

米国証券市場における コーポレート・ガバナンス改革と SEC の役割

鎌田 信男

要 旨

本稿では、2001 年末から 2002 年にかけての有名企業による一連の企業不祥事以降の米国証券取引委員会（以下 SEC）¹⁾ による証券市場改革に焦点をあて、SEC の証券不祥事対応の推移と今後の証券市場改革の方向性を検討する。米国証券市場を監視する SEC は情報開示を基本哲学としているが、現在進行するコーポレート・ガバナンス改革においても、情報開示の推進に重点を置いている。機関投資家の支持を得ている SEC による情報開示は、今後さらに進められていくものと考えられる。ただ、機関投資家のみ重視の情報開示強化は、相対的に減少する個人投資家層を証券市場から一層排除していく危険がある。市場活性化のためには、分かり易い情報開示を検討していくことが、SEC にとって今後の重要な政策課題になっている。

はじめに

本稿の目的は、エンロン事件以降、証券市場で米国証券取引委員会を中心に進められている米国のコーポレート・ガバナンス改革²⁾ の動きを概観し、もって今後の方向性を検討し、さらにガバナンス改革を進める上での、SEC 政策の課題を指摘することである。

I 2001年以降の企業事件とSECの証券市場改革

I-1 企業不祥事発生とサーベインズ・オクスリー法

2001年12月に米国で大手エネルギー商社のエンロン社が突然倒産し、その後の調査で巨額の不正会計操作と経営者によるインサイダー株取引が露呈した。そして2002年に入ると、エンロン社以外の企業から次々と不正会計操作が発覚した。大手企業のケースだけでも、以下の通りである。1月にKマート（不正融資と粉飾決算）、グローバル・クロッシング（会計操作と経営者のインサイダー株取引）、3月にアデルフィア・コミュニケーションズ（経営者の会社資産の不正流用）、4月にゼロックス（粉飾決算）、クエスト・コミュニケーションズ（粉飾決算）、5月にダイナジー（粉飾決算）、6月にタイコ・インターナショナル（経営者の会計操作）、ワールドコム（粉飾決算）、7月にメルク（粉飾決算）。これら全てが、経営執行者の主導で行われた企業事件であった。この事態は、米国社会に大きな衝撃を与え、政策当局も、徹底した企業改革に向け腰をあげた。2002年3月7日、ブッシュ大統領の企業改革に向けての施政演説³⁾を受け、米国議会は、連邦ベースでの会社法制定に向けて動き始めた。そして、2002年前半に、上下両院議会（上院は銀行住宅都市問題委員会、下院は金融サービス委員会が担当）で法案が練り上げられ、その結果同年7月30日、サーベインズ・オクスリー法⁴⁾が、連邦法として成立した。

従来、米国では、それぞれの州が独自の会社法を制定、運営する形態をとり、全米を一律に規定する連邦法としての会社法は存在しなかった。サーベインズ・オクスリー法は、会社法としてははじめての連邦法である。同法は、上場企業経営者の監視システム強化を狙うものだが、その内容を大別すると、「経営者規律」と「企業情報開示」という2つの面から構成される。

「経営者規律」の面では、①これまで以上に強い権限を持つ監査委員会の設置を取締役会内に義務づける、②同委員会は、独立取締役から構成され、必要に応じて会社費用で外部の独立した立場の弁護士などのアドバイザーも

利用できる、③同委員会は、外部監査人の任免、報酬決定を行い、また監査報告は同委員会に提出される、④監査委員会に従業員からの内部告発を秘密保持の状態を受け入れる制度を設置させる、⑤CEO（最高経営責任者）、CFO（最高財務責任者）など経営執行者に財務報告書の個人保証を行わせる、などが主な点として指摘される。

また、「企業情報開示」の面では、①監査法人の監視、監査報告の作成に関する監督などを担う組織として、PCAOB（公開会社会計監督委員会）をSECの管轄下に新設する、②監査法人に対し監査以外の業務を制限する、③企業は「内部統制報告」⁵⁾を毎年公表する。報告書内には、会計報告にあたっての内部統制の仕組みと手続きを運営していくことが経営者の責任であることや、内部統制の経営者による評価を記載する。この評価は、監査法人が証明する、④アナリストの利益相反に対応するため、投資銀行のアナリスト活動は規制される、などの点が指摘される。

I-2 証券市場でのコーポレート・ガバナンス改革

サーベインズ・オクスリー法の成立を受け、SECも経営者監視を強化する証券市場改革に立ち上がり、証券取引所の上場規則やSEC規則の見直しに着手した。ガバナンス改革で消極性を指摘されたこともあるSECだが、2002年以降は、ガバナンス改革を積極的に進めている。以下で、近年のSECによるガバナンス改革の経過を整理しておこう。

(1) 証券取引所における上場規則改定

SECは、エンロン事件直後の2002年2月、上場規則内にガバナンス強化策を盛り込むことを、ニューヨーク証券取引所やナスダック⁶⁾など主要証券取引所に命じた。各証券取引所は、SECと協議を繰り返しながら上場規則の検討を進めた。そして、NYSEとNASDAQは共に2003年に新規則を公表している。以下で、NYSEの「コーポレート・ガバナンス規則」⁷⁾を例にとり、証券取引所のガバナンス改革の概要を整理しておこう。

- i) 上場会社は、経営者の監視力強化と利害対立回避のため、取締役会の過半数を「独立取締役 (independent director)」で構成する⁸⁾。
- ii) 上場会社は、独立取締役のみから構成される「指名/コーポレート・ガバナンス委員会 (nominating/corporate governance committee)」を設置する。同委員会は、株主総会での取締役候補者を指名する。また、企業統治のガイドラインを作成し、また取締役会、経営執行者を評価する役割を担う。
- iii) 上場会社は、独立取締役のみから構成される報酬委員会 (compensation committee) を設置する。同委員会は、CEO をはじめ経営執行者の報酬評価を行う。
- iv) 上場会社は、独立取締役のみから構成される監査委員会 (audit committee) を設置する。同委員会は、豊富な財務知識を持つ最低3名の委員で構成される。委員会は、内外監査業務を監督し、財務諸表の管理や業務上の規則違反のチェックを行う。また、定期的に、経営執行者、内外の監査人と面談を行う。
- v) 上場会社は、コーポレート・ガバナンス・ガイドラインを策定し、公表しなければならない。取締役の資格基準、取締役の責任や経営監視業務、取締役の報酬などがこのガイドラインに記載される。
- vi) 役員、従業員等への株式での報酬支給については、株主の承認を必要とする。
- vii) CEO は、NYSE コーポレート・ガバナンス規則に抵触していない旨、定期的に明示する。
- viii) NYSE は、上場規則に違反した企業に対し譴責書を送り、場合によって上場廃止を含む厳しい処置をとる。

