

### 米国におけるコーポレート・ガバナンスに関する上場規則の見直し

エンロンの経営破綻から数ヶ月の間にも、IT 企業の不正会計発覚や倒産、さらにはワールドコム<sup>1</sup>の 38 億ドルもの粉飾決算が明らかになっている。投資家の信頼回復のため、米国議会および証券取引委員会（SEC）で数々の法規制が検討される中、ニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダックも、コーポレート・ガバナンスの改善を促す上場規則の見直し案を公表した。企業経営者も自らガバナンス改革に積極姿勢をみせるとともに、上場規則案への支持を表明した。

#### 1. エンロン事件が示したガバナンス強化の必要性

米国議会において、米エネルギー商社エンロンの経営破綻の真相が徐々に明らかにされている。エンロン事件は、監査法人と経営者との癒着、社外取締役による監督機能不全、過剰なストック・オプションの付与の問題<sup>1</sup>など、米国資本市場に様々な問題を投げかけている<sup>2</sup>。

##### 1) エンロン・ガバナンスの問題

エンロンの経営破綻は、同社の最高財務責任者（CFO）であったファストウ氏が設立した 900 もの特別目的会社（SPE）との簿外取引による莫大な損失が直接の原因とされる。問題となった簿外取引が行われていた当時のエンロンの取締役会は、最高経営責任者（CEO）と最高業務責任者（COO）、そして 15 名の社外取締役から構成されていた。社外取締役には、会計の専門家や経営者など高名な知識人がいた。また、監査、指名、報酬、財務、経営という 5 つの委員会が組織されており、経営委員会を除き、委員会メンバーはすべて社外取締役であった。監査委員会の委員長は、元スタンフォード大学ビジネススクールの学長であった。経営委員会には CEO と COO が入っていたが、その委員長は社外取締役であった。

それにもかかわらず、エンロンの取締役会は違法な簿外取引を未然に防いだり、指摘したりするという監視機能を果たすことができなかった。エンロン取締役会による調査報

<sup>1</sup> 岩谷賢伸「在り方が問直される米国ストックオプション」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

<sup>2</sup> 淵田康之「エンロンの破綻と米国資本市場の課題」『資本市場クォーターリー』2002 年冬号参照。

告書（パワーズ報告書）や議会公聴会での関係者の証言によると、経営破綻の原因となった CFO による SPE との取引に対し、次の事実が明らかになっている。

- ① 創業者であるレイ会長、新規事業を次々と興したスキリング CEO そして財務に精通したファストウ CFO の 3 人にエンロンの意思決定権限が集中し、リスクマネジメントに必要な情報伝達ルートがうまく機能していなかった<sup>3</sup>。
- ② 投資家の立場に立つべき監査法人アンダーセンが経営者の粉飾決算に加担していた。また、顧問弁護士からも、取締役会に警告を発するようなアドバイスがなされなかった。
- ③ 取締役会は、十分な情報収集や経営陣に対する適切な質問を行わず、監査法人や弁護士などの専門家の意見を鵜呑みにして、一連の簿外取引を承認した。
- ④ 報酬制度が自社の株価に過度に依存したものであった。
- ⑤ 社外取締役の関与する団体や配偶者に対して政治献金や寄付などが行われていた。

## 2) 米国議会と SEC の対応

上述のような事実を基に、米国議会では、経営者責任の厳格化、監査法人に対する業務規制、年金プランにおける自社株投資の制限、デリバティブ取引規制の見直しなどが議論されている。2002 年 5 月末時点で、エンロン関連法案は上下両院合わせて約 40 本上程されている（図表 1）。

エンロン事件後も、タイコ・インターナショナル、クエストなど複数の企業の不正会計が発覚し、企業のディスクロージャーへの投資家の信頼の盾となるべき会計監査の在り方が問い直されている<sup>4</sup>。そして、SEC による徹底的な企業の財務報告書の検査が始まった直後、エンロンの負債総額をさらに上回る 38 億ドルにのぼる通信会社ワールドコム  
の粉飾決算が明らかになった<sup>5</sup>。

他方、米国証券取引委員会（SEC）は、投資家の信頼を回復するため、監査法人に対する監視の強化とディスクロージャーの迅速化、アナリストの中立性の確保<sup>6</sup>などに関する新規則案を次々と発表した（図表 2）。

<sup>3</sup> 上院のエンロン問題調査委員会は、2002 年 7 月 5 日に発表した報告書の中で、エンロン社の取締役会は、ファストウ CFO の SPE 関連取引や、ケネス会長が会社からの融資を通じた自社株取引も知ったうえで、承認をしていたという。

