

「エンロン後」の米国資本市場改革を検証する

エンロン、ワールドコムという米国を代表する巨大企業による大規模な不正会計処理と、その結果引き起こされた経営破綻は、米国の資本市場を大きく揺るがせた。米国政府、議会は、直ちに問題の解明に乗り出し、こうした事態の再発を防止するための制度改革に着手した。このほど、野村総合研究所資本市場研究部の有志は、この「エンロン後」の米国資本市場改革を詳細に検証し、『検証 アメリカの資本市場改革』（淵田康之・大崎貞和編、日本経済新聞社刊）として刊行した。本稿は、同書の序章と終章とを要約した、いわばダイジェスト版であり、今回の改革の意義と残された課題を論じている。同書で取り上げた制度改革は、不正会計処理の防止から証券アナリストの独立性確保、確定拠出年金制度の見直しに至るまで多岐にわたる。個々の内容については、同書の骨格をなす第2章から第9章までの各章を参照されたい。

1. 米国資本市場を襲った激震

1) エンロンから始まった内なる挑戦

2001年9月11日に起きた衝撃的なテロ事件を、米国型資本主義に対する外側からの挑戦とするならば、2001年10月16日、売上全米7位の巨大企業、エンロンが、10億ドルの巨額損失の発生と、12億ドルの巨額の会計処理の誤りを発表したところから始まった一連の企業不正、市場不信の問題は、内側からの挑戦と言ってよいであろう。

電力や通信容量を始め、あらゆる商品を金融商品のように取引し、また SPEs (Special Purpose Entities、特別目的子会社)などを駆使した最先端の財務戦略で名を馳せていたエンロンのこの発表は、市場を震撼させた。

結局、同社は、問題発覚から1ヶ月半も経っていない2001年11月28日、ニューヨーク連邦裁判所に米連邦破産法第11章の適用を申請し、会社更正手続きに入った。同社の資産総額は618億ドル、1987年に倒産したテキサコ（現シェブロンテキサコ。資産総額359億ドル）の倒産を大きく上回る、米国史上、最大の会社倒産であった。

しかし、この記録は、わずか8ヶ月であっさり塗り替えられてしまうことになる。今度は、全米長距離通信2位のワールドコム（資産規模1070億ドル）の破綻である。同社は、M&A（企業合併・買収）が一大ブームとなった90年代の米国資本市場においても、ひときわ苛烈な買収戦略を展開し、地方の一通信会社から、業界2位の巨大企業にまで成長し

た。370 億ドルと当時の米史上最高のディールとなった 97 年の MCI の買収は、その最も際立った動きであった。

しかし、同社もエンロン同様、巨額の不正会計の発覚が命取りとなった。すなわち 2002 年 6 月 25 日、同社は、社内調査で 2001 年通期と 2002 年第 1 四半期の 5 四半期を通じ、計 38 億ドルに上る利益の水増しが行なわれていたことが判明したと発表した。エンロンのケースとは異なり、不正の手口は単純で、費用計上すべき回線接続量の一部を設備投資とみなして資産計上する会計処理を行っていたのである。

同社は既に、他の通信会社同様、バブル期の過剰投資と過剰債務の処理に苦しむ最中であつたが、この不正会計問題で命運は尽き、2002 年 7 月 21 日、連邦破産法第 11 章の申請に至った。米有力経済誌『CFO マガジン』が、98 年に M&A 部門の最優秀 CFO に選んだサリバン前 CFO は、8 月 1 日、証券詐欺罪の疑いで連邦捜査局に身柄を拘束された。

2001 年 11 月のエンロンの破綻と 2002 年 7 月のワールドコム破綻という、この米国の資本市場の歴史に永遠に刻まれるであろう二大破綻は、決して相互に無関係の独立した事件ではない。すなわち、エンロン事件の発生からワールドコム破綻に至る 8 ヶ月間というもの、SEC はもちろん、議会も大統領も、エンロンで露わになった各種の問題の徹底した追求に取り組んだ。特に議会では、上院、下院を合わせて十数の委員会がエンロン問題だけで立ちあがり、様々な角度からの問題追求が展開された。米国企業のあり方、資本市場のあり方に関し、これほど広範囲に徹底した議論が行われることは、大恐慌が発生し、米国資本主義及び資本市場が大いなる危機にさらされた 1930 年代以来のことである。

2) エンロン問題の深まりと広がり

議会の各種の委員会で展開された議論の過程で、エンロン問題の本質は、多面的に深められた。すなわち、浮き彫りにされた主要なテーマは以下のようなものである。

- －会計制度の問題：監査法人が不正な会計を見抜けなかったこと、監査法人への監督のあり方、SPEs やデリバティブなどの会計基準のあり方など。
- －ディスクロージャーの問題：会計監査の対象となっていないプロフォーマ収益¹の開示が一般化した点など。
- －コーポレート・ガバナンスの問題：取締役会が不正の抑止に十分機能しなかった点など。
- －証券アナリストの問題：投資銀行業務の顧客である企業に配慮し、実態以上に企業を

¹ Pro forma、形式上の、あるいは見込みのという意味。もともと pro forma 情報は、M&A などがあつた場合、過去から一つの会社であつたものとみなし、時系列的に連続した業績推移を示すために使われていたものである。しかし、「特定の費用が関係の無いものとみなすところなる」といった使われ方が最近横行し、一部には、pro forma とは EBBS、すなわち earnings before bad stuff と揶揄する向きもある。

- 高く評価するバイアスがあったとされること。
- －企業財務の問題：会計操作を意図した、不透明な SPEs の利用などが横行したこと。
- －ストックオプションの問題：経費計上されず利益の水増しにつながったこと、短期的な株価引上げを目指した行動を誘引したこと。
- －401(k)制度の問題：自社株の下落で従業員の老後の資金に大きな損失が生じたこと、従業員が 401(k)の自社株を売却できない期間中に、経営幹部は自社株を売り抜けていたこと。
- －格付け機関の問題：破綻を事前に予測できなかったこと。
- －金融機関行動の問題：投資銀行業務を獲得するため、銀行が安易な与信を企業に提供していたのではないかという疑い、SPEs 等を利用した複雑な金融手法を駆使した不正取引をサポートしていたのではないかという疑い、IPO を巡る投資銀行、企業経営者、機関投資家間の癒着の問題。

