

アーサー・レビット著，小川敏子訳

『ウォール街の大罪』

（日本経済新聞社，2003年3月）

佐 賀 卓 雄

I

証券市場の規制・監視体制を考える時，アメリカにおける規制が最も厳しいという点については大方の同意が得られるであろう。確かにその通りではあるが，それだけのコストをかけているのは，証券市場における不正行為が多いということの裏返しであることも看過されるべきではない。

連邦レベルでは，ほぼ FBI と同じ権限を認められ，準司法的機能をもつ独立の行政委員会である SEC（証券取引委員会），それとは別にデリバティブ取引の監視を行なう CFTC（商品先物取引委員会）があり，両者を合わせた人員は約4,000人である。また，各州には証券局があり，各州の居住者への啓蒙活動に取り組み，投資家からの苦情や問い合わせに対応している。さらに，各州の証券局に加えて，カナダ，メキシコの証券監督機関は北米証券監督者機構（NASAA）を組織し，情報交換やクロスボーダーの証券取引の監視を行なっている。

このようなきめ細かい監視体制は，「証券市場は保持されかつ強化されるべき重要な国家財

産である」（34年証券取引所法第11A条（a）項）というアメリカの経済戦略に沿ったものであるが，反面ではそれだけ悪質な不正行為が多いということを示している。

実際，SEC の摘発件数はここ数年，年間500件前後を数え，近年力を入れているオンライン上の不正取引の摘発も毎年数十件に及び，2000年には累計で200件を越えている。さらに驚くのは，2000年9月13日にSECが下院商業委員会小委員会で行なった「ウォール街における組織犯罪」という証言によると，マフィアは1990年代にゴミ搬送カルテルが解散し，またフルトン魚市場から立ち退かされることによって稼ぎの種を失い，ウォール街に進出してきたという。同証言は，1997年から2000年まで毎年，主として小型株（microcap）を利用した詐欺行為により数十人から100人に及ぶマフィアを逮捕したことを明らかにしている。また，最近出版された *Born to Steal-When the Mafia Hit Wall Street* は，1992年から価値のない，あるいは架空の証券をお人好しの退職者や無知な農民に売りつけてぼろ儲けし，最後は逮捕されたマフィアの自伝である。

このように，アメリカ証券市場を裏側からみ

ると、一般に抱かれているのとは異なる一面が見えてくる。

良くアメリカでは小学生の頃から投資教育が行なわれ、国民の証券投資に対する知識が高いといわれる。そして、日本でもそれにならない、学校教育のレベルでももっと金融・証券の知識を身につけさせるべきだと主張される。この主張じたいは妥当だと思うが、基準にしているアメリカの国民がそれほど高い知識を身につけているかとなると、やや美化し過ぎではないかと思う。

SECの投資家向け啓蒙サイトをみると、典型的な詐欺として、2種類の勧誘に注意するように促している。一つは、SECがプライム・バンク・フロウド (prime bank fraud, 優良銀行の名前を悪用した詐欺) と呼んでいるもので、IMFや世界銀行、あるいはFRBなどの優良銀行により保証され、月20-200%のリターンが期待される債券で、特別のお客様にだけお勧めしている、というような勧誘である。もう一つは、マイクロキャップ・フロウド (micro-cap fraud) と呼んでいるもので、詳細な情報開示が必要でない小型株を利用して、あるいは事業計画などを喧伝して投資家に投資を呼びかけるものである。

(注) アメリカでは、投資家数が500人以上、かつ純資産額が1,000万ドル以上、および上場会社は電子開示システムであるEDGERでの開示が義務づけられ、投資家はインターネット経由で容易に情報を入手できる。しかし、OTCブリテンボード、ピンクシート市場、ローカル市場で取引される銘柄については情報の開示が義務づけられておらず、投資家が簡単に情報をえることができない。

SECが投資家に対してこのような注意を呼びかけているのは、裏を返せば単純な詐欺に騙される投資家がいかに多いかということを示している。実際、SECが1998年から2001年まで

