

# みずほリポート

2002年7月31日発行 02-19M

## エンロン事件の概要と 米国の制度改革

みずほ総合研究所

本誌に関するお問い合わせは  
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話(03)3201-0211まで。

## 要旨

1. 90年代に急成長した米国のエネルギー商社エンロンは、インターネットやデリバティブを活用した斬新なビジネスモデルを確立した超優良企業として高い評価を受けていたが、2001年11月に巨額の損失を含む業績の遡及修正を公表後、信用不安を引き起こし、同年12月に米連邦破産法の適用を申請して経営破たんした。
2. エンロン破綻の直接的要因は、資産のオフバランス化や投資資産価値のヘッジ目的で行った特別目的会社(SPE)取引により巨額の損失を計上したためである。多くのSPEにエンロン株式が出資されていたため、株価下落によりSPEは信用能力不足に陥った。エンロンはそれらのSPEを自社の財務諸表の連結対象外として会計処理していたが、実際にはSPEは非連結とされるための要件を満たしておらず、SPEは財務諸表の内容を不正に操作するために使われた。
3. SPE取引にはエンロンの経営陣が関与しており、さらに取引から不正に巨額報酬を個人的に得ていたことも明らかとなった。また、エンロンの取締役会はSPE取引の問題点を認識しながら承認を与えており、事後の監視も十分に行わなかった。さらに、SPE取引はルールに従って開示されておらず、エンロンの外部監査人アンダーセン会計事務所による監査も問題を指摘しなかったばかりか、アンダーセンはSPE取引の設計や会計処理に深く関与していた。SPE取引を巡るエンロンと金融機関との不透明な関係も明らかとなり、エンロン株価急落によって、エンロンの年金プランに参加していた従業員が多額の損失を蒙るなどの被害もでた。
4. エンロン事件は、コーポレート・ガバナンスや監査のあり方、開示制度、会計基準、年金、金融規制など、幅広い分野に大きな波紋を及ぼした。米国では事件が明るみに出て以来、それぞれの分野において改革のための議論が行われ、政府、議会、証券取引所、金融監督当局、機関投資家、金融機関などが具体的な改革の動きを見せている。
5. これまで提案された改革案の内容は、企業取締役会改革、監査法人の独立監督機関の設置、迅速かつ詳細な開示ルールの導入、SPE連結会計基準の改正、会計基準設定主体の機構改革、401-(K)プランの自社株投資規制やプラン参加者への情報開示、金融機関の利益相反防止ルールの強化等、多岐にわたっている。
6. エンロン事件は、それまで隆盛を誇ってきた米国型資本主義のガバナンス・モデルに大きな衝撃を与えたものであり、それだけに、今後行われる制度改革も、根本的で大々的なものとなるであろう。それはさらに他の先進国にも影響を与えると考えられ、改革の動向については十分に注意する必要がある。特に米国型モデルを取り込み始めた日本では企業経営とそれを支える諸制度のあり方についてさらに深く考察する契機となる。

(2002年7月30日産業・経営調査部 神野雅人)

# 目次

1. はじめに	1
2. エンロンの概要	1
(1) 沿革・業容	1
(2) ビジネスモデルの特徴	1
3. エンロン事件の概要	2
(1) 破綻までの経緯	2
(2) SPE取引の概要	3
a. 要因	3
b. Chewco取引	4
c. リズム(Rhythm)取引	6
d. ラプター(Raptor)取引	9
e. LJM取引の問題点	11
4. エンロン事件が提起する問題点	12
(1) コーポレート・ガバナンス	12
a. 取締役会	12
b. 経営陣	15
(2) 監査	15
(3) 開示	15
a. 開示全般	15
b. 関連当事者取引の開示	16
c. 会計基準	17
d. 会計基準設定主体	17
(4) 年金	19
a. 自社株投資	19
b. ロックダウン	20
c. 受託者責任	20
(5) 金融	21
a. リスク管理	21
b. エンロンとの不透明な関係	22
c. 銀行決算の信憑性	23
d. 利益相反行為	23
5. 改革の動向	24
(1) 改革の指針	24
a. 大統領の「10ポイントプラン」	24
b. 財務役員国際機構	25
c. 機関投資家	27
(2) コーポレート・ガバナンス	31
a. 全米取締役協会	31
b. ニューヨーク証券取引所上場基準改正案	33

c. ナスダック(NASDAQ) .....	37
d. コーポレート・ガバナンス改革案について .....	38
(3) 監査 .....	38
a. 会計監査人の監督 .....	38
b. 会計監査人の独立性 - コンサルティング業務 .....	40
(4) 開示 .....	40
a. SEC ルール改正案 .....	40
b. ストック・オプションの開示 .....	43
c. SEC 開示ルール改正案について .....	43
(5) 会計 .....	44
a. SPE 連結基準 .....	44
b. ストック・オプション会計 .....	44
c. 会計基準設定主体 .....	45
(6) 年金 .....	45
a. ロックダウンに関する規制 .....	46
b. 自社株投資規制 .....	46
c. 投資アドバイス .....	47
d. プラン参加者に対する報告書 .....	48
e. 今後の見通し .....	49
(7) 金融 .....	50
a. リスク管理 .....	50
b. エンロンとの不透明な関係 .....	51
c. 銀行決算の信憑性 .....	51
d. 利益相反行為 .....	52
<b>6. おわりに</b> .....	<b>54</b>

(執筆者)

産業経営調査部 神野雅人 第1章、第2章、第3章、第4章(1)~(3)、第5章(1)~(3)、第6章  
同 植村武志 第4章(3)、第5章(4)、(5)  
同 堀江奈保子 第4章(4)、第5章(6)  
金融制度調査部ニューヨーク駐在 相吉宏二 第4章(5)、第5章(7)

## 1. はじめに

2001年12月に発生した米国のエネルギー商社エンロンの破綻、いわゆる「エンロン事件」は、米国史上最大の企業倒産であったのみならず、コーポレート・ガバナンス、会計基準、開示制度、監査制度、年金、金融規制など、幅広い領域に余波を及ぼした点で類を見ない大事件となった。

本稿では、エンロン事件の概要とそれぞれの分野における問題点や影響を明らかにし、その後の米国における制度改革の動向について報告する。

## 2. エンロンの概要

### (1) 沿革・業容

エンロンは1985年7月、天然ガス・パイプライン会社ヒューストン・ナチュラル・ガスとインターノース・オブ・オマハが合併して設立された。エンロンはエネルギー市場の規制緩和の波に乗り、89年に天然ガス、94年には電力商品の卸売り、97年には天候デリバティブ商品の取り扱いを開始、次第に業容を拡大した。

エンロンが99年11月に立ち上げた世界初のエネルギー取引のインターネット・サイト「エンロン・オンライン」はエンロンのビジネスモデルの中核となり、また、2000年には光ファイバーを通じた映画のオン・デマンド配信などのブロードバンド・ビジネスにも進出した。

エンロンの売上高、総資産は急激に拡大し（図表1）、2000年には売上高が1,000億ドルを突破し、全米第7位の巨大企業となった。エンロンはフォーチュン誌の『最も革新的な米国企業』に5年連続で選ばれるなど、デリバティブ、証券化商品、インターネット等を活用した先進的ビジネスモデルを確立した超優良企業として評価が高まった。ただし、その一方で業務に対する規制回避などを目的に政界工作を大々的に展開する面も併せ持っていた。

### (2) ビジネスモデルの特徴

エンロンの取扱商品は、天然ガス、電力、原油、LPG等のエネルギー関連商品から、非鉄金属、パルプ、紙、材木等の森林資源、風力発電、天候デリバティブなど多岐にわたった。それらを、エンロン・オンラインを通じて証券化商品のように取り扱い、パイプラインや送電線を施設してエネルギー配給を行うという旧来のエネルギー商社のイメージを一新した。

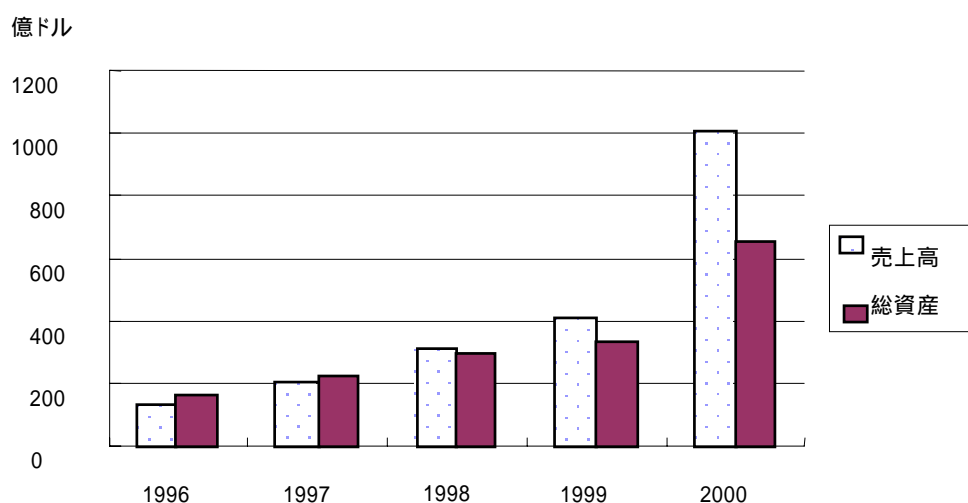
業務分野別では、エネルギー業者向けの卸売（ホールセール・サービス）からの利益が大半を占める（図表2）。ホールセール・サービスの売上は96年～98年の間年率平均48%増加しており、その中核となったエンロン・オンラインの2000年の取引数は約55万件、取扱高3,360億ドルと、世界最大のeコマース・サイトに成長した。

エンロンはデリバティブを駆使して自らのエネルギー・ポートフォリオ管理や為替リス

ク管理を行う他、顧客企業のポートフォリオ管理やリスクヘッジを受託したり、エネルギー調達業務のアウトソーシング・サービスなども行っていた。また、世界中の発電及び石油開発プロジェクト等への出資や買収も積極的に行っており、2000年には総資産、売上高とも前年比大幅に拡大した。

リテール業務は赤字を計上してきたが、2000年に黒字に転じた。これはエネルギー調達のアウトソーシング業務の拡大によるものである。また、新たに参入したブロードバンド事業は、2000年に6,000万ドルの赤字となり、当初の目算が外れることとなった。

図表 1：エンロン収入・総資産残高推移



図表 2：エンロン部門別税引前利益（単位：百万ドル）

	1998	1999	2000
輸送サービス(ガス・パイプライン等)	837	685	732
ホールセール・サービス	968	1,317	2,260
エネルギー・サービス(リテール)	119	68	165
ブロードバンド	-	-	60
探査	128	65	128
その他	32	4	615
合計	1,582	1,995	2,482

(出所)エンロン年次報告書(2000年)

### 3. エンロン事件の概要

#### (1) 破綻までの経緯

このように拡大路線を歩みつつしてきたエンロンだが、2001年に入り、不透明な会計処

理を行っているとの疑惑がもたれるようになり株価が低下し始めた。そして、8月14日にスキリング最高経営責任者（CEO）<sup>1</sup>が突如辞任、この頃、従業員のワトキンス氏が、最高財務責任者（CFO）ファストウ氏の利益相反行為やエンロンが行っていた特別目的会社（Special Purpose Entity：SPE）取引の会計処理の問題点、不十分な情報開示などの指摘した告発文書を会長兼 CEO レイ氏に提出し、これが今回の事件発覚のきっかけとなった。

2001年10月16日、エンロンは2001年第3四半期に、SPE取引等による7億1,000万ドルの税引前損失が発生したことを発表、10月24日には事件の中心人物ファストウ氏が解任された。エンロンはさらに11月8日に、97年に遡及し、利益減少6億1,300万ドル、自己資本減少12億ドルという巨額の業績修正を行い、さらに11月19日にその業績修正をさらに修正する内容を公表し、マーケットの信頼を完全に喪失した。

11月28日にはエネルギー商社ダイナジー社との合併合意が破棄され、その後エンロンの格付けが投資適格以下に引き下げられたことにより、債務のトリガー条項に抵触して信用破綻不安に陥り、12月2日、米連邦破産法11条の適用を申請した。

## (2) SPE取引の概要

### a. 要因

エンロンが破綻に至った直接的な原因は、エンロンが90年代から繰り返し行っていたSPE取引による損失が膨らんだことである。以下では、エンロンのSPE取引の内容と問題点を、「エンロン調査特別委員会報告書」<sup>2</sup>にもとづいて概観する。

90年代後半にエンロンの商業投資が急拡大したが、負債による投資資金調達は、バランスシートの悪化につながり、格下げが懸念されることとなった。デリバティブを多用してエネルギー商品の取引を行うエンロンにとって、格付の維持は生命線であったため、SPEを設立して外部からの出資を集め、SPEに資産を売却してオフバランス化することがバランスシート改善のために効果的な手法として用いられるようになった<sup>3</sup>。

このようなオフバランス化のためには、SPEを会計上エンロンの連結対象外とすることが必要である。一般に、SPEが連結対象外とされるためには、次の要件<sup>4</sup>をすべて満たすこ

<sup>1</sup> エンロン事件の主要関係者については文末資料1参照

<sup>2</sup> “Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.” 2001年10月28日に、外部からエンロン取締役役に招かれたW. パワーズ氏を委員長とし、エンロンの社外取締役から構成されるエンロン問題特別調査委員会が設置された。同委員会はファストウ氏らが関与したSPE取引について調査し、2002年2月1日、下院エネルギー商業委員会に調査報告書（通称「パワーズ・レポート」）を提出した。なお、主要な事件関係者が委員会の調査に対して聴取及び資料提出を拒否したため、調査結果には制限があり、限定的なものとなっていることを断った上で報告内容が記載されている。

<sup>3</sup> 発電プラント等への投資持分を売却し、それを収益計上する会計処理も行っていた模様である。

<sup>4</sup> 2002年2月14日 ジェンキンス米国企業会計審議会（FASB）議長の議会証言における要約。ただし、～の要件をすべて満たす場合でも、SPE取引やSPEとの関係によってスポンサーに負債（偶発債務や保証を含む）が発生する可能性が高い場合には、スポンサーはそれを財務諸表に計上するか注記開示する必要がある。計上するか注記開示するかは発生する義務の性質や範囲による。



とが必要である。

独立した第三者が SPE に対して十分な持分投資 (sufficient equity investment) を行っていること

独立の第三者による投資が実質的 (substantive) であること(一般的に、SPE の総資産または負債と資本合計の 3%以上であること)

独立の第三者が SPE の支配財務持分 (controlling financial interest) を保有すること(一般的には、SPE の議決権の過半数を保有すること。独立の第三者の持分合計が総資産の 3%だけの場合はそのすべての持分を保有すること)

独立の第三者の SPE への投資は実質的なリスクを負っていること(投資及びリターンが他の主体によって保証されていないこと等)

エンロンは資産のオフバランス化の他に、SPE との間で複雑なデリバティブ取引を行なって投資損失を相殺する取引(いわゆる「ヘッジ」取引)も数多く行った。それらの SPE の多くは、上に挙げた非連結要件を満たしていなかったにもかかわらず、連結対象外して処理された。以下、オフバランス化目的の SPE 取引“Chewco”と、「ヘッジ」目的の SPE 取引“リズム”及び“ラプター”について説明する。

## b. Chewco 取引

### (a) 目的

エンロンは 93 年、カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) とのジョイントベンチャー、Joint Energy Development Investment Limited Partnership (JEDI) を設立した。JEDI は CalPERS と折半出資(出資額各 2 億 5,000 万ドル<sup>5</sup>)であり、経営権も半々で保有していたため連結対象外とされ、エンロンは多額の負債をオフバランス化した。

97 年にエンロンが CalPERS の JEDI 持分を買取ることになった。エンロンは JEDI を引き続き非連結とするため、CalPERS 持分を肩替わる投資家を集めようとしたが不首尾に終わった。そこでファストウ氏等が中心となり“Chewco”<sup>6</sup>と呼ばれる SPE を設立した。

### (b) 構造

Chewco には、SONR#1、Big River Funding (以下、Big River) というジェネラル・パートナー (以下、GP) 及びリミテッド・パートナー (以下、LP) が合計で 1,150 万ドル出資し、英国の大手銀行 Barclays が Chewco に無担保劣後ローン 2 億 4,000 万ドルを供与した<sup>7</sup>(図表 1)。SONR#1 と Big River からの出資が、Chewco の非連結要件である総資産の 3% 超の独立第三者からのリスク資本とされた。Chewco が JEDI から 3 億 3,800 万ドルで CalPERS 持分を購入した。

<sup>5</sup> CalPERS は現金、エンロンは自社株式を出資した。

<sup>6</sup> SPE の正式名称は Chewco Investment L.P.

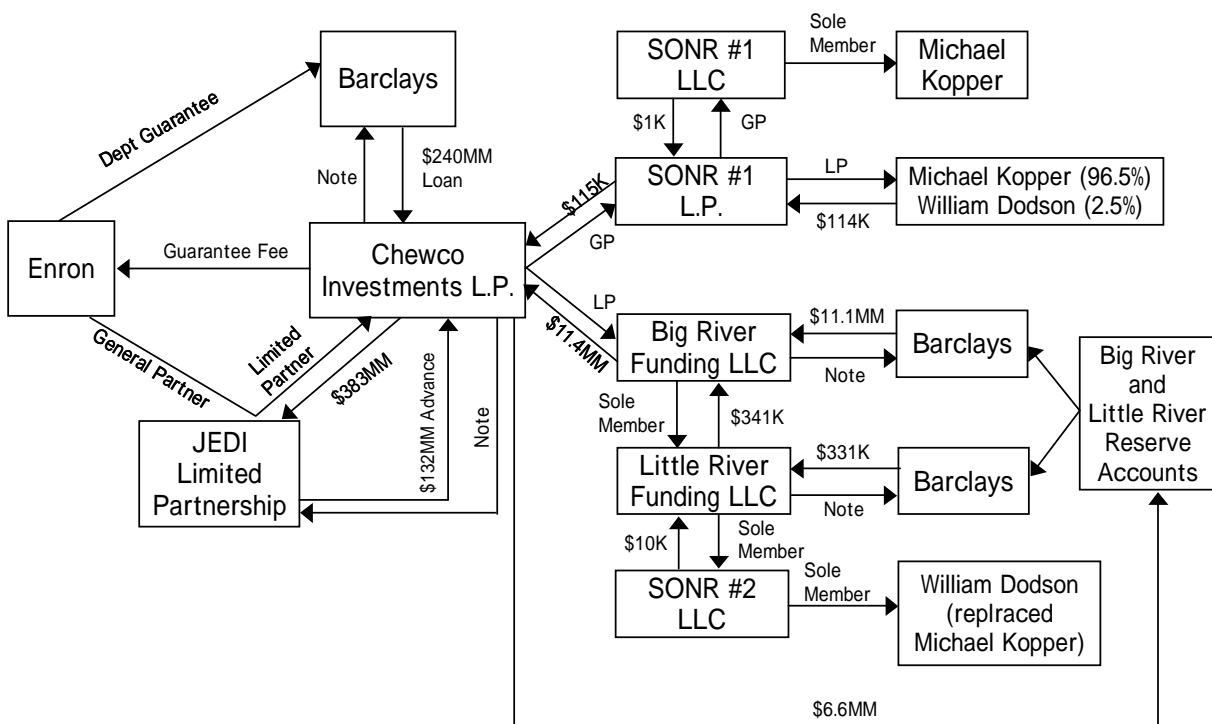
<sup>7</sup> Barclays からの融資は、約定書が“Certificate”、“Funding Agreement”と記載され、会計上も“equity contribution”として扱われるなど、出資であることが仮装されていた。

(c) 構造上の問題点

しかし、Chewco に対する独立の出資者とされた SONR # 1 にはファストウ氏の部下、コッパ-氏が出資しており、さらにコッパ-氏は SONR # 1 の GP である SONR # 1 LLC の唯一のメンバーである<sup>8</sup>等、コッパ-氏が実質的に Chewco を支配しており、Chewco の独立性には問題があった。

また、Big River の資金は Barclays からの Big River への融資 1,140 万ドルと同じく Barclays から Big River の唯一の出資者である Little River Funding LLC (以下、Little River) への融資 33 万 1,000 ドルを原資とするものであったが、Barclays は融資の返済原資を確保するため、Big River と Little River に対し 660 万ドルのリバース・アカウント(いわゆる「歩積預金」)を要求し、結局、JEDI から Chewco への配当金により Chewco から 660 万ドルのリバース・アカウントが Barclays に預入された。この 660 万ドルは独立の第三者からのリスク資本に該当せず、Chewco は非連結要件を満たしていなかった。

図表 3 : Chewco 取引スキーム図



(出所)“Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.” 図表 8 まで同じ。

<sup>8</sup> コッパ-氏の Chewco への関与は、エンロンの行動規範によって CEO の承認を受けることが必要だったが、受けていなかった。

#### (d) 結果

2001年10月、エンロンとエンロンの会計監査人アンダーセン会計事務所が Chewco 取引を再検討した結果、Chewco が SPE の非連結要件を満たしていないとの結論に達し、Chewco と JEDI が 97 年に遡って連結され、11月8日の業績の遡及修正<sup>9</sup>につながった。

#### (e) 他の問題点

以上の問題点の他にも、Chewco 取引には、コッパー氏が Chewco から得た「マネジメント・フィー」約 200 万ドルの正当性や、Chewco の Barclays からの借入れに対するエンロンの保証料率 1000 万ドル + 年利 3.5% が過度に高率であったこと、その保証料の収益認識の問題<sup>10</sup>、JEDI からエンロンに支払われた「マネジメント・フィー」の一括計上の問題<sup>11</sup>、エンロンが JEDI に出資した自社株の評価益を利益計上し評価減を計上しなかったこと等の数多くの問題点が指摘されている。さらに、2001年3月にエンロンが Chewco の JEDI 持分を買取った際の価格の妥当性や、エンロンから Chewco に支払われた税金補填金 260 万ドルの適正性、買い取に際してコッパー氏等が得た 1000 万ドル以上の報酬の不透明性などにも疑惑の目が向けられている。

