

# リーガルフロンティア21

プロジェクトベース

## 実務・英文契約書講座

### 第 20 回 証券取引規制

2013 年 10 月 2 日(水) 午後7:00～9:00

会 場

〒101-0051 東京都千代田区神田神保町 3-10 神田第3 アメレックスビル 7F  
株式会社リーガルフロンティア21  
セミナールーム

テーマ	トピック	学習目標
②⑩証券取引規制  2013年10月2日（水）	日本の金融商品取引法を、米国の証券法、証券取引所法、英国の金融サービス法、金融商品、「証券」、開示規制の基本的な発想、有価証券届出書、有価証券報告書、年次報告書、発行規制、適時開示、  米国の証券取引規制と域外適用、英文契約書に記載されている Legend の意味  わが国における外国企業関連の公開買付  IPO 規制  その他、EDINET で公開されている書類  証券取引所	外国企業が、直接、間接に関わる公開買付に例をかりて、証券取引（金融商品取引）にかかわる書面の英語版と日本語版の作成作業を紹介してみたい。  金融商品取引法の枠組みは、英国の Financial Service Act を参考にしたとは言え、大幅に米国の証券二法と、そのもとの Regulations の影響下にある。  英語のテクニカル・タームを意識して勉強することにより、日本の法制について見通しのよい勉強の出発点が与えられる。

## 証券取引規制

### 学習目標

#### Securities Regulations と金融商品取引法

- 米国の証券法は「連邦会社法」
- 証券法
- 証券取引所法
- 発行開示
- 継続開示

#### □わが国における公開買付書類の英訳－ケーススタディ

- 金融商品取引法での規制
- 米国の Tender Offer
- 英国の Take-over Bid

#### □IPO とは

- IPO の機能
- IPO で重要な「約束ごと」
- どんな手続で、どんな書面が必要か

# Yale SCHOOL of MANAGEMENT

[イエール大学経営大学院]

ワーキング・ペーパー・シリーズ AC  
会計学

「なぜ、米国で FASB 基準と IASB 基準を  
競争させないのか？」

Ronald A. Dye (ノースウェスタン大学)  
Shyam Sunder (イエール大学経営大学院)

ワーキング・ペーパー# 02

2001 年 5 月

この論文は、以下の Social Science Research Network Electronic Paper Collection  
のサイトから無料でダウンロードできます：

[http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=271090](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=271090)

# なぜ、米国で FASB 基準と IASB 基準とを競争させないのか？

Ronald A. Dye\*・Shyam Sunder\*\*共著

## 要旨

本論文は、個々の企業に、その発表する財務報告書を、米国財務会計基準審議会(FASB)によるか、あるいは国際会計基準審議会(IASB)のルールによって作成するかを委ねることによって、米国の会計基準設定プロセスに競争を持ち込もうとする見解に対する賛成と反対の意見の問題点を明らかにしようとするものである。本論文では、以下のような点から、現状を維持することを支持する見解を検討する。即ち、(1) FASB は会計ルールの作成にあたり豊富な経験を有しており、世界のリーダーである、(2) 規制分野に競争を持ち込めば、「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」というリスクが増大する、(3) 財務報告書を利用するほとんどの人は、会計基準の基礎にある複雑でテクニカルな問題点を理解する能力を欠いている、(4) IASB 基準は、国際的に広く受け入れられるようにするため希釈化される傾向があり、利益操作(earnings management)する機会をさらに増やすことになる、(5) IASB には、産業界に敵対的な勢力に取り込まれ(capture)、デッドロックに乗り上げるリスクがある、(6) 基準設定分野で実験を行うことはコストをとらなう、そして (7) ネットワーク外部性(network externalities)のもたらす経済性ということもある。反対の立場からは、次のような見解を含む意見が検討される。即ち、競争は、きっと、(1) グローバル企業のニーズを満たす助けとなる、(2) 会計基準が効率的になる可能性が高まる、(3) 基準設定者(standard-setter)を、不当な圧力をかける利益団体から守る助けとなる、(4) 複数の基準を認めれば、様々な種類のクライアント企業を開拓できるようになる、(5) 企業が複数の会計基準を選択することができるようになれば、より情報量の豊富な情報を開示できるようになる、(6) 規制機関が少数の利益集団に取り込まれている(capture)事態から企業を保護できる、そして (7) 一国内でも、またグローバルに見えてネットワーク外部性に影響はない、と主張している。

Journal of Economic Literature による分類: L51、M4 キーワード: 会計基準(Accounting standards)、規制競争(regulatory competition)、国際的(international)

2001 年 5 月 2 日改訂

\*ノースウェスタン大学 Leonard Spacek 会計情報及び管理講座教授 \*\* イェール経営大学院 James L. Frank 会計学、経済学及びファイナンス講座教授

編集担当者、2名の匿名の査読者、Bryan Carsberg、Karel van Hulle、Edmund Jenkins、James Leisenring、Katherine Schipper、Stephen A. Zeff の諸氏、そしてカーネギー・メロン大学、香港科学技術大学、ナンヤン工科大学（シンガポール）で開催されたワークショップの参加者からいただいたコメントに感謝します。本論文についての責任は、もちろん著者両名にあります。

## なぜ、米国で FASB 基準と IASB 基準とを競争させないのか？

Ronald A. Dye ・ Shyam Sunder 共著

### はじめに

本論文は、会計基準の設定プロセスに競争を持ち込むことが適切であるかという問題について、F 氏と I 氏という二人の人物が討論を交わすかたちで著されている。本論文は、米国においては米国財務会計基準審議会(Financial Accounting Standard Board: FASB)が策定してきた会計基準の代替物として、国際会計基準審議会(International Accounting Standards Board: IASB)が制定した会計基準を受け入れることができるかという問題について、近年行われてきた議論に触発されて執筆された。現在、米国連邦証券取引委員会(Securities and Exchange Commission: SEC)は、米国企業向に向けた財務会計基準の定立にあたり、FASB が主導権をとることを事実上認めている。受け入れ可能な会計基準の設定機関の幅を広げれば、財務報告をとりまく環境は大きく変化するものと思われる。

会計基準の設定に競争を持ち込むことが望ましいかは、検討しようとする問題点が変わるについて変わる。われわれは、広く取り上げられている主要な争点のいくつかを巡り、F 氏と I 氏が繰り広げる討論を通じて、競争の賛成論と反対論とを検討する。それぞれの議論について、取り上げている争点の対応が分かるよう、発言の後に数字をつけた。以下においては、F 氏と I 氏とに登場してもらうが、F 氏も I 氏も架空の人物であって、FASB の見解あるいは IASB の見解を代表するものではない。

### **壊れてないものに、下手にさわるな (If, It's Not Broken, Don't Fix It)**

**F 氏の発言 1：** FASB は、過去四半世紀以上にわたって、多くの複雑な会計上の問題に対処して、素晴らしい仕事をしてきました。FASB は、世界でも財務会計基準を設定する分野のリーダーであることは疑いがありません。その策定した基準は、その他多数の国々で見習うべきモデルの役割を果たしています。例えば、国によっては、FASB の定めた会計基準を自国の事情に合うよう変更して、そのまま採用しているところもあります。FASB の基準設定プロセスは、「オー

ブン」で、利害関係を有する関係者すべてがこれに参加するよう奨励しています。FASB は、難しい、あるいはむしろ不人気な問題でも取り上げるのを躊躇せず、利害関係の錯綜する問題にも果敢に取り組んでいます。FASB の草案に反対する人々でさえ、その多くは、その活動を支持しています。FASB には万人の認める専門的知識があります。確固とした伝統があります。会計基準の設定にあたっての先見性に富んだリーダーシップには、世界的な名声があります。それを今、なぜ、変えなければならないのですか？

### **世界は変わった**

**I 氏の発言 1：** 私は、貴方の言われていることに賛成です。FASB の公式見解(pronouncement) は、IASB はもちろん、その他多数の国々でも見習うべきモデルとして、しばしば利用されています。世界のその他のどの基準設定機関も、業績という点で FASB の足許にも及びません。でも、いま変革を求める主張を、FASB の過去の業績や、発揮してきたリーダーシップを批判する文脈で理解する必要はないと思います。われわれは、現在を見据えるとともに、将来を見通して議論すべきなのですから。

過去四半世紀にわたり、世界の経済地図は変化してきており、今も変化し続けています。米国経済、米国の資本市場、そして米国を基盤とする多国籍企業は、依然として世界で最も大きな企業としての地位を守っています。しかし、米国経済が成長し続けているといっても、世界の他の地域の中には、より成長率が高いものがあり、そのような他の国の経済、資本市場、そして米国以外の国を基盤とする企業の相対的な重要性は増しているのです。さらに、資本の移動は過去より格段に自由になり、国境を自在に超えるようになっていきます。その結果、発行体が政府機関、私企業、あるいは個人であるかを問わず、発行体の所在する法域外に、その発行体の発行する証券を保有している保有者が居住する割合が増えているのです。例えば、デラウェア州で設立された会社であっても、株主、工場、従業員、取引先、そして納入業者は全世界に散らばっており、法人の国籍を論ずる意味は関連性を薄めているのです。

一定の会計基準は、取引を促進するために有益なものとして存在するとすれば、取引が国境を越えて展開されるようになると、会計基準も国境を越える必要があります。米国のために、

そして世界経済のために、会計分野で IASB が行おうと努力しているのはこのことなのです。IASB の作業と、米国で州際通商と証券取引を規制するために連邦法が果たしてきた役割には、共線性があります。過去一世紀以上にわたり、ニューヨーク州は米国経済に君臨してきましたが、同時に、この州の法律と取引慣行は、米国全土の事業慣行に影響を及ぼしてきました。<sup>1</sup> それでも、米国の他の地域の経済が発展するにつれ、ニューヨーク州の米国全体に占める地位は低下してきました。世界経済が引き続き発展していくことを前提とすると、FASB は、米国の会計基準や国際的な会計基準を決めるにあたって享受してきた優越的な地位を引き続き占めていくことはできないと思います。

米国で会計基準を作り上げていくにあたって IASB に主導権を与えることが望ましいかの理由を説明するため、たくさん議論することもできます。しかし、ここでは、五年ないし十年、米国で FASB の会計基準と IASB の会計基準の両方を実施することを認めてはどうかという、より保守的な提案をしたいと思います。このような実験から得られた洞察をもとに、FASB の基準かまたは IASB の基準のどちらかに依るか、あるいは引き続き両者を併行して実施して行くかを、それから決めればいいと思うのです。

### **競争は「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」現象をもたらす**

**F 氏の発言 2：** では、財務報告を行う組織に対し、FASB の会計基準によるか、IASB の会計基準にしたがって財務報告を発表するかを選択を、米国は許すべきだとの主張について検討してみましょう。当然のことながら、財務報告には、その準拠した一系統の会計基準が財務報告の読者に分かるよう明記されているはずです。しかしながら、私には、その財務報告を読む平均的な読者には、ある財務情報が、それら二系統の会計基準のどれによって作成されたかを判別できるような会計ないし財務的な専門知識があるとは思えないのです。いったいどれくらい多くの人が、製品の安全性について認証している米国の民間機関 UL (Underwriters Laboratories) の認証印がトースターの底に貼ってある意味とか、趣旨を理解しているのでしょうか？ それに、トースターを使うのと、財務諸表を読むのでは難しさが違います。私は、二系統の会計基準を導入するのを