<sup>4</sup> 大崎貞和「米国における不正会計疑惑と SEC による制度改革提案」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

<sup>5</sup> SEC は、タイコ・インターナショナル、ワールドコム、グローバル・クロッシング、クエスト・コミュニケーションズ・インターナショナルの 5 社の財務報告書を精査した。刑事訴追も含め、不正行為を断固として正そうとしている。

<sup>6</sup> 平松那須加「米国における証券アナリストの中立性に関する見直し」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

図表 1 米国議会におけるエンロン事件に伴う資本市場改革関連法案

上 院	下 院
1. 会計監査人の独立に関する法案 (S.1896)	1. 包括的投資家保護法案 (HR3818)
2. 企業と違法行為責任に関する法案 (S.2010)	2. <u>2002 年企業および監査のアカウントビリティ、責任そして透明性に関する法案 (HR3763)</u>
3. 投資家に対する十分な情報開示に関する法案 (S.1897)	3. エネルギー取引監視に関する法案 (HR3914)
4. 監査の完全性に関する法案 (S2056)	4. エンロン従業員の年金回復に関する法案 (HR3634)
5. 投資家保護法案 (S1933)	5. 財務報告の正確性に関する法案 (HR3736)
6. 2002 年独立投資顧問業者法案 (S1895)	6. ERISA 及び内国歳入法の改正法案 (HR3762)
7. 公開会計における投資家の信頼を確保する法案 (S2004)	7. 独立投資顧問業者法案 (HR3840)
8. 全国従業員貯蓄信託エクイティの保障に関する法案 (S1971)	8. 内部者による株式売却に関する法案 (HR3840)
9. 年金保障法案 (S1969)	9. 投資家、株主、従業員の保護に関する法案 (HR3795)
10. 米国年金保護法案 (S1992)	10. 市場監視の統合と店頭デリバティブ規制に関する法案 (HR4038)
11. 退職保障貯蓄法案 (S742)	11. 2002 年年金改革法案 (HR3918)
12. エネルギー取引市場を監視する機関の設置に関する法案 (S1951)	12. 年金保障法案 (HR3509)
13. <u>2002 年公開企業の会計に関する改正と投資家保護に関する法案 (S2673)</u>	13. 高齢者保護法案 (HR3799)
	14. 1986 年内国歳入法改正法案 (HR3857)
	15. 監査法人が監査担当会社に非監査サービスを提供することを禁止する法案 (HR3693)
	16. 会計における真実と責任に関する法案 (HR3970)
	17. 統一証券開示法案 (HR4071)

(注 1) 2002 年 5 月末時点で、38 の法案が上程されている中で、一部を抜粋。

(注 2) 下線のある法案は各本会議で可決されたもの。上院の 13 番 (S2673) は、2002 年 6 月 25 日に上程されたものである。

(出所) James Shinn/Peter Gourewitch, “How shareholder reforms can pay foreign policy dividends,” *Council on Foreign Relations Paper*, June2002 より、野村総合研究所作成。

図表2 エンロンの経営破綻とコーポレート・ガバナンスに関する主な動き

時 期	主 な 内 容
1 月 17 日	SEC 委員長、監査法人への監督を強化する声明を発表
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。 エンロン元副社長ワトキンス氏、下院資本市場小委員会で一連の取引は組織ぐるみの犯行と証言。 機関投資家協会（CII）、議会と SEC に監査法人の費用に関する改善を求める。
2 月 7 日	エンロン前会長兼 CEO スキリング氏、議会公聴会で、ファストウ氏の指揮した問題の取引について知らないと証言。
2 月 13 日	SEC 委員長、NYSE とナスダックに上場規則の強化を要請。 SEC、年次報告書、四半期報告書の提出期限を短縮する規則案を公表。
3 月 7 日	ブッシュ大統領、企業責任の改善と投資者保護を強化する「10 項目プラン」を発表。わかりやすく入手容易なディスクロージャー、特殊情報の迅速な開示、CEO に開示の正確性の証明を義務づけ、不正行為をした CEO 等の永久追放、自社株売買の迅速な報告、監査の独立性の強化など。
3 月 25 日	CII、ストック・オプションの費用計上を求める要望書を議会と SEC に送付。
4 月 24 日	下院、2002 年企業および監査のアカウントビリティ、責任そして透明性に関する法案（HR3763）を本会議で可決。
5 月 8 日	SEC、証券アナリストの利益相反を防止するための新規則を採択。
5 月 14 日	経営者団体 BRT、最善の行為規範を発表。
5 月 17 日	アメリカ法律家協会（American Bar Association）ビジネス法委員会、「市場構造、上場規則およびコーポレート・ガバナンスに関する特別調査」報告書を発表。
5 月 22 日	ナスダック理事会、上場規則改定案を了承（6 月 5 日 SEC に提出）。
6 月 6 日	NYSE、企業責任および上場基準に関する委員会がまとめた上場規則案を公表。
6 月 15 日	アンダーセン、司法妨害罪で連邦地裁において有罪の評決。
6 月 12 日	SEC、臨時報告書（Form 8-K）の新たな開示要件と提出日の短縮（重要事実の発生から 2 営業日以内、最高 13 営業日短縮など）などに関する規則案を公表。
6 月 12 日	SEC、役員に四半期報告書及び年次報告書が正確であることを証明するよう求める規則案を公表。
6 月 20 日	SEC、「監査手続きに対する監視強化を通じて財務報告の質の向上を図るための枠組みを定める規則案」を公表。
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策を発表、不正行為摘発のためのタスクフォースを設置。
7 月 15 日	上院、2002 年公開企業の会計に関する改正と投資者保護に関する法案（S2673）を本会議で可決。
7 月 16 日	下院、4 月 24 日に可決した HR3763 に罰則強化などの修正をして、本会議で可決。