### c. リズム (Rhythm) 取引

エンロンは 99 年 6 月から 2001 年 6 月の間、LJM パートナースHIP と呼ばれる SPE との間で 20 件以上の取引を行った。そのうち「リズム取引」は、エンロンが LJM パートナースHIP と行った最初の取引で、エンロンが初めて自社株を SPE に拠出して、エンロンの投資持分のヘッジに利用したもので、その後に行われて壊滅的な損害をもたらしたラプター (Raptor) 取引の先駆となったものである。

#### (a) 目的

インターネット・プロバイダー、“リズムネット・コネクション” (以下、リズム) へのエンロンの投資額は、99 年 5 月時点で 3 億ドルに達していた。リズム株式会社には 99 年末までの売却禁止契約があり、リズム株式の評価損益がエンロンの損益計算書に計上されるため、ファストウ氏等はその株価変動ヘッジする目的で、99 年 6 月に、LJM Cayman, L.P. (通称 LJM1) を設立した。

#### (b) 構造

リズム取引の基本的構造は次のとおりである (図表 7)。

エンロンが LJM1 にエンロン株式 340 万株を移転し、LJM1 がエンロンに対し 6,400 万ドルの約束手形を発行する。

<sup>9</sup> 純利益減少額、97 年 2,800 万ドル、98 年 1 億 3,300 万ドル、99 年 1 億 5,300 万ドル、2000 年 9,100 万ドル

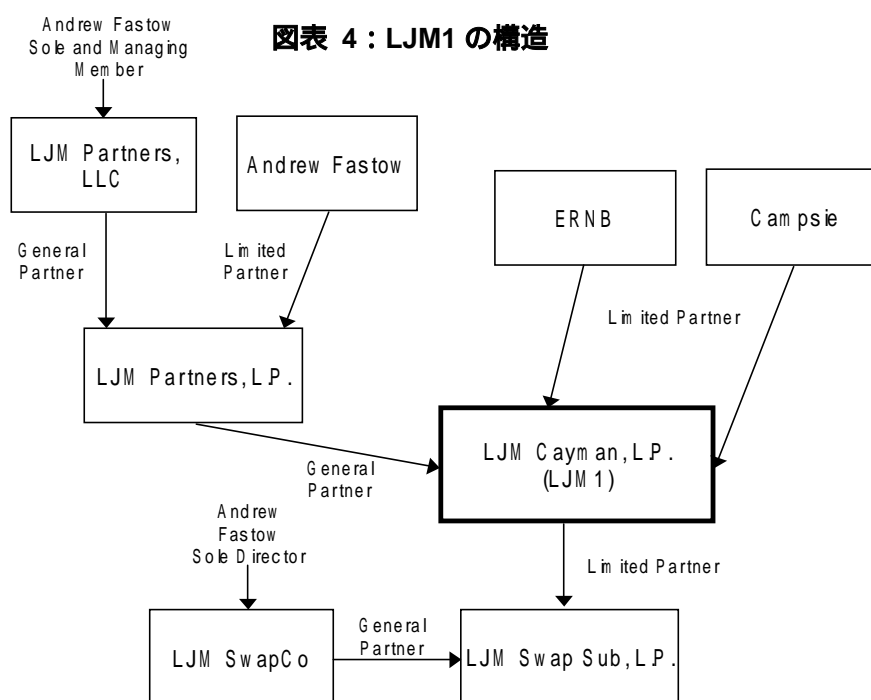
<sup>10</sup> 会計原則では、保証料は保証期間に応じて収益認識すべきだが、エンロンは 97 年 12 月に大部分を一括計上した。

<sup>11</sup> 会計上サービス提供期間に対応した収入を計上すべきだが、エンロンは 98 年 3 月に 2003 年までのマネジメント・フィーの 80% を「必要支払額 (required payment)」として一括計上した。

LJM1 が LJM Swap Sub,L.P (以下、Swap Sub) にエンロン株 160 万株と現金 375 万ドルを出資する。

エンロンが Swap Sub からリズム株式 540 万株のプット・オプションを購入する (2004 年にリズム株式 1 株当たり 56 ドルで Swap Sub に売却するオプション)。

このスキームでは、Swap Sub がエンロンの非連結 SPE とされ、LJM1 が Swap Sub に 3%超のリスク資本を出資する独立の投資家とされた。エンロンが Swap Sub とリズム株のオプション取引を行うことにより、リズム株価低下がヘッジされるスキームであった。



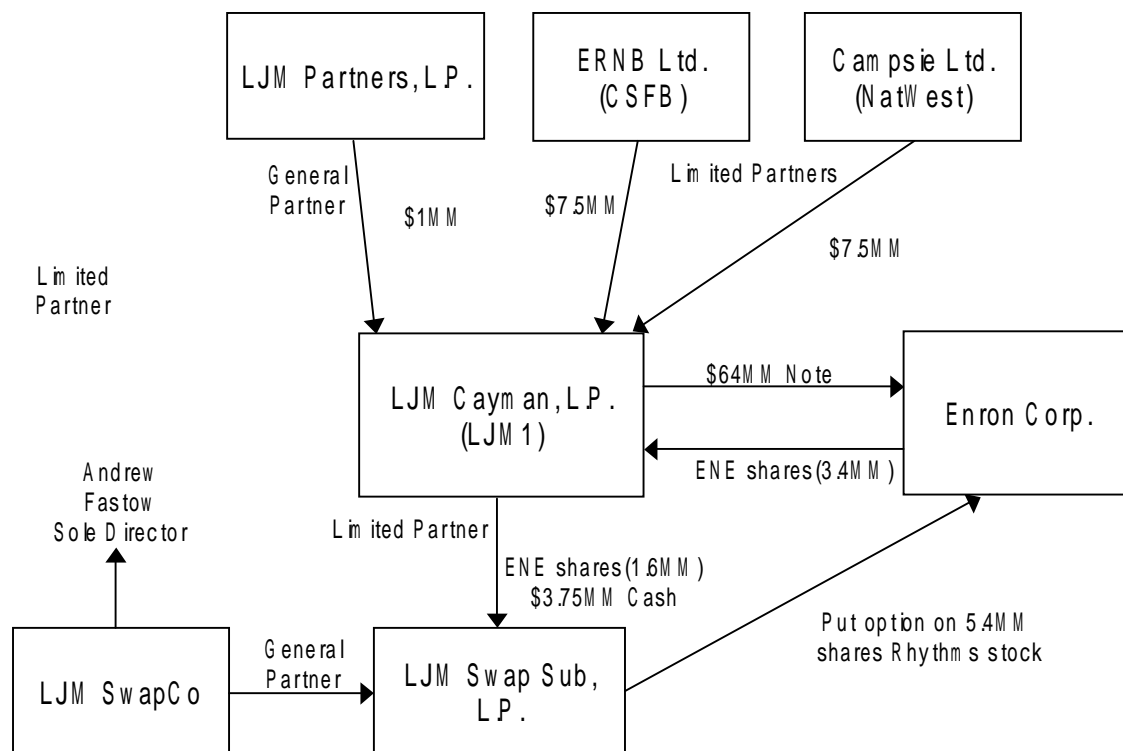
### (c) 構造上の問題点

LJM1 には、まずエンロンからの独立性に問題があった。ファストウ氏が LJM1 の GP である LJM Partners の出資者かつ LJM Partners L.P.の唯一のマネジメント・メンバーであった。また同氏は Swap Sub の GP、LJM SwapCo.の唯一のマネジメント・メンバーで、ファストウ氏は実質的に LJM1 を支配していた。また、ファストウ氏の行為はエンロン取締役として明らかに利益相反行為に該当した。

また、Swap Sub は 99 年 6 月の設立時点ですでに債務超過であった。すなわち、Swap Sub のエンロンに対するプットの価値が 1 億 400 万ドルで、その時点の Swap Sub の総資産 8,375 万ドル<sup>12</sup>を大きく超過していた。

<sup>12</sup> エンロンから LJM1 に出資されたエンロン株式価値は 2 億 7,600 万ドルであったが、4 年間の売却禁止等の制限があり、株式価値は 1 億 800 万ドル (39%) 減価すると算定された。そのため Swap Sub の総資産は現金 375 万ドルと、Swap Sub に出資されたエンロン株式 160 万株の割引後の価値約 8000 万ドルの合計、8,375 万ドルとなる。当初のエンロンの会計処理は、エンロン株式の割引後の価値が使用されなかったものとみられる。

図表 5 : リズム取引スキーム図



(d) 結果

リズム取引はエンロンの株価低下により期待したヘッジ効果を上げることができず、2000年3月に手仕舞いされた。2001年11月8日に公表された業績修正では、LJM1及びSwap Subの連結処理により、エンロンの純利益は99年9,500万ドル、2000年800万ドル減少した。

(e) 他の問題点

また、リズム取引の手仕舞いにあたり、LJM1及びSwap Sub側に過度に有利な条件が設定され、LJM1のSwap Sub持分を購入するために設立されたパートナーシップ「サザンプトン・プレイス」に出資したファストウ氏とその家族や、コッパー氏、その他数名のエンロン従業員に多額の現金が流れた<sup>13</sup>。

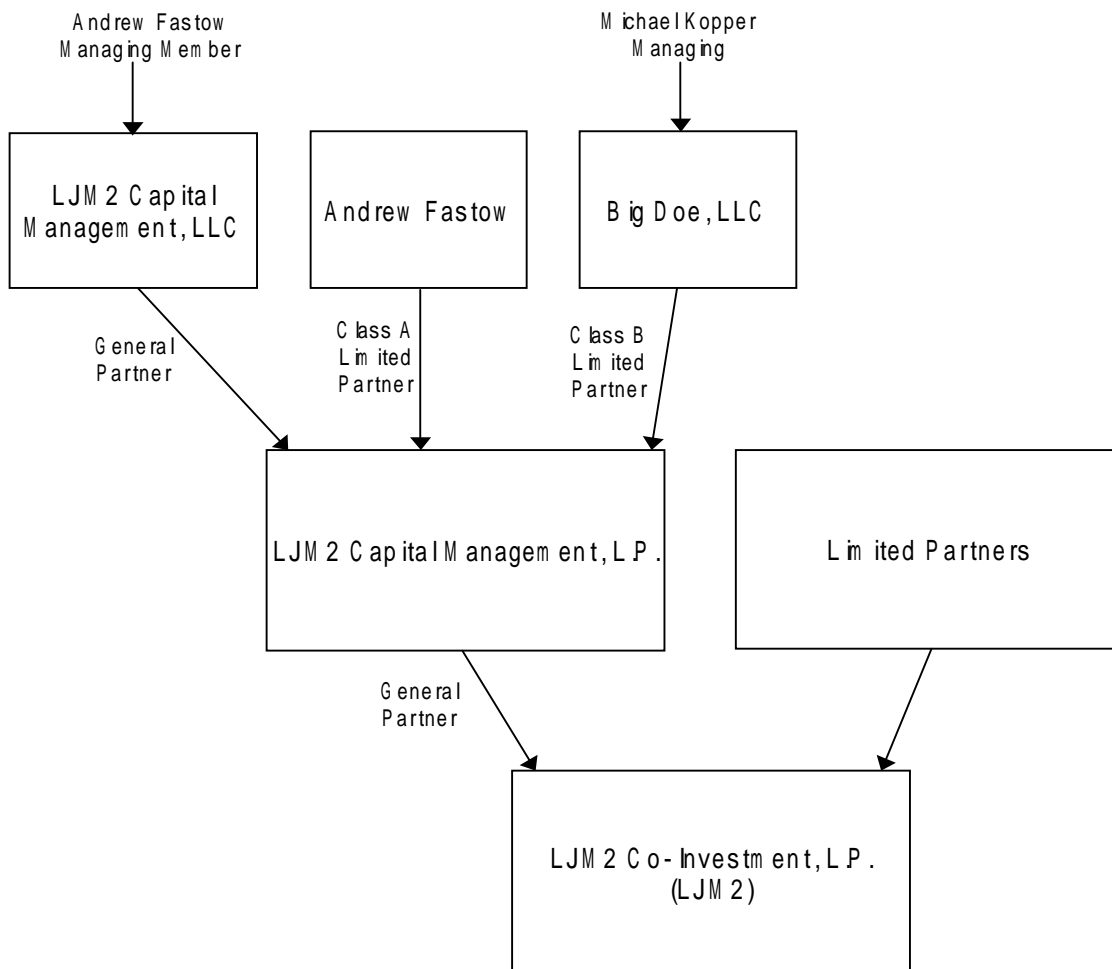
<sup>13</sup> ファストウ氏とその家族はサザンプトン・プレイスに25,000ドル出資し、その約2ヵ月後の2000年5月1日に450万ドルのリターンを得た。サザンプトン・プレイスについては、なぜファストウ氏等が他のエンロン従業員に出資を持ちかけたのか等の点について関係者の証言拒否のため不明。

#### d. ラプター (Raptor) 取引

##### (a) 目的・構造

エンロンは 2000 年以降、ラプター ~ の 4 つの SPE 取引を行った。ラプター取引に使われたのが、LJM2 Co-Investment, L.P. (以下、LJM2) という SPE であった。ファストウ氏は LJM2 の GP である LJM2 Capital Management, L.P.に出資し、さらに LJM2 Capital Management の GP、LJM2 Capital Management LLC のマネジメント・メンバーであるなど、ここでもまた実質的に LJM2 を支配していた (図表 6)。ファストウ氏がメリルリンチを使い LJM2 へ出資する投資家を募った<sup>14</sup>。

図表 6 : LJM2 の構造



<sup>14</sup> LJM2 には最終的に 50 程度の LP が出資した模様だが、非公開募集で、LJM2 側から開示がないので出資者は完全に特定できていない。

図表 7：ラプター取引

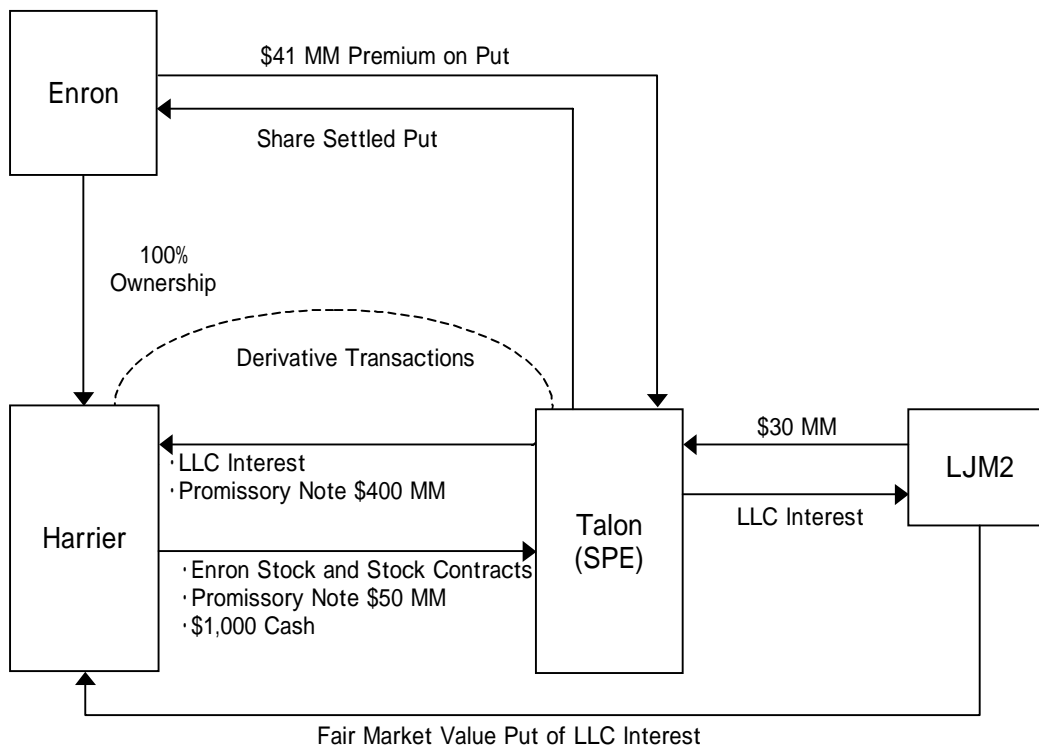
設立時期	SPE 名	概略
2000.4.12	Talon	エンロンの投資価値低下のヘッジが目的。エンロンが 100%子会社 Harrier を通じエンロン株式 5 億 3,700 万ドルを拠出。
2000.6.29	Timberwolf	基本的なスキーム、目的はラプター と同じ。
2000.9.27	Porcupine	エンロンの The New Power Company (TNPC) への投資のヘッジ目的。エンロンの 100%子会社 Pronghom を通じ TNPC 株式 2,400 万株を拠出。
2000.9.11	Bocat	SPE は設立されたが、エンロンとの間でデリバティブ取引は行われなかった。主に「ラプター・リストラクチャリング」のなかで他のラプターの信用補完に使われた。

ラプター取引のスキームは非常に複雑だった。エンロンは 100%子会社を通じて SPE に自社株を拠出し、100%子会社が SPE との間でデリバティブ取引を行い、その利益とエンロンの投資の評価損と相殺することを狙いとした。

ラプター 、 、 はエンロンの投資全般のヘッジを目的とし、SPE にエンロン株式が拠出されたが、ラプター は電力供給会社 The New Power Company ( TNPC ) のエンロン持分のヘッジが目的で、SPE に TNPC 株式が拠出された。

LJM2 は各 SPE に 3,000 万ドル出資し、これが独立の第三者による出資とされた ( 図表 8：ラプター スキーム図 )。

図表 8：ラプター スキーム図



## (b) ラプター・リストラクチャリング

エンロンが2000年11月までに、ラプター、Raptorで行ったデリバティブ取引は想定元本合計15億ドルに達し、取引益5億ドルを上げた。しかし、2000年終わりにはエンロンの投資持分の価値が下落すると同時に、エンロン株価及びTNPC株価も下落したため、SPEの支払能力不足が深刻な問題となり、ラプター、RaptorのSPEは最終的に債務超過に陥った。

SPEが債務超過になると出資者であるエンロンは引当金を計上しなくてはならないが、エンロンはこれを回避するために、2000年末から2001年第1四半期にかけて「ラプター・リストラクチャリング」と呼ばれる信用補完措置を行った。これはエンロン株式の追加拋出及びSPE間の相互保証・担保提供契約の締結や、複雑なデリバティブ取引を内容とするものであった。

## (c) 結果

しかし、2001年夏になるとエンロン株価及びTNPC株価がさらに下落したため、SPEの支払い能力不足は数億ドル単位に達し、事態は收拾不能となった。そこで2001年9月、レイ会長等はラプター取引の手仕舞いを決定し、それにともない2001年第3四半期に税引前損失7億1,000万ドル（税引後5億4,400万ドル）が計上された<sup>15</sup>。

## e. LJM取引の問題点

### (a) SPEの独立性

LJM取引<sup>16</sup>では、LJM1、LJM2が独立の第三者としてSPEに出資した形を取り、SPEが連結対象外として取り扱われたが、実際にはSPEは非連結要件を満たしていなかった。リズム取引では前述のとおりSwap Subが設立時点で債務超過であった。また、ラプター取引では各SPEがLJM2から各3,000万ドルの出資を受けたが、「LJM2が初期リターン4,100万ドルあるいは年利30%相当のリターンの大きい方をSPEから受け取るまではエンロンとデリバティブ取引を行うことができない」、「LJM2が6ヶ月以内にそのリターンを受け取らない場合には、エンロンはタロンのエンロン株式を買い戻す」という合意が関係者間にあり<sup>17</sup>、実際にSPEからLJM2に4,100万ドルが支払われた。これはLJM2への投資家を募るために条件を著しく良くしたものであり、これによってSPEはLJM2からのリスク資本3%を保有していないことになった。

### (b) ヘッジ

そもそもヘッジとは、信用力ある第三者にリスクを移転してその者がリスク負担することによって成立するものであるが、LJM取引ではSPEの支払能力の大部分がエンロン株

<sup>15</sup> これについて報告書は、エンロンがRaptor取引で計上した利益は2000年5億3,200万ドル、2001年第1～3四半期で5億4,500万ドルと11億ドル近くに達しており、7億1,100万ドルの損失計上が正しかったかは疑問としている。

<sup>16</sup> リズム取引、ラプター取引以外にLJM1、LJM2を組み込んだSPE取引は20件以上行なわれた。

<sup>17</sup> この条件は、タロンに関する契約書面に記載されず、エンロン取締役会にも説明されなかった。



式に依存しており、エンロン以外の信用力ある第三者へリスクが移転されていなかった。その意味で LJM 取引は「経済的ヘッジ」ではなく、評価益と評価損を相殺するだけの「会計上のヘッジ」に過ぎなかった。また、これはエンロンの投資をエンロン自身の資本でヘッジするという一方で、投資の価値が下がると同時にエンロンの資本の価値も低下するという欠陥を抱えるスキームであった<sup>18</sup>。

#### (c) 自社株式の利益計上

また、LJM 取引による「ヘッジ」は SPE を用いた複雑なスキームによって仮装されていたが、結局は自社株の評価益を自社の損益計算書に計上することであり、これを禁じる会計原則違反であった。

#### (d) 取引実態

LJM 取引では、「ヘッジ」目的以外の資産のオフバランス化を目的として売却取引も行われたが、その多くは決算期末直前に集中し、売却後翌期初にエンロンによって買い戻されるなど不審な点が多かった。また、ファストウ氏が LJM への投資家に対し損失が発生することがないと保証した取引もあり<sup>19</sup>、資産売却としての実態に乏しかった。これらの取引は、当初から利益操作が目的であったと見られる。

#### (e) 会計過誤

ラプター取引に関連して、重大な会計過誤が存在した。エンロンは、ラプター、  
取引においてエンロン株式の抛出の見返りに SPE から受け取った約束手形を貸借対照表上に資産計上し、株主資本を同額増額した。本来、これは受取手形を資本から控除するのが正しい会計処理であり、これによってエンロンの株主資本が 10 億ドル水増しされた。エンロンは 2001 年 11 月 8 日の業績修正において、株主資本 12 億ドルを減少させる訂正を行った<sup>20</sup>。