に摘発したインターネットを利用した詐欺事件のリストをみると、「プライム・バンク・フロウド」や「マイクロキャップ・フロウド」が頻発していることが分かる。平均的にみて、アメリカ国民の証券投資に対する知識は決して高いとはいえないようである。

II

それはともかく、わが国がアメリカの取組みから学ぶべきは、いったん問題が生じれば関係諸機関が迅速に対応し、再発防止に努めることであろう。2001年12月2日のエンロン破綻 (連邦破産法11条の適用申請) を契機とした投資家の証券市場に対する不信感の高まりについても、政府、議会、規制機関あげての取組みによりとりあえずは落ち着きを取り戻している。

しかし、考えてみれば、エンロン破綻により提起された、会計不信、監査役制度、取締役会制度、経営者報酬 (ストック・オプション制度)、格付制度、アナリストの中立性問題に関わる問題などは、翌2002年になってワールドコム破綻や相次ぐ不正会計処理の露見により広く認識されたとはいえ、いずれもそれ以前から問題にされていたことであった。

2002年に出版されたアーサー・レビットの *Take on the Street* (邦文タイトル『ウォール街の大罪』) を読むと、このことは明らかである。アーサー・レビットは1993年から2001年までの8年間、SEC委員長を務めたが、一貫して証券市場における公正性の維持、情報弱者たる個人投資家の保護に力を尽くした人物である。

本書は、レビットが在任期間中に取り組んだ様々な問題を取り上げ、その経緯と帰趨を解説

している。驚くのはどの問題についても利害関係者である強固な業界団体が存在し、これらの団体が議会に働きかけ、改革の試みに対する大きな壁になっていることである。SEC 委員長としてのレビットの功績は、徹底して個人投資家の利益を守る立場を貫き、既得権に固執する利益集団の壁にぶつかりながらも、利用できる限りの手段を駆使して改革の試みを続けたことにある。その見識がいかに的確であったかは、彼の退任後に頻発した不正会計処理や様々な企業スキャンダルをみれば分かる。

アメリカの証券規制の枠組みは、連邦監督機関である SEC と自主規制機関 (SRO) である NASD (証券業協会)、NYSE (ニューヨーク証券取引所) による規制を基本としながら、それでは目の行き届かない側面をゲートキーパーと呼ばれる民間の情報仲介業者による役割で補完するというものである。これらは、引受証券会社、監査法人 (会計士)、弁護士、格付会社、証券アナリストであり、時に「民間の番犬」(private-sector watchdog) と呼ばれることもある。

例えば、情報開示に対する監視状況をみてみよう。アメリカでは一定額以上の資産規模の企業は SEC に年次報告書 (Form 10-K)、四半期報告書 (Form 10-Q) などの継続開示情報の提出を求められている。しかし、2002年10月8日に上院政府活動委員会に提出された報告書 (Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*) によると、それらを審査する SEC の企業財務局 (Division of Corporate Finance) はわずか330人しかおらず、2001年度では提出された14,600社の年次報告書のうち、

わずか16%の2,280社しか審査していない。また、3年間に1度もチェックを受けていない公開会社が全体 (約1万7,000社) の53%, 9,200社に達している。

このような状態であるため、十分な市場監視体制を維持するためには、自主規制機関 (SRO) である NASD や NYSE はいうまでもなく、民間のゲートキーパーの役割にも頼らざるをえないのである。したがって、エンロン破綻に始まる一連の不幸事によって明らかになったのは、これらのゲートキーパーが期待されている役割を果たすことができなかったということである。その意味で、今回の証券市場における危機の特徴は「ゲートキーパーの失敗」にあったといえる。

III

レビットが SEC 委員長在任中に取り組んだ問題は広範囲にわたるが、その中から今日まで持ち越されているいくつかのトピックスについて取り上げ、現時点での状況をみてみよう。

