

エンロン破綻とフィナンシャル・ ゲートキーパーの役割

佐 賀 卓 雄

要 旨

エンロン社の突然の破綻は、規制機関である SEC や自主規制機関である証券業協会 (NASD)、証券取引所の役割を補完すべく期待されているフィナンシャル・ゲートキーパーがその役割を果たすことができなかったことに尽きる。ゲートキーパーとは、発行体と投資家との間の情報格差を埋め、チェック機能を果たす、引受証券会社、監査人、弁護士、格付け会社、証券アナリストを総称したものであるが、エンロン破綻、およびその後相次いだ不正会計処理の露見を契機とした資本市場改革の基本的方向性は、これらの機関の機能強化にある。

しかし、問題の本質は、情報仲介者であるゲートキーパーのコストを誰が負担するかという事にあるが、これまでのところ、改革の取組みの中でそのことが、ほとんど議論されていない。このため、このままではフィナンシャル・ゲートキーパーの機能を弱化させ、資本市場を支える基盤を劣化させる恐れがある。したがって、引き続き規制の枠組み全体を再検討する必要性があろう。

目 次

はじめに

I. 資本市場の規制とフィナンシャル・ゲートキーパーの役割

II. エンロン破綻とフィナンシャル・ゲートキーパー

1. エンロン破綻の原因

2. エンロン破綻が提起した問題

III. 資本市場改革の方向性と課題

1. 資本市場改革の進展状況

2. 監査法人の独立性の強化

3. 格付け会社の規制上の位置づけの見直し

4. 証券アナリストの役割

(1) アナリスト問題の経緯

(2) アナリストによるエンロン株の評価

(3) アナリストをめぐる利益相反問題

(4) 改革の方向性

おわりに

引用・参考文献

はじめに

2001年12月に破綻（連邦破産法第11条の適用を申請）したエンロン社は、その規模では翌年に破産したワールドコムにあっさりとはかれたものの、その影響の広がり、およびその過程で明らかとなった問題の深刻さの点で突出している。

このため、その後、議会上下院の各委員会、SEC、証券業協会（NASD）、ニューヨーク証券取引所（NYSE）などの規制機関および自主規制機関、また個々の問題に関連して公認会計士協会（AICPA）、証券業者協会（SIA）、アナリスト協会（AIMR）などの業者団体を巻き込んだ大掛かりな資本市場改革に向けた取り組みが展開された。特に、2002年7月30日に異例の速さで成立をみたサーベンス・オクスレー法（企業改革法）は、広範囲にわたる改革項目を提示し、SECに対して期限を切って規則の制定を求めたのである。これを受けて、2002年秋頃より、SECは次々と関連規則を制定している。

これらの改革項目の大部分は、発行体（企業）と投資家との間の情報格差を埋め、時にはチェック機能を果たすべく期待されているフィナンシャル・ゲートキーパー（あるいは、単にゲートキーパー）の機能の強化を目指したものである。これには、引受証券会社、監査人、弁護士、格付け会社、証券アナリストが含まれる。エンロンの破綻を嚆矢とした今回の資本市場の危機は、1930年代の連邦証券規制の成立以来、整備、強化されてきた資本市場の規制の枠組みの下で、これらのゲートキーパーが期待されていたような役割を果たすことができなかった

たことが最大の原因である。その意味で、今回の危機は、一言で言えば「ゲートキーパーの失敗」と特徴づけることができる。

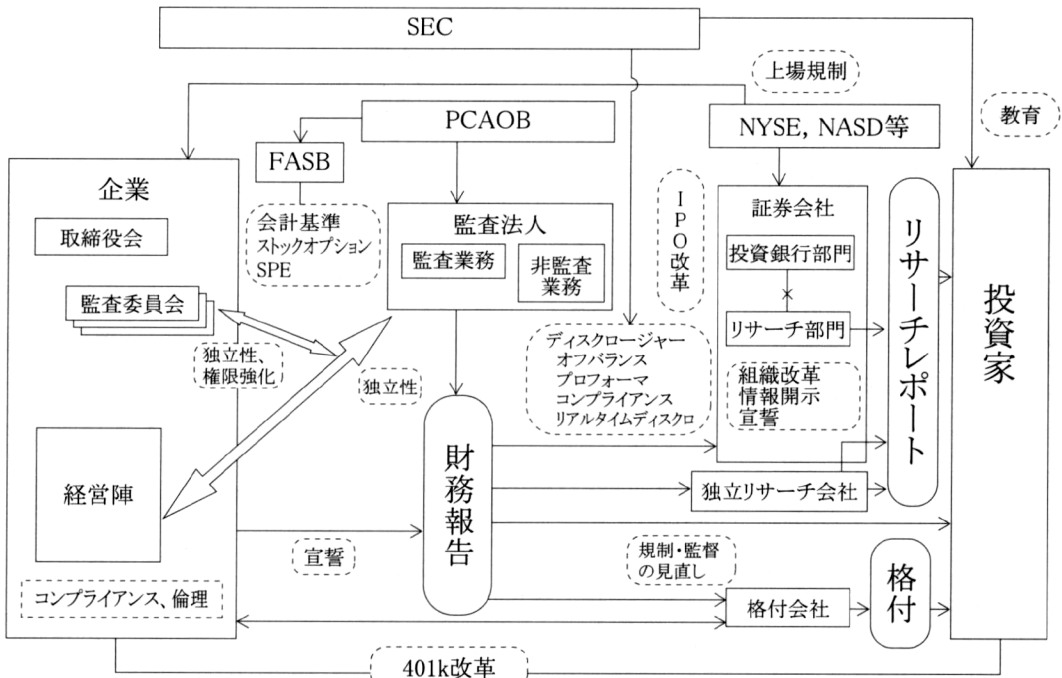
本稿は、資本市場の規制体系の下でのゲートキーパーの役割を論じる。最初に、これまでの資本市場の規制と、その下で期待されるゲートキーパーの役割を取り上げる。次に、エンロンの破綻原因を分析し、それがゲートキーパーが期待された役割を果たさなかったことによるものであることを明らかにする。そして、最後に現在までの改革の内容について評価する。

I. 資本市場の規制とフィナンシャル・ゲートキーパーの役割

エンロン破綻、およびその後相次いだ不正会計処理により、アメリカ資本市場における投資家の不信感は一挙に高まり、2001年9月11日の同時多発テロの勃発により不安定な動きを示していた株価はいっそうその深刻さを増幅させた。事態を深刻に受け止めた政府は、議会、監督機関、自主規制機関（SRO）、業界団体など、あらゆる関係機関を巻き込んで資本市場改革に向けた大掛かりな検討を行った。この結果、アメリカの資本市場の規制体系は1930年代以来はじめて、ほぼ全面的な見直しが行われ、新たな規制機関の創設、ガバナンス基準の強化、業務規制の強化などが行われた。

現時点でのその新たな枠組みは図表1に整理されているが、ポイントは監査法人、格付け会社、証券アナリストなど、フィナンシャル・ゲートキーパーと総称される情報仲介業者に関わる機能の強化にある¹⁾。これらの業者の役割は、発行体と投資家との間の情報格差を埋め、資本市場に対する信頼性を高めることによっ

図表1 アメリカ資本市場改革の構図



〔出所〕証券経済学会第59回大会（於：神奈川大学，2003年春）淵田康之氏（野村総合研究所）報告資料より。

て、その機能の強化を促進することである。

1930年代に基本的枠組みが確立したアメリカの資本市場規制体系は、発行体に重要な情報を強制的に開示させることにより資本市場の透明性と信頼性を高める情報開示哲学がその根幹を支えている。その思想的支柱であったルイス・ブランダイスの「日光は最良の殺虫剤である」という言葉は、この「情報による規制」という思想を最も適切に示している。

しかし、仮に発行体が重要情報のタイムリーかつ適切な開示を行なわなければ、この規制のあり方は根本から崩れてしまうであろう。そのため、34年証券取引所法は強力な監督機関として証券取引委員会（SEC）を創設し、資本市場における規則の制定、および違反に対する処分の権限を付与したのである。SECが「番犬」（watchdog）と呼ばれる所以である。ただ

し、複雑な証券取引を完璧に監視するには莫大なコストが必要であるため、個々の取引については市場運営者である証券業協会（NASD）と証券取引所を自主規制機関とし、規則制定権限と違反者に対する処分権を認めたのである。この二重の規制構造がアメリカの証券市場における規制の最も大きな特徴である。

