

## サーベンス・オクスレー法（SOX）とガバナンス改革

佐賀 卓雄

二〇〇一年二月のエンロン社の連邦破産法一条の適用申請（破綻）を契機として、次々と露見した不正会計処理は、それまで先進各国の手法とされることの多かったアメリカのコーポレート・ガバナンスの仕組みが一般に思われているほど効果的に機能していないのではないかという疑問を抱かせるに十分なものであった。それ以上に、長年にわたってコストをかけ築き上げられてきた不正行為防止のための精緻なシステムがあっけなく突破されたことは、当のアメリカにとって最大の衝撃であつたろう。

かくして、議会、連邦規制機関などが、迅速かつ総力をあげて再発防止に向けた規制の強化に乗り出した。この中でも、最も重要なものは異例の速さで翌二〇〇二年七月三〇日に成立したサーベンス・オクスレー法（SOX、「企業改革法」とも呼ばれる）である。この法律は不正行為の原因を、取締役会（特に、その中に設置される監査委員会）、および監査人、格付け会社、アナリストなどのフィナンシャル・ゲートキーパーを取り巻く広範な利益相反状況の蔓延と認識し、その解消に向けた広範囲にわたる措置を採るとともに、特

に中心的な役割を果たす監査制度に対するチェック制度を強化するために新たな監視機関（PCA OB）を創設した。

それから約三年が経過して、その成果と課題が検証され始めている。その成果が誇示される一方で、これだけの規制の強化は公開企業に多大なコスト負担を強いていることが指摘されている。SOXをめぐる最近の動向を紹介する。

## 一、サーベンス・オクスレー法（SOX）の成立

エンロン破綻後も、グローバル・クロッシング、クエスト・コミュニケーションズ、アデルフィア・コミュニケーションズの不正会計処理が次々に露見し、二〇〇二年七月には創業者への不正な融資や利益の水増しにより資産総額一〇七〇

億ドルのワールドコムがアメリカ史上最大の破綻に追い込まれるに及び、議会および連邦政府の危機感は最高潮に達した。

七月三〇日に成立したサーベンス・オクスレー法（SOX）は、正式名称を「連邦証券諸法およびその他の目的に基づく企業情報開示の正確性と信頼性を改善することにより投資家を保護するための法律」といい、その構成は図表1のとおりである。この図表にはその後、各条文に関連してSECが採択した規則や報告書の公刊についても書き込んである。この構成をみてすぐ気がつくことは、第一篇に監査人を監視する新たな機関である「公開会社会計監督委員会」（PCAOB、Public Company Accounting Oversight Board）の創設が規定されていることである。続いて、第二編では監査人の独立性、第三編では監査委員会の独立性やCEOとCFOの開示情報に対する適切性