(注) 2002 年 7 月 16 日現在

(出所) 野村総合研究所

## 2. NYSE とナスダックの上場規則改正案

NYSE とナスダックは、それぞれの上場規則にコーポレート・ガバナンスに関する条項を定めている<sup>7</sup>。両取引所の上場規則では、独立取締役の選任や監査委員会の設置を義務づけている<sup>8</sup>。また、株主総会の開催やその定足数および議案とすべき事項についても規定を設けている。

SEC のハーベイ・ピット委員長は、2002 年 2 月 13 日、NYSE とナスダックに対して、独立取締役の独立性を厳格に定義するとともに、公開企業の行為規範 (code of conduct) を開示させるといったコーポレート・ガバナンスに係わる上場規則を強化するよう求めた。この要請に対し、NYSE とナスダックは、それぞれ上場規則におけるガバナンスに対する監視を強化するための検討委員会を設置し、そこでの議論をまとめて改正案を発表した。

### 1) ナスダック上場規則の見直し

ナスダックは、上場聴聞検討協議会 (Listing and Hearing Review Council) を設けて、上場規則の見直しを検討した結果、同協議会の提案を 5 月 22 日に同理事会において正式承認し、6 月 6 日に SEC へ提出した。この規則改正案は、関係各界の意見を求めた後、2002 年晩夏頃からナスダック上場企業に適用される予定である。

ナスダックが第一弾として強化するルールは以下の通りである。なお、同協議会は、次なるガバナンス改革に向けて会合を再スタートさせている<sup>9</sup>。

#### (1) CEO の開示情報に対する責任を強化

現行規則では、ディスクロージャーに対する最高経営責任者 (CEO) の個人責任を問う規定はない。一連の不正会計事件では、CEO が主体的に係わっているケースもみられることから、粉飾決算をなくすには、CEO 個人に情報開示内容に対する明確な責任を持たせる必要があると考えられた。

したがって、改正案では、新たに、ナスダックに対して虚偽の情報提供あるいは重要な情報の開示をしなかった企業を上場廃止とすること明確に定めようとしている。さら

<sup>7</sup> NYSE 上場規則 (Listing Company Manual) 第 3 章、303 条ほか、NASD 規則 4460 条。ともに、外国発行企業には適用されていない。

<sup>8</sup> NYSE は、1956 年に社外取締役 (outside director) 2 人以上からなる監査委員会の設置を義務づけ、取引所として初めて上場規則にコーポレート・ガバナンスに関する事項を規定した。ナスダック市場も、1986 年以降、最低 2 人の社外取締役の選任と、社外取締役が過半数からなる監査役会の設置を求めている。なお、現行規則では、両取引所とも社外取締役は独立取締役 (independent director) と規定されている。

<sup>9</sup> 今後のテーマとしては、取締役会の過半数を独立取締役とすること、取締役に対する継続的な教育促進、非米国上場企業に対するガバナンスの開示要請などが取り上げられている。

に、当該企業に事業を継続する力 (going concern) がどの程度あるかを客観的に示す監査法人の意見を受領したことの開示を義務づけることとしている。

なお、上場企業がナスダックに情報開示する方法は、SEC に法定報告書を提出後 7 日以内に、その記者発表文をナスダックのストック・ウォッチ部門に提出して行うことになっている。改正案では、ディスクロージャーの方法として、各社の web サイトでの発表やコンファレンスコールなど規則 FD (公平開示) に基づく方法も新たに認めようとしている (NASD 規則案 4350(b))。

