

アメリカ資本市場改革の展開*

(株)野村総合研究所

資本市場研究部長 淵田 康之 ふち た やす ゆき

目 次

- | | |
|-----------------|----------------|
| 1. 改革は議論から実行段階へ | 5. アナリストの改革 |
| 2. 監査法人等に関する改革 | 6. その他の動向 |
| 3. 企業の責務に関する改革 | 7. 「資本家」対「代理人」 |
| 4. 情報開示に関する改革 | |

1. 改革は議論から実行段階へ

2003 年 1 月に開催されたダボス会議のテーマは、「信頼の構築 (building trust)」であった。2001 年秋に表面化したエンロン問題を一つの契機に、過去 1 年以上、企業や市場に対する不信感が広がる状況に陥っていたことも、このテーマ選定に影響したものと推察される。

ところが、問題の震源地ともなった米国の参加者を中心に、会議では米国経済への楽観的発言が目立ったようである。また、人々の関心は、むしろ米国の対イラク攻撃姿勢に注がれていたようである。

エンロンであれほど熱を帯びた議論が展開された米国議会においても、2002 年 7 月 30 日の企業改革法の成立を一つの区切りとして世間の関心も低下し、選挙での得票にもつながりにくいテーマとあってか、資本市場改革論議は下火になったかに見える。

また、既に具体化したもっとも重要な改革の一つといえる公開会社会計監督委員会 (Public Company Accounting Oversight

Board, PCAOB) の設立も、スタート早々新委員長が適格性を問われて辞任を余儀なくされ、SEC のピット委員長もその責任を取って辞任するなど、出だしからつまづいてしまっているという冷ややかな見方もある。

しかし、こうした表面的な事態の沈静化や改革の実行状況に関する批判とは裏腹に、実務的には粛々と重大な改革が進展中であることに注目する必要がある。

表に示すように、2003 年 1 月には、企業改革法の施行に関する SEC の規則も次々と採択され、各種の改革が具体的に進展する段階に入ってきた。SEC のドナルドソン新委員長も 2003 年 2 月に議会の承認を得て、正式に就任するところである。

今回のアメリカの資本市場改革は、1920 年代の改革以来の広範かつ重要なものである。この点は、表に掲げられた各種の項目を一瞥しても明らかであろう。2003 年は、この歴史的な変革が本格的に展開する年となるのである。以下、企業改革法に沿って、主要な改革の骨格を順に見ていくこととする。

企業改革法の内容と規則制定等の状況

条文		規則制定・報告の期日 (企業改革法の成立日から)	年月日	進捗状況 内容
第一編 公開会社監査委員会(PCAOB)の設立				
101条～ 109条		90日以内に理事会メンバー任命	2002年10月24日	ウィリアム・ウェブスター氏を委員長として発足(同氏は11月に辞任)
第二編 監査法人・監査人の独立性				
201条	監査業務と併せて提供することが禁止される非監査業務			
202条	監査人が提供する監査、非監査サービス全てについて会社の監査委員会から事前に承認を受けること			
203条	監査の責任者または監査の監督者のローテーション(5年)			
204条	監査を担当する会計事務所への報告義務(重要な会計方針、他の会計方針の選択肢とそれを用いた場合の影響や会計事務所の意見、経営者との間で交わした書面による重要な情報の内容)			
206条	利益相反の回避(会計事務所は、顧客企業の最高経営責任者や財務責任者等が監査開始から過去一年以内に同じ会計事務所を務め、監査業務に携わっていた者である場合、その会社の監査を担当することを禁止される)			
207条	米国会計監査官(the Comptroller General of the United States)は会計事務所にローテーション義務を課した場合の影響を調査し、1年以内に報告する			
208条	SECは201～206条の内容を規則化	180日以内に規則を制定	2002年11月19日 規則案発表 2003年 1月22日 採択	・監査法人の独立性を確保するための規定、非監査業務の制限(監査法人からのサービスについては監査委員会の事前承認が必要、同一の監査人が5年間以上連続して監査を担当することを禁止、監査法人から監査委員会への報告義務、監査法人から受けたサービスの内容とそれに対して支払ったフィーの開示など)
第三編 非登録監査法人の監督は州の規制当局が決める				
第三編 会社の責務				
301条	監査委員会の責任、独立性、従業員から会計をめぐり不満を受け付ける手続きの確立、アドバイザー等を雇う権利等→SECはこれら規定を満たさない会社の上場を禁止することを取引所とNASDに命じる規則を制定	270日以内に規則を制定	2003年 1月 8日 規則案発表	監査委員会の規定(メンバーはすべて社外の独立取締役、監査法人の指名・報酬・監督に対して直接責任を負う、会計や監査をめぐり社内問題の把握し対応するための手続きを確立する義務等)を満たさない会社の上場を禁止
302条	CEOやCFOに、年次報告書と四半期報告書の宣誓を義務付け	30日以内に施行	2002年 8月 2日 規則案発表 8月27日 採択 8月29日 施行	CEO及びCFOに、年次報告書と四半期報告書の内容の適切性を書面で宣誓することを義務化
303条	監査人に不当な影響力を及ぼす行為を禁止	90日以内に提案し、270日以内に規則を制定	2002年 8月 2日 規則案発表 2003年 1月22日 採択 2002年10月16日 規則案発表	投資運用会社の役員に株主報告書の内容の適切性を宣誓する義務を課す、株主報告書の新たなフォームを策定、認証された株主報告書はSECへ提出 監査人に不当な影響力を及ぼす行為の禁止
304条	証券法の財務報告関連の違反があった場合にCEOやCFOのボーンス没収			
306条	企業年金の取引制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			
307条	弁護士職務行為基準を制定	同規定は180日以内に施行	2002年10月30日 規則案発表 2003年 1月15日 採択 1月26日 施行 2002年11月 6日 規則案発表 2003年 1月23日 採択	企業年金プランの取引制限期間(ブラックアウト期間)中に、取締役や執行役員が自社株を売買することを禁止、取引制限期間に入る際の通知(レギュレーションBTR) 企業弁護士の職務行為基準 企業やその他の代理人の重大な証券法違反、受託者責任違反等の証拠を発見した場合に、最高法務責任者や最高経営責任者に報告する義務等
308条	SECは過去5年間の行政処分手続きが効率的・効果的であったかというものを分析し、180日以内に報告する	180日以内に規則を制定		