図表1 サーベンス・オクスレー法（SOX）の内容

<b>第1編</b>	<b>公開会社会計監督委員会(PCAOB,Public Company Accounting Oversight Board)</b>
<b>第2編</b>	<b>監査人の独立性</b>
201条	監査業務とあわせて提供することが禁止される非監査業務
202条	監査人が提供する監査、非監査サービスすべてについて監査委員会から事前に承認を受けること
203条	監査の責任者または監査の監督者のローテーション(5年)
204条	監査を担当する会計事務所の監査委員会への報告義務
206条	利益相反の防止(会計事務所は顧客企業のCEOやCFOが過去1年以内に当該会計事務所において監査業務に携わっていた場合、その会社の監査を担当することを禁止される)
208条	SECは201～206条の内容を規則化(2003年1月、規則採択)
<b>第3編</b>	<b>会社の責務</b>
301条	監査委員会の責任、独立性などの確立(SECはこれらの規定を満たさない会社の上場を禁止することを取引所とNASDに命じる規則を270日以内に制定(2003年6月、規則採択))
302条	CEOやCFOに、年次報告書と四半期報告書の適切性の宣誓を義務付け(2002年8月、規則採択)
303条	監査人に不当な影響力を及ぼす行為を禁止(2003年4月、規則採択)
304条	証券法の財務報告関連の違反があった場合にCEOやCFOのボーナスを没収
306条	企業年金の取引制限機関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(2003年1月、SEC規則(レギュレーションBTR)採択、労働省規則採択)
307条	弁護士の仕事行為基準を制定
308条	SECは過去5年間の行政処分手続きが効率的、効果的であったかを分析し報告する(2003年1月、SEC報告書発表)
<b>第4編</b>	<b>情報開示の拡充</b>
401条	継続開示における情報開示の拡充(簿外取引の開示、パフォーマンス情報の正確性の担保)(2003年1月に規則(レギュレーションG)採択、2005年6月、オフバランス取引、投資組合(SPE)および報告書の透明性についての報告と勧告)
402条	役員への融資を禁止
403条	インサイダー(役員や主要株主)による自社株売買の報告起源の短縮と電子ファイリング(報告期限の短縮については2002年8月に規則採択、電子ファイリング、ホームページ掲載については2003年4月、規則採択)
404条	年次報告書で内部統制に関する報告を開示(2003年5月、規則採択)
406条	財務担当役員を対象にした倫理規定の有無や適用除外について開示(2003年1月、規則採択)
407条	監査委員会に財務専門家がいないかどうか、いない場合には理由を開示(2003年1月、規則採択)
408条	SECによる継続開示書類のレビューを厳格化
409条	リアルタイム・ディスクロージャー(2003年1月、規則(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)採択)
<b>第5編</b>	<b>アナリストの利益相反</b>
501条	SECまたはSECの指示に基づいてNASD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(2003年2月、規則採択)
<b>第7編</b>	<b>調査及び報告</b>
701条	GAO:1989年以降の監査法人の統合、それによる監査法人の減少、監査法人の競争を促進する方法、競争が少ないことで生じる問題
702条	SEC:格付け会社の役割と機能(2003年1月、報告書発表、同年6月、コンセプト・リリース発表、2005年4月、規則提案)
703条	SEC:1998-2001年に証券専門家が関わった違反事例とSECの対応(2003年1月、報告書発表)
704条	SEC:過去5年間の、財務情報開示に関連した違反事例とSECの対応(2003年1月、報告書発表)
<b>第8編～第11編</b>	<b>刑事責任</b>
802条	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(2003年1月、規則採択)

の宣誓などを義務付けている。

これらの構成から理解されることは、この法律が何よりも企業の開示情報に対する投資家の信頼を回復し、それによって資本市場の機能を回復、強化することを目的にしていることである。確かに、一九九〇年代後半のＩＴブームの過程で、アメリカの企業は会計原則で認められるぎりぎりの処理を行って（時には、それを逸脱して）、費用の過少評価、利益の過大計上を行い、株価の上昇を追求してきた。ハーバード・ビジネス・スクール（名誉教授）のマイケル・ジャンセンによると、この背景には、一九九〇年代以降普及したストック・オプションによる株主と経営者の利益の共通化があるという。つまり、一九六〇年代以降、株式保有の分散が進展したことにより会社所有をめぐるパワーバランスが経営者の方に大きくシフトし、株主による経営者への監視が十分に行

われなくなった。いわゆる「エージェンシー・コスト」の発生である。その力関係を回復しようとした株主が一九八〇年代後半に敵対的買収、ＬＢＯに訴えることになったという。

九〇年代になると株式会社はＬＢＯの利点をガバナンス構造の中に取り入れ、経営者のインセンティブ・システムとしてストック・オプションを積極的に採用した。これにより、株主と経営者の利害の共通化がすすみ、企業目的として「株主価値最大化」、「ＥＶＡ（経済的付加価値）の最大化」など、経営者が株価の最大化を追求する仕組みが強化されてきたのである。このようにみれば、ＦＲＢ議長（当時）のグリーンズパンが巧妙に表現したように、エンロン破綻前後に相次いで露見した不正会計処理は、経営者の「感染性の強欲」(infectious greed) により株価の上昇が自己目的化された結果といえよう。

SOXのもう一つの目的は、資本市場において発行会社と投資家の間の「情報の非対称性」を縮小する役割を期待されているフィナンシャル・ゲートキーパー（FG）の機能の強化である。この内、（セルサイドの）アナリストは投資銀行業務に動員され、利益相反から投資家に客観的・立的な情報の提供ができない立場に置かれていることが明らかになった。これは既にITバブル崩壊を契機に深刻な問題になっており、二〇〇三年四月二十八日には監督機関（SEC、NASD、NYSE、ニューヨーク州司法局）と大手証券会社一〇社との間で包括的な和解が成立している。これにより、それぞれインターネット業界、通信業界の花形アナリストであったヘンリー・ブロジツト（メリルリンチ）、ジャック・グラブマン（ソロモン・スミスバーニー）は多額の罰金を科せられるとともに、証券業界から永久追放された。