## (2) 独立取締役の資格要件を厳格化

現行規則では、2 人以上の独立取締役の選任と、過半数が独立取締役からなる監査委員会 (メンバー3 人以上) の設置が義務づけられている (NASD 規則 4460(d))。独立取締役とは、当該企業や子会社の役職員以外の者であり、かつ取締役としての責任を果たす上で独立した判断を行使するのに妨げとなる関係を持たない個人であることと定義されている。より具体的には、当該企業またはそのグループ企業に、当年度または過去の 3 年度のいずれにおいても雇用されていない者とされる。ただし、当該企業に対し取締役としての職務に関係のないサービスを行うことによって、就任の前年度に 6 万ドル以上の報酬を受けた者は、独立取締役に該当しない。

改正案では、政治献金として受け取る場合や、その家族<sup>10</sup>が会社から受け取る場合も、その職務以外の支払いとして 6 万ドル以上を受け取る場合、その者は独立取締役とみなされないこととなる。また、当該企業から過去 3 年間に、総収入の 5%または 20 万ドルのいずれかを超える支払いを受けた営利団体のパートナー、大株主または執行役員も独立取締役に成れない (NASD 規則案 4200)。

## (3) 利害関係人との取引への監査委員会の承認

現行規則では、利害関係人とは、当事者の一方に対し、自己の意思で利益を追求できない程度まで支配権あるいは相当程度の影響力を行使できる者とされる。利害関係人と取引するには、監査委員会での審査を受けなければならない。

改正案では、経営者が利害関係人と行う取引には、監査委員会や類似の機関による審査に加えて、承認も必要となる (NASD 規則案 4350(h))。

## (4) ストック・オプション・プランの株主承認

現行規則では、役員または取締役を付与対象者とするストック・オプション・プランまたは株式取得プランを導入するには、株主総会の承認を必要とする (NASD 規則 4350(A))。株主総会の承認が必要ないのは、①会社の証券保有者にあまねく新株引受権

<sup>10</sup> 「家族」の範囲は、配偶者、両親、子供、兄弟姉妹、義理の父母兄弟子供および同居者とされている。

証券（ワラント）や新株引受権（right）を付与する場合、②ESOP<sup>11</sup>など付与対象の広いストック・オプション・プラン（broadly based plan）の場合、③M&A を成し遂げるためプランの既存の付与を引き受ける場合、および④新執行役員を勧誘する際にストック・オプションを付与する場合である。さらに、発行済み普通株式総数の 1%または 25,000 株のいずれか少ない株式が付与対象となる場合も、同様に株主の承認は必要とされていない。

改正案では、原則として、取締役及び役員が対象者に含まれるストック・オプションはすべて株主総会での承認が必要となる（NASD 規則案 4350(A)）。一方、ESOP、新株（ワラント）の株主割当てをする場合には引き続き総会決議はいらない。さらに、新執行役員を勧誘するためにストック・オプションを付与する場合も、独立取締役からなる報酬委員会や独立取締役の過半数の同意があれば株主総会決議をとる必要はない。

## 2) NYSE の上場規則案

NYSE も企業責任及び上場基準に関する委員会（Corporate Accountability and Listing Standards Committee）<sup>12</sup>の勧告を受けて、6 月 6 日、コーポレート・ガバナンスに関する上場規則案を公表した。ナスダックの今回の上場規則案に比べ、より多くの内容が取り上げられている（図表 3）。

今回提案された NYSE の規則案は、パブリックコメント期間経過後、必要な修正を加えられて、2002 年 8 月 1 日の NYSE 理事会で承認され、SEC に提出される<sup>13</sup>。今のところ、NYSE の新たな上場規則は 2004 年から上場企業に適用される予定となっている。NYSE の新たな上場規則では、同規則に違反した上場企業に対するけん責書が公開され、最終的には売買停止や上場廃止とすることもできるという厳しい制裁が用意されている。

なお、現在、外国籍の NYSE 上場企業（非米国上場企業）には、母国のコーポレート・ガバナンス基準が適用されているが、改正案では、ガバナンスの実施状況が NYSE の上場基準に沿った米国上場企業の状況と著しく異なる場合、その違いを開示しなければならないこととなる<sup>14</sup>。