(2) SEC 規則の見直し

この間、SEC は、取引所改革と併行して、SEC 規則の見直しにも着手、ガバナンスに関するいくつかの規則改定を行っている。以下で、サーベイン

ズ・オクスリー法成立後の主要な SEC 規則改定の概要を列記しておこう。

① SEC 向け定期報告書への経営執行者による署名に関する規則改定⁹⁾

これは、サーベインズ・オクスリー法内で規定された内部統制規範に依じて、上場会社に対し具体的な規則を示したものである。経営の最終責任を経営者本人の署名をもって明確化させた点が、その特徴となっている。

以下は規則改定の概要である。i) 上場会社の SEC 向け定期報告書 (四半期報告書は様式 10-Q, 10-QSB, 年次報告書は 10-K, 10-KSB 20-F 40-F) 内で、CEO 及び CFO が署名によりその内容を保証する。ii) 定期報告書内の内部統制の有効性に関する評価欄においては、経営執行者は自分自身が最終責任者である旨、監査委員会や監査法人に所定の情報開示を実施している旨、などを明記する。

② オフ・バランスシート取引の情報開示に関わる規則改定¹⁰⁾

エンロン事件では、SPE を用いて膨大な額の簿外操作を行った。米国会計基準によると、SPE から独立した第三者による SPE への投資分が、SPE 総資産の 3% 以上で、かつ SPE の議決権の過半数を占め、かつその投資が誰も保証していない (つまりリスクに曝された) 資金である場合、設立した会社は当該 SPE を本体の決算書から簿外化することができた¹¹⁾。この規則を利用しエンロン社は 3000 件以上の非連結 SPE を偽装で作り上げ、そこに不良資産を移し替え、本体の財務を粉飾した。この教訓から、本規則が制定された。偶発債務をもたらす可能性のある簿外化された SPE 設定、金融貸借上の保証契約、デリバティブ取引などの「オフ・バランスシート取引」が開示の対象となる。

以下は規則改定の概要である。i) オフ・バランスシート取引を企業が行った結果、企業財務に重大な影響を及ぼすかもしれないと、企業経営者が判断した場合、MD&A¹²⁾ 内で同取引を詳細に投資家に明示する。ii) 経営者は、オフ・バランス・シートの契約の目的・内容、将来の債務返済計画表を開示。さらに、どのような効果が経営にもたらすかの経営者の判断も投資家に明示 (リスク開示) することが義務化された。将来の予想債務額は、債

還期間別に債務の種類に分けて、表形式で記載する。これらの情報は、年次報告書、議決権委任状などで公表する。

③登録管理型投資会社、投資顧問会社による議決権行使政策と議決権行使数の記録開示に関する規則の採択¹³⁾

機関投資家の資産運用者は、運用委託者と利益相反の関係に置かれる可能性がある。例えば、401(k)資金の運用委託を受けた運用担当者は、投資会社の経営政策上、投資先企業の経営に反対しにくい。しかし、SECは、投資会社も投資顧問会社¹⁴⁾についても、運用委託を受けている以上、投資先企業に対し積極的な株主行動を取らねばならないと判断しており、資産運用会社に対し、議決権対応の基本的方針と議決権行使決定にまでの手続きと、SECと投資家への記録開示を義務化させた。

以下は規則改定の概要である。

- i) SEC登録投資会社、投資顧問会社は、議決権行使の基本方針と議決権行使における手続き過程を公開しなければならない。ii) 投資先企業の株主総会での議決権の投票記録を、SECと投資家に報告しなければならない。

④アナリストの署名に関する規則の採択¹⁵⁾

証券アナリストの報酬が投資銀行部門の収入に依存している等の理由で、レポートに特定の意図が反映されると、企業分析レポートは、正確性を欠く。この点で、エンロン社を倒産直前まで推奨していたアナリスト・レポートもあり、アナリストの利益相反が改めて問題視された¹⁶⁾。サーベインズ・オクスリー法は、施行から1年以内に、SECその他証券監督機関が、証券市場でアナリストの利害の不整合を調整すべく規則を打ち出すことを定めた。これを受け、規則採択が行われた。

以下は採択された規則の概要である。

- i) リサーチレポート内に、「当該レポートが、アナリストの証券発行体に関しての個人的見解を展開したものであること」、「企業分析の結果の見解に関しては、一切の報酬とは関与していないこと」、レポート内の見解が、

直接、間接に当該アナリストの報酬に結びついている場合には、レポート内に、「その出所、額、報酬の目的、また報酬が推奨に影響を及ぼしている可能性」などを明記し、アナリスト本人が署名する。

- ii) 「レポートがアナリストの個人的見解を反映していない」旨の個人保証をできない場合、そのレポートは公表できない。
iii) 本規則では、証券業者、投資顧問としてSEC未登録者の、投資判断の(マスコミ等を通じての)公表には、何らの規制を課さない。

⑤上場企業からSECへの定期報告書様式「8-K」に関する規則改定¹⁷⁾
様式「8-K」とは、上場企業に重大事項(支配権の異動、資産の重大な増減、破産など)が発生した際に、企業側からSECへ提出が課されている臨時報告書の書式である。企業側に、従来以上に迅速、適切に重大状況を公開させることを徹底させるため、報告項目追加や報告規則の強化のための規則採択を行った。

以下は規則改定の概要である。

- i) 通常事業活動外の重大な契約の締結と解除に関する情報開示強化、ii) オフ・バランスシート取引を含め重大な債務発生あるいは債務の重大な増加に関する情報開示強化、iii) 重大なコストの発生に関する情報開示強化、iv) 上場基準への抵触や上場廃止、v) 5営業日以内から最長で原則として4営業日以内への様式「8-K」の提出期限短縮化。