---

<sup>1</sup> 例えば、会計及び監査基準の発展におけるニューヨーク州の果たした重要性に関する Carey 論文[1970]の議論を参照。

許すと、いわゆる「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」現象が起こり、過去半世紀にわたって米国で達成されてきた貴重な資産である財務報告制度が消え去ってしまうのではないかと怖れています。

**I氏の発言 2：** 「race to the bottom」と言われましたが、そのご趣旨は？

**F氏の発言 3：** 「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」現象とは、基準設定機関の間で競争をするようになった結果、その質または量、あるいはその両方ともに低下してしまう現象のことです。<sup>2</sup> グレシャムの法則 (Gresham's Law) によく似ています。「悪貨は良貨を駆逐する」で、公的規制にも多くの点であてはまります。例えば、預金者を獲得しようと競争して、スイスやケイマン諸島のような国は銀行規制を緩めてしまいました。その結果、それらの国の銀行は、世界中から不正に取得されたお金に、逃避地(haven)を提供してまったのです。同様に、米国の州あるいは地方公共団体の中には、新たに企業を誘致するために、それら企業が財務的には存続が危ぶまれていたにもかかわらず、多額の減免税措置を提供してしまったのです。

これと同じことが、FASB ルール以外の選択肢を許してしまうと米国の会計基準に起こる可能性があります。公開企業では、その財務報告書は経営陣が作成します。財務報告は負担とみなされていますから、採用できる会計基準群の中でも最も厳格でない、手間のかからないものに従おうとします。新たな会計基準を設ける草案は、滅多に、財務報告書を作成する企業経営者から寄せられることはありません。FASB が何か新しい基準を提案すると、大企業の財務担当役員で構成される団体 Financial Executives International がそれに反対するのが、当然のことのように予想されます。<sup>3</sup> さらに、会計基準に何らかの柔軟性があると、経営者達は、実際の業績よりも、経営陣あるいは企業をよく見せようと、何でも利用してしまうようです。<sup>4</sup>

さらに、FASB は、その運営費用の多くを、発行物の販売や、FASB ルールの適用を受けている企業を含め、様々な利害関係者からの拠出金からまかなっています。二つの会計基準が

---

<sup>2</sup> 「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」の詳細は、Monks and Minow [1995] または Easterbrook and Fischel [1991] を参照。

<sup>3</sup> Parfet (2000, p. 484) を参照。

<sup>4</sup> 経営陣が利益操作 (earnings management) に走った実例と、分析モデルについては、Dye [1988] を参照。



ら一つを選ぶ選択の自由を認めると、企業は、採用している会計基準を作成した機関の出版物を購入し、お金それに拠出しようとするでしょう。基準の採用と基準設定機関の収入にこのような関連がある他に、尊敬の念とか権威は、ある機関の策定した会計基準にいかにも多数の企業が従ってきたかに由来するという問題もあります。より多くの企業に採用してもらいたいでしょうし、企業は最も手間のかからない会計基準の方を好むことは分かっていますから、基準設定機関は報告企業に迎合するような基準を発表するようになるでしょう。さらに悪いことに、基準設定者の間で実際に競争が繰り広げられるのを待つまでもなく、その前に会計基準の質は下がってしまうのです。競争が導入されるかもしれないと予見されただけで、会計基準の品質は低下してしまうのです。<sup>5</sup>

**I氏の発言 3：** 競争が増えると、基準の設定が、実際には改善されることはありませんか？

**F氏の発言 4：** 例えば、FASB 基準第 106 号「雇用者の年金以外の退職後給付の会計」が、競争のある環境で公表できたとは、私には到底思えないのです。これには、企業から激しい反対がありましたが、その草案を当時批判した人の多くが、現在では、この FASB 基準書が当初の反対にもかかわらず採択成立したことを喜んでいるのです。<sup>6</sup>

競争によって組織はその利害関係者をより尊重せざるをえなくなるから、競争は善であるという議論は、一定限度でしか妥当ではありません。状況によっては、市場は機能を失い、競争の結果が、独占よりも悪い結果をもたらす可能性もあります。大気汚染の規制基準の設定を、それぞれの地方公共団体がそれぞれ定めるのに委せれば、汚染によってもたらされる費用のかなりの部分が隣接市町村の住民の負担になることを見越して、各地方公共団体は、自らの基準を下げて、企業を誘致しようとするでしょう。このような「race to the bottom」現象が起こらないようにするために、この種の基準は、全国規模で、連邦政府が決めているのです。

いずれにしても、私が既に述べましたように、米国における会計基準の設定プロセスには、望ましい特徴が多くあります。透明性があり、社会一般から徹底的な検討を受けます。さら

---

<sup>5</sup> 現在市場に参入していない企業が競争に加わるおそれだけで、既に市場に参入している企業が設定している価格を牽制することがありうるのと同じである。例えば、Baumol, Panzar, and Willig [1982] 参照。

<sup>6</sup> Parfet (2000, p. 484) 参照。

に、投資を行っている公衆と産業界の両者を含め、その利害関係者に対して高い責任感をもって対応しています。このプロセスをさらに責任あるものとするため、基準設定機関の間に競争をつくり出せば、会計基準を低めてしまうような不適切な圧力を生じさせてしまう結果にしかならないかもしれないのです。

**競争、即「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」ことにはならない**

**I 氏の発言 4：** 貴方の議論を聞かせていただきましたが、たがの外れたような市場競争は会計基準設定の問題についての完全な解決策ではないことには同意見です。われわれは、自由競争のもたらす、潜在的にも望ましからざる結果が生じないようコントロールできるシステムを構築するための制約条件を探らなければなりません。われわれは、同時に、この分野に限られた範囲での競争を持ちこんだ場合の、便益についても検討しなければなりません。

もっとも、会計基準を作り上げるにあたって競争するといっても、何もないところから事が始まるわけではありません。他の国で IASB 基準を取り入れているところもありますが、それは、それらの国で承認を経てのことなのです。米国の GAAP に何らかの変更を加えるに際しても、同じく承認が要ることになるでしょう。米国では、現状でも、SEC は、FASB の草案や公式見解 (pronouncement) すべてを、それを支持するか否かを決める前に検討しています。われわれは、IASB 基準に FASB 基準と競争するのを許す場合にも、この手続を引き続き適用していくことに疑問はありません。仮に、SEC が、何れかの機関が、「他方の機関に、規制緩和競争の結果、良貨を駆逐させる途に走らせている(race the other to the bottom)」と判断したら、支持を撤回して、好ましからざる基準設定者の信頼性を失わせることもできるのです。この威圧は、会計基準について「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」現象を起こさせないのに十分です。

さらに、あらゆる市場で、「race to the bottom」現象が起きているわけではありません。ほとんどすべての国には、技術や教育といった多くの分野で、製品を標準化し会員資格を認定する機関が競合して存在しています。その結果、必ずしも基準が不当に緩和されているわけではありません。<sup>7</sup> 基準を杜撰なものにすると、基準を設定した機関、あるいは基準に従っている人の

---

<sup>7</sup> 会計士団体の間に会員を求める競争があっても、会員資格の基準が揺るぐものではないとの歴史的な裏

名声も高まりませんし、それら機関等の提供するサービスの需要も減ってしまいます。この点は、会社設立に関して米国の五十州で繰り広げられた競争にも当てはまります（Dodd and Leftwich [1980] を参照）。

また、経営者は、実施されているルールの下で、財務報告が最も自分に有利となるものを常に好むとか、選ぶという点には、納得していません。保守主義は、会計士や経営者の間でも長年にわたって敬意を払われてきた伝統です。企業、あるいは経営陣によっては、利益について「上質な」財務報告を行っているとは評価されることに、多大な価値を見出していることもあります。身勝手な、自分に有利な財務報告行動をとっている企業は、投資家たちがその身勝手さに気づいたときは、しばしば企業価値が暴落するような目にあったり、そのような企業の経営者はときには解任されているのです。経営者には、保守的な会計報告慣行を守ることによって、自らの名声を守りたいという大きなインセンティブがあるのです。要するに、公開企業の経営陣には、上質な会計基準と情報開示を求める需要が、潜在的に存在していることになります。<sup>8</sup>

**F 氏の発言 5：** 貴方の議論には、細部では納得できることもあるのですが、ここで、さらに、私が前にご紹介しました、会計基準の設定者間の競争と、環境防止基準を設定するにあたっての地域間の競争の類似点に立ち返ってみたいと思います。両方の場合とも、問題は「外部性 (externalities)」が存在したり、あるいはある当事者の活動により、他の当事者に補償されない利得や損失が生ずるという「スピルオーバー」費用ないし便益が生じる場合といえます。環境は、環境物質の排出者が、その汚染によって損害を被った人にその費用を補償するといった希な場合を除けば、外部性を生じさせます。<sup>9</sup> 個々の地域に、環境汚染の防止基準を定めさせると、環境

---

付けのある証拠がある。イギリスとカナダには、互いに重なり合う市場に会計士の団体が三つ存在している。これら団体の会員資格は、長年の間に緩んできたようには思われない。これは驚くべきことではない。これらの団体は、入会資格の要件を決めるときには、自らの会員の名声と、彼らが提供する会計事務の需要の帰趨を気に掛けているに違いないからである。入会資格を低くすると、名声が高まることもなく、会計事務の需要が増えることにもならないのである。

<sup>8</sup> MPI Research, Inc. の会長兼CEOのWilliam Parfet は、企業家がその会社の会計報告を作成する際の行動について次のように述べている。「スポーツにたとえれば、企業家は勝つことを望んでいるが、あくまでルールに則ってプレーして勝ちたいのである。」(William Parfet (2000, pp. 481-482))

<sup>9</sup> 水の中に棲んでいる魚について誰も排他的財産権をもっていないとき、規制無く争って魚をとれば、魚という資源は枯渇してしまう。これは、外部性が存在する場合には、資源が非効率に利用されるという古典的な例であり、「共有地の悲劇(tragedy of the commons)」という名で呼ばれる現象である。例えば、Stiglitz, [1997] 参照。

汚染によってその地域外に地域に課されることとなる費用を何ら考慮せず、汚染防止関連の規制に従うためのコストを免れようとする企業を誘致することによって得られる便益を含め、汚染防止規制を緩めることによる便益に捉えられる(capture)ことになります。とどの詰まりは、汚染が大幅に増えてしまいます。基準設定機関も、類似する外部性をもたらします。General Motors の企業価値を評価するとき、投資家は GM の財務諸表を検討するだけでなく、同時に、Ford の財務諸表と GM の財務諸表を比較します。仮に、Ford が別の一群の財務報告基準に準拠しているとしたら、GM の企業価値を評価することは、より困難になるとともに、正確度の低いものとなります。この種の外部性は、複数の、競合する地域が存在する場合にのみ、問題を生じさせます。米国に IASB を導入して、FASB と競争させることによって、米国の財務報告の環境になぜこのような問題を持ち込まなければならないのでしょうか？

