

コーポレート・ガバナンスと会計問題*

——エンロン破綻とアメリカの制度改革を巡って——

祝迫得夫・古市峰子†

巨大企業エンロンの破綻と大手会計事務所アーサー・アンダーセンの消滅に代表される、近年のアメリカ企業における不正会計問題に関して、コーポレート・ガバナンス論の視点からの整理・検討を試みる。アメリカの不正会計問題は、一方でアメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの変化、株主重視への流れの副産物としての側面を持っている。他方、より本質的な問題は、監査業務におけるゲートキーパー・モデルの破綻であり、その背景にあるのは大手会計事務所における監査業務とコンサルティング業務の利益相反問題である。サーベインズ=オクスリー法による制度改革はこの問題の解決を試みたもので、ディスクロージャーの徹底と独立公共機関による監査制度のコントロールという2つの重要な要素を持っており、そのような改革の方向性は日本やEUにも波及している。しかし、業務の利益相反問題に関しては決定的な解決策が提示されたとは言えず、アメリカでのコーポレート・ガバナンス改革、会計システム改革がどのように進んでいくかに関しては、今後も注目が必要である。

1. コーポレート・ガバナンスのキー・ファクターとしての会計問題

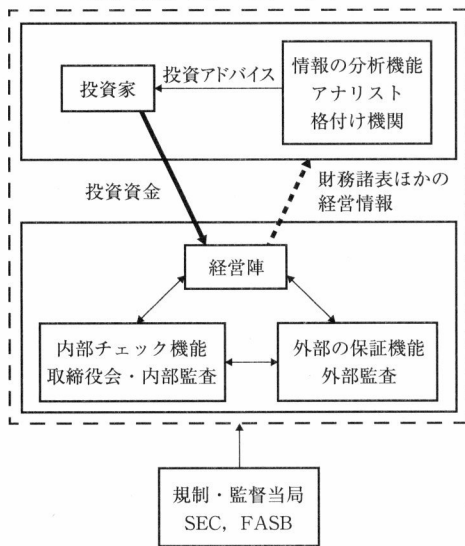
2001年のエンロンの倒産と、その後明らかになった不正会計スキャンダルは、10年に渡って続いた好景気の背後に隠されていた、アメリカ経済の様々な部分の問題点を白日の下に晒すことになった。本稿ではそれらの問題のうち、コーポレート・ガバナンス、会計問題、企業金融規制の問題に主に焦点を当てる。

本稿において我々が取る立場は次のようなものである：我々はエンロン事件をはじめとする米国の一連の企業不祥事問題を、Coffeeが言うように、本質的には「ゲートキーパー(gatekeeper)」の問題として捉える(Coffee, 2001, 2002)。金融システムが資本主義経済の企業システムにとって本質的に重要なのは、それが法人企業の活動に関する情報を生産し、評価し、モニターするからである。ここでいう「ゲートキーパー」とは、会社外の第三者が資本市場における情報開示に関する法や社会的ルールの遵守を確保する機能のことであり、具体的な経済主体としては会計事務所・監査法人や格付け機関のことを指す。

図1では、Healy and Palepu(2003)の論文中的図を若干簡略化して、金融システムの中における財務情報・投資資金の流れとゲートキーパーの役割、そして規制当局の関わりが描かれている。民間の金融

システムを示す点線の枠中、上に位置する実線の枠が投資家サイド、下の枠が企業サイドを示している。企業は財務情報を発信し、投資家はそれに基づいて投資の意思決定を行う。このような情報と資金のやり取りの中で、独立な第三者であるゲートキーパーが重要な役割を果たす場面が、少なくとも二箇所ある。第1は、会計事務所・監査法人が外部監査という形で企業の経営財務情報をチェックし、第三者としてその情報を保証することで、企業の発信する財務情報の信頼度を高めるという場面である。第2は、証券会社のアナリストや格付け機関が財務情報を精査し、また独自の調査を行うことによって、どちらかという投資家に近い立場から企業の経営情報を分析して、得られた結果をレポートや格付けという形で発信する場面である。無論、会計事務所・監査法人、アナリストや格付け機関といった主体が、まったく独立した第三者であるわけではない。彼らの収入が監査を受ける企業、あるいは発信された情報に基づいて投資を行う投資家から支出されているという点では、ゲートキーパーについても必然的にエージェンシー問題が発生するはずである。しかし、経済学におけるコーポレート・ガバナンス論のフレームワークでは、その問題はあまり分析されてはこなかった。我々が分析しようとするのは、ゲートキーパー達がなぜ、クリントン政権時代の米証券取引委員会(SEC)の委員長であった Arthur Levitt の言

図1. 金融システムとゲートキーパー



注) Healy and Palepu(2003)のExhibit 3を元に作成。

う、財務情報の「数合わせのゲーム(Numbers Game)」(Levitt, 1998)に積極的あるいは消極的に参加することになったか、なぜそれを防ぐインセンティブ・メカニズムが存在しなかったかである。

このように問題を設定するのは、我々の主たる興味だが、日本にとって有益な教訓をアメリカの経験から引き出すことにあるからである。近年のコーポレート・ガバナンスの国際比較においては、アングロ・サクソン型のマーケット主導のシステムと、日本の銀行主導型のシステムを対比させる議論、あるいはアメリカ型のシステムにおける社外取締役の重要性を強調する議論などが支配的である。しかし、どちらのシステムにおいても信じられないような企業の不祥事は実際に発生したのであり、必要以上に二つのシステムの対比を強調するのは、現実の経済についての生産的な議論のためには、いささか不毛であると言わざるを得ない。より踏み込んで言えば、1990年代以降続く日本の不良債権問題は、技術的には企業と銀行、そして金融当局をも含んだ、会計数字の判断と操作という側面を持っている¹⁾。このことは、監査法人の判断と銀行自身の判断の食い違いによって債務超過・破綻倒産に追い込まれた足利銀行の例に如実に現れている。日本の識者の一部には、エンロン事件発覚後の混乱を眺めて、アメリカ型資本主義の限界を主張する向きがある。しかし翻って日本経済の現実を考え直すと、今日、アメリカが直面しているコーポレート・ガバナンスの問題の多く

は、バブル崩壊後10年以上経って、いまだ日本が抱えている問題と共通している。そして、一連の企業の不祥事に対するその後のアメリカ経済・政策当局の反応の素早さと、10年以上同じことを続けながら問題の根本的な解決に至っていない日本の現状を比較すると、より踏み込んだ制度改革を必要としているのは明らかに我が国の方であろう。したがって、代替的な制度として企業会計システムをどのように改革し、より良いものにしていくかは、不良債権問題の解決とその再発防止のためにも重要であり、そのために米国の経験から我が国が学ぶべき点は多い。

さらに国際会計基準の成立と浸透により、先進国の会計制度は急激な勢いでグローバル化・均質化しており、日本はこの影響を最も大きく受けている国である。第2次大戦以降、1980年代までの日本企業にとって、会計制度・監査制度はある意味で商法・会社法制度以上に硬直的な、外生的に与えられた制度であった。しかし1990年代以降、日本の会計制度は急速に変貌を遂げており、その中で日本が将来的にどのような会計システムを選択・設計し、会計制度のグローバル化の流れに対応していくかは、今後の日本企業のコーポレート・ガバナンスを考えるに当たって非常に重要である。したがって、日米のコーポレート・ガバナンスを対比して考えるよりも、両国が同じように直面している問題として、金融システムの「ゲートキーパー」の問題を捉え、アメリカの経験を踏まえて効率的な制度改革を進めていこうとする態度の方が、より建設的であると考えられる。

なおスペースの問題から、本論文ではゲートキーパーとしての会計事務所・監査法人の役割に焦点を絞り、もう一種類のゲートキーパーである証券アナリストや格付け機関の問題に関しては、必要な場面で言及するが、それ自体を分析の対象とすることはしない。この点については将来の研究課題である。

本論文の構成は以下のようになっている。第2節では、事実経過と分析と題し、エンロンの破綻、アーサー・アンダーセンの消滅に関して事実関係を整理し、その上で両者の問題を、過去20年に渡るアメリカのコーポレート・ガバナンスの変遷の中に位置づけて議論をする。第3節では、ポスト・エンロンのコーポレート・ガバナンス改革について、アメリカでの改革を中心に概観する。第4節は全体のまとめである。

2. 事実経過と分析

2.1 エンロン

1990年代を通じてのエンロンの急成長と、その後の一転した破綻に関する記述は、専門論文・一般向け書籍ともに数多く出版されている²⁾。したがって、その全体像についてここで説明を繰り返すことはしない。以下の事実関係についての記述は、極めて簡略なスケッチである。

エンロンは1985年、2つの企業の合併により、全米をカバーする初の天然ガス・パイプラインのネットワークとして誕生した。翌年、Kenneth ReyがCEOに就任すると、その後の数年の間に、天然ガスの運搬業務からエネルギー関連の契約取引にその主な業務をシフトさせ、1980年代後半から90年代初頭にかけて天然ガスの取引に革命を起こすことになった。1989年にJeffrey Skillingがトレーディング部門のCEOに就任すると、1990年代半ばには電力の売買にも進出する。これらの伸張の背景には、1970年代後半からのアメリカでのエネルギー市場の規制撤廃・自由化と、それに伴う民間ビジネスの発展がある。また、海外におけるエネルギー市場の規制緩和の波にも乗り、イギリス、インド、南アフリカ等にも進出している。これらの事業の大成功により、エンロンは1990年代のアメリカで最も成功した企業の一つとなった。Fortune誌は1996年から2001年まで連続してエンロンを“most innovative”な企業に選んでおり、それは「エンロンが古臭いガス会社から、エネルギー市場最大のオンライン・ブローカーに変身を遂げたから」であるとしている³⁾⁴⁾。

