairman) が独立取締役であること (独立議長要件)などを求めるSEC 規則 (以下「ファンドガバナンスルール」)の提案リリースを公表した⁹⁰⁾。当該提案リリースは官報版 (69 FR 3472)⁹¹⁾で全11頁、そのうち約1頁が「V 費用便益分析」に、1頁に満たない約3分の1頁が「VII 効率性、競争及び資本形成」に

85) Memorandum of Understanding Between OIRA and CFTC (May 9, 2012).

86) CRS [2017] 7頁。

87) <http://www.cftc.gov/About/CFTCOrganization/index.htm>

88) CCMR [2013] 8頁。

89) Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d 133 (D.C. Cir. 2005).

90) Investment Company Governance, Release No. IC-26323 (January 15, 2004)。なお、このルールは一定の行為を行う投資会社に課せられるものであるが、実質的にはほとんどの投資会社が対象になると考えられていた (当該提案リリースの脚注17参照)。

91) Investment Company Governance, 69 FR 3472 (January 23, 2004).

充てられている⁹²⁾。提案リリースには、こうした費用便益分析などについても意見や関連データの提供などを求める旨の記載がある(69 FR 3479等)。その後パブリックコメントを経て、2004年7月27日、SECは、ファンドガバナンスルールの採択リリースを公表した⁹³⁾。当該採択リリースは官報版(69 FR 46378)⁹⁴⁾で全16頁、そのうち約1頁半が「VI 費用便益分析」(概要は下記参照)、1頁に満たない約3分の1頁が「VIII 効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討」(概要は下記参照)に充てられている。ファンドガバナンスルールの採択はSEC委員5人の全員一致ではなく、2人のSEC委員(いずれも共和党)が反対意見(概要は下記参照)を述べている。

ファンドガバナンスルールの採択リリース(69 FR 46378)における「VI 費用便益分析」および「VIII 効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討」の概要

VI 費用便益分析

A 便益

「この改正は、ファンドの投資者の利益のために、ファンドの取締役会の独立性を高めることにより、プロセスの監視の質を改善しようとするものである」(69 FR 46386)。「こうした便益はファンドの運営に対する投資者の信頼を高めうる。こうした便益はドルで容易に定量化できるものではないが、これらは現実のものであると我々は信じており (we believe they are real)、また、この改正は、持分保有者の利益になる形で、独立取締役の影響力を強化するであろうと我々は信じている」(同頁)。

B 費用

75%要件(ただし取締役3人の場合には独立取締役2人で可)を充たすために、ファンドによっては独立取締役の増員等の措置が必要になりうるが(ただしファンドの60%はすでに当該要件を充たしていると推測しているが)、「我々スタッフは、ファンドがこの要件を満たすためにどのような選択をするのかを判断するための信頼しうる根拠を有していない (our staff has no reliable basis) ため、独立取締役の選任に伴う費用を判断することは困難である」(69 FR 46387)。独立取締役が従業員や専門家を雇う費用については、こうした雇用を規則で義務付けているわけではないなどの理由から、「我々スタッフは、従業員や専門家を雇うことに伴う費用を認識していない」(同頁)。独立議長が補助者を雇うかもしれないが、「我々は、そうした費用を推計するための信頼しうる根拠を有していない (we have no reliable basis)」(同頁脚注81)。

92) 書類事務削減法や規制柔軟性法関連の章も別途設けられているが、これらの紹介は省略する。これらの章の紹介を省略する取り扱い、本稿で取り上げるその他の訴訟に関する解説においても同じとする。

93) Investment Company Governance, Release No. IC-26520 (July 27, 2004). なお、ファンドガバナンスルールは当初提案されたものに若干の修正を加えて採択されているが、この点の説明は省略する。提案されたルールと採択されたルールの異同に関する説明を省略する取り扱いは、本稿で取り上げるその他の訴訟に関する解説においても同じとする。

94) Investment Company Governance, 69 FR 46378 (August 2, 2004).

Ⅷ 効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討

「我々は、これらの改正が、ファンドに関する効率性、競争及び資本形成に重大な影響を及ぼすとは予想していない。なぜなら、この改正に伴う費用はごくわずかであり、また、多くのファンドは必要とされる措置をすでに採用しているからである」(69 FR 46388)。影響があるとしても、「この改正により…証券諸法違反のおそれが減少し、ミューチュアルファンドに対する投資者の信頼が高まる可能性があることから、競争又は資本形成に対する影響は正のものになろうと我々は信じている」(69 FR 46388-46389)。

二人の SEC 委員の反対意見の概要

「我々は、ファンドの持分保有者のために投資者保護を強化するという本規則制定の立派な目的は支持している。しかし、我々が恐れているのは、この目的を達成するために選択された道が—ファンドの持分保有者に多大な費用を負わせることになりうるという点で—反対の方向へと向かうかもしれない (the path chosen to achieve this objective may lead in the opposite direction) ということである」(69 FR 46390)。

75%要件に伴う費用について、「多数派は、この変更に関する費用について何ら実質的な検討をしていない」(69 FR 46391)。独立議長要件に関する分析に関して、「この規則の支持者は、徹底的な分析を行わなかったし、SEC はかかる分析を行うためにリソースを使用しなかった」(69 FR 46392)。「我々が現に入手した実証データが示唆するところによれば、この改正は有益でないかもしれない。このデータは、内部議長と優れたパフォーマンスとの間の相関関係…を示している」(同頁)。また、例えば、「ファンドに対し当該ファンドが独立議長を有しているか否かを明確に開示するよう求める」(69 FR 46393) などの代替策が考えられるにもかかわらず、「多数派は、これらの代替策について真剣に検討しなかった」(同頁)。

要するに、「多数派は…「投資者保護」の幕の下、便益は幻想だが費用は現実である (the benefit of which are illusory, but the costs of which are real) 措置を採択することを決定したのである」(同頁)。

このような経緯で採択されたファンドガバナンスルールに対し、米国商工会議所 (U.S. Chamber of Commerce)⁹⁵⁾ が、当該ルールの審査を求めて提訴した。その主な理由は、行政手続法 (Administrative Procedure Act) 706条(2)(A)⁹⁶⁾ によれば、「恣意的、専断的、裁量権濫用又は

95) 米国商工会議所は、米国における代表的な財界団体の一つであり、ビジネス上の利益の観点から数多くの訴訟を提起している団体でもある。米国商工会議所のウェブサイトの中にある「U.S. Chamber Litigation Center」(<http://www.chamberlitigation.com>)において、「Securities Law, Capital Markets, & Corporate Governance」の項目を選び、さらに「Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation」の項目を選ぶと、金融規制の費用便益分析に関して米国商工会議所が関わった訴訟の情報を得ることができる。

その他の点で法に合致しない (arbitrary, capricious, an abuse of discretion, or otherwise not in accordance with law)」と認定される「機関の措置 (agency action)」は、裁判所により違法とされ、取り消されるものとされているところ、SEC によるファンドガバナンスルールの制定には、1940 年投資会社法 2 条 (c)⁹⁷⁾ に基づく効率性・競争・資本形成促進検討義務が尽くされていないなどの点があり、行政手続法違反が存在するというものである⁹⁸⁾。

コロンビア特別区連邦控訴裁判所 (Ginsburg 判事, Rogers 判事および Tatel 判事。法廷意見を書いたのは Ginsburg 判事) は、2005 年 6 月 21 日、SEC による費用や代替策の検討には不十分な点があり行政手続法違反があったとして、SEC に対しこれらの不備を再検討するよう命じた。裁判所の判断の概要は次のとおり。

ファンドガバナンスルールに関するコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断の概要①

(行政手続法違反に関する結論)

「SEC は、ミューチャルファンドがこの要件 (河村注: 75% 要件及び独立議長要件) を遵守するために負担することになるであろう費用を検討することを十分に行わなかったこと (failing adequately to consider the costs), 及び、独立議長要件の代替案を検討することを十分に行わなかったこと (failing adequately to consider a proposed alternative) により、行政手続法にまさしく違反した」(412 F.3d 136)。

(司法審査の基準)

行政手続法における「『恣意的・専断的』基準 ('arbitrary and capricious' standard) に基づく審査の範囲は狭く (narrow), 裁判所は自らの判断を機関の判断に置き換えることはできない (a court is not to substitute its judgment for that of the agency)」が、それにもかかわらず我々は、SEC が「関連するデータを検証し (examined the relevant data), また、認定された事実と行われた選択との間の合理的な関係を含め、その措置について十分な説明を行っている (articulated a satisfactory explanation)」ことを確認しなければならない」(412 F.3d 140)。

(費用の検討)

75% 要件に関し独立取締役の選任に関する費用の判断は困難であると SEC が主張している点について、そうした「困難性は…SEC はファンドの遵守費用が収まる範囲のみ判断できるということを意味するのかもしれないが…SEC が提案する規則の経済的影響を可能な限り判断するという制定法上の義務 (statutory obligation to determine as best it can the economic

96) 5 U.S.C. § 706(2)(A).

97) 15 U.S.C. § 80a-2(c).

98) その他にも争点はあるが、本稿のテーマと関連する争点だけを取り上げることとする。このことは本稿で取り上げるその他の訴訟に関する解説においても同じである。

implications of the rule) から SEC を免除するものではない」(412 F.3d 143)。独立議長が追加スタッフを雇うことに関する費用を SEC が推計しなかった点については、「SEC は追加スタッフに関してミューチャルファンド業界に生じる総費用を推計することはできなかったかもしれないが、個々のファンドに生じる費用を推計することは容易にできたかもしれないのであり、かかる推計は当該要件の（資本形成に対するものでないとしても）効率性や競争に対する影響の評価に関連するものであったであろう。…不確実性は、SEC が行いようことを制限するかもしれないが、SEC が規制案を採択するかどうか判断する前に当該規制案の経済的影響を自らに－ひいては公衆及び連邦議会に－明らかにするために行いようことを行うという制定法上の義務（statutory obligation to do what it can to apprise itself-and hence the public and the Congress-of the economic consequences of a proposed regulation）から SEC を免除するものではない」(412 F.3d 144)。「要するに、SEC は、問題となっている二つの要件によりファンドに課される費用を十分に検討しなかった点で、15 U.S.C. § 80a-2 (c) に基づく義務（河村注：1940年投資会社法2条(c) に基づく効率性・競争・資本形成促進検討義務）に違反しており、それゆえ行政手続法に違反した」(同頁)。

(代替策の検討)

「SEC が開示という代替策を検討することを怠ったことは行政手続法違反であったというのが我々の結論である」(同頁)。確かに、SEC はすべての代替策を検討する必要はないが、反対意見を述べた2人のSEC委員が示した「開示という代替策は取るに足らないものでも管轄外のものでもなかったのであり（disclosure alternative was neither frivolous nor out of bounds）、それゆえ SEC は当該代替策を検討する義務を負っていた」(412 F.3d 145)。

(本件の取り扱い)

「本件は、ここで確認された75%独立取締役要件及び独立議長要件に関する不備に取り組みせるべく SEC に差し戻される」(412 F.3d 145)。

(2) Chamber of Commerce v. SEC ② (2006)⁹⁹⁾

SEC は、Chamber of Commerce v. SEC ①で裁判所に指摘された問題点について検討し、約1週間後の2005年6月30日に、同内容のファンドガバナンスルールを前回と同じく3対2で採択した旨の差戻りリリースを公表した¹⁰⁰⁾。パブリックコメントの手続は取られていない。当該差戻りリリースは官報版(70 FR 39390)¹⁰¹⁾で全21頁、そのうち約6頁が「Ⅲ 検討(Discussion)」(裁判所に指摘された費用や代替策について検討している章。概要は下記参照)に充てられている。

99) Chamber of Commerce v. SEC, 443 F.3d 890 (D.C. Cir. 2006).

100) Commission Response to Remand by Court of Appeals, Release No. IC-26985 (June 30, 2005).

101) Investment Company Governance, 70 FR 39390 (July 7, 2005).

ファンドガバナンスルールの差戻リリース (70 FR 39390) における「Ⅲ 検討」および「Ⅴ 結論」の概要

Ⅲ. 検討

A. 適用免除規則の改正 (河村注: ファンドガバナンスルール) から生じる費用

1. 取締役会の構成

75%要件に関する「費用の範囲を検討する基礎となる信頼しうる根拠を我々は実際には有している (we do in fact have a reliable basis)」(70 FR 39392)。

a. 独立取締役の増員

ミューチャルファンドの取締役報酬に関する2004年度調査などに基づき、例えば新たに3人の独立取締役を選任するファンドにかかる初年度の費用 (報酬のみならず委任状勧誘などの費用を含む) の範囲を推計すると、ファンドごとに「101,624ドル」から「190,800ドル」になる (70 FR 39393。具体的な計算方法なども記載されているが、本稿では省略する)。

b. 利害関係のある取締役の減員 (略)

2. 独立議長

「独立議長要件に関し個々のファンドにかかる費用を推計するための信頼しうる根拠を我々は実際には有している (we do in fact have a reliable basis)」(70 FR 39394)。

A. スタッフの増員

証券業協会により行われた給与調査などに基づき、例えば2人の常勤スタッフを追加雇用する費用を推計すると、ファンドごとに「42,519ドル」になる (同頁。具体的な計算方法なども記載されているが、本稿では省略する)。

B. 独立議長の報酬の増額 (略)

3. 効率性、競争及び資本形成の促進

「75%要件及び独立議長要件の費用は、ファンドの取締役会が責任を負うファンド資産と比較すると極めて小さいものであり、この二つの要件から期待される便益と比較しても小さいものであると我々は認識している」(70 FR 39395)。ファンドの運営に対する投資者の信頼向上やファンドへの投資促進などの「便益はドルで容易に定量化できるものではないが、とりわけ、推計された遵守費用と比較すると、これらの便益はかなりものであると我々は信じている。…これらの累積した便益は、本規則改正に関する費用を十分に正当化する (justify) と我々は判断している」(70 FR 39396)。「多くのファンドは必要とされる措置をすでに採用している」ことなどを踏まえると、この改正が「効率性、競争又は資本形成に重大な負の影響を与えるとは我々は予想していない」(同頁)。この改正により投資者の信頼が高まることは、「資本形成プロセスを促進する助けとなり」、「米国資本市場の効率性及び競争力の強化にもつながるであろう」(同頁)。

B. 開示という代替策の検討

利益相反のリスクから投資者を保護するには、「独立した監視機能の強化」が重要になることなどから、「開示だけで…十分であるとは我々は信じていない」(70 FR 39397)。

