

企業改革—日米の格差を考える—

1. 米企業改革法成立1年

1) 正当な情報とキャッシュフローを投資家の手に

米国で企業改革法が成立して1年が経った。この間、図表1に示すような改革が精力的に実行された。この結果、企業スキャンダルは峠を越し、投資家の信頼が回復したことが、昨今の株価上昇にも寄与していると、SECのドナルドソン委員長は述べている¹。

一連の改革の目的を一言で言えば、投資家に対して企業に関する情報が適正に提供され、かつ投資家に帰すべきキャッシュフローも適正に提供されるという当然の姿の確立である。

投資家への適正な情報提供という点では、まず会計情報の信頼性回復が必要とされた。このための対応策の一つとして財務書類に対する経営幹部の宣誓を求めるという措置が話題となったのが、ちょうど1年前の夏である。これに加えて、監査法人改革、監査委員会改革、会計基準の見直し、ディスクロージャー改革なども進展した。

投資家向けの情報として問題になったのは、企業が発表する会計情報だけではない。投資家に提供される各種のリーサーチ情報、格付け情報も適正なものとなるよう、アナリスト改革や格付けのあり方の見直しが進展している。

投資家への適正なキャッシュフローの提供が阻害された例としては、例えば、IPOにおけるスピニングやキックバック、401(k)の解約停止期間中に経営者が自社株を売却したことなどもある。本来、株主一般に帰すべきキャッシュフローが経営者や特定の投資家の懐に入っていたわけである。これらの問題への取組みも進展した。

ストックオプション問題は、投資家に対する情報の適正性とキャッシュフローの適正性の両方に関わる問題である。ストックオプションが費用計上されていないため、水増しされた利益で株価がかさ上げされ、その割高な株価でストックオプションを行使した会社関係者が巨額の利益を懐にした。実態を示さぬ株価と希薄化のつけは、一般の株主に転嫁されたのである。ストックオプションの存在は、その費用化如何に関わらず、経営者にとって、株価を上げるために、投資家に対する情報を歪めるインセンティブを孕んでいたことは否めず、一連の企業会計不信の大きな要因になっていた。

¹ “SEC chief says worst of fraud is likely past,” *Wall Street Journal*, July 23, 2003.

図表1 主要事項の進捗状況

分野	内容	時期	法規制等の動向	備考
監査法人改革	監査法人の監督体制の確立	2002年7月 2002年10月	101～109条	公開会社監査委員会(PCAOB)の設立
	監査法人・監査人の独立性の強化	2002年7月 2003年1月	201～209条 SEC規則採択	非監査業務の原則禁止、会社の監査委員会との関係(非監査業務の承認、会計方針や経営者と交わした書面の報告)、会計事務所出身者が幹部となる企業の監査の制限、ローテーション
	記録情報の破壊・変更・偽造に対する処罰、監査関連の情報の保管義務	2002年7月 2003年1月	802条 SEC規則採択	監査人は監査業務関連の書類を5年間保管する義務を負う
会計情報の適切性、信頼性向上	CEO、CFOらによる財務報告書への宣誓	2002年7月 2002年8月	302条 SEC規則採択	投資運用会社にも適用
	簿外取引の開示、プロフォーマ情報の正確性の担保	2002年7月 2003年1月	401条 SEC規則採択	簿外取引等をMD&Aで開示 非GAAP財務数値の開示について、レギュレーションG
	SPEの連結問題に関するFASBの対応	2003年1月	解釈指針	FIN46「変動持分事業体(VIE:Variable Interest Entity)の連結に関わるARB51の解釈指針」
	SECによる継続開示書類のレビューの厳格化 リアルタイムディスクロージャー	2002年7月 2002年7月 2003年1月	408条 409条 SEC規則採択	臨時報告書(フォーム8-k)の開示項目に「重要な未公開情報」を追加
	ストックオプションの費用化	2003年3月 2003年中	FASB検討開始 公開草案	IASBは2002年11月に公開草案提出
監査委員会改革	監査委員会の独立性と機能強化	2002年7月 2003年4月 2003年12月まで	301条 SEC規則採択 NYSE、NASD等の規則案をSECが承認へ	監査委員会メンバー全員の独立性、監査法人の指名、報酬、監督、会計・監査に関する社内問題の把握などの条件。これを満たさない会社の上場を禁止
	監査委員会に財務専門家がいないかどうかの開示、いない場合は理由を開示	2002年7月 2003年1月	407条 SEC規則採択	財務専門家の人数と氏名、経営者から十分に独立していることを開示
経営者の不適切な行動の抑止	監査人に不当な影響力を及ぼす行為の禁止	2002年7月 2003年4月	303条 SEC規則採択	
	証券法の財務報告関連の違反があった場合にCEOやCFOのボーナス没収	2002年7月	304条	
	役員への融資を禁止	2002年7月	402条	
	インサイダー(役員や主要株主等)による自社株売買の報告期限の短縮と電子ファイリング	2002年7月 2002年8月 2003年4月	403条 SEC規則採択 SEC規則採択	報告期限の短縮 報告書の電子ファイリング、ホームページ掲載
	年次報告書で内部統制に関する報告を開示	2002年7月 2003年5月	404条 SEC規則採択	
財務担当役員を対象とした倫理規定の有無や適用除外について開示	2002年7月 2003年1月	406条 SEC規則採択		
アナリストや格付け機関のあり方	アナリストの利益相反を防止するためのNASD、NYSEの新規則	2002年5月	SEC承認	投資銀行部門とのチャイニーズウォール強化、報酬体系、IPO後のレポート発行禁止期間、利益相反の可能性の開示、レーティングの開示、アナリストの証券売買の規制
	ニューヨーク司法当局とメリルリンチの和解	2002年5月		報酬のあり方の見直し、社内にアナリストの中立性をチェックする委員会、調査停止理由の公表、利益相反の可能性に関する開示、和解金等
	SECまたはSECの指示に基づいて証券業協会や取引所が株式調査を行う証券アナリストの利益相反を防止する規則を制定	2002年7月 今後1年以内	501条 規則採択	
	SEC、アナリストにレポートの正確性の宣誓を求める規制を導入	2003年2月	SEC規則採択	Regulation AC (Analyst Certification)
	証券会社10社と規制当局が包括的和解	2003年4月		組織改革(投資銀行部門からの組織分離、報酬改革、調査対象の決定や社内方針・手続きに関する調査部門の独立性、独立の監督者による組織改革のレビュー)、情報開示強化(アナリスト利益相反の可能性、パフォーマンス、カバレッジから外す場合のレポート)、独立系リサーチの配布、和解金
SECが格付け機関の役割と機能を調査 格付けの規制上の利用や監督についての検討	2002年7月 2003年1月 2003年6月	702条 SEC報告書発表 SECコンセプトリリース発表	格付けを規制上使い続けるべきか、使う場合、どの機関の格付けを使うかにかに決めるか、格付け機関の監督のあり方は、等につきコメント募集	