### 4. エンロン事件が提起する問題点

以上、エンロンの SPE 取引の内容を見てきたが、次に、コーポレート・ガバナンス、監査、開示、会計、年金、金融の領域において、エンロン事件が提起した問題点を指摘する。

#### (1) コーポレート・ガバナンス

##### a. 取締役会

エンロン事件において最も問題とされているのは、エンロン取締役会がなぜファストウ氏等の問題行為を防止することができなかったのかということである。この問題は、これ

<sup>18</sup> ラプター は、TNPC 株価の変動を TNPC 株式でヘッジしようとした。

<sup>19</sup> この件について、ファストウ氏が 2001 年 4 月の投資家に対する私信のなかで「LJM2 は投資に対するリターンをすでに受領しているので、LJM2 のリターンは SPE によるデリバティブのパフォーマンスによるリスクがない」としてこの点を認めている。

<sup>20</sup> 12 億ドルの内訳は 10 億ドルが株主資本を増額させた会計上の過誤、残り 2 億ドルはエンロンのラプター-SPE に対する株式先渡し契約の評価額 21 億ドルとエンロンがラプター-SPE から受け取った約束手形 19 億ドルの差額とされた。

まで社外取締役を中心とした取締役会による CEO 等経営陣の監督という基本構造を持つ米国型システムが先進的なガバナンス・モデルとして信奉されてきたが、その内実は脆弱なものだったのではないかという疑念を生じさせている。

以下では、特別委員会報告書と、2002 年 7 月 8 日に上院政府問題委員会常設調査小委員会が作成した報告書「エンロン破綻における取締役の役割」<sup>21</sup>において指摘されているエンロン取締役会のエンロン事件における役割と問題点等について取り上げる。

#### (a) エンロンの取締役会システム

エンロン取締役会は 17 名中 15 名の社外取締役から構成され、指名、監査 / コンプライアンス、報酬委員会の 3 委員会の他に、執行委員会 (Executive Committee)、財務委員会 (Finance Committee) が取締役会内部委員会として設置されていた<sup>22</sup>。レイ会長兼 CEO 及びスキリング COO が執行委員会メンバーとなっている以外は、委員会は社外取締役のみから構成された。社外取締役の多くは、エンロン及び他企業の取締役として 20 年以上の経験を持ち、その顔ぶれからもコーポレート・ガバナンス上理想的な取締役会と評価されていた<sup>23</sup>。

エンロンの取締役会は定例会が年 5 回、臨時会が必要に応じて開催されていたものの、取締役会、委員会とも所要時間は 1 ~ 2 時間程度であった。臨時取締役会と執行委員会は、通常電話会議で行われた。

#### (b) 取締役会の問題点

##### SPE 取引等の承認

エンロン取締役会は、SPE 取引の目的が財務諸表の操作にあるということについて経営陣から説明を受け、さらにその会計処理にはリスクがあることも十分に認識しつつそれらを承認した。取締役会の場で経営陣に対し厳しい質問がなされた形跡はなく、取締役会が独自調査を行ったこともなかった。

ファストウ氏による SPE 設立と、エンロンが SPE と取引することは、ファストウ氏の利益相反行為に該当し、エンロンの行動規範では CEO の承認が必要であった。スキリング CEO は事態の重大性からこの件について取締役会に承認を求め、取締役会は行動規範の適用除外とすることを承認した。また、SPE 取引は関連当事者取引として開示<sup>24</sup>が必要であったが、取締役会はこれを行っていない財務諸表を承認した。さらにファストウ氏等が SPE から報酬を得ることについても承認していた。

---

<sup>21</sup> “The Role of the Board of Directors in Enron’s Collapse” Report Prepared by the Permanent Subcommittee on Investigation of the Committee on Governmental Affairs.

<sup>22</sup> 執行委員会は定例取締役会が開催されない間、緊急の議題を討議した。財務委員会は 7,500 万ドル以上の案件承認、エンロンの社内リスク管理の監督等を行った。

<sup>23</sup> エンロン取締役会は、“Chief Executive”誌で 2001 年の米国のベスト・ボード第 5 位にランクされていた。

<sup>24</sup> 16 ページ (4 - (3) - b) 参照。

### SPE取引の監視

取締役会は SPE 取引の問題点を認識していたので、一部の SPE 取引について特別の監視手続きを定めた。例えば、LJM2 については、個々の取引はすべてカウジー最高経理責任者の承認を要することとし、LJM3 に関しては、レイ会長、スキリング CEO の承認を要すること、監査委員会が取引を四半期ごとにチェックすること、報酬委員会がファストウ氏の報酬をチェックすることなどの手続きを定めた。さらに通常の案件承認シート（DASHs）に加え、LJM 取引のチェックリストを定めた「LJM 取引承認シート」を使用することなども定めた。しかし、取締役会はこの手続きの履行を十分に監視せず、LJM 取引の監視もほとんど行われなかった。取引承認シートの中にはスキリング氏の署名が行われていないのも残されている。取締役会による SPE 取引の検討は 10～15 分程度簡単に行なわれたのみで、取締役会は問題なしとするファストウ氏等の報告をうのみにしていた。

### 過度の報酬等

SPE 取引に係るファストウ氏等の不正報酬以外に、エンロン経営陣の異常な高額報酬も報酬委員会及び取締役会によって承認されていた。レイ CEO の 2000 年の報酬額は 1 億 4000 万ドル<sup>25</sup>で、これは CEO の報酬としては米国で最も高額なものだった。また、2000 年分のエンロン経営陣へのボーナスとして 4 億 3,000 万ドルが支払われた。

また、レイ氏にはエンロンから 750 万ドルの個人的な融資枠が設定されており、レイ氏は 2000 年 10 月から 2001 年 10 月の間にこの融資枠から累計 7,700 万ドルを引き出し、自社株を返済に充てていた。これは利益相反取引であり、レイ氏の自社株取引には開示義務があったが行われていなかった。

エンロンの報酬委員会は、優秀な経営者を獲得するために高報酬を支払うという方針のもとにこれらの高額報酬等を決定していた。

### 会計監査人の監視

後述のとおりアンダーセンによる監査が機能しなかったことがエンロン事件の問題点の 1 つであるが、エンロン監査委員会はアンダーセンの独立性について十分な監視を怠った。監査委員会委員長は、アンダーセンがエンロンの内部監査を行う一方で、エンロンに対しコンサルティングも行っていることを「統合監査（“integrated audit”）」として、むしろ好ましいことと捉えていた。そして、アンダーセンが複雑な SPE 取引の立ち上げから深く関与した点は、エンロンの利益になると考えていた。

### (c) 取締役の独立性

このように取締役会の監督が機能しなかった要因として、取締役がエンロンと個人的な財政的つながりを持っており、取締役としての独立性が不十分であったことが挙げられている。取締役の中にエンロンから多額のコンサルタント手数料を受け取っていたり、エンロンの子会社の取引先の取締役を兼任していた者や、エンロンから寄付を受けている慈善

<sup>25</sup> うち、1 億 2,300 万ドルがストック・オプションによるもの。

団体の役員を兼任していた者等が複数存在した。

#### **b. 経営陣**

ファストウ氏を始めとする経営陣は、取締役会や各委員会に SPE 取引に関する情報を正確に報告していなかった。また、経営陣には取締役会が定めた手続きに従って SPE 取引を管理する責任があったが、その責任を果たした者はいなかった。経営陣による管理の最後の砦というべきカウジー CAO や、バイ最高リスク管理責任者 (CRO) も管理責任を完全に無視し、検査を全く行わなかった。さらに、経営陣の中には「サザンプトン・プレイス」等に関与して莫大な個人的利益を得た者もいた。

また、経営陣の最大の落ち度は、SPE 取引のエンロン側での交渉担当者として SPE 側の担当者の人事を分離しなかったことである。取締役会はエンロン側の担当者はファストウ氏 (SPE 側) の管理下にない者とするよう決めたが、この決定は完全に無視され、少なくとも 13 の SPE 取引のエンロン側担当者がファストウ氏直属の部下であった。これによって利益相反行為は防ぎようがないものとなった。

### **(2) 監査**

エンロン事件では、ガバナンスを底支えするはずの監査が有効に機能しなかった。アンダーセン会計事務所は、外部監査人として SPE 取引の問題点を指摘し、取締役会や監査委員会に報告すべきであったが、逆に SPE 取引に深く関与し、不適切な会計処理をアドバイスして多額のコンサルティング報酬を得ていた。特別委員会報告書は「膨大な証拠からアンダーセンの会計士がラプター取引を熟知し、会計処理についてエンロンにアドバイスしていたのは明らかである。ラプター取引に係るアンダーセンの収入は 130 万ドルに達しているが、これはアンダーセンが仔細にわたりアドバイスしていた証拠である」としている。

このように監査が機能しなかった要因として、外部監査人であるアンダーセンがコンサルティングを提供しており、会計処理のアドバイス等のコンサルティング業務収入が、監査報酬を上回る収益源となっていたことが指摘されている。監査人がコンサルティング等の非監査サービスを監査顧客に提供することは、監査人の独立性を阻害することにつながるとして、監査人の独立性を確保する必要性が強調された。

### **(3) 開示**

#### **a. 開示全般**

エンロン事件では、SPE 取引による巨額損失が発生していたにもかかわらず虚偽の開示が行なわれた。さらに 2001 年 12 月にエンロンが破産するまでにも、情報が適時に開示されず、投資家に大きな損害をもたらした。しかし、その一方で、エンロン経営陣がストック・オプションで得た自社株式を密かに売却して多額の利益を得ていた。このことから経営者が関与する取引の開示も不十分であったことが指摘された。

このように、エンロン事件は米国の開示制度の信頼性を大きく揺るがすこととなったが、ピット SEC 委員長は 2002 年 1 月 17 日の声明文「会計監査人の規制」<sup>26</sup>のなかで次のように問題点を指摘した。

「我々の定期的開示 ( periodic disclosure ) 制度は、古くて不十分なものとなっている。今日、開示は情報提供のためではなく免責のために行われるものである。我々は『直近』開示 ( “ current ” disclosure ) のシステムに移行する必要がある。施行以来 67 年経過する現行制度では『直近』開示は行われていない。財務報告書は分厚く理解しにくくなっている。我々は平易な英語 ( plain English ) で書かれた財務諸表を作成するよう企業に求めてきた。」

#### b. 関連当事者取引の開示

エンロンの SPE は、ファストウ氏が出資者やマネジメント・メンバーとなっていたのでエンロンの関連当事者に該当した。

親子会社間や関係会社間等の関連当事者取引では、独立の第三者との間では行わないような条件で取引が行なわれる可能性があり、企業業績や財政状態に重大な影響を及ぼす恐れがあるため財務諸表の注記において開示する必要がある<sup>27</sup>。米国会計基準 ( SFAS57 ) の規定では、注記においてまず関連当事者取引<sup>28</sup>を特定し、該当取引について、会社と関連当事者との関係、取引の説明及び取引が財務諸表に与える影響の理解に必要と考えられる情報、取引金額、関連当事者との間の債権債務額を開示することが求められている。

エンロンでは、通常取引では考えられない価格で資産を SPE に売却することで、利益操作に使われたり、SPE に著しく有利な条件を設定することでエンロンからの支払いの一部がファストウ氏等に流れた。特別委員会報告書は、エンロンの関連当事者取引に関する開示を詳しく検討した上で、「エンロンの財務諸表注記開示は、財務諸表の読者が、何が起こっていたのかを理解できるよう取引の本質を十分に明確に伝えるという根本的な目的を達しておらず、取引の潜在的リスクとリターン、目的、適用した会計方針、偶発事象に関する問題について明確に記述していない」とし、SFAS57 の「取引の財務諸表への影響を理解するために必要な情報開示」という条件を満たしていないと結論づけている(エンロンの関連当事者開示に関する特別委員会報告書の記載内容については文末資料 2 参照)。

<sup>26</sup> Public Statement by SEC Chairman “ Regulation of the Accounting Profession. ”

<sup>27</sup> SEC 規則 S-X Item 408(k) は、SEC 登録会社に対し関連当事者取引の財務諸表注記を義務付けており、SEC 規則 S-K Item 404 は、様式 10-K ( 年次報告書 ) 及び様式 10-Q ( 四半期報告 ) で関連当事者取引を開示することを求めている。Item 404(a) は会社役員が重大な利害関係にある 60,000 ドル超の取引について「取引相手の氏名、会社との関係、当該取引における関連当事者の利益の性質、取引金額、当該当事者の利益額」を開示することを求めている。

<sup>28</sup> 関連当事者取引とされるのは次の当事者間の取引である。親会社とその子会社間、共通の親会社を持つ子会社間、当該企業の経営者の信託管理権により管理されている年金信託および利潤分配信託のような従業員の便益のために設けられた信託財産と企業間、企業とその主要株主、経営者、もしくはそれらの者の近親者間

### c. 会計基準

#### (a) SPE 連結基準

エンロンでは、独立の第三者による SPE 総資産の 3%以上の出資が偽装され、SPE が連結対象外として取り扱われたが、このような処理を可能とした連結会計基準<sup>29</sup>の不備が問題とされ、包括的かつ厳格な基準設定の必要性が指摘された。

#### (b) スtock・オプション会計

また、エンロンでは経営陣に多額の Stock・オプションが付与されていたが、それが費用計上されず、投資家に開示されていなかった。

現行の会計基準では、Stock・オプション付与時における費用認識方法として、権利付与日の株価が権利行使価格よりも高い場合その差額を費用として認識する方法、Stock・オプションの公正価値を費用として認識する方法の 2 つが認められている。

の方法では、権利行使価格が権利付与日の株価よりも高く設定されている場合、Stock・オプション価値がゼロと評価され、Stock・オプション付与に伴う費用は認識されない。権利行使価格が権利付与日の株価未満である場合に限り、差額が費用として権利行使日までの期間にわたって按分計上される。

これに対し、の方法では、権利付与日における株価や行使価格、行使期間、株価の予想変動率などから算出した Stock・オプションの公正価値を費用認識する<sup>30</sup>。この場合、権利付与時の株価が権利行使価格以上であっても、オプションの時間的価値が存在する限り公正価値はゼロ以上となり費用が認識される。

Stock・オプションはインセンティブ報酬であるため、通常は権利行使価格が付与時の株価より高く設定される。このため、の方法で会計処理を行った場合、Stock・オプション付与時に費用が認識されず、権利行使によって初めて報酬費用が表面化することになる。

### d. 会計基準設定主体

#### (a) 財務会計審議会 (FASB) の体制

エンロンの会計処理が不適切だった原因として、会計基準が SPE 取引やデリバティブ取引等の複雑な取引に対応できていないことが指摘され、それは米国の会計基準設定主体(図表 9)である財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standard Board : FASB) の体制と独立性に問題があるためであると考えられるようになった。

FASB は 7 名の委員から構成され、会計基準設定や改定が必要な場合には、FASB の事務局スタッフ等によって調査・研究が行われた後、公聴会の開催、公開草案の公表を通じ

<sup>29</sup> 現状、米国の会計基準に SPE の連結に関して包括的な基準はなく、個別の会計基準の中に規定が散在している。詳細は 3 ページ (3 - (2) - a) 参照。

<sup>30</sup> Stock・オプションの公正価値算定に用いられるモデルには、ブラック = ショールズ・モデルや 2 項モデルなどがある。

て寄せられた意見に検討を加え、FASBの最終決議によって正式に会計基準(Statements of Financial Accounting Standards : SFAS)が発行される。しかし、FASBが99年に提案したSPE取引の開示を強化する会計基準が未だに確定していないように、FASBの基準設定プロセスに時間がかかるとの批判が出ている。

**図表 9 : 米国の会計基準設定主体**

1. SECと民間会計基準設定主体

米国では、企業会計の基準設定権限は、1934年証券取引法により証券取引委員会(SEC)に付与されているが、SECは基準設定を次の民間組織に委任してきた。

- ・ 米国公認会計士協会(AICPA)の会計手続委員会(Committee on Accounting Procedure) (1936年~59年)
- ・ 会計原則審議会(Accounting Principles Board: APB) (1959年~73年)
- ・ 財務会計基準審議会(Financial Accounting Standard Board: FASB) (73年~)

これは、独立の民間基準設定主体が会計基準を設定することで、会計基準に政治的圧力がかかることを避けるという考え方によるものである。

2. 財務会計基準審議会(Financial Accounting Standard Board: FASB)

FASBは1973年に非営利団体、財務会計基金(Financial Accounting Foundation: FAF)により設立された。

FASBの運営資金はFAFが拠出し、FASBメンバーはFAFによって選任される。FASBメンバーは常勤の7名で、会計士3名、実業界(財務諸表作成者)2名、投資家・アナリスト(財務諸表のユーザー)1名、学識経験者1名から構成され、FASBの独立性を確保するため就任前の雇用関係を絶って就任する。

FASBの会計基準設定プロセスは公開性が徹底されており、FASBの会合は公開され、公聴会や公開草案に対するパブリック・コメント手続等が採られている。

(資料)FASB

**(b) FASBの独立性**

SPE取引の開示強化に関する会計基準が確定しない要因は、会計士団体との調整が難航していることである。また、FASBが95年にストック・オプションの付与時における公正価値を費用として計上する会計基準を提案した際にも、ハイテク企業等が政界への陳情によって圧力をかけ、結局、従来からの方法も引き続き認めさせたという例もある。

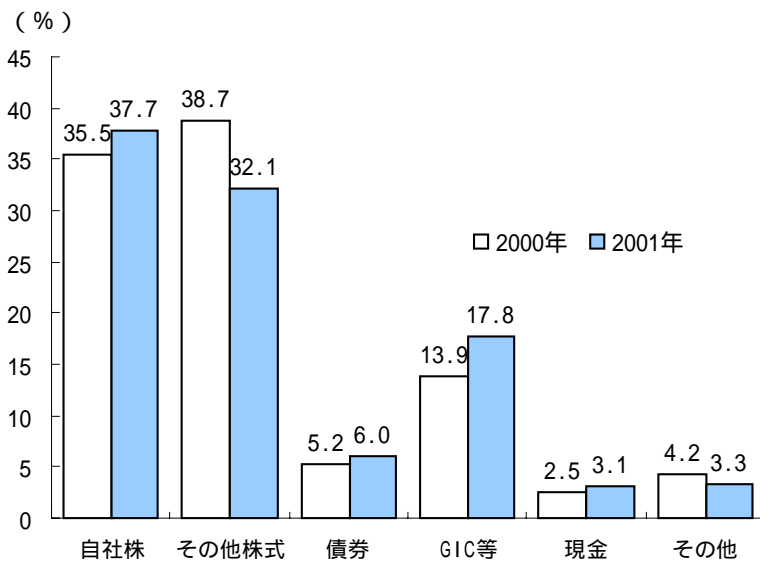
このように、FASBは独立性を謳っていながらも会計基準設定には外部から圧力がかけられており、適切な会計基準を迅速に設定する妨げとなっていると考えられるようになったのである。

#### (4) 年金

##### a. 自社株投資

確定拠出型プランでは、株式や債券等の投資オプションの中からプラン参加者である従業員が自己判断でプランの資産の投資運用先を選択し、運用責任は従業員が負う。これに対して、確定給付型プランでは、従業員に投資運用先を選択する権利がなく、企業が資産の運用責任を負う。いずれも自社株への投資が可能であるが、確定給付型プランでは、総資産の10%以上を自社株に投資することが禁じられているのに対し、確定拠出型プランでは、実質的に自社株への投資制限がない。このため、確定拠出型プランでは、自社株への投資比率が高く、特に大企業のプランではその傾向が強い。Pensions & Investments紙の2001年調査によると、大手200プランのうち確定拠出型プラン部分の資産配分は、株式への投資が70%でそのうち半分以上が自社株投資になっている（図表 10）。

図表 10：大手200プランの確定拠出型プラン部分の資産配分



(注) GIC(Guaranteed Investment Contract)は生命保険会社の確定利付商品。  
(資料) Pensions & Investments (2002/1/21)

エンロンの401(k)プランでは、企業が従業員拠出に上乗せするマッチング拠出<sup>31</sup>が自社株であったこと、マッチング拠出の自社株は50歳までは売却することが禁止されていたこと、従業員拠出も自社株投資に偏重していたことから、プラン総資産の約60%が自社株で構成されていた。エンロン株価は一時1株90ドル近かったが、2001年12月6日には66セントと紙くず同然となり、プラン参加者は資産の多くを失うことになった。なかには、資産

<sup>31</sup> マッチング拠出は、従業員拠出の50%または報酬の3%が上限とされている。



の90%以上を自社株に投資していたため、エンロンの経営破綻により、失職するだけでなく退職後の資産も失うことになった従業員が多数発生した。

#### b. ロックダウン

ロックダウンとは、プランスポンサーである企業がプロバイダー<sup>32</sup>を変更するときの口座移管やプラン内容の調整等を行う間に、一時的に資金の移動を停止させる措置である。通常、ロックダウン期間は1週間から1カ月程度で設定されるが、プラン参加者は、その間投資先の変更を行うことが一切できない。

エンロンでは、経営破綻直前の2001年秋に401(k)プランのプロバイダー変更のため3週間のロックダウンが実施された。ロックダウン期間中にエンロン事件が発覚したためエンロンの株価は急落したが、エンロンの年金プラン参加者は保有する自社株を売却することができず、ロックダウンの影響で損失が一層拡大する結果となった<sup>33</sup>。

最適なプロバイダーを選択するためには、プロバイダー変更のためのロックダウン自体はやむを得ない。しかし、確定拠出型プランの自社株投資比率が高いなかで、ロックダウンに伴うプラン参加者のリスクが高いことを考えると、企業は、業績の変動、係争、レイオフ、当局の調査等、株価に影響を及ぼすような事象が発生した時には、予定していたロックダウンを延期するなどの慎重な配慮をすべきである。