さらに、その後、この規制構造は民間の仲介業者によっても補強された。まず、引受証券会社は、証券発行にあたって発行開示が適切に行われているかをチェックし、目論見書を作成して投資家を勧誘する。仮に虚偽の記載などがあれば、引受証券会社は民事責任を問われることになる。また、SEC への届出が義務付けられているフォーム10-K（年次報告書）やフォーム10-Q（四半期報告書）などの継続開示については、監査人による監査が義務付けられてい

る。さらに、格付け会社は開示情報などを分析し、債券などについての信用情報を分かりやすい形で投資家に提供する。同じように、証券アナリストも独自の手法により情報の分析、加工を行ない、投資判断に必要な情報を投資家に提供する。

このように、アメリカの資本市場における規制は情報開示を基本としながら、その実効性を担保するために、重層的にチェック機能を果たす機関が整備されてきたのである。エンロン破綻に続く一連の不正会計処理の過程で明らかになったことは、これらのチェック機能が働かなかったことである。その意味で、今回の資本市場の危機の特徴は、一言で言えば「ゲートキーパーの失敗」にある。

II. エンロン破綻とフィナンシャル・ゲートキーパー

1. エンロン破綻の原因

エンロン破綻の直接のきっかけは、3,800にも及ぶ投資組合(SPE)を利用した簿外取引に関連して、2001年10月16日に非連結基準を満たしていなかった3つのSPEを連結対象に加えた結果、7-9月期に6億3,800万ドルの大幅な欠損が発生したこと、および10億ドルの減資が必要という決算修正を発表したことであった。これを受けて株価は大幅に下落し、約2ヶ月後には連邦破産法第11条の適用申請を余儀なくされたのである。同社は『フォーチュン』誌の売上高ランキングで第7位、また天候デリバティブなどの金融商品やエネルギー商品を対象にしたB2Bであるエンロン・オンラインを立ち上げるなど、革新的ビジネス・モデルで知ら

れ、2000年まで5年連続で同誌の「最も革新的な企業」に選ばれた他、前年には「経営の質」でもトップになっている。また、いくつかの経営書においては、随所においてエンロンの経営の革新性が紹介されている²⁾。

これほど評価の高かった企業が、何故、あっけなく破綻したのであろうか。同社の破綻から既に2年経っているが、その全貌は依然として明らかになっていない。ただし、破綻直後に社内に設けられた「特別委員会」の調査報告書や議会の各委員会が開催した公聴会、およびやや遅れて公刊されはじめた学術書、論稿などにより、かなりの程度、その実態について知ることができるようになった。

破綻の原因に関連して、まずエンロンの事業の性格に注目する必要がある(図表2を参照)。創業時の同社はパイプラインを引いて天然ガスを供給する典型的な「オールド・エコノミー」の会社であった。その後、同社はエネルギー分野での規制の撤廃、緩和の進展により、ガスや電力を市場で自由に取引できるようになると考え、共和党、民主党を問わず、多数の議員に多額の政治献金を続けた。その甲斐あって、90年代に入ると電力、ガスの取引が自由化され、同社は価格が変動するようになった取引において、デリバティブ取引を利用して顧客に安定的な供給を保証しビジネスを拡大していった。このコンセプトは様々な商品に適用され、ピーク時には2,200もの商品を取引していたといわれる。

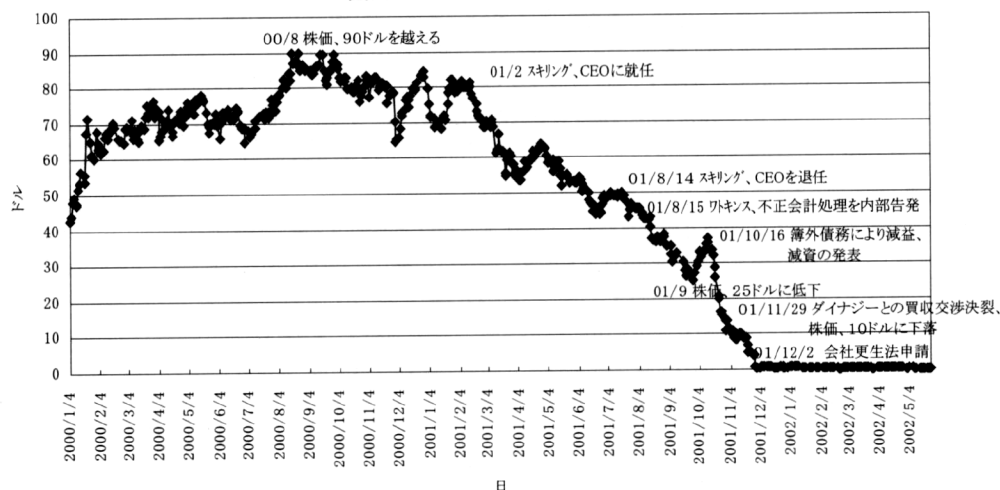
しかし、エンロンが99年頃より市場で注目され株価が上昇していく契機は、同社がブロードバンドのデリバティブ取引を手がけ始め、ITバブルの波に乗ったことが決定的であった。同社は自ら光ファイバーを敷設するだけでなく、

図表2 エンロン社の歴史および問題の経緯

1985年 7月	ヒューストン・ナチュラル・ガス社とインターノース社が合併し、エンロン社創設。ケネス・レイが会長兼 CEO に就任。
89年11月	天然ガスの卸売り取引開始。
90年	スキリング、「ガス・バンク」事業立ち上げのため、マッキンゼーからエンロン社に移籍。財務担当としてシカゴのコンチネンタル銀行からファストウを採用（後に CFO になる）。
93年	CalPERS と合併会社（JEDI）を創設。
97年	JEDI II を計画するが、外部資本の参加をえられない見通しがあったため、投資組合（SPE）のチュウコ（Chewco）を創設。これが最初の非連結の SPE になる。2001年に、「3 %ルール」違反で連結対象とされ、97年末まで遡り、減益修正が行われる。
99年 6月	電力の卸売り取引を開始。 投資組合の LJM 1 を創設。ファストウ CFO がマネージング・メンバーに就任。
10月	投資組合の LJM 2 を創設。
11月	エンロン・オンラインによるエネルギー商品のネット取引開始。
2000年 4月	投資組合のタロン（Talon）を創設。
8月	株価、最高値（90ドル）を記録。『フォーチュン』誌で第7位のランキング。
2001年 2月	スキリング、CEO に就任。
8月14日	スキリングが「個人的理由」で突然 CEO を退任。レイが再び会長兼 CEO に復帰。
8月15日	ワトキンス上席副社長が、レイに不適正経理の疑いがあることを警告。
8月20日	ワトキンス、エンロン社の監査法人のアンダーセンに会計手法について懸念があることを伝える。
8月22日	ワトキンス、改めてレイに書状を渡す。その際、調査を顧問弁護士のビンソン・エルキンズ（V & E）以外の法律事務所に依頼すべきであると提言（ワトキンス書簡）。
8月下旬	エンロン社、ワトキンス書簡にもかかわらず、V & E に調査を依頼。10月15日に、V & E はエンロン社に誤った行為はなかったとの報告書を提出。
2001年10月16日	エンロン社、投資組合関連取引の簿外債務による損失で、7 - 9 月期決算 6 億3,800万ドルの欠損、および10億ドルの減資を発表。
10月22日	SEC、エンロン社に対して、決算修正の原因となった投資組合に関連した取引について自ら調査することを求める。
10月23日	アンダーセンのエンロン社担当であったダンカンが関連書類の破棄を指示。
24日	エンロン社、投資組合の責任者であった CFO のファストウを解雇。
28日	取締役会、3名の社外取締役からなる特別委員会を設置。
11月 8日	ダイナジー社によるエンロン社買収交渉開始。 エンロン社、8 - K 報告書において過去 5 年間に収益 5 億8,600万ドルを水増ししていたことを開示。 ムーディーズ、エンロン社に格付けの引下げの予定を伝える。ルービン前財務長官（この時、シティグループの顧問、財務省の担当者と接触、同じくシティグループの役員がニューヨーク連銀議長にエンロン社の格下げが金融システム不安を引き起こす可能性があることを示唆。
28日	格付け 3 社、エンロン社の社債を格下げ。
29日	ダイナジー社との買収交渉決裂。株価、10ドルに低下。
12月 2日	エンロン社、連邦破産法11条の適用を申請。
2002年 1月23日	レイ、CEO を辞任。
25日	エンロン社の前副会長バクスター、自殺。
2月 2日	エンロン社取締役会（特別調査委員会）が報告書を発表。
14日	ワトキンス、議会証言でエンロン社の経営破綻はスキリングとファストウに責任があることを示唆。
3月14日	司法省、書類破棄による司法妨害を理由にアンダーセンを刑事訴追。
6月18日	ヒューストン連邦地裁、アンダーセンに対して有罪判決。これを受けて、アンダーセンは8月末までに上場企業の監査業務を停止することを発表。
10月 2日	FBI、ファストウ前 CFO を証券詐欺などの容疑で逮捕。