IPO問題	キックバック、ラダリング、スピニング問題へのNASDの規制案	2002年8月	NASD規則案	規則2712(キックバック、ラダリング、スピニング禁止)、規則2710(発行企業幹部へのIPO銘柄割当についてNASDに報告)
	アナリスト問題の包括的和解	2003年4月	発表	スピニングへの規制も盛り込まれる
	NYSE、NASD合同諮問委員会	2002年10月 2003年5月	設置 提案発表	IPO価格決定の透明性、IPO銘柄の不正な割当の禁止、IPO関連情報へのアクセス改善、引受会社の意識向上と発行体、投資家の教育促進
年金問題	企業年金の取引期限期間における役員等の自社株売買の禁止、取引制限期間の速やかな通知	2002年7月 2003年1月	306条 SEC規則採択 労働省規則採択	レギュレーションBTR
その他	弁護士職務行為基準を制定	2002年7月 2003年1月	307条	会社やその代理人の重大な証券法違反、受託者責任違反等の場合、最高法務責任者や最高経営責任者に報告
	SECは過去5年間の行政処分手続きの効率や効果を報告	2002年7月 2003年1月	308条 SEC報告書発表	

(注) 条文番号は、企業改革法に関するものである。

(出所) 野村総合研究所

2) 問題だったのは株主価値最大化経営ではなく経営者価値最大化経営

エンロン、ワールドコム問題を、米国流の株主価値最大化経営の誤りを示すものとする議論がある。しかし、株価上昇が目指されたのは経営者が自らの利益を追求した結果であり、決して投資家や株主に最大限報いることが真摯に意図されていたとはいえないのは、エンロンやワールドコムの帰結を見れば明らかであろう。

ストックオプションにおいては、本来、株主の利害と経営者の利害を調和し、エージェンシー問題を緩和する効果が期待されていたはずだが、経営者が株主を含む投資家に虚偽ないしミスリーディングな情報を流すことで、自らの懐を肥やせるという問題が生じたわけである。

株主と経営者の間にはもともと大きな情報の非対称性があるのだから、株価が企業実態を示しているかどうか判断する上で不可欠な企業財務情報を、経営者が恣意的に操作できたり、監査法人がそれを看過するようでは、エージェンシー問題を緩和するどころか、逆に拡大させる結果となる。