⑥「指名委員会の機能」及び「株主-取締役会間のコミュニケーション」に関する情報開示規則の採択¹⁸⁾

前述の通り、2003年にはNYSEやNASDAQで上場基準見直しが行われ、取締役候補の指名を目的とする指名委員会の設置が義務化された。SECは2003年の見直しを補完する形で、本改定を採択した。採択の目的は、取締役会機能を株主により詳細に説明すること、また取締役会に株主とのコミュニケーションを促すこと、などである。

以下は採択された規則の概要である。

- i) 取締役会内の指名委員会の機能に関し、以下の点を明示することが義務

化された。a) 指名委員会の行動規範の有無とその公開状況、b) 指名委員会における候補者選定のプロセスや取締役候補選定時の選定基準や資格、c) 指名委員会の委員メンバーの独立度合い。

ii) 株主による取締役会とのコミュニケーションに関し、以下の点を明示することが義務化された。a) 株主が取締役会とコミュニケーションを持つ手段を会社は用意しているか。またもし、その手段が用意されていないのなら、取締役会がその状況をどのように判断しているかについて、b) 取締役の株主総会出席に関する規範、前年度の実績の株主総会の出席状況。

⑦役員 (Officer/Director) 報酬開示義務規定の改定¹⁹⁾

SECは1983年から役員報酬に関する情報開示を義務付けていた。1992年に、従来の文章形式のみによる説明ではなく、報酬を細かく分類した「表」を用いて開示、さらに各年毎に時系列的に比較できる開示形式を導入した。しかし、役員報酬は、現在極めて高額となり、また株式がからむ報酬や退職年金の形での報酬の比重が高まるなど、役員報酬の仕組みが複雑化し、「表」内に規定された項目以外の報酬形態も使われはじめた。そこで、SECは、報告書(報告書名は、Compensation Discussion and Analysis)の様式の変更も含め経営者報酬の開示見直しを実施した。

以下は規則改定の概要である。

- i) 報酬開示のための表を役員報酬の全てを網羅する形式とし、また役員報酬総額(従来の方法では、報酬総額が示されていない)も明記する形式に変える。
- ii) 報告書内に、「会社の報酬システムの導入目的」、「報酬支払いに対する会社が定める具体的基準」、「報酬の項目名」、「その項目になぜその額を支払うのか」、「報酬システムの目的と支払報酬額との一致性」などの説明を求める。
- iii) 開示の対象はCEO、CFO、及び最高額を得ている経営執行者ないし取締役とする。

II ガバナンス改革に本腰を入れはじめた SEC

II-1 ガバナンス改革におけるSECの対応の変化

米国では、過去多くの企業不祥事が発生し、その都度、SECは事件の調査と摘発を行った。しかし、SECの事件対策は個別企業・個人の摘発、処罰が中心で、規則変更によるガバナンス強化策については、積極的な姿勢ではなかった。

ここで社会の注目を集めた企業不祥事が次々に発覚した1970年代を、参考として振り返ってみよう。

ニューヨークとペンシルバニアを結ぶ国内最大の鉄道会社ペン・セントラル鉄道会社(Penn Central Transportation Company)が突然会社破産法を申請し、世間を驚かせたのは、1970年6月である。同社は、1968年2月に、New York Central社とPennsylvania鉄道が合併して設立されたが、自家用車の普及の中での鉄道経営の難しさ、合併を契機とする事業の多角化計画や巨額の債務負担などで、経営の内実は苦しいものだった。倒産後、SECの調査により、経営者の粉飾行為、不適切な監査行為など乱脈経営が明らかされた²⁰⁾。経営危機を知らされていなかった取締役会は、1億ドルもの配当に合意するなど、経営者監視も全く機能していなかった事実も露呈し、世間を呆れさせた。

ペン・セントラル社事件の調査も完了しないうちに次の企業不祥事が露呈した。1972年に捜査当局とSECが、大統領選挙期間中の企業の違法選挙献金調査を実施し、その結果、不正会計操作で選挙献金や国内外の政治家や政府機関へ資金供与を行った企業が次々に浮かび上がってきたのだ。摘発された企業数は、72年～77年にかけて400社を超え、不正に供与された資金量は3億ドル以上にのぼった。企業のうちGoodyear Tire & Rubber, Gulf Oil, Ashland Oil, Phillips Petroleum, Carnationなど117社が、フォーチュン誌集計の全米トップ500位にランキングされている巨大企業だった。また摘発された業界についてみると、海外の政府関係者への賄賂で取引上の見返り

が期待できる石油、ガス、食品、航空、化学、医薬など基幹産業が目だっていた²¹⁾。

企業不祥事が連鎖的に発覚したことは、当時の米国政権及び社会全体に大きな衝撃を与えた。「こうした行為は、結局公衆の信頼を裏切り、市場メカニズムを損なう行為で…さらに長期的にみても、製品の質を損ない、最終的には企業リスクを高めることにつながる」²²⁾という立場から、連邦議会は再発防止策を検討し、海外不正慣行防止法 (Foreign Corrupt Practices Act) を1977年12月に成立させた。①公開、非公開にかかわらず米国企業に対し外国公務員、政治家への贈賄行為を禁じ、違反した場合、罰金や(事件に関わった個人に)刑事罰(禁固刑)を科する。②公開企業の資産売買に関しては、詳細、正確かつ公正な財務情報の開示を行う。③公開企業は、会計原則に則った公正な会計書類を作成し、取引が公正に記載されることを目的とした内部統制システムを設置する、などが同法の主な骨子である。

贈賄行為の規制と公開企業のガバナンス強化を目的とする法が施行されたものの、SECの側からこの時期に実施された主なガバナンス強化対策は、以下2点のみである。

第1点は、SECが1976年にNYSEに対し、独立取締役で構成され、これまで以上に強い権限を持った監査委員会の設置を、上場規則に盛り込むことを要請したこと。これを受け、NYSEは、1978年6月までに独立取締役から構成される監査委員会の設置を全企業に義務付ける決定を1977年に行った²³⁾。

第2点は、1978年12月に、SECが情報開示強化のための新規則の採択を行ったこと。この内容は、取締役の独立性に関して、及び企業内の監査状況、人事・給与委員会の有無、前年度の各取締役の取締役会出席率状況(75%以上であったか否か)などに関する情報開示を義務づける内容であった²⁴⁾。

事件発覚時には、多くの有力企業が連座しており、投資家による市場不信は強まっていたはずである。しかし、SECによる表立った制度改革は上記2件のみであり、エンロン事件以降みられる総力をあげての大掛かりなガバ