V. 結論

「我々の結論によれば、75%独立取締役要件及び独立議長要件の便益はその費用を大きく上回っており (outweigh), また、開示という代替策はファンドの投資者に十分な保護を提供するものではない。したがって、我々は本改正を修正しないという判断を行った」(70 FR 39398)。

こうしたSECの動きに対して、米国商工会議所が再び争ったところ、コロンビア特別区連邦控訴裁判所 (Henderson 判事, Rogers 判事および Brown 判事。法廷意見を書いたのは Rogers 判事) は、2006年4月7日、ファンドガバナンスルールにおける75%要件および独立議長要件を取り消す旨の判断を下した。裁判所の判断は次のとおり。

ファンドガバナンスルールに関するコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断の概要②

「SECは、費用推計に必要な不可欠な記録外の資料 (extra-record material) に依拠したが、その際に意見募集の機会を提供せず、米国商工会議所に不利益を与える形となっているため、SECは、行政手続法553条(c) (河村注: データや意見などを提出する機会を利害関係者に提供することを機関に対し求める規定) の意見要件に違反した」(443 F.3d 908)。「我々は…この二つの要件を取り消す (vacate)」(443 F.3d 909)。

Chamber of Commerce v. SEC ① (2005) および Chamber of Commerce v. SEC ② (2006) から分かるのは、SECが規則を制定する際に、その費用の検討や代替策の検討が不十分であった場合や、データや意見などを提出する機会を利害関係者に適切に提供しなかった場合には、当該規則は差し戻されたり、取り消されたりするということである。ファンドガバナンスルールの採択リリースから差戻リリースまでの期間やそれぞれのリリースの内容を見ると、SECは、採択リリースの段階で、ある程度の費用の定量分析を示すことは可能であったにもかかわらず、それを行っていなかったといえる。開示という代替策についても、一部のSEC委員から当該代替策が示されていたのであって、SECにとって想定外の代替策であったわけではない。総じて言えば、Chamber of Commerce v. SEC ① (2005) 以前のSECは、規制の経済分析を行ってはいるものの、それほど力を入れていたわけではなかったと評価されても仕方がないであろう¹⁰²⁾。

(3) American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC (2010)¹⁰³⁾

SECは、2008年6月25日、最低保証が付いている指数連動型年金（FIA：fixed indexed annuity）であっても保険会社が支払う金額が最低保証金額を上回る可能性が高いものは、連邦証券規制から適用除外されないことを明確化するSEC規則（以下「FIAルール」）の提案リリースを公表し¹⁰⁴⁾、パブリックコメントを経て、2009年1月8日、FIAルールの採択リリースを公表した¹⁰⁵⁾。

そもそも連邦証券規制の対象となる証券（securities）の定義は幅広く定められているが、州保険規制の対象となる年金契約（annuity contract）は連邦証券規制から適用除外されている（1933年証券法3条(a)(8)¹⁰⁶⁾）。ただし、商品購入者が投資リスクを負担する変額年金（variable annuity）は連邦証券規制から適用除外されない旨の判例などを踏まえて、SECは連邦証券規制から適用除外される年金契約を明確化するための規則を制定していた¹⁰⁷⁾。こうした中、FIAが連邦証券規制の適用を受けることなく広く販売され、不適正販売に関する苦情が生じた。そこで、SECは、上述した特徴を持つFIAの購入者が連邦証券規制上の保護を受けられることを明確にすべく、FIAルールを導入したわけである¹⁰⁸⁾。

FIAルールの提案リリースは官報版（73 FR 37752）¹⁰⁹⁾で全23頁、そのうち約3頁が「VI 費用便益分析」に、約1頁弱が「VII 効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討；競争への負荷に関する検討」に充てられている。提案リリースには、こうした費用便益分析などについても意見やデータの提供などを求める旨の記載がある（73 FR 37770等）。FIAルールの採択リリースは官報版（74 FR 3138）¹¹⁰⁾で全39頁、そのうち約9頁弱が「V 費用便益分析」（概要は下記参照）に、約3頁弱が「VI 効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討；競争への負荷に関する検討」（概要は下記参照）に充てられている。FIAルールの採択にあたり、一人のSEC委員（共和党）が反対意見を表明している（概要は下記参照）。

FIAルールの採択リリース（74 FR 3138）における「V 費用便益分析」および「VI 効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討；競争への負荷に関する検討」の概要

V. 費用便益分析
A. 便益

102) 例えば、Sherwin [2006] 32・33頁は、採択リリースから差戻リリースへの「この急激な転向は、Chamber I事件がSECに費用便益分析を真剣に行うよう求める前における、費用便益分析に関するSECの努力に対し疑問を投げかけざるをえない」と指摘している。

103) American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC, 613 F.3d 166 (D.C. Cir. 2010).

104) Indexed Annuities and Certain Other Insurance Contracts, Release No. 33-8933 (June 25, 2008).

105) Indexed Annuities and Certain Other Insurance Contracts, Release No. 33-8996 (January 8, 2009).

106) 15 U.S.C. § 77c(a)(8).

107) この点については、黒沼 [2004] 51・52頁参照。

108) 詳しくは、小松原 [2011] 参照。

109) Indexed Annuities and Certain Other Insurance Contracts, 73 FR 37752 (July 1, 2008).

110) Indexed Annuities and Certain Other Insurance Contracts, 74 FR 3138 (January 16, 2009).

FIA ルールが投資者や業者にもたらす便益として、①連邦証券規制における FIA の位置付けの明確化、②情報開示の強化、③販売時の保護策（例えば適合性原則）の適用、④競争の強化、⑤報告義務の緩和などがある（74 FR 3161等）。

例えば、②に関しては、FIA については州保険規制があるので連邦証券規制は不要であるという趣旨の意見も寄せられたが、「州による規制上の努力は、たとえそれがどんなに強力なものであったとしても、連邦議会が適用することを意図していた連邦証券諸法及び保護策の対象となる証券を特定するという我々の義務の代わりになりうるとは我々は信じていない。州保険法は、複数の規制機関により執行されるが、当該機関の主たる任務は発行体である保険会社の支払余力にあり、連邦証券諸法によって提供される統一かつ執行可能な投資者保護策の十分な代替策としては機能しえない」（74 FR 3162. ③に関しても同趣旨の指摘がある。74 FR 3163）。

B. 費用

想定される費用として、① FIA ルールの適用要件を充足するか否かの判断に伴う費用、②登録届出書に関する費用、③目論見書に関する費用、④登録ブローカー・ディーラーとのネットワーク構築に伴う費用、⑤ FIA の販売を取り止める保険会社に生じる収益の減少、⑥競争の減少可能性などがある（74 FR 3164等）。

例えば、②に関して、FIA の年間登録件数が400件と想定すると「内部の従業員及び外部の専門家にかかる年間費用の合計は82,500,000ドルになる」（74 FR 3165・3166. 具体的な計算方法なども記載されているが、本稿では省略する）。⑤に関して、保険会社には初年度で約3億ドルの損失が生じるとの意見などが寄せられたが、「連邦証券諸法の要請及び業界の規模を考えると、これらの費用はそれにもかかわらず正当化される（justified）と我々は信じている」（74 FR 3168）。⑥に関して、新たな業者が市場に参入するかどうかは現段階では未知数であるが、「本規則により新規参入者が誕生する可能性があることは…競争にとって有益である」（74 FR 3169）。

VI. 効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討：競争への負荷に関する検討

A. 効率性

FIA ルールにより、投資者はより適切な投資判断を行うことが可能となり、「証券市場におけるより効率的な資源配分につながるであろう」（74 FR 3170）し、「証券市場の効率性の強化につながるであろう」（同頁）。FIA ルールは州保険規制（state insurance regulation）と重複するため効率性を促進しないという意見も寄せられたが、「州による規制上の努力は、たとえそれがどんなに強力なものであったとしても、証券として規制される商品に適用される連邦証券諸法上の保護策の代わりになりうるとは我々は信じていない」（同頁）。「SEC は現在の州法規制体制（existing state law regulatory regime）に関する包括的な検討を行われなければならない…という意見に、我々は同意しない」（同頁）。

B. 競争

FIA ルールにより、投資者はより適切な投資判断を行うことが可能となり、業者間などにおける「競争の強化及び米国資本市場の競争力の強化につながるであろう」（同頁）。FIA の販売を取りやめる業者があるかもしれないが、全体を考慮すると「競争強化の可能性を有していると我々は引き続き信じている」（74 FR 3171）。

C. 資本形成

「我々はまた…市場の効率性の強化は…資本形成を促進しうると予想している」（同頁）。「州による現在の開示制度（states' current disclosure regime）のどこが不十分なのか、本規則がそれをどのように改善するのか、また、本規則の便益がどのようにしてその費用を上回るのか説明すべきである」（同頁）という意見も寄せられたが、「州規制（state regulation）の有効性を疑問視するのが我々の意図ではない」（同頁）。

一人の SEC 委員の反対意見の概要

「私は、指数連動型年金に対処する規則案151A（河村注：FIA ルール）は善意に基づくものであると信じている」（74 FR 3175）。しかし、「私は、本規則及び採択リリースが、州の保険規制機関がこうした商品を規制するには不十分であるという暗黙の判断をしていることに失望している」（74 FR 3176）。

こうした経緯で採択された FIA ルールについて、アメリカン・エクイティ・インベストメント生命保険会社などが、SEC は1933年証券法2条(b)¹¹¹⁾に基づく効率性・競争・資本形成促進検討義務を怠っているなどとして、当該ルールの審査を求めて提訴した。

コロンビア特別区連邦控訴裁判所（Sentelle 判事，Ginsburg 判事および Rogers 判事。法廷意見を書いたのは Sentelle 判事）は、連邦証券規制の適用除外となる年金契約に FIA は含まれないとする SEC の解釈自体は合理的であるとしても、効率性・競争・資本形成への影響に関する SEC の分析は恣意的・専断的であるため、当該ルールを取り消す旨の判断を下した。裁判所の判断の概要は次のとおり。

FIA ルールに関するコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断の概要

(結論)

「我々は、「年金契約」に関する SEC の解釈は…合理的であると判断する」が、「我々は、

111) 15 U.S.C. § 77b(b).

SECは効率性、競争及び資本形成に対する本規則の影響を適切に検討することを怠った (failed to properly consider the effect of the rule upon efficiency, competition, and capital formation) との…申立てを認容する。したがって、我々は、本規則を取り消す (vacate)」(613 F.3d 167・168. 同179も参照)。

(司法審査の基準)

「我々は、SECによる分析を、行政手続法により定められた制定法上の基準 (河村注：恣意的・専断的基準) に基づいて審査する」(613 F.3d 177)。

(競争分析)

「SECは、州法下における価格の透明性や情報開示に関するベースライン (baseline) の水準を評価しなかったため、競争の増減の可能性を正確に評価できなかった」(613 F.3d 178)。「SECは、2条(b) (河村注：1933年証券法上の効率性・競争・資本形成促進検討規定) の分析において現在の競争の程度を検討することを怠った (failed to consider the extent of the existing competition) ため、SECによる当該分析は恣意的・専断的 (arbitrary and capricious) である」(同頁)。

(効率性分析)

「SECは、競争分析の場合と同じく、現在の体制のもとで、投資者が情報を踏まえた投資判断を行うこと及び売主が投資者に適合的な勧誘を行うことを可能にするための十分な保護策が存在していたか否かを判断することを怠っている (fails to determine whether, under the existing regime, sufficient protections existed) ために、SECの分析は不完全なものである。SECが現在の州法体制の効率性を分析することを怠ったこと (failure to analyze the efficiency of the existing state law regime) は、連邦証券諸法の適用が効率性を高めるであろうというSECの判断を恣意的・専断的 (arbitrary and capricious) なものにする」(613 F.3d 179)。

(資本形成分析)

SECの資本形成分析は効率性分析に多くを依拠していたため、「SECの欠陥のある効率性分析は、資本形成分析をも恣意的・専断的 (arbitrary and capricious) なものとする」(同頁)。

ファンドガバナンスルールの採択リリースにおける経済分析とFIAルールの採択リリースにおける経済分析を比較すると、後者のほうが分析に力を入れているように見える。この点ではSECはChamber of Commerce v. SEC事件から得た教訓を活かしているようにも思われる。それにもかかわらず、American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC (2010)において、裁判所がFIAルールの経済分析を恣意的・専断的であるとし、当該ルールを取り消したのは、現在の状況を示すベースラインたる州法体制の評価をSECが怠ったからである。州法を含めたベースラインを評価することの重要性は、前述したSEC指針においても確認されている。

(4) Business Roundtable v. SEC (2011)¹¹²⁾

米国法上、株主は株主提案を行う権利を認められているが、株主提案を会社側の委任状説明書に記載することについては一定の制約が設けられている¹¹³⁾。2009年6月10日、SECは、一定の要件を満たす株主から提案された取締役選任議案を会社側の委任状説明書に記載することを義務付けるSEC規則（以下「プロクシーアクセスルール」）の提案リリースを公表した¹¹⁴⁾。当該提案リリースは官報版（74 FR 29024）¹¹⁵⁾で全67頁、そのうち約7頁弱が「V 費用便益分析」に、約1頁弱が「VI 競争への負荷並びに効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討」に充てられている。提案リリースには、こうした費用便益分析などについても意見や関連データの提供などを求める旨の記載がある（74 FR 29077等）。その後パブリックコメントを経て、2010年8月25日、SECは、プロクシーアクセスルールの採択リリースを公表した¹¹⁶⁾。当該採択リリースは官報版（75 FR 56668）¹¹⁷⁾で全126頁、そのうち約18頁が「IV 費用便益分析」（概要は下記参照）に、約5頁が「V 競争への負荷並びに効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討」（概要は下記参照）に充てられている。プロクシーアクセスルールの採択にあたっては、二人のSEC委員（いずれも共和党）が反対している（概要は下記参照）。なお、2010年7月21日に制定されたドッド・フランク法は、株主から提案された取締役選任議案を会社側の委任状説明書に記載させるための規則をSECが制定できる旨を定めている（ドッド・フランク法971条）。

プロクシーアクセスルールの採択リリース（75 FR 56668）における「IV 費用便益分析」および「V 競争への負荷並びに効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討」の概要

IV. 費用便益分析

- A. 背景（略）
- B. 規則の概要（略）
- C. 新規規則の射程に影響を与える要因（略）
- D. 便益

プロクシーアクセスルールの便益として、①取締役を指名・選任する株主の州法上の権利行使の容易化、②株主が指名する取締役を会社の委任状説明書に記載する手続の最小限度の統一化等、③取締役会及び会社のパフォーマンスが改善する可能性、④取締役の選任に際し一層多くの情報を踏まえた議決権行使が可能になることなどが考えられる（75 FR 56755等）。

1. 取締役を指名及び選任する株主の州法上の権利を株主が行使することの容易化

112) Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D.C.Cir. 2011). 本件については、黒沼 [2012] 参照。

113) 米国の株主提案権制度については、比較法研究センター [2016] 1頁以下（松中学）参照。

114) Facilitating Shareholder Director Nominations, Release No. 33-9046 (June 10, 2009).