ネットバブル期には、高株価を利用した株式交換による買収も活発化した。しかし、それが買い手企業の企業価値の拡大につながったという事例はあまり聞かれない。むしろ経営者の企業規模拡大欲やエントレンチメント（塹壕を築いて自らの経営者としての地位をより確実なものにする）ニーズが背景にあったケースも多いのではないか。

ネットバブル時代に一世を風靡した、株で報酬を払い、企業の買収代金を払うという「株式本位制」は、かくして株主価値最大化どころか、株主から経営者への価値をシフトさせるという経営者価値最大化の効果を持ったのが実態と言えるかもしれない。今、進展しつつある一連の改革は、本来の意味の株主価値最大化経営を米国企業に根付かせるための改革と言えるのである。

株主価値経営に関するもう一つのよくある誤解は、株主価値最大化経営とは、従業員や取引先などの他のステークホルダーではなく、株主を最優位に置く発想であるということである。

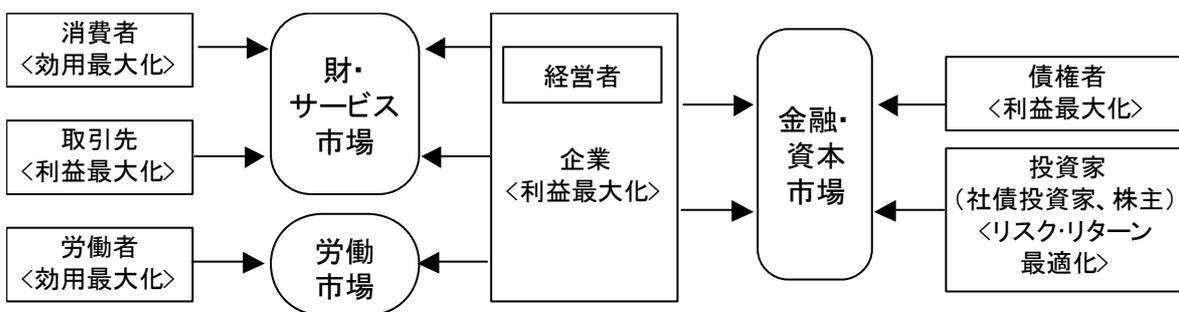
企業は、労働市場、財・サービス市場など様々な市場と取引をしている。金融・資本市場もそうした市場の一つであり、その中に株式市場が位置付けられる。経済主体としての企業は、それぞれの市場で最適化行動を図るのであり、取引相手としての労働者や、各種の取引先も、それぞれ効用や利益の最大化を行った結果としてその市場で当該企業と取引しているのである（図表 2）。株式市場との取引においても、株主にとって価値が最大化する形で企業との取引が成立することは当然なのであり、企業がそうした取引条件を提示しなければ、労働者に適正な賃金を払わなければ労働者を失うのと同じように、株主を失うのである。

企業が経済活動を通じて獲得するキャッシュフローを、労働者、仕入先、そして株主など資本の出し手に対し、それぞれの貢献に応じて、最大限に提供していくというのは、あたりまえのことである。

近年、株主価値の最大化が殊更に強調されるのは、他の代替的取引先にいくらでも乗り換えられる主体や、労働組合等で守られたり、大口であるため相対の交渉でプレッシャーを行使しうる主体と違い、株式保有の裾野が広がるなかで、一人一人交渉主体となりにくい個人投資家が増大しているため、またインデックス運用を行っているため他の企業の株に乗り換えにくく感じる機関投資家が増えているためであろう。

従って、本来の株主価値最大化とは、労働市場や財・サービス市場と同様の最適化原理が、株式市場でも貫徹することを求めているのである。株主に帰すべきキャッシュフローをきちんと提供して欲しいということである。そして、投資家が、自らが取っていると考えるリスクに見合ったリターンが得られているかどうかは、適正な情報開示があつて初めて確認されるのであり、株主価値最大化とは、株主に対する情報開示の向上も求める動きなのである。

図表 2 ステイクホルダーとシェアホルダー



(出所) 野村総合研究所

3) わが国は何を注視すべきか

米国の企業改革法は、上述の通り、過去 1 年急速に関連諸規則が整備され、その運用が本格化しつつあるが、この間わが国では、ともすれば米国の各種の新規定が日系企業にどう及ぶか、といった点に関心が集中しがちであったように思われる。

また、誤解された意味での株主価値最大化経営論に見られるように、エンロン問題を米国的経営の問題点の現れとし、日本的経営の良さを見直す契機であるとする立場を取る限りは、そもそも米国の企業改革の中身には十分な関心は払われようもない。

しかし、問題の本質が投資家に対する適正な情報やキャッシュフローの提供が行われていない点にあると考えれば、わが国も各種の問題を抱えているのであり、米国の改革動向は、自らの企業改革、市場改革という観点から注視していくべきなのである。