〔出所〕 Fusaro, P.C. and Miller, R.M. [2002], *What Went Wrong at Enron*; 橋本碩也訳 [2002], 『エンロン崩壊の真実』税務経理協会、および各種新聞、雑誌記事より作成。

図表3 エンロン社の株価の推移



他の通信会社から空き容量を購入して、それを電力やガスのように売買しようとした。さらに、99年11月には、これらの商品をインターネット上で売買する「エンロン・オンライン」を立ち上げた。このような矢継ぎ早の革新的な事業展開に株式市場はすかさず飛びつき、株価は2000年8月には90ドルを越えた(図表3を参照)。同社は見事に「ニュー・エコノミー」を代表する企業に変身したのである。

しかし、光ファイバーは通信各社がこぞって敷設し、必要量の数十倍も供給されたから、エンロンのブロードバンドはほとんど取引されなかったといわれる。それにもかかわらず、年々営業キャッシュフローが増加し続けたからくりは、数年単位で収益を先取りする手法(収益認識基準)、「スワップ」、SPEを利用した資産や損失の飛ばし、そして少し後になって問題になる売買に偽装した「負債隠し」によるものである。

光ファイバーの中には何十、何百もの回線が1つにまとまって入っているが、エンロンはその内の1本の回線が売れると、その価格で残り

の回線も売れたことにして売上げを計上していた。また、「スワップ」は「売上を交換しあう」ことで、2つの通信会社が異なる地域に持っている光ファイバー網をお互いに売りあったことにして売上を計上するのである。2002年初めに約124億ドルの負債を抱えて破綻したグローバル・クロッシングの不正会計処理(売上高の嵩上げ)の取引相手にはエンロンの名前も上がっている³⁾。

SPEを利用した資産の移転、損失の飛ばしは決算修正の原因であったこともあり、初期の段階で注目され、社内特別委員会、議会の調査、およびマスコミ報道などによって主要なSPEの実態については既に明らかにされ、わが国でも広く紹介されているので、ここでは省略する。その後、2002年7月には、上院「政府活動委員会」の公聴会において、JP モルガン、シティグループ、メリルリンチなどの大手金融機関との間で、商品先物取引を偽装した「負債隠し」を行っていたのではないかという疑惑が追求された。議会の調査によると、エンロンはこの方法(プリペイ取引)により6年間

に80億ドル以上の営業キャッシュフローを水増ししていたという⁴⁾。

これらの会計処理のうち、エンロン破綻の時点における明確な一般会計原則違反はSPEの非連結基準に関わるものだけであり、それ以外は解釈の余地のある会計基準を巧みに突いたものである。したがって、会計処理基準の見直し、厳格化が以後の改革の重要な焦点になったのは当然であろう。

2. エンロン破綻が提起した問題

エンロンの破綻は極めて深刻かつ広範囲にわたる影響を及ぼしている。まず第1に、最も深刻なのは、投資家の会計情報に対する信頼が揺らいでいることである。その後次々に露見した粉飾決算、不正会計処理により、この問題は広がりをもせたため、SECは信頼回復のために年間売上高が12億ドル以上の企業942社に対して2002年8月14日までに決算情報の正確性に関するCEOとCFOによる宣誓書の提出を求めた。さらに、企業改革法には宣誓書の提出を義務づける対象企業を拡大する方向性が盛り込まれており、これに基づきSECは34年証券取引所法規則13a-14条および15d-14条を採択した。これによると、対象企業は34年取引所法に基づいて四半期報告書の提出を義務づけられている企業である。具体的には、総資産が1,000万ドル以上、株主数が500人以上の1万4,000社（上場企業だけでなく、未上場企業も含まれる）である。

もっとも、この問題は決してエンロンの破綻を契機に突然浮上した問題ではなく、既に数年前より当時のSEC委員長アーサー・レビットにより警告されていたことであった⁵⁾。つまり、1998年9月28日にニューヨーク市立大学に

おいて行われた「ナンバーズ・ゲーム」と題する講演において、レビットは会計数値の操作が目に見えぬ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。SEC委員長を退任後にまとめられた著書 (Levitt [2002]) においては、会計数値の操作の具体例に加えて、投資家が財務諸表をみる際に注意すべき点を分かりやすく解説している。

既にみたように、エンロンはあらゆる方法を用いて売上（営業キャッシュフロー）を嵩上げていた。その動機は、格付けの維持、引上げ、そして株価の上昇である。それによって株主のリターンは上昇し、経営陣の地位は安泰になり、ストック・オプションによる報酬が増加する。いわば、株価が上昇し続ける限り、八方丸く収まるという訳である。これが近年標榜されてきた「株主価値経営」の極端な帰結であった。

第2は、ガバナンス・システムの問題である。巨大化した株式会社においては株主のチェックが効きにくくなる。そのため、株主の付託を受けた取締役会が業務執行を司る経営者を監督するという機能を与えられ、その多くが外部取締役から構成されるのが望ましいとされている（これをガバナンスに関するモニタリング・システムと呼んでいる）。エンロンの場合、破綻時の取締役会は、社内取締役2名、社外取締役15名から構成されており、その中に

は、監査委員会、執行委員会、財務委員会、指名委員会、報酬委員会が設けられていた。したがって、形式的には絵に描いたような優れたガバナンス・システムの企業ということになる。

しかし現実には、エンロンの取締役会はまったくチェック機能を果たすことができなかった。最初に会計処理の問題を告発したのは、社内監査を担当していたシャロン・ワトキンス上席副社長であった。彼女がレイ CEO に告発した時、CEO は彼女の忠告を無視して顧問弁護士のビンソン・エルキンズ法律事務所に調査を依頼した。おぼろげな調査により問題をもみ消そうとしたことが明らかである。

その後の社内調査で、エンロンの経営者が取締役会に正確かつ十分な情報開示を行っていないことが明らかにされた。かくして、NASD、NYSE は上場企業のガバナンス基準を強化する規則を採択した。

第3に、ゲートキーパーと総称される資本市場における情報仲介機関の役割である。これらの組織はエンロンの破綻の過程で期待されている役割を果たすことができず、広範囲にわたる利益相反が問題になった。たとえば、監査法人が同じ顧客企業に対してコンサルティング業務と監査業務を同時に行えば、監査の公正性が維持されない可能性が高くなるのではないか。エンロンの場合、その監査法人であったアーサー・アンダーセンは、2000年にコンサルティング料として2,700万ドルを受け取っているが、これは監査報酬の2,500万ドルよりも多い。顧客企業と監査法人との間でこのような業務・報酬構造になっていれば、へたをすればコンサルティング契約を打ち切られる可能性があるため、監査法人が毅然とした態度でCFOに

決算上の疑問点を質すことは期待できないであろう。

同様に、近年、格付け会社の収入もコンサルティングからの収入が比重を高めてきた。一方で、格付けを上げる、あるいは維持する方策の相談に乗りながら、他方で格付けの引下げを行うことは現実には無理であろう。

また、セルサイド（大手投資銀行所属の）アナリストは、自らの報酬額が左右される所属投資銀行の投資銀行業務を犠牲にするような「売り」（セル）という投資判断はしにくいと考えるのが自然であろう。

要するに、これらのゲートキーパーは業務の多様化により広範囲な利益相反問題に直面したため、資本市場の規制体系が予定していたチェック機能を果たすことができず、結果的に資本市場に対する投資家の不信感を増幅することになったのである。