以上は、エンロン事件に関連して顕在化していった問題であるが、同時にエンロン以外の企業の問題が、次々に発覚し始めた（図表 1）。エンロン事件が起きた当初は、エンロンは特殊なケースという議論もあったが、他社でも問題が続出する中、そうした楽観は消え失せた。そして、6月25日に表面化したのがワールドコム問題だったのである。

2. 問題の背景

1) ルーズベルトの忘れ物

今、米国型資本主義が挑戦を受けていることは確かであろう。というより、米国に留まらず、世界的に資本主義、そして、その基盤となる資本市場が大きな挑戦を受ける時代にあると言った方が正確かもしれない。社会主義との闘いに勝ったのも束の間、同時多発テロに表れた原理主義からの挑戦や反グローバリズムの挑戦が続いている。

この資本主義及び資本市場に対する外生的挑戦に対し、内生的挑戦、すなわち資本主義及び資本市場が自ら作りだしてきた問題としては、独占や寡占、企業の不正や市場における不正行為、あるいは、バブルや金融危機、経済恐慌に象徴される大規模な価格変動がもたらす弊害などが指摘できよう。

これらの内側からの挑戦に対しては、人類は様々な工夫で対応してきた。米国の場合、過去三度、大きな挑戦に直面し、対応を迫られている。第一は、19世紀終わりからのスタンダード・オイルなど巨大企業の独占的行動への対応、第二は、大恐慌時代の銀行・証券改革と不況脱出の努力である。そして今起きている IT バブル崩壊とエンロン事件を受けた

図表1 一連の会計不祥事をめぐる主要な動き

2001年		
10月	16日	エンロン、2001年第三四半期に、10億ドル超の損失が発生し、また同四半期に会計処理の誤りにより12億ドルの自己資本減額が生じると発表。10月下旬、SECが公式調査開始。
12月	2日	エンロン、連邦破産法第11章適用を申請。
2002年		
1月	17日	SECのピット委員長、監査法人に対する監督強化に関する声明を発表。
1月	23日	Kマート、連邦破産法第11章適用を申請。25日には、会計処理に懸念を示すレターが、Kマート従業員からSECへ届いていたことが明らかに。社内調査へ。
1月	28日	グローバル・クロッシング、連邦破産法第11章適用を申請。ネットワーク容量のスワップ取引による売上を水増しの疑い。
2月	1日	クレスト・コミュニケーションズ・インターナショナル、破綻したGC社の調査に関連して、SECから関係書類を召喚されたことが明らかに。
2月	4日	エンロン取締役会、下院資本市場小委員会にエンロンと各パートナーシップとの取引に関する特別調査報告書を提出。同委員会で、ワトキンス氏が組織ぐるみの犯行と証言。
3月	26日	ウェイト・マネジメント社、CEOとCOO、CFOら6名がSECに民事訴訟を起こされる。92～97年の間に利益目標達成のために税引前利益を17億ドル水増しした疑い。
4月	3日	ジェムスターTVガイド・インターナショナル、未収売上1億ドル及びバーター契約(2000万ドル)の売上に関する会計疑惑が浮上。
5月	8日	ダイナジー、天然ガス取引の会計処理について、SECが正式調査を予定と発表。
5月	13日	ライアント・リソーシーズ、架空の電力取引を過去3年間行っていたことを明らかにする。2001年では取引量の1/5を占めていた。
5月	15日	CMSエナジー、ラウンドトリップ電力取引で売上約44億ドルを水増ししていたと発表。
6月	5日	タイコ・インターナショナル、前CEOが、モネヤルノワールの絵画を含む美術品の購入で100万ドル以上のNY市/州税を支払わなかったとしてニューヨーク連邦地検が起訴。
6月	25日	ワールドコム、社内調査で売上高の水増しが計38億ドルにのぼることが判明。
6月	26日	SEC、正式規則提案を公表(「監査手続きに対する監督強化を通じて財務情報の質の向上を図るための枠組み」)。
6月	27日	SEC、昨年度の売上が12億ドルを超える上場企業942社に対して四半期・年次報告書の正確性を保証する宣誓書の提出を促す命令を发出。
6月	28日	ゼロックス、97年～01年の年次報告書を修正すると発表。5年間の売上を19億ドル下方修正。4月には1,000万ドルの民事制裁金を支払うことでSECとも合意している。
7月	8日	メルク、過去3年間・計124億ドルを子会社売上として不正に計上していたことが判明。
7月	9日	ブッシュ大統領、企業の不正行為防止に向けた包括案を発表、不正行為摘発のためのタスクフォースを設置。
7月	21日	ワールドコム、連邦破産法第11章適用を申請。→7月30日Nasdaq上場廃止。
7月	24日	アデルフィア・コミュニケーションズ、司法当局が前会長兼社長兼CEOら5人を逮捕、証券詐欺共謀、通信詐欺、銀行詐欺等で起訴。同日、SECも金融詐欺で提訴。
7月	30日	企業会計改革法成立。
8月	1日	FBIがワールドコムの前CFO、前監査責任者を逮捕。司法当局が、証券詐欺で1件、証券詐欺共謀で1件、SECへの虚偽報告で5件、計7件の容疑で両名を刑事訴追。
8月	8日	ワールドコム、33億ドルの利益水増しを新たに発表(99～02年第1四半期までの合計)。
8月	14日	AOLタイム・ワーナー、第二四半期報告書で、6四半期間にわたりインターネット部門で、3件・計4,900万ドルの売上が誤って計上されていた可能性があることを発表。
8月	14日	6月末に決算を迎えた企業・695社の決算書の正確性を保証する宣誓書の提出期限。うち16社が決算書の正確性を保証する宣誓ができない若しくは不十分な宣誓となる。
8月	27日	企業会計改革法の施行規則をSECが承認。