急成長に伴い、エンロンの経営は財務面でも非常にアグレッシブになり、利潤と成長可能性の大きさを誇大にみせるような、法的に問題のある金融取引・会計処理を数多く行うようになっていく。無論そのような「操作」をエンロンの経営陣が単独で行うのは不可能であり、会社の内部・外部の会計担当者と法律関係者がこれに関わっている。これが多くの会計・法律関係の識者がエンロンに象徴される企業不正問題を、「資本主義のゲートキーパーの問題 (gatekeepers' problem)」であると言う理由である。最終的には、幾つかの大きな事業契約が続けざまに失敗に終わったことによって、不正会計問題が明るみに出ることになる。その結果、大半の取引相手と投資家が急速にエンロンから手を引いたことによっ

て、エンロン帝国は瞬時にして崩壊する。

エンロンの不正経営を巡る背景として強調しておくべきだと思うのは、エネルギー市場が非常に目新しい事業機会であり、その価値の評価について、市場参加者が十分な経験や知識を持ち合わせていなかったという点である。つまり事業機会の斬新さが、そのマーケットにおける情報の偏りや投機的行動を助長したのであり、これ自体は新しい技術や知識が本質的に持つ性質である。その意味で、エネルギー市場の規制緩和やデリバティブ取引に本質的な原因があったわけではない。

エンロンのコーポレート・ガバナンスと不正会計に関する具体的な論点としては、2つの問題を指摘しておきたい。問題の第一は、Special Purpose Entities(特別目的事業体、特別目的法人；以下SPE)の不適切な利用である⁵⁾。企業は特定の事業目的のために、独立にコントロールされるSPEを作ることによって本体と独立した資金調達が可能になり、またその事業のリスクを企業本体から分離することができる。このようにSPEに対するコントロールと事業リスクが本体企業から切り離されている場合には、会計上も当該SPEによる金融取引・契約を連結バランス・シートからははずすことが認められる。逆にコントロール・事業リスクが切り離されていない場合には、SPEの経営が行き詰ったりした際に、本体企業も何らかの負担を求められる可能性があるという意味で、潜在的なオフバランスのリスクが常に存在している。したがって、会計上、SPEを連結対象から外すことの目的は失われ、SPEは単なる不正経理の隠れ蓑になってしまうであろう。

エンロンは3,000社を超えるSPEを設立したが、それらのコントロールの独立性は確保されていなかったし、本体との事業リスクの分離も十分に行われていなかった。90年代後半のエンロンのSPEは、エンロン本体のCFOであったAndrew Fastowによって事実上コントロールされていた。またSPEがエンロンとの取引によって被った損失については、最終的にエンロン本体が補填することになっていた。したがって、エンロンはSPEとの取引において会計上の操作を行うことにより、負債や不良債権を隠蔽していた。同時にSPEは、非常に野心的な予測収益を事後的に達成し、株価を維持するのに利用されていた。無論、GAAP⁶⁾は連結対象ではないSPEとの取引に関する細かいディスクロージャーを義務付けているが、エンロンはSPEがどのよう

に運営・管理されているかについて十分な情報開示を行うことは無かったのである。

第二の問題は、時価評価／値洗い方式(mark-to-market)会計の誤用・悪用である。先に述べたが、エンロンの事業の大半が、ウェザー・デリバティブやブロードバンドのように非常に目新しい事業機会であったため、経験的・客観的な評価が存在せず、将来の収益予測について非常に野心的な数字を示すことが容易であった。さらに事後的に事業が不振に陥った際にも、エンロンは当初の収益予測を修正しなかった。当初の予測が非常に野心的なものになるのは、目新しい事業機会に関しては普遍的な現象であり、さほど批判するにはあたらないかもしれない。しかし、事後的な修正をせずに、時価評価による事前の利益予測を達成したかのように見せかけたのは、明らかに意図的な会計制度の悪用といえる。

2.2 アーサー・アンダーセン：米国会計業界の歴史と現状⁷⁾

次に、エンロン・スキャンダルに関して倒産に追いつまされた、エンロンの会計事務所、アーサー・アンダーセンについて取り上げる。その歴史をまとめることによってアーサー・アンダーセンに代表される米国会計業界、特に大手の会計事務所を取り巻く制度的な問題点を浮き彫りにするのが、ここでの目的である。

アーサー・アンダーセンは20世紀初頭、ノースウェスタン大学の会計学部長だったArthur E. Andersenによって設立された。大手会計事務所の中では後発組であったが、Arthur E. Andersenのカリスマ的なリーダーシップの下、厳しい監査業務、均質なサービス、徹底した社員教育で評判を確立し、業界を代表する大手会計事務所となった。しかし、Arthur E. Andersenがトップを務めていた時期に、後にエンロン・スキャンダルに巻き込まれていることになる要因の芽生えが既に見受けられるのである。

第1に、アーサー・アンダーセンにおいては基本的に新卒の新入社員のみを採用し、徹底した社員教育とトレーニングを施すのが伝統であった。採用そのものに例外はあるものの、主要幹部に上り詰めるのは、高校・大学を卒業して以降ずっとアーサー・アンダーセンの社員であった者たちであり、従業員が「アンダーセン・アンドロイド」と揶揄されるような、非常に均質的で官僚的な内部組織・企業文化が形成された。このような内部組織は、確かに質の

高い監査業務の専門家を数多く育成することに寄与したし、その意味でアーサー・アンダーセンの人事制度は、日本の官庁や大手銀行のそれに非常に良く似ていたといえる。その一方で、「アンダーセン・アンドロイド」という呼び名は、当然、ネガティブなニュアンスを含んでいる。組織の効率性の裏返しとして、アーサー・アンダーセンもまた、前例主義、上層部の意向の絶対視、少数意見の排除といった、典型的な官僚的組織のネガティブな側面を自らの問題として抱えることになった(Toffler, with Reingold 2003)。

第2は、アーサー・アンダーセンがコンサルティング業務をはじめた、最初の会計事務所の一つであったということである。会計事務所は監査業務によってクライアント企業の財務関係情報について多くを知ることになるから、コンサルティング・サービス提供のために有用な情報についても、必然的に知りえる立場にある。その意味で、監査業務とコンサルティング業務に補完性があるのは明らかであり、実際、多くの会計事務所・監査法人がコンサルティング業務に参入している。アーサー・アンダーセンは、第2次大戦後のコンピューターの発展に伴って、1952年にGE(ゼネラル・エレクトリック)の給与システムと資材管理システムのデザインを手掛けるなど、この分野で先頭を切っている。第1の点はアーサー・アンダーセン固有の問題であるが、監査業務とコンサルティング業務の利益相反問題は、今日にいたるまでアメリカの会計業界が抱えている問題の始まりである。

Arthur E. Andersenが1947年に死去し、その後、過半数の投票権を保有するパートナーは現われなかった。またアーサー・アンダーセンの業務が拡大し、会社が成長するに伴って、業務と組織の地理的拡散は避けられないものになり、それに伴ってパートナー数自体の増加も避けられないものになる。その結果、1970年代初頭の組織改革で、アーサー・アンダーセンは組織運営の権限を大幅に組織の下部、すなわち各部門と地域オフィスに委譲する。

ゲートキーパーとしての会計事務所・監査法人のモデルは、単独の顧客から受注する報酬の額が、ゲートキーパーの全取入の中のそれほど大きくはないことを前提としている。しかし1970年代に入ると、この前提を大きく揺るがす、今日にまで通じるアメリカの会計業界の構造的問題に、アーサー・アンダーセンも煩わされることになる。第1は、監査業務

の過当競争による利益水準の低下である。第2は、繰り返しになるが、監査業務とコンサルティング業務の利益相反問題である。監査業務が十分な収益を上げている間は、コンサルティング業務との利益相反は存在していたとしても、同一組織内での決定的な問題にはなり得なかった。しかし、M & Aの増加とそれに伴う訴訟リスクの増大や、反トラスト法に基づく規制緩和に伴って、1960年代後半以降、アメリカの監査業界は慢性的な赤字体質に陥る⁸⁾。

この結果、大手会計事務所は、コンサルティング部門の伸張による監査部門対コンサルティング部門という組織内部の権力争いと、二つの業務の利益相反という問題を抱えることになる。前者の問題に関しては、アーサー・アンダーセンの内部でも、収益の高さを背景にしたコンサルティング部門のパートナー数・利益配分の増加に対する要求が激しくなる。後者の問題については、ゲートキーパーとしての監査業務で要求されるのは、第三者として企業の財務情報をチェックし、その内容を保証するという機能であるから、必然的に中立性を保ち、クライアントである企業と一定の距離を置く態度が重視される。一方、コンサルティング業務はクライアント重視であり、担当企業との密接な関係が必要とされる⁹⁾。このような対立の構図が如実に現われているのが、役員報酬としてのストック・オプションの会計処理に関する問題であるが、この点については、2.3節のアメリカのコーポレート・ガバナンスの変遷についての議論の中で詳しく述べる。