また、格付け会社は財務状況の変化に迅速に対応できていない状況が明らかになった。格付け会社に対しては、SECがこれまで採ってきたノーアクション・レターの発出によるNRSRO（全国的に認知された格付け組織）としての認定が、少数の格付け会社による寡占状態を招来し、不完全な競争状態がその機能の減退をもたらしているのではないかという疑問を提起することになった。かくして、SOX七〇二条はSECに対して格付け会社の役割と機能についての検討と制度の見直しを要請した。

FGの中でもSOXが最も重視しているのは監査人である。その第二編は、同じ顧客に対して監査業務と非監査業務を提供することを禁止（二〇一条）、監査人のローテーション（五年）による変更（二〇三条）、監査委員会への報告義務（二〇四条）、利益相反の防止（二〇六条）など、を

定めている（図表1参照）。また、会社内部の監査委員会に対しては、独立性の確立（三〇一条）、監査人に不当な影響力を及ぼす行為の禁止（三〇二条）など、を定めている。

これらの規定は、エンロン、ワールドコムなどの不正会計処理をその監査人であったアーサー・アンダーセンが黙認あるいはそれを共謀し、自らも破綻したことに鑑みて、そのような事態の再発防止を目的としたものである。

関連書類の破棄など、エンロン破綻の過程でのアンダーセンの行為は悪質ではあったが、疑わしい会計処理はこの時期になって突然急増した訳ではなかったし、他の会計事務所がまったく関わっていないとも考えられなかった。というのは、既にウオーターゲート事件を契機に制定された一九七七年の海外不正支払防止法（FCPA、Foreign Corrupt Practices Act of 1977）は、企業

の粉飾決算、会社記録の虚偽記載を禁止していたし、一九八五年に組織されたトレッドウェイ委員会の支援組織委員会（COSO、Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission）は一九九九年に『不正な財務報告：一九八七—一九九七』という報告書を公刊し、不正会計処理が決して少なくないことに警鐘を鳴らしていたからである。

SOX七〇四条はSECに対してCOSO報告をアップデートし、過去五年間（一九九七年七月—二〇〇二年七月）の財務情報開示に関連した違反事例を調査することを命じた。その結果、この間にSECが強制措置を採った件数は五一五件で、増加傾向がみられることが明らかになった。この内、捜査局の捜査の対象になったのは二七件であるが、その内訳は図表2に整理されている。不適切な収益計上時期に関係する一二六件の

図表 2 疑わしい会計処理の趨勢

不適切な会計処理	捜査件数
不適切な収益計上時期	126
不適切な費用計上時期	101
事業の結合に関連する不適切な会計処理	23
その他の会計・財務報告問題	130
MD&A などでの不適切な開示	43
関連企業との取引の不十分な開示	23
非金銭的および売上げ水増しを目的とした会計処理	19
海外不正支払い防止法（FCPA）に違反した不適切な会計処理	6
オフ・バランス取引契約の不適切な利用	3
非 GAAP 数値の不適切な利用	2

（出所） SEC [2003]

強制措置の内、九四件は財務諸表の再提出を求められている。さらに、一〇四件については上級経営者が関与しており、取締役会会長五五人、CEO 七五人、CFO 八一人、COO 二〇人、CAO 一〇人、財務担当ヴァイス・プレジデント二二人に対して罰金が科せられている。

## 二、サーベンス・オクスレー法（SOX）の内容

SOXの規定のうち、企業にとって最も重要なのは三〇二条と四〇四条である。三〇二条は、上級役員に対して、年次報告書および四半期報告書に、①報告書をレビューし、重要事実の不実記載や遺漏がないこと、②財務諸表などが財務状態と事業の結果を公正に反映していること、③内部統制の構築・維持に責任を持ち、その有効性について

て評価したこと、④内部統制の欠陥、内部統制に重要な役割を果たす経営者あるいは他の従業員が関係する不正行為について監査人と監査委員会に報告したこと、⑤内部統制評価後の変更について報告したこと、を表明した宣誓書を添付するよう義務付けている。

四〇四条は、①経営者による適切な内部統制と財務報告手続きの構築と維持について記載した内部統制報告書、②その報告書に対する外部監査人による証明、を年次報告書に開示することを規定したものである。

三〇二条は二〇〇二年八月から適用されたが、四〇四条は経営者の内部統制評価に対して監査を要求しているため時間がかかるとの理由から、二〇〇四年一月一五日以降の年次決算より適用となっている。また、外国企業に対しては二〇〇七年三月期から適用される。