(出所) Wall Street Journal、Dow Jones News、SEC 資料等より野村総合研究所作成

一連の動きは、第三の挑戦と位置付けられよう。

内生的な挑戦は、企業のあり方の問題、市場のあり方の問題、投資家のあり方の問題の三つに分けられる(図表2)。今、アメリカで各種問題になっていることも、この三つの面で問題が一度に噴出ししているのである。まず、エンロン、ワールドコムといった企業自身

が不正を犯していた。投資家は、きちんとしたバリュエーション（企業価値評価）に失敗し、バブルの状態を起し、実態的な価値の無い企業まで含めてはやし立ててしまった。そして市場は、企業の失敗、投資家の失敗を修正するメカニズムを十分に持ち合わせず、むしろ誤ったバリュエーションにつながる情報を発信し、問題を増幅してしまった。

このような事態が生じた背景には、大恐慌に対応して、アメリカ資本主義を建て直した、第32代大統領ルーズベルトが、いくつかの忘れものをしてしまったという事情があるように思われる。

資本市場メカニズムがきちんと機能するためには、企業、市場、投資家、それぞれがうまく機能する必要がある。各種の潜在的な問題に対して、それぞれ抑制の仕組みが用意されていなければならない。こうした仕組みという点では、基本的には、大恐慌を受けた1930年代のルーズベルト時代の諸改革を通じ、必要なものの多くが米国資本市場に的確に備え付けられたと考えられる（図表3）。

そして、この1930年代の一連の改革は功を奏した。この改革から30年ほど経った1964年、当時のジョンソン大統領は、次のように当時の改革を高く評価する発言をしている。「ルーズベルト政権の時に出来たSECが、米国を資本主義国家とすることに貢献した。」、「1933年の証券法が成立する前、NYSEの時価総額は230億ドルだったが、これが、1964年7月31日には史上最高を更新し4650億ドルにまでに拡大した。」、「昔は、国民の証券市場に対する信頼は非常に低かったが、1930年代に証券法が整備され、SECができたことでこれが大きく変わった。」、という具合である²。

ところが、このジョンソン大統領の発言からさらに30年近くたった今日、ブッシュ大統領が、「アメリカの金融市場、そしてそれが拠って立つところの信頼は重大な挑戦を受けている。」、「資本主義の基本原則、基本ルールを再確認しなければならない。」、とウォールストリートで演説せざるをえない事態が生じているのである（図表4）。

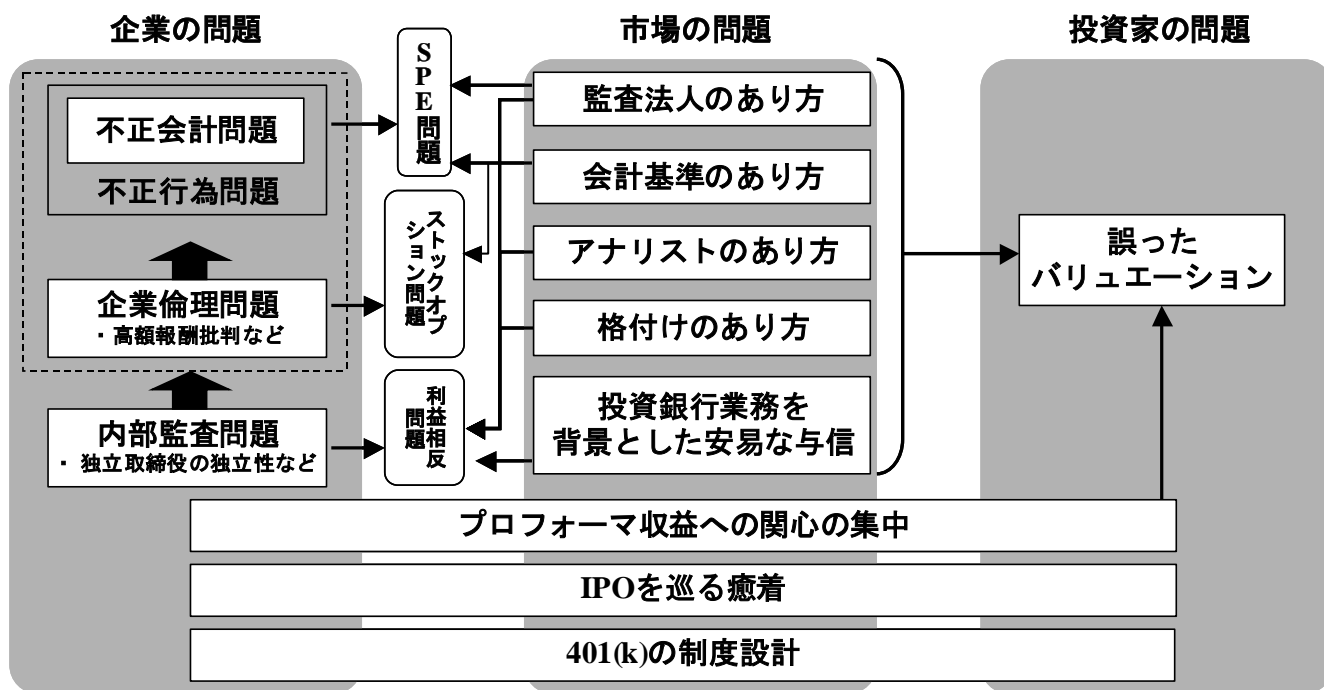
何が問題だったのか。それは、図表3に示したコーポレート・ガバナンスと企業会計の二つの仕組みの不備に他ならない。1930年代当時の問題意識のウェイトは、問題のある証券が投資家に広く販売されたことや、株価の急落を起こすメカニズムを正そう、という点にあった。従って、証券のディスクロージャーや証券会社や銀行のあり方、相場操縦や空売りの規制といった点が焦点となった。