アーサー・アンダーセンは、1989年にコンサルティング業務部門のアンダーセン・コンサルティングを設立するが、これはアンダーセン・コンサルティングの完全な独立まで続く泥沼の離婚劇の始まりであった¹⁰⁾。最終的には、アンダーセン・コンサルティングは2000年にアクセンチュア(Accenture)として分離・独立し、この結果、アーサー・アンダーセン自体は米国会計事務所のビッグ・ファイブのトップから第5位に転落してしまう。アクセンチュア独立の際、アクセンチュアが大企業のコンサルティング、アーサー・アンダーセンが中小企業のコンサルティングを行うという棲み分けがなされ、アーサー・アンダーセン本体は収益を追い求めて、再度コンサルティング業務へのテコ入れを行うことになる。コンサルティング業務の再拡大と、収益確保のプレッシャーの下で、アーサー・アンダーセンはエンロンとの関係において致命的ミスをしてしまう。

ヒューストンのローカル・オフィスで担当者だったデビット・ダンカン¹¹⁾は、エンロンが行っていた複雑な財務取引・財務処理の監査業務を担当するにしては、明らかに経験不足であった。またアーサー・アンダーセン内部での監視役であるプロフェッショナル基準グループは、エンロンの会計処理に問題があることをヒューストン・オフィスに対して指摘していたが、最終的にヒューストン・オフィスはこれを見逃し、エンロンの取締役会へ通達されることもなかった。事件発覚後に社内調査チームがまとめたパワーズ・レポート¹²⁾によれば、「アンダーセンの内部では、2001年2月にすでにエンロンによるSPE取引の問題性が真剣に議論され、エンロンを監査クライアントから落とすことまで検討されていたにもかかわらず、アンダーセンの担当パートナーは、その直後における監査およびコンプライアンス委員会との会合で懸念を表明することなく、関連会社取引に関し、『要求されるディスクロージャーの適切性は検討済みであり、アンダーセンは、財務諸表につき限定のない監査意見書を発行する予定である』と述べた。」

このような問題のある監査が行われた背景には、上で述べたような様々な要素——均質化・官僚化してしまった企業文化に起因する内部チェック・システムの機能不全、大口の優良顧客を逃したくないという焦り、地域オフィスへの権限の委譲など——があった。エンロンの不正会計が明るみに出て、会社としてのアーサー・アンダーセン自体が訴追の対象となることがはっきりすると、顧客の流失が加速度的に起こり、有能な社員の退社も頻出する。この結果、世界有数の会計事務所だったアーサー・アンダーセンは、いとも簡単にその歴史に幕を閉じたのである。

2.3 アメリカのコーポレート・ガバナンスの変革とエンロン問題

以上のようなエンロンと、そのゲートキーパー役であったアーサー・アンダーセンの破綻を巡る問題を経済学的な視点から理解するにあたっては、その背景にある1980年代-90年代のアメリカのコーポレート・ガバナンスの変革について検討しておく必要がある。一つの大胆な整理として1980年代は敵対的買収の時代、1990年代はストック・オプションの時代であったと言えることができるであろう。

1980年代の初めに始まったアメリカにおける企

業買収の隆盛は、1990年代の初頭にとりあえずの終息を迎える。1980年代のアメリカのM & Aを特長づけるのは、敵対的買収とレバレッジの利用である。Holmstrom and Kaplan(2001)の整理によると、80年代アメリカにおけるM & Aの隆盛には、次のような3つの説明がある。

- ① Jensen のいわゆる『フリーキャッシュ理論』：企業内システムによるコーポレート・ガバナンスの失敗(Jensen, 1986, 1989)
- ② 1960年代のM & Aによって形成されたビジネス・コングロメリットによるガバナンスに対する失望(Shleifer and Vishny, 1990)
- ③ 投資信託・年金基金などの機関投資家の伸張による、他の stakeholder と比較した株主の相対的なバーゲニング・パワーの拡大(Donaldson 1994)

実際の背景にあったのは、これらの説明のコンビネーションであろう。

一方、Hall and Liebman(1998)によれば、1980年代から90年代に掛け、M & Aの隆盛に並行して、アメリカの経営者の報酬システムに占める、株式に基づく報酬システム(equity-based compensation)の割合が急速に上昇している。この結果、1990年代半ばまでにはアメリカ企業の経営陣の意思決定を取り巻くインセンティブ・メカニズムは、巨額のストック・オプションの付与に代表されるような、十分に stock market friendly なものになっており、CEOの報酬システムが株式市場による企業評価とより密接に結びつくようになったため、もはや敵対的買収のような形で、企業の行動を強制的に株主の利益最大化に向かわせる必要が無くなっていたのである。つまり90年代においては、ストック・オプションが、1980年代の敵対的買収に取って代わったのである。

1990年代後半、アメリカの株式市場が歴史上類を見ない活況を呈した時期、このような「株主＝株価」重視のガバナンス・システムの広がり、企業の経営陣に対しアナリストの予測に適用収益を発表し続けることによって短期的に株価を上昇させるような、極めて強いプレッシャーがかかるような状況を生み出すことになる。その結果、会計数字の操作(manipulation)によって企業収益を大きく見せか

けるインセンティブが、企業の経営陣の側に発生することになる。このような会計操作を防止し、的確な会計情報がリリースされるための監視役の役割を果たすべきなのが、ビッグ・ファイブをはじめとする会計事務所であった。しかしアーサー・アンダーセンの例でも分かるように、監査業務とコンサルティング業務の利益相反問題を中心とする様々な問題により、アメリカの大手会計事務所は1990年代にはゲートキーパーとして機能不全に陥っていた。

このような状況が如実に現われているのが、役員報酬としてのストック・オプションの会計処理に関する問題である。1990年代に入ってストック・オプションの利用が広まったことに対応して、当局はストック・オプションの実際の価値(公正価値)を費用として計上することを会計事務所に求めた¹²⁾。また、クリントン政権下でのSEC委員長であったArthur Levittは、ストック・オプションの費用計上を義務付ける制度改革を目指した。しかし、シリコンバレーの企業に代表される新興企業にとって、ストック・オプションは非常に重要な従業員へのインセンティブ付けシステムであると共に、経営陣にとっての利益の源泉であった。このため、企業側の利益を反映した大手会計事務所のロビーイング・政治圧力が繰り広げられ、議会の巻き込んだ猛烈な反対運動を受け、改革は断念せざるを得なかった。この点については、Levitt自身、「SEC委員長の任期中における最大の後悔」であったとしている(Levitt, 2002)。

またSECは公開企業のディスクロージャー制度に関する規制当局であるが、現在アメリカで実際に会計基準を作成しているのは民間機関である財務会計基準審議会(Financial Accounting Standards Board, FASB)であり、FASBは1973年の設立当初から既にストック・オプションは費用として計上されるべきであるという認識を持っていた。その後、FASBは公正価値法の適用を要求することによってストック・オプションの付与時点から費用計上を義務付ける会計基準を作成しようとしたものの、今日まで成功するには至っておらず、この点からストック・オプションの会計処理を、民間機関による会計基準設定の重大な欠陥として捉える見方もある。

無論、報酬制度としてのストック・オプション自体に致命的な問題があるわけではない。従業員の effort level を直接に観察・測定するのが困難なIT関連企業等において、それが有効なインセンティ

ブ・メカニズムであることは理論的に明らかである。したがってストック・オプションの会計処理の現状を問題視する会計の専門家でも、問題にするのは企業がストック・オプションを費用として処理しないという点であり、ストック・オプション自体を問題視しているわけではない。問題は、通常のエージェンシー・モデルに関する経済理論が想定している問題の外側に、より複雑なエージェンシー問題が存在していたという点である。

以上見てきたように、エンロンの破綻に象徴されるアメリカのコーポレート・ガバナンス問題の原因を、単なる企業経営者の強欲や、「株式市場によるガバナンス・メカニズムは近視眼的な企業行動を引き起こす」といった類の昔からある議論(Stein, 1989)にのみ結び付けるのは短絡的である。結論として言えばこの問題の直接的な原因は、以下の3つに求めることができる。第1に、1980年代から90年代にかけてアメリカの企業経営者の報酬システムが、極度に株価に依存するようになり、その結果、経営者の側に不正な会計操作を行ってまで、自社の株価を吊り上げるインセンティブが発生していたこと。第2に、そのような不正な会計操作を誘発するように、1990年代後半、アメリカの株式市場全体が継続して好調な状況にあったこと。そして第3に、そのような会計操作を防止するべき役割にあった会計事務所において、監査業務とコンサルティング業務の利益相反問題が非常に深刻になっていたことである。この中で最も重要な問題は第3の点であり、この点に関するポスト・エンロンの制度改革が次節の検討課題である。

3. コーポレート・ガバナンス改革

エンロン事件は、単一企業の倒産としては史上類を見ない社会的影響を及ぼし、その後のコーポレート・ガバナンスと会計制度に関する様々な改革の契機となった。本節では、アメリカの改革を中心に、このようなポスト・エンロンの制度改革について概観・検討することにする。

3.1 米国のコーポレート・ガバナンス改革の課題

エンロン事件を受けた米国のコーポレート・ガバナンス改革において問題になったのは、以下のような点である¹³⁾：

第1に、会計基準の内容や設定主体をめぐる問題である。前者としては、例えば、2.1節でみたよう

なSPEの利用を含むオフバランス・シート取引の濫用、GAAPに基づかないプロフォーマ財務情報¹⁴⁾の信頼性に対する懸念、リスク情報の提供不足、情報開示の遅れ等が指摘された。また、会計基準があまりにも細かく複雑に規定されていること(規則主義会計あるいは細則主義会計の採用)が、かえって多数の例外規定を設けざるを得ない状況を作り出したり、会計基準を形式的にクリアさえしていれば適切な会計処理を行っていることになるという形式重視の考えを蔓延させることになり、企業や監査人等が適切な会計処理を実質的に判断していくうえでの弊害になっているのではないかとされた。他方、後者の設定主体をめぐることは、FASBの会計基準設定プロセスにおける独立性の問題(しばしば政治、産業界等からの圧力により基準内容の変更を余儀なくされること等)や、FASBの財源を会員からの会費や印刷物の販売収入に依存していることの是非等が問題とされた。