役員への融資を禁止 役員や主要株主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	報告期限の短縮に関する規定は30日以内に施行、電子ファイリングは1年以内に開始	2002年 8月 6日 発表 8月27日 採択 8月29日 施行 2002年12月18日 規則案発表	役員や主要株主等(インサイダー)による自社株売買の報告期限の短縮 役員や主要株主による自社株売買の報告書の電子ファイリング、自社ホームページへの掲載義務
年次報告書で内部統制に関する報告を開示	90日以内に提案し180日以内に規則を制定	2002年10月16日 規則案発表	ディスクロージャーの強化 ・内部統制に関する開示
401、402、404条は投資会社には適用しない 財務担当役員を対象とした倫理規程の有無や適用除外について開示	90日以内に提案し180日以内に規則を制定	2002年10月16日 規則案発表 2003年 1月15日 採択 1月26日 施行	ディスクロージャーの強化 ・財務担当役員・経営者を対象とした社内倫理規程の有無と、規程が無い場合の理由を開示
監査委員会に財務専門家がいくらかどうかを開示、いない場合には理由を開示	90日以内に提案し180日以内に規則を制定	2002年10月16日 規則案発表 2003年 1月15日 採択 1月26日 施行	ディスクロージャーの強化 ・監査委員会における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
SECによる継続開示書類のレビューを厳格化 リアルタイム・ディスクロージャー(財務や業績の重大な変更を迅速に開示)		2002年10月30日 規則案発表 2003年 1月15日 採択 1月26日 施行	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
アナリストの利益相反			
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	1年以内に規則を制定		
調査及び報告 GAO(会計監査局):1989年以降の監査法人の統合とそれによる監査法人の減少、監査法人の競争を促進する方法、競争が少ないことではある問題 SEC:格付け機関の役割と機能 SEC:1998～2001年に証券専門家が関わった連邦証券法違反について SEC:過去5年間の、財務情報開示に関連した違反事例とSECの対応について GAO:投資銀行が公開会社の不正会計に加担したかという点について 十一編 刑事責任など 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	1年以内に報告 180日以内に報告 6ヶ月以内に報告 180日以内に報告 180日以内に報告	2003年1月24日 報告書発表 2003年1月24日 報告書発表 2003年1月24日 報告書発表	
	180日以内に規則を制定	2002年11月19日 規則案発表 2003年 1月22日 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

2. 監査法人等に関する改革

(1) 公開会社会計監督委員会(PCAOB)の設立

エンロン事件は、米国資本市場における実に様々な問題を浮き彫りにさせたが、エンロン事件そのもので直接的に問題になったのは、同社の不正会計であり、その不正行為に同社の監査を担当したアンダーセンが関与していたことである。

エンロンを契機に次々と表面化した米国企業のスキャンダルも、その多くが不正会計問題であり、また会計監査の適切性を問うものであった。

従って、今回の一連の改革の大きな柱は会計制度改革となった。特に、企業改革法に盛り込まれた会計士に対する監督制度改革の最大の目玉と言えるのが、公開会社会計監督委員会(Public Company Accounting Oversight Board, PCAOB)の設立である(企業改革法第1編 101条~109条。以下条文番号は同法に関するもの)。

従来、会計士については、米国公認会計士協会(AICPA)による事実上の自主的な規制が行なわれていたが、今回これを改め、連邦政府による介入が大幅に強化されたのである。同委員会自体は連邦政府の機関ではないものの、SECの監督に服する非営利団体となる。

PCAOBは、会計監査人、会計事務所に対する検査や法令違反調査を行い、必要な制裁を科す。同委員会の運営に要する経費は、委員会への登録を義務付けられる会計事務所から徴収する手数料と、発行会社から時価総額を勘案して徴収される監査維持手数料によって賄われるかたちとなり、財務的安定性と利害関係者からの独立も担保されている。

PCAOBは、2002年10月24日に、元CIA長官だったウィリアム・ウェブスター氏を委員

長として発足することが発表されたが、同氏が証券詐欺の疑いがかけられている会社の監査委員会の委員長を務めていたことが露見した。また、同氏を推したSECのピット委員長が、その事実を知っていながら開示していなかったことが明らかとなった。

この結果、元々「企業寄り」ということで批判的になってきたピット委員長が、ついには11月5日、辞任表明を余儀なくされ、ウェブスター氏も11月12日にPCAOB委員長の辞任を表明した。その後、12月10日に、次期SEC委員長としてニューヨーク証券取引所前会長で、DLJの創業者の一人であるウィリアム・ドナルドソン氏が指名された。また、PCAOB委員長には、正式な後任が決まるまで、委員の一人であるチャールズ・ニーマイヤー氏(SEC法規執行局の主任会計士)が委員長代理を務めることとなった。

このように、PCAOBの活動は出鼻をくじかれた感があるが、2003年2月、SECの新委員長がようやく就任することで、PCAOBの委員長人選も進展し、活動も本格化していこう。

(2) 監査法人、監査人の独立性の確保(208条)

こうした監査法人、監査人への監視強化に加えて、既存の監査法人と監査人の業務のあり方に関する規制も強化された。特に、エンロン事件で露見した監査される企業と監査法人との間の馴れ合い的状况を是正することが目指されている。例えば、監査法人が監査業務のクライアントになっている企業に対して、コンサルティング業務を拡大していることが、従来より批判されてきたが、今回、これを原則禁止する規制が導入された。

監査法人の収入に占める監査以外のコンサルティング業務からの収入の比率は、1981年

の13%から2000年には50%に達している。監査法人が、監査に厳格を期すことでクライアント企業の不興を買えば、現在及び将来のコンサルティングビジネスを失うリスクを犯すことになりかねない。そこで、監査の中立性、客観性が損なわれることが懸念されるのである。