最初は、会計数値の操作についてである。この問題については、当のレビットが1998年9月28日にニューヨーク市立大学で行なった「ナムバーズ・ゲーム (数字のゲーム)」と題する講演で会計数値の操作が目余るものであることに強い警告を発していた。衆目の一致する収益予想や希望的観測を満足させることを目的にした「収益管理 (earning management)」の蔓延が収益の質を劣化させ、強いてはアメリカ資本市場の基盤を侵食しかねないとして強い危惧を表明したのである。そして、問題のある会計処理の実例をあげ、「会計上のトリック」により、経営の実態が分かりにくくなっていること

を指摘した。

本書では、投資家が財務諸表を見る際に注意すべき点を分かりやすく解説しながら、会計数値の操作をさらに具体的に説明している。これが本書のもう一つの特徴であり、投資家が証券投資を行なう際のガイドブックとして、投資家に注意すべき点を丁寧に解説している。

さて、会計処理の問題として、必ずしも規則違反ではないけれども、投資家の信頼を損なう大きな原因として「実質利益」の濫用があげられる。SECに報告される監査済みの決算情報は財務会計基準（「一般に受け入れられている会計原則（GAAP）」）に基づくものである。これに対して、企業が投資家向けに提供する会計情報はGAAPとは異なる「実質利益」である。この「実質利益」は本業の経常的な収益をより適切に示すために特定の項目を除いて計算したものであるが、どの項目を除くかは各社により異なり監査を受けていないため様々である。よく使われているものとして、「オペレーティング・インカム」、「コア・アーニング」、「EBITDA」、「プロフォーマ・アーニング」があげられる。この中でも、プロフォーマ・アーニングは1990年代にドットコム企業によって多用されるようになった利益概念であり、本業の収益力とは関係ないとしてマーケティング・コストや金利を控除していない。本書では、アマゾン、ノーテル・ネットワークス、ランプ・ホテルの新聞発表が具体例としてあげられている（219-211頁）。投資家向けの決算情報（「実質利益」）の発表はGAAPに基づくSECへの報告書の提出の前に行われるため、またアナリストもその予想値を使って推奨するため、投資家が投資判断をする際に大きな影響を及ぼす。

GAAPと「実質利益」の乖離が大きくなり、その弊害が目に見えるようになってきたため、2002年7月30日に成立した企業改革法（サーベンス・オクスレー法）はSECに対して「実質利益」の使用を禁止する規則の制定を求めた。これを受けて、SECは2003年1月15日に「実質利益」の使用を実質的に禁止する規則を制定した。

IV

次に、会計監査法人の独立性の問題である。おそらく、本書の中で最も手厳しく批判されているのは公認会計士協会（AICPA）であろう。会計士という職業の専門性に鑑みて、SECは、長い間、この組織に自主規制権限を認めてきた。つまり、高度な知識を有する専門職の職業倫理は自治に委ねるべきだと考えてきた。このため、会計基準の制定、監査の質のチェックもAICPAの自主規制に任されてきたのである。

しかし、AICPAがストック・オプションの費用化問題、監査法人の独立性問題などをめぐって採った態度はレビットを失望させるに十分であった。特に、SECが監査の独立性を守るために、2000年に監査業務を行なっている会計事務所がその顧客企業にコンサルティング・サービスを提供する場合、その内容を厳しく制限するという提案をした時、彼らは多額の政治献金を提供することにより強力なロビーイング活動を展開したのである。この時の議員からの質問状は本書の「補遺 パワーゲーム」に収録されている。

結局、議会の介入によって、会計士業界の反対運動は功を奏し、監査業務とコンサルティング

グ業務を分離する SEC の試みは頓挫し、SEC は妥協を余儀なくされた。しかし、この際に合意された独立性基準により、企業は監査報酬以外にいくら支払ったのかを株主総会招集通知に明記することを義務づけられた。この結果、明らかになったのは、S & P 500 社合計では、2000 年度に会計事務所に監査報酬を 12 億ドル支払っているが、監査外業務に対する支払いはその 3 倍の 37 億ドルに達していたことである (184 頁)。ちなみに、2000 年にアンダーセンがエンロンから受け取った監査報酬は 2,500 万ドル、それに対してコンサルティング報酬は 2,700 万ドルであった。