ナンス強化策に乗り出したわけではなかった。SECの姿勢が「弱腰」という印象を1970年代の投資家に与えたことは否めず、SECの政策は市場の信頼回復には役立ったとはいえない。当時のSECの政策に関しては、例えば、「1977年から1979年の市場においては、SECの情報開示政策が、投資判断で、自分に十分な情報を得ていることを確信できる投資家はいなかった」という指摘が見られる²⁵⁾。

SECは、従来準司法的機能を持ち強い権限を持ち証券市場の監視、特に市場のプレーヤーであるブローカーや投資銀行などに監視の目を光らせてきた。数々のインサイダー取引に関わった個人、企業を摘発し、市場を浄化してきた実績を持つ。しかし、コーポレート・ガバナンス規則強化は業界全体にかかわる事柄である。ロビー活動の活発な米国では、規則改定には、業界団体から強い圧力がかかる。前述の通り、NYSEは、1978年6月までに独立取締役から構成される監査委員会の設置を上場企業に義務化した。この原案はSECが1940年に提言していたものである。しかし、産業界の反対で実現させることが出来ず、提案から40年近くも、独立取締役から構成される監査委員会の上場企業内設置義務の規則化を、SECは待たねばならなかったのである。ガバナンス行政の実施において、SECは産業界の強い圧力に晒されている²⁶⁾。投資家保護を大きな目標として掲げながらも、SECがその目的遂行に向け強い姿勢を取れなかったことには、こうした背景があったと言える。

II-2 ガバナンス改革に対するSECの変化の要因

では、エンロン事件以降においては、SECは何故ガバナンス改革の強力な推進者となり得たのか。基本的要因として2つの点が指摘される。即ち、①米国議会がサーベインズ・オクスリー法を成立させSECの活動を促した点、さらに②ガバナンス改革に向け投資家側の声が高まってきた点である。

上述①についてみると、米国議会は、与野党協力の下で、2002年に異例の速さで経営者規律の強化と企業情報開示の改善を柱とした連邦法を施行さ

表1 米国における株式保有構造の推移

(年末)	家計部門		銀行部門		保険会社		企業年金		公的年金		投資信託・投資会社・証券会社		政府及び海外の保有		保有株式計(市場価格)	
	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%	10億ドル	%
1950	128.7	90	0.2	0	4.7	3	1.1	1	0.0	0	5.0	4	2.9	2	142.7	100
1960	359.8	86	1.3	0	12.5	3	16.5	4	0.6	0	20.3	5	9.3	2	420.3	100
1970	650.2	78	2.9	0	27.8	3	67.1	8	10.1	1	46.0	6	27.2	3	831.2	100
1980	1010.4	68	4.3	0	78.6	5	232.0	16	44.3	3	50.6	3	74.7	5	1494.9	100
1990	1960.2	56	11.0	0	161.8	5	605.9	17	284.9	8	259.0	7	248.6	7	3531.3	100
2000	8035.6	46	36.1	0	1086.2	6	1970.6	11	1355.3	8	3406.3	19	1737.0	10	17627.1	100
2005	5674.4	31	50.2	0	1345.1	7	2164.2	12	1834.6	10	4710.3	26	2399.0	13	18177.7	100

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States June 8, 2006 L213 をもとに作成

せた。この法は、そもそも SEC の意向を強く反映させたものであり²⁷⁾、SEC は証券市場改革において、議会の支持を取り付けたとも言えるわけである。上述②については、株式市場で機関投資家とそのプレゼンスを高め、さらに彼らが経営者監視に向けての改革を強く要望している点である。

表1は、戦後米国における株式保有構造の推移を示している。1950年の家計部門(即ち、個人部門)の発行済み株式全体に対する保有割合は90%を占めていた。株式保有構造は、大衆の手に細かく分散されていた。それ以降、家計部門の割合は低下しているが、ベン・セントラル社倒産時の1970年には、なお7割近くを占めていた。株主総会における議決権の過半数は個人の手にあり、会社運営は経営執行者の意向が強く反映されていた。取締役会の機能や株主総会の意思決定が経営に強く反映されるコーポレート・ガバナンスの仕組みは、この時代まだ社会に根付いていなかった²⁸⁾。

1970年代から30年が経過し、株式市場の構造は現在大きく変化している。株式市場における個人投資家の割合は、2005年に、3割まで低下した。これに対し、年金、投資信託、保険会社などの機関投資家はその割合を大きく伸ばした。発行済み株式に対する彼らの株式の保有割合は、過半数の55%に達している。株主総会の決定を左右できる議決権を持つ機関投資家のプレゼンスが株主市場で高まり、さらに彼らがガバナンス強化の要望を打ち出し

ているのだ。例えば、CalPERS(カルパース、カリフォルニア州職員退職年金基金)、CalSTRS(カリフォルニア州教職員退職年金基金)、TIAA-CREF(教職員保険年金協会・大学退職株式基金)などの年金基金、機関投資家の圧力団体であるCII(機関投資家協議会)などは、株主活動のみならず、政界やSECに対して積極的なロビー活動も行っている²⁹⁾。

エンロン事件後、投資家側からの市場透明化への要望が高まったことも、SECが立ち上がるきっかけとなったのである。活動能力の強化に向け、SECはまず議会に予算増額と人員増強を働きかけた³⁰⁾。その結果、年間支出予算は2001年度の3824億ドルから2005年度は9177億ドルへ急増している³¹⁾。予算増加に伴い人材強化も進めた。職員数は1990年代後半から2002年にかけて3000人前後の体制だったが、2003年2月に840名の増枠が認められ2005年度には3900人体制となっている³²⁾。2003年には職員の能力開発を目的とした「SEC大学」も設置している³³⁾。

サーベインズ・オクスリー法の制定と共に機関投資家のプレゼンス強化が、SECをしてガバナンス強化に向け行動派に変身させるきっかけを作っていたのだ。

II-3 米国機関投資家におけるコーポレート・ガバナンス意識の高まり

ここで、機関投資家とコーポレート・ガバナンス意識の関係を整理しておこう。

機関投資家が株主意識を持つきっかけを作ったのは、1974年のエリサ法(ERISA)³⁴⁾の成立である。同法は、労働省の働きで従業員給付制度における受給権者の保護を目的として制定されたもので、企業年金を包括的に規定しているが、年金受託者の義務にも焦点が当てられている。年金受託者とは、年金の管理や運営において何らかの権限や裁量権を有する者が該当する。即ち、制度の設立者、それを代表する企業の取締役会、年金理事会、さらにファンドマネージャー、年金コンサルタントなども年金受託者などである。エリサ法が規定する受託者義務(第404条(a))の要約は、表2の通りであ