<sup>11</sup> 従業員退職所得保障法（ERISA）に基づき、従業員に対して自社株を給与として支給し、退職まで保有させる税制適格プランである。

<sup>12</sup> 共同委員長は、AOL タイム・ワーナーの CEO、NYSE 財務・監査委員会委員長そして NYSE 公共政策検討委員会の委員長である。

<sup>13</sup> SEC に提出された後も、SEC の判断で変更される可能性がある。SEC の承認案もパブリックコメントを求められ、新たな上場規則は 2002 年秋頃に確定するものと見られる。

<sup>14</sup> NYSE は 1987 年 6 月に非米国の上場企業に対するコーポレート・ガバナンス基準の適用除外を決めている。新たに開示対象となる NYSE 基準との差異については、取締役会の構成のあり方、株主権の内容など、今後何らかのガイドラインが示されることが期待される。

図表 3 NYSE とナスダックの上場規則案の比較

	NYSE	ナスダック
取締役会の運営	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 過半数を独立取締役とする。</li> <li>・ 業務を担当しない取締役だけで定期的に会議を行う（リード取締役を定め、その氏名を議案書に記載）。</li> <li>・ 監査、報酬、指名委員会を設置。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2人以上の独立取締役が必要。</li> </ul>
独立取締役の要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当該企業または子会社の役職員でない者とその親族（離社後5年間空けば可）。</li> <li>・ 当該企業の役員が報酬委員会のメンバーとなっている企業の役職員でない者とその親族（離社後5年間空けば可）。</li> <li>・ 企業と重要な関係のない者。</li> <li>・ 独立取締役の基準を策定、公表。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当該企業や子会社の役職員でない者（3年間空けば可）。</li> <li>・ 取締役としての報酬以外に当年度及び前年度に6万ドル以上を当該企業から受け取っていないこと。</li> <li>・ 当該企業から過去3年間に、総収入の5%または20万ドルのいずれかを超えた支払いを受けた営利団体の執行役員や株主でないこと。</li> </ul>
監査委員会のメンバー要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ メンバーすべて独立取締役。</li> <li>・ 最低1人は会計財務経営の専門知識を有する者。</li> <li>・ すべてのメンバーは会計財務の知識を有すること。</li> <li>・ 独立取締役としての報酬以外当該企業から受けない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 3人以上で過半数が独立取締役。</li> </ul>
監査委員会の権限	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 監査法人の選解任権に唯一の責任を持つ。</li> <li>・ 監査委員会規程に監査法人の監査の質の管理に関する義務を定める。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 利害関係人との取引には監査委員会またはそれと同様の機関による審査と承認が必要。</li> </ul>
ストック・オプションの総会承認	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株式報酬プランに株主総会の承認を義務づけ</li> <li>・ 付与対象者の多いプランなどの適用除外をなくす。</li> </ul>	<p>以下を除く、ストック・オプション・プランに株主総会の承認を義務づけ。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株主割り当て</li> <li>・ 役員勧誘のための1回限りの場合（報酬委員会の承認が必要）</li> <li>・ ESOP など</li> </ul>
ディスクロージャーに関する事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 財務情報が正確かつ完全であることの確認手続きを定め、証明する。</li> <li>・ 上記手続きを取締役会とともに確認する。</li> <li>・ NYSE 規則を遵守していることを毎年証明する。</li> <li>・ 企業倫理や行為規範、ガバナンス・ガイドラインを定め、公表する。</li> <li>・ 取締役や役員に責任免除を認める場合はその旨を公表する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ CEO は、監査法人から事業継続力がある旨の意見を受領した場合、その旨開示すること。</li> <li>・ ナスダックに虚偽報告または不開示には上場廃止とする。</li> </ul>
わが国企業への適用	<p>ガバナンス状況が NYSE 規則に基づいた米国企業と著しく異なる場合は、その違いを開示。</p>	なし

(出所) 野村総合研究所



### (1) 監査委員会の責任と権限の強化

現行規則では、監査委員会を設置し、そのメンバー全員を独立取締役とすることが義務づけられている。改正案では、取締役会の過半数を独立取締役とし、監査委員会に加えて、指名委員会、報酬委員会を設置し、各委員会規程を独自に定めるよう求めている。また、各委員会のメンバーはすべて独立取締役とする。委員会のメンバー全員が財務に精通し、なおかつ監査委員会の委員長は会計及び財務管理の経験を持っていることが求められることになる。そして監査委員会メンバーはこの役務に対する報酬以外は受けないこととされている。