またSECは、企業そのものの行動に介入したり、会計原則自体に介入するような権限がどの程度あるのかも明確でないままスタートした。米国は州ごとに会社法があることもあり、コーポレート・ガバナンスの規制を連邦レベルで議論しにくかったという事情もあった。従って、ここが大きく抜け落ちていたと言ってよい³。

² *Public Papers of Lyndon Johnson (1963-1964)*

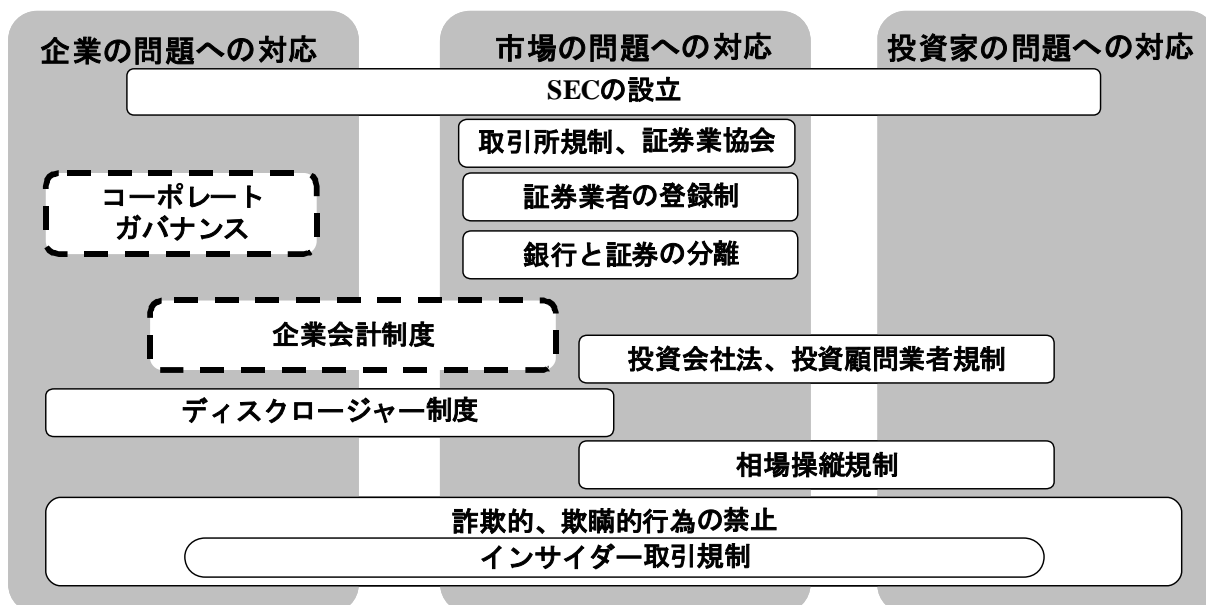
³ SEC発足当初、FTC（連邦取引委員会）出身のヒーリー委員が会計基準の整備・統一を主張したのに対し、ケネディ委員長以下、他の委員らの同意は得られなかった。また、コーポレート・ガバナンスを規制する連邦法の制定が、ルーズベルト政権のやり残しであるという問題意識は、SECは初期の頃より持っていた

図表2 現下の問題



(出所) 野村総合研究所

図表3 ルーズベルトの忘れもの



(出所) 野村総合研究所

ものの、他の重要事項への対応が優先された。Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street*, Northwestern University Press, 1995 参照。

図表4 ブッシュ大統領のウォールストリート演説（2002年7月9日）

- 取引所がガバナンスに関するガイドラインを採用することを求める
（独立取締役が役員会の過半数、監査、指名、報酬委員会は独立取締役で構成、ストックオプションプランの株主による承認など）
- 企業不正摘発のためのタスクフォースを設置
- 企業不正への罰則を強化
（禁固5年を10年に、調査期間中の幹部への報酬支払い凍結、文書破棄に対する罰則強化など）
- SECの法規執行担当者を100名増員、予算1億ドル増額
- 10ポイントからなるアカウントビリティ・プランを提案
（幹部が不正で得た利益を没収、不正を犯した企業幹部が公開企業の役員等に就任することを禁止、CEOが決算書類等の真実性を保証、大企業は去年の財務情報の正確性について証明する、監査法人の独立性のルールを採用など）
- アナリストの中立性に関するSECルールが施行
- 401(k)改革
（従業員が401(k)の自社株の取引が出来ない期間（ブラックアウト期間）は、企業幹部も取引できないものとするべき、加入者への四半期の情報提供、投資アドバイスの充実、自社株集中ではなく分散投資とする）
- 年次報告書における幹部報酬パッケージの開示、企業による幹部へのローンの禁止

（出所）野村総合研究所

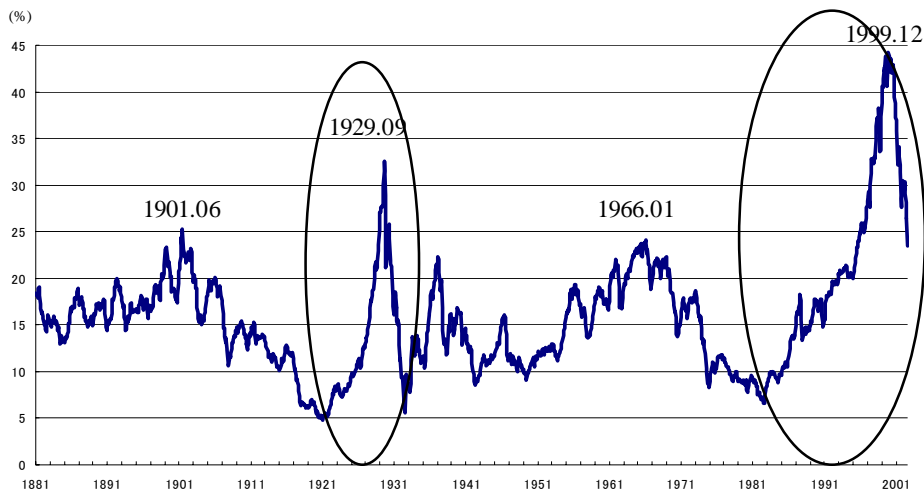
しかし、そもそも企業自身が不正を行っていたり、会計基準に不備があり決算数字が信頼できないのであれば、いくら証券市場や証券会社を規制しても意味がない。今回の問題は、まさにこの米国資本市場制度における重要部品に不備があった結果、システム全体の運営に大きな支障をもたらすに至ったものと言えよう。