115) Facilitating Shareholder Director Nominations, 74 FR 29024 (June 18, 2009).

116) Facilitating Shareholder Director Nominations, Release No. 33-9136 (August 25, 2010).

117) Facilitating Shareholder Director Nominations, 75 FR 56668 (September 16, 2010).

委任状合戦の費用に関する調査からすると、プロクシーアクセスルールを利用する株主は「印刷及び郵送費について少なくとも平均18,000ドルを節約することになる」（75 FR 56756）。この点、株主側の費用が削減されるとしても、その費用は単に会社ひいては全株主側に移転するだけではないのか、また、仮に株主による取締役指名の数が増えるのであれば、会社ひいては全株主が負担する費用が増加するのではないかなどの意見が寄せられたが、「我々は、会社側の費用増加は、株主が伝統的な委任状合戦を行う場合に生じうる費用ほど大きくはないかもしれないと信ずるに足るいくつかの理由を有している」（75 FR 56757）。

2. 株主による取締役の指名に関する記載の最小限度の統一的手続及び株主が取締役指名手続を採択する権限の強化（略）

3. 取締役会のパフォーマンス及び会社のパフォーマンスの改善可能性

提案リリースの中で引用していた研究（異質な取締役が存在するハイブリッドな取締役会の有効性に関する研究など）の限界を指摘する意見などが寄せられたが、「我々は、証拠や経済理論を総合すると、株主が指名する取締役候補者を会社側の委任状説明書に記載させる株主の力を促進することは、取締役会のパフォーマンスの改善及び株主価値の増加という便益を産み出す可能性があるという考えが支持されると信じている」（75 FR 56761）。「取締役会及び会社のパフォーマンス並びに株主価値の向上という潜在的便益は、潜在的費用を正当化する（justify）というのが我々の結論である」（同頁）。「我々は…逆の結論を示す研究の存在を認識している」が、「我々はこれらの研究を調査し、その後の研究によって提起された疑問点、当該研究の著者によって認識された限界、又は、当該研究の方法論や射程に関する我々自身の懸念などから、これらの研究の結論のいくつかに対し疑問を持つ理由を有している」（75 FR 56762-56763）。

4. 株主による取締役の指名に関する開示の改善及び株主との意思疎通の強化による取締役選任時における一層多くの情報を踏まえた議決権行使（略）

E 費用

プロクシーアクセスルールにより生じうる費用として、①会社及び取締役会のパフォーマンスに悪影響を与える可能性、②手続の複雑化、③開示・印刷・郵送・勧誘に伴う費用などが考えられる（75 FR 56764等）。

1. 会社及び取締役のパフォーマンスに対する潜在的悪影響に関する費用

取締役会が株主対策に時間を費やし戦略的な議論をする時間が減る可能性があるなどの意見が寄せられたが、「こうした費用は、取締役を指名・選任する伝統的な州法上の権利に伴うものであり、株主が指名する取締役候補者を会社側の委任状説明書に記載することから生じる費用ではない」（75 FR 56765）。さらに、プロクシーアクセスルールを利用する株主の株式保有割合や株式保有期間に関する要件は、当該ルールの「利用を、会社に対し長期かつ重大な関与を証明する保有者のみに制限するであろう」（同頁）。また、ある株

主が個人的な利益を最大化するためにプロクシーアクセスルールを利用する可能性もあるが、当該ルールにおける株式保有割合や株式保有期間に関する要件、開示を踏まえた総会決議、取締役の信託義務などを通じて、取締役会の分裂に伴う「費用は制限されるかもしれない」(75 FR 56766)。

2. プロクシープロセスのさらなる複雑化に関する費用 (略)

3. 開示の準備、印刷及び郵送に関する費用並びに勧誘及び株主提案の増加に関する費用

例えば、印刷や郵送に関する費用は一つの株主提案について「およそ18,000ドルから50,000ドル」(75 FR 56770) になりうることなどを踏まえると、影響を受ける会社全体の総費用は「およそ2,646,000ドルから7,350,000ドル」(同頁) になりうる。また、株主が指名する取締役候補者に会社が反対するための費用の推計値を具体的に示す意見なども寄せられたが、取締役は信託義務を負っているため会社の資産を不誠実な目的のために使用することはできず、また、プロクシーアクセスルールにおける株式保有割合や株式保有期間に関する要件により株主が指名する取締役候補者数は制限されるかもしれないことから、「こうした費用は制限されるかもしれない」(同頁)。

4. その他の費用 (略)

V 競争への負荷並びに効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討

「新規則は多くの点で資本市場の効率性を促進するであろうと我々は予想している。第1に、我々はすでに、費用便益分析の章及び本リリースの全体を通じて、新規則について予想される費用及び便益を幅広く検討してきた。我々は、新規則の便益(取締役会の説明責任及び会社のパフォーマンスの向上という潜在的便益を含む)はその費用を正当化する(justify)と信じているので、我々は、新規則は経済全体の効率性を促進すると予想している」(75 FR 56771)。

新規則によりコーポレート・ガバナンスが改善する可能性などを通じて、「新規則は、最終的には株主価値を高め、より強い会社のパフォーマンスを生み出し、競争を増大させるかもしれない」(75 FR 56773)。外国の資本市場で資金調達する企業が出てくるかもしれないが、多くの諸外国における会社の株主はすでにプロクシーアクセスルールと同内容の権利を有しており、「新規則は米国の資本市場を…国際的な実務に合わせるができるものであると我々は信じている」(75 FR 56774)。なお、この点については下記の(注)参照。

取締役会に対する投資者の信頼が高まれば、「潜在的な投資者が一層進んで会社に投資するかもしれないと我々は予想している」(75 FR 56774)。

(注) SECのプロクシーアクセスルールに相当するものは、日本では会社法305条の議案要領通知請求権という形で実現しており、現在日本で議論されているのは、株主提案権の拡大ではなく濫用防止のあり方である¹¹⁸⁾。

二人のSEC委員の反対意見の概要

「採択リリースにおける経済研究の取扱いは公平なものではない。採択リリースは、プロクシーアクセスの便益に疑念を投げかける研究に対しては…必死になってこれを疑問視する。対照的に、プロクシーアクセスルールの制定を支援するような内容を持つ研究については…あまりにたやすくこれを採用し、こうした研究から推論を行っている」¹¹⁹⁾。

「新たな連邦法上のプロクシーアクセス権を課すことにより発行者及び米国資本市場に生じる真の費用をSECが真剣に検討したとは思われず、こうした費用と予想される便益…とを真剣に比較検討しているとも思われない」¹²⁰⁾。

こうした経緯で採択されたプロクシーアクセスルールに対し、米国を代表する財界団体の一つである経営円卓会議 (Business Roundtable) および米国商工会議所が、SECは1934年証券取引所法3条(f)¹²¹⁾ および1940年投資会社法2条(c)¹²²⁾ に基づく効率性・競争・資本形成促進検討義務を怠っているなどとして、当該ルールの審査を求めて提訴した。

コロンビア特別区連邦控訴裁判所 (Sentelle 判事, Ginsburg 判事および Brown 判事。法廷意見を書いたのは Ginsburg 判事) は、2011年7月22日、プロクシーアクセスルールの経済的影響に関するSECの分析は不十分であり、SECは恣意的・専断的に行動しているとして、当該ルールを取り消す旨の判断を下した。裁判所の判断の概要は次のとおり。

プロクシーアクセスルールに関するコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断の概要

(司法審査の基準)

「行政手続法に基づき、我々は、「恣意的、専断的、裁量権濫用、又は、その他の点で法に合致していない」機関の措置を取り消すことになる。…我々は、機関が「関連するデータを検討し (examine [d] the relevant data)、また、認定された事実と行われた選択との間の合理的な関係を含め、その措置について十分な説明を行っている (articulate [d] a satisfactory explanation)」ことを確認しなければならない。…SECは「規則の経済的影響を可能な限り判

118) 例えば、商事法務研究会に設置された会社法研究会の第6回会合や第11回会合等参照 (研究会資料等は <https://www.shojihomu.or.jp/kenkyuu/corporatelaw> より入手可能)。なお、本稿では取り上げていないが、SECは連邦証券規制の一環として公開会社のガバナンスや報酬等に関する様々なルールを定めており (米国に連邦会社法は存在しないが、こうしたSECのルールは実質的な連邦 (公開) 会社法の機能を有しているともいわれる)、それらについても規制の経済分析がなされている。

119) Commissioner Troy A. Paredes, Statement at Open Meeting to Adopt the Final Rule Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations ("Proxy Access") (August 25, 2010).

120) Commissioner Kathleen L. Casey, Statement at Open Meeting to Adopt Amendments Regarding Facilitating Shareholder Director Nominations (August 25, 2010).

121) 15 U.S.C. § 78c(f).

122) 15 U.S.C. § 80a-2(c).

断するという制定法上の義務 (statutory obligation to determine as best it can the economic implications of the rule)」を負っている。…実際、SEC は新規則が「効率性、競争及び資本形成」に与える影響を検討するという特異な義務を負っており…、「規制案の経済的影響を自らに－ひいては公衆及び連邦議会に－明らかにする」ことをSEC が怠れば (failure to “apprise itself-and hence the public and the Congress-of the economic consequences of a proposed regulation), 当該規則の公布は恣意的・専断的 (arbitrary and capricious) なものとなり、法に合致していないことになる」(647 F.3d 1148)。

(SEC の経済分析に対する裁判所の判断 (総論))

「SEC は新規則の経済的影響を評価することを十分に…行わなかったため恣意的・専断的に行為した (acted arbitrary and capricious for having failed…adequately to assess the economic effects of a new rule)」(647 F.3d 1148)。つまり、「SEC は、一貫性なく機会主義的に本規則の費用及び便益を構成した (inconsistently and opportunistically framed the costs and benefits of the rule) ; いくつかの費用を定量化すること又はなぜそうした費用を定量化することができないのかを説明することを十分に行わなかった (failed adequately to quantify the certain costs or to explain why those costs could not be quantified) ; 予測的判断の裏付けをすることを怠った (neglected to support its predictive judgments) ; 自己矛盾した (contradicted itself) ; 意見提出者から提示された多くの問題に回答しなかった (failed to respond to substantial problems raised by commenters)」(647 F.3d 1148・1149)。

なお、以上のことからSEC はプロクシーアクセスルールを正当化できなかったとの結論が出たので、プロクシーアクセスの仕組みを採用するか否かを株主の判断に委ねるという代替策 (alternatives) をSEC が恣意的に拒絶したか否かの争点を取り上げる必要はない (647 F.3d 1149)。

(SEC の分析に対する裁判所の判断 (各論))

「取締役は株主が指名する取締役候補者に反対しないという選択をするかもしれないというSEC の予測は根拠のない単なる憶測である」(647 F.3d 1150)。「SEC は株主が指名する取締役候補者に反対するために会社はリソースを費やすかもしれないことを認識していたが…SEC は会社が負担すると予想される費用の推計及び定量化をしておらず…かかる費用の推計が不可能であるとの主張もしていない」(同頁)。「SEC は本規則の経済的影響を評価する制定法上の義務を怠ったと我々は信じている」(同頁)。

プロクシーアクセスルールは取締役会のパフォーマンス及び株主価値の向上につながりうるとSEC が判断した点について、「SEC は、意見提出者から提出された反対の結論を示す数多くの研究を認識していた」にもかかわらず、「SEC は、二つのあまり説得的でない研究に専らまた過度に依拠した」のであり、「SEC は…結論の裏付けを十分に示していないと我々は考えている」(647 F.3d 1150・1151)。

SEC は、プロクシーアクセスルールの費用を「取締役選任に関する州法上の株主権の単な

る産物」であるとして過小評価しているが、「この種の理由付けは、限界まで費用を見極めることを怠るものであり、不合理で、経済分析として受け入れられない」(647 F.3d 1151)。

SECは、特別な利害関係を有する株主(労働組合や州の年金基金など)が株主価値の最大化とは異なる目的のためにプロクシーアクセスルールを利用する可能性が指摘されていたにもかかわらず、かかる場合に「会社が負担することになりうる費用の本格的な評価を避けたことにより、SECは恣意的に行動したと我々は考えている」(647 F.3d 1152)。

「SECは、選任合戦の総数に対する最終規則の影響を恣意的に無視した」(647 F.3d 1153)ほか、「SECは、便益を見積もるときは規則14a-11(河村注:プロクシーアクセスルール)の活発な利用を見込んだが、費用を見積もるときは当該ルールの不活発な利用を前提とした」(647 F.3d 1154)のであり、「内部的に一貫性がなく、したがって恣意的である」(647 F.3d 1153)。(結論)

「SECは規則14a-11(河村注:プロクシーアクセスルール)を公布するにあたり恣意的・専断的(arbitrary and capricious)であった」(647 F.3d 1156)。「これにより本規則は取り消される(vacated)」(同頁)。

日本における規制の事前評価書と比較すれば、プロクシーアクセスルールに関するSECの経済分析はかなり充実したものとなっているように見える。それにもかかわらず、裁判所がSECの分析を不十分であると、プロクシーアクセスルールを取り消したことについては、率直に言って驚きを禁じ得ない。仮に日本における規制の事前評価書が米国の司法審査の対象になったならば、分析不十分という司法判断が続出するのではないかとも思う。ただし、Business Roundtable v. SEC(2011)における裁判所の判断の当否については米国でも議論があり、アメリカの法学者の間では批判的な見解が多いように思われる(後述参照)。とはいえ、SECとしては、こうした司法判断が下された以上、これを踏まえた対応をせざるをえない。2012年3月16日にSEC指針(前述参照)が発せられたのも、こうした対応策の一つである。司法審査によりSEC規則が取り消されるおそれがあるということが、規制の経済分析の充実化を図るSECのインセンティブにつながっていることは確かであると思われる(悪影響の可能性も指摘されている。後述参照)。

(5) Investment Company Institute v. CFTC (2013)¹²³⁾

商品ファンド運業者(CPO: commodity pool operator)や商品投資顧問業者(CTA: commodity trading advisors)は、商品取引所法に基づきCFTCに登録をしなければならないが、CFTCは、一定の要件を満たす者を当該登録義務から除外することができる¹²⁴⁾。CFTCは、2011年、SECに登録している投資会社(RIC: registered investment company)がCPOの定義から除外さ

123) Investment Company Institute v. CFTC, 720 F.3d 370 (D.C. Cir. 2013).