また、ロックダウン期間中に、レイ会長を始めとするエンロン幹部が保有自社株を売却した。これは、401(k)プランを通じて保有していた自社株ではないが、従業員との公平性に欠くと同時に、株価暴落に拍車を掛ける一因にもなり、問題とされた。

#### c. 受託者責任

受託者とは、委託者の信託を受け受益者のために行動する者、そのために広範な裁量権を有する者、を指す。退職所得の受給権保護を主な目的とした従業員退職所得保障法（ERISA=Employee Retirement Income Security Act of 1974：以下、エリサ法）では、退職給付プラン管理者や信託受託者等のプラン運用に責任を持つすべての者を受託者と定めている。エリサ法は、こうした受託者に対し様々な義務を課しているが、特に重要とされているのが「忠実義務」と「注意義務」である（図表11）。

エンロン事件では、経営者が財務報告書等でSPE取引の損失を長期間開示せず、株価が不当に上昇していることを承知のうえでプラン参加者に401(k)プランの投資オプションとして自社株を提供したこと、経営者がロックダウン期間の前に自社の問題の深刻さを認識していたにもかかわらずロックダウンを実施し、加入者に自社株の保持を強制したことなどについて受託者責任を問われるとみられる。なお、これらの問題を争点としたプラン

<sup>32</sup> プランの記録・報告を行うレコードキーパー、資産管理・評価を行うトラスティ、資産運用会社の総称。

<sup>33</sup> エンロンでは、ロックダウン期間中の株価暴落が問題となったが、逆に、ロックダウン期間中に株価が急上昇した場合には、プラン参加者は有利な価格で自社株を売却することを妨げられることになる。

参加者による集団訴訟が相次いでいる。

図表 11：忠実義務と注意義務

<p><b>忠実義務</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・受託者は、受益者(加入者・受給権者)の利益のみを目的として、財産を管理しなければならない</li><li>・受託者は、受託者自身の利益のために資産を扱ったり、利益相反となるような立場に身を置いてはならない</li></ul> <p>(例):受託者が自己の利益を目的として、有価証券売買を行うこと等はできない</p>
<p><b>注意義務</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>・受託者は、財産の管理にあたり、合理的な注意を払わなければならない</li><li>・当該状況下で、同様の立場で行動し、同様の事項に精通している思慮深い人(a prudent man)と同程度の思慮深さと勤勉さが要求される(プルーデントマン・ルール)</li></ul> <p>(例):受託者が期待された専門性を発揮しない場合や職務怠慢の場合は注意義務違反となる</p>

(資料)第一勧銀総合研究所「Q&A 401(k)のすべて」東洋経済新報社、99年

## (5) 金融

### a. リスク管理

#### (a) 過剰エクスポージャー

エンロン倒産は、多くの米銀に多額の損害をもたらし、利益を大きく落ち込ませることになった。JP モルガンチェースは 2001 年第 4 四半期にエンロン関連だけで約 4 億 6,000 万ドルの債権償却を余儀なくされ、バンクオブアメリカとシティグループもそれぞれ約 2 億 3,000 万ドルずつ同様の処理を迫られた。しかし、JP モルガンチェースの 20 億 6,000 万ドルをはじめ、多くの銀行が依然として相当額の債権残高を保有している。

エンロン倒産による業績悪化を受けて、金融分野で 2 つの問題点が浮上した。

1 つは、99 年に成立した銀行、証券、保険等の業態間の垣根を取り払った金融制度改革法 (GLB 法、グラム=リーチ=ブライリー法) によって金融機関が多様な金融サービスを提供できるようになったことが、過剰なエクスポージャーを抱えることにつながったのではないかということである。

例えば、JP モルガンチェースはエンロンに対して融資、投資アドバイスから一次産品取引のリスクヘッジまであらゆる金融サービスを提供していた。同行のハリソン会長は 2002 年 2 月 4 日に社内掲示板において「我々はエンロンに対するあらゆる金融業務を誠実にやってきたが、同社へのエクスポージャーが大き過ぎた。これから学ぶべきことは多い」と

率直に反省の弁を述べている。また、複数の米銀において、エンロンに対して融資枠を設定する見返りに投資銀行業務を獲得するといった取引があったのではとの疑念も指摘されている。

#### **(b) リスク管理**

2つ目は、金融機関のリスク計量モデルが不十分であったのではないかという点である。米銀は他の先進諸国の銀行より進んだリスク計量モデルを採用しているとの見方が一般的であるが、このような先進的なモデルを持ちながら、なぜエンロンのケースではリスクを十分に管理することができなかつたのかという疑念が生じている。

これに対して、シティグループのウエルチ会長は、2001年第4四半期にエンロン向け債権の償却が膨らんだにもかかわらずグループ収益が過去最高を記録したことを背景に「エンロン問題で当社モデルの弱点が露呈したとは思っていない。われわれは常にシステム及びリスク基準の見直しを行っている。」と述べている。また、JPモルガンチェースのシャピロ副会長も、2001年第4四半期に赤字を計上したにもかかわらず、「今年だけでなく景気サイクル全体の長い目で見れば、当社のクレジットの質は極めて良好な状態に保たれていることがわかるだろう。」としている。金融機関としては、リスク管理システムそのものには問題はなく、リスク計測のために使用した決算書が粉飾されていたことが問題なのであるといった立場を取っていると言える。

#### **b. エンロンとの不透明な関係**

金融機関とエンロンの不透明な関係にも疑惑の目が集まっている。CSFBやJPモルガン、メリルリンチ、ソロモンスミスバーニー等は、エンロンのSPEの設立・取引に深く関与していたことが明らかになった。これらの金融機関は、SPE設立に関するアドバイスやSPEへの投資、SPEを通じた融資・起債のアレンジなど、様々な形態で深く関わっていた。その過程でエンロンが金融機関に投資銀行業務などを行わせる代わりにSPEへの投資を強制したのではないが、SPE取引によりエンロンの利益が底上げされていたことを金融機関も知っていたのではないか、あるいは、強気の株式レポートを作成した金融機関のアナリストもSPEを通じた決算操作に気づいていたのではないかといった様々な疑惑が指摘されている。

例えば、メリルリンチでは約100名のマネジメント層がLJM 2に総額1,600万ドルも投資していたことから、経営者や従業員による取引先企業への投資に関するポリシーが存在したのか、パートナーシップの設立目的を熟知しており、エンロンの破綻も予見できたのではないかと等しいことが指摘されている。

また、シティグループについても、まだエンロンの業績が絶好調と見られていた2000年8月時点で、エンロンが破産した場合に備えた保険的性格を持つ証券<sup>34</sup>を投資家に発行

<sup>34</sup> 2002年2月8日付ニューヨークタイムズ紙によれば、シティグループは保険証券のような性格を持つ証券（仕組み債券）を投資家に発行していた。これは、エンロンが好調である間は債券に投資した投資

してリスクヘッジを図っていたことが判明し、シティグループがすでに何かを知っていたのではないが、自らはリスクヘッジを行った一方で投資家にはアナリストを通じてエンロン株の買い推奨を続けたのではないかなどの疑いの目が向けられている。

2002年2月7日、ターザン下院エネルギー商業委員長は、メリルリンチやワコービア(Wachobia)がエンロンのSPEに投資する見返りに債券引き受け業務を獲得したと指摘したが、これに対してメリルリンチは、「エンロンとの取引は適切なものである」と、また、ワコービアも「投資は法規制、内部のポリシーに沿ったものである」と反論している。しかしながら、ターザン委員長は追及の手を緩めず、翌3月6日に金融機関(10金融機関、3格付機関)に対して、エンロンと金融機関の関係について説明を求める質問状を送付した。

### c. 銀行決算の信憑性

エンロンの破綻は一般企業の会計処理への関心を高めることになったが、実は金融機関の会計処理はそれ以前から問題となっていた。2001年7月、スーパーリアバンク(Superior Bank)がリスクローン売却後残余利息金額の再評価をきっかけに破綻に追い込まれ、それまでの会計処理や会計事務所の指導に疑問を投げかけられた。また2002年1月には、地銀大手PNCグループによるSPEへの不良債権の移動及び非連結処理が問題となった。PNCのケースでは不良債権の連結対象除外だけでなく、SPE設立そのものが会計基準を逸脱していた。この結果、PNCグループはSPE3社を連結した決算報告書を1月29日に再提出する事態に追い込まれた。

こうした流れの中で、FRBやSECなどの監督当局は、金融機関の会計処理なかで、特にSPEの処理について厳しく検査することを決定した。

### d. 利益相反行為

他の問題に遅れて浮上してきたのが、証券会社アナリストの利益相反問題である。

上院政府問題委員会は2002年2月27日、“The Watchdogs didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts(邦訳「番犬は吠えなかった:エンロンと証券アナリストの関係」)”と題する公聴会を開催した。この公聴会にはエンロンに関するレポートを発行していたメリルリンチ、ソロモンミスバーニーなど証券会社4社のアナリスト等が参考人として召喚され、アナリストが一般投資家向けレポートを真に独立の立場で執筆していたかが焦点となった。

公聴会で特に問題とされたのは、エンロン株価が急落した11月8日時点でさえ、アナリスト15名のうち10名がエンロン株を買い推奨としていたことで、アナリストが楽観的な見通しを出し続けていたのは利益相反行為があったためではないかと指摘された。より収

---

家は比較的高い利回りが得られる一方で、エンロンが行き詰まった場合は、投資家への配当支払いがストップし、元金は凍結されてしまう。

益の上がる投資銀行業務を獲得すれば、自らの報酬アップにもつながることから、アナリストは企業の問題点を知りつつもそれを指摘したり公表したりせず、買い推奨を続けた疑いが出てきたのである。

こうした批判に対してアナリスト側は、「決算書を見る限りエンロンのコアビジネスは2001年第3四半期まで力強い伸びを続けていた」「(株価が10月初旬までにすでに3割下落していたのは)2000年前半に見られた異常な株価上昇の反動落ちであって、10月時点での30ドル台の株価はコアビジネスから見ればこれ以上下落する余地のない水準であった」「企業が誤った決算報告を出していることなど知らず、それを信じて分析していただけだ」といった主張を繰り返し、自らのレポートの正当性を主張した。また、利益相反行為を解決するには法改正が必要ではないかとの質問に対しては、「すでに自社内に利益相反行為を禁止する規定がある」などとして、新たな法規制は不要との見方を示した。

しかしその後、メリルリンチのアナリストが社内メールでは「くず」と表現していた株式を一般向けには買い推奨としていたことや、CSFBの雇用契約書やプルデンシャルセキュリティーズの社内メモで投資銀行部門のディール獲得とアナリスト報酬が連動することが明らかになっており、証券会社アナリストの利益相反行為の疑いは高まっている。

## 5. 改革の動向

以上、エンロン事件が提起したさまざまな問題を取り上げてきたが、米国ではすでに各方面でエンロン事件の問題点に対応する改革の動きが現れている。以下では、改革の全般的指針と、コーポレート・ガバナンス、監査、開示制度、会計基準、年金、金融の各分野においてこれまでに提案された改革案等や関係者の動向について概観する。

### (1) 改革の指針

エンロン事件後の全体的な改革の方向性を示したものとして、ブッシュ大統領、財務役員国際機構、そして、主要機関投資家の改革案を紹介する。

#### a. 大統領の「10ポイントプラン」

ブッシュ大統領は2002年3月7日、「会社の責任の改善と米国株主保護のためのプラン (President's Plan to Improve Corporate Responsibility and Protect America's Shareholders)」(以下「10ポイント・プラン」)を公表した。

この「10ポイント・プラン」は、財務省、商務省、SEC等から構成されるワーキング・グループが作成したもので、(1)投資家に対する情報開示の改善、(2)経営者の説明責任の強化、(3)強力な独立性の高い会計システムの確立のためにひつようとなる10項目を取り組むべき課題として提示したものである(図表12)。このプランは、後述のニューヨーク証券取引所の上場基準改正や、SECによる会計監査人監督機関設置及び開示ルール改正等に

よって具体化されようとしている。

**図表 12: プッシュ大統領「会社の責任の改善と米国の株主保護のためのプラン」**

1. 投資家は、企業の財務実績、状態、リスクを判断するために必要な情報を四半期ごとに入手できるべきである。
2. 投資家は、重要情報を即座に入手できるべきである。
3. CEO は会社の財務報告を含む公開情報の正確性、適時性、公正性を個人的に保証すべきである。
4. CEO 及びオフィサー<sup>35</sup>は、誤った財務諸表から利益を受けてはならない。
5. 明らかに権限を濫用した CEO 及びオフィサーは、いかなる会社のリーダーシップの地位についてではない。
6. 会社のリーダーは、個人的利益のために会社の株式を売買したときは、即座に開示すべきである。
7. 投資家は、会社の会計監査人の独立性と誠実さについて絶対の信頼を持つべきである。
8. 独立の規制機関が、会計監査人が最高の倫理的基準を維持するようにすべきである。
9. 会計基準の設定者は、投資家の必要性に応じるべきである。
10. 会社の会計システムは、単なる基準だけではなく、ベスト・プラクティスと比較されるべきである。

(資料) President's Plan to Improve Corporate Responsibility and Protect America's Shareholders

#### **b. 財務役員国際機構**

財務役員国際組織 (Financial Executives International : FEI) は、世界の有力企業の財務担当役員や財務・経理部門の上級役員約 15,000 人のメンバーから構成される団体で、経営者の倫理規範設定やコーポレート・ガバナンスに関する研究、提言等を行っている。FEI はピット SEC 委員長による倫理規範の見直し要請に応え、2002 年 3 月に「FEI の観察と提言 - 財務マネジメント、財務報告及びコーポレート・ガバナンスの改善 (FEI Observations and Recommendations - Improving Financial Management, Financial Reporting and Corporate Governance)」を公表した。この中で 財務マネジメントの強化と倫理的行動へのコミットメント、 財務報告、会計監査人に対する信頼回復及び監査プロセスの有効性に対する信頼回復、 財務報告の近代化及び会計基準設定プロセスの改革、 コーポレート・ガバナンスの改善と監査委員会の有効性向上の 4 分野にわたって 12 項目の勧告が行なわれている (図表 13、抄訳は文末資料 3 参照)。

<sup>35</sup> 最高経営責任者 (Chief Executive Officer : CEO)、最高財務責任者 (Chief Financial Officer : CFO)、最高業務責任者 (Chief Operating Officer : COO) 等、会社の業務執行を行う上級役員。これに対し、取締役 (director) は、業務執行に関与しない取締役で、一般的に社外取締役を指す。

勧告は、企業に厳格な倫理行動規範設定と規範逸脱行為を報告するシステムの設置、財務理解能力を有する財務経理責任オフィサーの設置を求める他、監査については独立の監督機関設立、会計監査人の非監査サービス提供制限、監査事務所職員雇用の制限、FASB改革、財務報告書の改善、監査委員会の改革など幅広い分野について詳しい提案を行っている。

**図表 13:FEI「財務マネジメント、財務報告及びコーポレート・ガバナンスの改善」勧告項目**

財務マネジメントの強化と倫理的行動へのコミットメント

勧告 1: 全ての財務担当役員は、特に厳格な倫理行動規範を遵守すべきである。

勧告 2: 企業は、倫理的行動を積極的に促進し、従業員に対し倫理基準違反を報復なしで報告する手段を提供すべきである。

勧告 3: 最高財務責任者及び最高経理責任者の資格

財務報告、会計監査人に対する信頼回復と監査プロセスの有効性

勧告 4: 財務会計の専門家から構成される会計監査人の監視機関の設立

勧告 5: 会計監査人による一定の非監査サービス提供の制限

勧告 6: 会計監査人から上級職員の雇用制限

財務報告の近代化及び会計基準設定プロセスの改革

勧告 7: 財務会計基準審議会 (FASB) の改革

勧告 8: 財務報告の近代化

コーポレート・ガバナンスと監査委員会の有効性の向上

勧告 9: 1999年ブルーリボン委員会の監査委員会に関する勧告<sup>36</sup>の実施

勧告 10: 監査委員会メンバーに対する専門的教育の継続

勧告 11: 監査委員会委員長の変替の定期的検討

勧告 12: コーポレート・ガバナンス実践の開示

(資料) FEI Observations and Recommendations - Improving Financial Management, Financial Reporting and Corporate Governance

<sup>36</sup> “ Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees ”

### c. 機関投資家

#### (a) 機関投資家評議会 (Council of Institutional Investors : CII)

CII は 1985 年に設立された全米約 250 の年金基金から構成される団体である。CII は 2 月 4 日、ハーベイ・ピット SEC 委員長と上院商業・科学・運輸委員会に以下の内容の改革を求める書簡を提出した (図表 14)。

図表 14:CII の改革案

1. 会計監査人に、監査業務の顧客に対し非監査サービスを提供することを禁止することによる会計監査人の独立性基準の改正
2. 会計監査人の監督システムの改革
3. 取締役と会社との関係についての開示促進
4. 取締役の独立性及び取締役会の構成に関する上場基準の厳格化
5. SEC の執行権限強化
6. 証券取引所の「ブローカー投票」ルール廃止による議決権行使の実効性確保
7. 財務情報及びその他重要情報の開示ルールの改定

(資料) Council of Institutional Investors Calls for Auditor Reforms 2002.2.4

#### 非監査サービスの提供禁止

SEC は 2000 年に監査法人が監査顧客に対しコンサルティング業務も同時に行うことを禁止しようとしたが、会計士業界の反対により断念した経緯がある。今回これを禁止するとともに企業に数年ごとに会計監査人を交替させる義務を課すこと、監査法人の従業員が顧客企業への就職を禁止するクーリング・オフ期間を課すこと、会計監査人が監査顧客にいかなる内部監査サービスも提供することを禁止することを求める。

#### 会計監査人の監督システムの改革

独立の監督機関による会計監査人の監督システムについて検討し、議論を行うことを求める。

#### 取締役と会社との関係についての開示促進

取締役の独立性は投資家にとって極めて重要な問題であるため現状の開示ルールの強化を要請する。

#### 取締役の独立性及び取締役会の構成に関する上場基準の厳格化

上場基準で定める独立取締役の定義<sup>37</sup>を、TIAA-CREF<sup>38</sup>、CalPERS 等の機関投資家による定義<sup>39</sup>のような厳格なものとし、取締役会の 3 分の 2 以上を独立取締役とすべきである。

<sup>37</sup> ニューヨーク証券取引所の独立取締役の定義及び改正案等については 33 ページ参照 (5 - (2) - b)

<sup>38</sup> 大学教職員退職年金基金 (Teachers Insurance Annuity Association College Retirement Equity Fund)

<sup>39</sup> CalPERS の独立取締役 (Independent Director) の定義： 過去 5 年間、当該会社に業務執行権者として



## SEC の執行権限強化

監査法人の不正行為に対し SEC は刑事訴追を行うべきである。

証券取引所の「ブローカー投票」ルール廃止による議決権行使の実効性確保

ニューヨーク証券取引所やアメリカ証券取引所では、株主総会で取締役選任や会計監査人の承認等のいわゆる「ルーティーン」的な議案について、ブローカーが賛成票を投じることができるというルール（“broker may vote” rule）が認められているが、このようなブローカーによる投票は実際の株主の指図がない限り認めないこととすべきである。

財務情報その他重要情報の開示ルールの改定

会計基準の改定とあわせ、重要情報の開示義務について投資家、企業、会計事務所等の関係当事者の見解を踏まえて見直すとともに、会計監査基準設定の迅速化を図るべきである。

## (b) カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS)

金融市場改革原則

エンロンによる Chewco 取引は、前述のとおり CalPERS とのジョイントベンチャー JEDI の CalPERS 持分を購入するためのもので、CalPERS は JEDI に関連し 1 億 3,300 万ドルもの利益を得たと言われている。シェアホルダー・アクティビズムの代表格といえる CalPERS がエンロンとの取引から多額の利益を得ていたことは衝撃的な事実として受け止められたが、その一方で、CalPERS はエンロン株投資損失 1 億 520 万ドルを計上した。

CalPERS は 2002 年 2 月 21 日、連邦政府及び SEC に対し、次の内容の金融市場改革パッケージを採択することを要請した（図表 15）。

また、CalPERS は 3 月 18 日に、金融市場改革原則に以下の 10 項目を追加することを決定した（図表 16）。CalPERS の提案は、エンロンの監査委員会が機能しなかったことを踏まえ、監査委員会の機能強化に重点を置いている。特に監査委員会メンバーの財務理解能力を資格試験によって確認すべきことや、外部監査人と経営陣抜きで会合を持つこと等、監査委員会の取締役会からの独立性を強調している。また、監査人の独立性についても、具体的な内容を提案している。さらに、ストック・オプションを含む取締役の報酬や会社との関係の開示義務の強化、独立取締役の意味の厳格化なども提案しており、包括的な内容となっている。

---

雇用されたことがない 会社のアドバイザー又はコンサルタント、上級管理職の関係者でない 会社の大口顧客または仕入先の関係者でない 会社及び上級管理職との間に個人的なサービス契約がない 会社から収入の大部分を得ている非営利事業の関係者でない 過去5年間、取締役就任は除き当該会社とSEC規則の開示対象となる業務上の関係を持ったことがない 当該会社の役員が取締役である公開会社に雇用されていない 当該会社の関係会社との間に上記の関係がない 上記に該当する者の家族でない (CalPERS「米国コーポレート・ガバナンス原則」)

図表 15: CalPERS の金融市場改革原則

監査委員会の質の向上

1. SEC 又は証券取引所が、監査委員会メンバーの最低限の訓練基準を設定し、財務理解能力のある (“financially literate”) 監査委員会メンバーの人数を増やし、財務理解能力に関する明確なガイドラインを定める。監査委員会に会計監査人を選任 / 解任する権限を付与する。
2. 議会及び / 又は SEC は、会計監査人を真に独立とするための明確かつ実効性のある法規制を速やかに制定する。
  - (1) 会計監査人による企業に対する内部監査又はコンサルティング・サービス提供禁止
  - (2) 企業の監査人を定期的に交替させる義務
  - (3) 財務諸表の最終利用者 (機関及び個人投資家等) を多数として構成され、会計士業界を監督する独立機関の設置
  - (4) 監督機関は召喚、懲戒権限を持つべきである。