もちろん、ストックオプションも普及の途上であり、もとより従業員との報酬格差も小さいわが国の企業経営者が、経営者価値最大化を目指した行動をしてきたというつもりはない。しかし、経営者個人の利益追求ではないにしろ、企業の実態を隠して企業の存続を図ろうといった行動が取られたケースが、近年の大型倒産などで相次いで表面化している。また、持ち合いの慣行が普及していたことに見られるように、経営の安定化を目指す余り、一般株主に十分報いない企業行動が行われてきたという側面もあろう。

わが国が学ぶべき点は多々あろうが、今回の米国の企業改革の一つの意義は、1930 年代の証券市場改革以降も十分な規制が確立していなかった会計とガバナンスという分野に、本格的にメスをいれた点にある。わが国においても、特にこの二つの分野は、大きな変革期にあるだけに、以下に議論するように、米国の改革動向を参考としていくべき部分が多いと思われる。

2. りそなとエンロン—監査法人改革とガバナンス改革

1) りそな問題が惹起したもの

2003 年 5 月、繰り延べ税金資産に対する監査法人の判断を受け、メガバンクの一角であるりそな銀の自己資本が大きく減額され、初めて金融危機対応会議が開催される事態に至ったことで、わが国企業の情報開示や監査法人のあり方を巡る大きな議論が巻き起こった。

エンロン事件の場合は、企業経営者と監査法人と癒着が問題となったが、りそなの場合は、むしろ監査法人が経営者からのプレッシャーに抗して自らの判断を貫いたという点で正反対の事例という見方もあろう。

しかし、他の企業や金融機関における繰り延べ税金資産の扱いについて、一斉に疑惑の目が向けられたのは、米国における会計不信の広がりを感じ起こさせるものがあつた。ま

た、今回の問題が表面化する前に、より厳しい監査方針を表明していたもう一社の監査法人との関係が打ち切られていたことは、経営者がオピニオンショップをしていたことを示すのではないかと、という議論を呼ぶことになった。

さらに、りそな銀の当時の経営者が、監査法人の判断に対して、「長年の信頼関係が失われた」と発言したことは、逆に、これまでは何らかの癒着があったのではないかと、という疑念を膨らませる効果を持った。特に、今回の判断は、金融庁の要請を受け、2003年2月に公認会計士協会会長が、主要行に対する繰り延べ税金資産の厳格監査に関する会長通牒を提出した後ただだに、過去の問題の深さをかえって印象づけ、ようやく正常化への一歩が踏み出された段階に過ぎないのではないかと、と評価されてもしかたがない現実がある。

りそなの一件では、経営者と監査法人の対立ばかりがクローズアップされたが²、エンロンと比較したとき、あまり焦点が当たっていない部分がある。すなわち、エンロンの場合、経営者や監査法人が糾弾されただけでなく、株主の利益を守るべく、彼らの問題を察知し是正できなかつた取締役会や監査委員会のあり方が問題視された。これに対して、りそなをめぐる議論では、会社機構として株主の立場から目を光らせているはずの取締役会や監査役の問題が論じられることは少なかったように思われる。

もちろん、日米のガバナンス構造には違いがある。例えば大会社においては、会計監査の役割は、監査役ではなく会計監査人に大きく委ねられている。しかし、形式の違いはともかく、どのように実質的に株主の立場に立った経営を徹底させるのか、りそなのような問題が生じ、またエンロン後、米国が自らのコーポレート・ガバナンスの実効性を高めようと各種の改革を進めている時だけに、わが国でも真剣な検討が必要といえよう。

以下、りそな問題でクローズアップされる監査法人改革、ガバナンス改革についてもう少し議論する。

2) 監査法人改革の日米比較

わが国の会計監査に対する不信感が拡大するのは、今回のりそな問題が初めてではない。97年11月の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻、98年10月の日本長期信用銀行、12月の日本債券信用銀行の破綻など、一連の金融機関・証券会社の破綻では、直近の財務諸表では監査法人が適正意見を表明していた。事業会社でも、98年10月に三田工業の粉飾決算が表面化した際、会計士の加担が問題とされた。最近では2002年5月、フットワークの監査をしていた監査法人の会計士が粉飾決算を承認していたとして逮捕されている。

りそなの一件を契機に他の金融機関、事業会社の財務諸表の信憑性に疑念が広がったことは、これだけ多くの問題が何年も前から表面化していたのに、未だにわが国の会計監査に対する信頼が向上していないことを示している。