内部統制の概念が始めて体系化されたのは、トッドウェイ委員会が一九八七年に『不正な財務報告に関する報告書』(Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting) を発表し、内部統制の確立の重要性を指摘したのを契機としている。その後、同委員会の支援組織委員会(COSO)が一九九二年に『内部統制—統合フレームワーク』(Internal Control—Integrated Framework) を公表し、その目的と構成要素を定式化した。しかし、それはこの段階では概念的枠組みに止まり、具体的に何をどうすれば良いのかについては触れられていないため、制度の導入には至らなかった(内部統制の考え方の沿革については、大村「二〇〇五」を参照されたい)。しかし、この沿革から、内部統制は不正な財務報告の防止のために提唱されたものであることが分かる。



したがって、内部統制の構築が目的としているのはコーポレート・ガバナンス (CG) の強化そのものであるといえる。CG の理念としては、経営責任の明確化、企業利益、法令順守、あるいは企業の社会的責任 (CSR) など、実に多様なものが挙げられている。しかし、いずれの理念を追求するにしろ、その核心は経営に対する企業内外のチェック・システムが正常に機能し、経営の失敗や不正行為を未然に防止する仕組みが構築されていることであろう。この場合、チェック・システムとしては企業内部と外部が考えられる。モンクス・ミノウにしたがって、これら両者からなるガバナンスの仕組みを「アングロ・サクソン型コーポレート・ガバナンス」(Monks & Minow [1995], *Corporate Governance*, p.261) と呼ぶのは、SOX が企業に対して求める内部統制が目指すものは取締役会 (特に、その中に設置される監査委

員会) による内部ガバナンスと、フィナンシャル・ゲートキーパー (特に監査人) による外部ガバナンスの組合せによる不正防止の仕組みである。

### 三、SOX による効果と規制コスト

二〇〇四年七月二日に下院金融サービス委員会は「サーベンス・オクスレー法：市場と投資家の回復の二年」(U.S. House of Representatives [2004]) と題する公聴会を開催した。証人の一人であるデロイト・アンド・トウシュCEO のクウイングレイ (J.H. Quingley) は、SOX の効果として、①CEO 抜きでの取締役会の開催が増加し、その監視機能が向上している、②CEO、CFO とも以前より財務報告プロセスに積極的に関与するようになった、③監視委員会は開催の頻度、会議の時間とも増加し監視機能が向上してい

る、とその効果を評価している。また、AFL-CIOのトルムカ (L. Trunka) も、エンロンとワールドコム破綻だけでも組合員が三五〇億ドルの損失を被ったことをあげ、勤労者が年金プランを通じて資本市場に重要な関わりを持っている現状に照らして、資本市場改革、SOXの制定を高く評価している。

しかし、トルムカが紹介しているように、SOXに対する批判も根強い。それはSOXが義務付けている内部統制の構築のためのコストおよび監査費用がかさみ、非公開化を選択する企業と、外国企業の撤退（上場廃止）が増加するだろうというものである。こうした批判は取引所や産業界の一部には根強いものの、全体には肯定的に評価する声が多いようである。

それでは、SOX四〇四条の内部統制の構築はどの程度のコスト・アップになっているのである

うか。いくつかの調査についてみてみよう。

財務執行役員協会 (FEI) が二〇〇四年に三二社について実施した調査によると、収入が五〇億ドル以上の企業の二〇%が初年度のコンプライアンス・コストが平均して四七〇万ドルと回答した。平均では二〇〇万ドルであった。この数字は一見すれば大きな金額に見えるが、S & P 五〇〇社がー社当り四七〇万ドルとすると、総額では二四億ドルになるが、この金額はこれらの企業の時価総額約一〇兆ドルのー%のー〇〇分の三に過ぎない。FEIの翌二〇〇五年の調査は八三社を対象にしたものであるが、平均して、内部統制構築のためのマンパワーが六七〇〇時間、コンサルティング費用が四八万ドル以上、監査費用が三五%以上の増加、であった (FEI [2005])。

もつとも、ドナルドソン SEC 委員長 (当時) は、これらのコストのかなりの部分は内部統制の

手続きの見直しのための費用 (イニシャル・コスト) であり、次年度以降は大幅に低下するだろうと述べている (U.S. House of Representatives [2005])。