会計基準の見直し

3. 難解で操作された財務情報に終止符を打つべく会計基準を改正する。企業が会計監査人に虚偽情報を与えることを刑事犯罪とする。

説明責任 (アカウンタビリティ) の拡張

4. マーケットは証券会社、株式アナリスト、格付機関、銀行、外部弁護士及び他のコンサルタントの間に存在し、企業の破綻につながる可能性のある利益相反を明らかにしなくてはならない。
5. 議会、SEC、証券取引所が「独立取締役」の重要性と意義を強化・明確化するために協働すべきである。それによってあらゆる米国企業の取締役会は真に独立でアカウンタブルなものとなる。

(資料) CalPERS : “Financial Market Reform Principles - Returning Basics, Transparency, Ethics and Accountability”

図表 16: CalPERS の金融市場改革原則 (追加)

1. 取締役は資格試験により、監査委員会メンバーの財務理解能力を明らかにする。
2. 監査委員会は最低四半期に 1 回会合を持ち、少なくとも年 1 回会社の内部監査機能を再検討し、少なくとも年 1 回、会社の従業員を含まずに外部監査人と会合を持つ。
3. 監査委員会は専任スタッフ等、独自の資源を持ち、予算についてのみ独立の取締役会の管理を受ける。
4. 監査委員会は、会社の帳簿、記録類をすべて閲覧できるものとする。
5. 会計監査人の独立性を阻害しない非監査サービスは、課税申告書及び登録文書の作成のみとする。
6. 会社が外部監査チームから従業員を雇用できないクーリング・オフ期間を最低 1 年とする。
7. 1995 年民事証券訴訟改革法<sup>40</sup>は外部監査人の責任を認めるよう改正すべきである。その規定は会計監査人の独立性基準を満たさない会計監査人及び証券取引法の財務報告、不正報告に関する規定を遵守しない会計監査人に適用される。
8. 財務会計基準審議会 (FASB) は、ストック・オプションを損益計算書で支出として報告させるべきである。
9. 全ての取締役は、会社と取締役会との間の、本人、家族、事業、政治的、慈善等を含む全ての財務的な関係を開示すべきである。
10. SEC は取締役報酬開示ルールを改正し、全ての原資、形態 (特典、ベネフィット等) を開示させるとともに、経営陣によるストック・オプションの権利行使の開示を求めるべきである。

#### 金融市場改革アクション・プラン

CalPERS はさらに金融市場改革に関する自らのアクション・プランとして以下の 6 項目を開示した (図表 17)。このアクション・プランは、CalPERS が投資先企業の株主としての議決権及び株主提案権を行使する際の指針となるほか、会計基準の設定や法案成立などに向けての行動目標を明らかにするもので、特に監査人の独立性が十分に確保されていないと考えられる企業には、議決権行使により監査人の再任に反対することを行動指針として打ち出している。

---

<sup>40</sup>“The Private Security Litigation Reform Act 1995” 会計監査人に対する濫訴を防止する目的で制定された法律。

図表 17: CalPERS の金融市場改革アクション・プラン

CalPERS は、

1. 監査法人が企業にコンサルティングと内部監査サービスを同時に提供している場合、監査委員会メンバーとして在任中に監査法人との契約継続を支持した取締役の選任に積極的に反対する。
2. 5年以上企業の監査を行い、又はコンサルティングと内部監査サービスを提供している会計監査人の再任に株主として反対する。
3. 議会、SEC、財務会計基準審議会 (FASB)、国際会計基準審議会 (IASB)、米国公認会計士協会 (AICPA) に対し、確固たる責任のある会計基準改革を提案する他の財務諸表の重要な利用者と協働する。
4. 証券会社、株式アナリスト、格付機関、銀行、弁護士、コンサルタント等との利益相反を特定・開示・管理する方法を検討するための、規制当局、立法者、投資家から構成される委員会を組成する。
5. SEC 及び証券取引所が「独立」取締役の意味と重要性を真に強化し、明確化するための議会への提案を直ちに準備し、成立を促進する。
6. 401(k) プランへの参加者の保護拡充のための議会の努力を支持する。

## (2) コーポレート・ガバナンス

次に、コーポレート・ガバナンス改革案のうち、全米取締役協会の提言とニューヨーク証券取引所及びナスダック (Nasdaq) の上場基準改正案を紹介する。

### a. 全米取締役協会

全米取締役協会 (National Associations of Corporate Directors : NACD) は 1977 年に設立されたコーポレート・ガバナンスに関する研究、出版、教育研修、コンサルティング等を行う団体で、会員数約 3,000 社、顧客数約 8,000 社を有する。

NACD は、2002 年 3 月、下院エネルギー商業委員会に、取締役会に関する 10 項目の提言を提出し、SEC に対しニューヨーク証券取引所、アメリカ証券取引所、ナスダック (Nasdaq) に提言の内容を上場基準として採択させるよう求めた (図表 18)。提言では取締役会の改革について、独立取締役の強化と指名・監査・報酬委員会の設置及び取締役会の内部統制責任、取締役への教育研修の実施等、具体的な内容が提言されている

図表 18:NACD:取締役会に関する提言

1. 取締役の大多数は独立取締役とすべきである。それらの独立取締役は、最低限関連する自主規制団体の定義に合致すべきである。ただし企業はより厳格な独立性の基準の採択を検討することができる。さらに取締役会は全取締役に適用される利益相反についての基準を定め、遵守すべきである。
2. 取締役会は、主要委員会(監査、報酬、ガバナンス/指名委員会を含み、これらに限定されない)が独立取締役のみから構成され、必要な場合独立のアドバイザーを自由に採用するよう求めるべきである。
3. 各主要委員会は、その義務の詳細を規定した取締役会承認済みの成文規程を持つべきである。監査委員会の義務には、最低限次の2つの要素 - (a)財務報告書の質と完全性とその作成プロセスの監督、(b)リスク管理の監督が含まれるべきである。  
報酬委員会の義務には、経営者報酬が株主の長期的利益に一致するような業績目標の設定が含まれるべきである。  
ガバナンス/指名委員会の義務には、取締役と委員会の業績目標を設定し、目標に見合う資格と経験を持つ取締役及び委員会メンバーを指名することが含まれるべきである。
4. 取締役会は独立取締役を会長又はリード取締役として正式に指名することを検討すべきである。このような指名を行わない場合は、名称の如何を問わず、CEO とともに取締役会の議題を決定すること、CEO 及び取締役会の実績評価、役員会の開催、企業の危機の予測と対応を含む重要な機能を担う取締役を指名すべきである。
5. 取締役会は定期的かつ正式に CEO、他の上級経営者、取締役会全体及び個々の取締役の実績評価を行うべきである。独立取締役がこの評価方法及び基準を管理すべきである。
6. 取締役会は企業の法令順守及び報告システムの十分性について、最低年 1 回検討すべきである。特に取締役会は、経営陣が、倫理的行動、法規制及び監査、会計原則、内部統治規定の遵守に厳格な注意を払うようにすべきである。経営者報酬に関する現行の義務に加えて、取締役会は毎年度、各取締役に与えられたストック・オプション等の価値を含む報酬の額を開示すべきである。
7. 取締役会は、独立取締役だけの定期的会合の開催に関する方針を採択すべきである。この会合は独立取締役と委員会メンバーに、経営陣の提案及び/又は業務執行に対して、正式又は非公式の拘束のない環境で対応する機会を与えるべきである。
8. 監査委員会は、内部及び外部監査人と独自に会うべきである。
9. 取締役会は、企業の戦略を適切に策定、執行、監視、修正できるよう経営に建設的に関与すべきである。戦略への取締役会の関与の性質及び範囲は企業の特種の状況及び業界の動向に依存する。
10. 取締役会は新任取締役を対象とする会社の事業内容、業界動向、推奨されるコーポレート・ガバナンスの実践に関するオリエンテーション・プログラムを実施すべきである。取締役会は取締役がそれらの事柄について定期的に情報更新できるようにすべきである。

(資料)“Recommendation from the National Association of Corporate Directors Concerning Reforms in the Aftermath of the Enron Bankruptcy”2002.5.3 改訂版

## b. ニューヨーク証券取引所上場基準改正案

ニューヨーク証券取引所は、2002年2月、ピット SEC 委員長の要請を受け「企業の説明責任及び上場基準に関する特別委員会」を設置してコーポレート・ガバナンス改善のための上場基準の見直しを行ってきた。同委員会は6月6日に報告書を取りまとめニューヨーク証券取引所理事会へ提出した(図表19)。報告書は2002年8月1日に理事会承認を受ける予定とされている。

報告書には、ブッシュ大統領の「10ポイント・プラン」や、NACD 提言の内容がほぼ含まれ、さらにそれ以外の項目も挙げられている。また、報告書にはニューヨーク証券取引所理事会以外に他機関への提言も含まれており、SEC に対し会計監査人の監督や情報開示、議会に対し SEC の資源増強や権限付与についての提案を行っている。SEC への提言のなかには、後述の SEC ルール改正案として提案されている項目も含まれている。

このニューヨーク証券取引所上場基準改定案は、米国企業のコーポレート・ガバナンスの実践に直接的に影響を与えるものであるため、主要項目について以下で個別に解説する。また、報告書に挙げられた内容と現行ルールの相違点は、文末資料4のとおりである。

図表 19：ニューヨーク証券取引所上場基準改正案項目

- |   |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"><li>1. 独立取締役増員</li><li>2. 独立取締役の定義変更及びクーリング・オフ期間延長</li><li>3. 非経営取締役による経営チェック</li><li>4. 指名/コーポレート・ガバナンス委員会の設置</li><li>5. 報酬委員会の設置</li><li>6. 監査委員会メンバーの要件厳格化</li><li>7. 監査委員会の権限拡張</li><li>8. 株式報酬プランの株主によるコントロール</li><li>9. コーポレート・ガバナンス・ガイドラインの採択及び開示</li><li>10. 倫理・行動規範の採択</li><li>11. (外国企業)自社のコーポレート・ガバナンスの実践について、ニューヨーク証券取引所上場基準との相違点の開示</li><li>12. CEO による上場基準遵守等の保証</li><li>13. ニューヨーク証券取引所の制裁措置追加</li></ol> |
|---|

(資料)ニューヨーク証券取引所、企業の説明責任及び上場基準に関する特別委員会報告書(2002.6.6)

### (a) 独立取締役増員

取締役会の過半数を独立取締役とする。現行基準では3名以上の独立取締役から構成さ

れる監査委員会の設置が義務付けられているのみだが<sup>41</sup>、これを取締役会の過半数とする。移行期間は2年間で、上場企業はいつこの要件を満たしたかを開示することが求められる。

#### **(b) 独立取締役の定義変更/クーリング・オフ期間延長**

独立取締役の定義を「会社と実質的關係（material relationship）を持たない取締役」として、個々の取締役が要件を満たしているかは取締役会が判定し、それについて開示することとする。利益相反が発生し得るあらゆる状況を想定して取締役の独立性要件を例示することは困難であるため、取締役会が取締役の独立性を判断し、判断内容を議決権代理行使勧誘状(proxy statement)等で開示すべきこととされた。

また、独立性を認められるための「クーリング・オフ期間」を現行基準の3年<sup>42</sup>から5年に延長する。当該会社に雇用されていた者、当該会社及び関係会社の現在及び過去の外部監査人の関係者・従業員であった者、当該会社のCEOが報酬委員会メンバーである会社の取締役であった者、家族が～の関係にあった者、はその関係終了後5年間経ないと独立性を認めないこととする。

#### **(c) 非経営取締役による経営チェック**

非経営取締役(non-management director)<sup>43</sup>だけのCEO等経営陣が出席しない会議を定期的開催する。その会議の議長を指名し氏名を公表する。

#### **(d) 指名/コーポレート・ガバナンス委員会の設置**

独立取締役のみから構成される指名/コーポレート・ガバナンス委員会を設置する。指名/コーポレート・ガバナンス委員会は取締役候補者を決定するとともに、会社のコーポレート・ガバナンス原則を策定し、取締役会に提案する。

#### **(e) 報酬委員会の設置**

独立取締役のみから構成される報酬委員会を設置する<sup>44</sup>。報酬委員会は経営陣の報酬を決定し、議決権代理投票勧誘状に添付する経営陣の報酬報告書を作成する。また、株式報酬プラン等のインセンティブ報酬制度について取締役会に提言を行う。

#### **(f) 監査委員会メンバーの要件厳格化**

現行基準の監査委員会メンバーの要件「財務理解能力を有し、少なくとも1名が経理・財務の経営能力を有する<sup>45</sup>」に次の要件を追加する。

- ・ 監査委員会メンバーが会社から受け取る報酬は、取締役報酬のみとする。
- ・ すべての監査委員会メンバーが「独立」の要件を満たすこと。会社株式の20%以上を保有する者(又はそのような株式保有者のジェネラル・パートナー、支配株主、

<sup>41</sup> NYSE Listed Company Manual 303.01(B)(2)(a)

<sup>42</sup> NYSE Listed Company Manual 303.01(B)(3)(a)

<sup>43</sup> CEO、CFO等のオフィサーを兼務せず、会社の業務執行に関与しないいわゆる社外取締役を指す。英国「統合規範」の「非執行取締役(non-executive director)」に該当する。

<sup>44</sup> なお、これとは別にピットSEC委員長は、2002年4月4日の講演のなかでストック・オプションに関する決定を行う特別報酬委員会(Special Compensation Committee)創設を企業に要請する方針を明らかにしている。

<sup>45</sup> NYSE Listed Company Manual 303.01(B)(2)(b)

オフィサー)は監査委員会の委員長及び投票権のあるメンバーとなることはできない。

- ・ 監査委員会委員長は、財務・経理分野でのマネジメント経験を有する者とする。

### (g) 監査委員会の権限拡張

監査委員会の権限は図表 20の項目を含むものとし、現行基準に比べて権限を拡大する。

**図表 20：監査委員会の目的と権限**

<p>1. 監査委員会の目的</p> <p>(a) 財務諸表作成、法令遵守、会計監査人の独立性の確保、内部監査部門及び会計監査人の評価について取締役を補佐する</p> <p>(b) SEC 規則により議決権代理行使勧誘状に添付が義務付けられる報告書の作成</p> <p>2. 監査委員会の権限</p> <p>(a) 会計監査人の選任 / 解任の決定、監査報酬等諸条件の決定、監査人からの非監査サーブिसを受けることの承認に関する全権を持つ</p> <p>(b) 会計監査人から内部監査手続きの検討結果及びピア・レビューの結果又は政府機関等の検査で指摘された問題点に関する報告書を最低年 1 回受領し検討すること</p> <p>(c) 「MD&amp;A (経営者による財務状況及び経営成績の討議及び分析)<sup>46</sup>」を含む年次報告書、四半期報告書について経営陣と議論すること</p> <p>(d) 業績に関するプレス・リリース及びアナリスト、格付機関に提出する見通しについて議論すること</p> <p>(e) 外部の法律、会計その他アドバイザーの助言を得ること (取締役会の承認不要)</p> <p>(f) リスク評価、リスク管理に関する方針を議論すること</p> <p>(g) 経営陣、内部監査部門責任者、会計監査人と別々に最低四半期に一度会合を持つこと</p> <p>(h) 監査指摘事項と経営陣の対応について会計監査人と検討すること</p> <p>(i) 会計監査人の現在及び過去の従業員の雇用方針を決定すること</p> <p>(j) 取締役会に定期的に報告すること</p> <p>3. 監査委員会の実績を毎年評価すること</p>
--

(資料)図表 19と同じ

### (h) 株式報酬プランの株主によるコントロール

すべての株式報酬プランについて株主に投票機会を与える。ストック・オプションの権利行使価格等の条件変更も株主の承認事項とする。経営陣に対するストック・オプションの過剰付与は株式の希薄化につながり株主の利益に反し、また、株価が低下した場合にストック・オプションの権利行使価格を引き下げることは、インセンティブ報酬としての趣旨に反し

<sup>46</sup> 後述 41 ページ (5 - (4) - a - (c))



経営陣の権利濫用につながることから、これを株主の承認事項とする<sup>47</sup>。また、ブローカーは株式報酬プランに関する議案については、株主の指図なしでは議決権行使できないこととする。

**(i) コーポレート・ガバナンス・ガイドラインの採択及び開示**

取締役の資格要件や責任、各委員会の責任、取締役報酬に関する原則、取締役の教育研修等、経営陣の承継方法、取締役会の年次実績評価等について規定したコーポレート・ガバナンス・ガイドラインを採択し、会社のウェブサイトに掲示する。

**(j) 行動・倫理規範の採択**

取締役、オフィサー、従業員に適用される行動規範及び倫理規範を採択する。取締役、オフィサーへの適用除外は速やかに開示する。行動・倫理規範には利益相反行為、会社財産の私的利用、守秘義務、競業禁止義務、公正取引、法規制遵守、不法行為・非倫理的行為の通報奨励等の項目を規定する。

**(k) (外国企業)自社のコーポレート・ガバナンスの実践について、ニューヨーク証券取引所上場基準との相違点の開示**

ニューヨーク証券取引所に上場する外国企業に対しては自国のコーポレート・ガバナンス基準等に従うことを認めるが、主な相違点について開示することを義務付ける。

**(l) CEO による上場基準遵守等の保証**

CEO は会社の内部統制システムの十分性、すなわち、投資家に提供する情報の正確性と完全性を証明するための手続きを持ち、それに準拠していること、さらに開示情報が正確であることを毎年証明しなくてはならない。また、会社がニューヨーク証券取引所ルールに違反していないことを個人的に証明する。

**(m) ニューヨーク証券取引所の制裁措置追加**

証券取引所ルールに違反した上場会社に対し、ニューヨーク証券取引所が公開の譴責文書を発行するほか、取引停止、上場廃止等の措置を取ることとする。

このようにニューヨーク証券取引所上場基準改正案は、エンロン事件の要因を取締役が経営陣と癒着したことにありと見え、取締役の独立性を高めることを先ず第 1 に提案している。特に経営陣を交えない定期的会議開催を義務付け、独立取締役の監視機能を確保しようとしている。また、これまですべての上場企業に設置を義務付けていなかった指名 / コーポレート・ガバナンス委員会、報酬委員会の設置を義務付けるとともに、監査委員会メンバーの要件を厳格化して、監査委員会メンバーとしての取締役報酬以外を受け取することを禁止し、権限を明確化・強化することで監視機能を確保しようとしている。指名委員会

---

<sup>47</sup> 現行基準でも取締役や上級役員を対象とする株式報酬プランについては株主の承認が必要とされるが、発行済株式総数の 1%超を保有する取締役等がない場合や他の株式報酬プランと合計で発行済株式総数の 5%超とならないもの等が適用除外とされている。

にコーポレート・ガバナンス基準の策定を行わせることも新たな提案内容である。

また、エンロンでは、SPE 取引に際し、ファストウ氏に対し利益相反行為に関する行動規範が適用免除とされたが、上場基準案では、上場企業にコーポレート・ガバナンス・ガイドライン及び行動・倫理規範の設定と開示を義務付け、取締役及び経営陣に対する適用除外は速やかに開示すべきこととした。

その他、CEO による上場基準の遵守等の保証は、後述の SEC ルール改正案にも取り上げられており、これは英国の「統合規範」と同様の方法で、開示を通じてガバナンス基準の遵守を確保しようとするものである。

さらに、過度な経営者報酬を防止するために、ストック・オプションの付与等を株主の承認事項とすることも正式に提案された。

### c. ナスダック(NASDAQ)<sup>48</sup>

ナスダックもニューヨーク証券取引所と同様にピット SEC 委員長からコーポレート・ガバナンス基準の見直しを要請され、2002 年 5 月 22 日に新基準案を決定した。新基準は SEC の承認を経て 2002 年夏の終わりから施行される予定である。ニューヨーク証券取引所と共通する項目以外に、関連当事者取引の監査委員会による承認やゴーイング・コンサーン情報の開示など独自の項目も挙げられている（図表 21）。

**図表 21：ナスダックのコーポレート・ガバナンス基準案主要項目**

ストック・オプション・プラン
・ 取締役、オフィサーに対するストック・オプション・プラン付与はすべて株主の承認を要することとする
独立取締役
・ 本人及び家族が取締役報酬以外に会社から年間 60,000 ドルを超えるいかなる支払いを受けている者は独立取締役の要件を満たさないこととする（現行は取締役の家族に対する支払い及び政治献金等は除外されている）
・ 取締役が慈善団体の役員を兼任し、会社が 20 万ドル又は会社又は慈善団体の収入の 5%を超える寄付金を支払っている場合は、当該取締役は独立の要件を満たさないこととする。
関連当事者取引
・ 関連当事者取引につき監査委員会の承認を要するものとする。
ナスダックへの誤情報提出禁止
・ ナスダックに対し意図的に誤情報を提出した会社又は重要情報を提出しない会社は公

<sup>48</sup> 全米証券業協会（NACD）が運営する店頭登録市場。1971 年設立。4,190 銘柄、時価総額約 2 兆 5,000 億ドル（2002 年 4 月末）。

開取り消しとすることをルール上明記する。

ゴーイング・コンサーンに関する開示

- ・ ゴーイング・コンサーンに関する監査意見(企業が合理的期間内にゴーイング・コンサーンとして継続することにつき重大な疑いがあるとの会計監査人による結論)をプレス・リリースで開示する(現行ルールは様式 10-K による開示)

(資料)NASDAQ プレス・リリース

#### d. コーポレート・ガバナンス改革案について

以上、各機関のコーポレート・ガバナンス改革案を見てきたが、それぞれがエンロン事件の反省を踏まえた内容である。

エンロンは米国型ガバナンス・モデルの特徴である監督と執行を分離した統治機構を備えていたが、実際は監督を行う取締役と執行を行う経営陣との間に様々な形のつながりが生じ、取締役の独立性が確保できなかったために取締役の監督機能が発揮されなかった。ガバナンス改革案はその関係を断ち切り、取締役会の独立性を高める方向に進んでいる。