これに対して米国は、エンロン事件から1年も経たぬうちに抜本的な改革を打ち出し、

² ただし、金融庁の関与の可能性も議論された。これは別途、議論されるべき重要な問題である。

財務諸表に対する市場の信頼を急速に向上させたが、改革の一つの目玉は、監査法人改革であった。

まず、監査法人のあり方を監視する新たな機関として PCAOB を設立し、従来の自主規制に委ねる姿から訣別した。また、監査法人の独立性を確保するため、非監査業務の範囲を制限した他、監査人のローテーション制度、関与社員の被監査企業の役員等への就任等の制限などの制度を導入した。

折りしも、わが国においても、2003年6月、1966年以来の大改正となる「公認会計士法の一部を改正する法律」が公布された。この改革は、監査人の被監査企業からの独立性の強化を一つの柱としており、その意味で、米国と方向性を同じくする部分がある。

即ち、一定の非監査業務の禁止、会計士のローテーション、関与社員の被監査企業の役員等への就任等の制限といった制度はわが国にも導入された。

またわが国においても、会計士、監査法人の監視・監督体制についてはこれまで会計士協会による自主規制に主として依存してきたが、今回、自主規制の限界を補完する目的で、行政の監視・監督体制の充実・強化が図られた。

すなわち、公認会計協会が行っている「品質管理レビュー」に対して公認会計士・監査審査会³がモニタリングすることとなった。また、従来、公認会計士に対する行政の立入検査は懲戒相当事由があると考えられる場合に限定されていたが、今回、内閣総理大臣は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当と認めるときは、監査証明業務に関し、懲戒処分を前提としない立入検査を行うことができることとされた。

しかしわが国の監査法人の置かれた現状を踏まえると、米国とは異なる観点からの制度的整備が必要という議論も根強い⁴。米国の場合、エンロンに見られたように、監査法人が自らの利益拡大のため、その専門性を駆使して、積極的に粉飾決算の手助けをするという事例が多い。これに対してわが国では、こうした双方の利害が、悪い方向に一致するという意味での癒着よりも、監査法人の立場が弱いため、企業のプレッシャーに従わざるを得ない状況があるという。わが国の監査法人が、低い監査報酬で、監査に不十分な時間しかかけられない点にも、こうした企業に対する交渉力の弱さが現れていると言われる。このような意味での独立性問題に対する有効な対応は、今回盛り込まれたとはいえない。

そもそもわが国では、今回初めて公認会計士の使命及び職責が公認会計士法に規定されたばかりである。しかも、使命規定については、「会社等の公正な事業活動、投資者及び債権者の保護等を図り」と、与党の要請で、「投資者保護」の前に「会社等の公正な事業活動」という文言が入れられた点が、投資家よりもまず会社のために存在するのか、監査証明業務以外の経営指導等の業務が使命だと言っているのか、といった批判や疑問を国会で浴びた経緯がある。会計士の役割についてすらも、必ずしも基本的なコンセンサスがまだ醸成

³ 従来の公認会計士審査会。金融庁に置かれた審議会等の一つで、公認会計士等に対する懲戒処分、監査法人に対する調査審議及び公認会計士試験を行う。

⁴ 以下の指摘は、江頭憲次郎「公認会計士監査制度の改革と今後の課題」『企業会計』、2003年 Vol.55 No.4による。

されていない実態が今回かえって浮き彫りとなったと言えよう。

3) ガバナンス改革の日米比較

監査法人の独立性を確保するには、監査法人に対する規制を強化するだけでは不十分であるというのが米国企業改革法のスタンスである。経営者と監査法人の関係が適正かどうか、株主の立場から監視するのが、監査委員会の重要な役割であるが、エンロン事件では、ここが本来の機能を発揮できていなかったことが明らかになった。そこで、監査委員会の独立性と専門性の徹底が必要とされたのである。

具体的には、2003年4月に採択されたSEC規則において、監査委員会メンバー全員の独立性が要請された他、監査法人を指名し、報酬を決定し、そして監督することは監査委員会の機能とされた。また監査委員会の役割として、社内における会計・監査における問題を把握することも明記された。

現在、このSEC規則を受けて、NYSE、Nasdaqなどの上場規則の改定作業が、年末を期限に行われている所である。新たな上場規則が導入されると、上記のような規定を遵守しない企業は上場禁止となる。

また、企業改革法407条では、監査委員会に財務の専門家がどうかの開示を求めている。これを受けて、2003年1月にSEC規則が採択された。これによると、財務専門家の人数と氏名、経営者から十分に独立していることの開示が求められている。

わが国も、2002年に商法大改正が行われ（2003年4月より施行）、ガバナンス面の大きな改革が実現した。すなわち、大会社は、米国同様、監査委員会や指名委員会、報酬委員会等を保有する委員会等設置会社を選択することも可能となった。ただし、米国で導入が予定されている、監査委員会のメンバーを全員外部取締役とするレベルまでは要求されない。委員会等設置会社という選択肢は、米国企業型のガバナンスに近い選択肢として導入されたわけだが、わが国がいよいよこれを実現可能とした時、米国の制度は一段と厳格なものに変化しつつあるわけである。