現行規則では、上場企業は正式な監査委員会規程 (charter of audit) と適格な監査手続きを定めるよう求められている。監査委員会規程には、監査法人の選解任は監査委員会と取締役会が最終的に決定すると定めなければならない。これに対して、改正案では、監査委員会が監査法人の選解任と会計監査人による重要な非監査サービスを決定する排他的な責任を有することを明確にしなければならない。

また、日常の業務執行に携わらない非執行取締役 (独立取締役を含む) は、定期的に経営陣を交えず会合を持つことが求められている。

### (2) 独立取締役の資格要件を厳格化

現行規則では、3人の独立取締役が求められている (303.01(B)(2)(a))。当該企業およびその子会社の役職員であった者は退職後3年を経過しなければ独立取締役にはなれない。また、監査委員会のメンバーである独立取締役に、当該企業の役員が報酬委員会のメンバーになっている企業の役職員もしくは退職後3年を経過していない者およびその親族はなることはできない。また、取締役会は次期総会の委任状説明書で理由を説明すれば、1人の元役員を例外的に独立取締役とすることができる。

改正案では、独立取締役は当該企業と直接にも間接にも重要な関係を持たない者とされた。そして、3年の離社期間を5年に延ばすとともに、当該企業の監査法人の役職員や執行役員が報酬委員会メンバーとなっている会社の役職員に関しても5年の離社期間が導入されている。また、主要株主 (上場持分の20%以上) と関係のある独立取締役は監査委員会の委員長になることや監査委員会の議事に参加できないとされる。さらに、取締役会は、新任の独立取締役の「独立性」に関する基準を開示することを求められている。

### (3) ストック・オプション付与の総会承認の義務づけ

現行規則では、役員もしくは取締役が付与対象となっている株式報酬プラン (ストック・オプションなど) には株主総会での承認が義務づけられている (312.03)。ただし、付与対象の広い (broadly based) 報酬プランや新たな取締役の雇用のための1回限りのもの、そして役員または取締役の各人が当該プラン採用時の発行済株式総数の1%以上を取

得するものでなく、かつその他のプランから取得する株式とあわせて 5%以上の発行を取締役に授権しないものは、株主承認を必要としていない。改正案では、上場企業はすべての株式報酬プランにつき株主総会での承認を得なければならないとし、適用除外を認めないこととした。

また、株式報酬プランに基づいて証券会社が管理する顧客の株式の議決権行使についても見直しが行われている。現行では、特別な指示がある場合や対立する議案に関する委任状勧誘がある場合以外は、顧客の保有する株式について証券会社が自己の判断で議決権行使することができる。改正案では、証券会社は、株式報酬プランに基づいて管理している株式に関して、顧客からの議決権行使の指示を受けない限り、議決権の代理行使をしてはならない。

#### (4) ガバナンス原則や最善の行為規範

現行規則では、上場企業は、自社のガバナンス原則や最善の行為規範を定めて、開示することを求められていない。

改正案は、新たに、上場企業にコーポレート・ガバナンス原則<sup>15</sup>や自社独自の最善の倫理行為規範を定め、それを遵守する体制を確立させることを求めている。そして、上場企業は、自社のウェブサイトやアニュアルレポート等を通じて、ガバナンス原則<sup>16</sup>、各委員会規程（少なくとも監査、報酬、指名の 3 委員会）および倫理行動規範<sup>17</sup>を公表しなければならない。取締役や執行役員が同規範を遵守できない場合にはその旨適時開示する。

#### (5) CEO によるディスクロージャーの認証

現行規則は、CEO に投資家に対する情報に対して正確性や完全さを認証 (certify) することや、企業が NYSE 上場規則を遵守していることを認証することを義務づけていない。

改正案では、各企業の CEO は会社が投資家に提供される情報の正確性や完全さを認証するために、手続きを定めそれを遵守すること、情報が正確かつ完全でないことが信じるに足る合理的な理由がないことを毎年認証しなければならないとされている。

#### (6) 独立取締役の斡旋および教育

改正案では、各上場企業に新任取締役向けの導入プログラムを策定し、取締役に対し導入研修や訓練を行うことが提案されている。これは、NYSE として取締役教育に関する

<sup>15</sup> 主な項目として、①取締役の資格基準、②取締役の責任、③取締役が経営や独立したアドバイザーへのアクセス、④取締役の報酬、⑤取締役の導入研修及び継続的教育、⑥経営の後継策、⑦取締役の年次業績評価、などが例示されている。

<sup>16</sup> ナスダック上場検討委員会でも、ガバナンス原則や最善の行為規範に関する開示の必要性が議論されたが、最終的には、上場企業の自主的な開示の状況を当面注視することとした。