**I 氏の発言 5：** 大気汚染について、なぜ地方ではなく、全国的な基準が設けられているかの理由を例として貴方が取り上げられたことを、興味深く思います。ある地方から他の地方に旅行する場合には、飛行機を使うとすると、地方の基準では大気の状態を十分にコントロールするのは難しいのと同じように、資本も国境を越えて移動するわけで、一国の基準でコントロールするのは難しくなります。この点の議論は、IASB が米国で果たすべき役割を公正に判断すべきだと主張するための、中心論点となります。

大気汚染をコントロールするため適正なバランスを達成することは、些末な問題ではありません。そして、このことは、会計基準の適正な水準を選ぶ場合にも当てはまります。会計基準を策定する際の最も困難な問題は、私の考えるところでは、「過剰」な基準設定と「不十分」な基準設定との狭間で適切なバランスをとることに尽きると思います。どちらの極端に走っても、財務報告の価値は減ってしまいます。基準が不十分なものであれば、財務諸表の利用者は、企業が財務諸表を作成する際に、どのような原則を適用したかを知るのに困難をきたすでしょう。基準が過度であったり、あるいは過度に柔軟性の狭いものである場合には、企業がその経済状態を正確に知らせられるような報告手続を選べなくなります。

競争は、一国の経済で、何が適正な水準の会計基準かを「ぴったりに決める」助けとなり

ます。新たな会計基準の導入を求め、あるいは廃止を求める提案について社会的な費用便益分析を行うことは困難です。そのような提案の経済的な帰結を予想することは、悪名が高いほど不正確です。企業またはその他に、会計基準の草案とその経済的な帰結について、それぞれの予想を提出してもらうよう頼んだ場合、二つの問題にぶつかります。第一に、直面する利得または損失が十分に大きな人または企業しかそのような依頼に応じて回答してこないことから、標本選択に偏りが生じます。第二に、回答する場合にも、企業その他の利害関係者は、採用される政策に影響を与えようとして、自らの予測を誇張しようとする誘惑に曝されることが明らかなことです。

正確に社会的な費用便益分析を実施することが困難なことから、実際に実施される会計ルールが不適切なものとなる可能性があります。さらに、会計基準の評価にともなう困難性は、基準設定者を、いわゆる「道具は乱用される法則(Law of the Instrument)」に陥らせることとなります。<sup>10</sup>つまり、基準設定者は、たとえ他により良い選択肢があるときでさえ、さらにたくさんの会計基準を制定するよう勧告することになります。この結果、生み出された会計基準は、最善の効果を社会にもたらすものにはならないこととなります。これにより、FASB が設立されて以来このかた、数年にわたって会計基準の数が爆発的に増加した現象は説明できるのです。

基準設定機関の間に競争をもたらせば、これらの問題のいくつかを減らし、会計基準の効率を高めることができます。競合して存在する基準に対するそれぞれの反応を見れば、各基準設定機関は、利害関係者から真の意味でのフィードバックを得ることができます。現在、企業がしばしばそのように振る舞っているのとは反対に、企業は会計基準を採用し、あるいは拒絶して、「離脱によって意思表示をする (vote with their feet)」ことができます。<sup>11</sup> 競合する基準設定機関の存在を許せば、それが、一枚岩の基準設定者であった場合よりも、より優れた基準を求める要求により敏感に答えることになると思われます。仮に、一系統の会計基準が他の会計基準に比べて不十分であったなら、競争の結果、前者の会計基準は消えてなくなるでしょう。その結果、不十分な基準設定も過剰な基準設定もなくなると思います。

---

<sup>10</sup> 「私は、これを道具乱用の法則(law of the instrument)と読んでおりますが、次のような事例に具体的な表現をみることができます。「子供にハンマーをもたせると、目にする物すべてをハンマーで叩かないと気が済まなくなる。」」 Kaplan [1964, p. 28].

<sup>11</sup> 地方的な公共財の供給をめぐる地域間の競争の効果については、Tiebout [1956] を参照。また、これに反する見解は、Tjong [2000] を参照。

## 「適者生存(Survival of the Fittest)」と「離脱による意思表示(Voting by Feet)」

**F 氏の発言 6：** 貴方の議論は、ダーウィニズムの「適者生存」の方向の理由づけの亜種のように思えます。この論理を突き詰めれば、結局、世の中に全く会計基準がなくなっても仕方がないということにもなりかねません。しかし、結局のところ、会計基準は、一種の社会的規範ないしは慣習なのであり、慣習というものは、長期的には、効率性の高いものに向かって進化していくのです。これが、Posner (1992)やその他の論者が主唱した「法と経済」学運動の基本的な前提なのです。つまり、コモン・ローというものは、長期的にみれば、社会的に効率的な行動規範を導くのだということです。法律は、ある一つの社会の中では他の法律との競争に直面しているわけはありませんが、それでも結局は効率的になるというのですから、競争があろうとなかろうと、会計基準も長年の間には効率的になると期待して何がいけないのでしょうか？

**I 氏の発言 6：** すべての社会的規範と同様に、競争があろうとなかろうと会計基準も効率的なルールに収斂する可能性があるという意見には、私も賛成です。しかし、同様に、社会規範と同じく、会計基準が効率性に向かって進化していくスピードは速くなく、進化が確実であるわけでもありません。社会の変化が速く絶え間ない状況では、会計基準は、実業界の最新の状況からは永久に遅れてしまい、その結果、資源分配に支障を来す可能性があります。このような理由で、財務報告基準を策定する機関を設ける必要があるのです。仮に、われわれに正式な基準設定機関が必要だとしたら、たった一つの機関に独占力を与えてこのプロセスを自在に操らせるのを許すのは理に適っていません。会計基準を作り出す機関をたった一つにしてしまえば、企業は「離脱によって意思表示をする」ことが許されませんし、その結果、誤りが長期間にわたって正されることなくそのまま続く可能性が増えてしまいます。

**人は、自分にとって何が良いことかが分からないことがある**

**F 氏の発言 7：** この「離脱による意思表示」という論法は、意思決定をくだす人には、その手許にある選択肢の意味を理解し、各選択肢のもたらす結果を知ることができ、また、自らの最適な利益に適う、正しい選択をすることのできる十分な理解力があることを前提にしている議論です。次に述べる意見は、エリート主義者の議論のように聞こえるかもしれませんが、会計基準の

設定に何年も携わった経験から言うと、私の結論はまったく反対なのです。会計基準を設定するような場面で出てくる問題点は、技術的で、きわめて複雑ですから、これらの問題点について表面的な理解以上のものを得ようと努力する人の数が、ほんの一握りの人以上であると期待するのは現実的ではありません。ことに、会計学の問題になると、一般の人が、つねに、何が自分の利益に適うかを知っているわけがありません。私は、「雇用者の年金以外の退職後給付の会計」に関する FASB 基準書の例を既に挙げましたが、それ以外にも多くの例はあります。FASB がストック・オプション制度に関する会計処理の新しい基準を定める草案について、そのまま承認を得ることができたとしたならば、これらの費用を認識することが、自分たちの最善の利益に適うことだと企業の人たちにも最終的には理解してもらえたと、私は信じています。FASB には、このように政治的に見解が錯綜している問題点について、このような段階にたどり着けるチャンスはほとんどありませんでした。いずれにせよ、会計基準を国民投票にかけるのではなく、FASB や IASB のような専門家の委員会が必要なのは、この理由なのです。

**I 氏の発言 7:** スtock・オプションの会計処理や、退職後給付に関わるような新しい会計基準が実業界の人々に受容される可能性についての貴方の懸念は、実際には、基準設定機関の間に競争を認めるべきだとするもう一つの根拠を提供するものなのです。デリバティブを例に取り上げて議論してみましょう。連邦準備制度理事会の議長 Alan Greenspan は、デリバティブを値洗いすることに反対する大手銀行の意見を支持しています。この問題について介入するため合衆国議会で法律が成立し、Greenspan 氏の支援を求めるに至った段階で、はじめて、Greenspan 氏は、反対に、FASB のプロセスの独立性を支持する同氏の見解を幾度も繰り返しました。会計基準が複数の系統に分かれていたら、FASB、あるいはその他の基準設定機関が、大胆にも、重大な新たな報告義務を提案する挙にでたとしても、政治的な圧力はもっと低くなったはずです。そのような重大な提案をした基準設定機関は、「ちょっと待ってください。これらの基準が気に入らなかったら、これを外して、他の基準を選べばいいんですよ。」と言えたでしょう。基準設定に競争を持ち込んでも、本当のところは、貴方が「規制緩和競争の結果、良貨が駆逐される(race to the bottom)」現象と呼んだものとは、ちょうど正反対になる可能性もあるのですよ。競争、競合があ

れば、一つの基準設定機関に対し、圧力団体が立法過程でかけていくような圧力は弱まると思いますが、対照的に、現在の制度の下では、権威あるたった一つの会計基準機関は、会計上の革新的な提案を行えばいつも、かなりの政治的圧力がかけられることになるのです。

競合する基準設定者は、類似する、重複する、あるいは異なる会計基準を作成するかもしれない、それらは同じ、あるいは異なった企業から好評をもって迎えられるかもしれません。ともかくも、オープンな競争により、投資家の厚生状態は改善するのです。

**米国は、はたして世界の他の国と違っている（優れている）か？**

**F氏の発言 8：** 貴方の議論は、IASB が FASB の引き立て役として役立つことを前提にしています。でも、国際的な会計基準がいかんにして設定されるかを、具体的な点について考えてください。

もちろん、何もないところから、突然、事が始まるのではなく、具体的な制度的な状況に応じてのことです。ドイツの会計ルールには、例えば、たくさんの「**(秘密) 積立金**」勘定を設けることを許しています。これらの勘定について開示が不足すると、財務諸表を読む人が企業の価値を、財務諸表から評価するのは難しくなります。しかし、この財務報告書の不透明性も、歴史的に見てドイツ企業に対する主たる資本提供者であったドイツの銀行には、何らの問題も引き起こしません。貸付人として、これら銀行は、ドイツの企業の財務諸表を読む一般人は手に入れないような情報を、内々に見ることができるのです。しばしば、銀行から派遣された代表者は、それら企業の監査役会(board of directors)の一員になっています。このような金融および企業統治の仕組みを前提とすると、ドイツの GAAP は、ドイツ企業にとって資金調達を妨げる存在ではありません。しかし、米国の金融および企業統治の仕組みは、これとは違っています。米国企業が発行する株式や債券の多くを保有しているのは、個人やその他の「ノンバンク」金融機関です。米国企業に、(秘密) 積立金のあふれた不透明な財務諸表を発表する自由を許せば、資本の提供者は (秘密) 積立金の背後に隠された情報を知ることができないために、不都合が起こるでしょう。さらに、国際会計基準といっても、各国の資本市場の運用形態の差異を、必ずしも平準化するものではありません。よく採用される方策は、一つ、あるいは二つに集約できます。一つの方策は、国際基準を、すでにどこかの国で実施されている基準にならって作り上げることです。既存の基