これらの問題以外にも、経営者へのストック・オプションの付与の費用計上をめぐる問題、また確定拠出型年金である401（K）プランの運用規制問題などが提起されている。

Ⅲ. 資本市場改革の方向性と課題

今回の資本市場改革の基本は、ゲートキーパーが当面する利益相反状況の解消である。最初に、企業改革法の概要と、今回の改革の目玉である監査（法）人の監督体制の見直しについて取り上げ、次にフィナンシャル・ゲートキーパーを取り巻く問題点とその機能強化を、監査人、格付け会社、そして証券アナリストの順に検討する。

1. 資本市場改革の進展状況

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、全体で11編から構成されている。その概略は次のとおりである。

第1編 公開会社会計監督委員会（PCAOB, Public Company Accounting Oversight Board）

第2編 監査人の独立性

第3編 会社の責務

第4編 情報開示の拡充

第5編 アナリストの利益相反

第6編 SECの財源と権限

第7編 調査および報告

第8編～第11編

刑事責任

既に指摘したように、今回の資本市場の危機の震源は会計情報に対する投資家の不信感の増幅にある。これは重層的に配置されたゲートキーパーのチェック機能が働かなかったことはもちろんであるが、根本には直接、決算情報の信憑性を監査する監査（法）人の問題がある。このため、企業改革法はその第1編で監査人を監督する新たな組織として公開会社会計監督委員会（PCAOB）の創設を決めた。

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公認会計士協会（AICPA）の自主規制に任されてきたのである。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、その

自主規制に任せてきた。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）という組織を創り、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、POBは財政的にはAICPAに依存しているため、独自の判断で行動することが困難であった。また、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、新設されたPCAOBは5名の委員（内、3名は会計士以外から指名）から構成され、公開会社の会計監督を行うとともに、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。

会計情報への信頼性の回復が資本市場改革の最大の課題であるから、PCAOBの創設は企業改革法の目玉である。それに加えて、投資家に誤解を与える「プロ・フォーマ」などの非GAAP財務数値の使用の制限、監査法人が監査業務と非監査業務を合わせて提供することを禁止するなど、監査人の独立性に関わる規則の制定、また外部取締役の定義の厳格化、監査委員会の機能強化、CEOおよびCFOに年次報告

書、四半期報告書の適切性の宣誓を義務付けるなど、ガバナンスに関わる規則の制定、そして証券アナリストにレポートの正確性の宣誓を義務付けるとともに、利益相反防止のための措置、また格付け会社の規制上の位置づけなど、ゲートキーパーの機能強化に関わる規則の制

定、そして最後に違反した場合の罰則の強化など、規制体系全体に及ぶ極めて広範な見直しを志向している (図表4参照)。

2. 監査法人の独立性の強化

既にこの問題については、SECが2000年に

図表4 主要事項の進捗状況

分野	内 容	時 期	法規制等の動向	備 考
監査法人改革	監査法人の監督体制の確立	2002年7月 2002年10月	101～109条	公開会社監査委員会 (PCAOB) の設立
	監査法人・監査人の独立性の強化	2002年7月 2003年1月	201～209条 SEC 規則採択	非監査業務の原則禁止、会社の監査委員会との関係 (非監査業務の承認、会計方針や経営者と交わした書面の報告)、会計事務所出身者が幹部となる企業の監査の制限、ローテーション
	記録情報の破壊・変更・偽造に対する処罰、監査関連の情報の保管義務	2002年7月 2003年1月	802条 SEC 規則採択	監査人の監査業務関連の書類を5年間保管する義務を負う
会計情報の適切性、信頼性向上	CEO、CFO らによる財務報告書への宣誓	2002年7月 2002年8月	302条 SEC 規則採択	投資運用会社にも適用
	簿外取引の開示、プロフォーマ情報の正確性の担保	2002年7月 2003年1月	401条 SEC 規則採択	簿外取引等を MD & A で開示 非 GAAP 財務数値の開示について、レギュレーション G
	SPE の連結問題に関する FASB の対応	2003年1月	解釈指針	FIN46「変動持分事業体 (VIE: Variable Interest Entity) の連結に関わる ARB51の解釈指針」
	SEC による継続開示書類のレビューの厳格化	2002年7月	408条	
	リアルタイムディスクロージャー	2002年7月 2003年1月	409条 SEC 規則採択	臨時報告書 (フォーム 8-k) の開示項目に「重要な未公開情報」を追加
	ストックオプションの費用化	2003年3月 2003年中	FASB 検討開始 公開草案	IASB は2002年11月に公開草案提出
監査委員会改革	監査委員会の独立性と機能強化	2002年7月 2003年4月 2003年12月 まで	301条 SEC 規則採択 NYSE, NASD 等の規則案を SEC が承認へ	監査委員会メンバー全員の独立性、監査法人の指名、報酬、監督、会計・監査に関する社内問題の把握などの条件。これを満たさない会社の上場を禁止
	監査委員会に財務専門家がいないかどうかの開示、いない場合は理由を開示	2002年7月 2003年1月	407条 SEC 規則採択	財務専門家の人数と氏名、経営者から十分に独立していることを開示
経営者の不適切な行動の抑止	監査人に不当な影響力を及ぼす行為の禁止	2002年7月 2003年4月	303条 SEC 規則採択	
	証券法の財務報告関連の違反があった場合に SEC や CFO のボーナス没収	2002年7月	304条	
	役員への融資を禁止	2002年7月	402条	
	インサイダー (役員の主要株主等) による自社株売買の報告期限の短縮と電子ファイリング	2002年7月 2002年8月 2003年4月	403条 SEC 規則採択 SEC 規則採択	報告期限の短縮 報告書の電子ファイリング、ホームページ掲載
	年次報告書で内部統制に関する報告を開示	2002年7月 2003年5月	404条 SEC 規則採択	
	財務担当役員を対象とした倫理規定の有無や適用除外について開示	2002年7月 2003年1月	406条 SEC 規則採択	

アナリスト や格付け機 関のあり方	アナリストの利益相反を防 止するためのNASD, NYSEの新規則	2002年 5月	SEC 承認	投資銀行部門とのチャイニーズウォール 強化、報酬体系、IPO後のレポート発 行禁止期間、利益相反の可能性の開示、 レーティングの開示、アナリストの証券 売買の規制
	ニューヨーク司法当局とメ リルリンチの和解	2002年 5月		報酬のあり方の見直し、社内にアナリス トの中立性をチェックする委員会、調査 停止理由の公表、利益相反の可能性に関 する開示、和解金等
	SEC または SEC の指示に 基づいて証券業協会や取引 所が株式調査を行う証券ア ナリストの利益相反を防止 する規則を制定	2002年 7月 今後 1 年以 内	501条 規則採択	
	SEC、アナリストにレポ ートの正確性の宣誓を求める 規制を導入	2003年 2月	SEC 規則採択	Regulation AC(Analyst Certification)
	証券会社10社と規制当局が 包括的和解	2003年 4月		組織改革（投資銀行部門からの組織分 離、報酬改革、調査対象の決定や社内方 針・手続きに関する調査部門の独立性、 独立の監督者による組織改革のレ ビュー）、情報開示強化（アナリスト利 益相反の可能性、パフォーマンス、カバ レッジから外す場合のレポート）、独立 系リサーチの配布、和解金
	SEC が格付け機関の役割 と機能を調査 格付けの規制上の利用や監 督についての検討	2002年 7月 2003年 1月 2003年 6月	702条 SEC報告書発表 SECコンセプト リリース発表	格付けを規制上使い続けるべきか、使う 場合、どの機関の格付けを使うかにか に決めるか、格付け機関の監督のあり方 は、等につきコメント募集
IPO 問題	キックバック、ラダリン グ、スピニング問題への NASD の規制案	2002年 8月	NASD 規則案	規則2712（キックバック、ラダリング、 スピニング禁止）、規則2710（発行企業 幹部への IPO 銘柄割当について NASD に報告）
	アナリスト問題の包括的和 解	2003年 4月	発表	スピニングへの規制も盛込まれる
	NYSE、NASD 合同諮問 委員会	2002年10月 2003年 5月	設置 提案発表	IPO 価格決定の透明性、IPO 銘柄の不 正な割当の禁止、IPO 関連情報へのア クセス改善、引受会社の意識向上と発行 体、投資家の教育促進
年金問題	企業年金の取引期限期間に おける役員等の自社株売買 の禁止、取引制限期間の速 やかな通知	2002年 7月 2003年 1月	306条 SEC 規則採択 労働省規則採択	レギュレーション BTR
その他	弁護士職務行為基準を制 定	2002年 7月 2003年 1月	307条	会社やその代理人の重大な証券法違反、 受託者責任違反等の場合、最高法務責任 者や最高経営責任者に報告
	SEC は過去 5 年間の行政 処分手続きの効率や効果を 報告	2002年 7月 2003年 1月	308条 SEC報告書発表	