<sup>17</sup> 規範には、①利益相反、②会社資産を通じた図利行為の禁止、③機密保持、④公正取引、⑤会社資産の保護および適切な使用、⑥法令遵守、⑦違法行為の告発奨励を定めなければならないとされている。これに加えて、規範を効果的に推進するため、法令遵守基準や手続きも必要とされている。

初の公式なプログラムである。また、改正案は、NYSE が取締役協会（Directors Institute）を設立することも提案されている。これは、SEC 委員長が、取締役や役員に対する継続的な教育プログラムを実施することの可能性も検討するよう求めたことに応じたものといえる<sup>18</sup>。

### 3) 上場規則案に対する各界の声

上場規則案に対し、経営者、証券会社、SEC、投資家から以下のようなコメントが示されている。

主要企業 150 社の CEO（最高経営責任者）が参加するビジネス・ラウンドテーブル（BRT）は、2002 年 5 月 21 日、企業による自主的な改善努力や SEC、NYSE そしてナスダックの活動によって企業経営への監視と透明性の向上を図るべきだとの意見を表明しており、公表された上場規則案に対しても、基本的に支持する意向を表した<sup>19</sup>。

また、ゴールドマン・サックス証券のポールソン会長兼 CEO も、株式市場に最も必要とされているものは、すべての公開企業に適切なコーポレート・ガバナンス体制が確立していることと、それをすべての投資家が十分認識できることであると述べ、上場規則案における新たな取り組みを投資家の信頼回復の大きな一歩であるとして支持している<sup>20</sup>。

取引所に上場規則の見直しを求めた SEC も、6 月 6 日、NYSE の上場規則案は、コーポレート・ガバナンスの水準と質を改善する上で重要なステップであると評価すると同時に、最初のステップとして引き続きガバナンス改善に努力していかなければならないとも言っている<sup>21</sup>。

他方、株主・投資家サイドでは、250 の年金や運用機関が加盟する機関投資家協会（CII）が上場規則案に対するコメントを出している。CII は、両取引所の上場規則案に対して、上場企業が独立取締役の新要件を最低基準として厳密に適用することを促すよう求めている。また、取締役と会社との関係についての詳細な開示やストック・オプションの費用計上を求めるなど、さらなる制度改革を求めている。

---

<sup>18</sup> 全米取締役協会（NACD）は、これまで、NYSE やナスダックなどの自主規制機関に対して最善の行為規範に関する基準を設けるよう求めるとともに、SEC がこれらの動きのイニシアティブを取るべきだと主張してきた。NACD は、社外取締役として求められる資質についての教育プログラムの提供や、社外取締役の紹介・斡旋などを行っている経営者団体である。

<sup>19</sup> プレス・リリース “The Business Roundtable Comments on NYSE Proposals,” June 6, 2002.

<sup>20</sup> プレス・リリース “Goldman Sachs Responds to NYSE Corporate Accountability Recommendations,” June 6, 2002.

<sup>21</sup> Immediate release 2002-85.

### 3. 企業経営者によるガバナンスへの取り組み

#### 1) 独立取締役の割合の高い米国企業の取締役会

コーポレート・ガバナンスに関する調査機関である IRRC の調査<sup>22</sup>によると、S&P1500 社の取締役会の平均員数は 11 名、取締役会全体での独立社外取締役の比率は 68.7%である。また、取締役会における委員会の組織率は、監査委員会が 100%、報酬委員会が 99.3%、指名委員会が 87.6%であり、各委員会に占める独立社外取締役の比率は、それぞれ、87.9%、93.0%、79.1%となっている。

こうした状況をみると、指名委員会や報酬委員会の設置、そして各委員会メンバーの過半数が社外取締役という状況は、多くの企業で概ね達成できている印象を受ける。しかし、今後、取締役の独立性がさらに厳格になる方向にあることから、この動きを支援するため、NYSE に取締役の教育や斡旋のための組織を作るよう提案がなされている。

#### 2) 経営者団体 BRT もガバナンス強化を表明

過去数年来、多くの企業経営者は、SEC や投資家・株主団体が求めてきたコーポレート・ガバナンスの改善要求に応えることに消極的であった。コーポレート・ガバナンスの確立は、本来、経営者が独自の方法で構築していくべきであるとの認識が強かったためとみられる。

しかし、エンロン事件後、BRT は、2002 年 5 月 14 日、「2002 年のコーポレート・ガバナンス原則」を発表し、最善の行為規範として企業が採択すべきであると考えられる内容を明確に提示した（図表 4）。BRT は、投資家の信頼の早期回復を図るため、企業がガバナンスに関する責任をより効率的に果たすよう、すべての公開企業がこのガイドラインを支持するよう強力に推進していくとしている。

---

<sup>22</sup> IRRC, "Board Practices 2000" pp.10.