準について十分な賛同者が現れるのが望み薄なときは、新しい基準案を作ります。その新しい基準を採択するには、さまざまな会計慣行と制度をもっている複数の国々から支持を取り付ける必要があります。このようなプロセスをとった結果は、しばしば「最小公倍数基準」というものになります。これは、われわれが既に検討した「race to the bottom」を、別の言葉で表現したものに過ぎません。選ばれた基準が情報への平等なアクセスを支持する強い選好を持っている国の会計慣行をモデルとして作られたものでない場合には、その結果は、それらの国々の投資家にとっては一歩後退したものになるでしょう。米国は会計基準の設定の面でリーダーですから、国際的なハーモナイゼーションを達成するために米国の会計基準設定者が原則を曲げることを強いられるならば、それは、米国の GAAP が希釈化される効果を生むだけになります。これは、米国の証券市場の参加者にとってベストな結末ではありません。

**I 氏の発言 8：** 国によって事業環境が異なるという点では、われわれ二人の意見は一致しています。次に、理想的な世界では、それぞれの環境にとって理想的なただ一系統の会計基準を作成することがベストだろうという点についてもわれわれは意見が一致しているとしましょう。しかし、一つの地域をとっても、さまざまな産業界で、また、さまざまな事業環境を持った地域において、さまざまな規模の企業が事業を行っています。実際、Exxon と British Petroleum との間の事業環境の差は、Exxon と NASDAQ に上場されている小さなフロリダ州の製菓会社である Paradise Inc.との間にある差より小さいという議論をしても誰もの外れだとは言わないでしょう。つまり、貴方が正しくも指摘した問題は、国際会計基準の設定にだけ当てはまるものではないのです。

幸いなことに、これまで常に検討してきた解決策によって、この問題を合理的に解決することができるのです。競合する基準設定を許すシステムのもとでは、世界中で会計報告の基準をハーモナイズするという作業は、各国の状況によって決定される任意の時間的なペースで進めていくことができるのです。国内の取引先しか持っておらず、国際的な取引がほとんどないか、全くない企業にとっては、米国においては FASB のようなそれぞれの国の国内基準設定機関が作成した各国の事情に応じ最適化された基準に従うことが便利だと感ずるでしょう。他方、取引先

を国際的に持っている企業は、国際基準にしたがった方が有利だと考えれば、国際基準に従うことを選ぶでしょう。このような二層のシステムをとれば、あらゆる国の企業にとって選択の自由が増えるはずです。自由な試みを抑圧するのではなく、このようなアプローチをとれば、各国の基準設定機関の正統性も大幅に高まっていくでしょう。例えば、米国内には、さまざまな証券取引所があり、それらは独自の企業の上場基準を設けて競争しています。この競争の結果、マーケットは多層化され、証券市場にとって健全な結果がもたらされています。また、その結果、ニューヨーク証券取引所は NASDAQ や、その他いくつかの地域証券取引所、そして、投機性の高い証券を取り扱っていることで有名なバンクーバー証券取引所などとさえ共存して、一種の均衡を達成しているのです。つまり、IASB と各国の基準設定機関との間に競争を持ち込めば、会計基準の設定という面にも、同様に、健全な競争が促進されるわけです。

さらに、会計基準が分断化される可能性についても、これは、米国にとって目新しいことではないのです。顧客効果(clientele effects)を考慮して、会計報告基準を調整するという「小企業向けの GAAP、大企業向けの GAAP(Little GAAP、Big GAAP)」論争の過程で多くの議論が既になされてきたところです。IASB と FASB との間に競争を持ち込めば、世界的な規模で顧客効果に沿った対応ができることになります。つまり、IASB は、米国の GAAP と直接的な競争関係にないことから、その結果問題が生ずることがあることに私は同意しますが、この問題の解決策はシンプルなのです。つまり、ただ、もっと競争を増やそうではありませんか！

### **より多数の人の合意を求めると、基準は弱いものになる**

**F 氏の発言 9：** 貴方は、私の意見を逆手にとって私に反駁を加えましたね。しかし、問題はそれほどシンプルなものではありません。IASB ははるかに多数の利害関係者から承認を得なければならないことから、合意に達しうる事項の数は、FASB で合意に達する事項よりも少なくなるに違いありません。この結果、生じうる帰結は、FASB の基準に比べて緩やかな基準を採択することになります。緩やかな IASB 財務基準は、企業が利益操作をする機会を増やし、財務報告書の投資家に対する有用性を下げてしまいます。国際会計基準を採択するために必要な政治的なコンセンサスを達成するために付随するコストの一つが、その基準が比較的に漠然と、より明確性

を欠く形で構成されざるを得ないということになります。基準が漠然としたものとなると、曖昧さが増え、違法とは言わないまでも機会主義的な会計処理上の取扱いが一般に認められた会計原則によっても認められることになります。利益操作とか、バランスシート操作は、この曖昧性がもたらす一つの帰結にすぎません。利益操作は、咎められるべき企業の財務諸表を読み、これに信じた投資家を欺き、損害を与えることになります。なぜなら、企業は、実際よりも利益率が高くリスクが少ないと装おうことができるからです。このような会計慣行は、咎められるべき企業に投資している投資家を傷つけるだけでなく、その他の企業の投資家もまた傷つけることになります。というのは、それら投資家は、利益操作をしている企業と利益操作をしていない企業の財務諸表を比較対照するという無益なことをさせられるからです。

### **形式的な一貫性か、内容的な一貫性か**

**I 氏の発言 9：** 異なった企業間で、また、時間の前後を問わず、財務報告書の統一性と比較可能性を達成することは財務会計における困難な課題です。一般の人々が考えているのとは反対に、事細かく、融通のきかない、「一貫性のある（uniform）」基準は、経営者に十分な選択肢を与えないことになるので、財務報告書を比較可能性の高い、より情報の豊かなものにするには役に立たないのです。FASB 基準書第 2 号 が良い例です。ここでは、すべての研究開発費は発生時に費用に賦課しなければならないとしており、経営陣に、いつの時点で費用として計上するかについて裁量を認めていません。この結果、一方の企業の研究が成功し、他方の企業の研究が何ら有益な結果をもたらさなかった場合にも、同一額を研究に投じた二つの企業の財務政策は財務報告書の上では同じものとなります。ルールを詳細にすれば、統一的で、比較可能な結果がもたらされとの発想は、内国歳入法典の条文が指数関数的に増えていること、税負担の不平等および内国歳入法典の実施対応に関する公衆一般の不満を鑑みると、簡単に否定できることです。<sup>12</sup>

企業に対して一群の会計処理方法の中から一つの方法を選ぶことを認めても、企業が選んだ方法がその報告書の中で開示されている限りは、企業がその報告書を読む読み手に開示する情報量は、必ずしも減ることにはなりません。企業がたくさんの方法の中から何を選んだかが明

---

<sup>12</sup> また、Uniformity in Financial Accounting (1965) とSunder (1997, pp. 143-45) も参照。

らかにされれば、企業が知っていることも、企業の価値を判別しようとしている財務諸表の読み手に明らかになります。これは、ちょうど、定額控除の低い自動車保険を選ぶ行為によって、保険加入者の個人情報保険会社に明らかになるのとちょうど同じことなのです（Levine, 1996 参照）。定額控除の低い保険を選ぶことによって、保険加入者は、自らの自動車運転上のリスクが高いこと、そして、財務リスクに対する危険回避度が高いことを明らかにしているのです。財務アナリストは、企業の質と企業経営者の質を評価するため、企業の行う会計処理方法の選択のあり方を継続的に調査しています。財務報告書を飾り立てるために経営陣が考え得るあらゆる会計上の計略を巡らした財務報告書よりも、経験豊富なアナリストに証券を売る決断をより速く下させるものは他にありません。会計陣がこのような方法に打って出れば、賢明な財務諸表の読み手に対し、その企業が絶望的な財務状態にあることをまた明らかにせずにはおられないものです。

「きつい(tight)」基準を求めてこのような選択肢をなくしてしまえば、企業が投資家一般に情報を伝えるもう一つの経路をまた、閉ざしてしまうことになるのです。

さらに言えば、株主やアナリストから好かれないと思っている経営者で、みずからの企業の将来性に自信を持っている人は、適用される会計基準が義務づけているよりもたくさんの情報を常に開示しようとしします。FASB 基準に IASB 基準を加えても、このことには何の変化も起こらないはずです。

### **国際的な基準設定機関は、産業界以外の勢力に取り込まれている(Capture)ことがある**

**F 氏の発言 10：** 私は、立法過程に影響を与えようとするロビー活動の内容と範囲が、基準設定者の間に競争を持ちこむことにより、いかに影響をうけるという前に取り上げた点に立ち戻って検討したいと思います。貴方は、競争を導入すれば、一つだけの基準設定機関に掛けられる圧力がゆるくなり、したがって、原則として、かかる団体は、新規性のある、あるいは独断的ですからある会計基準を選ぶという、より大胆な立場をとれるようになると考えておられました。貴方の推論とは反対に、私は、競争は、ロビー活動の圧力を強めるもので、弱めるものではないと思っています。われわれは、子供たちが、欲しいものをおねだりするとき、父親と母親をわざと競わそうとするのを知っています。基準設定者の間に競争を持ちこめば、クライアント企業を惹きつ

けようとして、このような圧力により弱くなってしまうでしょう。町を牛耳っているのが貴方だけなら、断固とした態度をとることはより簡単になります。

さらに、私は、IASB にかけているような圧力について、心配しています。米国では、Financial Executives International や Business Roundtable のような経済団体が、過剰な影響を基準設定にプロセスに及ぼしていると、会計士の中には不満を述べる人もいます。しかし、産業界以外の勢力がかけてくる圧力は、もっとたちが悪いことがあります。IASB を、会計基準機関の国連として考えてごらん下さい。それは、114 の国々の会計士団体によってつくられた任意団体です。十分な数の国の環境または政府的な問題を重視する勢力が、実業界の勢力を凌駕しているとすると、IASB は、私企業には受け入れがたいような、あるいは私企業にはどうしようもないような会計基準を発表させられるようになるかもしれないのです。国際的な労働組合団体、環境保護団体、そして消費者団体のすべてが、IASB 基準を牛耳ろうと試みるかもしれません。このような圧力がかけられたとして、起こりうる結果の一つは、経済界の人々が、IASB 基準とは完全に距離をおいてしまうことです。私が申し上げた、産業界、会計士、そしてその他のグループとの間の利害の対立から、デッドロックに乗り上げ、IASB を麻痺させ、張り子の虎にしてしまうのではないのでしょうか。

**I 氏の発言 10：** この議論の前の方で、貴方は、基準設定機関を二つ以上に増やすことに反対する議論を展開されました。競争が導入される結果、FASB は深刻な問題にさらされることになるであろうから、望ましくないと。今度は、そうしても有効な競争はつくり出せないであろうから、二つ以上の基準設定機関をつくるのは望ましくないとと言われる。二つの意見は、両立しないと思います。