2) 封印されなかったバブル

このように今回の問題の根源は、このルーズベルト時代の忘れものに遡ることができるが、60年以上たった今この時点で、なぜこれほど問題になったのか。それは、1929年当時を上回るような本格的なバブルを起こしてしまったことと大きく関係しよう（図表5）。

景気循環は資本主義経済の鼓動である、と呼んだのはシュンペーターである。そうではなく、景気循環が資本主義を崩壊させるとしたのがマルクスである。つまり彼は、恐慌状態が生じるなかで革命が起きるとして、資本主義経済の根本的矛盾を指摘した。これに対してケインズは、景気循環の調整弁としての政府の役割を強調することで、資本主義をより発展した姿に修正する可能性を示した。いうまでもなく、このケインズ的な政策を取り入れたのがルーズベルトであった。

図表5 実質株価収益率の推移



(出所) <http://www.econ.yale.edu/~shiller>

しかしこの時は、恐慌からの脱出が最優先課題であり、そもそも1920年代、なぜバブルを起こしてしまったのか、どうすればこれを防げたのか、という点が十分追究され、再発予防策が導入されたわけではない。つまり、バブルの発生メカニズムは封印されないままになっていたと言える。その意味で、これもルーズベルトの忘れものと言えるかもしれない。もっとも、戦後、米国が大きな景気循環に見まわれず、飛躍的な成長を遂げた結果、バブルへの封印をし忘れたことは大きな問題となって来なかった。

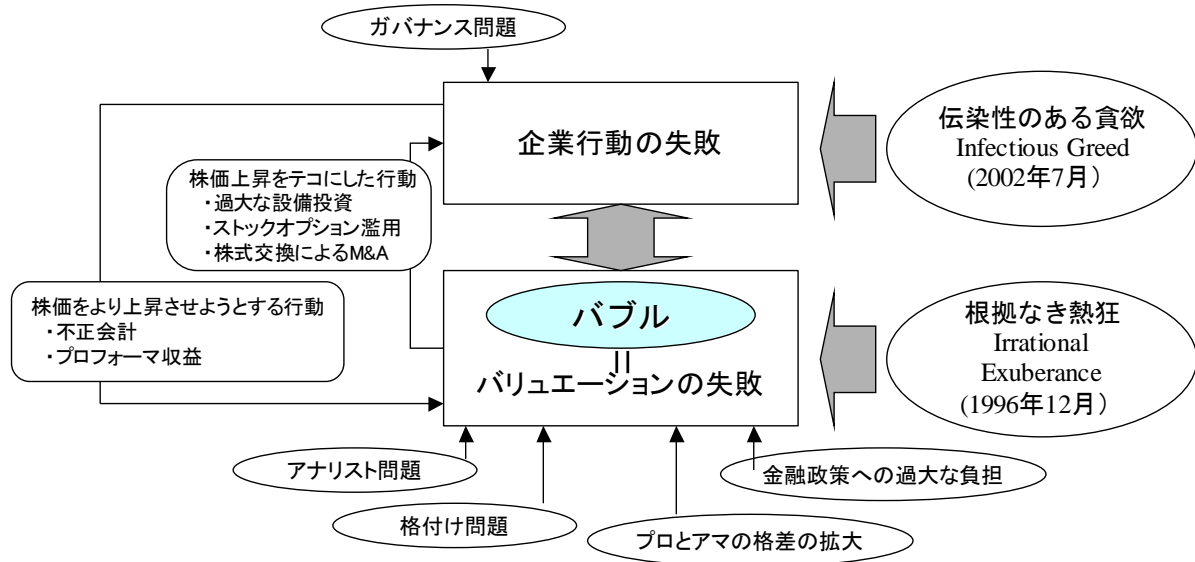
1996年12月、グリーンズパンFRB議長は、市場は「根拠なき熱狂 (Irrational Exuberance)」に陥っているという警告を発した。バブルへの認識が頭をもたげてきたわけである。しかし、株価はさらに上昇を続けた。グリーンズパンもその後、ニューエコノミー論に傾いた。

この株価上昇プロセスの中で、アメリカの証券制度におけるガバナンスや会計の不備の問題が露呈し、様々な不正が拡大していったのである(図表6)。これについて、グリーンズパンは、「伝染性のある貪欲 (Infectious Greed)」と表現した。バブルというマクロの問題とガバナンスや会計というミクロの問題。この二つの問題について、グリーンズパンはそれぞれ歴史に残る言葉でうまく表現したわけである。

しかし、この二つの問題は、相乗作用を引き起こしながら、問題を拡大させた。熱狂相場が貪欲を刺激し、甘い売上拡大見通しに基づく過剰なファイナンスと過大な設備投資を煽り、高株価を駆使した株式交換によるM&Aを一大ブームとした。ストックオプションが報酬の大きなウェイトを占めるようになった経営者の一部は、高株価を維持するためにも、誤った会計数字の発表や誤ったバリュエーションに手を染めた。そしてこうした行動がバブルをさらに煽ることになった。これに対して、バリュエーションのプロであるはずの証券アナリストや格付け会社も、適切なシグナルを発することはできなかった。グリーンズパンも状況を的確に表現することはしたが、それに対する対応が十分だったとは言え