今回、公的資本増強の措置が取られたりそな銀は、大株主となった国の意向を受け、委員会等設置会社となることを選択した。これは、従来の銀行経営におけるガバナンスの問題を認識し、これを抜本的に改革しようという姿勢を印象づける意図があろう。

ただし、米国の例を見ても明らかのように、監査委員会を設置すれば良いというものではない。また、委員会等設置会社が監査役設置会社よりもガバナンス上優れているわけでは必ずしもない。監査役制度についても、これまで監査役の任期の延長、監査役の独立性や権限の強化に向けた改正が行われてきている。

委員会等設置会社が今回導入されたこと、あるいは監査役制度が改善されてきたことは、わが国におけるガバナンスの歴史上、画期的な進展である。しかし、エンロン事件を教訓とした時言えることは、今後とも、制度の目的を確実に達成できるよう、より精緻な制度

設計を目指していくべきであること、そして形式ではなく、十分な実効性を発揮できるような制度の運用が心がけられるべき、という点であろう。

なお、こうしたガバナンス制度の進化のためには、会社機構制度の改善のみならず、投資家がガバナンスにコミットしていくことも不可欠である。その意味では、わが国資本市場においても、議決権行使の姿勢を示す投資家が増大していることや、株主提案の動きが活発化している点は、注目されよう。

4) 内部統制について

企業の不正を抑止するために、株主やその代理人が経営者に対するガバナンスを強化するだけでなく、そもそも経営者が企業を適切にコントロールできる体制、すなわち内部統制の確立が重要である。企業改革法においても、財務報告の信頼性を回復させるために、内部統制の確立も要求している。

すなわち年次報告書に、財務報告に関する内部統制についての経営者の報告を盛り込むことが義務づけられた。この点に関する SEC 規則は、2003 年 5 月に採択されている。

米国では、もともと 1970 年代、ウォーターゲート事件に代表されるように多くの企業における違法支出や粉飾決算等が生じたことを受け、いわゆるトレッドウェイ委員会で対応が検討されてきた⁵。同委員会の組織委員会は、1992 年に「内部統制の包括的フレームワーク」(COSO レポート、COSO は Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission の略)を公表した。これは財務報告の信頼性のみならず、コンプライアンスや業務の効率性を向上させるために、どのような内部統制のフレームワークを構築すべきかを示したものである。企業改革法は、こうした内部統制の確立に向けた動きを、制度として定着させるという意義を持つ。

わが国においては、大和銀行ニューヨーク支店の巨額損失事件に関する大阪地裁判決(2000 年 9 月)や神戸製鋼所の総会屋利益供与事件に関する神戸地裁所見(2002 年 4 月)等で、経営者が十分な内部統制を構築していない場合、善管注意義務違反に問われる可能性があるとされた。これを契機に、企業の間で内部統制の必要性がようやく認識され始めた所である。

2002 年 1 月には公認会計士監査の監査基準が改訂されたが、ここで効果的かつ効率的な監査を受けるためには、内部統制の充実が不可欠とされ、COSO レポートに沿った考え方が示されている。

さらに、2002 年改正商法により、委員会等設置会社においては、監査委員会の職務遂行のために必要な事項を取締役会が決定しなければならないとされているが、これにより内部統制システムの整備を義務づけたものであると説明されている。決定された内容について

⁵ 以下の議論については、リスク管理・内部統制に関する研究会(経済産業省)「リスク新時代の内部統制」2003 年 6 月、木村剛『会計戦略の発想法』日本実業出版社、2003 年、小柿徳武「監査役監査と内部統制」『監査役』No.475、2003 年 7 月 25 日等参照。

ては営業報告書において開示される。

ただし、監査役設置会社において、内部統制の整備が義務づけられているのかどうかについて、専門家の意見が分かれている点にも見られるように、そもそも日本においては、内部統制に関する統一的な理解が存在していないと言われる状況にある。

大和銀行ニューヨーク支店事件に関する判決が、わが国の内部統制議論の実質的な出発点であったにも関わらず、同銀行の経営を受け継ぐりそな銀が、今回、会計不信、企業不信を一段と拡大させるような出来事を引き起こしたことは、制度的整備はもとより、各企業内における取組みがいまだ低いレベルにあることを窺わせる。

3. 会計とディスクロージャーの改革

エンロン事件では、会計基準やディスクロージャーのあり方も問題となった。まず会計基準に関わる問題としては、ストックオプションと SPE の問題があり、ディスクロージャーに関わる問題としては、いわゆるプロフォーマ利益の公表の問題がある。以下、これらの問題の解決に向けた米国の動きと、わが国への示唆を検討する。