表2 エリサ法が規定する受託者義務(第404条(a))の要点³⁵⁾

- ①受託者は加入者及び受給権者の利益のみを追求すること。
- ②加入者及び受給権者への給付を行い年金制度の管理のための正当な費用支払いを行うこと。
- ③同様な業務を遂行することに精通する「ブルーデントマン」(a prudent man = 思慮深い人)が、同等の注意力、技量、勤勉さをもって、受託業務執行上の権限を行使すること。これは、「ブルーデントマン・ルール」と呼ばれている。この規定により、思慮・分別のある人が十分な注意と能力を発揮する投資姿勢が資産運用において、求められることになった³⁶⁾。
- ④投資リスク回避のため投資を分散させること。

る。

連邦法であるエリサ法の施行により、企業年金受託者は資産運用において、出来る限りの能力を用いて、最大限の投資収益を実現することが義務づけられたのである。なお、エリサ法には、厳しい罰則規定がついており、規定する受託者義務への違反による年金資産の損失は、労働省長官、年金参加者、受益者などにより、個人的立場で、連邦裁判所での訴訟対象となる。ただ、同法の具体的ガイドラインが徹底されておらず、施行当初は、受託者に混乱がみられた。このため、判例や受託者の問い合わせに対する労働省側の個々の見解により、エリサ法のガイドラインが具体化されていった。1988年、労働省年金局は、エイボン社の企業年金からの問い合わせに対し、「議決権行使は、年金受託者の義務」である旨の書簡を送った。株主総会での議決の結果は、すべて株式価値を左右する以上、年金受託者は投資価値を最大化するための義務を負うという考えを示したのだ。エイボン・レターと呼ばれるこの書簡により、議決権行使が運用委託者の義務として徹底されることになった。89年には、年金受託者は、常に年金受益者、参加者の利益のためにのみ、議決権を行使しなければならない旨の通達を出した。さらに、94年には、年金基金が投資マネージャーと、議決権行使を求めないという旨の契約をした場合でも、議決権に関する責任は免れ得ないという見解を打ち出した³⁷⁾。エリサ法及び労働省の指導が企業年金内に浸透していくにつれ、公的機関もエリサ法の考え方を年金運用に順次取り入れはじめた。90年代はじめには、米国の多くの州で、公的年金の株主権行使のガイドラインを労働省の基準に準じたものにかえていこうとする制度変更の動きが出てい

る³⁸⁾。米国全体の年金運用がエリサ法、や労働省のガイドラインを遵守する方向に進んだのである。株主意識と株主行動は、広く機関投資家全般に浸透しているのである。

1970年代以降、モダンポートフォリオ理論をベースとしたインデックス運用が機関投資家の間で急速に普及してきたことも機関投資家の株主意識を促す要因となった。インデックス運用においては、株式市場の動きを全体的に示す指数に連動した動きを持つ株式銘柄をバスケットとして選び出し、ここに投資する運用方法である³⁹⁾。この運用方法では、銘柄が固定化し保有期間が長期化する。経営者に問題があっても容易に売却ができない。機関投資家は保有する株式の企業経営動向に目を向けざるを得なくなった。さらに、近年では、機関投資家間の競争は、投資収益率を巡り、一層熾烈なものとなっている。勢い、投資先経営者にモノを言わざるを得ない状態に、機関投資家はおかれているのである。こうした背景の中で、機関投資家は、株主として意識を強め、さらには企業経営の透明化を求め、SECに行動を促す存在となってきたわけである。

Ⅲ SEC型企業改革の方向と証券市場の課題

サーベインズ・オクスリー法施行や証券市場におけるガバナンス改革は、監査手続きによる企業負担増加を招き、さらに企業収益の悪化、企業の株式市場離れ、さらには景気の沈滞化などを懸念する声が多数発せられた⁴⁰⁾。

しかし現実的には、企業内での経営者監視の強化と証券市場の浄化努力は、むしろ企業不正の再発を抑制し、また証券市場への信頼回復を促すことに繋がっているといえる。実際、米国証券業者協会(SIA)による個人投資家の証券市場信頼度調査では、2000年に「信頼できる」という割合が63%あったものが、2002年には55%に下落した。しかし、市場改革に乗り出した後の2004年の調べでは64%と大きく改善している⁴¹⁾。

株式を含む企業による証券の発行額も、表3に見る通り傾向的に増加し続けている。

表3 米国証券市場での取引量の推移

(表2)	米国内の民間証券引受額 (単位: 億ドル)			株式売買量 (億株)
	社債/ABS	株式	合計	NYSE、NASDAQ 合計、日次平均
1985	1047	333	1380	1.9
1986	2277	571	2848	2.5
1987	2194	529	2723	3.4
1988	2372	373	2745	2.8
1989	2749	306	3055	3
1990	2884	239	3123	2.9
1991	5115	759	5874	3.4
1992	7538	1018	8557	3.9
1993	9325	1308	10634	5.3
1994	6395	769	7164	5.9
1995	6253	971	7224	7.5
1996	8270	1519	9790	9.6
1997	11639	1534	13173	11.7
1998	17156	1527	18683	14.8
1999	17680	1917	19598	18.9
2000	16466	2045	18510	28
2001	23654	1697	25351	31.4
2002	24272	1540	25811	31.9
2003	27336	1563	28899	30.8
2004	26562	2027	28590	32.6
2005	30203	1904	32107	33.8

(出所) US Corporate Underwriting Activities SIA Feb. 2006 (SIA homepage)

また、株式の取引量も増加傾向にある。当初懸念された企業による証券市場離れは、現実には発生していない。

企業負担増加による、企業収益圧迫や景気低迷を懸念する声も当初見られたが⁴²⁾、企業収益は企業改革の後も増益基調が続いている(表4参照)。企業改革が企業収益にネガティブ効果を与えている現象は、実際には観測されていない。