アンダーセンはエンロンより2,500万ドルの監査フィーと、それを上回る2,700万ドルのコンサルティング料を受け取っていた。業務の中には、通常、会社が内部監査として行う性格のものもあったという。このような背景により外部監査の厳格性が損なわれ、問題が見逃される原因になったのではないかと批判された。この結果、一部の非監査業務については、監査業務と併せて提供することが禁止されることとなった。

この他、同様な趣旨で、監査人が提供する監査、非監査法人サービス全てについて会社の監査委員会から事前に承認を受けることを義務付ける（202条）監査の責任者、監督者を5年でローテーションさせる（203条）監査を担当する会計事務所は、重要な会計方針や他の会計方針の選択肢とそれを用いた場合の影響などについて監査委員会へ報告をしなければならないこと（204条）企業のCFO等が過去1年以内に監査法人で監査業務に携わっていた者である場合は、その監査法人は同企業の監査を担当できないこと（206条）などが、盛り込まれている。

（3）SEC 規則のポイント

以上に関する規則は2002年11月に案が発表され、2003年1月に成立した。その内容は以下の通りである。

禁止される業務

監査人は、次のような非監査業務を、監査と併せて提供することが禁止される。会計財務情報の記録サービス、財務情報システムの設計と実施、鑑定または評価サービス、フェアネス・オピニオンの作成、アクチュアリ・サービス、内部監査、会社の経営や人事機能、ブローカー・ディーラー、投資顧問、または投資銀行業務、監査に関係のない法律やその他の専門サービス、その他 PCAOB が不適切と判断したサービス等。

監査委員会による事前承認

監査および非監査サービスすべてについて、監査委員会による事前の承認が必要。

監査人の担当期間の制限

ある企業の監査の中心的役割を果たす監査担当者については、同じ企業を連続して5年を超えて担当できない。またその後次に同企業を担当できるのは5年後以降とする。その他の主要な監査人は連続して7年を超えて担当できない。その後次に同企業を担当できるのは2年後以降となる。なおこの規定は顧客が5社以内かつパートナーが10名以内の小規模な会計事務所には課されない。

監査委員会への報告

監査人は、重要な会計方針、経営者との間で検討された他の会計方針、そして経営者との間で交わされた重要な情報交換の内容について監査委員会に報告する義務を負う。報告のタイミングは、監査報告書をSECにファイリングする前で、望ましいのはリアルタイムだが、四半期ごと、もしくは監査実施中には行う。

会計事務所出身者が財務担当者である企業の監査の制限

会計事務所の監査担当チームのメンバーが、過去1年以内に、ある会社の中心的なポストに雇用された場合、当該会計事務所はその会社から独立しているとは言えず、同社の監査を担当することが禁止される。

監査報酬の開示の充実

現行の規制は、会社に対して、主要な社外の会計士に支払ったフィーの開示を義務付けているが、それを、監査報酬、監査関連報酬、税務報酬、その他の報酬という4つに分類して詳しく開示することと、監査関連報酬とその他の報酬の2つについては具体的なサービスの内容を開示すること。SECは、監査関連サービスには、従業員福祉プランの監査、M&Aのデュー・ディリジェンス、内部統制のレビュー、会計コンサルティングが含まれると説明している。

3. 企業の責務に関する改革

(1) 監査委員会に関する規則(301条)

企業の不正会計を見破れなかったどころか、悪事に加担していた監査法人は確かに問題であり、上記のような監査法人関連の改革が実現しつつあるが、より根本的な問題は、そもそも不正を起こすような企業自身の体質にある、と言える。そこで当然のことながら、今回、企業自身の内部監査やコーポレート・ガバナンスの強化が要請された。

すなわち企業改革法301条では、コーポレート・ガバナンスで中心的な役割を期待される監査委員会が適切に機能するために、以下の5つの基準を定めた。

監査委員会のメンバーは全員、会社から独立していること、

監査を担当する会計事務所の指名、報酬、継続、監督について直接的に責任を負い、会計事務所は監査委員会への報告義務を負うこと、

監査委員会は会計、内部会計管理、および監査に関する従業員の不満を受け付け、それに対応するための社内手続きを確立し、従業員が匿名で会計や監査の疑わしい点を指摘できる体制を整えること、

監査委員会は、任務遂行に必要であれば、弁護士やその他アドバイザーを雇う権限を有すること、

監査委員会には十分な予算が当てられていること。

監査委員会のメンバーが独立していると判断されるためには、第一に、監査委員会の委員を務める以外に、当該会社からコンサルティングやアドバイザリー等に対する報酬を受け取ってはならない。監査委員会の委員の配偶者や子供が報酬を受け取る、同メンバーがパートナー、共同経営者(principal)等を務める会計事務所、コンサルティング会社、法律事務所、投資銀行、またはフィナンシャル・アドバイザリー会社が報酬を受け取る場合にも、当該メンバーの独立性は否定されることになる。第二に、監査委員会のメンバーは、当該会社、あるいはその子会社の関係者であってはならない。つまり、会社の取締役、執行役員(executive officer)、パートナー、構成員(member)、共同経営者等は監査委員会のメンバーにはなれないということである。

301条では、以上の5つの基準を定めた上で、NYSEなどの自主規制機関がそれらの基準を満たさない会社の上場を禁止する規定を導入させるようSECに要求している。この条項に関するSECの規則は、企業改革法の成立より270日以内に制定されることとなっている。

なお、NYSE などの自主規制機関は、既に 2002 年 8 月に上場規則改正案を SEC に提出している。これは、取締役会の独立性の向上、監査委員会の独立性・専門性の強化、報酬委員会、指名委員会の常設、ストックオプションの総会承認、最善の倫理・行為基準の開示、取締役教育等の項目を含むものである。監査委員会に関する SEC 規則案の行方と共に、この上場規則の改正案の帰趨が注目されるところである。

(2) 年次報告書、四半期報告書の適切性に関する CEO らによる宣誓(302 条)