図表 4 BRT の 2002 年コーポレート・ガバナンス原則

- ・ 取締役や役員を対象としたストック・オプションや制限付き株式プラン<sup>23</sup>を導入するには株主の承認を必要とすべきである。
- ・ 各社がコーポレート・ガバナンス原則を作成、公表し、従業員から潜在投資家までだれもが会社の運営の基になっているルールを理解できるようにすべきである。
- ・ 従業員が、懲罰への懸念なく、潜在的な違法行為について経営者や取締役会に警告しうる方法を提供すべきである。
- ・ 監査委員会、報酬委員会、コーポレート・ガバナンス委員会は実効性あるガバナンスの中核となるものであり、そのメンバーは独立取締役だけで構成すべきである。
- ・ 取締役会の過半数が実質的にも形式的にも独立取締役で構成すべきである。
- ・ 重大な事件が起こったら迅速にその内容を開示すべきである。
- ・ 長期と短期のインセンティブを組み合わせ、経営者の利益と株主の長期的利益が直接連動するような経営者の報酬体系を策定すべきである。
- ・ 監査法人の交代、監査担当チーム要員のローテーションまたはその要員の雇用を制限することについて会社がどのような政策を採用すべきかについて考慮するよう求めるとともに、監査委員会に監査法人の採用や継続を推奨し、その変更や監査担当グループの人員の交替や雇用の制限についての方針を採用するよう求めるべきである。

(出所) <http://www.brtable.org/press.cfm/702> (2002年7月18日現在)

BRT のコーポレート・ガバナンス作業部会の会長である F.D.レインズ氏は、「米国は世界で最高のコーポレート・ガバナンス、財務報告そして証券市場システムを持っているが、これらシステムはさらに強化していくことができる。」と発言し、経営者がガバナンス改革を経営における最重要事項と位置づけて取り組んでいることをアピールしている。

<sup>23</sup> 譲渡できるようになるまでにいくつかの制限の付いた株式（リストラクテッド・ストック）で、ストック・オプションと並ぶ非現金報酬である。一定期間、企業に在籍した後、譲渡できるようになる。

#### 4. おわりに

エンロンを上回る規模の粉飾決算が明らかになったワールドコム事件を契機に、ブッシュ大統領は、2002 年 7 月 9 日、3 月に発表した 10 項目プランよりもさらに包括的な企業の不正行為防止に向けた対策を表明した。不正行為をした経営者に対して最長 10 年の禁固刑を課し、報酬支払いも調査期間中は凍結し、処罰された経営者は上場企業の取締役等への就任を永久に禁止されるようにするなど、経営者個人への刑事責任を強めようとするものである。不正行為の摘発や検査を十分に行えるよう、SEC への予算を増やし、権限を高めるほか、不正摘発のための省庁横断的なタスクフォースも創設された<sup>24</sup>。

エンロン事件によって噴出した問題を解決しようとする議会、SEC そして取引所は、米国のガバナンスやディスクロージャー制度は大変優れた制度であり、本来であれば十分機能するしくみであるとの認識を変えていない。一連の不正会計事件において、これらの仕組みが有効に機能しなかった理由を解明し、改善を図っていくという彼らの姿勢が伺える。エンロン事件以降、批判の的となっている経営者も、コーポレート・ガバナンスに社外からの監視を行うことの重要性を認識し、各法規制による改革への支持を改めて表明した。BRT はウォール・ストリート・ジャーナル (7 月 10 日) に「もうたくさんだ。たった一人の CEO が投資家を裏切れば、それは一人でも多すぎる。」という全面広告を出し、彼らの策定したガバナンス原則を紹介している。

このような米国における取引所によるコーポレート・ガバナンスへの関わり方は、米国情型と呼ばれる委員会等設置会社制度が導入され、ガバナンス・モデルの選択肢が広がるわが国企業のガバナンスのあり方を議論する上でも参考となるだろう。

(橋本 基美)

<sup>24</sup> 米下院は、ワールドコムの粉飾決算が明らかになった翌日 (2002 年 6 月 26 日)、SEC の 2003 年度予算を前年度比 77% 増の 7 億 7600 万ドルとすることを承認した。大統領の提出した予算案では、前年度比 7% 増の承認を求めており、議会による SEC に対する検査体制の充実と法執行の強化への期待は大きい。