（注）条文番号は、企業改革法に関するものである。

〔出所〕 淵田 [2003]

監査業務を行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規則を提案していた。しかし、会計士業界による猛烈なロビーイング活動により、SEC の提案は採択されず、企業が監査報酬以外にいくら支払ったのか

を株主総会召集通知に明記することを義務付け、より緩やかな独立性基準で合意を余儀なくされた。しかし、この結果明らかになったのは、会計事務所の報酬全体に占める非監査報酬の圧倒的比重である。S & P 500社合計では、2000年度で監査報酬は12億ドルであったのに対

して、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のである⁶⁾。

エンロンの破綻、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り、企業改革法に基づくSEC規則では、例外的に発行体の監査委員会が事前に承認している場合に限り税金関係のサービスの供与が認められた以外、監査法人が同じ顧客に対して監査業務と非監査業務を同時に提供することが原則禁止された (SEC, *Final Rule: Strengthening the Commission's Requirement Regarding Auditor Independence*, Release No. 33-8183, Jan. 28, 2003)。非監査業務として、具体的に以下の9つの業務があげられている。

- ・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、
- ・PCAOB が不適切と判断したサービス

また、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、監査の責任者、監督者を5年でローテーションさせることが定められた。さらに、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いえず、同社の監査を担当することが禁止される。

3. 格付け会社の規制上の位置づけの見直し

アメリカの資本市場において、格付け制度は発行証券の元利返済の確実性を判断する上で重要な役割を果たしている。その歴史も長く、20世紀初頭にジョン・ムーディーが鉄道債について信用度を簡便な記号で示したのが最初であるといわれている。その後、いくつかの契機を経て、格付け制度は投資家に重要な投資情報を提供する役割を果たしている。

格付け制度が定着していく上で、金融監督当局がそれを利用するようになったことが大きい。すなわち、1931年にはOCC (通貨監督局) は銀行が保有する債券を評価するにあたり、投資不適格の債券は時価で評価し、評価損の50%を自己資本から差し引くことを求めた。また、36年には、OCC と FRB は、商業銀行が2社以上の格付け会社から格付けをえていない債券を保有することを禁止した。

そして、戦後になって、格付け制度が規制上、明確な位置づけを与えられるようになる。すなわち、SEC は、1975年に、証券会社のネット・キャピタルを計算する場合の有価証券の評価にあたって、全国的に認知された格付け会社 (NRSRO, Nationally Recognized Statistical Rating Organization) から「投資適格」の格付けを受けている債券についてより大幅な割引率を適用することにした (SEC 規則 15C 3-1)。SEC による NRSRO の認定は、格付け会社の業務、財務状況、規模、経験、格付け手法、内部管理体制などをレビューし、問

題がなければノーアクション・レターを発出することによって行われる。つまり、NRSROとしての認定は、実質的に一定の公的な権威付けを与えるものであった。現在、S & P、ムーディーズ、フィッチ、ドミニオンの4格付け会社がNRSROとして認定されている。

このように、格付け会社による格付け情報の提供は歴史的に一定の公的性格を帯びるようになっており、上院「政府活動委員会」の報告書（*Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdog*, Oct. 8, 2002）によると、現在、少なくとも8つの連邦法、47の連邦規制、100以上の州法および規制において、格付けがベンチマークとして言及されているといわれる。近年でも、公正開示規制（Regulation Fair Disclosure）の採択にあたって、格付け会社は適用除外の扱いを受けており、会社情報へのアクセスの面で特別な地位を与えられている。

1960年代まで、格付け会社はその格付け情報を投資家に販売することによって収益をあげていた。しかし、コピーの普及により業務の採算性を維持することが困難になったため、発行体から格付け料を徴収するようになった。一部では、このことが格付け会社に利益相反状況をもたらし、その中立性を損なっているとの指摘がある。しかし、格付け料が監査報酬と比較にならないほど少額であることから、格付けの有料化がその中立性に影響を及ぼしているとは考えにくい。

企業改革法第702条はSECに対して格付け会社をめぐる規制の枠組みを再評価することを義務づけた。これを受けて、SECは2003年1月に格付け制度に関する調査報告書（*Report on the Role and Function of Credit Rating Agen-*

cies in the Operation of Securities Markets）を公刊し、さらに6月にはコンセプト・リリース（*Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under Federal Securities Laws*, Release No. 33-8236）を発出し、コメントを勧誘した。このリリースでは、56に及ぶ項目に対してコメントを勧誘しているが、その多くはNRSROという現行制度の是非に関わるものである⁷⁾。

NRSROが問題になっているのは、エンロンについての格付けの見直しが遅れ投資家が損失を被ったのは、格付け業務が独占され競争原理が働かないのが原因との批判が根強いためである。実際、エンロンが連邦破産法第11条の適用申請を行う4日前の11月28日に、格付け3社（S & P、ムーディーズ、フィッチ）は一気に5ないし8ノッチ引き下げ、投資不適格とした。この引き下げのタイミングについて、2002年3月20日に開催された上院「政府活動委員会」の「格付け会社を格付けする—エンロンと格付け会社—」と題する公聴会において、格付け3社はその理由を説明している。それによると、その日まではダイナジーによるエンロンの買収交渉が継続しており、それが実現すれば再建は可能と判断したためであるという。さらに、そもそも格付け会社は公開された情報と発行体が提供する情報に基づき格付けを行っており、エンロンのように経営者が正確な情報を開示しなかったり、虚偽の情報を流したりすれば、証券の信用度について誤った判断が下されることがありうる。それは開示される情報の質の問題であり、格付け会社の責任ではないと主張している。

この反論は、一見もっともらしいが、先の政府活動委員会報告書は次のように問題点を指摘

している。第1に、格付け3社が公表された情報も十分にはチェックしていなかったことである。2000年の年次報告書（フォーム10-K）の「脚注16」には関連会社との疑わしい取引についての情報が記載されており、さらに2001年の委任状説明書（proxy statement）には簿外取引についてのより正確な情報が記述されている。したがって、公表された情報だけでも、注意深く分析すればエンロンの会計処理の適切性に疑問をもつことができたはずである。その意味で、格付け会社は十分な注意を払って分析を加えたとはいえない。

第2に、格付け会社は長期的な信用度に注意を払って格付けを行うと述べているが、エンロンの基本的な問題や会計処理の適切性に十分な注意を払っていたようには思えない。格付けアナリストの関心は、主として短期の資金繰りやダイナジーとの合併の帰趨に向けられていたように思われる。

第3に、格付け会社のアナリストは概してエンロンの経営者が真実を述べていると信じて説明を字面どうり受け取っていたようにみられる。早いものでは2001年5月頃から、遅くとも10月16日の決算修正発表の頃には、既に『フォーチュン』誌や『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙などの一部の新聞、雑誌がエンロンの会計処理などについて疑問を投げかけ始めても、経営者に対して詳細な説明を求めているのである。格付け会社は公正開示規制の適用除外になっているから、情報の取得についてはいわば特権を認められているが、本来期待されている役割を果たしていないといわざるをえない。

第4に、格付け会社の説明責任に対する無自覚である。格付け情報は市場に大きな影響を及

ぼす。発行体は資金調達コストを左右されるし、投資家は保有する証券の価格が変動する。さらには、エンロンが設立した投資組合（SPE）の多くにおいて、格付けが低下した場合、繰上げ返済を定める条項が入っていた。このため、11月28日の格付けの引下げは資金ショートを引き起こし、数日後には破産手続きに入らざるをえなくなったのである。

このように、格付け情報は極めて重要な、ある場合には企業の死命を制するような役割を果たしている。それにもかかわらず、格付け会社は議会証言の中で、「格付けは単なる意見に過ぎない」（S & P）、「格付けの記号は『世界で最も短い社説』である」（フィッチ）と述べ、その特別な役割を否定している。