1) スtockオプション問題

先述の通り、米国の企業スキャンダル重要な背景の一つにストックオプションがある。これについては、まず費用計上の義務化に向けた議論が進展している。すなわち 2003 年 3 月に、FASB で検討が開始され、2003 年中には公開草案が提出される運びとなっている。

もともと FASB は 1995 年の SFAS123 号におき、ストックオプションを公正価値で評価することを奨励している。しかし、産業界を中心とした反発を背景に、公正価値を採用した場合の当期利益、EPS を注記することを条件に、費用計上を必要としない手法（本源的価値法）を続けることを容認した。このため、最近までほとんどの会社が、ストックオプションの費用計上を行ってこなかった。

ところが、エンロン事件を契機に、自主的に、あるいは投資家からのプレッシャーを背景に費用計上に踏み切る会社が増えつつある所である。

ストックオプションについては、費用計上の問題だけではなく、真にインセンティブにつながっているのか、という批判もある。右肩上がりの相場上昇が終わり、テクノロジー株を中心に大幅な下落が生じたこともあり、制度そのものを意義を問う声も高まっている。

ストックオプションに対する各種の問題を踏まえ、ニューヨーク証券取引所や Nasdaq 等は、ストックオプション等、株式報酬プランに対して株主承認を義務づける上場規則改訂案を SEC に申請していたが、2003 年 6 月、SEC はこの申請を承認した。

こうした中、2003 年 7 月にマイクロソフトがストックオプションの付与を止めると発表

したことは、同制度の一つの転機を象徴する出来事と言えよう。

わが国においてストックオプション制度が一般的に導入されたのは、1997年の商法改正である。その後、2001年の商法改正で付与対象者や付与株式数、権利行使期間等について規制緩和が実現したことも追い風となり、新たにストックオプションを導入する企業はむしろ増大している所である。現状、上場企業の3分の1にあたる1000社以上が既に同制度を導入している。

しかし、1995年当時からストックオプションの費用計上が奨励されていた米国とは異なり、我が国では、2002年6月よりストックオプション会計の議論がスタートしたばかりである。会計の問題を決着させぬまま、米国で制度そのものの見直しも広がる中で、周回遅れのブームが現出しているのが日本の姿である。

2) SPE 問題

エンロンにおいては、本業であるエネルギー関連事業において実質的な債務を非連結にするため、及び本業以外の各種投資事業の低収益もしくは損失を隠蔽するために、連結扱いとならないSPEが多用されたことが問題となった。

これを受けてFASBはSPE問題に関する検討を進め、2003年1月に解釈書第46号⁶を公表した。ここでは、議決権の割合ではなく、変動持分(variable interest)という新しい概念による連結の考え方が打ち出されている。変動持分とは、議決権ではないが、貸付や保証、譲渡資産に対する残余請求権、リース契約、優先株式などの契約上の権利である。こうした権利をSPE(ここでは、SPEの代わりにVIE(Variable Interest Entity、変動持分事業体)という用語が使われる)に対して持つ主たる当事者は、これを連結しなければならなくなったのである。VIEは、法人、パートナーシップ、リミテッド・ライアビリティ・カンパニー、信託等に広く適用されうるものである。

わが国においては、1998年9月に施行されたSPC法に基づくSPCの設立の場合、連結に関して例外規定が適用され、連結対象とすることを要請されないケースが多い。また、歴史の浅さも手伝って、慎重な運用が行われており、乱用にあたるような事例は現れていない。しかしSPC法に基づかない仕組み金融、すなわち組合、信託、海外籍の特別目的会社の利用については実態把握すらできていないという問題がある。

また、わが国の一部企業においては、多くの関連会社や親密企業を使って財務実態をわかりにくくしたり、不良債権や損失を飛ばすような行為が行われてきた経緯がある。

以上を踏まえ、わが国でも今後、SPCや関連会社等の連結のあり方について改善を図っていく必要がある。

3) プロフォーマ利益発表の見直し

⁶ FASB Interpretation No.46, *Consolidation of Variable Interest Entities-an interpretation of ARB No.51*, January 2003

米企業では、リストラ費用や資産の評価損など一時的な費用を除外したプロフォーマ利益の数値を、過去との比較可能性が高く、経営実態をより適切に示す利益指標として強調し、投資家もこの数字に注目して投資行動を行う傾向があった。

しかし、経営者がこの慣行を悪用し、都合の悪い数字を、「一時的」という理由で極力除外することで、プロフォーマ利益をかさ上げして発表し、高株価を演出していたという点が問題となった。エンロンの場合も、実際には赤字決算だった所を、実質利益は黒字で業績は好調と発表していたことから、エンロン破綻後、改革論議に拍車がかかったのである。