IASB 基準が、産業界以外の勢力に取り込まれる可能性はわずかです。たとえそのようなことが起きたとしても、経済界は拱手傍観しておくことがないのは、FASB の会計基準が米国の産業界で義務的に実施されるようになるとき、あらゆる基準設定の決定にあたり声高に経済界の人たちは述べるのと同じくらい確実です。さらに、企業が、どの系統の会計基準を採用するかを選ぶことができることを前提にすると、IASB も他の基準設定機関も、産業界の人々の意見を

無視して、会計基準を起草することなど到底できません。仮に、貴方の抱かれている最悪の悪夢が現実となり、IASB が産業界と敵対的な勢力に取り込まれた場合であっても、われわれが議論している提案のもとでは、産業界の人々は、これらの基準をあっさり無視して、自らの途を歩んでいけるのです。

私の主張は、要するに単純なことなのです。IASB が有効なもう一つの選択肢になれると否とを問わず、「IASB にチャンスを与えて、実験してみようではありませんか！」ということに尽きます。実験するコストは、それほど高くありません。不都合なことは、何も起きないでしょう？<sup>13</sup>

### 会計基準設定のコストと実験のコスト

**F 氏の発言 11：** 会計基準設定のメカニズムについて行った実験が失敗であった場合の費用は、低いものではありません。一々列記してみましょうか。会計基準を設定するコストには、以下のようなものが考えられます。つまり、(1) 会計基準を作成の際に、基準設定機関や利害関係者が負担するコスト、(2) 財務諸表を作成する際に、企業がこの会計基準を実施することによる直接的なコスト、そして (3) 新しい会計基準にその行動を合わせることになる、さまざまな登場人物が負う間接的なコストと、行動様式を変えられることによる経済的な帰結、です。これまでわれわれが行ってきた議論のほとんどは、第 3 番目のカテゴリを中心に取り上げるものでした。しかし、前の 2 つのカテゴリの費用も、小さくはありません。むしろ、会計基準に関する新しい提案をした場合に、産業界から寄せられる反発の多くは、産業界の得る便益がその負担する費用を上回るものではないと産業界の人が考えているときに出てくるものなのですが。

競合する基準を評価することは、必然的に重複した作業となり、資源の無駄遣いになります。その上、競合する会計基準の一つの系統から他の系統に切り替えるとなると、その企業は

---

<sup>13</sup> 実験することの重要性、言い換えれば、所与の最新の情報のもとでも最良のものでない可能性のある行動を、さらなる情報を今収集しておく結果、将来の意思決定を改善するという希望のもとに行うことの重要性は、統計学の文献中でも集中的に取り上げられている研究課題となっている。これらの問題は、古くから「バンディット問題」と呼ばれてきた。概観を得るには、Berry and Fristed [1985] を参照。この文献は、ときとして経済学でも注目を浴びている。経済学における最も初期の取扱いについては、例えば、Grossman, Kihlstrom, and Mirman [1977] を参照。成功をおさめてきた企業がイノベーションを忌避し、その結果さらに成功をおさめることのできた機会をどのように失ったかに関する興味深い議論は、Christensen [1997] で見ることができる。

多大な実施コストを負担することになります。また、基準設定を行うグループを競合させておくと、基準策定の段階で、適正な検討を行うインセンティブが不足することになります。基準設定機関が生み出す成果は、経済学者の言うところの公共財ですから、競合する基準設定機関の一方は、策定するための費用を何ら負担することなく、無償で基本的な概念とか発想を使うことができるのですから。会計基準の策定者は、その策定した発想とか概念について、法律で守られた財産権を取得できません。対照的に、基準設定機関を独占的なものとした場合、資源の無駄な浪費となる重複は生じないので、十分な検討を行う適切なインセンティブをもつことができます。

**I氏の発言 11：** 貴方の提案されたとおり、コストの三つのカテゴリに分類することを前提にしますと、第一と第二のコストを見積もるのは、第三のコストを見積もるより簡単であることには、私も同意見です。<sup>14</sup> しかし、第三のカテゴリのコストは、他の二つに比べると桁違いに高いのです。二つの成分を「同量」だけ要求する、馬肉とウサギ肉のシチューのような目眩まし料理 (horse-and-rabbit-stew) のレシピでも、「それぞれ一匹」入れること意味しません。競争を取り入れた環境では、基準設定者は、これら三つのコストすべてを最小化しようとする、一実際には第三の要素を最小化するとしても、一理由があります。この競争場裡に固有な傾向は、独占体には欠けているのです。

貴方の上げられたコストの全体図は、たいへん包括的な一方で、これらコストの中でも最も些末なものを除けば、その合理的に詳細な見積もりをすることは実際には困難なことなのです。見積もるのが困難なコストの内の一つだけでも検討してみましょう。会計基準委員会の委員に「代表的な」人を得るコストです。どの基準設定機関も、完全なかたちで、利害関係者の意見を反映させる体制にはなり得ません。このような機関のとりうる陣容には限界がありますし、その活動がそれらの人々の利害と衝突するような利害関係者の数が多いことから、そのような機関の人員構成は、外部の意見を完全に反映するという点では完全とはいえないものになります。基準設定機関の間に競争を持ちこめば、このような不完全性が現れる可能性を低くすることができます。

---

<sup>14</sup> 会計士にも、経営者にも言えることであるが、一般に、目前の意思決定に最も関連性の高い情報よりも、簡単に収集し、計算できるような情報に基づいて意思決定を行う悪弊にとらわれていることが多い。古典的な例は、評価、予防、内部的失敗、外部的失敗コストから構成される「質のトータル・コスト」を重視することである（例えば、Kaplan and Ittner [1988] 参照）。これらのコストの存在は否定できない一方で、質が顧客の需要に及ぼす影響に比べると、これらは、桁違いに小さなものなのである。

ます。たとえ、その機関に直接に代表者を送り込んでいなくとも、そのような機関は、さまざまな利害関係者の意見に耳を傾けなければなりません。不満を持った利害関係者は、その忠誠を競争相手の機関に振り替えることができます。このような論法は、米国で、会社の設立を連邦法で規制しようとする運動に対する反論として唱えられました。連邦の五十州すべてが、「法人設立市場」で激しい競争を繰り広げ、結局、デラウェア州が、会社のさまざまな利害関係者が魅力を感じるような会社法、あるいは「標準(standards)」を設計したことにより、市場の大半を手に入れることに成功したようです。1980年代には、いくつかの州が、企業買収にあたって防衛策を提供するような法律を通そうとしましたが、経済学者たちは、そのような法律を作れば、その州から企業は逃げていくだけだと主張しました。要するに、基準設定機関が競争しなければならないようにしておけば、基準設定機関の内部構成はそれほど問題ではなくなるのです。

既に述べましたとおり、会計基準を設定するコストは数量化するのが難しいものです。独占的な基準設定者の場合に、コストを評価するには、さまざまなコストの大きさを知るだけで十分です。でも、基準設定者の間に競争がある場合には、そのような判断をする必要は少なくなります。競争によって、さまざまな基準設定者が行う活動に割く時間、お金、そして業務の量は適正なものとなるようにされるからです。

**F氏の発言 12：** 競争には、その他のコストもあります。経済学者たちは、ネットワーク外部性というものを研究していますね。同じ規格(standards)を使う消費者の数が増える場合の便益についてです。<sup>15</sup> 電話とファックスは、ネットワーク外部性の古典的な例を提供してくれます。世の中に電話が一台、あるいはファックスが一台しかない場合には、それ自体、役に立つものではありません。電話やファックスの有用性は、互換性のある電話やファックスを利用する利用者の数が増えるにしたがって、増していきます。会計基準にも、ネットワーク外部性があります。一企業だけ見て、財務報告書の解釈から経済的な状態や業績を判断しようとする、しばしば間違いをおかしてしまいます。多数の企業が、同一の基準を守っている場合には、財務報告書の読者は企業間でそれを比較検討でき、また財務報告書をよりよく解釈できるようになります。これは、会

---

<sup>15</sup> 古い参考文献については、Farrell and Saloner (1985) を参照。



計基準が一系統だけ存在し、また基準設定者がただ一つだけ存在する場合の、大きな利点です。このような帰結は、各企業が、ただ一系統の「会計基準」を使って会計報告を行っている状況以外には考えられません。

もう一つの例として、ある市ではただ一系統のレストラン用の公衆衛生基準しか定めていない理由を考えてみましょう。食事をしようとするお客はレストランに入って、次のように自問することもできます。「このレストランで使っている系統の衛生基準は、今日、私が昼食に注文しようとしている食事にとって適切なものだろうか？」 いや、食事をするお客さんにとっては、専門家に一系統の一貫した基準を決めてもらい、すべてのレストランで出されるすべての食事を安全にしてもらう方が便利です。同様に、投資家は、企業の財務報告書を解釈するときに、GAAP の細かな差異に関する技術的な議論に煩わされたくないものです。ただ一つの GAAP にしたがってすべての財務報告書を作成させることによって、投資家の信頼を勝ち得て、彼らの困惑を取り除いてあげましょう。

**I 氏の発言 12：** 私は、ネットワーク外部性が会計基準にもあてはまることに同意します。そのような外部性がなければ、各会社が自分の規則に従うことになり、基準を定める必要性はほとんどなくなるでしょう（Sunder 1997, Ch. 11 参照）。重大な問題は、会計基準のネットワーク外部性の大きさが、これに従う会社の数でどのように変わるかということです。経済学の文献は、通常、共通の基準を利用する便益は、利用者の数とともに、ある関数関係にしたがって増えると仮定しています。われわれは、この関数について何も知りません。数が増大していくについて、便益の増加率が大幅に減る可能性だってありますから、そのような場合には、一系統だけの規格にしたがうことによる、規模の経済の利点は極めて小さなものになってしまいます。

電話に関連するネットワーク外部性に関して、以下のような思考実験をしてみましょう。米国では、誰もが電話を持っているが、ロシアでは誰も持っていないと仮定してください。この仮定的な状況のもとで、すべてのロシア国民に電話を与えても、大半の米国の住民に大きな便益がもたらされるかは、明らかではありません。使用者の数が増えることに関連して、ネットワーク外部性が追加的に増加する割合は、何れかの点では、小さくなると予想すべきです。ネットワー

ク外部性は重要かもしれませんが、その大きさを過大評価してはいけません。

基準にしたがっている会社の数が増えるに連れ、ネットワーク外部性のもたらす潜在的な便益が急速に減少していくならば、競合する基準設定者もまた、独占的な基準設定者と同様にうまくいくかもしれません。そして、これは、私がこれまで述べてきた競争のもたらす他の便益を考慮しなかったとしても、真実なのです。