124) 7 U.S.C. § 6m や § 1a 等参照。

れるための要件を厳しくすることなどを内容とする CFTC 規則（以下「CPO&CTA ルール」）の提案リリースを公表した。この提案リリースは官報版（76 FR 7976）¹²⁵⁾ で全91頁あるが、改正条文等を除いた部分は約13頁であり、そのうち「Ⅲ. C. 費用便益分析（Cost-Benefit Analysis）」に充てられているのは1頁に満たない分量（1頁の3分の2程度）である。この費用便益分析に関して意見やデータの提供などを求める記載もある（76 FR 7988）。その後パブリックコメントを経て、CFTC は、2012年、CPO&CTA ルールを採択した。採択リリースは官報版（77 FR 11252）¹²⁶⁾ で全93頁あるが、改正条文等を除いた部分は約34頁であり、そのうち「Ⅲ. C. 費用及び便益の検討（Considerations of Costs and Benefits）」（概要は下記参照）には約8頁が充てられている。CPO&CTA ルールの採択は5人のCFTC委員の全員一致ではなく、1人のCFTC委員（共和党）が反対意見を述べている（反対意見の概要は下記参照）。

CPO&CTA ルールの採択リリース（77 FR 11252）における「Ⅲ. C. 費用及び便益の検討」の概要

C. 費用及び便益の検討

「CFTC の判断では、状況の変化により、これらの規則の改正は正当化される」（77 FR 11275）。つまり、登録免除者によるデリバティブ取引が増加しており、この者は登録者と実質的に同じサービスを提供しているにもかかわらず、「同じ規制による監視の対象となっていない」（同頁）。こうした中、「ドッド・フランク法は、CFTC に対し、システミックリスクを管理し、…デリバティブ市場参加者による安全な取引を確保するための一層強力な権限を付与している」（同頁）。「したがって、CFTC は、CPOs 及び CTAs に関する新たな登録及びデータ収集制度を採択するものとする」（同頁）。

CFTC は、商品取引所法15条(a)に基づき規制の費用及び便益を検討することを義務付けられているところ、「CFTC は、合理的に実施可能な場合には、費用及び便益の見積もりを定量化している」（77 FR 11276）。「CFTC は、市場参加者が負担する費用を気にしており、様々な方策で、影響を受ける者の負担を最小化しようと試みている。こうした方策の中には…CFTC が策定する遵守要件と SEC が策定する遵守要件を調和させる CFTC の努力も含まれている」（同頁）。

1. 一般的意見

「SEC と CFTC の二重登録者（dual SEC and Commission registrants）に関する議論において以下説明するように、これらの規則により提供される便益は、連邦証券諸法により提供される便益を補足（supplementary）するものであって、重複（duplicative）するものでも余分（redundant）なものでもないと CFTC は信じている」（77 FR 11276）。

125) Commodity Pool Operator and Commodity Trading Advisors: Amendments to Compliance Obligations, 76 FR 7976 (February 11, 2011).

126) Commodity Pool Operator and Commodity Trading Advisors: Compliance Obligations, 77 FR 11252 (February 24, 2012).

2. CPOs 及び CTAs の登録要件に関する規制

a. 登録規定の便益

「登録は、相互に関係する二つの大きな便益をもたらすと CFTC は信じている。第 1 に、登録は、デリバティブ市場に最低水準を超えて参加する者が適格性に関する最低限の基準を充足するよう CFTC が確保することを可能にする。第 2 に、登録は、デリバティブ市場の参加者による不当行為に対処するための直接的な手段を CFTC 及び公衆に提供する」(77 FR 11277)。「これらの便益…は、定量化できないとしても、相当なものである」(同頁)。

b. 登録規定の費用

「書類事務削減法のところで説明した登録に伴う費用に加え…意見提出者の推計によれば継続費用は年間150,000ドルから250,000ドル…になる」(77 FR 11277)。

c. 登録規定に関する意見

1. § 4.5の改正

SEC に登録している RIC を CPO として CFTC にも登録させる規制に対しては、「当該者はすでに SEC による包括的な規制の対象となっているため、何ら便益をもたらさないであろう」(77 FR 11277-11278) という反対意見が寄せられたが、これに「CFTC は同意しない」(77 FR 11278)。この判断の前提として、CFTC は、本採択リリースの II において、RIC によるデリバティブの利用に関しては、SEC 自身が「SEC は「デリバティブ関連の問題に対する包括的かつ体系的なアプローチ」を展開してこなかった」(77 FR 11255) と述べていることなどを挙げ、CFTC 自身が「監視を行うベストポジションにいる」(同頁) との認識を示している。連邦議会が CFTC に与えたデリバティブ市場における規制権能等に照らし、「最低水準を超えてデリバティブ取引に従事する者は CFTC への登録を義務付けられるべきであるというのが CFTC の見解である」(77 FR 11278)。この改正で大きな負担が生じうることは認識しているが、「登録 CPO が提供するサービスと実質的に同じサービスを提供する者は、実質的に同じ規制上の義務に服するべきであると CFTC は信じている」(77 FR 11278)。

2. §§4.13(a)(3) 及び (a)(4) の廃止 (略)

3. 適用免除又は適用除外要件に関する年次通知 (略)

d. 15条(a)

1. 市場参加者及び公衆の保護

これまで登録を免れていた者を登録者と同じ基準に服せしめる「当該規制は市場参加者及び公衆を保護すると CFTC は信じている」(77 FR 11280)。これまで登録を免除されていた者には費用が発生しうるが、「デリバティブ市場における透明性の便益は、長期的には…こうした費用を上回る (outweigh) であろうと CFTC は信じている」(同頁)。

2. 先物市場の効率性、競争力及び金融インテグリティ

CPO や CTA がより多く登録されることで、「CFTC はデリバティブ市場におけるこ

これらの者の活動をよりよく監視することが可能となり、これにより市場のインテグリティを保護することにつながる」(77 FR 11280)。CFTCへの年次通知を要求することで、「CFTCは…市場の効率性、競争力又はインテグリティに対する脅威をよりよく特定できるようにならう」(同頁)。同じ状況の者が同じ規制に服することで、「市場参加者の競争力が高められるであろう」(同頁)。

3. 価格発見

「CFTCは…価格発見に対する影響を認識していない」(77 FR 11280)。

4. 健全なリスク管理

登録を通じて得られる情報により、「CFTCは、デリバティブ市場ひいては米国金融システムの健全性に対する潜在的脅威をよりよく評価することが可能になる」(77 FR 11280)。情報を提供する登録者が内部システム等を検証することにより、「登録者に対し日々の業務に内在するリスクを理解する追加的方法を提供するとCFTCは信じている」(同頁)。

5. その他の公益に関する検討事項

「CFTCは…その他の公益に関する検討事項を認識していない」(77 FR 11280)。

3. データ収集 (略)

4. 附則 (略)

5. 結論

「CFTCは…本最終規制が業界にかなりの費用を課すであろうということは認識している。こうした費用にもかかわらず、CFTCは、この規則を採択することを決定した。市場参加者に関する適切な規制及び監視が公正かつ秩序あるデリバティブ市場を促進するために必要であるとCFTCは信じるからである」(77 FR 11283)。

一人のCFTC委員の反対意見の概要

「CFTCは、2007年・2008年の金融危機及びドッド・フランク法制定への対応として、新規則を正当化しているが、商品ファンド(commodity pools)に関する不十分な規制が危機を引き起こした原因となったことを示唆する証拠や、ある者を二重登録制度(dual registration scheme)の対象にすることが将来において同じような危機を何とか回避することにつながるということを示唆する証拠は存在しない」(77 FR 11344)。「私の考えでは、当該規則を支える費用便益分析は、提訴されれば、司法審査を耐え抜く可能性はないであろう」(同頁)。「これらの規則はドッド・フランクによって強制されているものではなく、私は最終規則において示されている便益がファンド業界にかかる大きな費用を上回るとは信じていない」(同頁)。

こうした経緯を経て採択されたCPO&CTAルールに対し、投資会社協会（Investment Company Institute）および米国商工会議所が、CFTCは商品取引所法15条(a)¹²⁷⁾により義務付けられている費用便益の検討を十分に行っていないなどとして提訴した。

コロンビア特別区連邦控訴裁判所（Garland 判事, Brown 判事および Sentelle 判事。法廷意見を書いたのは Sentelle 判事）は、2013年6月25日、CFTCは違法に行為していないとした地裁の判断を是認した。コロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断の概要は以下のとおり。

CPO&CTAルールに関するコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断の概要

（商品取引所法15条(a)と司法審査）

「審査を行う裁判所として、「我々の役割は、[機関]の決定が関連要因の検討に基づいていたのか（whether the [agency] decision was based on a consideration of the relevant factors）、また、判断に明らかな誤りがあるのか（whether there has been a clear error of judgment）を判定することにある」（720 F.3d 377）。

（SECの規制との関係）

CFTCは、RICによるデリバティブの利用に関して、SEC自身が「SECは「デリバティブ関連の問題に対する包括的かつ体系的なアプローチ」を展開してこなかった」と述べていることなどを引用し、「最終規則において、CFTCは、デリバティブ市場に対するSECの監視について明示的に検討した」（720 F.3d 377）。CFTCは、既存の規制状況を踏まえてCFTCが監視を行うベストポジションにいるなどとしたほか、SECの規制との調整も提案していることなどからすると、CFTCによる「これらの説明は、デリバティブ市場におけるRICに対するCFTCの規制の限界便益を正当化し（justify）、また、本件をBusiness Roundtable事件やAmerican Equity事件と区別するのに十分である」（720 F.3d 378）。

（定量化）

「法は、機関に対し、測定不可能なものを測定することを求めてはいない（the law does not require agencies to measure the immeasurable）。CFTCによる定量化不可能な便益の検討は、潜在的な費用及び便益を検討及び評価するという制定法上の義務を果たしている。…連邦議会が「厳格で定量的な経済分析」を求める場合には、その機関の根拠法で当該要件を明示しているのであるが、ここではそのような要件を課さなかった（Where Congress has required “rigorous, quantitative economic analysis,” it has made that requirement clear in the agency’s statute, but it imposed no such requirement here）」（720 F.3d 379）。

（結論）

「我々の判断としては、CFTCによる本規則の費用及び便益の検討及び評価は恣意的又は専

127) 7 U.S.C. § 19 (a).

断的なものではなかった (not arbitrary or capricious)」（720 F.3d 380）。

Investment Company Institute v. CFTC (2013) は、規制機関による規制の経済分析が不十分であれば恣意的・専断的な措置として当該規制は取り消されうるという判断の枠組み自体は従来の訴訟と同じであるが、規制機関による規制の経済分析が恣意的・専断的なものとはされなかった点で重要な事案である。このような結論が導かれた理由の一つは、CFTC がベースラインとしてのSECの規制を分析した上でCFTCの規制の必要性を論じていたことが挙げられる。これに対し、例えば、プロクシーアクセスルールの経済分析とCPO&CTAルールの経済分析を定量化という観点から比較してみると、後者の定量分析が前者の定量分析よりも明らかに優れているとすぐに分かるような違いはないようにも思われる。Investment Company Institute v. CFTC (2013) における裁判所の判断を読むと、従来よりも消極的な（すなわち規制機関の判断を尊重する）司法審査が行われているような印象を受けるが、果たして本当にそうなのかは現段階では判然としない（この点については次に紹介する National Association of Manufacturers v. SEC (2014) も参照されたい）。

（6）National Association of Manufacturers v. SEC (2014)¹²⁸⁾

2010年に制定されたドッド・フランク法1502条（および同条により追加される1934年証券取引所法13条(p)）は、SECに対し、製造する製品に紛争鉱物（conflict mineral、具体的にはコロンバイトータンタライト（コルタン）、錫石、金、鉄マンガン重石（タンゲステン原鉱）など）を必要とする企業に対し当該紛争鉱物がコンゴ民主共和国（DRC）またはその周辺国を原産とするものか否かの開示（当該国を原産とする場合はDRCコンフリクト・フリー（すなわち当該国の武装集団の資金源となる紛争鉱物を含んでいないこと）ではない製品等の報告）を義務付ける規則（以下「紛争鉱物開示ルール」）を定めることを求めている。これを受けて、SECは、2010年12月15日、紛争鉱物開示ルールの提案リリースを公表した¹²⁹⁾。当該提案リリースは官報版（75 FR 80948）¹³⁰⁾で全28頁、そのうち約2頁が「IV 費用便益分析」に、約半頁が「V 競争への負荷並びに効率性、競争及び資本形成の促進に関する検討」に充てられている。提案リリースには、こうした分析などについても意見や関連データの提供などを求める旨の記載がある（75 FR 80970等）。その後パブリックコメントを経て、2012年8月22日、SECは、紛争鉱物開示ルールの採択リリースを公表した¹³¹⁾。当該採択リリースは官報版（77 FR 56274）¹³²⁾で全92頁、そのうち約22頁弱が「III 経済分析」（概要は下記参照）に充てられている。なお、当該採択リリースでは、前述したSEC指針を踏まえ、費用便益分析の章と効率性・競争・資本形成の促進検討に関する章が、経済分析という章に統合さ

128) National Association of Manufacturers v. SEC, 748 F.3d 359 (D.D.Cir. 2014).

129) Conflict Minerals, Release No. 34-63547 (December 15, 2010).

130) Conflict Minerals, 75 FR 80948 (December 23, 2010).

131) Conflict Minerals, Release No. 34-67716 (August 22, 2012).

132) Conflict Minerals, 77 FR 56274 (September 12, 2012).