この分野の改革で早々に実施されたのは、CEO や CFO に年次報告書と四半期報告書の適切性について宣誓することを義務付けることである(302 条)。これに先立ち、SEC は 2002 年 6 月に、主要上場企業 900 社以上に対して、同年 8 月 14 日を第一次の期限として同様な宣誓を要求して大きな話題を呼んだが、この 302 条によってこの宣誓義務は恒久的な措置とされたわけである。CEO らは、これらの報告書を審査し、適切な内容であることの証明書を付さなければならなくなったのである。また、同条に基づく SEC の規則では、会社の内部統制について、重大な欠陥が発見された場合には、CEO らが外部監査人と監査委員会に対して報告することを義務づけている。

なお、同種の規則は、ミューチュアルファンドなど投資会社にも導入された。すなわち投資会社の役員は、SEC に提出する株主報告書の内容に関して主要な幹部職員がその適切性を宣誓しなければならない。

(3) 監査人に対して不当な影響力を及ぼすような行為の禁止(303 条)

発行会社の役員やその代理人が、財務諸表を投資家に重大な誤解を生じさせる内容とするために、監査人に不当な影響力を及ぼす、何かを強制する、監査人を操縦する、あるいは監査人に誤解を与えるような行為を行うことが禁止された。

SEC は、そのような行為の具体例として、不正な金銭の支払いや非監査業務の契約を約束するなど金銭的なインセンティブを与えること、監査人に虚偽もしくは誤解を生じさせるような分析を提供すること、会社の会計処理に異議を唱えたと監査や非監査業務の契約を打ち切ると脅迫すること、異議を唱えた監査人を監査担当から外すように働きかけること、文書等で脅迫すること、身体的危害を加えると脅迫することを挙げている。

(4) 企業年金プランの取引制限期間中のインサイダー取引禁止(306 条)

会社の責務としては、企業年金関連の条項(306 条)も盛り込まれた。企業年金プランでは、取扱商品の変更、トラスティーの変更、企業再編による変更等に伴い、加入者の取引を制限する、いわゆるブラックアウト期間(あるいはロックダウン期間)が生じることがある。

エンロンのケースでは、同社が SEC からの操作を受けていることを発表した同じ日に、401(k)の管理機関を変更し、3 週間のブラックアウト期間に入ったが、この間、同社の株価が急落し、資産の大部分を自社株に投資していた一般職員が多大の損失を被った。ところが、この期間中、レイ会長をはじめ、エンロンの経営陣はこうした制約を受けず、自社株を売却できたのである。

そこで、企業改革法 306 条では、ブラックアウト期間中に、取締役または執行役員がス

トックオプションなどその役職に関連して得た自社株を取引することを禁止した。また、ブラックアウト期間に入る場合は、会社は速やかに取締役、執行役員、SEC に通知することとされた。

同条に基づき、SEC はレギュレーション BTR を制定した（2003 年 1 月施行）。ここで、役員等の取引が禁止されるブラックアウト期間を、3 営業日以上連続して加入者の 50% 以上が個人口座の資産を売買することができない期間と定義し、役員への通知はブラックアウト期間の開始から 15 日前までに行うこととされた。

なお、エンロンの 401(k)を巡っては、そもそも自社株への投資が過度に行われたことが問題となった。このため、自社株投資に対する何らかの制限を設けるべきとする提案が各方面より相次いだ。具体的な法律改正等には至っていない。

（5）企業弁護士の職務行為基準（307 条）

弁護士が会社内部の不正行為の存在を知った場合の責任について、SEC は過去の審決において、弁護士にはそれら不正を阻止するように働きかける責任があるという意見を表明してきた。しかし、SEC に弁護士を規制する権限があるのかが不明確であるという問題もあって、規則の制定には至っていなかった。そうした中でエンロンの不正会計問題が発覚し、企業の不正行為を発見した場合に経営者に報告する（up the ladder reporting）ことを弁護士に義務付けるように要請する法学者の書簡が SEC に送られてきたという。弁護士の職務行為基準を求める企業改革法 307 条は、それを知った議員が提案したものである。

SEC は、同規定に基づき、会社の代理人と

して SEC に対応する弁護士に対して、重大な証券法違反や受託者責任義務違反等の証拠を発見した場合に、まず、最高法務責任者（CLO）または最高経営責任者（CEO）に報告し、もし CLO や CEO が調査や処分等の適切な対応をしなかった場合には、監査委員会、その他の社外取締役で構成される委員会、または取締役会に報告する義務を課す規則を導入した。もし取締役会等が対応しなかった場合、弁護士は、当該企業との業務を辞めるとともに、その事実を SEC に報告する、という義務（noisy withdrawal）を課すことを、SEC は規則案の段階で盛込んでいたが、これについては、さらに検討することとされた。

4．情報開示に関する改革

（1）情報開示の拡充を通じた企業不正の防止

以上のように、企業そのものの行動を律し、これを監査する監査法人のあり方を正す措置を導入した上で、投資家保護という観点で不可欠なのは、こうした企業の実態についての情報開示の充実である。

情報開示は、1930 年代のアメリカ資本市場改革の柱であった。すなわち、「太陽は最良の消毒剤であり、蛍光灯は最も有能な警官である」というブランダイスの言葉に象徴されるように、企業に情報開示を法的に要求することで、問題のある証券の発行や流通を抑止することが意図されたのである。この情報開示をもとに、投資家が自己責任で投資をするのであり、当時一部にあった、健全な発行者のみ証券発行を認める、という規制色の強いアプローチは採用されなかった。

今回のエンロン事件で確認されたことは、いくら情報開示を強調しても、企業のガバナ

ンスが不十分で企業が不正を働いていたり、監査法人が本来の外部監査の役割を果たしていなければ、投資家保護は覚束ないということである。そこで上記のようなガバナンスや監査法人改革が導入されたわけであるが、情報開示自体の意義が揺らいだわけではない。

むしろ、情報開示をさらに拡充することによって、企業の不正防止を徹底させようというスタンスが明確になっている。

すなわち、簿外取引の開示、プロ・フォーマ情報の正確性の担保（401条）、役員や主要株主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（403条）、年次報告書で内部統制に関する報告を開示すること（404条）、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の開示（406条）、監査委員会に財務専門家がいるかどうかを開示、いない場合には理由を開示（407条）、SECによる継続開示書類のレビューの厳格化（408条）、リアルタイム・ディスクロージャー（409条）といったことが規定されている。