均一な公衆衛生基準を設けることについての貴方の推論は、不適切だと思います。第一に、投資家は投資顧問だけが知っているような GAAP の詳細を知る必要がありません。しかし、食事をする場合、人は、その側にプロのアドバイザーおらずに注文し、食事をとります。第二に、米国の GAAP はすでに多くの財務報告上の選択肢を認めており、投資家とアナリストは、企業が行ったさまざまな選択の差異に対処するよう求められているのです。

**F 氏の発言 13:** おそらく、われわれがまだ議論していない、会計基準のコストで最大のものは、投資家が負担するリスクと、証券価格中のリスクプレミアムに対するそれらの影響でしょう。会計報告基準は、マーケットとある企業に投資した場合のリターンとの間の共分散に起因するリスクを減らすものではありません。でも、それは、企業のキャッシュフローに関連したリスクに影響を及ぼすことはできます。基準設定者が、独占的な存在である場合には、その基準にしたがっている企業の株主が負担するリスクに関心をもっているでしょうし、後者のリスクプレミアムを総額で最小限に留めようと試みるはずです。複数の基準設定者の間に競争を持ちこんでも、同じようにうまくいきますか？

**I 氏の発言 13:** 私は、競合する基準設定者も、同じくうまくやると信じています。基準設定者の唯一の目的が「情報にともなう」リスクプレミアムを最小にすることであるならば、基準設定者を独占的なものにする場合と、一連の競合する基準設定者を認める案のもとで行われる開示の間に違いはないでしょう。<sup>16</sup> しかし、社会的な側面にも関心のある基準設定者は、開示することが増えると、企業は、その競争相手に独自の情報を開示する結果とならないかについても考慮しなければならないでしょう。そのような独自情報に関するコストも考慮すると、効率的で最適な

---

<sup>16</sup> Dye [1990] 参照。

基準を決定することは非常に困難です。既に述べましたように、基準設定団体の間に競争があれば、このような意思決定の難しい状況においても、正しい選択をする可能性が高い、と私は考えます。

## 要約

**F氏の発言 14:** 一回の議論で取り上げることのできる限りの多くの問題を検討したと思いますので、まとめに入らせてください。私は、壊れていない物を、直す必要があるとは思いません。貴方は、外部性の存在によって、競争の利点が損なわれている分野においてさえ、自由放任主義的(*laissez faire*)な競争の利点を信じておられます。実際問題として、SEC は、あなたが提案されているような「選択」による解決を支持しないでしょう。規制機関として、SEC は、曖昧さに対する許容度が低く、常に柔軟性よりも一貫性の方を理由のあるものとして擁護します。これは、あなたの見解では、そのような均一性が中身より形式の問題であるときでさえそうなのです。その監督下に立つ企業が、監督する立場にある機関が作成するものでありながら、その従うべき会計基準を自ら選べるような体制を支持することは、とうてい考えられません。もちろん、そのことは、われわれがこのような問題を議論したり、討論してはならないことにはなりません。貴方の、最終的なお考えを伺えますか？

**I氏の発言 14:** この種の、幅広い議論について情報を得ることによって、われわれは、米国が、IASB 基準に門戸を開くべきかの問題について、より良い決定を下すことができるようになるはずです。多くの方にこの討論に参加していただき、最高の議論を引き出せたらと思います。もともと説得力のある主張を行った方には、賞をあげてもよいと思っているくらいです。しかし、私が思うに、この議論を通じて貴方が提言してきた基本的な考え方と合致させるためには、貴方は、その主張が確固として揺るぎない、ここにいる私のような人と、一人だけの討論を楽しみたいと望んでおられるのではないのでしょうか。

## References

- Baumol, W., J. Panzar, and R. Willig, Contestable Markets and the Theory of Industry Structure (Harcourt, Brace and Javonovich: New York), 1982.
- Berry, D. and B. Fristedt. Bandit Problems: Sequential Allocation of Experiments. (Chapman and Hall: London), 1985.
- Carey, J., The Rise of the Accounting Profession: To Responsibility and Authority 1937-1969 (AICPA: New York), 1970.
- Christensen, Clayton, The Innovator's Dilemma, Harvard Business Press: Cambridge, 1997.
- Dodd, Peter and Richard Leftwich, "The Market for Corporate Charters: 'Unhealthy Competition' versus Federal Regulation," Journal of Business 53 (1980), pp. 259-283.
- Dye, R., "Earnings Management in an Overlapping Generations Model," Journal of Accounting Research 26 (Autumn 1988), pp. 195-235.
- Dye, R., "Mandatory vs. Voluntary Disclosures: The Cases of Real vs. Financial Externalities," The Accounting Review 65 (January 1990), pp. 1-24.
- Easterbrook, F. and D. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law (Harvard University Press: Cambridge), 1991.
- Farrell, Joseph and Saloner, Garth (1985), "Standardization, Compatibility, and Innovation," Rand Journal of Economics, Vol. 16 (Spring 1985), pp. 70-83.
- Grossman, Kihlstrom, and Mirman, "A Bayesian Approach to the Production of Information and Learning by Doing," Review of Economic Studies 44 (October 1977), pp. 533-547.
- Kaplan, Abraham. The Conduct of Inquiry: Methodology for Behavioral Science. San Francisco,

Chandler Pub. Co. 1964.

Kaplan, R., and Ittner, C., Texas Instruments: Cost of Quality (A), HBR Case Studies, 1988.

Levine, Carolyn. Conservatism, Contracts and Information Revelation. Doctoral Dissertation, Carnegie Mellon University, 1996.

Monks, R. and N. Minow, Corporate Governance (Blackwell: Oxford), 1995.

Parfet, William U., “Accounting Subjectivity and Earnings Management: A Preparer Perspective,” Accounting Horizons. Vol. 14, No. 4 (December, 2000), pp. 481-488.

Posner, R., The Economic Analysis of Law 4th ed., (Little Brown and Company: Boston), 1992.

Stiglitz, Joseph E., Economics, 2nd Edition (1997), W.W. Norton

Sunder, S. Theory of Accounting and Control. Thomson Learning, 1997.

Tiebout, Charles M. “A Pure Theory of Local Expenditures.” Journal of Political Economy, Vol. 64 No. 4 (October 1956), pp. 416-424.

Tjong, Henri I.T., “Breaking the Spell of Regulatory Competition: Reframing the Problem of Regulatory Exit,” Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter, Bonn, August 2000.

Uniformity in Financial Accounting. Law and Contemporary Problems. Vol. XXX (Autumn 1965). Duke University.

# 課題：英文公開買付届出書の作成

- 今回は、EDINET に開示されている公開買付届出書を教材に、公開買付、公開買付のための英文書類の作成の様子を学んでいきます。

教材：ファイル①

公開買付者：ワイオミング・ホールディング

EDINET ⇒ 有価証券届出書等 ⇒ 公開買付届出書

<http://info.edinet-fsa.go.jp/>

- 2. 株式公開買付

- 株式公開買付の意義（野村證券）

公開買付けとは、株券等の発行会社または第三者が、不特定かつ多数の人に対して、公告等により買付期間・買付数量・買付価格等を提示し、株券等の買付けの申込み又は売付けの申込みの勧誘をおこない、市場外で株券等の買付けをおこなうことをいう。なお、公開買付けの対象となる会社の取締役会の賛同を得ないで、買付者が公開買付けをおこなう場合を敵対的公開買付け（敵対的 TOB）という。

企業の合併・買収件数の増加により、その手段の一つである公開買付けの件数も増えることとなった。しかし一部、市場内外等の取引を組み合わせた脱法的な態様の取引も出現するようになったことから、公開買付けの手続きは、株主・投資家・買付者に対して透明性・公正性を確保するべく、2006 年 12 月に大幅に見直されることとなった。

- 3. 公開買付届出書

- 公開買付届出書の意義

## 公開買付届出書

公開買付制度に基づき株券等の公開買付けを行う際に、その目的、買付け等の価格、買付予定の株券等の数、買付け等の期間、その他公開買付府令（第 2 号様式）で定める事項を公告した者（＝「公開買付者」）が、当該公告日に内閣総理大臣に提出する書類及び添付書類のこと（以上、証券取引法第 27 条の 3 第 2 項）。

管轄財務局および証券取引所等において公衆の縦覧に供され、また対象会社および上場証券取引所または証券業協会にその写しを送付することとされる（以上、同法第 27 条の 14、公開買付府令 33 条）。

公開買付届出書は EDINET で閲覧できる。

- 4. 公開買付届出書の英訳
  - 外債発行、外国企業の東京証券取引所への上場、その後の継続開示等の仕事を通じて、証券関連の書類の「英訳版」は、数多く存在している。
  - 金融商品取引法の前身の「証券取引法」が、かなり忠実な米国の証券法、証券取引所法の翻訳調であったことから、英語版を遡って探す方法は、有効
  - 当然のことながら Unofficial Translation ではあるが、公開買付届出書の英訳例を 2 つ提供する。

ファイル②

ファイル③

- 5. 米国の書式
  - 米国の Tender Offer Statement は、ネット上で見つけるが可能
  - その他の書式は、買付者のサイトで入手できる。



- 6. 開会買付届出書を英語化する作業
- 全体としては、米国の **Tender Offer Statement** を参考にする
- 条項毎に細切れに、積み上げていく
- 最後に全体の調子を整える

**FORM NO. 2 (For Use of Third-Party Tender Offer Pursuant to Cabinet Office Ordinance Concerning Tender Offer of Share Certificate, etc., by the Party Other Than Issuer)**

1.

**2. Cover Page**

3.

Document Filed:	Tender Offer Statement
Filing With:	Director of Kanto Local Financial Bureau
Date Filed:	[_____, 20__]
Name or Company Name of Filing Person :	_____
Address or Location of Filing Person :	_____
Nearest Office of Contract:	_____
Telephone Number:	_____
Name of Person Authorized to Receive Notices and Communications on Behalf of Filing Person:	_____
Name or Company Name of Attorney-in-Fact:	_____
Address or Location of Attorney-in-Fact:	_____
Nearest Office of Contact:	_____
Telephone Number:	_____
Name of Person Authorized to Receive Notices and Communications on Behalf of Filing Person:	_____
Place Where This Document will be Made Available for Public Inspection:	<u>Name:</u> <u>(Address)</u>

4.

5.

## 6. Body Text

7.

## 8. Item 1. Terms of the Transaction

9. 1. Name of the Subject Company

10.

11. 2. Class of Share Certificates, etc., subject to the Offer

12.

13. 3. Purpose of the Offer

14. 4. Period of the Offer, Price of the Offer and Number of Share Certificates, etc., to be Purchased

15.

16. (1) *Period of the Offer*

17.

18. (i) Initial Period Set at the Time of the Filing

19.

Period of the Offer:	From [_____, 20__] to [_____, 20__] (For __ Business Days)
Date of the Public Announcement:	
Daily Newspaper on which the Public Announcement is Posted:	

20.

21. (ii) Whether the Expiration Date of the Period may be extended by the request of the Subject Company or not:

22.

23. (iii) Contact Person with whom Extension may be Ascertained in Case of Extension

24. (2) *Price of the Offer*

25.

