

## サティヤムの粉飾決算事件とインド企業のガバナンス

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 2009年1月7日、インドIT業界第4位のサティヤム・コンピュータ・サービスによる粉飾決算が明らかになった。創業者会長であったラマリंगा・ラジュ氏が主導し、多額の営業利益や現預金の水増しなどが数年に渡って行われたものであり、「インド版エンロン」として注目を集めている。
2. 今回の事件の淵源には、インド企業のガバナンスの脆弱性がある。インドでは、プロモーターと呼ばれる創業者の自社株保有比率が50%にも及び、主要企業の多くは、そのような創業者社長の率いる企業グループに属する。それら企業グループによる少数株主の利益を害する不透明な取引が問題視されてきた。
3. インドでは、2001年に上場契約第49条によってガバナンスに関する上場基準が導入されるなど、ガバナンスの強化が図られてきた。しかし、サティヤムの粉飾決算事件により、これまでのガバナンス強化に向けた取り組みが不十分であることが浮き彫りになった。
4. そのため、インドでは更なるガバナンス強化が図られている。インド証券取引委員会は、プロモーターが自社株を担保に供している場合、その規模を会社に報告し、会社が取引所に報告することを義務付ける規則改正を行った。インド議会でも、1956年会社法の改正が検討されており、内部告発者の保護制度の拡充や、独立取締役の規定の導入などが議論されている。
5. サティヤムの粉飾決算事件は、インド経済にとってはネガティブなものである一方、ガバナンスを強化して今後の成長の礎を築く機会でもある。規制のエンフォースメント手段の整備など、今回の事件を契機に真のガバナンス強化を実現できるか、インド企業社会は一つの岐路に立たされていると言えよう。

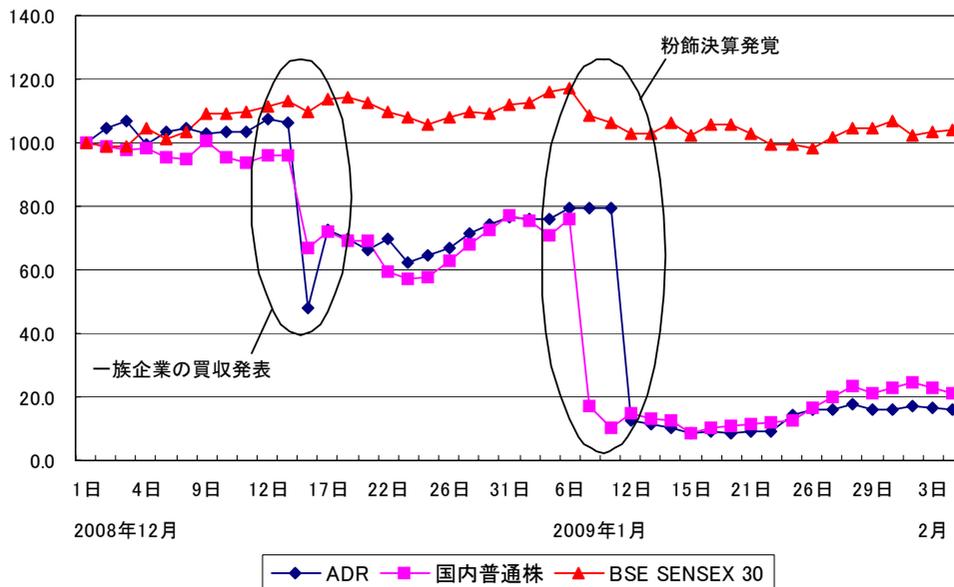
### I サティヤムによる粉飾決算の概要

2009年1月7日、インドのサティヤム・コンピュータ・サービスによる粉飾決算が明らかになった。サティヤムは、近年のインド経済の発展を支えてきた情報技術（IT）業界にあって、タタ・コンサルタンシー・サービスズ、ウィプロ、インフォシス・テクノロジーズに次ぐ第4位の大手であり、国内の2大取引所に上場しているほか、米国預託証券