第2に、監査業務の品質(ピア・レビューの実効性および自主規制の有効性ないし監視機構の役割)や監査人の独立性(とりわけ非監査業務の提供の禁止)をめぐる問題である。例えば、Coffee(2001, pp. 11-15)では、会計監査についてゲートキーパーのモデルが機能しない原因として、次のような点が挙げられている。1つには、会計処理選択において報告企業に認められる裁量の余地が大きくなっていることが監査人の行為基準を不明確にし、監査対象企業の不正行為について監査人が何らかのペナルティー(損害賠償請求等の法的責任、評判の低下等)を受け可能性を減少させているという点である。2つめとしては、監査人は、株主の利益を守るために厳格な監査を行うよりも、経営陣の意向に柔軟に應えるほうが仕事を獲得しやすいため、監査人と経営陣との間に監査の厳格性を妥協させる旨の暗黙の合意がなされていることである。こうした監査人の戦略は、当然、訴訟リスクが伴うはずである。しかし、1995年に制定されたPrivate Securities Litigation Reform Act(PSLRA)¹⁵⁾等により、投資家が監査人の法的責任を追及することが困難になっており、こうした訴訟リスクは軽減している。3つめとして、会計事務所の経営多角化に伴い、監査される側の企業と会計事務所の関係も多角化し、そのことによって利益相反(エージェンシー問題)が生み出されていることである。経営陣は、監査人に対して、経営陣が望む会計処理を承認しなければ監査以外のコンサ

ルティング業務の発注をとりやめるとの圧力をかけることにより、監査に関して譲歩を強いることが可能になっている。そして4つめとして、会計事務所と会計士個人のインセンティブの乖離によるエージェンシー問題が挙げられている。すなわち、仮に、ゲートキーパーである会計士事務所が、自らの評判維持のために不適切な会計処理を認めないインセンティブを有していたとしても、監査担当パートナー個人が、所属事務所とは異なるインセンティブを有し、クライアントによる不適切な会計処理を承認する可能性があると考えられている。

第3に、企業のガバナンス機構(とくに企業内の監査委員会の有効性)をめぐる問題である。エンロン事件の背景の1つとして、本来、経営に関する監督義務を負うはずの取締役会、監査委員会および経営トップが当該義務を怠り、SPE関連取引の問題性を理解する機会を有しながら、批判的な検討を行わなかった(すなわち内部統制がうまく機能しなかった)点が指摘されている。例えば、当時のCFOであったFastowが実質的に経営するパートナーシップ(LJM)とエンロンの取引は、同社の企業行動倫理基準によれば、会社の経営者が直接関与する利益相反取引として原則禁止されるはずのものであった。しかし、取締役会は企業行動倫理基準の適用免除を決定し、LJMの設立を承認した。前述のパワーズ・レポートでは、こうした利益相反取引の承認および承認後の取引に対する取締役会の監督懈怠がエンロン事件を引き起こす要因の1つとなつたとされている。また、2.2節の後半、特にパワーズ・レポートへの言及部分において触れたような監査人と取締役会との間のコミュニケーション不全という点も問題とされた。

第4に、証券アナリストの利益相反問題である。監査人の独立性をめぐる問題と同様に、証券アナリストの所属する証券会社が、ブローカー業務のほかに、アンダーライティングやM&Aコンサルタント等のインベストメント・バンク業務を行っている場合、インベストメント・バンク業務の顧客または潜在的な顧客となる発行会社について、アナリストが厳しい評価を行いにくいといった問題が指摘された。

これらのうち最も重要なのは、2つめの会計事務所・監査人の独立性の問題であろう。このような監査人の独立性をめぐる問題は、エンロン事件以前にも認識されており、2000年11月には、その独立性強化を目的としたSEC規則の改正が行われてい

た¹⁶⁾。同改正規則では、監査人の独立性について、「合理的な投資家が、関連するすべての事実および状況に関する知識に基づいて、監査人が客観的で中立の判断を行うことができないと結論するような場合には、監査人は独立ではない」という一般的なルールを定めた上で、監査以外のサービスの提供が監査人の独立性を害するか否かの判断基準として、以下の点を考慮することとされた。

- ①監査人が監査対象企業との間で共同のまたは相反する利害関係を有するか
- ②監査人が自らの仕事の内容を監査することになるか
- ③監査人が監査対象企業の経営陣または従業員であるかのように行動するか
- ④監査人が監査対象企業の利益の代弁者の地位に立つか

また、同改正規則では、監査対象企業に対して提供することができない監査以外の業務が具体的に列挙されたほか、公開会社に対し、年次株主総会向け議決権代行行使委任状勧誘書類(proxy statement)で、監査人に支払った監査報酬その他一切の業務に関する報酬を開示することが義務付けられた。もっとも、監査人の独立性確保にとって極めて重要とされている事項の1つである財務情報システムの設計および運営について広範な例外を認めていたほか、社外検査業務の代行についても一定の割合で許容するなどの点で、比較的緩やかな制限にとどまっていた。

3.2 サーベインス = オクスリー法

このような問題に対する改革の中心が、いわゆるサーベインス = オクスリー法(Sarbanes-Oxley act)¹⁷⁾である。サーベインス = オクスリー法の全体構造については、加藤(2002)、神田(2004)等を参照されたい。同法の制定によって改革しようとしたのは、主に(1)外部監査における適正性の確保、(2)企業責任の強化、(3)ディスクロージャー制度、(4)証券アナリストの中立性確保の4点である。このうち(4)証券アナリストを巡る問題については、具体的な事実経過を論文の前半で取り扱わなかったこともあり、以下では取り扱わない。したがって図1で言えば点線で囲まれた中の、下の方の四角、すなわち企業側の財務情報の発信に直接関係するゲートキ

ーパーの機能に限定して、その具体的な改革の内容を議論する¹⁸⁾。

3.2.1 外部監査における適正性の確保

外部監査における適正性確保を目的とした改革として、第1に、サーベインス=オクスリー法において新しい監査業界監視機関の設置が規定され(101~109条)、2003年1月、かかる機関として「公開会社会計監視機構」(PCAOB: Public Company Accounting Oversight Board)が設置された。こうした監査業界の監視機関はこれまでも設けられていたが、従来は、あくまでもAICPA(米公認会計士協会)による自主規制機関であった。これが、「民間機関とはいいいながらも、実質的には行政機関によるSECの管轄下で活動する準公的機関とも位置づけられる」(八田・町田、2002)PCAOBへと、監視権限が移行されることになった¹⁹⁾。

第2に、従来、監査基準や監査における品質管理基準等の作成は、AICPAの内部組織である監査基準審議会(ASB)等が担っていたが、今回の改革により、監査基準や品質管理基準に含められるべき要件が法定されるとともに、具体的に基準内容については、PCAOBが設定することとなった(103条)²⁰⁾。

第3に、監査人の独立性を強化するための措置として、監査対象企業に対して提供が禁止される非監査業務の範囲が拡大かつ具体化された(201条)。同時に、禁止される非監査業務以外のサービス(税務業務等)を提供する場合でも、監査委員会の事前承認が必要とされるようになった(202条)。さらに、関与パートナー等のローテーション期間の短縮(7年から5年へ: 203条)、監査人による監査委員会への適時報告の義務づけ(204条)、被監査会社への一年間の再就職冷却期間の設定(206条)等が規定された。

3.2.2 企業責任の強化²¹⁾

企業責任の強化を目的とした改革としては、第1に、企業の財務その他ディスクロージャー等に関する経営陣の責任の厳格化が挙げられる。具体的には、経営陣に対して、SECへの定期報告書の内容および手続(内部統制等)に関する公正性につき、書面により認証すること(certify)が義務付けられるとともに(302条)²²⁾、虚偽の認証にかかる刑事罰および民事罰が強化された(906条)。

第2に、監査委員会の独立性、専門性の強化が図られた(301条、407条)。具体的には、サーベインス

=オクスリー法において、SECに対し、2003年4月までに、監査委員会が以下に挙げる要件を満たしていない企業については、その企業の株式の上場廃止を指導下の証券取引所等に指示する規則の制定を義務づけた(301条)。その要件とは、①監査委員会が直接、PCAOBに登録される監査人(登録監査人)の選任、報酬およびその業務の監視に責任を負い、これに対応して当該監査人が監査委員会に対して直接の報告義務を負っていること、②監査委員会の各委員が独立していること、すなわち、いずれの委員も取締役または委員としての報酬以外のいかなる報酬も受領しておらず、当該企業またはその子会社の関連者でないこと、③監査委員会が、会計、内部統制や監査に関して当該企業が受領した申立て等に対処する手続、および疑義のある会計または監査事項に関して当該企業の従業員から秘密かつ匿名で提出された懸念を処理する手続(内部者告発手続)を定めていること、④監査委員会が独立したアドバイザーを利用することができること、⑤監査委員会に対して、登録監査人および④のアドバイザーに対する支払いのための財源が与えられていること、とされている。米国では、このようなコーポレート・ガバナンスに関する規制は、従来、各州の会社法や証券取引所等の上場規則によってなされていたが、今回の改革によって初めて連邦法レベルでの規制が行われたことになる。なお、監査委員会の専門性の強化という点に関しては、例えば、企業の定期報告の際には監査委員会の委員のうち少なくとも1人は財務専門家であることが義務づけられることとなった²³⁾。