ない。金融政策はうまく機能しなかったわけである。

図表 6 貪欲と熱狂



3) なぜバブルが生じたのか

このような米国における 90 年代後半のバブル発生の背景としては、以下のような点が指摘できよう。

まず年金基金による分散投資の拡大や確定拠出年金制度 401(k)プランの導入など、証券投資の裾野の広がりである。これ自体は米国資本市場の大きな成果であったが、問題の種にもなった。なぜならば、これによって素人的な判断での投資行動が台頭する素地がでてきた。一方、金融商品、市場の複雑性は拡大した。グローバル化と IT で世界の様々な変動が急速に市場に波及する傾向も強まった。こうしてプロとアマの格差が拡大し、誤ったバリュエーションが生じる可能性が高まってきた。

もちろん、素人が誤ったバリュエーションをした場合、これをプロの投資家が裁定できるなら良いが、裁定取引には限界があり、一方的な価格変動が生じがちになる、というのが最近の考え方である⁴。それどころか、プロは誤ったバリュエーションを是正したり、アマチュア投資家に対してより適切な判断を促すというよりも、誤りを増幅させていたとも見られる。例えば、投資家と経営者の情報のギャップを埋めるはずのアナリストや格付け機関、監査法人が適切なディシプリンを持ち合わせず、投資家のためというより、他の収

⁴ Andrei Shleifer. *Inefficient Markets*, Oxford University Press, 2000. (邦訳『金融バブルの経済学』兼広崇明訳、東洋経済新報社、2001年)

益の高い業務にとられる傾向が生まれていた。

ファンド・マネジャーにおいても、大量の資金を効率的に運用するためには、個別株の評価に時間をかけるよりも、インデックスをフォローし相場の波にのるような投資行動をする状況が生まれてきた。しかもインデックスにフォローすることばかりが重視され、果たしてそのインデックスが妥当なのか、またインデックスに忠実に合わせることで受益者のために本当に適切なのか、といった点が深く考察されない状況も一部に生じた。すなわち、インデックスばかりフォローされるなかで、個々の株なり特定のインデックスなりが、過大評価されていないか、という当然のチェックが十分なされなかったといえる。

またディスクロージャーの全体ではなく、プロフォーマの数字だけに注目したり、アナリストや格付け機関の格付けが適切かどうか判断せず、そのまま鵜呑みにする傾向も蔓延した。つまり、プロの投資家として、自らバリュエーションの責任をはたさないという一種の判断停止状態が起きていたのである。

エンロンの事件も、実は、決算報告書を注釈まで含めて読みこなせば、同社に問題があったことは株価低下が始まるずっと前から明らかになっていたという指摘がなされている⁵。つまり既存のディスクロージャー資料に判断に必要な情報は開示されていても、投資家が投資判断に利用しなければ意味がないということである。

また IPO ビジネスを巡って最近起きている問題は、この三者、つまり、経営者、投資銀行、そして一部の機関投資家との間の癒着が生じ、歪んだ価格形成がなされている可能性を示している⁶。すなわち、IPO の公募価格がかなり低めに設定された結果、投資銀行は儲かる IPO 株を企業幹部に割り当て、その企業と投資銀行業務などの契約を結ぶこと（スピニング、spinning）が行なわれたという。また、ラダーリング（laddering）といい、機関投資家に取引開始後に公開価格より高い価格で同じ株式を購入することを条件とした、IPO 株式の割り当てが行なわれたとも言われる。IPO 株を割り当てる代わりにキックバックを要求していたケースもあったと言われる。

本来ディスカウントで株を発行すると、企業にとっては不利のはずである。にも関わらず、ディスカウントが一般化していた理由として、株価が後から下がることで評判が低下するよりは良いという判断があったとか、一種のマーケティング費用だ、という説明もされてきた。しかし、企業幹部が個人的に潤うとすれば、この点を会社の利益に優先させ、低い発行価格を受け入れていた可能性もある。企業幹部、投資銀行、一部の機関投資家が、他の株主、投資家の犠牲のもとに歪んだバリュエーションを助長していた恐れがあるのである。

⁵ Chris Higson, "Did Enron's Investors Fool Themselves?" *Business Strategy Review*, Vol.12, Issue 4, 2001.

⁶ Tim Loughran and Jay Ritter, "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?" August, 2002.
<http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>

3. 米国資本市場改革の意義と課題

以上、米国の資本市場制度を揺るがせたエンロン・ワールドコム事件とその背景となった要因について論じてきた。事件をきっかけとして進められた制度改革の詳細については、このほど刊行された『検証 アメリカの資本市場改革』（淵田康之・大崎貞和編、日本経済新聞社刊）の第2章以下の各章で紹介されている。ここでは、それら制度改革の意義や改革によっても残された課題について、総括的に論じてみることにしたい。

1) 制度改革の歴史的意義

今回の不祥事と制度改革を語る際に、しばしば用いられるのが、「1930年代以来」という決まり文句である。

米国では、1929年の株価暴落に続いた大恐慌の中で、それ以前の資本市場のあり方に強い反省が迫られた。銀行、証券業者、取引所などの幹部を巻き込んだスキャンダルが続々と白日の下にさらされ、過去の権威は地に落ちた。連邦議会が規制強化に乗り出し、1933年証券法と1934年証券取引所法が制定されるとともに、初の連邦レベルの証券市場監督機関であるSECが設置された。この1930年代の改革は、今日に至る米国資本市場制度の原点であり、第二次大戦後のわが国における証券取引法制定と資本市場制度の設計にも大きな影響を与えた。

もっとも、1930年代の改革以来、米国の資本市場制度が固定的であり続けたわけでは全くない。1940年の投資会社法、投資顧問法の制定、1975年の市場規制改革と手数料自由化、1982年の統合開示制度の導入など、市場のあり方を大きく変える制度改革は少なからず行われてきた。