このような報酬構造が何をもたらすかは容易に想像できる。2000 年度にスプリントが監査法人であるデロイト・アンド・トウシュに支払った報酬を例に、レビットはいう。「・・・250 万ドルで監査契約を、6,400 万ドルでコンサルティング業務の契約を結んだ監査法人が、果たして本当に毅然とした態度で CFO に帳簿上の疑問点を問いただせるのだろうか。下手をすればコンサルタント契約を切られてしまう。監査以外のサービスをいかにたくさん売り込むかで監査法人の報酬の額が変わってくるという現実がある以上、疑われても仕方ないということだ」(185 頁)。

その後、エンロン破綻、そして相次ぐ不正会計処理の露見はレビットの危惧が杞憂ではなかったことを劇的な形で証明した。事柄が喜ばしいことであれば、さぞかし溜飲を下げる思いであつたろう。しかし、レビットにとっては、この時にあらゆる手練手管を尽くしてでももっと方針を貫らぬいおけばという悔いの残る懸案になった。

エンロン破綻、そしてその監査法人であった

アンダーセンの解体は、ようやく事の重大性を広く認識させることになった。企業改革法は監査法人が同一の顧客企業に対して監査業務とコンサルティング業務を同時に行なうことを禁止したのである。

もう一つの問題は監査法人の監督をめぐるものである。これまで、公開会社の監査については、AICPA の下に公開会社の監査業務に携わる会計士を SEC の部会である SECPS (SEC プラクティス・セクション) に所属させ、やはり会計士業界の自主規制に委ねてきた。この仕組みの中でも重要なのが、監査法人どうしが監査の質をチェックするピア・レビュー (peer review) と、仲間内だとどうしても馴れ合いになりやすいためそれが厳格に行われているかどうかを調査するクオリティー・コントロール委員会 (QCIC) という組織である。さらに、その上にパブリック・オーバーサイト・ボード (POB) という組織をつくり、ピア・レビューや QCIC による調査が適格に行われているかどうかを監視させた。しかし、本書で指摘されているように、POB は財政的には AICPA に依存しているため、2000 年春に監査人による顧客企業の株式保有が独立性基準に違反している疑いがあり、SEC がその調査を POB に求めた際にも、AICPA は財政的に POB の活動を締め付けるという行動にでた。「会計士業界による自主規制なんて絵空事すぎない」(170 頁) という言葉は、レビットの会計士業界に対する怒りと苛立ちを表している。エンロン破綻後の 2001 年 12 月に行われた、デロイト・アンド・トウシュのアンダーセンに対するピア・レビューにおいても、監査には問題がなかったという結論が下されている。

かくして、監査制度の改革も喫緊の課題とな

り、企業改革法において新しい仕組みが打ち出された。これにより、公開会社の会計監督を行う、5名の委員（内3名は会計士以外から指名）から構成されるPCAOB（パブリック・カンパニー・アカウンティング・オーバーサイト・ボード）という新たな組織が創設されることになり、監査法人が法令に違反した場合には制裁を課す権限を与えられている。また、財政的な独立性を維持するために、PCAOBに登録している会計士から登録料を徴収するとともに、監査対象となる企業からは監査維持手数料を徴収する仕組みになっている。

V

レビット在任期間中に最も紛糾したのは公正開示規制の導入をめぐるであろう。当のSECの委員の意見自体が分かれ、最終的には3対1（この時は5名の委員のうち、1名は欠員）で通ったものの、最後まで意見がまとまらなかった。

SECがこの規則を提案（タイトルは *Selective Disclosure and Insider Trading*）したのは1999年12月20日であったが、通常の手続きに従いこれに対するコメントを勧誘した。これには約6,000通のコメントが寄せられ、SECはこれを受けて提案を一部修正した上で、翌2000年8月10日に「公正開示規制」（Regulation Fair Disclosure）と呼ばれる新しい規則を採用した。同時に、インサイダー取引に関する10b5-1、10b5-2の二つの新しい規則も採用された。