（2）MD&Aにおける簿外取引に関するディスクロージャー（401条(a)）

企業改革法 401 条(a)項は、登録会社に、全ての重要な簿外の取引、取決め、義務（偶発義務を含む）その他連結対象でない企業等との関係で、会社の現在または将来の財務、財務状態の変化、業績、流動性、設備投資、資本、収入または費用の主要項目に重大な影響を与えるであろう（may have a material effect）ものを年次報告書及び四半期報告書で開示することを義務付ける規則を SEC が制定することを求めている。

これを受けて SEC は、それら簿外取引等の情報を、MD&A（Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and

Results of Operations）の中で開示する義務を課す規則を 2003 年 1 月 22 日に制定した。

（3）GAAP に基づかない財務数値のディスクロージャー（401 条(b)）

アメリカでは近年、オペレーティング・アーニング、プロフォーマ・アーニング、コア・アーニング、あるいはアジャステッド・アーニングといった形式による収益の発表が頻繁に行なわれるようになってきている。これらは、いずれも、本業の経常的な収益をより適切に示すという趣旨で、一部のコスト項目等を除いて計算した収益数値である。どの項目を除くかは各社によって異なり、例えば同じプロフォーマ・アーニングという名称を使っても、除かれている項目が異なる場合もある。いずれもオペレーティング・インカムやネット・インカムのように GAAP に従った会計数値ではなく、監査の対象ともなっていない。

これらの収益数値については、正確性を欠くディスクロージャーであり、しばしば企業の良い面のみ強調する傾向があるという批判が高まっていた。エンロン場合も、リカリング（経常）・ネット・インカムという独自の定義の収益を発表していた。

そこで、企業改革法 401 条(b)項に、プロ・フォーマ情報が虚偽の重要事実を含む、または重要事実を省略することで誤解を生じるような内容となることを防止すること、プロ・フォーマ情報とそれにほぼ対応する GAAP 上の財務情報とを対比させて開示する義務が制定された。そして、これらの規程を執行する上での規則として SEC は 2003 年 1 月、レギュレーション G を導入した。ここではプロ・フォーマという用語の代わりに non-GAAP financial measure という用語が用いられて

いる。その定義は、過去または将来の財務パフォーマンス、財務状態あるいはキャッシュフローを示す値で、GAAP に基づく財務諸表上の数値以外のものを指すとされている。但し、売上高、従業員数、契約者数等の統計的な数値や、GAAP 上の財務数値だけを用いて算出された指標や数値は含まないとされる。

(4) 役員、主要株主による自社株売買の報告期限の短縮(403 条)

公開企業株式の 10%以上を保有する主要株主や役員（取締役だけでなく執行役にあたるオフィサーを含む）は、自社の株式を売買した場合、SEC に報告することが義務づけられている。その報告期限は、これまで該当する取引が行われた月の末日から 10 日以内とされていたが、企業改革法では、「取引が行われてから 2 営業日目の終わりまで、また、SEC が 2 営業日という期限が遵守できないと判断した場合には SEC が定める期限まで」に短縮されることになっていた（同法 403 条）。採択された規則は、報告義務者が取引執行の日を決定できない従業員福祉プランに基づく取引等を例外として、取引から 2 営業日以内の報告を義務づける内容となっている。

(5) 内部統制に関するディスクロージャー(404 条)

企業改革法 404 条に基づき、登録会社の年次報告書において内部統制に関する報告（internal control report）を行うことを義務付ける規則が提案された。内部統制報告の内容は、会社の財務報告（financial reporting）に対する適切な内部統制と手続きを確立する上での経営者の責任に関する記述、内部統制の有効性に対する経営者の評価、

その経営者による評価を公認会計士が監査したことの証明、の 3 点とされる。また、それとは別に、年次報告書と四半期報告書において、主たる役員（principal officers）が内部統制の評価を行い、重大な変更事項を開示することも提案されている。

(6) 倫理規程の有無に関するディスクロージャー(406 条)

企業改革法 406 条は、登録会社に、上級財務担当役員（senior financial officers）の不正行為を防止するための倫理規程の有無を開示する義務を課すものである。これを具体化する SEC の規則では、財務担当役員だけでなく主要な執行役員（principal executive officer）にも適用される倫理規程の有無と、無い場合にはその理由を開示する義務を課している。会社は、特定の役員に適用される倫理規程を変更する、あるいは免除する場合には、臨時報告書またはインターネット上で開示する義務を負うこととされる。同種の規則は、ミューチュアルファンドなど投資会社にも導入された。

(7) 監査委員会の財務専門家に関するディスクロージャー(407 条)

企業改革法 407 条に基づき、外国企業を含む登録会社に対して、監査委員会における財務専門家の有無を開示することを義務付ける規則が制定された。財務専門家に関しては、1998 年に NYSE と NASD が監査委員会の有効性について調査するために設置した委員会（ブルー・リボン委員会）が、その 1999 年の報告書の中で、監査委員会のメンバーには財務会計の知識が求められると指摘したという経緯があった。そして、その指摘に対応して、既

に NYSE 等の取引所や NASD では、監査委員会に 1 人以上の財務会計の専門家を入れることを義務付ける規則が制定されてきた。今回の企業改革法の狙いは、全ての登録会社に対して同様の義務を課すとともに、財務専門家の定義を明確化することであったとされる。

SEC 規則は、財務専門家の有無のみに留まらず、その人数と氏名、そしてそれら財務専門家が会社の経営陣から十分に独立しているかどうかという点についても、年次報告書で開示することを義務付けている。また、財務専門家を、公認会計士、報告書の提出義務を負う発行会社の監査人、財務・会計の担当役員等の経験がある者で、財務諸表および会計基準を理解している、予想や引当金等に関する会計処理を評価することができる、財務諸表を作成、監査、分析、評価した経験がある、財務報告の内部統制と報告手続きを理解している、監査委員会の機能を理解している、といった条件を満たす場合と定義し、取締役会が適格性を判断するとしている。同種の規則は、ミューチュアルファンドなど投資会社にも導入された。

(8) 臨時報告書(フォーム 8-k)の改正(409 条)