このほかにも、経営陣の不正行為防止を強化するための措置として、取締役らによる監査人に対する不当な影響力行使の禁止(303条)、CEOおよびCFOのボーナス、利益の没収(304条)、顧問弁護士の行動規範の設定(307条)、取締役および上級執行役員による個人貸付等の禁止(402条)等が規定された。

3.2.3 ディスクロージャー制度の向上

ディスクロージャー制度の向上を目的とした改革として、第1に、会計基準の設定方法について再検討がなされた。具体的には、サーベインス=オクスリー法により、会計基準のあり方として、細かなルールを定める規則主義会計(Rules-based Accounting)と、会計基準では大枠を定めるとどめて後は経営者や監査人の判断に委ねる原則主義会計(Principles-based Accounting)のいずれがよいか

を1年以内に検討することがSECに要請され(108条), その結果, 両者のいわば折衷案ともいべき目的志向型会計(Objectives-oriented Accounting)が提案された。目的志向型会計とは, 基本的には原則主義会計と同様の考えに立つものであり, ①財務諸表作成者と監査人に対して会計基準に明記された目的の達成が要求されること, ②各会計基準は会計上の様々な概念を定めた概念フレームワークに一致するように設定されること, ③会計処理の例外を設けないこと, ④数値基準を定めてそれに該当するかどうかにより会計処理を変える方法(パーセンテージ・テスト等)を認めないこと, ⑤詳細な実務指針を必要とする取引とそうでない取引を明確に区分すること, が特徴とされている²⁴⁾。

このほか, 会計基準の設定プロセスに関しても, FASBの作成した会計基準のGAAPとしての位置づけの強化, FASBの財源措置の見直し(従来への会費方式を改め, 資本市場における資金調達額にに応じて公開会社から徴収), FASBメンバーの要件の厳格化等が規定された(108条, 109条)。

第2に, 財務諸表外で提供される情報や, オフバランス・シート取引等にかかる会計基準の見直しがなされた。具体的には, サーベインス=オクスリー法により, SECに対して, プロフォーマ財務情報の開示方法についてルールを設定することが要求され(401条), 結果として, 2003年1月15日, プロフォーマ財務データの開示にかかるSEC規制(レギュレーションG)が公表された(適用時期: 同年3月28日)。これにより, 企業は, SECへの届出の有無にかかわらず, プロフォーマ財務情報を公表する場合には, 当該情報が誤解を生じさせるようなものであってはならないことが要求されるとともに, 当該財務情報がどのようにしてGAAP準拠の数字から導き出されたのかを調整表などで詳細に開示することが義務づけられるようになった。

また, SPEの会計処理についても, 連結されるSPEの範囲が拡大されるかたちでの見直しが行われた。すなわち, 2003年1月, FASBより解釈指針第46号(FIN 46)が公表され, 単純な「持株基準」では所有関係を確認できない事業体を「変動持分事業体」(VIE: variable interest entity)と定義したうえで, VIEの予測損失または予測残余利益の過半を負担あるいは受領(またはその両方)するような「主たる受益者」については, 実質的にみて過半数の議決権を有するのと同程度の支配的財務持分を有してい

るとみなされ, 連結の対象とされることとなった。かかる解釈指針が出されるまでは, 米国では, SPEにかかる連結基準として, 「持株基準」(=過半数の議決権を有するかどうか)および「リスクと経済価値の帰属」の観点から支配的財務持分を有しているか否かを判断し, 有している場合には連結するという考え方がとられていた。そして, 「リスクと経済価値の帰属」の観点からみて連結が求められる場合の具体的な要件については示されない一方で, 報告者以外の独立した第三者がSPEに対して十分な持分投資をしている場合(具体的には①独立した第三者によるSPEへの持分投資がSPEの総資本の3%以上を占めており, ②この第三者がSPEへの持分投資にかかるリスクと経済価値を保有すること)には「リスクと経済価値の帰属」の観点からみて連結の対象から除外することが認められていた(EITF 90-15)。こうした中, エンロン事件において, 同社がかかる非連結基準を形式的に満たすようなSPEを複数設立し, これを介在させた不正な会計操作(損失の「飛ばし」)を行っていたことが発覚した。特に, SPEにその総資本の3%の外部資本が投入されていれば, 独立した第三者によりSPEに対して十分な持分投資がなされているとみなし, 連結対象から除外可能としていたことへの批判が集中したことから, 今回の解釈指針の公表につながった。さらに同年6月には, FASBの財務会計基準書第140号(SFAS 140)を改訂し, 連結対象から除外可能とされる「適格SPE」の要件を厳格化する公開草案が公表された²⁵⁾。このほかにも, すべての重要なオフバランス・シート取引の開示や, MD & A (Management's Discussion and Analysis; 経営者による財務・経営成績の分析)における重要な会計方針の開示等が要求されるようになった。

第3に, 情報開示の適時性を向上させるために, 四半期, 年次報告書等の提出期限が早期化された。すなわち, 米国では1934年の証券取引法の制定時に, すでに四半期報告制度が導入されており, 2000年からは, 四半期財務諸表についても公認会計士によるレビューが義務づけられている。サーベインス=オクスリー法では, さらに四半期報告書の提出期限が従来の「45日以内」から「35日以内」へと段階的に短縮化されるほか, 年次報告書についても「90日以内」から「60日以内」へと段階的に短縮化されることになった。

3.3 日本および EU の対応

アメリカにおけるコーポレート・ガバナンス改革は、金融のグローバリゼーションの進展した今日の状況の下で、直ちにその他の先進諸国にも波及した。アメリカ特有の制度的理由に少なからず起因しているエンロン事件に触発された改革がこのように急速に諸外国に波及したのは、サーベインズ=オクスリー法が、米国市場に参入する外国会社の監査人(会計事務所)や、米国公開会社の海外拠点の監査を行う外国会計事務所にも適用される可能性があることも影響していると考えられる。米国以外の諸国では、そうしたサーベインズ=オクスリー法への対応ということも視野にいたれた検討が進められている²⁶⁾。ここでは、そうした諸国のうち、日本と EU における対応について簡単にみておく。なお日本・EU それぞれの改革の細目については補論を参照されたい。

3.3.1 日本の対応

日本の対応は、基本的にはアメリカの後追いの状態にある。例えば、2003年3月には、証券取引法施行令およびディスクロージャー制度関係の内閣府令が改正され、有価証券届出書および有価証券報告書において「コーポレート・ガバナンスに関する情報」、「リスクに関する情報」および「経営者による財務・経営成績の分析(MD & A)」についての開示が義務づけられるようになった(同年4月より施行)。

また2003年5月には、公認会計士法が包括的に改正され(2004年4月1日より一部を除き施行)、①公認会計士の使命・職責の明確化、②公認会計士等の独立性の強化、③公認会計士等に対する監視・監督体制の充実・強化、④監査法人制度の見直し等の措置が講じられた。同改正は、2002年12月に公表された金融審議会公認会計士制度部会報告を踏まえて、証券市場の公正性・透明性を確保し、投資家の信頼が得られる市場を確立する観点から、市場のインフラである公認会計士監査の充実・強化を図ることを目的としたものである。公認会計士法は昭和23年に制定され、昭和41年に監査法人制度の創設等の改正が行われたが、今回の改正は、それ以来の大幅な改正となったといわれており、改正点はほぼ公認会計士制度全般に及んでいる。なお公認会計士法の改正に関する詳細は、本論文の補論および井上(2003)、野村(2003)、井上その他(2004)等を参照されたい。

3.3.2 EU の対応

EU においては、アメリカでの改革に並行する形での改革を行っているが、同時にアメリカとは独立に改革を行い、国際的な会計制度の構築において EU 独自のイニシアティブをとることを強く意識している。

主な対応としては、2004年3月に公表された「EU における法定監査に関する指令案」が挙げられよう²⁷⁾。同指令案は、現在の第8会社法指令(1984年採択)に代わる、EU における法定監査を強化するための包括的な指令の策定を目指したものであり、法定監査人に対する規制・監督の強化のみならず、国際的な監査基準の採択やコーポレート・ガバナンスの強化など、広範な内容を含んでいる。いわば米国企業改革法の EU 版とされている²⁸⁾。

同指令案では、①財務報告に対する投資家の信頼を確保すること、②EU 域外国の監査人監督当局(特に米国 PCAOB)との間でバランスのある効果的な協力関係を構築することが目指されている。かかる趣旨のもと、同指令案では、加盟国の所轄当局に対して、EU の域外企業の年次・連結財務諸表を監査するすべての監査人・監査法人を登録・監査することが要求されている(45条1項〜3項)。そして、域外監査法人については、本法定監査指令案(29条〜31条)と同等の公的監督、品質保証、調査制裁の母国制度に服する限り、相互主義に基づき、EU 加盟国への登録・監査義務を適用しないか、修正のうえ適用することが可能とされている(46条)。具体的な内容については、補論を参照されたい。

なお、欧州委員会(European Commission)によれば、同指令案は2004年後半に EU 財務大臣理事会と欧州議会で詳細に検討された後、2005年半ばの採択が目指されている。また、指令案によれば、加盟国は2006年1月1日までに本指令の実施措置を採択・公表すべきとされている(53条1項)。さらに、欧州委員会では、コーポレート・ガバナンスに関連して、今後、早い段階で、①非執行取締役の役割の定義、②財務情報などに関する取締役の責任の明確化、③グループ内取引や関連当事者取引のディスクロージャーの改善、④オフショアの特別目的会社の十分な開示、等に関する具体的な提案を行うことが予定されている。