(ADR) をニューヨーク証券取引所に上場している。また、創業者会長であったラマリ  
ンガ・ラジュ氏は、一代でサティヤムを現在の地位まで引き上げ、アーンスト・アンド・  
ヤングにより 2007 年を代表する起業家として表彰されたこともある立志伝中の人物で  
あった。そのサティヤムで、しかも、ラジュ氏が主導して、インド史上最大とされる粉飾  
決算が行われたことは、インド経済を揺るがす大事件となっており、現地紙では「インド  
版エンロン」とも表現されている。

ことの発端は、2009 年 1 月 7 日にラジュ元会長がサティヤムの取締役会に充てた書簡  
であった。同書簡においてラジュ元会長は、過去数年間に渡って自ら粉飾決算を主導して  
きたことを明らかにした。その内容は、①2008 年 7-9 月期で 6.1 億ルピー (約 11.5 億円)<sup>1</sup>  
の営業利益を 64.9 億ルピー (約 122.0 億円) と開示していた、②2008 年 9 月末時点の貸  
借対照表において、現預金を 504 億ルピー (約 947.5 億円) に水増しし、債務を 123 億ル  
ピー (約 231.2 億円) に過小評価していた、③現預金水増しの事実を隠蔽するために企業  
買収を図った、④ラジュ会長一族のサティヤム保有比率は 8%に過ぎず、敵対的買収に備  
えて株価を引き上げるために過去数年に渡って粉飾決算を行った、などであった<sup>2</sup>。この  
発表を受け、サティヤムの株価は急落し、ボンベイ証券取引所の主要 30 銘柄 (サティヤ  
ム含む) からなる BSE Sensex 30 株価指数も 7%下落した (図表 1)。

図表 1 サティヤム株価推移



(注) 2008 年 12 月 1 日を 100 として指数化  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 1 インド・ルピー=1.88 円 (2009 年 2 月 6 日のレート) で換算。以下同。  
<sup>2</sup> ラジュ会長は同書簡において、最初は小規模な粉飾で留めるつもりだったが次第に歯止めが効かなくなった  
としており、虎に跨っているような心境だった、喰らわれずに降りる術を知らなかった、と告白している。  
また、法的措置を受ける心づもりがあると述べ、書簡を締めくくっている。

上記③の企業買収とは、2008年12月16日に発表されたメイトス・インフラおよびメイトス・プロパティーズの買収を指す。両社はラジュ会長の息子二人が経営するインフラおよび不動産会社であり、サティヤムは事業の多角化や、成長が期待できるインフラ事業への進出を買収の理由として挙げていた。しかし、買収が発表された直後から、本業と関係ない、相乗効果が期待できないなどの理由から投資家の猛反対に遭い、サティヤムの株価は急落した（図表1）。結局、本件買収は翌日取り下げられることとなった。

なお、粉飾決算の公表を受け、ラジュ元会長および実弟で元社長のラマ・ラジュ氏、元財務担当役員のスリニバス・バドラマニ氏は辞任し、その後逮捕されている。また、サティヤムの監査を担当したプライスウォーターハウスクーパーズのインド現地法人の会計士2名も逮捕されている。インド政府は、新たに政府系銀行、IT業界団体、公認会計士協会のトップ3名をサティヤムの取締役とするなど同社経営への関与を強化すると同時に、重大詐欺捜査局（Serious Fraud Investigation Office）などの政府機関による捜査も開始された。

2009年3月9日には、サティヤム株式51%を取得する企業を競争入札で募集することが発表され、同4月13日、インドIT中堅のテック・マヒンドラが選定されたことが発表された<sup>3</sup>。テック・マヒンドラは、31%の新株を引受け、20%を株式公開買付で取得する。今後、サティヤムはテック・マヒンドラの傘下で経営再建を目指すこととなる。

## II インド経済の弱点とされてきたコーポレート・ガバナンス

サティヤムによる粉飾決算の淵源は、インド経済の弱点として長年指摘されてきたコーポレート・ガバナンスの脆弱性にある。サティヤムを含むインド企業の多くは、プロモーターと呼ばれる創業オーナーおよびその一族が経営しており、2006年時点でインドの大手企業500社（時価総額でボンベイ証券取引所の90%を占める）のプロモーター保有比率は約52%にも及ぶ。また、500社のうち約60%は企業集団に属しており、オーナー一族による企業集団の支配がインド企業社会の特徴とされていた。それらの企業グループでは、グループ企業間で株式発行等を通じた不正な資金の移動を行ったり、企業買収の局面でプロモーター一族が不正な取引を行うなど、少数株主の利益を害する不透明な取引が問題視されていた。また、これはコーポレート・ガバナンスに限らないが、法令諸規則の遵守が不徹底であることも、インド企業社会の問題点として長年指摘されてきたところである<sup>4</sup>。