証券取引所の上場基準施行やコーポレート・ガバナンス関係団体の活動等によって、今後企業のガバナンス水準の向上が図られるであろうが、最終的には個々の取締役に、株主に対する受託者責任を認識し、監督責任を果たす強い意志があるかどうかにかかっており、これは制度改革がどれだけ進んだとしても常に存在する課題である。これがエンロン事件から得られる最大の教訓であろう。

### (3) 監査

#### a. 会計監査人の監督

エンロンの決算報告書にはアンダーセンが適性意見を付しており、監査の有効性が大きな問題となったのは前述のとおりであるが、アンダーセンはエンロン破綻直前に監査調書を破棄し、これについて 2002 年 6 月に司法妨害罪で有罪の評決が下され、会計監査人に対する信頼を大きく失墜させることになった。

このような監査の誤りや不正行為の最大の要因として、会計監査人を監督する制度の不備が指摘された。会計監査人の監督は業界の自主規制に任されており、監査法人が他の監査法人を 3 年に 1 度検査するピア・レビュー (peer review) が行われ、これを自主規制団体である公共監視委員会 (Public Oversight Board : POB) が監視してきた。2002 年 1 月、アンダーセンは他監査法人によるピア・レビューを無条件でパスしていたことからこの制度の限界が浮き彫りとなった。

2002 年 1 月 17 日、ピット SEC 委員長は「会計監査人の規制」と題する声明を発表し、会計監査人を監督する新機関を SEC の監督下に設立する構想を明らかにした。その構想では、新機関は調査・処分 (discipline) と検査 (quality control) の 2 部門から構成され、

運営機関は公共メンバー<sup>49</sup>が多数を占める。新監督機関がピア・レビューに代わって監査法人を検査し、また、調査、懲戒、監査差し止め処分及び処分内容を公表する権限を持つ。

そして、2002年6月20日、SECは新監督機関パブリック・アカウンタビリティ・ボード（Public Accountability Board：PAB）設立案を正式提案した。

PAB理事会は9名から構成され、うち6名以上を会計士業界から独立の公共メンバーとする。残り3名以下は会計士業界関係者としてすることができるが、それらの理事は調査・処分、懲戒等に関して議決権を持たない。

PABは監査基準と会計監査人の倫理・適性基準を制定し、大手会計事務所は年1回以上、他会計事務所には3年に1回以上検査を行う。さらにPABは業務停止、罰金、譴責等の制裁を課す権限を持つ。公開会社の財務諸表にはPABの認定した会計監査人監査を必須とする。

監督機関に関しては、SEC案の他に議会上院、下院で法案が提案されている(図表22)。両案においても新監督機関は多数を公共メンバーとし、財源を会計士業界のみに依存しないようにして会計士業界から独立した機関とされている。権限や非監査業務の制限等の内容にSEC案との違いがあり、今後すり合わせが行われる見込みだが、SECは2002年内にも新監督機関を設立する意向である。

図表 22：会計監査人監視機関案

提案者	下院金融サービス委員会	上院銀行・住宅・都市問題委員会	米国証券取引委員会(SEC)
法案名	The Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act (H.R.3763)	The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002	-
提案日	2002年4月16日	2002年6月18日	2002年6月20日
機関名	Public Regulation Organization	Public Company Accounting Oversight Board	Public Accountability Board
人員構成	5名。うち2名会計士、2名会計士だが就任前少なくとも2年間会計士としての業務を行っていない者、1名は非会計士	5名。うち2名が会計士又はその経験者(委員長に就任する場合は就任前5年間監査業務に従事していないこと)	9名。6名が独立、3名が会計士(ただし3名はPABメンバーの規律、規制、調査については投票権なし)

(資料)議会法案、SEC提案

<sup>49</sup> 会計士業界と関係を持たないメンバー

## b. 会計監査人の独立性 - コンサルティング業務

アンダーセンについて特に問題となったのが、会計監査人の独立性の問題である。会計監査人が顧客企業と財務的利害関係や雇用・ビジネス上の関係を持つ場合、その会計監査人は独立とはみなされず、また、監査顧客に対して会計記録の作成、財務商法システムの設計・導入、一定量以上の内部監査、人材派遣等、一定の非監査サービスを提供することは監査人の独立性の阻害につながるため、SEC 規則により禁止されている。

アンダーセンはエンロンの内部監査及びコンサルティングをも行い、SPE 取引に深く関与して多額の報酬を得ており、アンダーセンが 2000 年にエンロンから受けた報酬は、監査報酬が 2,500 万ドル (約 34 億円) であったのに対し、コンサルティング報酬は 2,700 万ドルと後者が前者を上回っていた。

監査顧客に対するコンサルティング自体は禁止されていないが、アンダーセンによるエンロンの監査が機能しなかった理由が、多額の収入をもたらす優良顧客に対して厳格で適正な監査を行うことができなかったことにあるとして、前述のとおり監査法人による監査顧客へのコンサルティングを禁止ないしは制限すべきことが各方面から主張され、大手監査法人の中にはコンサルティング部門を分離する動きも見られた。

しかし、大手会計事務所のコンサルティング収入は収入全体の 4 割程度を占めているといわれ、また、デリバティブ等の複雑な会計処理を行うには、同じ会計事務所内にコンサルタント等の専門家を抱えることが不可欠であり、会計監査とコンサルティング業務を完全に分離することは現実的に難しいとの主張もなされている。

SEC の新監督機関案では会計監査人による監査顧客へのコンサルティング提供の禁止は規定されなかったが、下院法案には「監査とコンサルティング・サービスの同時提供禁止<sup>50</sup>」の項目が含まれ、SEC に検討を指示する内容となっている。上院法案は、会計監査人による非監査業務は、会社の監査委員会の承認を得る必要があるとしている。

## (4) 開示

### a. SEC ルール改正案

企業の情報開示に関しては、SEC から以下のルール改正案が提案されている。

#### (a) 開示の迅速化及びウェブサイト・アクセスについての開示

「定期報告書の提出日繰り上げ及びウェブサイトを利用した報告書へのアクセスに関する開示 (案)」<sup>51</sup> (提案日 2002 年 4 月 12 日)

様式 10-K (年次報告書) の SEC 登録期限を現行の決算期末日後 90 日から 60 日 (暦日) へ、様式 10-Q (四半期報告書) については同じく 45 日から 30 日に早期化する。また、SEC 登録企業に対してウェブサイトにおける情報アクセスに関し、様式 10-K で次

<sup>50</sup> Sec.2 (c)

<sup>51</sup> “Acceleration of Periodic Report Filing Dates and Disclosure Concerning Website Access to Reports” (No.34-45741)

の事項を開示することを求める。

**図表 23：ウェブサイトへのアクセスに関する開示事項**

- ・ 当該企業の SEC 登録文書を SEC 閲覧室及び SEC ウェブサイトで閲覧できること。
- ・ 会社のウェブサイトのアドレス(ウェブサイトがある場合)
- ・ 様式 10-K(年次報告書)、様式 10-Q(四半期報告書)、様式 8-K(直近報告書)及びそれらの訂正を SEC への電子登録と同時又は直後に企業のウェブサイトに掲載し、無料で閲覧できるようにしているかどうか。
- ・ 上記登録書類を会社のウェブサイトに掲載していない場合はその理由。
- ・ 上記登録書類をウェブサイトに開示していない場合、登録後に電子的にアクセス可能な地点、その場合料金が賦課されるかどうか。
- ・ 求めに応じて登録書類を電子的にあるいは紙ベースで無料配布しているかどうか。

(資料)SEC リリース

#### **(b) 経営者取引の開示**

「経営者取引の様式 8-K による開示(案)」<sup>52</sup>(提案日 2002 年 4 月 12 日)

取締役及び上級役員の子会社株取引及び自社株取引に関する契約締結・変更・終了、会社及び関連会社からの取締役及び経営者への融資、保証について、様式 8-K による開示を求める。開示期限は 10 万ドル以上の取引は 2 営業日以内、10 万ドル未満のものは翌週の第 2 営業日までとする。ただし 1 万ドル未満のものは取締役又は上級役員ごとの累積額が 1 万ドルを超えた時点で開示する。

#### **(c) 重要な会計方針の適用に関する開示**

「重要な会計方針の適用に関する経営者による討議と分析における開示(案)」<sup>53</sup>(提案日 2002 年 5 月 10 日)

年次報告書の「経営者による財務状況及び営業成績の討議及び分析(Management Discussion & Analysis of Financial Condition and Results of Operation: MD&A)<sup>54</sup>」の中に「重要な会計方針の適用(Application of Critical Accounting Policies)」の項目を設け、企業が会計方針の適用にあたって行った会計上の見積もり(accounting estimates)

企業の財務状態の開示に重大影響を与える会計方針の採用について開示することを求める。

<sup>52</sup> “ Form 8-K Disclosure of Certain Management Transactions ” ( No.34-45742 )

<sup>53</sup> “ Disclosure in Management’s Discussion and Analysis about the Application of Critical Accounting Policies ” ( No.34-45907 )

<sup>54</sup> SEC 規則により年次報告書、四半期報告書、議決権代理行使勧誘状に記載することが求められる経営者による業績等に関する定性的説明。SEC 登録企業は業績の分析、傾向、主要な変動要因、業界動向、将来の見通し、短期・長期の資金調達源等について、セグメントごとに記述することが求められる。

#### 会計上の見積もり

企業が財務諸表作成に当たり、その時点で非常に不確実性が高い仮定に依拠する会計上の見積もりを行い、それが企業の財務内容の表示に重大な影響を与える場合、企業は影響を受ける事業部門を特定し、その見積もりの方法、前提となる仮定、他の選択肢、影響を受ける財務諸表の表示科目及び業績全体への影響について説明する。また、この点について変更が生じた場合は、四半期報告において更新する。また、会計上の見積もりに関して監査委員会で議論し、開示内容を監査委員会が検討する。

SEC は重要な会計上の見積もりの例として、原材料価格の長期的見通し、長期的な補修義務がある製品についてのクレーム発生率、製品の返品率などを挙げている。

#### 会計方針の採用

企業が会計基準の変更以外の理由で新たな会計方針を採用し、それが財務内容の表示に重大な影響を与える場合、採用の要因となった事象又は取引、採用した会計原則と適用方法、採用理由、財務開示への影響について影響を受ける部門を特定して説明する。例としては減損会計の採用などが挙げられる。

なお、重要な会計方針の適用に関する MD&A における開示は、すべての投資家にとって簡潔、明解で理解しやすい言葉及び形式で表示されなくてはならず、紋切り型の記述や過度に技術的な用語を用いて書かれたものは開示要件を満たさないとされる。

#### (d) 開示内容の信頼性向上

「企業の四半期及び年次報告書による開示の証明(案)」<sup>55</sup>(提案日 2002 年 6 月 12 日)

最高経営責任者及び最高財務責任者が、年次報告書と四半期報告書について、報告書に記載された情報が真正であり投資家の投資判断に必要な当該会計期間における重要情報をすべて含むことを保証し、署名をすることを義務づける。また、SEC 登録企業に、社内にそのような真正かつ十分な内容を持つ報告書を作成・開示する手続き、すなわち内部統制システムを維持しており、その手続きを毎年見直し、見直した事実及び評価結果を年次報告書上で開示することを求める。これは財務報告書に関する経営者の個人的責任を強化するもので、内部統制に関する経営者の責任を開示することは英国の「統合規範」及びターンブル・ガイダンスの手法と軌を一にするものである。

#### (e) 直近開示事項の追加

「様式 8-K 開示項目追加及び開示期限早期化(案)」<sup>56</sup>(提案日 2002 年 6 月 12 日)

様式 8-K (直近報告書) で開示すべき重要事項として図表 24 の項目を追加(一部従来項目の変更)し、様式 8-K の登録期限を重要事項発生後 2 営業日以内とする(現行の期限は項目に応じ 5 ~ 15 営業日以内)。

<sup>55</sup> “ Certification of Disclosure in Companies’ Quarterly and Annual Reports ” ( No.34-46079 )

<sup>56</sup> “ Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration Filing Date ” ( No.34-46084 )

図表 24：様式 8-K による追加開示項目

- ・ 重要な合意及び合意の破棄
- ・ 会社収入の一定割合を占める重要顧客との関係の終了又は取引額減少
- ・ 重要な金融負債又は偶発債務の発生及びそれらにつながる事象
- ・ 重大な償却、リストラクチャリング、減損の発生
- ・ 格付の変更、クレジット・ウォッチ、格付け見通しの変更
- ・ 会社発行証券の上場証券取引所、取引システムの変更及び上場廃止、取引停止の動き及び上場基準に準拠していないことの通告
- ・ 会計監査人による監査意見の取り消しに関する通告
- ・ 従業員持株プラン、退職年金プラン等に関する制限(ロックダウン等)
- ・ 会社発行証券保有者の権利に関する重大な変更
- ・ 取締役、CEO の新任、離任
- ・ 定款変更

(資料)SEC“Additional Form 8-K Disclosure Requirements and Acceleration Filing Date”

#### b. スtock・オプションの開示

「株式による報酬プランに関する情報開示」<sup>57</sup> (No.34-43892)

これはエンロン事件以前から検討されていたものだが、2001年12月に次の内容をもつストック・オプション開示ルールを公表した。これは、株式によるストック・オプションについての開示を強化するためのもので、具体的には、株主の承認を要しないストック・オプションについて別途必要な情報を提供すること、プランの金額からみて重要性が低い場合を除き、SECにプランの内容を記載した書類を提出することを要求している。

#### c. SEC 開示ルール改正案について

提案されているSECの開示ルールは、エンロン事件で不十分性が認識された経営者取引の開示、重要な会計方針の開示、直近開示などの問題点をカバーし、ブッシュ大統領の「10ポイント・プラン」に挙げられた経営者による財務諸表の正確性の証明等も含む内容となっている。

ピットSEC委員長が指摘したように定期的開示だけでなく「直近開示」が強調されるようになり、また、投資家の利益保護をより重視した開示が求められる方向にある。また、実質的な意味のある説明が求められ、開示に関する経営者の責任も強化される。

<sup>57</sup> “Disclosure of Equity Compensation Plan Information” (No.34-45189)



## (5) 会計

### a. SPE 連結基準

前述のとおり、FASB は数年前から連結に関する会計基準の改定を検討してきたが<sup>58</sup>、エンロン事件を契機として SPE 取引の連結関連規定だけでも早急に改定すべく、2002 年 6 月 28 日に公開草案「特別目的会社の連結（Consolidation of Certain Special-Purpose Entities）」を公表した<sup>59</sup>。公開草案のポイントは次のとおりである。

- ・ SPE を連結対象として財務諸表を作成するのは、SPE の主たる受益者（primary beneficiary）である。受益者が複数ある場合で主たる受益者の特定が難しい場合には、SPE の事業に伴うリスク及び収益を評価し、どの事業体が SPE の活動に伴う便益とリスクの主要な部分に晒されているかによって判断する。
- ・ ひとつの SPE が複数の異なる目的をもって活動している場合、個々の目的ごとに受益者が存在することがある。この場合には SPE を目的ごとに分解し、それぞれを独立した SPE として連結するかどうかを判断する。
- ・ SPE を連結するか否かは、十分に独立した経済的実態を有しているかどうかで判断され、十分に独立した経済的実態を有している場合には、SPE の主たる受益者はその SPE を非連結とする。経済的実態を有している要件は、独立の第三者による出資が SPE の総資産の 10%以上あることである。
- ・ 十分に独立した経済的実態を有していると判断するためには、この独立した第三者による出資要件を満たすだけでは十分ではなく、出資要件を満たしていても実質的に SPE を支配していると判断される場合には、連結することが求められる。

この改正案によって、SPE の非連結要件の厳格化が図られ、エンロンのようなケースでの非連結処理は認められなくなる。

### b. ストック・オプション会計

ストック・オプションの会計基準の改正について、FASB は現在までのところ動きを見せていない。しかし、エンロン事件を機に、現在の会計処理が企業の本来の報酬費用を反映していないという批判が高まり、権利付与時にストック・オプションの公正価値を報酬費用として認識する案が再び俎上に上る可能性がある。ただし、これにはベンチャー企業など財務体力は乏しいものの成長性の高い企業の競争力を損なうとの理由から、依然として反対意見も多い。国際計基準審議会（IASB）はストック・オプションの公正価値による報酬費用認識を義務付ける基準を公表する方向で検討を進めており、今後の FASB の対応が注目される。

<sup>58</sup> 会計調査広報（Accounting Research Bulletin）第 51 号「連結財務諸表」及び FAS94 号「過半数を所有するすべての子会社の連結」の改定を検討してきた。

<sup>59</sup> 2002 年 8 月まで意見を求め、2002 年第 4 四半期に正式に公表することを目指している。2003 年 3 月 15 日以降に開始する事業年度から適用される予定。

### c. 会計基準設定主体

#### (a) FASB 改革案

FASB の運営母体である財務会計基金 (Financial Accounting Foundation : FAF) は、2002 年 4 月 24 日、FASB の基準設定プロセスを迅速化するため、次のような改革案を決定した。

会計基準採決方法の変更 : FASB メンバーは現状の 7 名を維持しつつ、可決に単純多数決を採用する (現在は、7 名中 5 名の賛成が必要)。

組織再編成 : FASB の調査研究部門を (a) 主要なプロジェクトと実務活動、(b) 実務上の適用と実施に関する活動、(c) 計画・開発・サポート活動の 3 つの部門に分割する。

#### (b) 議会

2002 年 3 月 14 日に上院銀行・住宅・都市問題小委員会に提出された“Investor Confidence in Public Housing Accounting Act (S.2004)”には、FASB の独立性の強化及び FASB に SEC と議会に年次報告書の提出を義務付ける規定が含まれている。

FASB の独立性強化策は、FASB の運営資金を SEC 登録企業から徴収する手数料や刊行物収入等で賄い、FASB を財政的に自立させることを主な内容とする (現在 FASB の運営資金は FAF が拠出しているが、会計士団体、金融業界団体、経営者団体等が FAF のスポンサーとなっている)。

また、同じく 3 月 14 日に下院エネルギー商業委員会に提出された“Truth and Accountability in Accounting Act (H.R.3970)”には、会計基準の設定に対する政府機関の関与を強める次のような内容が含まれている。

SEC が会計基準に関し解決すべき問題点を毎年検討し、議会および FASB に報告書を提出する。

FASB は SEC 報告書に対し回答する。

会計検査院 (General Accounting Office : GAO) がこのメカニズムを評価する。

ただ、これらの法案に対し、FASB のジェンキンス議長は 3 月 19 日、FASB の資金調達を手数料ベースに変更することには基本的に賛成だが、FASB の財政的独立性を完全に確保できるものである必要があり、FASB の活動への議会等の関与が強まり FASB の独立性を侵害することにつながるのであれば反対するとのコメントを公表している。

#### (6) 年金

2002 年 2 月 1 日のブッシュ大統領案以外にも、議会では、401(k) プランに関してロックダウンや自社株投資に関する規制を中心に 2 ケタに上る法案が提出されている。各案の内容を集約すると概ね以下の通りである。

## **a. ロックダウンに関する規制**

### **(a) 事前通知**

現在、ロックダウン期間を設定する場合の事前通知の時期についての具体的な規制はない。ブッシュ大統領案や共和党議員案では、ロックダウン期間の30日前までにプラン参加者に通知することが提案されている。また、他の法案には事前通知を90日前までとするものもある。

### **(b) 期間中の受託者責任**

現在、ロックダウン期間中にプラン参加者が損失を被った場合には、プランのスポンサー企業やプロバイダー等が受託者責任を問われないとするセーフハーバールールが適用されている。大統領案等では、ロックダウン期間中にプランスポンサー企業がプラン参加者の利益になるよう行動しなかった場合には、企業が全面的に受託者責任を負うことが提案されている。

### **(c) 期間中の経営者の自社株売却制限**

エンロンでは、ロックダウン期間中にプラン参加者である従業員によるプランの自社株売却が制限されていたのに対し、経営者はプラン外の保有ではあるが大量に自社株を売却していた。これを受けて、大統領案等では、ロックダウン期間中は退職プラン以外の自社株であっても経営者による自社株売却を禁止する案が出されている。

### **(d) 期間に関する規制**

現在、ロックダウンの期間に関する規制はないが、民主党議員からロックダウン期間は10日以内とする等の期間に関する規制法案が提出されている。

なお、エンロン事件後は、一部のプロバイダーがロックダウン期間を短縮したり、休日を利用してロックダウンなしの移行を行う動きがみられる。

## **b. 自社株投資規制**

### **(a) 他商品への変更**

エンロンが採用していた自社株によるマッチング拠出は、企業にとって拠出が税控除の対象となり、株価対策にもつながる。EBRI(Employee Benefit Research Institute)の調査によると、マッチング拠出を自社株としているプランは約半数あり、そのうち87%がプラン参加者の自社株売却に何らかの制限を設けている。

これに対して、大統領案等により自社株の売却制限を緩和する案が出されている。大統領案は、マッチング拠出を自社株で行った場合、プラン参加者がプラン加入後3年を経過していれば、自社株を売却して他の投資オプションに変更できるようにするというものである。その他、自社株取得後90日を経過すれば売却可能とする民主党議員案も提出されている。

一方、企業レベルでも、401(k)プランを採用している企業のなかで、自社株の売却禁止期間を短縮、保有する自社株の一定割合について売却制限を緩和または廃止するなどの

動きが相次いでいる。フィデリティ・インベストメントの調査によると、401(k)プランで自社株を投資オプションかマッチング拠出とし、自社株売却制限を設けていた企業のうち15%が2001年中に廃止、21%は近い将来廃止を検討しているという結果になっている。

#### (b) 保有制限

エリサ法では、企業の退職給付プランが総資産の10%を超えて自社株(自社資産を含む。以下同じ)を取得することを禁止している。しかし、税制適格の確定拠出型プランについては、エリサ法制定以前から自社株が重要な運用対象であったことなどに配慮して、例外として特に資産配分の上限が設けられていなかった。