それでも、今回の改革が「1930年代以来」と評されるのは、市場を揺るがす大規模なスキャンダルが背景となった改革であるという点が、共通しているからである。

もっとも、1930年代の改革と今回の改革の間には、いくつかの重要な違いがある。

一つは、背景となったスキャンダルの深刻さである。1920年代にも詐欺的行為が横行し、投資家の利益が大いに損なわれたが、詐欺を行った主体は、銀行、証券業者、ファンド運用会社など、もっぱら広い意味での金融仲介者と投機的な相場師達であった。確かに、最終的な投資対象である企業の開示する情報が会計基準もまちまちで不正確なものであったことも否めないが、それは制度の不備による面が大きかった。

これに対して、今回のスキャンダルは、投資対象である企業そのものが、制度を悪用したり無視したりすることで投資家を欺いたというものである。悪質な仲介者や相場師を市場から退出させたり厳しく規制・監督したりすれば市場に対する信認を回復することはそれほど難しくないだろう。しかし、資本市場の一方の利用者である企業そのものに対する不信が生じてしまうと、もう一方の利用者である投資家との対話そのものが成り立ちにく

くなる。ブッシュ大統領が、株式市場をテーマとした過去にほとんど例を見ないような演説を行い、信認（confidence）の回復を強く訴えたのは理由のないことではない。

もう一つは、改革の中身の革新性である。1930年代の改革は、それまでの資本市場に対する放任的な政策を根本的に改め、「企業情報の正しいディスクロージャーに基づいて、投資家が自己責任で投資を行う」という新たな仕組みを確立した。いわば、資本市場制度におけるパラダイムの転換が成し遂げられた。これに対して、今回の制度改革は、迅速に行われ、かつ多岐にわたってはいるものの、1930年代に確立されたディスクロージャーに基づく自己責任の投資という枠組みを変えるものではない。コーポレート・ガバナンスの見直しなどを見ても、これまで行われてきたことを徹底し、強化するというのが基本姿勢となっている。

もっとも、このことは、今回の改革が不徹底であるとか、大きな課題が残されたままになっているといったことを意味するわけではない。むしろ、資本市場が資源の効率的配分という社会的使命を果たすためには、正しいディスクロージャーを徹底する以外に方法がないという事実を明らかにしているのだと言えよう。

また、今回の改革が大きなパラダイム変革というようなものではないとすれば、エンロン事件とそれに続く様々な不祥事は、決して米国資本市場の構造的欠陥を示すものではなく、基本的には正しい構造が、悪用された結果であるという既に述べた見方が正しいことになる。もちろん、悪用が広範に行われ、投資家の信認が損なわれたという事実は直視しなければならないが、米国流の資本市場を通じた資源配分の仕組みそのものに限界があるという風に短絡的に結論づけることは避けなければならないだろう。

2) インセンティブと貪欲

一連の事態は、報酬によって正しいインセンティブの与え方を考えることの重要性と難しさを浮き彫りにした。

例えば、経営幹部に対するストックオプションの付与が、経営者の関心を企業価値の向上という方向へと向けさせる一つの有力な方法であることは間違いない。しかし、企業価値の真の向上が長い時間を経て実現されるのに対して、ストックオプションを行使する経営者の私欲は、極めて短期間の株価上昇によっても容易に実現される。それだけに、ストックオプションによって得られる報酬があまりに大きくなると、経営者は短期的に株価を操作して大きな報酬を得ようとする誘惑に負けやすくなる。

あるいは、証券アナリストは、本来、機関投資家の投資判断をサポートすることが職責だったが、発行会社側の立場に立つ投資銀行ビジネスから得られる報酬があまりに大きいため、機関投資家に提供する情報を歪めてでも投資銀行業務で成果を上げようとするようになってしまった。

いずれの場合にも、経営者やアナリストが、私利私欲にかられてモラルを失ったとか、

適切なインセンティブが与えられなかったと言ってしまうればそれまでである。しかし、ことはそれほど簡単ではない。なぜならば、そもそもインセンティブ報酬システムとは、私利私欲を刺激することで、望ましい結果を導き出そうとするものだからである。多額の報酬という人参をぶら下げておけば、経営者という馬は企業価値向上というゴールへ向かって疾走するだろうというのがそもそもの考え方である。人参が食べたいという気持ちは、私利私欲に過ぎない。問題は、馬が人参を食べてしまった上で、本来のゴールとは違う方向へ走り出してしまったという点にある。

なぜこうしたことが生じてしまったのか。解釈はいくつもあろう。例えば、約束された報酬が大きすぎたことこそが問題という見方、あるいは報酬を手に入れるタイミングが好ましくなかったという見方（例えば、ストックオプションを行使して入手した株式は退職まで売却できないようにすればタイミングを制約できる）、あるいは株価という指標そのものの短期的な変動が大きすぎ、企業価値を表す尺度として不十分であるとの見方もできよう。

いずれにせよ、私利私欲を正しい方向へ活かそうとするインセンティブ報酬システムは、常に無限の食欲（greed）によって歪められる危険性をはらんでいる。人間の食欲をどうやって適正な範囲にコントロールするのか。有効な回答は見出せないままである。

3) 情報生産のコストをどうやって受益者に負担させるのか

一連の問題では、経営の監督者としての外部取締役、企業会計の監視者としての会計監査人、企業業績の監視者としての証券アナリストなど、企業を外から監視する役割を担った人々が、監視の対象である企業、あるいは企業の実権を握る経営トップによって、無力化されてしまっていた実態がクローズ・アップされた。

この問題も、インセンティブ・システムの問題と同じく、モラルの低下といったことに結びつけられやすいが、ことはそれほど単純ではない。とりわけ、会計監査人とアナリストの問題には、共通点が多く、しかも解決は容易でない。

すなわち、会計監査人やアナリストの「暴走」は、生産に大きなコストがかかるにもかかわらず、簡単に入手し利用することのできる価値ある情報の生産にかかるコストをどうやって受益者に負担させるかという共通の課題を突きつけているのである。