Share Certificates:	
Subscription Warrant Certificates:	
Bonds with Subscription Warrant	
Certificates of Depositary Receipt of Share Certificates, etc. (_____)	
Basis of Calculation:	
Process of Calculation:	

26. (3) *Number of Share Certificates, etc., to be Purchased*

27.

Minimum Number of Shares if Converted into Shares	Maximum Number of Shares if Converted into Shares	Sum Total of Minimum Number of Shares and Maximum Number of Shares if Converted into Shares
(Shares)	(Shares)	(Shares)

28. 5. Holdings Ratio of Share Certificates, etc., following the Offer

29.

Breakdown	Number of Voting Rights
Number of Voting Rights relating to Share Certificates, etc., to be Purchased ----- (a)	
Within (a), Number of Voting Rights relating to Potentially Diluting Share Certificates, etc. --- (b)	
Within (b), Number of Voting Rights relating to Certificates of Depositary Receipt of Share Certificates, etc., Representing the Rights of Share Certificates ----- (c)	
Number of Voting Rights of Share Certificates, etc., Owned by the Offeror as of the Filing Date of the Tender Offer Statement ----- (d)	
Within ( d ), Number of Voting Rights relating to Potentially Diluting Share Certificates, etc. -- (e)	
Within (e), Number of Voting Rights relating to Certificates of Depositary Receipt of Share Certificates, etc., Representing the Rights of Share Certificates ----- (f)	
Number of Voting Rights of Share Certificates, etc., Owned by Interested Party(ies) as of the Filing Date of the Tender Offer Statement ----- (g)	
Within (g), Number of Voting Rights relating to Potentially Diluting Share Certificates, etc. --- (h)	
Within (h), Number of Voting Rights relating to Certificates of Depositary Receipt of Share Certificates, etc., Representing the Rights of Share Certificates ----- (i)	
Number of Voting Rights of the Total Shareholders of the Subject Company (as of _____, 20[ ]) ----- (j)	
Ratio of Number of Voting Rights of Share Certificates, etc., to be Purchased to Number of Voting Rights of Total Shareholders -((a)/(j)) (%)	
Holding Ratio of Share Certificate, etc., Following the Offer - (((a) + (d) + (g))/(j) + ((b) - (c)) + ((e) - (f)) + ((h) - (i))) x 100) (%)	

30. 6. Regulatory Approval etc., Involving the Acquisition of Share Certificates, etc.

31. (1) Class of Share Certificates, etc. subject to Regulatory Approval

32. (2) Statutory Authorization

33. (3) Date and Number of Regulatory Approval, etc.

34. 7. Method of Accepting the Offer and Withdrawal of Acceptance

35. (1) Method of Accepting the Offer

36. (2) Method of Withdrawal of Acceptance

37. (3) Method to Return Share Certificates, etc.

38. (4) Name of Securities Company(ies), Bank(s), etc., to keep and return Share Certificates, etc., in custody and the Address(es) of their Head Offices(s)

39. 8. Source and Amount of Funds for the Offer

40.

41. (1) *Funds, etc., for the Offer*

42.

Purchase Price (in Yen) -----¥¥----- (a)	
Kinds of Consideration other than Cash	
Amount of Consideration other than Cash	
Purchase Commission ----- (b)	
Others ----- (c)	
Sum Total of (a) + (b) + (c)	

43. (2) *Bank Deposit or Loan, etc., which May be Applied to the Fund for the Offer*

44.

45. (i) Bank Deposit as of the Two Days Preceding or Immediately Preceding the Filing Date

46.

Breakdown	Amount (in Thousands of Yen)
Total (a)	

47. (ii) Loan available on the immediately preceding Filing Date

48.

a. From Financial Institutions

	Classification of Business of Lender	Name, etc., of Lender	Description of Loan Agreement	Amount (in Thousands of Yen)
1		—		
2				
Total				

b. From Lenders other than Financial Institutions

Classification of Business of Lender	Name, etc., of Lender	Description of Loan Agreement	Amount (in Thousands of Yen)
Total			

49. (iii) Fund to be Borrowed following the Filing Date

50.

a. From Financial Institutions

	Classification of Business of Lender	Name, etc., of Lender	Description of Loan Agreement	Amount (in Thousands of Yen)
1		—		
2				
Total (b)				

b. From Lenders other than Financial Institutions

Classification of Business of Lender	Name, etc., of Lender	Description of Loan Agreement	Amount (in Thousands of Yen)
Total (c)			

51. (iv) Other Financing Methods

52.

Description	Amount (in Thousands of Yen)
Total (d)	

53. (v) Sum Total of Bank Deposit and Loan, etc., which may be Applied to the Fund for the Offer

((a) + (b) + (c) + (d)) in Thousands of Yen

54. (3) Relationship, etc., between the Offeror and the Issuer of the Securities to be Exchanged for as Consideration by the Offer

55. 9. Information on the Issuer of the Securities to be Exchanged for as Consideration of the Offer

56. (1) Name

57. (2) Address of Head Office

58. (3) Title and Name of Representative

59. (4) Amount of Share Capital

60. (5) Purpose and Description of the Business of the Issuer

61. (6) Information on Dividends per share, etc., for Recent Three Years

62.

Fiscal Year ended on			
Net Current Profit/Loss per Share			
Dividends per Share			
Net Assets per Share			

63. (7) Information on Recent Trading Price and Trading Volume of the Stock

64.

Name of Stock Exchange or Securities Dealers Association							
Monthly							
High							
Low							
Trading Volume							

65. 10. Method of Settlement

66. (1) Name of Securities Company(ies), Bank(s), etc., which will carry out the Settlement of the Offer and the Address(es) of their Head Offices

67. (2) Commencement Date of Settlement

68. (3) Method of Settlement

69. (4) Method to Return Share Certificates, etc.

70. 11. Other Conditions and Methods for the Offer

71. (1) Whether Condition set forth in any of the Item in Article 27-13, Paragraph 4, exists or not and their Description

72. (2) Whether Condition for Revocation, etc., of the Offer exists or not, and their Description and the Method to Disclose such Revocation, etc.

73. (3) Whether Condition to reduce the Offer Price exists or not and their Description and the Method to Disclose such Reduction

74. (4) Matters relating to the Withdrawal Rights of Acceptance of Accepting Shareholders

75. (5) Method to Disclose the Change of Conditions of Purchase, etc.

76. (6) Method to Disclose the Filing of Amendment to the Tender Offer Statement

77. (7) Method to Disclose the Result of the Offer

## 78. Item 2. Offeror

### 79. 1. If the Offeror is a Corporation

#### (1) Description of the Company

80.

81. (i) Brief History of the Company

82.

83. (ii) Purpose and Description of the Business of the Company

84.

85. (iii) Amount of Share Capital and Total Number of Issued and Outstanding Shares

86. (iv) Major Shareholders as of [ , 20 ]

Name or Company Name	Address or Location	Number of shares owned (shares)	Ratio of shares owned to the total number of the issued shares (%)
Total	—		

#### (v) Business Background of Officers and Number of Shares Owned by

Them

as of [ , 20 ]

Title	Position	Name	Date of Birth	Business Background	Number of shares owned (thousands of shares)
Total					

#### 87. (2) Financial Conditions

88.

89. (i) Balance Sheet

90.

91. (ii) Income Statements

92.

93. (iii) Statements of Changes in Shareholders' Equity



94. 2. If the Offeror is an Association other than a Corporation
- 95.
96. (1) Brief History of the Association
- 97.
98. (2) Purpose and Description of the Business of the Association
- 99.
100. (3) Amount of Fund Contributed or Bestowed, or otherwise Granted to the Association
- 101.
102. (4) Title, Position, Name (Date of Birth) and Business Background of Officers
103. 3. If the Offeror is a Natural Person
- 104.
105. (1) Date of Birth
- 106.
107. (2) Registered Domicile
- 108.
109. (3) Business Background
- 110.
111. (4) Whether Decision to Commence Bankruptcy Procedure has been Rendered or not.

## 112. Item 3. Breakdown of Shares Owned and/or Traded by Offeror and its Interested Parties

113.

114. 1. Breakdown of Shares, etc. Owned as of the Filing Date of the Tender Offer Statement

115. (1) Total Ownership of Shares, etc. by Offeror and Interested Party

116. (2) Ownership of Share Certificates, etc. by  
Offeror

	Number of Share Certificates, etc., Owned	Number of Share Certificates, etc., exempted by Ordinance Article 7, Paragraph 1, Item 2	Number of Share Certificates, etc., exempted by Ordinance Article 7, Paragraph 1, Item 3
Share Certificates	(Shares)	(Shares)	(Shares)
Subscription Warrant Certificates		—	
Bonds with Subscription Warrant		—	
Certificate of Depositary Receipt of Share Certificates, etc. ( )		—	
Sum Total			
Total Number of Shares Owned		—	—
(Total Number of Potentially Diluting Share Certificates, etc., Owned)	( )	—	—

## (3) Ownership of Share Certificates, etc., by Interested Party (Sum Total of Ownership by Interested Party)

	Number of Share Certificates, etc., Owned	Number of Share Certificates, etc., exempted by Ordinance Article 7, Paragraph 1, Item 2	Number of Share Certificates, etc., exempted by Ordinance Article 7, Paragraph 1, Item 3
Share Certificates	(Shares)	(Shares)	(Shares)
Subscription Warrant Certificates		—	
Bonds with Subscription Warrant		—	
Certificate of Depositary Receipt of Share Certificates, etc. ( )		—	
Sum Total			
Total Number of Shares Owned		—	—
(Total Number of Potentially Diluting Share Certificates, etc., Owned)	( )	—	—

## 117. (4) Ownership of Share Certificates, etc., by Interested Party (Breakdown by Interested Party)

118.

## 119. (i) Interested Parties

Name or Corporate Name	
Address or Location	
Occupation or Description of Business	
Contact	
Relationship with Offeror	

## 120. (ii) Number of Share Certificates, etc.

	Number of Share Certificates, etc., Owned	Number of Share Certificates, etc., exempted by Ordinance Article 7, Paragraph 1, Item 2	Number of Share Certificates, etc., exempted by Ordinance Article 7, Paragraph 1, Item 3
Share Certificates	(Shares)	(Shares)	(Shares)
Subscription Warrant Certificates		—	
Bonds with Subscription Warrant		—	
Certificate of Depositary Receipt of Share Certificates, etc. ( )		—	
Sum Total			
Total Number of Shares Owned		—	—
(Total Number of Potentially Diluting Share Certificates, etc., Owned)	( )	—	—

121. 2. Recent Market Trading of Shares, etc. of the Subject Company

122.

## (1) Market Trading During 60 Days Before the Filing

Name or Company Name	Classes of Shares, etc.	Number of Increase	Number of Decrease	Net
----------------------	----------------------------	--------------------	-----------------------	-----

--	--	--	--	--

123. 3. Important Agreements executed for the said Share Certificates, etc.