それでは、何故、この規則案の採択はこれほど紛糾したのでしょうか。この背景を理解するためには、それまでアメリカの企業が決算情報

をどのような手続き、経路で公開していたかを明らかにする必要がある。日本とは異なり、アメリカ企業は万が一実際の利益が下回った場合、株価の下落で損失をこうむった投資家から訴えられる可能性が強いため、業績予想はしないのが普通である。このため、アナリストは独自に利益予想を行なうが、その妥当性を高めるために、経営者や財務担当者（CFO）から情報を入手する。これを「利益のガイダンス」という。したがって、アナリストは情報入手のために担当者と良好な関係を維持することが必要になる。特に参加資格を限定したコンファレンスや電話会議で重要情報が流されることも多いため、その必要性が強い。この結果、SECはこの限られた特定の人間に情報を開示する選択的情報開示が不公正取引（特に、インサイダー取引）の温床になっているのではないかと疑いをもっていた。また、証券会社（セルサイド）の証券アナリストは、利益の予想にあたって「利益のガイダンス」に大幅に依存しているため、アナリストと発行企業の癒着が生じ、アナリストの評価の中立性に対して疑問が持たれていた。規則提案にあたって、SECは「利益のガイダンス」が公正開示規制違反になる可能性が高いことを指摘している。

SECの新しい規則は、適時開示（timely disclosure）を徹底し、重要情報をすべての投資家に同時に開示することによって、証券市場への信頼性を高めることが目的であった。最近、翻訳された『フォーチュン・テラーズ』（ダイヤモンド社、2003年、原書は2000年刊）によると、レビットに対して公正開示規制の採択を最も熱心に勧めたのは情報ベンダーとしては新興勢力のブルムバーグであったという（180-83, 411-12頁）。ウォール街はほとんどが反対、有

力新聞ではウォール・ストリート・ジャーナルが賛成であったぐらいである。寄せられた6,000通のコメントのほとんどが、こうした機会からは排除され情報劣位に置かれた個人投資家からの新規則を支持するものであったという。

証券業界や証券アナリスト協会、またマスコミがこの規則に対して反対した理由は、発行会社が規則違反を恐れて情報開示そのものに消極的になり、提供される情報の質と量を減退させ、情報開示のレベルを低下させる可能性があるということであった。

この規則採択後に、その影響についていくつかの調査が行なわれているが、必ずしも危惧されたような影響を裏付けるものばかりではなく、判断が難しい。しかし、これまでのところ全体的には大きな混乱もなく推移している。なお、2002年11月25日に、SECは初めて3件の公正開示規制違反を摘発した。

アナリストに関わる問題の中で、ここ数年最も深刻な様相を帯びたのはその中立性をめぐる問題であろう。この問題が注目されるようになった発端は、2000年4月中旬からのネット・バブルの崩壊とナスダックの株価急落を背景に、ネット株投資で損失をこうむった投資家が相次いで証券会社とそのアナリスト、あるいはネット企業に対して集団訴訟を起こしたことである。これを受けて、議会の公聴会が開催され、SECが投資家向け啓蒙文書（「アナリスト推奨の分析」）をネットで公表（2001年6月28日）、業界団体のSIA（全米証券業者協会）がガイドライン（「調査のベスト・プラクティス」）を公表（2001年6月12日）、NASDとNYSEが証券アナリストの利益相反を防止する規則案を発表（2002年2月7日）、といった

対応が採られた。しかし、これは波乱のほんの前奏曲にしか過ぎなかった。

2002年4月8日になって、予想もしない所から大手証券会社に対する批判の狼煙があがり、破綻したエンロン、ワールドCOMの株式のアナリストの推奨も含めて、大掛かりな証券会社批判、アナリスト批判の幕開けとなった。この発端を開いた人物はニューヨーク（NY）州司法長官エリオット・スピッツァーであるが、彼は州の証券法である「マーチン法」を根拠にアナリスト問題に介入し、以後、2002年12月20日に大手証券会社10社と総額14億3,500万ドルの支払いを含む包括的和解（global settlement）に達するまでこの問題をリードした。