れている。紛争鉱物開示ルールの採択は3対2の多数決で行なわれている（反対した二人のSEC委員は共和党）。なお、紛争鉱物開示ルールは、規制対象となる米国企業が紛争鉱物に関する調査を行う過程で日本企業にも大きな影響を与える可能性があるため、日本でも大きな関心を集めた。

紛争鉱物開示ルールの採択リリース（77 FR 56274）における「Ⅲ 経済分析」の概要

Ⅲ. 経済分析

A. はじめに

B. 報告義務から生じる便益及び費用

1. 便益

ドッド・フランク法1502条を定めた議会の意図は、「コンゴ民主共和国における紛争及び暴力を減少させる」点にあるところ、こうした「社会的便益 (social benefits)」について、「我々は、正確かつ容易に定量化することはできない。我々は当該便益を定量化するためのデータを有しておらず、また、1502条がそうした便益を達成する上でどの程度有効なのかを評価することもできないからである。さらに、当該社会的便益は、我々の規則が通常達成しようとする経済的又は投資者保護に関する便益 (economic or investor protection benefits) とは全く異なるものである」(77 FR 56335)。

2. 意見書における費用推計

提案リリースで提示した費用推計に対しては、「多くの意見提出者が、SECは当該費用を過小評価していると指摘した」(77 FR 56336)。製造業協会、電子接続業団体、大学グループ、環境コンサルティング企業などから具体的な費用推計が提示されたが、「意見提出者によって提示された具体的な総費用の幅は、3億8765万ドルと160億ドルの間となった。当該意見を分析し、我々の信じるところによれば、本制定法上の要件を遵守するために最初にかかる費用は、約30億ドルから40億ドルである可能性が高い」(同頁。この点については下記表参照)。

a. 一般的な意見 (略)

b. 具体的な意見 (略)

C. SECの裁量権行使から生じる便益及び費用

「上述した本制定法の便益及び費用に加えて、本制定法上の要件を実施する際における我々の裁量権行使は、発行者及び紛争鉱物情報の利用者に多くの便益及び費用を生じさせるであろうと我々は信じている。以下では、本制定法を実施する上で我々が行った重大な選択並びにそれに伴う便益及び費用について検討する。我々は、以下で検討する各決定の影響を正確に定量化することはできない。当該影響に関して信頼できる経験的証拠をSECは容易に入手することはできず、また、それを可能とするような十分な情報を意見提出者が提供することもなかったためである。したがって、本セクションにおける、我々が行った個々の裁量的選択についての費用及び便益に関する我々の議論は、定性的なものである」(77 FR 56342)。

1. 合理的な原産国調査, 2. 特別開示報告書における情報, 3. 「DRC コンフリクト判定不能」の判定, 4. 「製造契約」, 5. 国内又は国際的に認められたデューディリジェンスの枠組み (金を含む), 6. 監査及び監査証明の責任, 7. 監査の目的, 8. リサイクル又はスクラップ資源に由来する紛争鉱物, 9. 「サプライチェーン外の」紛争鉱物, 10. 紛争鉱物デリバティブ, 11. Form SD における開示の方法及び時期, 12. 「機能性又は製造における必要性」, 13. 発行者の分類, 14. 採掘者たる発行者を製造者たる発行者に含めないこと (すべて略)

D. 全体的な経済的影響に関する定量的評価

例えば遵守費用といった「費用が大きなものであることを我々は認識している」し、報告義務を負う米国企業と比較して「米国で報告をしない外国企業に多大な優位性を与えるかもしれないことを我々は予測している」が、「コンゴ民主共和国の紛争の終結を支援し、同国における平和と安全を促進するという目的を推進する上で、連邦議会が、その費用は必要かつ適切であると判断した (Congress determined that its costs were necessary and appropriate)。したがって、本制定法を実施する最終規則が影響を受ける発行者の業界における競争に負荷を課すという点について、当該負荷は第13条(p)の目的を推進するために必要かつ適切であると我々は信じている」(77 FR 56350)。

投資者に対する情報開示を通じて、「本規則は情報効率性 (informational efficiency) を高めよう」が、資本が他の生産機会から本規則の遵守費用に回る可能性があるため、「本規則は配分効率性 (allocative efficiency) の喪失につながるかもしれない」(同頁)。もっとも、社会的意識の高い消費者や投資者による需要の高まりにより、こうした「配分効率性の減少はいくらか相殺されうる」(同頁)。

「本規則が資本形成に大きな影響をもたらすとは我々は予測していない」(77 FR 56351)。

本要件を遵守するために最初にかかる費用について、製造業協会および大学グループから提出された費用推計を修正した結果、「製造業協会の意見提出者による推計は93億ドルから41億ドルに下がり、大学グループの意見提出者による推計は79億4千万ドルから30億ドルに下がる。我々は、この二つの分析におけるこうした修正を統合することにより、本制定法上の要件を遵守するすべての会社における最初の遵守費用は30億ドルと40億ドルの間になりうると推計している」(77 FR 56353)。製造業協会および大学グループによる費用推計を修正したものは以下のとおり (同頁以下)。

修正版		計算式
製造業協会の意見提出者による推計：		
影響を受ける発行者	5,994	
最上位サプライヤーの平均数	1,060	2000×0.53
発行者によるデューディリジェンスの是正：		
サプライヤーあたりの遵守時間数	2	
1時間あたりの費用	50ドル	

総遵守費用	635,364,000ドル	$5,994 \times 1,060 \times 2 \times 50$ ドル
ITシステムの修正：		
発行者あたりの費用	250,000ドル	
総費用	1,498,500,000ドル	$5,994 \times 250,000$ ドル
紛争鉱物報告書の監査：		
監査を実施する発行者	4,500	$5,994 \times 75\%$
発行者における監査費用	100,000ドル	
総費用	450,000,000ドル	$4,500 \times 100,000$
サプライヤーの情報の発行者による確認		
時間数	0.5	
1時間あたりの費用	50ドル	
総費用	158,841,000ドル	$5,994 \times 1,060 \times 0.5 \times 50$ ドル
小規模サプライヤーのデューデリジエンス：		
影響を受けるサプライヤー（20%のみ実施）	55,600	$278,000 \times 0.2$
デューデリジエンスの費用	25,000ドル	
総費用	1,390,000,000ドル	$278,000 \times 0.2 \times 25,000$ ドル
合計	4,132,705,000ドル	

修正版		計算式
大学グループの意見提出者による推計：		
影響を受ける発行者	5,994	
大規模発行者（発行者の28%）	1,678	$5,994 \times 0.28$
小規模発行者（発行者の72%）	4,316	$5,994 \times 0.72$
最上位サプライヤーの数（製造業協会の意見提出者の53%）	1,060	$2,000 \times 0.53$
発行者によるデューデリジエンスの是正：		
大規模発行者における遵守時間数	100	
小規模発行者における遵守時間数	40	
1時間あたりの内部費用	50ドル	
大規模発行者における内部費用（全仕事量の90%）	7,551,000ドル	$1,678 \times 0.9 \times 100 \times 50$ ドル
小規模発行者における内部費用（全仕事量の75%）	6,474,000ドル	$4,316 \times 0.75 \times 40 \times 50$ ドル
1時間あたりのコンサルティング費用	200ドル	
大規模発行者におけるコンサルティング費用（全仕事量の10%）	3,356,000ドル	$1,678 \times 0.1 \times 100 \times 200$ ドル
小規模発行者におけるコンサルティング費用（全仕事量の25%）	8,632,000ドル	$4,316 \times 0.25 \times 40 \times 200$ ドル

総費用	26,013,000ドル	
IT システムの修正：		
大規模発行者あたりの費用	410,000ドル	
小規模発行者あたりの費用	205,000ドル	
大規模発行者の総費用	687,980,000ドル	1,678 × 410,000ドル
小規模発行者の総費用	884,780,000ドル	4,316 × 205,000ドル
総費用	1,572,760,000ドル	
紛争鉞物報告書の監査：		
影響を受ける発行者	4,500	
大規模発行者の数	1,260	4,500 × 0.72 (河村注：正しくは4,500 × 0.28だと思われる)
小規模発行者の数	3,240	4,500 × 0.28 (河村注：正しくは4,500 × 0.72だと思われる)
大規模発行者の費用	100,000ドル	
小規模発行者の費用	25,000ドル	
大規模発行者における総費用	126,000,000ドル	1,260 × 100,000ドル
小規模発行者における総費用	81,000,000ドル	3,240 × 25,000ドル
総費用	207,000,000ドル	
サプライヤーのデューディリジェンスの是正：		
大規模サプライヤーの合計	77,840	278,000 × 0.28
小規模サプライヤーの合計	200,160	278,000 × 0.72
大規模サプライヤーにおける遵守時間数	100	
小規模サプライヤーにおける遵守時間数	40	
1時間あたりの内部費用	50ドル	
大規模サプライヤーにおける内部費用（全仕事量の90%）	350,280,000ドル	77,840 × 100 × 0.9 × 50ドル
小規模サプライヤーにおける内部費用（全仕事量の75%）	300,240,000ドル	200,160 × 40 × 0.75 × 50ドル
1時間あたりのコンサルティング費用	200ドル	
大規模サプライヤーにおけるコンサルティング費用（全仕事量の10%）	155,680,000ドル	77,840 × 100 × 0.1 × 200ドル
小規模サプライヤーにおけるコンサルティング費用（全仕事量の25%）	400,320,000ドル	200,160 × 40 × 0.25 × 200ドル
総費用	1,206,520,000ドル	
合計	3,012,293,000ドル	

こうした経緯で制定された紛争鉞物開示ルールに対し、全米製造業者協会（National Association

of Manufacturers) が、SEC による経済分析は1934年証券取引所法 3 条(f)¹³³⁾ や23条(a)(2)¹³⁴⁾ に違反していることや、そもそも特定の表示を強制することは表現の自由を定めた合衆国憲法修正第 1 条 (First Amendment) 違反であることなどを理由に、当該規則の審査を求めて提訴した。

コロンビア特別区連邦控訴裁判所 (Srinivasan 判事, Sentelle 判事および Randolph 判事。法廷意見を書いたのは Randolph 判事) は、2014年 4 月14日、製品が「[DRC コンフリクト・フリー] であるとは判明していない (not been found to be 'DRC conflict free')」という表示を強制することは合衆国憲法修正第 1 条違反であるとしたが (この論点の詳細は本稿では取り上げない)、SEC の経済分析自体には問題がないとした。当該裁判所の判断の概要は次のとおり。

紛争鉱物開示ルールに関するコロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断の概要

「我々は、SEC の費用面の分析に何の問題も見出さない。SEC は、最終規則の費用を徹底的に分析した」(748 F.3d 369)。また、本規則が社会的便益を達成するためのものであることは連邦議会が意図したことであり、かかる社会的便益を容易に定量化することはできないとした SEC の「判断は合理的であった。機関は「測定不可能なものを測定する」ことを義務付けられてはいないし、制定法が機関に対しそうするよう明文で命じている場合を除き、「厳格で定量的な経済分析」を行う必要はない」(An agency is not required “to measure the immeasurable,” and need not conduct a “rigorous, quantitative economic analysis” unless the statute explicitly directs it to do so)」(同頁)。

開示がコンゴ民主共和国の平和と安定に役立つのかについて SEC は判断しなかったが、「いくつかの規則を公布することは、まさしくドッド・フランクが SEC に対しそうするよう求めていたことなのである」(748 F.3d 370)。

かかる裁判所の判断を受け、SEC は、紛争鉱物開示ルールのうち、違憲とされた事項に関連する部分の施行を一時停止する旨の対応を行ったが、その他の部分は施行されることとなった¹³⁵⁾。しかし、トランプ政権下の2017年 1 月31日、Michael S. Piwowar SEC 委員長代行 (共和党) は、次のように述べて、紛争鉱物開示ルールに関する見直しを行うことを明らかにしている¹³⁶⁾。

133) 15 U.S.C. § 78c(f).

134) 15 U.S.C. § 78w(a)(2)

135) Director of the SEC Division of Corporation Finance Keith F. Higgins, Public Statement: Statement on the Effect of the Recent Court of Appeals Decision on the Conflict Minerals Rule (April 29, 2014). これは、<https://www.sec.gov/News/PublicStmnt/Detail/PublicStmnt/1370541681994>で閲覧可能。

136) Acting Chairman Michael S. Piwowar, Public Statement: Reconsideration of Conflict Minerals Rule Implementation (January 31, 2017). これは、<https://www.sec.gov/news/statement/reconsideration-of-conflict-minerals-rule-implementation.html>で閲覧可能。

紛争鉱物開示ルールの見直しに関する Michael S. Piwowar SEC 委員長代行の発言の概要

「本日、私は、スタッフに対し、紛争鉱物ルールに関する2014年の指針がなお適切であるのか…見直すよう指示した」。

コロンビア特別区連邦控訴裁判所の判断を受けて、2014年5月より当該ルールを部分的に一時停止しているが、「こうした部分的な一部停止は、コンゴ民主共和国及び周辺地域に生じている意図せざる結果 (unintended consequences) を阻止するのにほとんど役に立っていない」。アフリカを訪問して直接聞いた話によると、「その開示要件は、コンゴ民主共和国の周辺地域をはるかに超えて、アフリカ原産の鉱物を事実上排斥するという事態をもたらしている」。遵守費用が負担となって「正当な採掘業者が廃業に追い込まれている」。「当該ルールが実際に武装集団の力や支配を減少させること…につながっているのかも不明確である」。「さらに当該地域からの撤退は…米国の国家安全保障上の利益を害するかもしれない」。

そこで、「私は、当該ルール及び指針のあらゆる面について、利害関係者から意見を聞くことが重要であると信じている」。

National Association of Manufacturers v. SEC (2014) は、規制の経済分析が不十分であれば規制が取り消されることがありうるという判断枠組み自体は維持しつつ、対象となった規制の経済分析は不十分とはいえないとした点で、前述した Investment Company Institute v. CFTC (2013) と共通する事案である。National Association of Manufacturers v. SEC (2014) において裁判所は、「機関は「測定不可能なものを測定する」ことを義務付けられてはいないし、制定法が機関に対しそうするよう明文で命じている場合を除き、「厳格で定量的な経済分析」を行う必要はない」としているが、この部分は Investment Company Institute v. CFTC 事件 (2013) を踏襲したものである。今後もこうした考え方が維持される可能性はあるが、「機関の規則制定に対し十分な敬意を払うという伝統的な考え方にコロンビア特別区連邦控訴裁判所が急転換したことを National Ass'n of Manufacturers 事件が示唆しているのかは、現段階では不明である」¹³⁷⁾ との指摘もある。