これらの問題に加へ、2003年1月3日に上院「政府活動委員会」のスタッフが作成した報告書（*Enron's Credit Rating: Enron's Bankers' Contacts with Moody's and Government Officials*）は大きな波紋を呼んだ。同報告書によると、2001年11月8日にエンロンが8-K報告書（臨時報告書）において過去5年間に収益5億8,600万ドルを増やしていたことを開示したのを受けて、ムーディーズはエンロンに格付けの引き下げの予定を伝えた。これに慌てたエンロンは、当時シティ・グループの顧問であったルービン元財務長官に財務省の役人を通じて引き下げを思い止まるように説得を依頼した。同じく、シティ・グループの役員がニューヨーク連銀議長にエンロンの格下げが金融システム不安を引き起こす可能性があることを示唆したという。

この事実関係は確認されていないが、格付けの引き下げのタイミングが遅れたことが様々な憶測を呼び、格付け制度見直しの機運に拍車を

かけていることは間違いない。

いずれにしても、格付け制度の見直しは、SECによるコメントの勧誘を経て、規則の採択に進む予定である。

4. 証券アナリストの役割

(1) アナリスト問題の経緯

エンロンの破綻に際しては、(特にセル・サイドの)証券アナリストの役割も問われることになった。しかし、この問題はエンロンの破綻が直接のきっかけではない(図表5を参照)。

既に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被った投資家が相次いで証券会社とそのアナリストに対して集団訴訟を起こしていた。こうした動きを受けて、2001年6月頃より、議会、規制団体、証券アナリスト協会などが、公聴会の開催、実態調査、アナリストの倫理規範の制定に乗り出し、証券会社はそれまで認めていたアナリストの株式保有を禁止する措置をとり始めた。

しかし、これを境にほぼ半年の間、アナリスト問題をめぐる動きはピタリと止まってしまう。この理由は、9月11日の同時多発テロの勃発により市場じたいが混乱し、他の問題に取り組む余裕がなかったことである。翌2002年2月になって、NASDおよびNYSEのアナリストの利益相反に対する規則案の発表などが行われ、この問題が再び取り上げられ始めた。

ところが、4月になって、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、ワールドコム株式アナリストの推奨も含めて、大掛かりな大手証券批判、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、2003年4月に最終的に大手証券会社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)が成立するまで、この問題をリードした⁸⁾。

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・ブロジット(Henry Blodget)を中心とするグループが投資家へは買い推奨を行いながら、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。ブロジットは今回の包括的和解により、和解金400万ドル(不当利得の吐出し200万ドルと民事制裁金200万ドル)の支払い、そしてブローカー・ディーラーおよび投資顧問業からの永久追放となった。

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コムをめぐり、シティグループ傘下のソロモン・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(Jack Grubman)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、ワールドコムの投資判断をいきなり引き下げたことから、同社との特別な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コムの財務やM&A案件などについて助言を行い、12年間に3回、ワールドコム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

図表5 アナリストの中立性問題をめぐる動向

2000年10月23日	レギュレーションFD 施行。
2001年 6月12日	全米証券業者協会 (SIA), 「調査のベスト・プラクティス」 (“Best Practice for Research”) を発表。
6月14日	下院金融サービス委員会, アナリストの中立性に関する公聴会 (<i>Analyzing the Analysts</i>) を開催。
6月28日	SEC, 「アナリスト推奨の分析」 (<i>Analyzing Analyst Recommendation</i>) を発表。
7月2日	全米証券業協会 (NASD), 情報開示規則の改正案を発表。
7月31日	下院金融サービス委員会, 公聴会 (<i>Analyzing the Analysts II</i>) を開催。
2002年 2月7日	NASD, NYSE, 証券アナリストの利益相反を防止する規則案を発表。
2月27日	上院政府活動委員会, エンロン問題に関してアナリストの役割についての公聴会 (<i>The Watchdogs didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts</i>) を開催。
4月8日	NY 州司法当局, メリルリンチと同社のアナリストの召喚状およびアナリスト・レポートの発行に関する指止め命令を NY 州最高裁判所に申し立て, 認められる。
4月18日	メリルリンチ, アナリスト・レポートにおける情報開示を強化することで NY 司法当局と合意したことを発表。
4月25日	SEC, NYSE, NASD, NY 州司法長官, 北米証券監督者機構 (NASAA), 各州の規制当局と合同でアナリストの中立性について正式捜査を開始したと発表。
5月8日	SEC, NASD と NYSE の新規則を承認。
5月21日	NY 州司法当局とメリルリンチ, 和解成立を発表。
6月	ワールドコム の破綻にともない, ソロモン・スミスバーニーのアナリスト, ジャック・グラブマンが粉飾決算が表面化する直前に投資判断をいきなり引下げたことから, 両者の癒着が問題になる。
7月1日	NY 州会計監査長官, ノースカロライナ州とカリフォルニア州の財務長官, NY 州司法長官が公務員年金基金と取引する金融機関に利益相反防止策を要請。
7月9日	NASD と NYSE の新規則が施行。
7月17日	全米アナリスト協会 (AIMR), 「リサーチの客観性基準」案を発表。
7月30日	企業改革法 (サーベンス・オクスレー法) が成立。
8月2日	SEC, 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) 案を発表 (2003年2月に採択)。
9月	NASD, ソロモン・スミスバーニーにアナリスト問題で罰金500万ドルの支払いを命じる。
10月21日	マサチューセッツ州, CS ファースト・ボストンに対して, 調査部門の法的な独立を要求。
11月	シティグループ, 調査部門を投資銀行「ソロモン・スミスバーニー」から分離し, 個人投資家向け部門「スミスバーニー」に統合。
12月20日	SEC, NASD, NYSE, NY 司法長官の規制当局と大手証券会社10社との間で, 総額14億3,500万ドルの和解金の支払い, アナリストが投資銀行部門の営業活動に同席することを禁止し, その報酬を投資銀行業務から切離す, 個人投資家に対して独立系の調査会社のアナリスト・レポートを無料で配布する, という内容の和解案。
2003年 4月28日	和解が成立

〔出所〕各種新聞記事より作成

なった。今回の包括的和解で, グラブマンは和解金1,500万ドル (不当利益の吐き出し750万ドルと民事制裁金750万ドル) の支払い, そしてブローカー・ディーラーおよび投資顧問業からの永久追放となった。

(2) アナリストによるエンロン株の評価

セル・サイドのアナリストによるエンロン株の評価の問題については, 先の上院「政府活動委員会」スタッフの報告書が分析している。以下では, それに基づき問題点を明らかにしよう。

図表6 セルサイドの証券アナリストの買い推奨の割合

時 期	エンロン社をめぐる動き	買い推奨の割合
2001年 8 月 7 日	株価が最高値の90.75ドルを記録。	15名中13名
10月17日	株価、9月末に25ドルに低下。エンロン社が10億ドルの減益修正を発表。『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙が投資組合との取引について不正会計処理の可能性を示唆。	15名すべて
10月24日	CFO のファストウ、辞任。	15名中12名
10月31日	SEC が調査を開始。株価、13.90ドルに低下。	15名中10名
11月 8 日	エンロン社、SEC に過去 4 年間で約 5 億ドルの収益を水増ししていたことを報告。株価、8.41ドルに低下。	15名中10名
11月28日	11月9日にダイナジー社との合併が伝えられたが、破談になり、28日にエンロン社債の格付けがジャンク債に格下げされる。	4 名
12月 2 日	連邦破産法第11条の適用を申請。	1 名（他は、「買い持ち」が 7 名、「売り」が 2 名）

（資料）1）買い推奨は「強い買い」、「買い」の合計である。その割合はトムソン・フィナンシャルによる。エンロン社を格付けていたセルサイドの証券アナリスト数が全部で15名ということではないが、大手証券会社はすべてこの中に含まれている。

2）11月になると、エンロン社を評価の対象から外す証券アナリストがいたため、総数は変動している。

〔出所〕Report of the Staff to Senate Committee on Governmental Affairs [2002], pp. 72-73, より作成。

トムソン・フィナンシャルの資料によると、エンロン株をカバーしていた15社のセル・サイドのアナリストの評価の推移は図表6のとおりである。ここから明らかになることは、11月28日に同社の格付けがジャンク債に落ちて、依然として4名のアナリストが「買い」推奨を行っていたこと、さらに驚くのは連邦破産法第11条の適用を申請した12月2日になっても「売り」推奨がわずかに2名のアナリストに止まっていたことである。