そこで、1990年代半ば以降、インド工業連盟（Confederation of Indian Industry）が1998年に企業統治規範（CII Code for Desirable Corporate Governance）を策定するなど、インド企業のガバナンス向上に向けた様々な取り組みが行われた。その中でも最も重要とされるのが、2001年に導入された上場契約（Listing Agreement）第49条である（図表2）。イン

<sup>3</sup> テック・マヒンドラは、インド自動車マヒンドラ・アンド・マヒンドラと英通信ブリティッシュ・テレコムの子会社。なお、公式な買収者はテック・マヒンドラ子会社のベンターベイ・コンサルティングとなっている。

<sup>4</sup> 詳細については、フランクリン・アレン、ラジェッシュ・チャクラバルティ、サンカール・ディ著、野村資本市場研究所編訳『インド金融・資本市場の現状と課題』参照。

図表 2 上場契約第 49 条 (抜粋)

<p>1) 取締役会の構成                  取締役会議長が業務執行取締役の場合、独立取締役が取締役会の過半数を占めること／                  取締役会議長が非業務執行取締役の場合、独立取締役が取締役会の1/3を占めること</p> <p>2) 監査委員会の構成と機能                  最低3名／2/3以上は独立取締役／1名以上財務知識のある者</p> <p>3) 重要非上場子会社に関する情報開示                  持株会社の取締役1名以上を子会社の取締役とすること／                  子会社の取締役会議事録を持株会社の取締役会で閲覧すること</p> <p>4) 企業の情報開示                  利害関係者取引／会計処理／リスク管理／証券発行による資金調達額／取締役報酬／                  経営陣による業績の検討および分析(MD&amp;A)／取締役に関する情報</p> <p>5) 財務報告のCEO、CFOによる認証</p> <p>6) 財務報告における企業統治に関する報告</p> <p>7) 第49条遵守に関する認証</p>
---

(出所) ボンベイ証券取引所上場契約より野村資本市場研究所作成

ドにおける上場契約とは、企業が取引所に上場する際に取引所と交わす契約であり、実質的な上場基準として機能するものであるが、その内容はインド証券取引委員会 (SEBI) が 1992 年インド証券取引委員会法の授權に基づいて決定する。

上場契約第 49 条は、2001 年の導入以後、独立取締役の規定が設けられるなど、複数回の改正を経て現在の姿に至っている。その内容は、図表 2 にあるように、CEO および CFO による財務報告の認証など、総じて米国サーベンス・オクスレー法に類似した内容になっていると言えよう<sup>5</sup>。

### III コーポレート・ガバナンスの強化と今後の展望

しかし、サティヤムの粉飾決算の発覚により、これまでのコーポレート・ガバナンス強化に向けた取り組みが不十分であることが浮き彫りになった。実際、上記の上場契約第 49 条で監査委員会の機能強化が図られ、独立取締役の採用が義務付けられたにも関わらず、サティヤムの監査法人や独立取締役はラジュ会長の粉飾決算にブレーキをかけることができなかったのである。そのため、サティヤムの粉飾決算が発覚した後、インド政府は、コーポレート・ガバナンスの強化に向けた取り組みを開始している。

まず、SEBI は 2009 年 2 月、1997 年 SEBI (株式の大量取得および買収) 規則を改正し、プロモーターが自社株式を担保に供している場合、その規模を会社に報告し、会社が取引所に報告することとした<sup>6</sup>。これは、プロモーターが自社株を担保に供して他の事業の立