124. 4. Past Agreements providing for the Purchase of Shares , etc. of Subject Company on and after the date of filing of the Tender Offer Statement

## 125. Item 4. Transaction etc. between Offeror and Subject Company

126. 1. Whether Transaction between the Offeror and the Subject Company or its Officers exists or not, and the Details thereof

127. 2. Whether Agreement between the Offeror and the Subject Company or its Officers exists, and the Details thereof Description

## 128. Item 5. Description of Business of Subject Company

129. 1. Outline of Business Results, etc. for the Most Recent Three Year Period

130.

131. (1) Profits and Losses

Fiscal Year			
Sales			
Cost of Sales			
Selling and Administrative Expenses			
Non-operating Income			
Non-operating Expenses			
Net Income (Loss)			

132. (2) Per Share Information

Fiscal Year			
Net Income per Share			
Dividends per Share			
Net Assets Per Share			

133. 2. Trends in Stock Prices

Name of Stock Exchanges or Securities Dealers Association							
Monthly							
High							
Low							

134. 3. Shareholdings

135.

(1) Shareholdings by Shareholder as of [\_\_\_\_\_, 20\_\_]

Description	Description of Shares (unit of share being _____ shares)								Fractional Shares
	National and Municipal Governments	Financial Institution	Securities Company	Other Corporations	Foreign Corporations, etc.	Foreign Individuals	Individuals and Others	Total	
Number of Shareholders									—
Number of Shares Owned									
% of capital								100	—

136. (2) Number of Shares Owned by Major Shareholders and Officers

137.

138. (i) *Major Shareholders* as of [\_\_\_\_\_, 20\_\_]

Name or Company Name	Address or Location	Number of shares owned (shares)	Ratio of shares owned by it to the total number of the issued shares (%)
Total	—		

139. (ii) *Officers* as of [\_\_\_\_\_, 20\_\_]

Name	Title	Position	Number of shares owned (shares)	Ratio of shares owned by it to the total number of the issued shares (%)
Total	—	—		

140.

141. 4. Others

# Facebook, Inc. の IPO

- 添付の Facebook, Inc. - Registration Statement on Form S-1.pdf を見てほしい
  - Form S-1 を読む能力は、求められるかも知れない
- 米国ではまだ、IPO が生きているが、わが国では新興ベンチャーが登場しないこともあって、株式公開は不振である
  - 「怪しげな」企業の IPO 話題には事欠かないのではあるが

## 1. 株式公開の利点

- 株式公開の利点
  - 株式の公開により、会社（企業）は証券市場における機動的な資金調達（直接金融）による事業資金の調達が可能になる
  - 既存株主にとっては株式の市場売却によって投下資本の回収が容易になる
  - 上場によって企業の知名度や相対的な信用度のアップが図れ、事業の展開の円滑化や、優秀な人材の確保がしやすくなる
  - 市場の厳しい評価にさらされ、投資家への説明責任を求められることから事業の改革を通じた競争力の強化や、環境問題、企業の社会的責任(CSR)などへの積極的な取り組みにつながる。

## 2. 株式公開の準備

- 日本の株式公開は、資本政策の策定、社内体制の整備および申請書類の作成など、およそ3年以上を要する準備作業が必要になる。主な業務としては、
  - 監査法人の決定
  - 会計制度の整備
  - 内部監査体制の確立
  - 社内体制の整備
  - グループ会社の整備
  - 申請書類等の作成
  - 主幹事証券会社の決定
  - 資本政策の立案

### 3. 株式公開への法的サービス

- 株式公開の審査において、社内規程の内容とその運用状態がチェックの対象となる。

- 社内規程の作成

一般的な社内規程

#### 1.基本規程

#### 2.組織規程

#### 3.人事労務規程

#### 4.管理業務規程

#### 5.その他の規程

### 4. 株式公開への法的サービス（2）

定款、取締役会規程、監査役会規程、監査役監査規程、株式取扱規程、規定管理規程、組織規程、組織図、業務分掌規程、稟議規程、就業規則、人事考課規程、給与規程、退職金規程、退職年金規程、役員退職慰労金規程、パートタイム等就業規則、安全管理規程、育児休業規程、旅費規程、慶弔見舞金規程、従業員貸付金規程、社宅等管理規程、出向規程経理規程、関係会社管理規程、内部監査規程、インサイダー情報管理規程、印章管理規程、文章管理規程、車両管理規程、防火管理規程

- これら社内規程は、株式公開申請書類の添付史料として提出が要求される。

### 5. 株式公開への法的サービス（3）

- 申請書類等の作成

- 株式公開する申請時には、大量の書類の提出が必要となる。昨今はディスクロージャーの範囲や内容が格段と広がっているので、準備には十分備えておく必要がある。

実際の書類申請時には、主幹事証券会社やディスクロージャー印刷専門会社が、書類の書き方や申告漏れを防止するなどのサポート業務を行う。株式公開申請書類は、一般的には2つ指す。

- 上場申請のための有価証券報告書Ⅰの部

- 上場申請のための有価証券報告書Ⅱの部

Ⅰの部とは、有価証券報告書と比較的に類似した内容と、株式公開に関する内容から構成されている。Ⅱの部は、会計事務所の作成範囲である。

また審査機関に提出する書類には、所定の事項がもれなく記載され、記載事項はすべて真実であることについて重大な違反事実が判明した場合には、取引所が行う一切の措置に異議はないこと

という誓約書を提出する。

- Iの部の書類作成には2カ月、IIの部は3カ月だが、根拠となる調査や情報収集も含めると、Iの部には6カ月、IIの部は1年間程度必要となる場合がある。

## 6. 株式公開と IPO

### ■ 日本における「株式公開」と IPO (Initial Public Offering)

- 証券用語は特殊こともあり、また「辞書」の効用も望めないことから、対応する日本語・英語の書類を対比して勉強していくのがいい
- 米国のベンチャーキャピタル、IPO、IPO をとりまく証券規制そのものについても、勉強しておく価値はある

## 6. IPO の Term Sheet を作成する

### ■ IPO 関連の契約書群から、タームシートを作成する

### ■ 英語の Term Sheet を読んでみる

- ◆ 以下の資料は、一般的な IPO の解説であるが、該当する箇所を、提供する英語の契約書類から見つけてもらいたい

## 4. IPO の英語 (1)

日本語資料

## IV. 投資契約に関わる契約書類

米国では、投資家と会社との間の投資に関する合意（投資契約）は、優先株式買取契約（Preferred Stock Purchase Agreement）という形式で締結されます。ベンチャー・ファイナンスに関わる主な契約書類には下記のものがあります。

1. 定款(Articles of Incorporation)
2. 優先株式売買契約書(Preferred Stock Purchase Agreement)
3. 株主間契約書・議決権行使契約書(Shareholders' Agreement/ Voting Agreement)
4. 取締役会に参加する権利 (Observation Rights)
5. 先買権 (Right of First Refusal Agreement)
6. 共同売却契約書(Co-Sale Agreement)
7. 投資家権利契約(Investor Rights Agreement)

英文

#### 4. IPO の英語（2）

日本語資料

##### 2. 優先株式売買契約書 (Preferred Stock Purchase Agreement)

ベンチャー企業とVCなどの投資家間で、優先株式の売買と発行に関する規定が盛り込まれます。VCが投資をする前提となった会社に関する社歴・適格性を、会社が表明、確認し保証する「会社による事実の表明及び保証(Representations and Warranties)」に関する条項が盛り込まれ、虚偽があった場合には詐欺ないし錯誤の問題となります。

具体的には、会社の組織、契約締結の権限、証券発行の授權、資本構成、子会社、会社の記録、事業計画、財務書類、隠れた債務の不存在、重要な変化の不存在、訴訟等の不存在、会社の契約、法令等の遵守、許認可、証券法の遵守、登録請求権の不存在、雇用、知的財産権、資産、保険、公訴公課、関連当事者との取引、正確かつ十分な情報開示などの情報です。

英文

#### 4. IPO の英語（3）

日本語資料

##### 3. 株主間契約書・議決権行使契約書(Shareholders' Agreement/ Voting Agreement)

各優先株(シリーズ A、B、C など)が各々 1 名ずつ取締役を選任する権利を持つことで、役員数が多くなり過ぎる場合、誰が取締役に選任されるかを株主間契約書で調整します。

英文

#### 4. IPO の英語（4）

日本語資料

##### 4. 取締役会に参加する権利 (Observation Rights)

取締役選任権は持たないが、投資先の経営に影響力を行使したり、経営状況を監視するため、取締役会に参加する権利が一部の投資家に与えられます。特に、シリーズ D 以降の優先株主は取締役選任権が得られないケースが多いので、その代わり取締役会への参加権を与えられるケースがあります。

英文

#### 4. IPO の英語（5）

日本語資料

##### 5. 先買権 (Right of First Refusal Agreement)



創業者や経営陣が第三者に株式を売却する時に、まず既存の投資家に通知をし、その株式を買取る機会を与えることを「先買権」といいます。経営陣が既存投資家に無断で第三者に株式を売却することを阻止するための条項です。

英文

#### 4. IPO の英語（6）

日本語資料

#### 6. 共同売却権契約書 (Co-Sale Agreement)

創業者や経営陣から第三者に株式を売却する旨の通知を受領した時に、前述の先買権を行使せずに、既存投資家の持分の全部若しくは一部を経営陣と一緒に売却できる権利を「共同売却権」といいます。

英文

#### 4. IPO の英語（7）

日本語資料

#### 7. 投資家権利契約書 (Investor Rights Agreement)

定款に記載されていない権利内容は、投資家権利契約書に盛り込まれます。どの範囲の特約事項を会社の継続的義務として定めるかは、投資家の持株割合、会社の成長段階により異なり、また

両当事者間の交渉によります。

英文

#### 4. IPO の英語（8）

日本語資料

#### (1) 登録請求権 (Registration Rights)

証券登録請求権 (Registration Rights) は、株式公開やその後の株式の売却の為に米国の証券法上必要となる株式の SEC への登録に関する権利をいいます。

米国では、証券法上、登録から免除された私募証券は転売制限が付されており、制限付証券 (Restricted Securities) と呼ばれます。一般の投資家は3年間経過後に自由に転売できますが、取締役指名権を有している投資家は転売規制から免れません。証券法上の登録をすればかかる転売規制がなくなるので、ベンチャー企業への投資家は、自己の投資の流動性を確保するため、証券登録を投資先企業に請求する権利を要求します。

登録請求権には、要求登録請求権 (**Demand Registration Right**) と相乗り登録請求権 (**Piggy Back Registration Right**) の 2 種類があります。要求登録請求権は、V C 側から会社に対して I P O を要求する権利。相乗り登録請求権は、会社による登録又は他の投資家の請求権行使の際 (I P O 時) に、V C が持株の一部ないし全部の売却を会社に要求できる権利。

英文

#### 4. IPO の英語 (9)

日本語資料

##### (2) 会社の財務情報を定期的に入手する権利 (**Information Rights**)

投資先会社の情報 (情報開示、調査権、事業計画、通知義務など) を継続的に入手する権利をいいます。

英文

#### 4. IPO の英語 (10)

日本語資料

**Market Standoff Provisions**

と呼ばれている条項

英文