企業改革法 409 条によって 1934 年証券取引所法に追加された 13 条(1)項は、発行会社に対して、その財務状況や活動に関する重要な変更で、投資者保護のために必要もしくは役立つと SEC が判断した事項について、迅速に、最新の情報を開示することを義務付けている。

そこで、SEC は、臨時報告書(フォーム 8-k)の規定を変更し、既に終了している決算期に関する重要な未公開の財務情報を発表した文書を SEC に提出する義務を定めた。例えば、正式な決算発表の前に会社側が EPS の見通し

を発表するといったケースが想定されている。但し、口頭、電話、ウェブキャスト等で行われたプレゼンテーションで、関連文書を SEC に提出してから 48 時間以内に行われた、広く一般に公開されている、ウェブキャストが会社のホームページに掲載されている場合には SEC への提出は必要ないとされる。

5. アナリストの改革

(1) 問題の背景

投資家が的確な投資の意思決定をできるためには、企業が正確な情報を出すこと、企業の出す情報の正確性をチェックする外部監査が適切に機能していること、開示すべき情報が適切に規定されていることが重要であり、これまで説明した規定は、これらの点を強化するものと言える。

以上に加えて、投資家に対してより日常的かつより直接的に投資判断情報を提供しているアナリストについても、今回、規制が強化された。これは、アナリストが真に投資家の立場に立った中立的な評価を行っていないのではないかという議論が、ネットバブルが崩壊する中で高まっていたことによる。

例えばメリルリンチのインターネット・セクターのアナリスト、ヘンリー・プロジットは、アマゾン・ドット・コムの上昇を的中させて注目されたが人物であるが、インフォシークの株価が下がっていたにも関わらず、メリルリンチの投資銀行案件を成功させるために「買い」推奨を維持したとして訴えられた。

また「ネットの女王」と呼ばれたモルガン・スタンレーのメアリー・ミーカー、ソロモン・スミス・バーニーで通信セクターを担当して

いたジャック・グラブマンらも、所属する企業の IPO ビジネスをサポートする目的で、一部の企業を実態以上に高く評価する分析をしてきたと批判された。

アナリストの投資評価の中立性を歪める原因としては、上記のように投資銀行部門からの圧力がまず指摘される。アナリストの報酬が投資銀行部門の案件獲得数や業績に連動していたり、投資銀行部門による評価が反映された報酬体系になっているため、アナリストが投資銀行部門の利益を優先するケースがあると言われる。

また、アナリストがネガティブな投資評価をつけると、発行会社から圧力がかかり、例えば特定のアナリストのみにしか提供されていない情報を得られなくなることがあると言う。さらに、アナリストが担当企業の株式を個人的に保有するケースが珍しくなく、この結果、アナリストの判断が歪む可能性も指摘されている。

(2) 改革への動き

アナリストの利益相反防止規則の制定については、企業改革法の第5編に規定され、1年以内に実現することが求められているが、改革の動きはこれ以前より既に具体化しつつあった。

例えば、SEC は、2000 年 10 月にレギュレーション FD を制定し、企業が特定のアナリストやファンドマネジャーに、収益見通しなど一般には公開していない重要な情報を選択的に開示することを禁止した。

より直接的に、アナリストの利益相反問題に対峙したのは SEC というより、ニューヨーク州のスピッツァー司法長官であった。彼はメリルリンチの出したアナリスト・レポートの投資評価が、同社の投資銀行部門の業績を

上げるために不当に歪められており、ニューヨーク州の証券法の禁止する「詐欺及び詐欺的な行為」にあたる疑いがあるとし、捜査に乗り出した。ニューヨーク州とメリルリンチは、2002 年 5 月に和解したが、スピッツァー氏は、他の大手証券会社にも捜査の手を伸ばした。

最終的に、2002 年 12 月、SEC のピット委員長、ニューヨーク州のスピッツァー司法長官、北米証券監督者協会のブリュエン会長、全米証券業協会のグローバー会長兼 CEO、ニューヨーク証券取引所のグラッソー会長、及び州の規制当局が合同で、証券会社 10 社との包括的な和解案を発表した。この和解案は、証券会社のアナリストの独立性に加えて、IPO 銘柄の不正な割り当て（スピニング）の問題にも及ぶものであった。スピニングとは、証券会社が自社が主幹事を努める IPO 銘柄を投資銀行部門の顧客の幹部職員に優先的に割り当てる見返りに、引受業務や M&A のアドバイザー業務で幹事に指名してもらう行為のことをいう。

(3) 当局と証券会社の和解案のポイント

12 月 20 日の発表は、和解案について以下のような概要を示すに留まっている。詳細は SEC の承認を経て発表されるものと見られるが、2 月中旬時点ではまだ不明である。

アナリストと投資銀行部門との隔離

証券会社との和解には、アナリストの報酬を投資銀行部門の業績に連動させない、アナリストが投資銀行部門の人員の営業（ピッチ）活動や発行会社のロードショーに同行することを禁止するといった措置が盛り込まれる。

IPO 銘柄のスピニングの完全禁止

投資銀行ビジネスの発注に影響を与え得る会社の幹部に対して、証券会社が IPO 銘柄を割り当てることが明確に禁止される。

独立系リサーチの提供

証券会社は、和解の成立から 5 年間、3 つ以上の独立系調査会社と契約を結び、自社の顧客にそれら調査会社のレポートを提供することが新たに義務付けられる。規制当局が証券会社ごとに独立の監督者 (monitor) を任命し、独立系機関のリサーチの提供について最終的な権限を委ねられるとのことである。なお、監督者を設置するのは、証券会社から独立系調査会社に調査内容を変更するよう圧力がかけられるのを防止するためだと考えられる。

アナリストの投資評価の公表

証券会社は、自社のアナリストがつけたレーティングおよび目標株価を一般に公表することが義務付けられる。これは、アナリストのパフォーマンスを評価し、比較することを可能にするためとされている。

和解金の支払い

和解金として、10 社で総額 14 億ドルを支払うことで合意が成立した。その内訳は、投資家への損害賠償費用に 9 億ドル、独立系リサーチ費用に 4.5 億ドル、そして投資家教育費用に 8,500 万ドルと発表されている。