紛争鉱物開示ルールの経済分析を実際に見てみると、パブリックコメントで寄せられた意見などを踏まえて、かなり丁寧に費用の定量分析をしているように思われる。他方で、便益の定量分析は行われていないが、裁判所はそれでもよいとしたわけである。その判断の背景には、そもそも便益の定量化は費用の定量化と比べて困難であるという一般論に加え、社会的便益を目的とする紛争鉱物開示ルールを策定することは連邦議会が定めた法律上の要請であったという本件の特殊性を挙げることができる。

もっとも、こうした本件の特殊性は、連邦議会が定める法律上の要請それ自体の正しさを確保することの重要性を示すものであるともいえる。法律は民主的プロセスを経ている点で高い正統性を

137) Nagy [2015] 145頁。

有するといえるが、そのことから直ちに内容の正当性も確保されていることにはならない。規制機関が定める規制のもととなる法律の正当性が確保されていないのであれば、規制機関における当該規制の経済分析をいくら強化しても、そこには自ずと限界があると言わざるを得ない。このことをさらに押し進めれば、各国の法規制の内容に大きな影響を与えるグローバルな合意形成の正統性および正当性を確保する仕組みのあり方も重要であるといえよう。

3 学説等

規制の経済分析に関する文献は膨大にある。とりわけ Business Roundtable v. SEC (2011) 以降は、金融規制の費用便益分析に関連する文献が急増している。本稿では近時の文献のうち、代表的なものをいくつか紹介しておきたい。

(1) Kelleher, Hall & Bradley [2012]

Kelleher, Hall & Bradley [2012] は、Better Markets という団体（金融市場における公益促進等を目的として2010年に設立された非営利団体）から出された報告書であり、SEC に対し費用便益分析の実施を求める見解に批判的な立場を貫いている点で特徴的である。

Kelleher, Hall & Bradley [2012] の根底にある認識は、「ウォール・ストリートは、ドッド・フランク法の制定を食い止めることができなかつたために、効果的な金融規制とは相容れない方法である費用便益分析の適用を通じて、金融改革の実施を阻止又は弱体化することを試みている」¹³⁸⁾ というものである。要するに、Kelleher, Hall & Bradley [2012] においては、金融規制の費用便益分析は、金融改革を妨害するために金融業界などにより悪用されているという認識があるといえる。

Kelleher, Hall & Bradley [2012] は、結論として、①証券諸法は SEC に対し規則公布時に費用便益分析を行うことを義務付けていないこと（これは連邦議会が意図的にそうしたと考えられること）、②SEC に対し規則制定過程において厳密な費用便益分析の実施を義務付けることは、規制改革にとって克服できない障害となりうること（こうした分析は、時間を食い、不正確で、結局のところ信頼できない方法論であること）、③Business Roundtable v. SEC (2011) における裁判所の判断は誤っていること、④SEC その他の金融規制機関やその規則を審査する裁判所は、規制改革を実施する規則の影響を評価する際には全体的なアプローチ (holistic approach) を採用しなければならないこと、などを挙げる¹³⁹⁾。

③と④について補足しておくが、③については、Business Roundtable v. SEC (2011) における「裁判所の判断には、二つの根本的な誤りが存在している。第一に、裁判所は、制定法上の根拠のない経済的影響に関するテストを適用した。…第二に、裁判所は、当該規則の分析において、SEC

138) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 7頁。

139) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 81・82頁。

の判断の代わりに自らの判断を許されないレベルで用いた¹⁴⁰⁾と述べる。第一の点は、法はSECに対し費用便益分析の実施を義務付けていないとの立場から、「裁判所は、証券諸法がまったく要求していない伝統的な費用便益分析 (traditional cost-benefit analysis) を適用した¹⁴¹⁾との批判である。第二の点は、行政手続法第706条(2)(A)¹⁴²⁾により、裁判所は恣意的・専断的 (arbitrary and capricious) な機関の措置を違法とし、これを取り消すことができるどころ、「Motor Vehicle Mfrs. Ass'n v. State Farm Mutual Auto. Ins. Co. 事件¹⁴³⁾において最高裁は、「恣意的・専断的」基準に基づく審査の範囲は狭く、裁判所は機関の判断の代わりに自らの判断を用いてはならないことを強調していた¹⁴⁴⁾。それにもかかわらず、Business Roundtable v. SEC (2011)における裁判所の判断は、こうした先例に従っていないとの批判である。

④の「全体的なアプローチ」というのは、規則が効率性、競争及び資本形成を促進するか否かについてSECが検討するにあたり、「各規則を切り離して (in isolation) 見るのではなく、…ドッド・フランク法に定められた全改革の公衆及び投資者に対する集合的影響 (collective impact) を検討する¹⁴⁵⁾というアプローチのことである。

最後に、こうした考え方を持つ Kelleher, Hall & Bradley [2012] がSEC指針をどう評価しているかについて紹介しておく、「2012年のSEC指針は、SECの根拠法、これらの法律の立法趣旨、並びに、連邦議会及び行政機関がドッド・フランク法において明確に達成しようとしていた最終的な政策目標と相反する¹⁴⁶⁾ものであり、「2012年のSEC指針は撤回されなければならない¹⁴⁷⁾と結論付けている。

(2) Rose & Walker [2013]

Rose & Walker [2013] は、資本市場競争力センター (Center for Capital Markets Competitiveness. 以下「CCMC」) から出された報告書である。CCMCは米国商工会議所により創設された組織であるため、予想どおりといえるのかもしれないが、Rose & Walker [2013] の内容は、金融規制の費用便益分析を推進すべきというものになっている。

Rose & Walker [2013] は、「連邦規則制定における費用便益分析の歴史」(第1章)、「費用便益分析に関する政策的検討」(第2章)、「金融規制の司法審査」(第3章)を検討した上で結論をまとめているが、本稿では第2章と結論の内容を紹介しておく。

Rose & Walker [2013] は、費用便益分析を肯定する一般論として、「第一に、費用便益分析は、

140) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 54頁。

141) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 54頁。

142) 5 U.S.C. § 706(2)(A).

143) 463 U.S. 29 (1983). 米国運輸省による自動車安全装置規則の撤回が恣意的・専断的行為に該当するかどうか争われた事例 (原島・筑紫 [2011] 163頁以下 (筑紫) 参照)。

144) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 51頁。

145) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 67頁。

146) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 60頁。

147) Kelleher, Hall, & Bradley [2012] 67頁。

一層合理的な意思決定及び一層効率的な規制措置を促進する。第二に、費用便益分析は、意見募集要件と組み合わせられる場合、透明性があり、民主的で、説明責任を果たしうる規制方法として、良きパブリックガバナンス (good public governance) を促進する¹⁴⁸⁾ ことを挙げる。要するに、費用便益分析は、正当性の観点だけでなく正統性の観点を踏まえて、肯定されているといえる。

費用便益分析に対する批判には、①科学的批判、②倫理的批判、③政治的批判、④効率性批判などがあるが、Rose & Walker [2013] は、「第一に、金融規制以外の文脈において費用便益分析に反対するために用いられる主張の多くは、金融規制の文脈には当てはまらない。第二に、連邦金融規制機関が費用便益分析を利用することは、その独立規制機関たる地位を含め特異な規制要因のために、特に適切である¹⁴⁹⁾」という一般論を述べた上で、それぞれの批判に反論している。

例えば、①科学的批判の例として、「金融規制において費用及び便益を定量化することは一層困難である¹⁵⁰⁾」という批判があるが、Rose & Walker [2013] は、「これらの懸念は金融規制に特異なものではない；実際、金融規制の費用及び便益の定量化が困難であろうことは、例えば環境への影響や職場の安全性に関する規制のような、その他の規制領域においても同じであろう¹⁵¹⁾」などとする。②倫理的批判の例として、費用便益分析は「功利的価値を生死の上に置く¹⁵²⁾」ものであるという批判があるが、Rose & Walker [2013] は、「金融規制が、人命重視…に関する困難な問題を巻き込む可能性はあまりない¹⁵³⁾」などとする。③政治的批判の例として、費用便益分析は「公開討論の機会を閉ざし、…評価を巧妙に操作する新しいタイプの「専門家」によるコントロールを代わりに用いるものである¹⁵⁴⁾」という批判があるが、Rose & Walker [2013] は、現代の費用便益分析は専門家を活用しつつも「公開討論の機会を促進及び強化することにより、かかる専門家に依存することの危険性を制限している¹⁵⁵⁾」などとする。④効率性批判として、費用便益分析は「不必要に費用及び時間がかかるものである¹⁵⁶⁾」とする批判があるが、Rose & Walker [2013] は、「第一に、こうした主張は、迅速な規制 (immediate regulation) が、考えうる最良の規制 (best possible regulation) より望ましいという前提に立っているように見える。これこそまさに、費用便益分析により回避しようと考えられている問題、つまり、目的を達成できない、ないし、便益を上回る費用を課す性急な規制 (hasty regulation) であるといえる。第二に、費用便益分析は規制を不合理に遅らせるとの主張は、最近の出来事からは支持されない¹⁵⁷⁾」などとする。

Rose & Walker [2013] は、結論として、「SEC は…コロンビア特別区連邦控訴裁判所三部作 (D.C.

148) Rose & Walker [2013] 11頁。

149) Rose & Walker [2013] 16頁。

150) Rose & Walker [2013] 17頁。

151) Rose & Walker [2013] 17頁。

152) Rose & Walker [2013] 18頁。

153) Rose & Walker [2013] 19頁。

154) Rose & Walker [2013] 19頁。

155) Rose & Walker [2013] 19頁。

156) Rose & Walker [2013] 20頁。

157) Rose & Walker [2013] 20頁。

Circuit's trilogy) (河村注: Chamber of Commerce v. SEC, American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC, Business Roundtable v. SECのことである)に異議を唱える代わりに、その方針を修正し、OIRA/OMBの費用便益分析の重要原則を組み入れた一層厳格な経済分析に取り組み意図を明らかにするという対応を行った¹⁵⁸⁾が、CFTCなどの他の金融規制機関もこうしたSECの行動に倣うべきであると主張している¹⁵⁹⁾。

(3) Coates [2015a] 等

Business Roundtable v. SEC (2011)以降、金融規制の費用便益分析をテーマとするシンポジウムや特集などが多く見られる。本稿では、これらの中から、Yale Law Journalに掲載されたJohn C. Coates IV教授の論文と当該論文に対するコメントの一部を紹介することとしたい。

Coates [2015a]の基本的な主張は、金融規制の費用便益分析について、「正確で信頼できる定量型費用便益分析(quantified CBA)は依然として実施不可能¹⁶⁰⁾であり、「(新法によるものであれ裁判所による現行法の解釈によるものであれ)司法審査の対象となる定量型費用便益分析(judicially reviewed, quantified CBA)の義務付け¹⁶¹⁾に反対するというものであるが、「金融規制の費用便益分析は、緩やかに(with a light touch)実施される場合にのみ、依然として潜在的には有用な規制ツールである¹⁶²⁾とし、「費用便益分析を含むその他の仕組み、例えば独立機関による任意の概念型費用便益分析(conceptual CBA)の利用であれば、まだ期待できる¹⁶³⁾とも述べており、広い意味での費用便益分析を全否定するものでもない点に特徴がある。すなわち、「本論文は、費用便益分析を全面的に拒絶するものではないし、単純に擁護するものでもない。むしろ、本論文は、費用便益分析が金融規制に適用される場合に短期的にはどのように機能しうののかを検討し、また、金融規制の費用便益分析を用いることの費用及び便益(costs and benefits of using CBA/FR)を評価するものである。換言すれば、本論文は初めに、金融規制の費用便益分析自体の費用便益分析(CBA of CBA/FR itself)を展開する。かかる検討の結果、費用便益分析を義務付ける単純な努力に対しては(とりわけ定量型費用便益分析が、とりわけゼネラリストの裁判所による司法審査を通じて強制される場合には)疑問が呈されるだけでなく、どのようにすれば、費用便益分析が金融規制の政策分析を後退又は不明確化させるのではなく促進及び明確化することができるかについて、法の経済分析を支持する人々が正しく理解することを手助けすることにもなるであろう¹⁶⁴⁾としている。

Coates [2015a]は、その第一章において、費用便益分析の概念について検討する。その中で、

158) Rose & Walker [2013] 37頁。

159) Rose & Walker [2013] 37頁。

160) Coates [2015a] 882頁。

161) Coates [2015a] 889頁。

162) Coates [2015a] 889頁。

163) Coates [2015a] 889頁。

164) Coates [2015a] 887頁。

Coates [2015a] は、定量化を含む「定量型費用便益分析 (quantified CBA)」(信頼できない根拠に基づくものであれば「当て推量型費用便益分析 (guesstimated CBA)」となる)と、定量化は行われていないものの、ベースラインや代替策を明示し、少なくとも概念的には費用便益を検討し、単なる直感ではなく証拠に基づくことを求める費用便益分析を「概念型費用便益分析 (conceptual CBA)」と分類している¹⁶⁵⁾。

Coates [2015a] の第二章は、金融規制の費用便益分析に関する司法審査について検討している。Coates [2015a] は、Business Roundtable v. SEC (2011) に関する評釈について、米国商工会議所から資金提供を受けている CCMC の報告書 (Rose & Walker [2013]) を除き、「法学評釈者間においては稀な意見の一致をもたらした。すなわち全員否定的 (all negative) である」¹⁶⁶⁾ と先行研究を総括した上で、Coates [2015a] 自身も、「裁判所は、行政手続法に基づく「敬讓的 (deferential)」な審査基準を定める先例を無視し、委任状合戦に関する既存の研究を評価する際に SEC の判断の代わりに自らの判断を用いた」¹⁶⁷⁾ などと述べて批判的な立場に立っている。

Coates [2015a] の第三章と第四章では、金融規制機関が実際に行った費用便益分析の内容が詳細に検討され、そこから得られた示唆がまとめられている。第一の示唆は、「金融規制機関による金融規制の定量型費用便益分析に向けた努力は、当面は、せいぜい当て推量 (guesstimation) のみをもたらすものとなろう」¹⁶⁸⁾ というものである。金融規制の定量型費用便益分析が困難である理由の仮説としては、「金融は経済の中心である」¹⁶⁹⁾ こと、「金融は社会的かつ政治的である」¹⁷⁰⁾ こと、「金融は非定常的である」¹⁷¹⁾ ことなどが考えられるとする。