3.4 国際的な制度改革の方向性

以上のような、アメリカ、日本および EU におけ

る、ポスト・エンロンの最近のコーポレート・ガバナンス改革を概観すると、いくつかの潮流と今後の課題が見えてくる。

第1に改革の方針という点で、より徹底したディスクロージャーと独立公共機関による監査制度のコントロールという2つの大まかな方向性は、いずれの改革でも共通している。第2に、そのような改革の方向性については、世界全体がアメリカの動向に影響されている部分が大きいものの、より正確には日本・EUの立場はそれぞれにかなり違っている。そもそも日本とEUは、アメリカの企業経済システムがそうであるほどには、株式市場における評価には依存しておらず、したがってゲートキーパーとしての会計システムにもさほど依存していない。その意味で、そもそも改革の出発点がアメリカとは大きく異なっている。

第3に、出発点のもう一つの違いという意味では、歴史的に会計基準・監査基準の設定主体が民間主導であったアングロ・サクソン型のシステムと、規制当局主導であった日本やドイツのような国では、「独立公共機関による監査制度のコントロール」という目標に向けた対応が当然異なってくる。前者では、そのような公的機関が設立されたとしても、実際に効率的な規制や基準設定を行うことができるかどうかの問題になる。アメリカでは、監査業務そのものの採算性の低さに加え、コンサルティング・ビジネスが既に強力な一大産業になってしまっており、業界からのプレッシャーは強大である。したがって、これまで行われた改革のみでは、SEC等の独立公共機関が監査業務とコンサルティング業務の厳密な意味での分離を強いるのは、事実上不可能であるという見方が強い(Levitt 2002; Demski 2003; Healy and Palepu 2003)。一方、後者の日本のような国では、非常に複雑になってしまった会計・監査システムと周辺状況をコントロールする能力が、規制当局自身に備わっているかどうかが焦点となろう。

もう一つの大きな問題は、金融のグローバル化の大きな流れの中で、各国の会計・監査システムのあり方についてもグローバル化・均質化が進みつつあり、それを巡る各国の思惑や駆け引きがあるということである。つまり制度の世界的なハーモナイゼーション(調和)が必要であるという点では各国の認識は一致しているものの、EUはアメリカがシステムのデザインに関して絶対的なイニシアティブを握ってしまうことには、強い警戒感を示している。一方、

日本もそうした警戒感を持ちつつも、基本的にはアメリカの後追いになってしまっており、また制度の国際化という点では、先進国の中では遅れをとっている国の一つである。世界的な潮流と立ち遅れた国内制度の調整に官民ともに苦心しているという点では、BIS規制に代表される他の金融分野での制度の国際化と同じ構造を持つ問題に直面している。

4. まとめ

本論文は、いわば「経済学者のための会計問題の解説」として、エンロン問題に象徴される、現在のアメリカのコーポレート・ガバナンス問題の会計的側面について議論とまとめを試みた。エンロンとアーサー・アンダーセンの消滅に代表される、近年のアメリカ企業における不正会計問題は、一方でアメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの変化、株主重視への流れの副産物としての側面を持っている。しかし、より本質的な問題は、監査業務におけるゲートキーパー・モデルの破綻であり、その背景にあるのは大手会計事務所における監査業務とコンサルティング業務の利益相反問題である。第3節で議論したサーベインズ=オクスリー法による制度改革はこの問題の解決を試みたものである。サーベインズ=オクスリー法については、さまざまな不備や、その一方で行き過ぎが指摘されているが、改革自体が現在進行形の部分もあり、ある程度固まった評価が定まるには、いまだ少し時間がかかるものと思われる。したがって、アメリカでのコーポレート・ガバナンス改革、会計システム改革がどのように進んでいくかに関しては、今後も注目が必要である。

本論文では、残念ながら日本における実情に触れる余裕はなかったが、監査業務とコンサルティング業務の利益相反問題は、日本の会計システムの中においても重要な問題である。従来は被監査企業に対して非監査証明業務(コンサルティング業務等)を同時に提供することは、税務業務を除いて、特に禁止されていなかった。しかしわが国でも、3.3.1節でみたように、米国のエンロン事件およびその後に制定されたサーベインズ=オクスリー法の影響を受けて、2003年6月6日、監査人の独立性の強化等を目的とした公認会計士法の大改正が行われた。この改正により、公認会計士・監査法人は、本人・本体およびその関係者・関係団体が、ある会社²⁹⁾から一定の非監査証明業務の提供により継続的に報酬を受けている場合には、その会社に対して、同時に監査証明業務を

提供することが禁止されることとなった。その一方で、アメリカで利益相反問題が深刻化する一つの重要な要因となった、監査業務の収益率の低さという問題は、日本の大手の監査法人においても深刻な問題である。現状では、日本でエンロンのようなタイプの劇的な問題が発生するとは考えにくい、会計システムと不良債権問題、会計システムとコーポレート・ガバナンスの関係に関する問題は、経済学者によって真剣に検討されるべき余地が多い問題である。

この論文では十分検討できなかったもうひとつの点は、エンロン・スキャンダルのような不祥事の発生の原因を、単にコーポレート・ガバナンスの問題のみに帰着させることが妥当かという問題である。一般論として、先進諸国における近年の企業不祥事の多くが、デリバティブに代表される高度な金融取引と、IT関連等のハイテク新規事業の隆盛に結びつけて捉えられている傾向にある。これに対して本論文の立場は第2節でも述べたように、エンロン事件のような不正会計操作が起りやすいのは、事業機会として目新しく、事業価値の評価について市場参加者が十分な経験や知識を持ち合わせていない場合であろうというものである。したがって、例えば過去10年において、そのような新規事業・産業がそれ以前に比べ大幅に増加しているかどうか、つまり先進国経済の産業構造の変化自体が事業機会の不確実性を増加させているのかどうかという点については、経済学的な検証の余地のある問題である。一ノ宮(2003, 第6表)の整理によれば、近年、不正会計疑惑でSECの調査対象となった主なアメリカ企業にはエネルギー、情報・通信などの産業に属する会社が確かに多いものの、Xerox(事務機器、売上の上計上)、K-mart(小売、費用の過少計上)といった、古いタイプの産業に属する大企業においても不正会計の問題は発生している。

最後に、本論文での議論の日本における政策的インプリケーションについて、簡単に触れておく。3.3.1節と3.4節で議論したように、日本における制度改革はアメリカのその単なる後追いという要素と、長期的に見た会計基準の国際化という二つの要素に大きく影響されている。これらの要素は、独立公共機関による監査制度のコントロールと、より徹底したディスクロージャーを目指した制度改革を日本に対して要請しているという点では同じである。メインバンク制という銀行中心の企業金融システムに依存してきた日本経済にとって、特にディスクロ-

ジャーの徹底という改革の方向性が、諸外国と比較してもコストの大きいものであることは否めない。しかし、会計システムの改革・国際化の遅れが日本企業の国際競争力の足枷にならないためにも、これらの点に対する日本の規制当局と業界両方の、能動的かつスピーディーな対応がもてられるであろう。

(一橋大学経済研究所・日本銀行金融研究所)

補論

A. 日本における公認会計士法の主な改正内容

2003年5月に行われた公認会計士法の包括的改正(2003年5月30日成立、6月6日公布、2004年4月1日より一部を除き施行)の具体的な内容は、以下のとおり³⁰⁾。

①公認会計士の使命・職責の明確化

—公認会計士の使命および職責につき、「公認会計士は、監査および会計の専門家として、中核的業務である監査証明業務を独立した立場で行い、会社等が作成する財務書類その他の財務に関する情報の信頼性を確保することにより、会社等における不正の発見、正確な財務情報の開示等を通じて会社等の公正な事業活動、投資者および債権者の保護等を図り、もって国民経済の健全な発展に寄与することを使命とする」と規定(1条)。

②公認会計士等の独立性の強化

- ・監査証明業務と一定の非監査証明業務の同時提供の禁止(法24条の2、34条の11の2)
- ・継続的監査の制限(いわゆるローテーション)：7会計期間以内の政令で定める期間まで(24条の3、34条の11の3)
- ・公認会計士または監査法人の関与社員の関与先への就職制限および関与社員の再就職先に対する監査証明業務の制限(28条の2、34条の14の2、34条の11)
- ・公認会計士の共同監査の原則的義務付け(24条の4)

③公認会計士等に対する監視・監督体制の充実・強化

- ・公認会計士協会が行っている「品質管理レビュー」(監査に対する社会的信頼を維持、確保するため、公認会計士または監査法人が行う監査の品質管理状況をレビューする制度)のモニタリング制度の導入(35条)。

— 米国の PCAOB による監督体制の導入や、2002 年 10 月の IOSCO による提言(監査人の監査については、職業専門団体から独立した機関等が行うべきであること)等を受け、公認会計士協会の「品質管理レビュー」を前提としつつ、その自主規制の実効性を高める目的から、公認会計士協会から独立した行政によるモニタリングを制度的に導入。そのための組織として金融庁の下に「公認会計士・監査審査会」を設置。

— 「公認会計士・監査審査会」の組織形態：会長及び 9 人以内の委員をもって組織される合議制の行政機関。

— かかるモニタリングの実効性を制度的に担保するため、「公認会計士・監査審査会」には監査法人等に対する検査権限(立ち入り検査等)が付与されているとともに、モニタリングの結果に基づき、監査法人または公認会計士協会に対する行政処分その他の措置について内閣総理大臣に勧告する権能が整備されている。