これに対して、独立系のアナリストは2001年4月頃には8名中3名が「売り」であったが、11月までには8名中6名が「売り」推奨に転じていた。5月6日には、独立系の調査会社であるオフ・ウォール・ストリート・グループがエンロンの収益性が低下しており、実際の株式価値は60ドルの株価（当時）の半分しかないと指摘している。同グループは8月にもレポー

トを作成し、エンロンが外見上の収益性を高めるために資産を売却し、その売却金を所得として計上しているが、その取引からいくらの利益があがったのかを開示していないため、アナリストは同社の正確な収益を明らかにすることができないと指摘している。

また、2001年3月にはフォーチュン誌の記者であるベサニー・マククリーン（Bethany McLean）女史が「エンロン株は過大評価か」という記事を発表し、同社の財務諸表が不可解であり、何故、PERがそれほど高いのか理解に苦しむことを指摘している。それより約半年後の10月24日に、セル・サイドのアナリストとしては初めて「売り」推奨に転じたブルーデンシャル証券のキャロル・コール（Carol Coale）女史は、その理由として経営陣が真実を明らかにしていない以上、「買い」推奨はできないと述べている。

このように、独立系のアナリストや一部の雑誌などでは、既に2001年の春頃からエンロンの財務内容を疑問視する声があがっており、セル・サイドのアナリストの中にもそれに同意するものが次第に増えていったのである。ネット・アナリストの中立性が疑問視される中で、このことは問題を一般化するに十分であった。ちなみに、先のプル証券は既に2000年に投資銀行業務からは撤退しており、投資銀行業務との関連がアナリストの判断を歪めているという指摘を補強するものであった。

それでは、エンロン株を「買い」推奨していたアナリストはこれらの批判にどのように答えているのだろうか。2002年2月27日に上院「政府活動委員会」が「番犬は吠えずーエンロンとウォール街のアナリストー」(*The Watchdogs didn't Bark: Enron and the Wall Street Analysts*)と題して行った公聴会において、大手投資銀行のアナリストが彼らの「買い」推奨について弁明している。彼らはエンロンのビジネス・モデルが優れたものであることが「買い」推奨の理由であると説明する一方、その見直しが遅れたのはアナリストが基本的には公表された資料に基づいて分析を行っており、SPEを利用したオフバランス取引については知らなかった、もし知っていればレーティングを引き下げたであろうと答えている。

しかし、これでは彼らの評価の中立性に対する疑義に答えたことにはならない。既にみたように、様々な情報源からエンロンの会計処理の不透明さに対する指摘がなされていたこと、10月16日の決算修正によって簿外取引の存在が明らかになっていたから、公表された資料だけでもより注意深い分析が求められたはずだからである。

(3) アナリストをめぐる利益相反問題

アナリストの中立性が問題にされたのは、もちろん今回が初めてではない。歴史的には、調査部門と営業部門、トレーディング部門、投資銀行部門との間にチャイニーズ・ウォール(情報隔壁)が設けられ、調査部門の中立性を維持する措置が採られてきた。しかし、株式売買委託手数料が自由化された1975年5月の「メーデー」以来、この措置がまったく形骸化していたことが明らかになった。もっと正確に言えば、それ以前でも、株価はその時々情報を織り込んで不規則に動くとする「ランダム・ウォーク仮説」や、情報が素早く株価に織り込まれると主張する「効率的市場仮説」が影響力を増してくるにつれ、アナリスト・レポートの価値を軽視する機関投資家が増大していた。『インスティテューショナル・インベスター』誌が1974年に行った調査では、機関投資家は無料で配られた調査レポートの25%しか利用していなかったし、有料のものでも10%以下しか代金を支払っていなかったのである⁹⁾。

それにしても、「メーデー」以前には、アナリストの作成するレポートに対する報酬は手数料の一部として顧客から支払われていた。しかし、その自由化によって手数料引下げ競争が激しくなると、手数料の中にアナリスト報酬を入り込ませることが難しくなった。このため、アナリストは営業部門や投資銀行部門とのつながりを強めることによって報酬を確保する傾向が強まったのである。たとえば、アメリカではアナリストがカバーしない銘柄はしばしば孤児株(orphan stock)と呼ばれるように、市場から無視され、低いPERがつく。そこで、IPO(新規公開)案件の主幹事獲得競争の際には、調査部門で優先的に取り上げることを約束する

のである。その結果、調査部門の評価が高い証券会社は競争上優位に立てるという訳である。

この関係がさらに密接になっていくのである。たとえば、以前には引受業務の際の発行体のデューデリジェンス（審査）は投資銀行部門のスタッフが担当し、募集が終了した後でアナリストがその銘柄を担当するという体制になっていた。ところが、「メーデー」以降、マーケティングとデューデリジェンスにアナリストを直接、参加させ、投資銀行部門の一員として活動させる傾向が強まったのである。つまり、ロードショウ（証券発行の際に、投資を勧誘する目的で各地で説明会を開催すること）でのプレゼンテーションやレポートの執筆にアナリストを動員するのがごく普通になってきたのである。

こうなってくると、花形アナリストを抱えていることが、（特にIPOの）主幹事獲得の有力な武器になる。ネット株バブルの過程で「ネットの女王」の異名をとったモルガン・スタンレーのメアリー・ミーカー（Mary Meeker）女史はまさにそのような存在であった¹⁰⁾。B2Bのソフトウェア会社であるアリバ社はIPOにあたって、モルガン・スタンレーに主幹事を任せる条件として、リサーチ・レポートにミーカーの名前を載せることを求めた。この結果、彼女は実際には執筆していないのに、共同執筆者として名を連ねることになった。同様に、逆オークションを事業にしていたプライスライン・ドットコムも、IPOにあたってモルガン・スタンレーの投資銀行部門ではなく、ミーカー本人に電話し、本人の了解をえたためモルガンを主幹事にした。反対に、オンライン上でクレジット・カードを発行しているネクストカードは、IPOのプロセスにミーカーがあ

まり関与していないことに不満を持ち、主幹事をドナルドソン・ラフキン・ジェンレッタにしたといわれる。

また、メリルリンチは、アマゾン株について弱気の予想をしていたネット株のチーフ・アナリストであるジョナサン・コーエン（Jonathan Cohen）を解雇し、当時、CIBC オップンハイマーのアナリストで、アマゾン株について超強気の予想をしていたヘンリー・プロジットを引き抜き、その後釜に据えた。これも、モルガンのミーカーに対抗できる花形ネット・アナリストを揃え、主幹事獲得競争で遅れを取り戻すことが目的であった。

こうなってくると、アナリストが投資銀行部門の顧客企業についてネガティブなレポートを書くことなど不可能であろう。仮にそのようなレポートを書けば、その投資銀行は引受業務やM&A案件から締め出されるであろうし、アナリストも経営陣とのミーティングには呼ばれなくなる可能性が強い。

（４）改革の方向性

アナリストの利益相反問題はネット・バブルの時期から問題にされてきたため、エンロン破綻と相前後して規制機関や業界団体がアナリスト規制に乗り出していた。2002年5月には、NASDとNYSEの規則をSECが承認し、業界としては一応の決着がついたという矢先に、NY州司法当局からメリルリンチが取り調べられるという事態になった。一方、同年7月に成立した企業改革法は、SECに対して1年以内にアナリストの利益相反問題を解決するために規則を制定することを求めている。

2003年4月に、連邦および州の規制当局、自主規制機関と大手証券会社10社との間で最終的

に決着をみたアナリストの中立性問題は大きなものであるだけに、今後、一般的な規則になる可能性も否定できない。その意味で、その内容を分析しておく必要がある。

まず、和解金であるが、2002年12月20日の包括的和解案から変更されておらず、10社合計で8億7,500万ドル（不当利得の吐出し3億8,750万ドル、民事制裁金4億8,750万ドル）である。メリルリンチが既にNY州に支払った1億ドルを除いた金額の半分の被害をこうむった投資家に分配するための基金（Distribution Fund）にあて、残りを各州に配分する。これに加え、独立系リサーチ費用に4億3,250万ドル、投資家教育費用に8,000万ドルの支払いを義務付けられる。各社に義務付けられる措置は以下のとおりである（以下は、主として *SEC Fact Sheet on Global Analyst Research Settlements*, 平松 [2003] による）。