しかし、96年に401(k)プランの資産の90%以上が自社株(主に自社資産)であった床用タイル小売業者のカラータイル社が倒産したのを契機に、自社株投資に関する規制が必要との認識が高まり、99年から自社株への新規投資を従業員拠出額の10%以内とする上限が設けられた。ただし、この規制の対象は従業員拠出分のみとなっていること、また従業員が任意に上限を超えて投資することは禁じられていないことから、事実上無制限になっているのが現状である。

エンロンの401(k)プラン資産の約6割が自社株に投資されていたことを受け、民主党議員からプラン資産総額に占める自社株投資比率を10%や20%以内に制限する案が提出されている。しかし、大統領案や共和党議員案では自社株式の保有制限について言及しておらず、保有規制の行方は不透明である。

自社株投資の制限について、企業サイドは、過度の規制はプラン維持のインセンティブを失わせるとして法制化に反対している。加えて、401(k)プランによる自社株投資は経営の安定している大企業によるものが多いこと、自社株投資がもたらす運用収益は平均でS & P 500などのベンチマークを上回ること、従業員の自社株投資には通常取引手数料が掛からないこと、従業員のインセンティブ向上に資すること、自社株投資比率を制限するとマッチング拠出の資金負担が大きくなること、等を主張している。一方、プラン参加者にとっても、投資先選択の自由を制限されることになるほか、マッチング拠出の削減につながると懸念する声もある。

#### c. 投資アドバイス

エンロンのプラン参加者が自社株投資を拡大させたのは、同社の株価が上昇していたことのほか、投資オプションに関する情報に乏しかったので分散投資を行うことができなかつたためであるとの指摘がある。また、2000年以降の株式市場の下落や投資オプションの多様化等を背景にプラン参加者に対する一般的な投資教育ではなく、具体的な投資アドバイスに対するニーズも高まっている。

一般的投資教育は、長期投資、リスクとリターン、年齢による資産配分モデル等で、これについては、96年に労働省が設けたガイドラインによりプランの資産運用を行うプロバ

イダーがプラン参加者に情報を提供することが認められている<sup>60</sup>。しかし、具体的な投資アドバイスサービスについては、利害関係のない第三者のアドバイス提供機関やファイナンシャルプランナー等が行うことは認められているが、当該プランのプロバイダーが行うことは利害相反となるとして、エリサ法上で禁止されている。

実際に第三者のアドバイザーと契約し、プラン参加者のうち希望者にオンラインや対面等で投資アドバイスサービスを提供しているプランもあるが、その数はそれほど多くはない。これは、労働省のガイドラインでは、企業が第三者のアドバイス業者と契約したこと自体でアドバイスの結果について責任が生じることにはならないとされているものの、業者の選定や監督については企業に受託者責任があるため、企業にとって投資アドバイス契約の締結を阻害する要因になっているからである。

投資アドバイス提供に関して、共和党のボウナー議員案は、投資オプションを提供するプロバイダーでも、一定の条件を満たせば手数料を徴収して投資アドバイスサービスの実施を認める内容になっている。これは、プランスポンサー企業が、投資アドバイザーを慎重に選定し、定期的にチェックすれば、個々の投資アドバイスについて受託者責任を免除されるというものである。ただし、投資オプションとアドバイスを同時に提供している場合には、その事実と手数料収入の開示を義務付けている。これは、一定の条件をつけることで、エリサ法で禁止されているプラン関係者による投資アドバイスを認め、より多くのプラン参加者が投資アドバイスサービスを受けられるようにすることを目的としたものである。

しかし、運用商品の提供者が投資アドバイスをするると利益相反の恐れがあることを理由に反対論も強い。上記法案に対し、民主党ヒンガマン議員と共和党コリンズ議員の共同提案では、企業がアドバイスサービスの提供者として適格投資アドバイザーを用いて、投資アドバイザーの質を検査し、従業員から多くの不満が出た場合にはすぐに投資アドバイザーを調査するといった条件付きで、企業の受託者責任を限定的にするという内容になっている。後者案では、エリサ法の禁止事項はそのまま有効となるため、当該プランの投資オプションを提供するプロバイダーはプラン加入者にアドバイスを行うことはできない。

大統領案では、投資アドバイスがプラン参加者の利益につながるなら、プラン関係者による投資アドバイスも認め、プランスポンサー企業が参加者に投資アドバイスを与えるよう奨励するという内容になっており、前者案を支持している。

#### **d. プラン参加者に対する報告書**

現在、プランスポンサー企業は年次の運用状況報告書を作成してプラン参加者に配布することが義務付けられている。大統領案等では、これを四半期ごとにするるとともに、各人

---

<sup>60</sup> 労働省のガイドラインでは、プランに関する情報、金融・投資に関する一般的な情報、資産配分モデル、双方向教材（質問書、ワークシート、ソフトウェア等）の提供を一般的投資教育の範囲として認めている。

の資産価値、分散投資の権利、分散投資の重要性等を記載した報告書の作成を義務付けることが提案されている。

**e. 今後の見通し**

以上、エンロン事件に端を発した年金プラン改正案を概観したが、その他にも、401(k)プランにも確定給付型プランでの年金給付保障公社(PBGC: Pension Benefit Guaranty Corporation)のような支払保証制度の要否などの議論もある。

こうしたなかで、ブッシュ大統領案をもとに共和党主導で作成した改正法案が2002年4月に下院を通過した。主な内容は、図表25(主な共和党議員案)の通りであるが、民主党は投資家個人の保護をより強く求めており、上院では両党の対立が予想されている。

今後の年金制度の改正のポイントは、従業員に対してリスクからの保護及び投資する権利の保障、受託者責任強化をいかに既存の規制に盛り込んでいくかであろう。規制を強化し過ぎれば、企業サイドのマッチングや年金プランそのものの提供意欲を失わせることになるし、従業員から見ても投資オプションの選択の自由が奪われたり、年金制度の魅力が低下したりすることになりかねない。来るべき高齢化社会に備えて、年金制度なかでも適格年金のなかで主流となっている確定拠出型プランをいかににより魅力的で公平な制度としていくかが大きな課題と考えられる。

**図表 25 : 主要 401 (k) プラン規正法案の比較**

<p><u>ブッシュ大統領案</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ プランに参加して3年を経過している加入者はマッチング拠出の自社株の預け替えができる</li> <li>・ ロックダウン期間は会社役員にも株式売却を禁止する</li> <li>・ ロックダウン期間は会社側が受託者責任を負う</li> <li>・ 四半期ごとにプラン加入者に各人の投資状況及び分散投資等の情報を入れた報告書を作成する</li> <li>・ 金融サービス会社によるプラン加入者への投資アドバイスを解禁する</li> </ul>
<p><u>主な共和党議員案</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ マatching拠出の自社株の保有義務期間は、自社株取得後3年を限度とする</li> <li>・ ロックダウン期間を設定する場合は、企業はその旨を30日前に通達する</li> <li>・ ロックダウン期間中は経営陣による保有自社株の売却を禁じる</li> <li>・ 口座の管理金融機関は加入者に対して資産運用のアドバイスができる</li> </ul>
<p><u>主な民主党議員案</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 確定拠出型プランの資産総額に占める自社株比率の上限設定(10%、20%等)</li> <li>・ マatching拠出の自社株の保有義務期間は90日を限度とする</li> </ul>

- ・ ロックダウン期間を10日以下に制限する
- ・ プラン運用に対するプラン参加者の発言権を拡大する
- ・ プランを監視する社内委員会にプラン加入者の代表を参加させる
- ・ United States Codeを改正し、全ての従業員の報酬および福利厚生給付の請求権の優先順位を引き上げる
- ・ 確定給付型プランを提供するように雇用者に奨励
- ・ 401(k)プランにも確定給付型のPBGCのような保険を適用する

## (7) 金融

### a. リスク管理

#### (a) 過剰エクスポージャー（GLB 法改正）

金融制度改革法( GLB 法 )が金融機関の過剰エクスポージャーを生んだとの指摘は、2002年の春頃より話題に上らなくなっている。これは第1に、実際問題として GLB 法を廃止して再びグラス＝スティーガル法時代に戻ることは不可能であるためである。GLB 法成立以前から、金融機関は様々な抜け穴を利用して他業態への進出を図ってきており、法律を元に戻してもその流れは変えられないということである。

第2に、エンロンへの過剰融資は規制緩和が問題なのではなく、銀行経営者が個別企業に対する全エクスポージャーに十分に注意を払わなかったために発生したとの見方があるためである。GLB 法の生みの親であるリーチ共和党議員（元上院銀行委員会委員長）も、エンロンの破綻は金融機関に幅広い業務を認めたことが原因ではなく「GLB 法とはまったく関係のないものだ」と述べている。

未だに議会に法案が提出されていないことから、本件に関しては GLB 法の見直しが行われるというよりは監督当局及び当該金融機関による規制遵守の強化や以下に述べるようなリスク管理の強化という形で改善がなされていくものと見られる。

#### (b) リスク管理

リスク管理問題も同様で、このところ議論はほとんどなされていない。これは、企業会計そのものへの不信が大きく高まってきた結果、いくら優れたモデルを金融機関が持っていたとしても、顧客企業より正しい信頼性のある情報を仕入れられなければ役に立たないとの見方が一般的になってきたためである。ただし、FRB のバイアス理事は2月28日の会合で、「金融機関は自らのリスク管理及びその報告手法について常に改善を図っていくべきだ。」と述べ、金融機関の更なる努力を求めている。

こうしたことからこの問題解決に関しては、従来の規制をベースに各金融機関がリスク管理手法の見直し・改善を行っていくことになるだろう。

## **b. エンロンとの不透明な関係**

下院エネルギー商業委員会は、3月6日に金融機関（10金融機関、3格付機関）に対して送付したエンロンと金融機関の関係について説明を求める質問状の回答期限を3月20日としたものの、その後本件に関して目立った動きはない。回答結果等の対外発表は今のところ行われていない。

一方、SECはJPモルガンがエンロンのSPE設立に深く関わったのではないかとして調査を開始した。SECはエネルギー取引会社ダイナジーのSPE設立へのシティグループの関与についても5月末より調査を開始するなど、この問題はエンロンにとどまらず広がりを見せている。

こうした動きは金融業界内部にまで広がっている。例えば、エンロンが破産法を申請したニューヨークの破産裁判所では、JPモルガンやシティが他の債権者とともにエンロンに対する債権・債務の今後の取り扱いを協議する委員に選ばれたが、他の債権者からはエンロンに深く関わっていたJPモルガンなどが、債権者の利益代表の立場に立てるのかという疑問が投げかけられている。

また保険会社からもJPモルガンを訴える動きが出ている。JPモルガンは、エンロンが破産した後、保険会社がエンロンとの商品相場取引を保証していたにもかかわらず、破産によって生じた損害を補填しないとして裁判所に訴えを起こしていた。これに対して保険会社は、JPモルガンこそエンロンと深くつながっており、バランスシート操作に手を貸したのではないかとして反対訴訟を起こすことを検討している模様である。

連邦裁判所、NY州司法当局なども、エンロンとJPモルガンやシティグループの密接な関係に問題はなかったか、独自に調査を進めている。

これら司法を巡る動きは解決に時間がかかることもあり、あまり表立って報道されないことも多いが、司法の場で不透明な関係が明らかとなれば、銀行経営に大きな影響を与えると同時に、経営者等の責任問題へつながる可能性もある。

## **c. 銀行決算の信憑性**

本件に関しては、これまでのところ金融機関側からの表立った反応はないが、PNCグループの決算修正は衝撃として受け止められており、それぞれ自らの会計処理について検討を進めている模様である。

### **(a) 金融監督当局**

金融機関監督当局の動きとしては、貯蓄金融機関監督局（Office of Thrift Supervision：OTS）が2月7日に、PNCで見られたようなSPEへの資産移動は経済実態に則したものと、会計原則や規制当局の報告義務に沿ったものとすべきであること、さもなければ非稼働資産を過少評価したり収益や資本を過大評価するなどの問題を引き起こすこと、

こうした取引を行っていたり検討している場合はOTSに届けるべきことを傘下金融機



関の CEO 宛てに通知した。

FRB は、基本的には銀行が SPE を使用して貸出債権を証券化すること自体は金融の効率化につながるので、今後も証券化取引の拡大を進めていく姿勢である。しかし、一方で、バランスシートに表われない証券化取引が損失隠蔽に用いられることを警戒しており、検査の強化とともに銀行に情報開示を徹底させる方向である。6月10日には、バイアス FRB 理事が「銀行が自らの決算発表をより自主的に改善させていかなければ、当局がそうするように仕向けなければならなくなる」と、銀行の自助努力を促す発言を行った。

連邦預金保険公社 (FDIC) のパウエル総裁も、3月5日に行われた米国銀行協会 (American Banker Association : ABA) 主催コンファレンスの席上、銀行の外部監査を行う会計事務所が銀行の内部監査やコンサルティングも行うことの禁止や、外部監査人が監査に使用した資料等を保管することの義務付け、何らかの不正を行った監査人をよりスムーズに処罰するためのルール確立などを通じて、銀行監査の質向上を図ることを検討していることを表明した。FDIC としては、現在 SEC が進めている監査法人監督強化に向けた動きに基本的に賛同の方針である。

#### (b) 議会

議会でも、金融機関だけでなく幅広く一般企業向けに、会計制度、会計事務所の役割などについて制限を設けようとする法案が議論されている。下院を通過した CARTA (Corporate and Auditing Accountability, Responsibility and Transparency Act, HR3763) では、会計事務所に対する規制や SEC による監督強化などが盛り込まれたが、当初盛り込まれていたアナリストの独立強化に関する条項は削除された。上院ではより厳しい内容の法案 (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, S.2673) が提出され、議論が続いている。

#### d. 利益相反行為

##### (a) 全米証券業業界 (NASD)

アナリストの利益相反行為に対しては、証券会社の自主規制団体である全米証券業協会 (National Association of Securities Dealers : NASD) が最も素早く反応した。NASD は 2月7日に、ニューヨーク証券取引所と共同でアナリストの独立性を高めるための自主規制ルール<sup>61</sup>の変更を提案した。提案は、アナリストが投資銀行業務から受け取ることができる報酬を制限する、アナリストが自ら担当する会社の株式を売買することを禁止する、

企業に対してよい評価を出すことを約束することを禁止する、アナリストが所属する会社の投資銀行部門にレポートすることを禁止するなど、アナリストの利益相反行為を防ぐ様々な方策が含まれている。この自主規制案は 5月8日に SEC によって情報開示項目の追加など若干の修正が施されたうえで承認され、対象企業は 2002年7月9日から 11月6

---

<sup>61</sup> NASD Rule2711, NYSE Rule472

日の間に基準を満たすこととされた。ただしこの自主規制は改革のスタートに過ぎず、まだ不十分であるとの認識も強いようである。

#### **(b) 議会**

証券業界の自助努力と並行する形で、議会でもアナリストの利益相反行為が問題となり、前述のように公聴会や法案提出の動きがあったが、4月24日に下院を通過した CARTA ではその条項が削除され、その後、動きは鎮静化したかに見えた。

一方、上院でも、好ましくない評価をしたためにアナリストが投資銀行部門より報復措置を受けないようにするなど、NASD の自主規制より踏み込んだ内容の条項を盛り込んだ法案 (S.2673) が用意されていたが、テロ対策などの他の重要法案が目白押しであったこともあって、改革機運の盛り上がり欠けていた。ところが、6月下旬に新たに長距離通信で全米第2位のワールドコムによる粉飾決算が表面化、同法案を今国会の最優先課題にしようとする動きが急速に高まっている。

#### **(c) 司法当局**

議会とは対照的に迅速な動きを見せたのが司法当局である。ニューヨーク州のスピッツアー司法長官は、4月上旬にメリルリンチに対して召喚状を発行、利益相反行為があったことを指摘したうえで、司法取引を行うよう迫った。

NY 司法省とメリルリンチは、5月21日に、メリルリンチが1億ドル(4,800万ドルがNY州、残りがその他の州へ)の和解金を支払うこと<sup>62</sup>、アナリストの報酬は投資家へのサービスで評価すること、アナリストの投資判断をチェックする委員会を設置すること、担当企業との投資銀行業務での関係を公表することなどを盛り込んだアナリストの独立性を高める方策を取ることで決着した(ただしメリルリンチはこの係争の過程で最後まで法律違反はないと主張している)。NY 司法省は、5月上旬にシティ傘下のソロモンズミスバーニーにも召喚状を発行しており、今後も主要証券会社と同様の司法取引を行い、メリルリンチが受け入れたような独立性確保への動きをすべての証券会社に広めたい意向である。

NY 司法当局主導で進められているこの動きは、これまでになくアナリストの独立性を高めたものと評価される一方で、調査部門の別会社化ないしは投資銀行部門との完全分離にまで踏み込んでおらず、依然として不十分との意見もある。また、ベーカー下院議員などは州司法当局の越権行為だと批判しており、SEC による自主規制強化や連邦議会による法制度でこの問題是对応すべきとの見解を明らかにしている。国会議員や SEC の一部からも問題視する声が出ている。

#### **(d) 証券業界**

これに対して証券業界では、利益相反行為が問題となり始めた頃からすでにアナリストの独立性を高める動きが出ていた。例えば、ゴールドマンサックスは2月19日に調査セク

---

<sup>62</sup> ミズーリ州やノースダコタ州などは今回の和解に不満があり、支持しない可能性もある。

ションの投資銀行部門からの分離やアナリストによる担当企業の株式売買を禁止し、メリルリンチは3月上旬に、アナリストレポートの作成にあたっては企業が発表する実質ベースの利益（企業買収や資産売却に伴う一時的費用や利益を除いたもの）だけでなく、様々な指標を使って多角的に分析し、投資家に誤解を招かせないようにする決定を行っている。

しかしながら、司法当局の追及などからより厳しい自主規制の必要性を認識した証券各社は、メリルリンチの和解時期と相前後して更なる自主規制策を発表した。ソロモンスミスバーニーは投資判断などをチェックする委員会設置を決め、ゴールドマンサックスでは、報酬委員会によるアナリストの報酬チェックや独立委員会による調査部門の監視などを打ち出した。

#### (e) SEC

エンロン事件など一連の会計疑惑などに対する対処が後手に回って非難を浴びた SEC は、NY 司法当局の動きを受けて、4月25日にはNY 司法当局やNASD などとともに利益相反行為があったかどうか調査を進めることを発表した。SEC はその後、各証券会社に対してEメールの交信録提出を要請するレターを送付しており、これらの調査結果次第では追加の規則制定もあり得るとしている。最近の新聞報道では、証券アナリストの利益相反疑惑として10件が対象になっているようである。この他にも、6月に入りニューヨーク州やノースカロライナ州の年金基金が、利益相反の改善がなされているかどうか独自に判断し、その結果次第では運用先変更もあり得ることを表明している。

## 6. おわりに

エンロン事件の概要とその後の米国における改革の動向を見てきたが、エンロン事件が極めて深刻に受け止められ、それに対し、迅速かつ大胆な改革が行われようとしていることが分かる。

企業のガバナンスと、それを支える会計、監査、開示等の諸制度は、21世紀の始めにあたりエンロン事件及びさらに米国証券市場においてその後明らかとなった企業不祥事などによって大きな挑戦を受けている。米国における改革は今後日本のみならず世界的に影響を及ぼしていくものと考えられるが、わが国においても、エンロン事件の教訓から、コーポレート・ガバナンス及び諸制度の改革について、米国型ガバナンス・モデルの模倣にとどまることなく、以下に改革の目的を実現させるかを深く考察することが求められよう。

以上

**資料 1：エンロン事件主要人物**

氏名	地位・役割等
アンドリュース・ファストウ	CFO SPE 取引の中心人物。
ケネス・レイ	会長兼 CEO
ジェフリー・スキリング	COO 2001 年 2 月 CEO に就任するが同年 8 月 14 日突如辞任
マイケル・コッパー	経理部長 Chewco、サザンプトン・プレイスに出資
カウジー	CAO(最高経理責任者)
リチャード・バイ	CRO(最高リスク管理責任者)
シェロン・ワトキンス	ファストウ下の従業員 2002 年 8 月にエンロンの会計上の問題点等を指摘した告発文書をレイ会長に送付

(注)肩書きはすべて事件当時 一部時期により変動あり

## 資料 2 : エンロン特別委員会報告書 ; 関連当事者取引の開示に関する内容

### a. エンロンの開示プロセス

エンロンの関連当事者取引の開示には、役員、会計士、IR 部門、他のビジネスユニット、及びアーサー・アンダーセン会計事務所（以下アンダーセン）、ピンソン & エルキンズ法律事務所（以下 VE）等の外部アドバイザーが集合的に関与した。しかし SPE 取引に実際に関与したエンロン・グローバル・ファイナンス（EGF）の開示については、外部の者による監督・管理は行われていなかった。

様式 10-K 及び 10-Q の注記の草案は、エンロン内部の財務報告グループ（FRG）の会計士が作成し、取締役はエンロンの証券法関連の責任者ロジャース氏や EGF の内部委員会、当該取引を直接担当したサポート・グループ、IR 部門、VE、アンダーセン等多くの人々に回覧された。

草案について数多くの意見が FRG に寄せられ、FRG は都度草案を修正し、修正版を再回覧した。このプロセスは草案に関する問題が解消されるまで繰り返された。

財務諸表に関しては、エンロンの最高経理責任者（CAO）カウジー氏が最終権限者であったが、カウジー氏は開示を承認する過程で、アンダーセンのパートナーダンカン氏に相談し、FRG のスタッフ、弁護士等にも意見聴取した。

監査コンプライアンス委員会（Audit and Compliance Committee）は、注記の草案を再検討し、カウジー氏とも打ち合わせをした。スキリング CEO は弁護士と会計士が開示内容について合意した後で開示文書を見た。カウジー氏は様式 10-Q 及び様式 10-K に CAO として署名し、取締役全員及びファストウ CFO も様式 10-K に署名した。