(4) リサーチレポート等の真実性の証明

以上の動きとは別に、アナリスト関連の改革として、SEC は 2003 年 1 月、レギュレーション AC を制定した。これは、アナリストに対して自らのリサーチレポートや一般向けのコメント等で表明した見解について、その真実

性を証明することを要求するものである。また、自分の報酬がどう決まるかが、自分がどういう意見を述べるかに、直接ないし間接的に関係しているかどうか開示しなければならないとされている。

6 . その他の動向

(1) SEC 及び GAO による調査

企業改革法の第 7 編では、エンロン事件以降、問題視されてきた事項のうち、実態の把握が必要と判断される点などについて、SEC や GAO に対して調査し、議会に報告することを求めている。

SEC が行う調査としては、格付け機関の役割と機能について (701 条) 1998 年 ~ 2001 年に証券専門家が関わった連邦証券法違反について (702 条) 過去 5 年間の財務情報開示に関連した違反事例と SEC の対応について (703 条) がある。

また、GAO が行う調査としては、監査法人の統合が進み、監査法人間の競争が減少している点について (701 条) 及び投資銀行が公開会社の不正会計に加担したかどうかについて (704 条) となっている。

このうち、格付け機関に関する調査が必要とされたのは、エンロンが 2001 年 12 月 2 日にチャプター 11 の適用を申請する数日前まで、格付け会社がエンロンの社債を投資適格としていたことから、格付け会社に対する不信任が高まったことを受けたものである。

これに関連して、SEC が各種のルールにおいて認定格付け会社 (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) の格付けを利用しているが、一部の格付け会社のみ認定する形となり、競争制限などの弊害をも

たっていないかが懸念されている。格付け機関の参入が活発化すれば、人々が一握りの格付け機関の判断に振り回されなくて済む可能性もある。

SEC は、企業改革法 701 条に基づき、2003 年 1 月 23 日に SEC は格付け機関の役割と機能を整理するレポートを発表した。SEC は、同レポートから 60 日以内にコンセプトリリースを出し、その後、格付け機関に関する何らかの規則を提案することを計画している。

(2) 刑事責任など

企業改革法では、以上のような各種の改革を規定した他、第 8 編から第 11 編にかけ、企業幹部の不正行為に対する罰則を大幅に強化する規定が置かれている。

例えば、禁固刑は、証券詐欺が 5 年だったものを 25 年に強化、捜査に絡む書類破棄や改ざんは 20 年、監査書類の保存義務違反は 10 年、郵便・通信詐欺は 5 年だったものを 20 年、決算報告虚偽記載は 5 年から 20 年、財務報告認証義務違反は禁固刑 20 年と民事制裁金 500 万ドルとされている。

(3) 企業改革法以外の資本市場改革の動き

以上、企業改革法を中心にアメリカの資本市場改革の動きを紹介したが、同法で明示的にカバーされた事項以外の注目すべきトピックスに、ストックオプションを巡る議論、タイピングを巡る議論、投信のあり方を巡る動き、SEC の強化の動きなどがある。

ストックオプションを巡って

90 年代の株式市場活況の中で、アメリカでは、大企業やベンチャー企業でストックオプションの利用が急速に普及した。しかし、2000

年以降、IT バブルが崩壊する中で、ストックオプションの負の側面が問題視されるようになった。すなわち、行使による持分の希薄化、株主不在の場でストックオプションの付与が決定されるケースがあること、ストックオプションの付与を費用計上しなくて良いため、会計上の利益のかさ上げにつながっていること、ストックオプションの付与が、経営陣に株価の引上げを目的としたリスクの高い経営判断を促した可能性がある点、等々である。

こうした議論を受け、ストックオプションの費用計上や、プランを株主が承認する制度を導入しようという動きがある。

ストックオプションの費用計上は、既に多くの企業が自主的に実行しているが、こうした動きを受けて、FASB は 2002 年末に Statement No.148 を出し、費用計上法やディスクロージャーに関するガイダンスを示した。

また、プランに関する株主の承認については、既に上場規則で原則として必要とされているが、例外規定を利用して株主承認を必要としないストックオプション・プランが増大していた。そこで、SEC は NYSE やナスダックに対して上場規則を見直すことを求めてきた経緯がある。これを受け、2002 年 10 月に両市場は、新たな規則案を SEC にファイルしたところである。

タイピングを巡る議論

エンロン事件を契機に、投資銀行のあり方を巡る議論が活発化した。一つはアナリストの問題であるが、もう一つは、企業の不正会計をサポートしたのではないかと、という問題である。後者については、企業改革法の 705 条で、今後、GAO が調査報告をすることとされている。また、2002 年 12 月には、SEC、FRB、OCC の監督体制の連携が適切に行なわれているかどうかを問う公聴会がアメリカ議会上院

の委員会で開催されている。

ここで、投資銀行と言っても、銀行系の投資銀行の行為については、別途、問題が指摘されている。すなわち、投資銀行業務を取るために安易なローンのコミットメントを行うといった投資銀行業と貸出業務のタイピングが横行しているという点である。この結果、銀行系の投資銀行が、引受ランキングを上げているという指摘がある。また、リスクに見合わない条件での貸出が増大している点も問題視されている。

このタイピング問題については、2002年7月以降、議会下院のジョン・ディンゲル議員らが厳しく追及している。SECの新委員長となるドナルドソン氏は、委員長指名に先立って行なわれた上院銀行委員会公聴会で、このタイピングの問題は、アナリスト問題に匹敵する重要な問題と述べ、委員長就任が認められたら調査することを約束している。

投信のあり方を巡って

90年代、アメリカでは投信が急速に大衆に普及したが、手数料体系が顧客にとって不透明であるという批判が絶えなかった。そこで、2003年1月、SECと全米証券業協会は、投信の販売手数料に関する不正等を正すためのアクションプランを打ち出している。

また、市場において重要な地位を占めるようになった投信が、企業に対するガバナンスを十分に行っていくことも期待されている。即ち、SECは2003年1月、ミューチュアルファンドやその他の登録投資会社が、議決権行使のポリシーを明確にすること、また議決権行使の状況について開示することを求める規則修正を採択した。