第二の示唆は、「金融規制の費用便益分析を義務付ける新たな法的措置を講じることは、少なくとも金融規制の費用便益分析が自らのテストを通過すること (すなわちその費用を上回る便益をもたらす可能性があること) が証明されうるまでは、悪いアイデアである」¹⁷²⁾ というものである。Coates [2015a] は、前述したとおり金融規制の費用便益分析を全否定するものではないが、「現時点における金融規制の費用便益分析の便益は、依然として低いままである」¹⁷³⁾ 一方で、「金融規制の費用便益分析は費用-リソースの消費、規制の遅れ、規制の焦点の拡散及び規制の透明性を低下させる可能性-を生じさせるであろう」¹⁷⁴⁾ としている。Coates [2015a] はさらに、「金融規制の概念型費用便益分析という政策分析であってもこれを審査する権限を裁判所に与えることは、悪いアイデアとなる可能性がある。機関は、その分析の欠点を明らかにするのではなく隠すことで司法審

165) Coates [2015a] 891-893頁。

166) Coates [2015a] 917頁脚注116。

167) Coates [2015a] 919頁。

168) Coates [2015a] 998頁。

169) Coates [2015a] 999頁。

170) Coates [2015a] 1001頁。

171) Coates [2015a] 1002頁。

172) Coates [2015a] 1003頁。

173) Coates [2015a] 1004頁。

174) Coates [2015a] 1004頁。

査の脅威に対応する可能性があるため、司法審査は、金融規制の費用便益分析自体に意義のある改善をもたらさない可能性がある¹⁷⁵⁾とする。

第三の示唆は、「訴訟における濃密な利害関係者及び政党色を有するが規制結果について説明責任を負わない裁判官の影響を減少させるべく、行政手続法及び金融規制機関の根拠法の現在の解釈を Chamber of Commerce 事件以前の状態に戻すべきである¹⁷⁶⁾」というものである。Coates [2015a] は、民主党政権下で制定された規制が共和党員の裁判官により取り消されるということがよく指摘されるが、共和党政権下で行われた規制緩和が民主党員の裁判官により取り消されるということも今後生じるかもしれないなどとし、金融規制の費用便益分析を司法審査の対象外とするための一方策として、「金融規制の費用便益分析に関する「セーフハーバー」が、行政手続法及び金融規制機関の根拠法に設けられるべきである¹⁷⁷⁾」とする。

Coates [2015a] は、結論として、「少なくとも当面は、金融規制の定量型費用便益分析の司法審査が、費用を超える便益を産み出すことはなさそうである。金融規制の費用便益分析が費用便益分析それ自体のテストを通過するまでは、かかる審査を義務付けるための新たな法的措置は導入されるべきではなく、また、実践面における費用便益分析の信頼性及び正確性を改善するために、どのようにして規制機関の能力を改善していくかに一層重大な関心が向けられるべきである¹⁷⁸⁾」とする。

この Coates [2015a] に対しては、Posner & Werl [2015], Sunstein [2015], Kraus [2015] など錚々たる顔ぶれによるコメントが寄せられており、これらに対する回答として Coates [2015b] が公表されている。

例えば、Posner & Werl [2015] は、「金融市場は豊富なデータを産み出し、また、関連する評価のほとんどは本質的に金銭上のものであるため、金融規制は費用便益分析に最適である (financial regulations are ideal for CBA)¹⁷⁹⁾」とし、「Coates は、標準的な費用便益分析を「数字を積載した当て推量 (number-laden guesswork)」と非難するが、最終的に彼は概念型費用便益分析という形で「当て推量」を是認している¹⁸⁰⁾」などとして Coates [2015a] を批判する。Posner & Werl [2015] はまた、金融規制の費用便益分析の司法審査については、「Coates ほどの確信をもってではないが、司法審査が現時点では時期尚早であることについて Coates に同意する¹⁸¹⁾」とした上で、「我々としては、行政部門に対し、リーダーシップを発揮してもらい、金融規制機関を訓練し、基準を策定し、OIRA をモデルとした当局間の審査プロセスを提供するといったプロセスを開始することを勧めたい¹⁸²⁾」と述べている。こうした Posner & Werl [2015] のコメントに対して

175) Coates [2015a] 1004頁。

176) Coates [2015a] 1006頁。

177) Coates [2015a] 1008頁。

178) Coates [2015a] 1011頁。

179) Posner & Werl [2015] 247頁。

180) Posner & Werl [2015] 258頁。

181) Posner & Werl [2015] 261頁。

182) Posner & Werl [2015] 261頁。

Coates [2015b] は、司法審査の点については前進であるとしつつ¹⁸³⁾、「彼らは主要な金融規制の定量型費用便益分析が信頼性及び正確性を有する又は有しうる場合の具体例を示していない」¹⁸⁴⁾などの反論をしている。

(4) Revesz [2016]

Revesz [2016] は、「主に、金融規制の費用便益分析が現在うまく行われることができないのは、制度的な欠点 (institutional shortcomings) のためであり、分析の難しさ (analytical difficulties) のためではない」¹⁸⁵⁾として、制度面の問題に焦点を置く論文である。Revesz [2016] によると、金融規制の費用便益分析の質を向上させる方法として、次の三つが考えられるという。

第一の方法は、金融安定監視評議会 (Financial Stability Oversight Council)¹⁸⁶⁾ を「金融規制領域における規制分析の中核研究拠点並びに定量化に関する知見及び情報の集積地」¹⁸⁷⁾ として利用する方法である。これは、米国の金融規制システムにおいては、例えば SEC であれば証券、CFTC であれば商品先物というように、「個々の機関は、経済全体に対する管轄を有していないため、経済に対する影響を評価するための専門的知見を有していない」¹⁸⁸⁾ という問題があるところ、①財務長官、②連邦準備制度理事会 (FRB) 議長、③通貨監督庁 (OCC) 長官、④消費者金融保護局 (CFPB) 局長、⑤ SEC 委員長、⑥連邦預金保険公社 (FDIC) 総裁、⑦ CFTC 委員長、⑧連邦住宅金融庁 (FHFA) 長官、⑨全米信用組合管理庁 (NCUA) 長官、⑩大統領が指名する保険専門家などを構成員とする金融安定監視評議会には、それぞれの機関の専門的知見が寄せられることなどから、「金融安定監視評議会は、金融規制機関の費用便益分析を向上させる見込みを大いに有している」¹⁸⁹⁾ とするものである。

第二の方法は、OIRA による審査を利用するものである。前述したとおり、現在の大統領令のもとでは、SEC や CFTC などの独立規制機関による規制の経済分析は、OIRA による審査の対象外になっている。しかし、Revesz [2016] は、「独立機関に OIRA の審査を拡大することを選択した大統領は存在しないという事実は、かかる拡大が違憲であるとか望ましくないということを意味しない」¹⁹⁰⁾ ことを論じた上で、「OIRA 方式は他の規制領域においてかなりの成功を収めており、かかる方式が金融規制において同じように成功することができない理由は存在しない」という Bubb [2015] の指摘¹⁹¹⁾ などを踏まえつつ¹⁹²⁾、独立規制機関に OIRA の審査を拡大するという提案を支

183) Coates [2015b] 307頁。

184) Coates [2015b] 310頁。

185) Revesz [2016] 1頁。

186) 2010年ドッド・フランク法に基づき設置された組織であり、アメリカの金融システムの安定に対する脅威に対応することなどを目的としている (詳細は松尾 [2010] 44頁以下)。

187) Revesz [2016] 27頁。

188) Revesz [2016] 27頁。

189) Revesz [2016] 27頁。

190) Revesz [2016] 35頁。

191) Bubb [2015] 52頁。

192) Revesz [2016] 39頁。

持っている。ちなみに、この提案に関する議論は従来から存在しており、例えば、2012年独立機関規制分析法（Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2012）案（独立規制機関による規制の分析を強化し、OIRAの審査に服せしめる権限を大統領に付与する法案）¹⁹³⁾が提出されたとき、当時のSEC委員長など6つの金融規制機関のトップは、同法案に対する懸念を表明した。すなわち、「この法案は、独立規制機関の政策及び規則制定機能に影響を及ぼす先例なき権限を大統領に付与し、独立規制機関の役割に根本的な変革をもたらすものとなろう。この法案は、政権の影響力を我々の規則制定行為に直接的に注ぎ込むだけでなく、我々の使命に照らし重要な規則を適時に公布する我々の能力に支障をもたらし、我々の規則に関する不必要かつ不当な訴訟をもたらす可能性がある」との懸念である¹⁹⁴⁾。これに対し、ほぼ同内容の2015年独立機関規制分析法（Independent Agency Regulatory Analysis Act of 2015）案¹⁹⁵⁾が提出されたとき、行政法などを専門とする14名の法学者（Revesz教授を含む）は、同法案を支持する見解を表明している。すなわち、こうしたOIRAによる審査範囲の「拡大を支持する主張の基本となるのは、OIRAによる審査は、機関による規制の基礎となる分析及び当該規制の最終的な質を高めるということである。…OIRAによる審査は、長年に渡り、行政機関がその規則を厳格な分析で裏付けることを促すのに役立ってきている。独立機関の分析－ひいては規則制定－の質も、当該分析がOIRAによる審査の対象になれば、同様に改善されうるし、また、改善するであろうと我々は信じている。OIRAによる審査を独立機関に拡大することに対しては、これらの機関を不当に「政治的」影響にさらすものであるとの批判がある。こうした懸念は大ききである」などとして同法案を支持しているわけである¹⁹⁶⁾。ちなみに、Revesz [2016] は、OIRAの審査と司法審査の関係について、「OIRAの審査が司法審査の代わりとなることはできないけれども、両者の間には重要な関係が存在する。行政部門が行政機関によって実施された費用便益分析の質を審査するための強固な仕組みを有していると裁判所が認めた場合には、裁判所はかかる分析を審査する際に敬讓的（deferential）になる可能性が高い」¹⁹⁷⁾と論じている。

第三の方法は、それぞれの金融規制機関がその経済的知見ないし定量分析を行う能力を高める措置を講じるという方法である¹⁹⁸⁾。Revesz [2016]によると、この点については、環境分野の規制機関と比較すると遅れているとはいえ、「金融規制機関の中ではSECが規制の経済分析の先導者となっていると認識されている」¹⁹⁹⁾とし、他の金融規制機関もこうした方向へ進むよう促している²⁰⁰⁾。

193) S.3468.

194) Letter from Ben S. Bernake et al. to Joseph Lieberman et al. (October 26, 2012). これは、http://www.foreffectivegov.org/sites/default/files/regs/financial_regulators_ltr_lieberman_collins_s3468.pdf で入手可能。

195) S.1607.

196) Letter from Jonathan H. Adler et al. to Ronald H. Johnson et al. (June 17, 2015). これは、http://www.portman.senate.gov/public/index.cfm/files/serve?File_id=221f0cae-bde3-4312-baal-ccd754f6b10a で入手可能。

197) Revesz [2016] 48頁。

198) Revesz [2016] 42頁。

199) Revesz [2016] 43頁。

200) Revesz [2016] 43-44頁。

四 おわりに

会社・金融市場規制の影響分析に関する日米比較を簡単にまとめると次のようになる。

会社・金融市場規制の影響分析に関する日米比較

日本		米国
○金融庁による規制の事前評価	本稿の対象	○SEC・CFTCによる規制の経済分析
○行政機関が行う政策の評価に関する法律	根拠法	○連邦証券諸法や商品取引所法など。ただし立法論に留意。
○厳密な意味での費用便益分析（費用と便益を金銭価値化し両者の関係を分析するもの）が義務付けられているわけではない。 ○会社・金融市場規制の経済的影響に関する分析が、米国ほど明確に義務付けられているわけではない。 ○定量分析はあまり行われていない。	事前評価の手法	○厳密な意味での費用便益分析が明文で義務付けられているわけではない。ただし立法論に留意。 ○現行法上、SECには、効率性・競争・資本形成を促進するか否かの検討等が義務付けられており、CFTCには、先物市場の効率性・競争力・金融インテグリティ等に照らした費用・便益の評価等が義務付けられている。 ○従来と比較すると定量分析（特に費用に関するもの）は行われるようになっている。
○パブコメ（法律案であれば閣議決定）までに規制の事前評価書を公表。本稿で取り上げた規制の事前評価書は、パブコメの意見募集の対象とされていない。 ○規制の原型を形成する上で重要な役割を果たす審議会やワーキング・グループなどの議論において、規制の事前評価が活用されているようには見えない。	規制の形成過程との関係	○提案リリースにおいて最初の規制の経済分析が公表され、パブコメで意見や関連データ等の募集。それを踏まえて採択リリースにおいて最終的な規制の経済分析を公表。 ○日本と異なり、審議会やワーキング・グループ方式で規制を策定しているわけではない。
○総務省による客観性担保評価の仕組みがあるが、活用されているようには見えない。	行政によるチェック	○OIRAの審査が有名であるが、独立規制機関であるSEC・CFTCはOIRAの審査の対象外。
○そもそも行政立法それ自体を、抗告訴訟における処分取消しの訴えの対象とすることは困難。	司法によるチェック	○ある規則の経済分析が恣意的・専断的であると認定されれば、当該規則自体が取り消されうる。

上記を踏まえて、日本法への示唆を考察してみたい²⁰¹⁾。

201) なお、本稿執筆時点において、総務省の政策評価審議会・政策評価制度部会が検討している「規制に係る政策評価の改善方策（案）」については、政策評価審議会・政策評価制度部会【2017】参照。

第1に、これまで法務省から会社法に関する規制の事前評価書が公表されたことはないが、会社法であっても実質的に規制と評価しうるものがあれば、規制の事前評価の対象としてもよいのではないか。

確かに、金融商品取引法は同法1条に定められた目的を実現するための規制法（行政機関によるエンフォースメントが中心）であるのに対し、会社法は会社の利害関係者間の利害を調整するための規整法（民事裁判によるエンフォースメントが中心）であるという伝統的理解を前提とすれば、会社法は政策評価法の対象になりにくいのかもしれない。しかし、「会社法の多くの規定は強行法規だと考えられており、人の意思に反してでも強制するには、社会的に価値を認められた目標がなければなるまい」²⁰²⁾し、当該目標を実現する上で合理的な手段が選択される必要があることに変わりはなく、これらの点を検討する上で、規制の事前評価という仕組みは有用であるように思われる。例えば、現在進められている会社法制の見直しに関する論点の中には、社外取締役の義務付けの要否が含まれているが²⁰³⁾、これなどは規制の事前評価の対象にしてもよいのではないだろうか。