今回の企業改革の、企業不祥事再発防止効果について結論を出すには、時期尚早といえよう。しかし、証券市場で、政策当局が積極的な市場改革を取り始めた点は、米国証券市場での信頼回復に大きく貢献している点は間違い

表4 米国企業の利益推移(税引き前)

単位: 億ドル

81-85 年平均	86-90 年平均	91-95 年平均	96-2000 年平均	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
2,060	2,910	4,512	6,431	5,382	6,126	7,426	9,680	13,217

(出所) 米国商務省 BEA Web NIPA, Table 6.17 より Aug. 29. 2006 付け

ない。また、ガバナンス強化によっても、企業活動は停滞したわけでもない。サーベインズ・オクスリー法施行を含め、政策当局によるガバナンス強化への対応においては、米国社会、投資家が一定の評価を与え、経営者監視の必要性を受け入れているというのが現状と言えよう。

機関投資家は、トップ企業の経営を左右できるほど米国株式市場においてそのプレゼンスを高めている⁴³⁾が、その機関投資家は、SECのガバナンス改革の最大の支援者となっているのだ⁴⁴⁾。こうした点からすると、SEC主導による証券市場のガバナンス改革は、今後さらに進展していこう。

ところで、SECのガバナンス改革は、規制を行うのではなく、必要情報を投資家に開示させるという原則の下に行われている。SECが管理する証券法(1933年制定)、証券取引所法(1934年制定)を整備する際、当局が資格審査を行い証券発行の認可を行う(メリット・レギュレーション)方式にするか、発行者に必要情報の開示を義務づけ投資判断を投資家に委ねる方式(情報開示方式)にするか、議会で議論が別れたが、最終的に情報開示を基準とする方針が取られた⁴⁵⁾。SECの掲げる「投資家保護」の理念は情報開示の原則の上に構築されている。

投資決定を行う上で、適切な情報が不可欠である機関投資家にとっても、投資先企業の情報開示強化は好ましいことだ。ちなみに、前述のCIIは、同団体が求めるコーポレート・ガバナンス規範を公表している⁴⁶⁾。その中では、①会社は、株主に対し企業統治に関わる基本方針と行動規範を書面で開示し、投資家への説明責任を確実なものにさせていく、②取締役会は株主とのコミュニケーションを重視し、重要懸案事項を持つ株主が全ての取締役と直接にコミュニケーションを持つ仕組みを設ける、③役員報酬は、企業戦略を推進する目的に合致するように設計されるべきで、取締役会内の報酬委員

会は、毎年の議決権委任状の中で、会社全体の給与プログラムとともに、役員報酬の実態を詳細にわたり株主に説明する、などの点を重要項目として掲げている。「経営情報を適切に開示し、またそのための仕組みを設定する」ことが、機関投資家が投資先企業に求めているものといえよう。こうした点からすると、米国証券市場でのガバナンス改革は、今後とも情報開示原則（投資家に対し、いかに情報を適切に開示させるか）を軸に進められていく。

SECが推進する改革により、今後公開情報の範囲と質は一層拡充しよう。高度な金融、会計技術で訓練を受けたスタッフを多く抱える機関投資家には望ましいことである。しかし、専門的でしかも膨大な量の開示情報を個人投資家が、どのように消化していくかという問題は、未解決となる。機関投資家のみにも焦点を合わせた情報提供は、個人投資家を株式市場からますます排除していく原因となりかねない。

零細な個人投資家が、市場から排除されたり、不利な立場に追いやられることは、SECが設立された本来の趣旨である「投資家保護」の原則を踏みにじることになり、今後個人投資家の一層の縮小、さらには市場全体の縮小をもたらしかねない。

個人投資家保護の観点から、米国政府は2001年にGAO（米国会計検査院）⁴⁷⁾を通じSECとSIPC（証券投資者保護会社）⁴⁸⁾に対し金融教育の普及に努めるべく、勧告を行った。今後、個人投資家向けの金融知識の普及は、欠かせない。しかし、企業が提供する膨大な専門情報への対応の問題は、一定の金融教育だけで解決できるとは考え難い。情報提供のあり方も、個人を意識すべき段階に来ているのではなかろうか。不必要に冗漫な文章、解説もない専門的すぎる説明、特殊な会計規則など、開示情報に関しては、個人投資家には理解しにくい表現が少なくない。こうした点にも、証券規制当局は目を向けるべきではなかろうか。

2006年5月、SECコックス委員長は、個人投資家のための金融ディスクロージャーの改善について、議会証言を行っている⁴⁹⁾。この中で、委員長は

現在以下の点を念頭に情報開示の質的改善に努めている旨を伝えている。即ち、①冗長で難解な文章情報を、理解し易い表現での情報にして、ウェブサイト上で入手可能な状態にしていく、②法律用語を分かり易いものにする、③複雑化した会計規則を再検討する、④高齢者を狙う金融詐欺行為への検討、などである。現在SECが、企業に規定している提出資料は800種類にのぼるという。こうした膨大な資料をベースに個人投資家が判断していくのは現状では不可能に近い。SECが現在推進するガバナンス改革で利するのは機関投資家のみ、ということでは、本来の投資家保護策を実践したことになる。個人投資家のための情報開示制度の改善は、SECにとっては極めて重要な政策課題になっているといえそうだ。

注

- 1) 正式名称はU.S. Securities and Exchange Commission. SECは、投資家保護と市場の安定を目的として、米国証券市場を監視するために、1934年に設置された独立の行政委員会。
- 2) 本稿では、以下「ガバナンス改革」と表示する。
- 3) President's Plan to Improve Corporate Responsibility and Protect America's Shareholdersと題した演説で、企業改革に向け、投資家への企業情報の適切な開示、企業情報に関する最高経営責任者の責任の明確化、監査法人に対する監督強化など、ガバナンス強化に10項目を重点政策目標に掲げた。
- 4) Sarbanes-Oxley Act, 日本では企業改革法とも呼ばれる。正式名称は、An Act to Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Law, and for other Purposes.
- 5) 同法における内部統制の枠組みは、米国のトレッドウェイ委員会組織委員会(COSO)が1992年に公表した「COSOフレームワーク」に依拠している。それによると、内部統制とは「業務の有効性、財務報告の信頼性、関連する法規に遵守の各目的を達成することに対して合理的な保証を提供するためのプロセス」を指し、このプロセスに経営責任者、取締役、その他社員が関与する。あずさ監査法人/KPMG(2005) pp.22-23参照。
- 6) 本稿では、以下ニューヨーク証券取引所を「NYSE」、ナスダックを