そこで、SECは2003年1月、レギュレーションGを導入し、収益の実態を誤解させるようなNon GAAP財務数値の発表を禁止した。そして、Non GAAP数値を公表する場合、正式な会計基準による利益との相違を明確にするため、除外した費用などの内容を細かく開示することとされた。

わが国では、プロフォーマ利益の発表に相当する慣行が米国のように普及しているわけではない。ただわが国の場合、近年、リストラ費用が拡大したり、多額の保有株式の評価損及び減損処理、年金関連費用の処理負担が生じ、特別損失が膨らんでいることもあり、「本業に関係ない所で足を引っ張られている」とコメントする企業経営者も多い。しかし、わが国の上場企業の多くにおいて、このように特別損失が本業を圧迫する構図が過去数年続いているのであり、「特別」で一時的なものというより、企業の現状を示すものとして本来重く受け止められるべき性格のものであろう。

ところが、この特別損失問題に関連してわが国で活発化した議論は、有価証券の時価評価を選択制とすべきとか、既に予定されている固定資産減損処理会計の導入を延期しようというものであった。

米国の議会は、投資家に対して悪い実態を覆い隠そうとする企業の姿勢を厳しく糾弾し、SECの新たな規則制定につながる環境を作ったのに対し、わが国の一部政治家は、企業や金融機関の悪い実態が現れないよう会計原則を歪めることに熱心であった。またわが国主要企業や経済団体の中にもこうした動きを支持する動きがあった。

投資家の間で、わが国企業の会計への不信が以前から払拭されず、むしろ一段と高まっている中で、さらに不信を煽るような動きを政治や企業が行う所に、会計問題に関するわが国の後進性が現れている。企業会計基準委員会が、政治等の圧力に屈せず、有価証券の時価会計の選択制を導入しない方針を決定し、固定資産の減損会計導入延期要請についても継続審議に留めたことは、専門家集団としてのあるべき見識を示し、投資家の信頼をつなぎとめたという意味で、評価されよう。

4. 求められる市場機能重視の政治と行政

以上、企業改革法成立より 1 年経った米国の制度改革の進捗状況を確認しつつ、これと対比した時のわが国の問題点を指摘した。

米国とわが国の間では、企業に関する諸制度だけではなく、その他の法制度、さらに社会的、文化的な相違もあるため、そのアプローチに自ずと相違は生じてしかるべきである。また、米国の企業改革法にも不備や問題点があるという指摘もあろう⁷。

とはいえ、わが国でも米国同様、投資家に適正な情報とキャッシュフローを提供するという大原則の達成を目指した改革が敢行されていくべきである点は変わりあるまい。しかしこれまで見たように、その取組みは緒に就いたばかりという部分も多いわけである。

わが国の企業においては、従来、市場を通じて投資家と向き合うよりも、相対取引の銀行ファイナンスや株式持ち合いに依存した企業金融行動が主体であったせいも、投資家や資本市場を意識した経営が十分行われておらず、度重なる企業不正が生じて、投資家不信、市場不信にいかに対処するか、という観点からの抜本的な変革がなかなか実現してこなかったと見られる。

しかし、銀行を安定した資金調達ルートないし安定株主として頼ることは困難な時代となり、わが国企業も投資家に正面から向き合い、誠実に振る舞う必要がかつてなく重要な段階に入っている。また、わが国市場で外人投資家が重要な位置を占めるようになってきたことに鑑みても、日本の特殊性に安住することはますます非現実的となっている。

今後、わが国企業に対する投資家の信頼を抜本的に高める上で、何が不可欠であるかは、米国の企業改革の経緯を踏まえれば明らかである。それは、政治や行政が市場機能の重要性を認識し、改革にコミットしていくことである。

米国の場合、大統領、議会、SEC、ニューヨークなどの州司法当局、あるいは自主規制機関などがそのイニシャチブを競うように改革を推進した。これに対して、わが国においては、ともすれば表面的な株価の維持や金融システムの安定性が優先され、投資家の企業や市場に対する信頼回復のための努力は二の次になってきたように思われる。それどころか、りそな銀問題では、銀行決算を穏当なものにすることを意図した当局の介入が、相変わらず行われているのではないかと、という懸念も広がった。

金融当局の唱える証券市場活性化の趣旨が、銀行システムの問題を覆い隠すための単なる株価対策ではなく、公正かつ効率的な市場型金融の確立であるならば、当局自らが会計不信の払拭のため、その旗幟を鮮明にしていく所から始めるべきであろう。

(淵田 康之)

⁷ 例えば、“Sarbanes and Oxley agree to disagree on Bill’s Impact,” *Wall Street Journal*, July 24, 2003 参照。