このように、SPE 取引に関する関連当事者取引の開示の準備過程は、通常のプロセスと同様であったが、SPE 取引が非常に複雑であったため、エンロンの会計士や弁護士も、取引の詳細を知っていた EGF のオフィサーや従業員に完全に依存していた。FRG は内部で関連当事者取引に関する注記の草案を回覧し、アンダーセン、VE も開示についてコメントしたが、それらは形式的なものであり、取締役会も関連当事者取引の開示について特段の指示を行わなかった。全ての関連当事者取引を財務諸表の注記上に特定するために必要な特別の制度は存在しなかった。

### b. エンロンの開示内容（財務諸表注記開示）

エンロンは LJM との取引が開始された 99 年第 2 四半期から 2001 年第 2 四半期までの様式 10-Q 及び様式 10-K で「関連当事者取引」について開示している。

開示の概要は以下の表のとおり（「」内は注記の引用。・付き文章は報告書の内容）。

(a) LJM取引の構造に関する開示

財務諸表	注記の記載及び報告書の内容
99 年第 2 四半期、第 3 四半期 10-Q、99 年 10-K	「エンロンの役員が LJM のジェネラル・パートナーの経営メンバーである」 「LJM はエンロン役員が (LJM に出資された) エンロン普通株式に金銭上の利害を有せず、そのような株式または将来のエンロンとの取引に関しては、議決権を制限されることで合意した。」 <ul style="list-style-type: none"><li>・ ファストウ CFO が「役員」であることは明らかにしなかった。</li><li>・ ファストウ氏への報酬がどのように支払われるか開示なし。</li></ul>
99 年 10-K	「LJM2 Co-investment, L.P.(LJM2) が、エネルギーまたは通信関連事業を行う非公開投資会社として 1999 年 12 月に設立された。」 「LJM2 のジェネラル・パートナーは LJM1 と同様である」 <ul style="list-style-type: none"><li>・ 初めて LJM2 の存在を開示した。</li></ul>
00 年第 2 四半期 10-Q	「2000 年上半期、エンロンは、エンロン役員がジェネラル・パートナーの経営メンバーであるリミテッド・パートナーシップ(関連当事者)と取引関係に入った。当該関連当事者のリミテッド・パートナーはエンロンとは無関係である」(筆者注:LJM2 取引には複数のリミテッド・パートナー(出資のみで運営に関与しない有限責任の主体)とジェネラル・パートナー(投資業務等を執行する無限責任の主体)とが混在する。この注記が具体的にどの主体を指しているのかは不明)。 <ul style="list-style-type: none"><li>・ 00 年第 2 四半期以降、エンロンは財務諸表上 LJM1 と LJM2 を区別せず「関連当事者(Related Party)」とのみ表示するようになる。</li></ul>
01 年第 2 四半期	「これらのパートナーシップのジェネラル・パートナーであったエンロン役員は、2001 年 7 月 31 日に全ての持分を売却し、これらに対する一切の経営責任がなくなった。」 「従ってそれらのパートナーシップはエンロンの関連当事者ではなくなった」 <ul style="list-style-type: none"><li>・ ファストウ氏の持分売却を開示</li></ul>
01 年第 1、第 2 四半期	「関連当事者との全ての取引はエンロンの上級リスク担当役員によって承認され、毎年取締役会がレビューしている」

(b) 取引内容に関する開示

財務諸表	記載内容
99年第2四半期 10-Q	・エンロンから SPE に移転された株式数を開示(99年 10-K では削除)。
99年 10-K 以降	・LJM1、LJM2 がエンロンから取得した投資資産等を直接または間接的に開示。 ・資産額は概算で個々に開示されるか、類似取引ごとにまとめて開示された。
00年第2四半期 10-Q	・ラプター取引について記述。
00年第3四半期 10-Q 00年 10-K	・ラプター1～4についてより詳しい開示を行った。 ・ラプター設立のためにエンロンが拠出した資産内容、エンロンが投資資産その他のヘッジ目的で行ったラプターとの間のヘッジ取引の内容を開示。
01年第1～第3四半期 10-Q	・SPE とのデリバティブ取引から得られた収益を開示

(c) 関連当事者取引がアームズ・レングスであったことの主張

- ・ エンロンは LJM 取引に関する注記において、エンロンと LJM との取引条件が公正なものであったということを主張している。表現は何度も変わった。

財務諸表	記載内容
99年第2四半期 10-Q	「取引条件は合理的であり、無関係な第三者との取引との類似取引より有利ではないとマネジメントは考えている」
99年 10-K	「関連当事者との取引条件は、無関係な第三者との間で合意されるであろう条件によるものであった。」
00年第1四半期 10-Q-K	「関連当事者との取引条件は、合理的であり、無関係な第三者との間で交渉されたであろう条件によるものである」
01年 10-K	「関連当事者との取引は、無関係な第三者との間で合意されたであろう条件と比較して合理的であった」

- ・ 文言の変更に誰が関わったか不明で、表現の変化が実際の取引条件の変化をどのように反映しようとしているのかも不明。
- ・ エンロン経営陣またはアンダーセンがこれらの記述が真実であることを立証するための措置を取ったかどうかは不明。99年 10-K 草案に「積極的証拠が必要」「要調査」の書き込みがある。

c. 開示の十分性

- ・ エンロンの財務諸表注記における開示は、財務諸表の読者が、何が起こっていたのかを理解できるよう、取引の本質を十分かつ明確に伝えるという根本的な目的を達していない。
- ・ 調査開始後もどの注記がどの取引について記述しているのか不明確な状態である。
- ・ エンロンの注記は取引の潜在的リスクとリターン、目的、適用した会計方針、偶発事象に関する問題について明確に記述していない。
- ・ SFAS No.57 の「取引の財務諸表への影響を理解するために必要な情報」を開示していない。

d. 開示に関する結論

エンロンの開示には、関連当事者取引の開示を最小限に止めようという力が働いたことは明らかであり、エンロン経営陣がいくつかの取引を隠蔽するよう設計したことも明らかである。

関連当事者取引に関する不十分な開示は、もともとは EFG の役員や従業員が行おうとしたもので、最終的な責任を持つ役員、取締役、監査コンプライアンス委員会が主導で行ったものではないが、取引が非常に複雑だったため、実際の交渉やストラクチャーの設計に携わっていない者にとっては、その核心を理解するために必要な措置を取ることは困難であった。

(資料) Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.



### 資料 3: FEI の観察と勧告 - 財務マネジメント、財務報告及びコーポレート・ガバナンスの向上(抄訳)

以下に提示するものは、財務マネジメント、財務報告及びコーポレート・ガバナンスの向上を目的とした改革に関する FEI の見解である。我々は、ほとんどの企業が倫理的に統治・経営され、株主に対する受託者責任を果たしていると考えている。しかし、投資家及び FEI は最近の財務マネジメント、財務報告及びコーポレート・ガバナンス、監査委員会、独立の監査人の失敗事例によって明らかにされた問題について懸念を持っている。米国資本市場は、良きコーポレート・ガバナンスの基盤となるチェック・アンド・バランス、コントロール・システムに対する信頼を基盤としている。このシステムの弱点が公開文書、議会証言、インタビュー、特別報告書等で明らかにされた。我々は、それらの問題点は制度的なものであり改革が必要であると考えている。FEI は改善可能なすべての領域について、明確で調和した見解を持つことを支持する。以下の観察と勧告を作成することにより、この努力を支援することが我々の意図するところである。

我々は、最近のコーポレート・ガバナンス、倫理管理、財務報告、外部監査の領域で観察された問題点の要因として、以下のものがあると考えている。

- ・ 倫理的行動の欠如、不適切な「トップの声」
- ・ 取締役会による有効な管理の欠如
- ・ 不十分な独立性による外部監査の問題及び監査の質的管理手続きの失敗
- ・ 過度に複雑な会計基準
- ・ 不透明な財務報告
- ・ 会計基準適用における形式の重視

我々は以下の 4 つの分野で勧告を行う

- ・ 財務マネジメントの強化と倫理的行動へのコミットメント
- ・ 財務報告、会計士業界、監査プロセスの有効性に対する信頼回復
- ・ 財務報告の近代化と会計基準設定プロセスの改革
- ・ コーポレート・ガバナンスと監査委員会の有効性の向上

財務マネジメントの強化と倫理的行動へのコミットメント

勧告 1: 全ての財務担当役員は、特に厳格な倫理行動規範を遵守すべきである。

FEI は全ての上級財務担当者は厳格な倫理行動規範を遵守すべきことを勧告する。FEI の倫理規範は最近改正され、全ての財務担当役員が積極的義務を認識し、組織内における倫理的行動を促進することを求めている。

FEI は、全ての財務担当役員、経理担当役員、経理部長、経理担当者、主任 IR 担当者は毎年 FEI 倫理規範の全ての要素を含む倫理行動規範に署名し、取締役会又は取締役会が指名した委員会に提出すべきであると考えている。この領域におけるベスト・プラクティスは、これらの分

野を担当する者全員が倫理行動規範に署名することである。

FEI は、議会及び SEC が、証券取引所等が上場規程を通してこの勧告を実施するための規制を制定することを強く推奨する。

勧告 2: 企業は、倫理的行動を積極的に促進し、従業員に対し倫理基準違反を報復なしで報告する手段を提供すべきである。

FEI は、全ての企業が従業員のための行動基準を採択すること、従業員に対する倫理行動規範の理解促進のための教育を定期的に行うことを強く求める。企業は倫理行動違反を報告する従業員を支援し、広く保護すべきである。そのような枠組みの下で、企業は

- すべての従業員のための行動規範を文書の形で採択する。
- 行動規範に関するオリエンテーション及び教育訓練を定期的に行う。
- コンプライアンスについての問題点を表面化させるため、従業員に対しホットライン、ヘルプラインのようなメカニズムを提供する。
- 法律違反の自主的開示手続きを採用する。
- ベスト・プラクティスのフォーラムに参加する。
- これらの措置に対する積極的コミットメントを公表する。

我々は、全ての企業が従業員に対し、規範又は法令違反を、報復の恐れなく報告することができる「ホットライン」チャンネルを設置することを求める。さらに、従業員にそのコミュニケーション・ラインの存在を知らしめ、情報源は秘匿されるべきである。通報は取締役会によって指名された者ないし委員会に直接つながるべきである。指名された者は適切な措置をとり、通報と処理内容について定期的に取り締役に報告されるべきである。

勧告 3: 主任財務オフィサー及び主任経理担当オフィサー役員等の資格

経営者は、監査委員会と取締役の協力を得て、1933年証券法に規定される主任財務オフィサー、主任経理オフィサーを任命する。FEI はこれらの人々の資格と役割を次のように考える。

- 主任財務オフィサー: 社内の財務全般に責任を持ち、ファイナンスの全ての領域についての知識を有し、監査委員会の会計専門家を務めるに足る知識を有する者である。財務部門のコンプライアンスに責任を持つ。
- 主任経理オフィサー: 公認会計士免許保有者または同等の知識・経験を有する者。会計原則及び SEC 規則、監査に関する規制についての十分な理解と知識を有する。
- 主任財務オフィサーは CEO に報告し、主任経理オフィサーは主任財務オフィサーに報告する。両オフィサーは監査委員会と定期的(四半期ごと)に会合を持ち、重要な財務諸表上の問題について検討する。

財務報告、会計士業界、監査プロセスの有効性に対する信頼回復

**勧告 4: 財務会計専門家から構成される職業会計士の監視機関の設立。**

会計事務所に対する独立機関による監視を強化することは、監査プロセス及び監査の質的管理プロセスの有効性に対する信頼を高める。この監視機関は SEC によって設置され、財務会計の技術的性格を理解し、監査プロセスに対する十分な知識を持ち、メンバーの多数は会計、財務に関する知識を有する役職員とする。メンバーは会計事務所及び他の監査業界の組織から独立しており、多数が会計士業界出身者であってはならない。

監視機関が監査法人の監査プロセスの質的管理に関するピア・レビュー (peer review) を行う。ピア・レビューを行う者は、監視機関に対し、レビューの範囲、指摘事項、勧告及び訴追に関する説明責任を負う。

我々は、この機関の有効性を高めるために、任務と業務範囲を絞ることを推奨する。新機関の任務は監査業界の監視と規律づけに絞るべきである。FEI は引き続き民間の会計基準設定主体を支持するものであり、独立の機関が FASB を引き続き監視するべきであると考える。

**勧告 5: 独立の監査人による一定の非監査サービス提供の制限**

現状、潜在的な利益相反の存在が監査人の有効性を低下させる恐れがある。

そこで我々は監査の清廉性についての信頼を回復するためには、監査顧客に対する非監査サービスの提供を禁止することが必要であると考え、これに関し、

- ・ 独立の監査人は、監査顧客に対し内部監査サービスまたは財務会計、財務報告に使用されるコンピュータ・システムのコンサルティング・サービスを提供してはならない。
- ・ アドバイザリー業務は、監査法人が監査サービスによって得た情報等に依存する場合、提供してはならない。
- ・ 税務アドバイス、コンプライアンス・サービス、買収の際のデューデリジェンス、従業員福利厚生プランの監査及び他の法定監査は、通常利益相反の問題を生じさせないので、監査顧客に対し提供できると考える。しかし、これらのサービスが利益相反の問題を引き起こす可能性がある非常事態においては、サービス提供は禁止されるべきである。

以上に加え、重要な非監査サービスを受けることについては全て監査委員会の承認を必要とすることが重要であり、これを提案する。監査委員会は当該サービスの監査法人の独立性への影響を検討する。

FEI は、SEC が現行の監査、非監査の分類に関するガイダンスを明確化し、投資家に対し理解できる明確な区分を提供するように再定義することを勧告する。

**勧告 6: 外部監査人からの上級職員雇用の制限**

企業が一定期間会社の監査を行った監査法人に勤務実績のある監査、税務パートナーまたは監査、税務の上級職員を雇用することを制限する方針を採用することを、FEI は勧告する。

## 財務報告の近代化及び会計基準設定プロセスの改革

### 勧告7:財務会計基準審議会(FASB)の改革

FEI は、FASB 改革を検討する特別委員会設置を勧告する。委員会は3ヶ月以内に作業を終了し勧告を提出する。検討すべき点は以下のとおり。

- FASB の組織: FASB の目的、FASB メンバーの人数、任期、多数決の方法、スタッフの効率性、アカウントビリティと組織構造、会合に関する制限事項(議事公開ルール)
- タイムリーな基準設定: 優先的事項の設定、目的、審議事項管理と説明責任
- 財務諸表の内容:
  - 会計基準に準拠して作成される財務諸表の目的を定義するプロセス
  - 現状多くの分野において市場価格が存在しない状況で、公正価値会計を適用すること及び財務諸表のボラティリティを高めることを問題とすべきである。
- 会計基準:
  - 会計基準設定のベースとしての概念フレームワークの再評価。
  - 会計基準の確実な実施、実務指針、解釈指針
  - 会計基準のグローバル化のインパクト
  - 現在の基準及び開示の再検討
  - 財務諸表のユーザー、投資家の参加の必要性、財務諸表の作成者との緊張緩和

### 勧告8:財務報告の近代化

FEI は、財務報告における以下の改善を強く支持する。FEI はこれらの問題を取り扱う委員会の設置を勧告する。

- MD&A 開示の改善
  - FEI は MD&A 開示の改善に主導的役割を果たす。2001 年年次報告書から主要な情報源として使用する。
- 財務報告における用語の平易化
- 業績の自主的な開示促進
  - 企業が四半期報告で使われた業種に特有の業績測定を web ベースで提供することを検討することを FEI は推奨する。
  - 開示範囲の拡大のために、追加的報告に適用されるセーフ・ハーバー・ルールを強化することが必要である。
- ウェブサイトを活用した補足的財務報告の促進
  - 公開会社には、SEC ファイリングと同時にウェブサイトを活用した情報開示を行わせる。
- 様式 8-K の利用拡大
  - 様式 8-K で開示すべき項目を拡張する
- 外国企業の報告義務拡大
  - 現状多くの外国企業は四半期報告を任意で提出しているが FEI は SEC が四半期報告を提

出させるべきことを勧告する。

- ・ 文書から電子的手段への移行の影響評価
  - FEI は、短期的にハードコピーの郵送を廃止すべきでないと考え、株主に郵送される文書の内容について、どのような変更をどのようなタイムスパンで行うか検討すべきであると考え。
  - 現在株主への文書送付による開示は、財務諸表の利用者の消化能力を大幅に超えているが、ウェブサイトにおける開示を行い、利用者からのアクセス情報を分析することで、利用者にとって重要な事項を理解することができる。最もアクセスが多い情報の開示を拡大し、それ以外の利用者の関心が低い情報開示を削減することができる。

#### コーポレート・ガバナンスと監査委員会の改善

##### 勧告 9: 1999 年ブルーリボン委員会の監査委員会に関する勧告の実施

1999 年監査委員会の有効性に関するブルーリボン委員会は、すべての監査委員会メンバーに財務理解能力「ファイナンシャル・リテラシー」を求め、少なくとも 1 名の財務専門家の選任を求めている。

FEI は、ニューヨーク証券取引所及びナスダックが監査委員会の「財務専門家」について高度の基準を設定することを勧告する。それらの基準は、専門家に必要な資格要件として以下のような経験等を要求すべきである。

- ・ 会計基準及び財務諸表の監査に関する理解: 理解は経験又は教育によって獲得される。
- ・ 当該企業と同規模、同業種、同程度の複雑性を持つ企業で、財務諸表作成及び又は財務諸表監査を行った経験: 一般的に類似企業における最高財務責任者 CFO、最高経理責任者、経理部長、監査人としての経験が必要である。
- ・ 内部ガバナンス、監査委員会の手続遂行の経験: 監査委員会メンバーあるいは、監査委員会に回答する上級経営者、あるいは、監査執行及び監査結果の報告に責任のある外部監査人の経験が必要。

FEI は、議会及び SEC が証券取引所等に対し、この基準を上場基準によって実施することを求める規制を実施することを強く求める。

##### 勧告 10: 監査委員会メンバーに対する専門的教育の継続

FEI は、監査委員会メンバーが、継続的に財務報告、リスク管理、及び/又は会計の教育を受けることを勧告する。訓練は会社内部、外部いずれのものでも可。FEI または全米取締役協会 (NACD) 等の団体が、最低限必要な教育内容を制定する。企業は年次報告書でどのような教育が行われたか開示する。監査委員会以外のメンバーも受講することが望ましい。

**勧告 11: 監査委員会委員長の交替の定期的な検討**

FEI は、取締役会が監査委員会委員長を交代させる必要性を定期的に検討すべきことを勧告する。これはおよそ 5 年ごとに検討すべきである。FEI は傑出した監査委員会委員長の交替が難しいことを理解する。従って、監査委員会に後継者または追加的財務専門家を入れることが重要であり、定期的交替と後継者育成は、取締役会のガバナンス・メカニズム全般をさらに強化することにつながる。

**勧告 12: コーポレート・ガバナンス実践の開示**

FEI はすべての企業が主要なコーポレート・ガバナンスの実践状況を開示すべきことを勧告する。

(資料)“FEI Observations and Recommendations - Improving Financial Management, Financial Reporting and Corporate Governance”

資料 4：ニューヨーク証券取引所上場基準比較表

委員会提案内容	該当する現行ルール
取締役会の過半数を独立取締役としなくてはならない。	3 名以上の独立取締役から構成される監査委員会を設置する。
取締役が会社と <b>実質的な関係</b> (直接的関係あるいは会社と関係のある機関のパートナー、株主、オフィサーとしての関係)を持たない取締役を決める。	経営陣及び会社との間に取締役の独立性を阻害するいかなる関係も持たない。
独立取締役には、本人及び家族が当該会社、当該会社の会計監査人、当該会社のオフィサーを監査委員会メンバーとする上場会社の従業員であったときから 5 年間のクーリング・オフ期間を適用する。	クーリング・オフ期間は 3 年。取締役会は議決権代理勧誘説明書で開示することを条件に、1 名の元オフィサーを例外とすることができる。
非経営取締役のみによる経営陣が出席しない定期的会合を開催しなくてはならない。	なし
独立取締役のみから構成される監査、指名、報酬委員会を設置しなくてはならない。	独立取締役のみから構成される監査委員会を設置する。指名、報酬委員会の設置義務なし。
監査委員会委員長は、財務・経理分野でのマネジメント経験を有する者とする。	監査委員会メンバー全員財務理解能力があり、少なくとも 1 名は会計、財務分野でのマネジメント経験を有する者とする。
監査委員会が、会計監査人の選任 / 解任及び会計監査人の重要な非監査サービスに関する全権を持つ。	監査委員会規程に、外部監査人の選任、解任については、「最終的に」監査委員会と取締役会の権限とする旨規定しなくてはならない。
監査委員会メンバーの取締役報酬は、監査委員会メンバーが当該会社から受ける唯一の報酬でなくてはならない。大株主(20%以上)関係者は監査委員会で投票権を持たない。	なし
行動規程及び倫理規定を採択し、取締役及び上級役員への適用免除は速やかに開示する。	なし
株主には株式報酬プランにつき投票する機会が与えられなくてはならない。ブローカーは株式報酬プランに関しては株主の指図がなくては議決権行使できない。	なし
倫理・行動規範、主要委員会規程を公表しなくてはならない。規範の取締役、上級役員への適用免除は速やかに開示しなくてはならない。	なし
外国会社は自社のコーポレート・ガバナンスの実践方法とニューヨーク証券取引所の上場基準との重大な相違点を開示しなくてはならない。	なし

CEO は、投資家に提供する情報の正確性と完全性を証明するための手続きを持ち、準拠していること、情報が正確で完全であることを毎年証明しなくてはならない。CEO は取締役会とともにその手続き及び手続の遵守を確認したことを証明しなくてはならない。	なし
CEO は会社がニューヨーク証券取引所のルールに違反していないことを証明しなくてはならない。	なし
証券取引所ルール違反が発見された場合、ニューヨーク証券取引所が公開譴責文書を発行し、取引停止、上場廃止等の措置を取り得る。	なし
ニューヨーク証券取引所は上場企業に対し新任取締役へのオリエンテーション・プログラムの設定を求める。	なし
他の主要コーポレート・ガバナンス機関と共同で取締役教育機関を設立する。	なし

(出所)ニューヨーク証券取引所