1. 組織改革

- ・リサーチ部門と投資銀行部門の分離。物理的に分離するだけでなく、レポートिंग・ライン、法務・コンプライアンス担当者、予算を完全に分離する。
- ・アナリストの報酬は直接、間接を問わず、投資銀行業務の収入や投資銀行部門の人員による評価に基づいて決定されてはならない。
- ・アナリストの報酬は主にリサーチの質と正確性に基づいて決定する。
- ・アナリストの報酬に関する決定を文書化する。
- ・投資銀行部門はアナリストがカバーする銘柄の決定に関与しない。
- ・アナリストが投資銀行業務に参加することを禁止する。

- ・投資銀行業務の獲得のためにリサーチ・レポートの内容が歪められないように、社内方針と手続きを設ける。
- ・リサーチ部門と投資銀行部門の間にファイアウォールを設ける。
- ・組織改革の実施状況をレビューする独立の監督者を雇う。

2. 情報開示の拡充

- ・各社はリサーチ・レポートの1ページ目に、「このリサーチ・レポートを発行している会社は調査対象となっている発行会社と取引関係があるため、レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反が存在する可能性がある」という文言を記載する。
- ・発行会社をリサーチの対象からはずす時は、その理由を説明する最終レポートを発行する。
- ・四半期ごとに、ウェブサイトでアナリストのパフォーマンスを示すチャートを発表する。そこでは、アナリストの名前、レーティング、目標株価、EPS予想、レーティング・システムを紹介すること。

3. 独立系リサーチの配布

- ・5年間、3社以上の独立系リサーチ会社と契約し、顧客にそのレポートを配布する。
- ・顧客の取引明細書、リサーチ・レポートの1ページ目、およびウェブサイトで、独立系レポートの配布について案内する。
- ・会社から独立したコンサルタントが独立系リサーチの配布について最終的権限を有し、毎年、独立系リサーチの配布状況について規制当局に報告する。

4. IPO 銘柄のスピンング防止措置

- ・投資銀行業務の案件獲得のために、エグゼクティブ・オフィサーまたは取締役の証券

口座に人気の高いIPO銘柄を割り当てる（スピニング）ことを防止するための社内体制を整備する。

これらの社内改革は、既に2002年から各規制機関、業界団体がまとめていたアナリストの利益相反防止措置を含む、文字どおり包括的なものであり、今後、この線に沿った規則の整備が行われていくと予想される。

しかし、これまでの動きを総括すると、肝心の問題がまったく検討されていないことに気が付く。もともと、アナリスト問題の根本にはどこからその費用（アナリスト報酬も含めた）を賄うかという問題がある。1975年の「メーデー」（手数料自由化）によって売買委託手数料が大幅に引き下げられたため、それでは賄うことができなくなり、アナリストが投資銀行業務に動員され始めたことが問題の発端であった。とすれば、両部門の完全な分離は、確かに利益相反状況の解消には効果的であるかもしれないが、アナリストの業務環境や待遇面での劣悪化をもたらし、その機能を後退させる可能性が強い。実際、最近のある調査によると、既にアナリスト報酬の低下と、アナリスト数の減少という結果が報告されているのである（*Wall Street Journal*, May 14, 2003）¹¹⁾。

したがって、アナリスト問題をめぐる今回の措置は、アナリストの資本市場におけるゲートキーパーとしての役割を減退させることになりかねず、到底、最終的な解決とはいえない。

おわりに

エンロン破綻の原因は、一言で言えば、規制機関のSECや自主規制機関であるNASD、証券取引所の役割を補完するべく期待されてい

るフィナンシャル・ゲートキーパーがその役割を果たすことができなかったことに尽きる。したがって、資本市場改革の方向性も、これらのゲートキーパーにインセンティブを与え、機能を強化することに向けられたのは当然である。言い換えれば、ニューデール期に成立をみた連邦証券規制の枠組みを再編、強化する方向で進んでいる。

しかし、考えてみれば、監査制度、格付け制度、証券アナリストによる情報提供の直接の受益者は投資家であり、そのコストは受益者が負担すべきであるという議論も成り立つのである。言い換えれば、監視される企業がコストを負担する限り、常にゲートキーパーを籠絡させる誘因が存在するともいえるのである。

実際、かつては格付け情報やアナリスト・レポートの対価は投資家が負担していた。この点も含めた証券規制体系の根本的な見直しが必要であろう。

(完)

注

- 1) フィナンシャル・ゲートキーパーについては、差し当たり Partnoy [2001] を、エンロン破綻に関連した問題については Coffee [2002] を参照されたい。
- 2) 一例をあげれば、Hamel, G [2000], *Leading the Revolution*; 鈴木主税、福岡俊造訳 [2001], 『リーディング・ザ・レボリューション』日本経済新聞社, Foster, R. and Kaplan S. [2001], *Creative Destruction—Why Companies that are Built to Last Underperform the Market—and How to Successfully Transform Them*; 柏木亮二訳 [2002], 『創造的破壊』翔泳社、は随所で優れたビジネス・モデルの例としてエンロンに言及している。
- 3) 大島、矢島 [2002], 90-95頁、参照。この取引の会計処理は、「売り」サイドをキャッシュフロー表に「売上」として記載し、「買い」サイドをバランスシート上の「投資勘定」として計上する。このため、ほとんど収入がないにもかかわらず、収益を計上することができたのである。
- 4) この公聴会で問題にされたブレイ取引の実態については、佐賀 [2003] を参照されたい。
- 5) 会計不信の問題については、佐賀 [2002b] を参照されたい。

- 6) Levitt [2002]; 小川訳 [2003], 184頁。
- 7) この概略については、横山 [2003] を参照されたい。
- 8) この内容については、平松 [2003] を参照されたい。
- 9) Cole [2001], p. 62.
- 10) 以下の事例については、Cole [2001], chap.3, による。
- 11) 同紙は、ポートフォリオ・マネージャーであるラッセル・レイノルズ・アソシエイトと証券アナリスト協会 (AIMR) による調査を紹介している。それによると、10~20年の経験を積んだセルサイドのアナリスト報酬の中心値は2001年の70万ドルから29万ドルに低下している。また、シニア・アナリストの数はピークである2000年3月の3,587人から2,966人に低下している。

引用・参考文献

Coffee, Jr., J.C. [2002], "Understanding Enron: It's about the Gatekeepers, Stupid," Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, *Working Paper*, No. 207, July 30.

Cole, B.M. [2001], *The Pied Pipers of Wall Street*.

Levitt, A. [2002], *Take on the Street*; 小川敏子訳 [2003], 『ウォール街の大罪』日本経済新聞社。

Palepu, K.G. and Healy P.M. [2003], "The Fall of Enron," *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 17, No. 2, Spring.

Partnoy, F. [2001], "Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime," University of San Diego School of Law, *Law and Economics Research Paper No. 14*.

——— [2003], *Infectious Greed*.

Powers, W.C.Jr., et al [2002], *Report of Investigation*, by Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.,

Feb. 1.

U.S. Senate [2002], *Report of the Staff to Senate Committee on Governmental Affairs, Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, Oct.8.

大島春行, 矢島敦視 [2002], 『アメリカがおかしくなっている』NHK 出版。

佐賀卓雄 [2002a], 「証券アナリストを取り巻く環境変化について」『証券経済研究』第36号, 3月。

——— [2002b], 「アメリカ資本市場と会計不信」『月刊 資本市場』8月。

——— [2002-03], 「エンロン破綻の衝撃」(1)~(6)『証券レビュー』(日本証券経済研究所)。

——— [2003], 「エンロン破綻と金融機関」『東証取引参加者協会レポート』2月。

平松那須加 [2003], 「成立した米国アナリスト問題の和解」『資本市場クォーターリー』(野村総合研究所), Summer。

———, 大崎貞和 [2003], 「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』, Winter。

藤田正幸 [2003], 『エンロン崩壊』日本経済新聞社。

淵田康之, 大崎貞和編著 [2002], 『アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社。

淵田康之 [2003], 「アメリカ資本市場の展開」『東証取引参加者協会レポート』2月。

横山 淳 [2003], 「米国 SEC の公認格付機関制度見直しの論点」『旬刊 商事法務』No. 1668, 7月15日。

(当研究所主任研究員)