第2に、厳密な意味での費用便益分析に過度にこだわるべきではないが、判断の根拠となる具体的なデータは可能な限り提示すべきであり、また、規制が経済に与える影響の分析を充実させるべきである。

まず、日米を比較してみると、日本の規制の事前評価の質については改善の余地が大いにあるように思われる。とりわけ、具体的なデータに基づいて説明することが可能であるならば、かかるデータを明示して、分析の信頼性を高めるべきである。また、「地獄への道は善意で敷き詰められている」という事態ないし意図せざる副作用の発生を防ぐべく、会社・金融市場規制が関係者（直接的に規制の対象となる者に限られない）の行動にどのような変化をもたらし、経済にどのような影響を与えるのかの分析（例えば、SEC指針の言い方を借りれば、「効率性、競争及び資本形成への影響を含めた潜在的な費用及び便益」の分析）を充実させるべきである。もっとも、厳密な意味での費用便益分析（費用と便益を金銭価値化し両者の関係を分析するもの）に過度にこだわるべきではない。「金融規制は費用便益分析に最適である」との主張もあるが、将来予測に基づく金銭価値化の作業に困難が伴う場合がありうることは否定できず（例えば、便益の金銭価値化は米国でもハードルが高いといえる）、無理にこれを求めれば、単なる「当て推量」の数字が羅列される可能性があるからである²⁰⁴⁾。規制影響分析の質を検討する研究の中には、費用や便益が金銭価値化されていれば、その金額を導きだした根拠の当否を問うことなく、高い評価をするものがあるように見受けられるが、そのような評価は規制当局者に「当て推量」の数字を使うインセンティブを与えることにもなりかねず、賛成できない。日本における規制の事前評価は、定量分析があまりに不足していると思うが、定性分析の質の向上も重要であることを忘れるべきではない。

202) 龍田 [2007] 27頁。なお、会社法・金融商品取引法・銀行法などの関係を本来どのように理解すべきかについては、上村 [2002] 111頁以下参照。

203) 2017年2月9日に、金田勝年法務大臣が法制審議会に諮問した「会社法制（企業統治等関係）の見直しについて」(<http://www.moj.go.jp/content/001216452.pdf> で入手可能) 参照。

204) あるいは、費用便益分析を行うこと自体が高費用・低便益ということになりかねない。

なお、規制の事前評価の質を高めるためには、規制当局における分析体制の強化も重要な課題となるが、予算・人・時間などには制約もあろう。規制の事前評価に有用なデータなどを積極的に募集するなどして、外部の力をうまく活用することも考えるべきである。

第3に、規制の事前評価を規制の形成過程において活用すべきである。具体的には、会社・金融市場規制の原型を形成する上で重要な役割を果たす審議会やそのワーキング・グループなどでの検討対象に、規制の事前評価の内容を含めるべきである。

まず、規制の事前評価を行う意義を改めて確認しておく、それは、①規制の質の向上と、②利害関係者を含めた国民の理解確保（国民に対する説明責任の履行ないし規制制定過程の客観性・透明性の向上）という点にある。そして、日本では、審議会やそのワーキング・グループなどにおいて、会社・金融市場規制の原型が形成されるのが通例であり、そこでの議論は利害関係者等の注目度も高い。そうであれば、審議会やそのワーキング・グループなどでの検討対象に、規制の事前評価の内容を含めることで、①規制の質の向上や、②利害関係者を含めた国民の理解確保を効果的かつ効率的に図ることができるように思われる。

規制の事前評価の内容を審議会やそのワーキング・グループなどでの検討対象に含めるという方策は、規制の事前評価を規制の形成に実際に活用し、規制の事前評価に対する注目度を高めるものであるため、規制当局者に対し、質の高い分析を行うインセンティブを付与することにもつながりうる²⁰⁵⁾。米国では、司法審査がこうしたインセンティブ付けの大きな要因になっていると考えられるわけであるが、日米の行政訴訟の仕組みは異なっており、日本の行政訴訟の仕組みを米国のように変えようと提言したところで、一朝一夕にはいかないであろう。総務省による客観性担保評価や点検活動などの強化という方策も考えられるが、すぐに体制を強化できるかどうかは分からない。これに対し、規制の事前評価の内容を審議会やそのワーキング・グループなどでの検討対象に含めるという方策は、やろうと思えばすぐに実施できる方策であり、費用対効果に優れた方策であるように思われる。

最後に、本稿では簡単な言及しかしていないが、事後的な検証は重要である。また、本稿では十分な検討を行っていないが、会社・金融市場規制に関するグローバルな合意形成や自主規制などの正統性および正当性確保の仕組みも重要であろう。引き続き検討を重ねたい。

以上

[主な参考文献]

- 上村達男 [2002] 『会社法改革－公開株式会社法の構想』岩波書店
宇賀克也 [2002] 『政策評価の法制度 政策評価法・条例の解説』有斐閣

205) 現状は、規制当局者が、規制の形成に活用されているようには見えず、利害関係者等もあまり注目していないと思われるものに力を入れても仕方がないという判断に基づき、規制の事前評価に力を割く費用と便益を直感的に分析し、この程度でよいという判断をしている可能性（そのため、そのようなレベルの事前評価であれば、規制の形成にますます活用されず、利害関係者等もますます注目しなくなるという悪循環に陥っているおそれ）があるのではないだろうか。

河村賢治 [2011] 「自主規制と会社法－証券取引所による上場会社規制を中心にして」商事法務1940号51頁以下

神田秀樹 [2017] 『会社法 第19版』弘文堂

規制の政策評価に関する研究会 [2007] 「最終報告」(2007(平成19)年9月26日)

行政管理研究センター編 [2016] 『逐条解説 行政手続法(改正行審法対応版)』ぎょうせい

金融審議会新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ [2013] 「報告」(2013(平成25)年12月25日)

金融審議会投資運用等に関するワーキング・グループ [2015] 「報告」(2015(平成27)年1月28日)

黒沼悦郎 [2004] 『アメリカ証券取引法 第2版』弘文堂

黒沼悦郎 [2012] 「株主の選挙提案を認めるSEC規則の無効化」商事法務1974号55頁以下

黒沼悦郎 [2016] 『金融商品取引法』有斐閣

小松原章 [2011] 「米国の株価指数連動年金に対する証券規制を巡る論議の動向」保険学雑誌615号127頁以下

齋藤通雄他 [2015] 『逐条解説 2014年金融商品取引法改正』商事法務

櫻井敬子・橋本博之 [2016] 『行政法 第5版』弘文堂

芝池義一 [2016] 『行政法読本 第4版』有斐閣

杉浦宣彦・近藤哲夫 [2010] 「海外における金融規制に関する政策評価の動向－英国・EUの政策評価の現状とわが国への課題」FSAリサーチ・レビュー6号269頁以下

鈴木裕 [2013] 「企業ガバナンス規制における費用便益分析の視点」大和総研調査季報10号74頁以下

政策評価審議会・政策評価制度部会 [2017] 「規制に係る政策評価の改善方策(案)」(2017(平成29)年3月)

政策評価・独立行政法人評価委員会 [2015] 「提言」(2015(平成27年)3月9日)

龍田節 [2007] 『会社法大要』有斐閣

田原泰雅他 [2016] 『逐条解説 2015年金融商品取引法改正』商事法務

畠基晃 [2015] 「政策評価制度の現状と課題－見直し決議から10年、その検証を踏まえて」立法と調査360号153頁以下

原島良成・筑紫圭一 [2011] 『行政裁量論』放送大学教育振興会

比較法研究センター [2016] 「株主提案権の在り方に関する会社法上の論点の調査研究業務報告書」(2016(平成28)年3月)

淵田康之 [2013] 「コーポレート・ガバナンス規制の論拠を問う動き」野村資本市場クォーターリー16巻3号82頁以下

松尾直彦 [2010] 『Q&A アメリカ金融改革法 ドッド＝フランク法のすべて』金融財政事情研究会

松尾直彦 [2016] 『金融商品取引法 第4版』商事法務

若園智明 [2016a] 「米国証券規制の経済的評価：現状と検証」証券経済研究96号1頁以下

若園智明 [2016b] 「SEC規則に求められるコスト・ベネフィット分析」証券レビュー56巻12号150頁以下

Greenawalt, Andrei [2015] 「日本の規制プロセス：米国との比較において」独立行政法人経済産業研究所コラム日本語版(2015(平成27)年9月15日)

このコラムは、http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0431.html で閲覧可能。

Ahdieh, Robert B. [2013] "Reanalyzing Cost-Benefit Analysis: Toward a Framework of Function (s)

- and Form (s).” 88 *New York University Law Review* 1983.
- Bartlett, Robert P., III [2014] “The Institutional Framework for Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation: A Tale of Four Paradigms?” 43 *Journal of Legal Studies* S379.
- Bishop, Garrett F., & Michael A. Coffee [2013] “A Tale of Two Commissions: A Compendium of the Cost-Benefit Analysis Requirements Faced by the SEC & CFTC.” 32 *Review of Banking and Financial Law* 565.
- Bubb, Ryan [2015] “Comment: The OIRA Model for Institutionalizing CBA of Financial Regulation.” 78 *Law and Contemporary Problems* 47.
- CCMR [2013] *A Balanced Approach to Cost-Benefit Analysis Reform*, Committee on Capital Markets Regulation.
- CFTC OIG [2011] *A Review of Cost-Benefit Analyses Performed by the Commodity Futures Trading Commission in Connection with Rulemakings Undertaken Pursuant to the Dodd-Frank Act*, Commodity Futures Trading Commission Office of the Inspector General.
- Coates, John C., IV [2015a] “Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications.” 124 *Yale Law Journal* 882.
- Coates, John C., IV [2015b] “Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: A Reply.” 124 *Yale Law Journal Forum* 305.
- Cochrane, John H. [2014] “Challenges for Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation.” 43 *Journal of Legal Studies* S63.
- Cox, James D. [2015] “Iterative Regulation of Securities Markets after *Business Roundtable*: A Principles-Based Approach.” 78 *Law and Contemporary Problems* 25.
- Cox, James D., & Benjamin J.C. Baucom [2012] “The Emperor Has No Clothes: Confronting the D.C. Circuit’s Usurpation of SEC Rulemaking Authority.” 90 *Texas Law Review* 1811.
- CRS [2014] *Cost-Benefit and Other Analysis Requirements in the Rulemaking Process*, Congressional Research Service Report R41974.
- CRS [2017] *Commodity Futures Trading Commission: Proposed Reauthorization in the 115th Congress*, Congressional Research Service Report R44733.
- Ellig, Jerry [2016] *Improvements in SEC Economic Analysis since Business Roundtable: A Structured Assessment*, Mercatus Working Paper, Mercatus Center at George Mason University.
- Ellig, Jerry, & Hester Peirce [2014] “SEC Regulatory Analysis: ‘A Long Way to Go and a Short Time to Get There.’” 8 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 361.
- Fisch, Jill E. [2013] “The Long Road Back: *Business Roundtable* and the Future of SEC Rulemaking” 36 *Seattle University Law Review* 695.
- Gordon, Jeffrey N. [2014] “The Empty Call for Benefit-Cost Analysis in Financial Regulation.” 43 *Journal of Legal Studies* 351.
- Guynn, Jonathan D. [2013] “The Political Economy of Financial Rulemaking after *Business Roundtable*.” 99 *Virginia Law Review* 641.
- Hayden, Grand M., & Matthew T. Bodie [2012] “The Bizarre Law & Economics of *Business Roundtable v. SEC*.” 38 *Journal of Corporation Law* 101.

- House Report [1996] *Securities Amendments of 1996*, House Report 104-622.
- Kelleher, Dennis, Stephen Hall, & Katelynn Bradley [2012] *Setting the Record Straight on Cost-Benefit Analysis and Financial Reform at the SEC*, Better Markets.
- Kraus, Bruce R. [2015] "Economists in the Room at the SEC." 124 *Yale Law Journal Forum* 280.
- Kraus, Bruce R., & Connor Raso [2013] "Rational Boundaries for SEC Cost-Benefit Analysis." 30 *Yale Journal on Regulation* 289.
- Mongone, Anthony W. [2012] "*Business Roundtable* : A New Level of Judicial Scrutiny and Its Implications in a Post-Dodd-Frank World." 2012 *Columbia Business Law Review* 746.
- Murphy, Michael E. [2012] "The SEC and the District of Columbia Circuit: The Emergency of a Distinct Standard of Judicial Review." 7 *Virginia Law & Business Review* 125.
- Nagy, Donna M. [2015] "The Costs of Mandatory Cost-Benefit Analysis in SEC Rulemaking." 57 *Arizona Law Review* 129.
- Posner, Eric A., & E. Glen Weyl [2014] "Benefit-Cost Paradigms in Financial Regulations." 43 *Journal of Legal Studies* S1.
- Posner, Eric A., & E. Glen Weyl [2015] "Cost-Benefit Analysis of Financial Regulations: A Response to Criticisms." 124 *Yale Law Journal Forum* 246.
- Recent Case [2012] "D.C. Circuit Finds SEC Proxy Access Rule Arbitrary and Capricious for Inadequate Economic Analysis." 125 *Harvard Law Review* 1088.
- Revesz, Richard L. [2016] *Cost-Benefit Analysis and the Structure of the Administrative State: The Case of Financial Services Regulation*, New York University Public Law and Legal Theory Working Paper 554.
- Rose, Paul, & Christopher Walker [2013] *The Importance of Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation*, Center for Capital Markets Competitiveness.
- SEC [2014] *Fiscal Year 2014 Agency Financial Report*, Securities and Exchange Commission.
- SEC OIG [2013a] *Implementation of the Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, Securities and Exchange Commission Office of Inspector General Report No. 516.
- SEC OIG [2013b] *Use of the Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings*, Securities and Exchange Commission Office of Inspector General Report No. 518.
- Sherwin, Edward [2006] "The Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Lessons from the SEC's Stalled Mutual Fund Reform Effort." 12 *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 1.
- Sunstein, Cass R. [2013] "The Office of Information and Regulatory Affairs: Myths and Realities." 126 *Harvard Law Review* 1838.
- Sunstein, Cass R. [2015] "Financial Regulation and Cost-Benefit Analysis." 124 *Yale Law Journal Forum* 263.
- White, Joshua T. [2015] "The Evolving Role of Economic Analysis in SEC Rulemaking." 50 *Georgia Law Review* 293.

以上

[日本証券業協会ウェブサイト (<http://www.jsda.or.jp/katsudou/kawamura.pdf>) 2017年3月公表]