会計監査人の監査手続きには、多大な時間と労力を要する。しかし、その結果生み出される情報は、「無限定適正」とされた監査証明の付された財務諸表である。それによって利益を得るのは、企業の発行証券への投資を行う投資家である。受益者がコストを負担するという原則に従えば、監査や財務諸表作成の費用は、投資家から徴収すべきということになる。しかし、財務諸表は、証券市場における公正で効率的な価格形成を実現するためには、低コストで幅広い投資家層に提供されることが望ましい。多額の費用を負担しなければ財務諸表が入手できないということになれば、金持ちだけが正しい情報を得て投資を

行うことにもなりかねない。

そこで、監査の費用は監査を受ける企業が負担するという事になっているわけだが、企業からすれば、監査を受けることで資金調達の場合としての資本市場へのアクセスが可能となるという意味である種の便益を受けているとはいえ、必ずしも、より厳しい監査を望んでいるわけではない。逆に、一回の資金調達のために、監査のプロセスをごまかしてでも、実力以上の評価を受けようとするインセンティブが強く働くのが実状である。

同じことは債券格付けにも当てはまる。債券格付け情報によって最も直接的な利益を受けるのは、債券に投資する投資家である。しかし、「トリプルA」、「ダブルA」といった格付けの内容は、一般の情報として容易に入手することができるので、投資家は費用を支払おうとしない。そこで、格付け機関は格付け料を発行企業側から徴収している。企業としては、費用まで負担させられているわけだから、格付け機関を騙したり、買収したりしてでも、より高い格付けを得ようとするインセンティブが強く働くのである。

一方、アナリストの場合、アナリストが作成するアナリスト・レポートや株価格付けは、法定開示の対象となる財務諸表のように、一般に公開されているものではない。しかし、とりわけ株価格付けについては、「某社のアナリストAは、B社の株価を「バイ」と格付けした」というように、その内容が単純明快であるため、容易に流通し、入手した人全てに対して情報生産のための費用を課金することは不可能に近い。実際、有力証券会社のアナリストによる格付け変更は、一般の市場ニュースとして、広く報道されてしまっている。

いずれのケースについても、情報生産のコストを直接の真の受益者が負担していないという構造が生じている。しかし、ある場合には、受益者にコストを負担させることが適切ではなく、ある場合にはコストを転嫁することが技術的に難しい。この問題は、今回の制度改革においても、根本的には解決されていないままである。

4) わが国への示唆

最後に、エンロン・ワールドコム事件と、それに続いた米国資本市場改革は、わが国の資本市場制度を考える上で、どのような示唆を有するのであろうか。

わが国の一部には、一連のスキandalが、いわゆる米国流の市場万能主義の限界を露呈したものと受け止め、わが国は米国の轍を踏まぬよう独自の道を歩みべきであるとする見方があった。長期的な経済低迷の中で、「米国にはかなわない」という自虐的な気分が陥っていたところへ降ってわいたスキandalで、「やはり米国も大したことはない」と安心して開き直るような妙な感情が生まれてしまったのである。

もちろん、今回の事態が、米国資本市場にとっての一つの挫折であることは疑いない。しかし、資本市場の歴史は、スキandalによる市場の危機とそれを克服するための規制強化の試みとの繰り返しであり、その起源は、18世紀英国における南海泡沫事件(South Sea Bubble)と1734年に制定されたバーナード法による株式オプション取引の禁止にまで遡る。

株式会社が公衆から資金を集めて事業を行うための資本市場そのものが、スキャンダルと規制によって失われたことはない。むしろ逆に、規制の試みによって危機に瀕した資本市場は再生され、一層その機能を強化されてきたのである。

わが国では、しばしば指摘されるように、銀行に集まった預金が貸出の原資となって企業の資金需要を満たすという方法に過度に依存する金融構造が続いている。バブル経済崩壊後の長期にわたる銀行不良債権問題と金融機能の混迷は、こうした構造の限界を露呈し、資本市場を活性化し、市場中心の金融構造への転換を進めることが喫緊の課題であることを明確に示した。

そのための制度インフラ整備の試みが、1998年12月の金融システム改革法施行で一つの区切りをつけた「金融ビッグバン」と自由化とコーポレート・ガバナンスの強化を並行的に進める一連の商法大改正である。2002年8月には、金融庁が「証券市場の改革促進プログラム」を発表し、金融ビッグバンが積み残した課題を整理して改めて証券取引法等の改正作業を進める方向を明らかにした。商法大改正も、自己株式取得規制の緩和などの自由化ばかりが先行し、コーポレート・ガバナンスの強化は、来年施行される改正商法に盛り込まれているなど、まだ終わったわけではない。厳しい言い方をすれば、資本市場を本格的に活用した経験がなく、そのための制度インフラ整備の途上にあるわが国が、先行する米国の失敗を笑うことはできない。

もっとも、「米国流」に対する懐疑が、「米国の制度を直輸入するだけが資本市場の整備ではない」という主張につながるのであれば、それは正しい見方であろう。公衆に開かれた株式会社に対して資本市場を通じた自由な資金調達と事業活動を認める一方、ディスクロージャー規制とコーポレート・ガバナンスの仕組みを通じて活動を統制するという資本市場の基本的枠組みが維持されてさえいれば、仕組みの細部に、国によって異なるものが生じるのはむしろ当然である。先行する米国の経験を見極め、細部の制度設計を米国以上のものにするよう工夫を怠らすが、エンロン・ワールドコム事件の教訓の正しい活かし方であろう。

とはいえ、大統領や議会が責任感とリーダーシップを発揮して迅速果敢に改革の大枠を設定する一方、SECが市場参加者の声を聞きながら技術的で複雑な問題を慎重に処理しつつ詳細な規則を制定していくという米国のやり方を見ていると、倒れたと見えた先行ランナーはたちまち立ち上がり、わが国を引き離してしまいつつあるという感慨にとらわれざるを得ない。米国の事態を「対岸の火事」と見過ごすことなく、その経験をわが国自身における資本市場制度改革に活かしていくという重い課題が、我々には課されているのである。

(淵田 康之、大崎 貞和)