「NASDAQ」と表示する。

- 7) 英文名は, Final NYSE Corporate Governance Rule, Nov. 4, 2003.
- 8) NYSEは, 同規則内で独立取締役を厳密に定義している。以下がその要点である。①当該会社と重要な関係(役員や株主として, または関連会社の役員としてなど)にないこと。この件は, 議決権委任状で明示されること。なお, 会社の独立性を判断した基準も明示する。②過去3年以内に, 当該会社の従業員であってはならない。また, 過去3年以内に本人ないし家族が当該会社の経営メンバーであってはならない。③取締役にかかわる報酬以外の名目で当該上場会社から年10万ドル以上を, 本人ないし家族が過去3年以内に受け取っていた場合, 独立取締役となりえない。④本人ないし家族が内部または外部監査を行う企業の役社員である場合, またそうした企業に過去3年以内に働いていた場合, 独立取締役とはならない。
- 9) 英文規則名は, Certification of Disclosure in Companies Quarterly and Annual Reports, Aug. 28, 2002.
- 10) 英文規則名は, Disclosure in Management's Discussion and Analysis about Off-Balance Sheet Arrangements and Aggregate Contractual Obligations, Jan. 28, 2003.
- 11) SPE (Special Purpose Entity) とは, 「特別事業目的体」と呼ばれ, 会社, 組合, 信託などの法的主体として設立された組織である。米国では資産の証券化手段として1980年代以降設置が普及している。
- 12) MD&A (Management's Discussion and Analysis) とは, 「経営者による財務・経営成績の分析」と呼ばれ, SECへの定期報告書様式10-K内に加えるべく1982年に制度化された。営業活動及び他の源泉からのキャッシュフローに関する情報と経営に関わる経営者の評価が記述されることが求められている。
- 13) 英文規則名は, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Jan. 31, 2003 及び Proxy Voting by Investment Advisers, Jan. 31, 2003. なお, 登録管理型投資会社 (Registered Management Investment Companies) とは, 主にミューチュアル・ファンド, 即ちオープン・エンド型投資信託を運用する会社を指す。Investment Advisers (投資顧問会社) とは, 顧客の資産運用に助言を与える業務, 及び顧客と投資一任契約を結び資産運用を行う会社を指す。上述改定規則書内の説明によると, ミューチュアル・ファンドは, 2002年9月時点で米国全上場企業株式の18%, 2.0兆ドルを保有している。また, 投資顧問業は,

総資産規模で19兆ドルに達している。

- 14) 1974年施行のエリサ法に基づき, 企業年金を顧客とする投資顧問業者については, 労働省により, 投資先企業の議決権に説明責任を持って対応することが義務づけられており, 顧客に議決権行使に関する方針や手続きの策定, 指図権の明確化, 行使の記録報告などの説明を行っている。橋本基美 (2003) p. 92 参照。
- 15) 英文規則名は, Regulation Analyst Certification, Feb. 20, 2003.
- 16) 倒産1年も前に, エンロン社の業績には, 市場で疑問の声が出ていたのだが, アナリストは強気だった。2001年1月の時点で, エンロン担当アナリストの18人のうち, 13人は買い推奨だった。Barrevel D. J. (2002) p. 45 参照。
- 17) 英文規則名は, Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration of Filing Date, March 16, 2004.
- 18) 英文名称は, Disclosure Regarding Nominating Committee Functions and Communications Between Security Holders and Boards of Directors Nov. 24 2003.
- 19) 英文規則名は, Executive Compensation and Related Person Disclosure, Aug. 11, 2006.
- 20) 岩村一夫 (1976) p. 51 参照。
- 21) Unlawful Corporate Payment Act of 1977, House of Representative Report No. 95-640, September 28, 1977 参照。なお, 後述の海外不正慣行防止法は, 1977年12月に成立するが, 本文はその審議用の下院報告書である。
- 22) 前掲報告書, 参照。
- 23) ただし, 「1977年のこの方策は重要ではあるものの, 当時既に全米の大企業の90%は独立の監査委員会を有していた」という点を考慮すると, この決定によるガバナンス効果はそれほど大きいものではなかったといえよう。スナイダー (1993) p. 16 参照。
- 24) 前掲書 p. 16 参照。
- 25) Kripke Homer (1979) p. 29 参照。なお, 当時は, より辛辣な対SEC批判は珍しくなかった。「1970年代のコーポレート・ガバナンス問題にSECが寄与した点とは, 地味な改革を提案し, 基本的な課題を無視することだった」という表現はその一例である。Seligman J. (2003) p. 535 参照。
- 26) 最近の例として, クリントン政権下でSEC委員長だったA. レビット氏が, 2000年8月に公平情報開示規則(上場会社は, アナリスト・運用者など特定

の立場の人物のみに未公開・重大情報を提供してはならない旨を規定した内容)を採択する際に、利害団体からきわめて強い圧力を経験したケースを詳細に伝えている。レビット (2003) pp.119-141 参照。

- 27) SECは、1998年に監査制度の改革にあたり、NYSEやNASDAQなどに検討委員会(ブルーリボン委員会、Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committee)を立ち上げさせている。1999年に委員会が監査委員会のあり方に関する報告書をSECに提出しているが、そもそもサーベインズ・オクスリー法の策定においては、この報告書が土台となっている。
- 28) コンサルティング会社、Heidrick & Struggles社による製造業474社を対象とした1970年の調査によると、取締役会に先立ち各取締役に売上情報を送った会社は21.3%、製造情報を送った会社は17.2%、議事日程はわずか5.7%、さらに11%の会社は何も資料を送っていなかったという。取締役は経営情報から遮断されていた状態だった。Seligman J. (2003) pp.538-539 参照。
- 29) 米国の投資家団体の動きについては藤井康弘、鈴木誠(2004)参照。なお、CalPERSは2006年6月末現在、総資産2082億ドル。CalSTRSは、2006年6月末現在、総資産1428億ドル。TIAA-CREFは、2005年12月末現在総資産3719億ドルの公的年金基金。CIIは、130の年金基金が加盟し、総資産規模3兆ドル達する非営利株主活動団体。
- 30) 上場企業の増加に対し、SECの調査能力は追いついていなかったという指摘は以前から聞かれた。「米議会は2001年度に提出された年次報告書の16%しか、SECは詳しい内容の審査をしなかったと指摘している。…上場企業の半数は、過去3年のうち1回も年次報告書を詳しく審査されていない」(日本金融新聞2002年12月10日付)という指摘はその一例である。
- 31) US SEC Annual Report 2001 及び同2005より
- 32) US SEC (2004) 『2004-2009 Strategic Plan』 p.22 参照。
- 33) 人材戦略の結果、2005年度には改善がみられている。上場企業の報告書審査でSECが実際に審査した割合は2003年度に依然23%程度だったが、2005年度には51%まで上昇している。US SEC Annual Report 2005 p.11 参照。
- 34) 正式名称は、Employee Retirement Income Security Act of 1974 (従業員退職所得保障法)
- 35) 前川寛監訳(1987)を参考に作成。
- 36) 機関投資家が「ブルーデントマン」としての義務を果たしたか否かを裁判