・懲戒処分を前提としない内部管理体制等に対する行政による検査(49 条の 3・2 項)

④ 公認会計士試験制度の見直し

⑤ 監査法人制度の見直し

・監査法人の設立等の認可制から届出制への変更：事前監視的な監督から事後監視的な監督へと重点を移行

・指定社員制度の導入

— 従来、合名会社である監査法人においては、全社員(パートナー)が連帯で無限責任を負うこととされていたが、今回の改正では、真に責任を果たすべき立場にある者が責任を全うすべきであるとの観点から、特定の監査証明について業務を担当する社員(指定社員)を指定することが可能となり、当該監査証明(指定証明)に関しては指定社員のみが業務を執行し、法人を代表するとともに、無限責任を負うこととした。この場合、指定社員以外の社員の責任は、監査法人への出資金の範囲に限定される。ただし、被監査会社以外の第三者からの損害賠償請求については、従来どおり、監査法人の全財産をもって完済できない場合は全社員が連帯責任を負う。

⑥ 公認会計士協会に対する監督権限の見直し

— 公認会計士協会に対する内閣総理大臣の監督上の命令権限の付与(46 条の 12 の 2)

— 内閣総理大臣による公認会計士協会役員の解任

命令権限の廃止(46 条の 13)

B. 「EU のにおける法定監査に関する指令案」の主な内容

① 公益組織(public interest entities)に対する監査委員会の設置義務

— 「公益組織」とは、「その事業の性格、規模や従業員数から公共に重要な関連性がある組織、特に加盟国の法の支配に服する EU 上場企業、銀行などの金融機関および保険会社」と定義されている(2 条 11 項)。

— 監査委員会は、経営機関の非執行メンバーまたは監督機関から構成され、最低 1 人は会計・監査に関する能力を持つ独立したメンバーであることが要求される(39 条 1 項)。(cf. 米国企業改革法 407 条では、監査委員会における財務専門家の有無などの開示を義務付けるにとどまっているのに対して、ここでは最低 1 人置くことを要求。)

— 法定監査人、監査法人には、法定監査に関する重要事項につき、監査委員会への報告義務が課せられる(39 条 3 項)。

② 国際的監査基準の採択

— 法定監査は、EC が採択する「国際的な監査基準」に従って行うことが要求される(26 条)。「国際的な監査基準」としては、現在、世界会計士連盟(IFAC)に置かれた国際監査・保証基準審議会(IAASB)において整備・改善が進められている国際監査基準(ISA)が念頭に置かれているようであるが、EU における正式な採択に当たっては、(a)国際的に一般的に認められており、かつ適切なデュー・プロセス、公的監督および透明性をもって整備されること、(b)高水準の信頼性を提供すること、(c)欧州の公共のためになること、といった条件を満たすことが必要とされている。

③ 監査法人の監督・独立性の強化

— EU 加盟国に対して、法定監査人・監査法人の公的監督に関する効果的な組織の整備を要求(31 条 1 項)。かかる制度は、会計実務者でない者により統括されるべきとされている(同条 3 項)。当該制度は、法定監査人や監査法人の承認・登録、倫理・内部品質管理・監査に関する基準の採択、継続教育・品質保証・調査懲戒の制度の監督について最終的な責任を持つべきとされている(同条 4 項)。

- 主要監査パートナーの5年以内の交替または監査法人自体の7年以内の交替を要求(40条)。
- このほか、法定監査人・監査法人の職業倫理(21条)、守秘義務(22条)、独立性(23条~25条)、品質保証(29条)、年次透明性報告書の公表(38条)について規定。

注

* 渡辺努氏をはじめとする、一橋大学経済研究所定例研究会出席者と、日本銀行金融研究所スタッフのコメントに感謝する。

† 本論文は、古市が一橋大学経済研究所客員助教授在任中に執筆された。本稿の意見にわたる部分は日本銀行の公式見解を示すものではない。

1) ここで「会計数字の判断と操作」という場合、必ずしも経済学的にネガティブな意味ではないし、不法行為であるという意味でもない。経済学が通常取り扱うような「情報」と異なり、財務情報はそれが他者にとって有効な情報たるためには、もともとの情報が選別・整理され、的確なタイミングで発信される必要がある。しかし、どのような整理の方法・タイミングが最も好ましいかについては、コンセンサスを得た基準があるわけではなく、そこに幾分かの主観的な判断が入ってくることは常に不可避であるという意味で、会計数字に関しては常に判断と操作がつきまとう。

2) 一般向けの書物としては、Fusaro and Miller (2002), Swartz and Watkins (2003), 専門家向けのものとしては Rappaport and Dharan eds. (2004) 所収の諸論文等がある。

3) "Ten Stocks to Last the Decade," *Fortune*, August 14, 2000, pp. 14-17.

4) 破綻の直前には、さらにインターネット/通信事業(ブロードバンド)への進出・シフトを試みている。

5) SPEはプロジェクト・ファイナンスの会計上の対応物であると考えるとわかりやすい。例えば製薬会社は、特定の新薬開発を事業目的として独立のSPEを設立することで、新薬開発に伴う事業リスクを本体のバランスシートから分離することができる。

6) Generally Accepted Accounting Principle. 通常、「一般に認められた会計原則」と訳され、狭義には民間団体である Financial Accounting Standards Board (FASB) が設定する会計基準等を指す。

7) アーサー・アンダーセンの歴史と現状については主に Squires, Smith, Yeack, and McDougall (2003) を参考にし、現状についてはさらに Toffler and Reingold (2003) を参考にした。

8) 慢性的な赤字体質という点では、日本の監査法人も全く同じ問題を抱えている。

9) Gordon (2002) は、コンサルタント等監査以外のサービスの問題点について、経営陣と監査人に意見の相違があった場合に監査人を変更することは、会計監査に関し問題が存在したことを市場に示唆するおそれがあるのに対し、監査以外のサービスの受注やその中止を交渉材料として監査人に圧力をかけることは、外部には見えない方法なので、経営陣にとってはより有利であることを強調している。

10) パートナーシップ契約では、個人のパートナーがアーサー・アンダーセンから独立する場合、直前の年間収入の1.5倍を支払う必要があるとされていた。したがってアンダーセン・コンサルティングが独立するためには、同様の支払いを行う義務があるかどうかが問題となり、支払額は最終的には裁判によって決定されることとなった。

11) William C. Powers, Jr. et al., "Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp. 2-5," Feb 2002. (エンロン社における一連の不正な会計処理の発覚を受けて、利害関係を有しない同社の新任の社外取締役2名と従来の社外取締役1名で構成されたエンロンの特別調査委員会が作成した報告書)。

12) スtock・オプションの会計処理には、オプション価格モデル等による公正価値で測定する方法(公正価値法)と、オプションの付与時点のオプション価値を株価と行使価格の差で評価する方法(本源の価値法)がある。インセンティブ報酬としてStock・オプションを利用する場合、従業員にオプションが付与された時点では、株価が行使価格を下回っているのが普通であるため、本源の価値法によれば株価から行使価格を差し引いた金額は負の値となり、測定額はゼロになる(よって費用として認識されない)。アメリカでは、公正価値法と本源の価値法との選択適用を認めていたため、ほとんどの企業において報酬費用の測定価値がゼロとなる本源の価値法が採用され、結果として報酬費用が実質的にオフバランスとなっていた。ただし、エンロン破綻、サーベインス・オックスリー法成立以後は、公正価値法に基づいて費用として処理する企業が増えつつある。(Hall and Murphy, 2003)

13) それぞれのトピックに関する詳細は、中田(2002)、淵田・大崎編(2002)、中北・佐藤(2003)、神田(2004)等を参照。

14) プロフォーマ財務情報とは、端的に言えば、GAAPベースの財務情報に何らかの修正を加えたものであり、個々の企業のイニシアティブによって作成・開示される点に特徴がある。こうした財務情報は、例えば画一的なGAAPに準拠した会計情報では当該企業の特殊性を反映させた経済的実質を適切に描写することができないと考えられる場合には将来業績の先行指標を提供する可能性がある点等で投資家等にとって有用とも考えられている。プロフォーマ財務情報に関する詳細については、例えば古市(2003)参照。

15) 私人による、証券法上の詐欺を理由とする損害賠償請求訴訟について、その濫用防止のため、原告に対し被告の主観的違法性を強度に推認させる事実の主張を要求するもの(中田, 2002)。

16) Revision of the Commission's Auditor Independence Requirements, Securities Act Release No. 7919, Exchange Act Release No. 43602 (Nov. 21, 2000). なお、同規則の改正は、2000年6月に前SEC委員長、Arthur Levittより提案されたもので、当初の改正案では監査対象会社に対するコンサルティング・サービスの全面的禁止が盛り込まれていた。しかし、公認会計士業界の強い政治的圧力に大幅な妥協を強いられ、最終的に

は、当初の案を大きく修正したものとなった。

17) 2002年7月30日成立。提案者のPaul Surbanes上院議員、Michael G. Oxley下院議員の名前を取ってこう呼ばれる。正式名称は、Act of Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Laws, and for Other Purposes(「証券諸法に準拠し、かつ、その他の目的のために行われる企業のディスクロージャーの正確性と信頼性の向上により投資家を保護するための法」)であり、日本では「企業改革法」とも呼称されている。