<sup>5</sup> 但し、取締役会会長が業務執行取締役である場合と非業務執行取締役である場合とを区別している点など、細部では米国の規制との相違も見られる。

<sup>6</sup> これを反映するべく、上場契約第 35 条および第 41 条の改正も同時に行われた。

ち上げなどを行うことは、自社株の価値向上に関心がない、もしくは自社株に価値を認めていないことを意味し、エージェンシー問題が懸念されるため、その事実について他の株主が知っておく必要がある、という考えに基づくものである。実際、インドでは150社以上のオーナーが自社株を担保に供していると言われており、サティヤムのラジュ元会長も2008年12月に保有するサティヤム株式を全て銀行融資の担保に供している<sup>7</sup>。他方、この規制変更では、上場企業のみが対象となるため、プロモーターが非上場の持株会社を介して上場企業株式を保有する場合は適用対象とならないのではないかと、との指摘もなされている<sup>8</sup>。

また、インド財務省が25%以上の浮動株比率の義務づけを検討していることが報じられている<sup>9</sup>。現行の上場契約第40A条では、上場企業は常時25%以上の浮動株比率を義務付けられる一方、2000万株以上を上場しており、その時価総額が100億ルピー（約188億円）以上である場合などは10%以上でも良いとされている。この報道が事実だとすれば、全ての上場企業に25%の浮動株比率の維持が義務付けられると同時に、それを下回った場合は3ヶ月以内に25%以上に戻すことが義務付けられることになる。これは、2008年2月に財務省が提案していたものであるが、当時は株価下落の懸念から撤回された経緯がある。今回は、インド企業のガバナンス強化の観点から、改めて検討されることになったと報じられている。

インド議会のファイナンス委員会では、1956会社法改正法案の変更も検討されている。具体的には、現行法で政府系企業にしかない内部告発者の保護制度を全企業に適用することや、独立取締役の規定を設けることなどが検討されている。また、企業省（Ministry of Corporate Affairs）の傘下に設けられた品質審査評議会（Quality Review Board）では、監査法人に対する規制の強化も検討されており、現在政府系企業が慣行として行っている監査人のローテーション制を全上場企業に義務付けることなどが検討されている。

投資家の間でも、2008年12月にサティヤムがファミリー企業2社の買収を発表した直後に株主が同社株式を売り浴びせたことに象徴されるように、投資先企業の経営監視に対する意識の高まりが見られる。また、コーポレート・ガバナンスと株価の関係については諸説あるものの、現地紙ミントがサティヤムの粉飾決算が明らかになった翌日に行ったコーポレート・ガバナンス・サーベイにおいて、最上位の評価を得たインフォシス・テクノロジーズの株価が直近1ヶ月間で8%上昇した一方、下位の評価を得たリライアンス・グループの2社はそれぞれ10%、33%下落するという現象も生じている<sup>10</sup>。

サティヤムの粉飾決算事件は、2008年に株価が50%超下落するなどインドの経済成長に陰りが見えていたところに追い打ちをかけるネガティブなものであり、その背景にはイ

<sup>7</sup> “Promoters must disclose pledged shares; Sebi” *Business Standard*, January 22, 2009. なお、融資した銀行は、ラジュ元会長が追加担保に応じられなかったことを受け、当該株式を全て売却していることが報じられている。

<sup>8</sup> “Promoters pledge their shares. All the time.” *Hindustan Times*, February 1, 2009

<sup>9</sup> 日本経済新聞「インド、同族経営にメス、大手粉飾で監視不備露呈—情報開示拡大、持ち株を制限」2009年2月2日

<sup>10</sup> 同サーベイでは、機関投資家やアナリストなど20主体を対象に、ナショナル証券取引所の株価指数Nifty 50構成企業のコーポレート・ガバナンスに関する評価が集計されている。

インド企業におけるガバナンスの脆弱性があることは間違いない。他方、今回の事件はインドのコーポレート・ガバナンスを強化して今後の経済成長の礎を築く機会でもあり、上記のインド政府による取り組みの意義は大きい。しかし、コーポレート・ガバナンスを法令諸規則の上で強化しても、それが遵守されなければ諸々の規制改革も画餅に帰してしまう。そのためのエンフォースメント手段の整備などの課題は残されており、今回の事件を契機に真のコーポレート・ガバナンスの強化を実現できるか、インド企業社会は一つの岐路に立たされていると言えよう。