オーバーサイト・システム (Oversight System, Inc.) は、二〇〇四年に二二二人の財務担当役員からの回答を集計している。それによると、五七%がSOXによるコンプライアンスは株主にとって良い投資である、七九%がより強力な内部統制を構築したと回答している。そして、改善された点については、①財務報告に関係する個人の説明責任を明確化 (四六%)、②財務上の不正が行われるリスクの低下 (三二%)、③財務の計算エラーの減少 (三一%)、④財務報告書の正確性の向上 (二七%)、などとなっている。また、内部統制を継続的に (取引が行われる度にリアルタイムで) 評価、モニタリング、報告、立証して

いるのは三三%、毎日が七%、毎月が二二%、四半期に一回が三八%、となっていた。

これに関連したもう一つの問題は、四大会計事務所がアメリカの最大手企業の九七%の監査を行っているという極めて寡占的な構造である。GAOの調査 (二〇〇三年七月) ではそれ以外の会計事務所は重大な参入障壁に直面していると結論している。また、監査費用は上昇傾向にあるものの、大部分の専門家は監査サービス市場の最近の変化によるもので、寡占構造が原因とはみていない。しかし、『エコノミスト』誌 [2005] はこのことが監査費用を引き上げている可能性があると指摘している。

#### 四、ガバナンス改革の行方

先にふれたように、「アングロ・サクソン型

コーポレート・ガバナンス」は、経営に対するチエック・システムとして内部ガバナンスと外部ガバナンスを組み合わせたものである。しかし、エンロン破綻以降に次々に露見した企業スキャンダルはこの仕組みが巧く機能していないことを示すことになった。それが、決して「一握りの腐ったリンゴ」(ブッシュ大統領)に止まらないのではないかという不信感が抱かれることになったのである。

そこで、SOXは内部ガバナンスの面では独立取締役の定義を厳格化、監査委員会の機能を強化(これらは、NASDAQおよびNYSEの上場企業のガバナンス基準の強化によって補強されている)するとともに、外部ガバナンスの面ではフィナンシャル・ゲートキーパー(監査人、アナリスト、格付け会社)の機能を強化することによって、財務情報の真实性を担保し、投資家の資

本市場への信頼の回復を図ったのである。

もとより、制度をより良いものに改善する努力が必要であることはいうまでもない。しかし、それを運営するのは人間である。ガバナンス・システムにおいて中心的な役割を果たす経営者が意図して制度の抜け穴を突いて不正行為を行うことを完全に防ぐことはできないであろう。その意味で、完全な制度は存在しないことを認識する必要がある。

SOX四〇四条で義務付けられた内部統制の構築がいかに微細にわたるガバナンスのチエックの仕組みであろうとも、エンロンの不正会計処理がそうであったように、経営者、フィナンシャル・ゲートキーパーが共謀して不正行為を働こうとすれば、それを防ぐことは困難であろう。ガバナンス・システムが、最後には、経営者の倫理や自覚に訴えざるをえない理由である。

サーベンス・オクスレー法 (SOX) とガバナンス改革

【参考文献】

- 大村岳雄 「二〇〇五」『内部統制を巡る最近の動き—米発の開示状況と日本の現状—』『D-I-R経営戦略研究』第六号、一〇頁
- 柿崎 環著 「二〇〇五」『内部統制の法的研究』日本評論社
- 佐賀卓雄 「二〇〇三」『エンロン破綻とフットナンシヤル・ゲートキーパーの役割』『証券経済研究』第四四号、二二頁
- Economist* [2005], Special Report: Sarbanes-Oxley—A Price Work Paying?, May 19th
- Financial Executives International (FEN) [2005], *The Cost of Compliance: Audit Fees Expected to Rise 35% Companies Say*, May 30
- Oversight Systems, Inc. [2005], *The 2004 Oversight Systems Financial Executive Report on Sarbanes-Oxley Securities and Exchange Commission (SEC)* [2003], *Report Pursuant to Section 704 of Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Jan.
- U.S.House of Representatives [2004], Hearing before the Committee on Financial Services, *Sarbanes-Oxley: Two Years of Market and Investor Recovery*, July 22.
- \_\_\_\_\_ [2005], Hearing before the Committee on Financial Services, *The Impact of the Sarbanes-Oxley Act*, Apr.21.
- U.S.Senate [2004], Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, *Examining the Impact of the Sarbanes-Oxley Act and Developments Concerning International Convergence*, Sep.9.
- (なか たかお・当研究所理事・主任研究員)