18) なお本節において以下に示す条文番号は、特に断りのない限り、同法における関連条文を指す。

19) 自主規制の問題点や限界につき、八田・町田(2002)および同論文が引用するところの「オマリーパネル報告書」やSECによる公開草案理由等を参照。また、PCAOBの詳細については、八田・町田(2002)、加藤(2002)等を参照。

20) もっとも、PCAOBは職業会計士団体等が作成した基準等に対して採択することが可能とされているため、実際の作成作業は引き続きAICPAのASBが行い、それをPCAOBが承認するという手続が採られるものと考えられている。

21) この点に関する詳細は、例えば石綿(2002)を参照。

22) 具体的には、以下の事項につき認証することが要求されている。

- (a) 当該報告書をレビューしたこと
- (b) その知識を基礎として、当該報告書に重要な事実についての虚偽の記載または省略が存在しないこと
- (c) その知識を基礎として、財務諸表および当該報告書に含まれているその他の財務情報は発行者の財務状態、経営成績およびキャッシュ・フローをすべての重要な点において公正に示していること
- (d) 認証を行う者が、登録者の開示規制・手続の確立・維持に責任を負っていること、登録者(連結対象子会社を含む)の重要な情報が他の者からそれらの者に知らされるよう確保する開示統制・手続を設計したこと、報告者の提出前90日以内に開示統制・手続の実効性を評価したこと、およびその実効性についての結論を報告書の中で示したこと
- (e) 認証を行う者が、最新の評価に基づき、監査人及び監査委員会に対し、内部統制の設計・運営の重大な欠陥や内部統制に重大な役割を有する経営陣や従業員に関する詐欺を開示したこと
- (f) 認証を行う者が、直近の評価の日の後に内部統制に変化が生じたか等について報告書に示したこと

23) サーベインス=オクスリー法407条に基づいて2003年1月23日にSECより公表された規則によれば、「財務専門家」とは、監査人またはSEC登録企業の主要財務責任者等の実務経験や教育等を通じて、GAAP、財務諸表、内部統制の機能と手続および監査委員会の機能等についての理解や、上場企業の財務諸表の作成あるいは監査の実務経験を有する者をいうとされている。なお、仮に監査委員会に財務専門家がいない場合や、いずれの財務専門家も独立していない場合には、当該企業はその

理由を開示しなければならない。

24) 以上の点を含め、目的志向型会計の詳細については、例えば吉川・竹口(2003)を参照。

25) エンロン事件前において、一定の要件を満たすSEP(「適格SPE」)については、注25のEITF 90-15の要件にかかわらず、SFAS 140号において連結の対象外とされていた。そして、エンロン事件後に出されたFIN 46号は、「適格SPE」については適用されないとされたため、「適格SPE」が抜け穴となり、FIN 46号が形骸化してしまうことが懸念された。そこで、SFAS 140号が定める「適格SPE」の要件を厳格化する公開草案が出されたのである。同草案では、①金融資産の譲渡人等がSPEに対して追加的な金融支援のコミットメントをしている場合、②SPEによる受益持分の追加発行の際に、関連当事者が追加的な金融支援を通じて重要なリスクを負担する可能性がある場合、あるいは③SPEが株式を資産として保有している場合について、当該SPEは「適格SPE」には当たらないことが提案されている。

26) サーベインス=オクスリー法の外国会計事務所等への適用可能性とそれに対する日本の対応に関しては、例えば松尾(2003)を参照。

27) 詳細は、『商事法務』No.1695、2004年4月掲載の「海外情報」参照。

28) これまでも、2005年までに域内の金融市場統合を目指す「金融サービス行動計画」の一環として、EC(欧州委員会)より、「EUにおける法定監査人の品質保証に関する勧告」(2000年11月)、「EUにおける法定監査人の独立性に関する勧告」(2003年5月)、「EUにおける法定監査の強化に関する意見」(2003年5月)が公表されていた。しかし、これらは勧告や意見にとどまるのに対して、今回は法的強制力のある「指令」として提案されている点が大きく異なる。

29) 「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」2条1項の規定により会計監査人に監査を受けなければならない株式会社(いわゆる大会社)等に限られる(改正公認会計士法24条の2)。

30) 詳細については、例えば井上(2003)、野村(2003)参照。

参考文献

- 淵田康之・大崎貞和編(2002)『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社。
- 古市峰子(2003)「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」、『金融研究』第22巻第1号、2003年3月pp. 41-75。
- 一ノ宮士郎(2003)「利益操作に関する日米英の比較」、山地秀俊編著『アメリカ不正会計とその分析』、神戸大学経済経営研究所研究叢書、pp. 51-88。
- 井上俊剛(2003)「改正公認会計士法の解説(上)(下)」、『商事法務』No. 1668、pp. 4-12、No. 1669、pp. 24-32、商事法務研究会、2003年7月。
- 石綿 学(2002)「米国企業改革法の概説——経営陣の責任と監査委員会に関する規定を中心に」、『JICPAジャーナル』No. 568、pp. 112-114。
- 伊藤隆敏・財務省財務総合政策研究所編著(2004)『検証・アメリカ経済——バブル崩壊、不正会計問題は克

- 服できるか』, 日本評論社。
- 神田秀樹(2004)「エンロン事件とアメリカのコーポレート・ガバナンス改革」, 伊藤隆敏・財務省財務総合政策研究所編著『検証・アメリカ経済』, 日本評論社, pp. 45-62.
- 加藤厚(2002)「電撃成立, 米企業改革法のポイント——わが国監査制度へのインパクト」, 『経理情報』No. 995, pp. 28-33.
- 松尾直彦(2003)「米国企業会計改革法への対応と現状」, 『商事法務』No. 1667, 2003年7月, pp. 4-18.
- 中北徹・佐藤真良(2003)「エンロン, ワールドコム事件と企業統治——財務情報の公正性担保とその生産構造からの考察——」, 『フィナンシャル・レビュー』第68号, 財務省財務総合政策研究所, 2003年12月, pp. 8-33.
- 中田直茂(2002)「エンロン破綻と企業統治・ディスクロージャーをめぐる議論(上)(下)」, 『商事法務』No. 1629, pp. 27-33, No. 1630, pp. 18-25, 2002年.
- 野村昭文(2003)「公認会計士法の一部を改正する法律について」, 『JICPA ジャーナル』No. 577, pp. 27-32, 2003年.
- 八田進二・町田祥弘(2002)「米国『企業改革法』にみる監査規制の将来像」, 『JICPA ジャーナル』No. 568, pp. 95-100.
- 吉川満・竹口圭輔(2003)「目的志向型会計に関する SEC 報告書の概要」, 『商事法務』No. 1673, pp. 25-34, 2003年9月.
- Coffee, John C., Jr. (2001) "The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence, and the Governance of Accounting," *Center for Law and Economics Studies Working Paper* No. 191, Columbia Law School, May 2001.
- (2002) "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid," *Center for Law and Economics Studies Working Paper* No. 207, Columbia Law School, July 2002.
- Demski, Joel S. (2003) "Corporate Conflicts of Interest," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 2, pp. 51-72.
- Donaldson, Gordon (1994) *Corporate Restructuring: Managing the Change Process from Within*, Harvard Business School Press.
- Fusaro, Peter C. and Ross M. Miller (2002) *What Went Wrong at Enron: Everyone's Guide to the Largest Bankruptcy in U. S. History*, John Wiley & Sons. (橋本碩也訳『エンロン崩壊の真実』, 税務経理協会)
- Gordon, Jeffery N. (2002) "What Enron Mean for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections," *Center for Law and Economics Studies Working Paper* No. 203, Columbia Law School, May 2001. (Appeared in *University of Chicago Law Review*, Summer, 2002)
- Hall, Brian J. and Jeffrey B. Liebman (1998) "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, pp. 653-91.
- and Kevin J. Murphy (2003) "The Trouble with Stock Options," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 3, pp. 49-70.
- Healy, Paul M. and Krishna G. Palepu (2003) "The Fall of Enron," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 2, pp. 3-26.
- Holmstrom, Bengt R. and Steven Kaplan (2001) "Corporate Governance and Takeovers in the 1980s and 1990s," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 121-44.
- Jensen, Michael C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- (1989) "The Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review* Vol. 67, pp. 61-74.
- Levitt, Arthur (1998) "The Numbers Game," Remarks at NYU Center for Law and Business, as Chairman of Securities and Exchange Commission. Available from: <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>
- with Paula Dwyer (2002) *Take on the Street: What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know: What You Can Do to Fight Back*, Random House. (小川敏子訳『ウォール街の大罪—投資家を欺く者は許せない!』日本経済新聞社)
- Rapoport, Nancy B. and Bala G. Dharan eds. (2004) *Enron: Corporate Fiascos and Their Implications* (Reader), Foundation Press.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1990) "The Takeover Wave of the 1980s," *Science*, Vol. 249, pp. 745-749.
- Squires, Susan E., Cynthia J. Smith, Lorna McDougall and William R. Yeack, (2003) *Inside Arthur Andersen: Shifting Values, Unexpected Consequences*, Pearson Education. (平野皓正訳『名門アーサーアンダーセン消滅の軌跡』シュブリンガーフェアラーク東京)
- Stein, Jeremy C. (1989) "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 4, pp. 655-669.
- Swartz, Mimi with Sherron Watkins (2003) *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron*, Bantam Dell Pub Group (酒井泰介訳『エンロン 内部告発者』ダイヤモンド社).
- Toffler, Barbara Ley with Jennifer Reingold (2003) *Final Accounting: Ambition, Greed and the Fall of Arthur Andersen*, Bantam Dell Pub Group.