- 所が判断する基準として、「①明確な投資基準、ポリシーを持ちそれが遵守されているか、②州法あるいは信託の契約文書が資産の分散投資を義務づけているか否か、③信託の目的、機関、受益者のニーズに照らし資産の配分が適切か否か、④判断を下すに当たって市場の状況を十分考慮に入れたか」などの点があげられている。遠藤幸彦(1996) p.118 参照。
- 37) シャーマン・レターと呼ばれる通達により、労働省見解が示された。若杉敬明(2004) p.113 参照。
 - 38) 小谷野薫(1992) pp.86-87 参照。
 - 39) 例えば、前述の公的年金、CalPERSは運用資産の80%をインデックス運用し、残りをアクティブ運用しているといわれている。三和裕美子(2001) p.47参照。
 - 40) 特に、90年代に活躍した新興企業が上場基準を満たせなくなり株式市場から離れるのではという懸念が目立った。日本貿易振興会海外調査部(2003) p.27参照。
 - 41) SIA Annual SIA Investor Survey Nov. 4 2004より。「信頼できる」割合は「とても信頼できる」と「まずまず信頼できる」の合計値。アンケートは、18歳以上、年収5万ドル以上の所得者1500人を対象とした。
 - 42) サーベインズ・オクスリー法が規定する内部統制の整備のための上場企業の追加コストは、合計で50億ドルを超えるという見方もあった。2004年7月19日付読売新聞記事より。
 - 43) 米国Conference Boardがまとめた企業上位10社の発行済み株式における機関投資家による株式保有比率は以下の通り。General Electric 56.6%、Exxon Mobil 52.0%、Microsoft 71.2%、Citigroup 65.6%、Wall Mart Store 36.6%、Pfizer 64.0%、Bank of America 59.8%、Jhonson & Jhonson 63.7%、American Internatinal Group 61.7%、IBM 50.8%、The Conference Board (2005) Table 21 参照。
 - 44) 例えば、機関投資家に株主行動や議決権行使についてコンサルタントを行う団体Institutional Shareholder Servicesは、SECが会社役員報酬開示の改革に着手したことを評価するコメントをWebサイトに掲載している。ISS Comment on SEC's Compensation Disclosure Package July 26, 2006 参照。
 - 45) 日本経済新聞社編(1989) p.188 参照。なお当時、米国証券諸法の枠組みを作った法律家が、「日光は腐敗に対する最良の薬」という信念を持つルイス・ブランダイスである。

- 46) CII, The Council of Institutional Investors Corporate Governance Policies. Nov. 2005 参照).
- 47) 正式名称は, U.S. Government Accountability Office. 2004 年に The General Accounting Office から名称を変更した.
- 48) 正式名称は, The Securities Investor Protection Corporation. 1970 年に設立された政府機関.
- 49) Cox C. (2006) 参照.

参考文献

- あずさ監査法人/KPMG (2005年)『内部統制ガイドブック』東洋経済新報社
- 岩村一夫 (1976年)『SECの処分実態』財経詳報社
- 遠藤幸彦 (1996年)「機関投資家の受託者責任について」『財界観測』1月1日号
- 小谷野薫 (1992年)「米国のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』5月1日号
- スナイダー デイビッド 日本証券経済研究所ニューヨーク事務所訳 (1993年)『米国証券市場における不正行為の歴史 (Securities Fraud in the United States and Regulatory)』日本証券経済研究所
- 日本経済新聞社編 (1989年)『SECの素顔』日本経済新聞社
- 日本貿易振興会海外調査部編 (2003年)『米国の企業統治—インタビュー調査報告書』
- 橋本基美 (2003年)「米国運用会社に求められる議決権行使情報の開示」『CAPITAL MAEKRT QUARTERY』Winter
- 藤井康弘, 鈴木誠 (2004年)『米国年金基金の投資戦略』東洋経済新報社
- 前川寛監訳 (1987年)『エリサ法 ERISA The Law and Code 1985 edition』生命保険文化
- 三和裕美子 (2001年)「アメリカ型がバナンスの国際化」『証券経済研究』第34号
- 若杉敬明監修 年金総合研修センター編 (2004年)『機関投資家の株主議決権行使とコーポレート・ガバナンス』商事法務
- Barreveld Dirk, J. (2002年)『The Enron Collapse: Creative Accounting, Wrong Economics or Criminal Acts?』Whiters Club Press
- Cox Christopher (2006年)『Improving Financial Disclosure for Individual

- Investors Before the US House Committee on Financial Services.] May 3 The Conference Board (2005年)『The 2005 Institutional Investor Report』Hamilton James, Trautmann Ted (2004)『SEC Corporate Disclosure Reform』CCH Incorporated
- Khademian Anne M. (1992年)『The SEC and Capital Market Regulation』University of Pittsburgh Press
- Kripke Homer (1979年)『The SEC and Corporate Disclosure: Regulation in Search of a Purpose』
- Seligman Joel (2003年)『The Transformation of Wall Street』ASPEN (日本語訳) 田中恒夫訳 (2006年)『ウォールストリートの変革 上巻・下巻』創成社
- レビット・アーサー 小川敏子訳 (2003年)『ウォール街の大罪 (Take on the Street)』日本経済新聞社
- SIA (2004年)『Annual SIA Investor Survey』Nov. 4
- US SEC. Annual Report 各号

(かまた・のおお/東洋学園大学現代経営学部教授)