NY州司法当局は10ヶ月にわたってメルリリンチを調査し、同社のネット株担当の花形アナリストであるヘンリー・プロジェクト（包括的和解内容の一つとして証券界からの永久追放）を中心とするグループが投資家へは買い推奨を行ないながら、同じ銘柄を社内メールでは「くず同然」、「ごみ」などと酷評していた実態を暴露した。

さらに、6月には、粉飾決算により史上最大の破綻となったワールドCOMをめぐる、シティグループ傘下の証券会社であるソロモン・スミス・バーニーのアナリストであるジャック・グラブマンの行動が問題になった。彼は粉飾決算が表面化する直前に、ワールドCOMの投資判断をいきなり引き下げたことから、同社との特別の関係が取り沙汰されたのである。その後の調査で、グラブマンはワールドCOMの財務やM&A案件などについて助言を行い、12年間に3回、ワールドCOMの取締役会に出席していたことが判明した。その親密な関係からインサイダー情報の入手が可能な立場にいたことが明ら

かになったのである。さらに、その過程でグラブマンは一般の投資家には入手が困難な新規公開株を自分が担当しているワールドコムやクエスト・コミュニケーションズなどの経営者に優先的に配分していたことも明らかになった。彼も包括的和解で証券界から永久追放されることになった。

以上はレビット退任後のアナリスト問題をめぐる動きであるが、問題の本質は同じである。つまり、アナリストが投資銀行部門の一員として行動する限り、その顧客企業に対してネガティブな評価はしにくいということである。この利益相反状況を解消することが問題解決の必須の条件である。したがって、SEC、およびNASD、NYSEの自主規制機関(SRO)が定めた規則はほぼ同じ内容である。それは、調査部門と投資銀行部門との間のチャイニーズ・ウォールを強化する、アナリストの報酬を投資銀行業務から分離する、利益相反の可能性のある事実を開示する、である。それに加えて、SECは2003年2月20日にレギュレーション・アナリスト・サーティフィケーション(Regulation AC)を採択した。これはアナリストのレポートが中立的であることをアナリスト自らに宣誓させるものであり、評価の対象となっている証券の発行会社、あるいはその関係者(アンダーライター、ブローカー・ディーラーなど)から報酬を受け取っている場合には、その事実を開示することを求めている。

VI

以上で取り上げた問題の他に、本書では投資信託や401(K)プランについても触れられている。これらについては多くの国民に関係のあ

る事柄であるため、仕組みや問題に加えて、運用や商品選択の際に注意すべきことにより多くの紙幅を割いている。また、投資する際に注意すべきガバナンスについてのチェック・リスト、情報を集める時に有用なウェブサイトについても解説されており、本書自体が個人投資家にとって優れた投資教育の著書となっている。文字通り「個人投資家のバイブル」である。

証券市場は不特定多数の、様々なタイプの投資家が参加することによって成り立ち、投資家の裾野が広がれば広いほどその機能も強化される。したがって、情報上劣位にある投資家が不利になるような状態を放置しておけば、それらの投資家は市場から撤退し、証券市場の機能が弱まることになろう。証券市場における公正性の維持がその機能強化に決定的な重要性を持つ所以である。

レビットのSEC委員長としての8年間は、既得権を盾に制度改革に反対する勢力との闘いの連続であった。一貫しているのは、情報弱者である個人投資家の利益を守ることなしにはアメリカの証券市場の発展はないという高い志、確固たる信念であろう。不幸なことに、SECは、彼の退任後に頻発した企業スキャンダルと、その再発防止を目指しての国をあげての改革機運の高まりに迅速かつ的確に対応することができず、ハーベイ・ピットSEC委員長が辞任に追い込まれるなど、自ら組織の危機を招来してしまった。本書は証券市場の監督機関にとっても規制のあり方を考える上で、事あるごとに参照されるべき重要な著書の一つであろう。

(当所東京研究所主任研究員)