さらに、報道によればSECがミューチュアルファンドに対する規制強化の一環として、自主規制機関の設立を検討中ということであ

る。これは、自主規制機関に監督を任せることにより、SECが不正の捜査に集中できるようにするという意図があるとされる。

SECの強化

2002年7月9日、企業不信が高まる中、ブッシュはウォールストリートで資本市場改革についての演説を行ったが、この中でSECの人員、予算の増加を打ち出した。企業不正に立ち向かい、投資家の市場への信認を回復させる役割を果たす機関として、SECの役割が重視されたのである。

しかし、その後、当時のピット委員長への政治的な批判、そして同氏の辞任といった混乱や、SEC職員の士気の低下が問題とされるような状況に陥った。予算の増額も、民主党との駆け引きの中で、容易に定まらなかった。

こうした状況は最近ようやく改善し、SECは、2003年、2004年に710人のスタッフを採用することが認められた他、2003年1月の大統領の予算教書では、2004年度について、8億4,200万ドルの予算を提案されている。議会ではSECが会計士、エコノミスト、コンプライアンス検査官を、従来よりスピーディーな手続きで採用できるような立法措置を準備する動きもある。ドナルドソン新委員長も、スタッフの士気低下に懸念を頂き、事態改善に向け、意欲を示しているところである。

7.「資本家」対「代理人」

(1)レビット氏のウォールストリート批判

エンロン事件で注目された監査法人の独立性の問題や、アナリストの中立性問題、あるいはストックオプション問題等については、既に1993年から2001年まで、歴代最長期間、

SEC 委員長を務めたアーサー・レビット氏が警鐘を鳴らし、その改革を試みてきた問題であった。しかし、彼が打ち出した監査法人の非監査業務の制限やストックオプションの費用計上は、関係業界の強硬な反対により頓挫した経緯がある。そこでエンロン事件を経た今日、レビット氏の主張の正当性が改めて評価されている。

レビット氏は、近著、"Take on the Street"において、徹底したウォールストリート批判を展開している。彼の批判は、ブローカーについては、投資家に不要な取引をさせ手数料収入を拡大させていること、投信については、手数料の高さ、ソフトダラー問題、アクティブファンドがインデックスよりもパフォーマンスが悪い点など、齒に衣着せず批判している。その他、彼の批判は、アナリストの中立性、会計制度の問題、プロ・フォーマ・アーニングズの問題、最良執行問題、ガバナンス問題など多岐にわたる問題に及んでいる。

彼の批判は、日本でも見られる通俗的「証券市場批判」、「証券会社批判」とも受け取られかねないおそれもあるが、むしろ徹底した「資本主義擁護」のプロパガンダと見るべきであろう。すなわち資本の出し手となる「資本家」、より今日的に言えば「投資家」の立場に立った資本市場のあり方を追求しているのである。

既に 20 世紀前半において資本と経営の分離が進み、コーポレート・ガバナンスが重要になっていたにも関わらず、これが法的に明確に規定されてきたとは言い難かった。

従来の資本市場改革は、1930 年代の抜本的改革がそうであったように、ガバナンス問題に正面から焦点をあてずに、情報開示や証券市場における証券会社や取引所等のあり方について規制を整備することに重点が置かれがちであったように思われる。エンロン事件は、

こうした不備によりやくメスが入る契機となったと言える。

また、1930 年代と今日の違いは、「資本家」対「経営者」といった単純な構図ではなく、投資家が、経営者以外の数多くの「代理人（エージェント）」を利用しながら投資を行っている現実があることである。証券投資の参加者が急速に拡大してきた結果、代理人が多様化するとともに、その影響力も大きなものとなってきた。

証券会社や運用会社もそうした投資家の投資活動のために存在する代理人であるが、それ以外にも、会計監査法人、アナリスト等々、投資家の代わりに各種の意思決定や業務を行う諸々の代理人が、真に投資家の利益に沿った行動をしているのかどうか、レビット氏は、大いなる疑問を提起しているのである。

例えば企業の外部監査や会計制度は、投資家保護上、クリティカルな役割を果たすにも関わらず、専門家集団の自主的な対応に依存するところが大きかった。そこで、今回、証券行政としてより直接的な関与が図られたのである。アナリストや格付け機関への介入も強まる方向にある。

(2) 代理人が真の代理人であるために

こうした動きは、基本的には当然の動きという面もあるが、代理人が真に投資家の代理人として機能するためには、単に規制強化だけでは限界もあると思われる。経営者も、運用会社の担当者も、投資家からの期待に答えようとしつつも、自らの収益拡大化のための行動を取るのには、ある意味当然であり、いくら第三者等のガバナンスを強化しても両者の利害を完全に一致させるのは限界があろう。

また、会計士、アナリスト、格付け機関等が、本来、情報サービスの提供先である投資

家から、直接、その情報の価値に相当する料金を徴収することが出来れば良いが、それは著しく困難であり、そうした収入に依存することでは業務が成り立たなくなっているという現実もある。投資家以外からの収入に依存せざるをえない場合、そうしたサポーターの意向を全く無視し、投資家の立場のみに立つことを求めるのはかなり無理のある要求と言えるかもしれない。コストを負担する主体の利害と投資家の利害が、完全に一致すれば良いが、必ずしもそうならないのが実態であろう。

こうした現実を抱えつつ、今回の各種の改革に見られるように規制強化を通じて実務的に弊害の拡大を防止していくしかないのか、それともさらに抜本的な変革が求められるのであろうか。アメリカ資本市場改革の行方は、企業改革法が本格的に実行に移されるこれから、一段と注目されるのである。

* (注) 本稿で紹介する企業改革法の進捗状況の詳細は、平松那須加、大崎貞和「進展する米国企業改革法下の規則整備」『資本市場クォーターリー』2003年冬号を参照されたい。その他の参考文献としては、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、平松那須加「アナリストの中立性問題をめぐる包括的和解案の発表」『資本市場クォーターリー』2003年冬号、淵田康之、大崎貞和編『アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、2002年がある。