

経営者報酬の構造とナンバーズ・ゲーム(下)

佐賀卓雄

要 旨

2000年春の IT バブル崩壊後、相次いで露見した不正会計処理はアメリカ証券市場に対する投資家の信頼性を大きく損なうものであった。SEC は会計基準の厳格化に取り組み、その結果、2000年前後に決算修正が急増した。

しかし、このような事態はそれまでに進行していた会計処理をめぐる構造的変化が背景にあった。アメリカでは、SEC に提出される財務報告は一般会計原則 (GAAP) にしたがって作成することが義務づけられているが、企業はそれとは別に独自に修正を加えた「実質利益」を計算し、それが一般に流布するようになっていたからである。投資家はむしろこちらを参考にして投資判断を行うようになっていた。利益概念をめぐるこのようなダブル・スタンダードが不正会計処理の背景にあったのである。

水増しされた「実質利益」は経営者にとっても都合の良いものであった。というのは、彼らの報酬は株価の動向に大きく左右されるものに変化しており、株価に影響するのが四半期毎の利益であったからである。こうして、市場での期待に応えるべく加工された「実質利益」を作り出す「ナンバーズ・ゲーム」(「数字のゲーム」) が広く競われることになった。

1990年代後半から相次いで露見した会計スキャンダルの背景を明らかにし、それらがストック・オプションという業績連動型報酬の普及によりもたらされた経営者の「強欲の連鎖」によるものであったことを明らかにする。

目 次

はじめに

1. アーサー・レビット元 SEC 委員長の警告
2. 利益調整および決算修正の増加
3. 利益調整の動機と構造
4. 経営者報酬の構造の推移 (以上, 前号)

5. 経営者報酬決定のメカニズム

- (1) 経営者, 取締役会, 株主の関係
- (2) CEO の選任と報酬の決定
- (3) エンロンのケース

6. ストック・オプションのバック・デーティング
問題

7. インセンティブとしてのストック・オプション
終りに

5. 経営者報酬決定のメカニズム

経営者報酬の決定プロセスを明らかにする場合、現代株式会社における経営者（CEO）、取締役会、そして株主間の関係を検討しておく必要がある。現実には、経営者報酬はこれらの力関係の下で決まるからである²⁵⁾。この意味で、経営者報酬問題はガバナンス構造をめぐる象徴的な問題であるといえる。さらに、この構造の事例研究として、2001年12月に破綻したエンロンの取締役会と経営者報酬について取り上げる。同社は破綻に至るまで、アメリカでもガバナンスの最も優れた会社と見られていたが、破綻後の内部調査、及び議会調査によって、大多数が外部取締役から構成される取締役がまったくチェック機能を果たすことができなかった実態が明らかになる。重要なことは、これが同社だけの問題ではなく、大部分の大規模な公開会社が抱えている問題であることである。

(1) 経営者、取締役会、株主の関係

良く知られているように、大規模公開会社における「所有と経営の分離」を最初に明らかにしたのは、バーリー・ミーンズ (Berle, A. Jr., and Means G.G. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*) である。その後、同様の実態分析が続けられるとともに、そのような事態の進展が企業行動の様々な側面に与える影響について分析が行われてきた。

その成果の一つが、Jensen and Meckling [1976] によるエージェンシー・コスト論の展

開である²⁶⁾。大規模公開会社においては、通常は出資者である株主（プリンシプル）は自らは経営に携わることはなく、経営者（エージェンツ）にその権限を委譲する。しかし、株式保有が分散し支配的な株主が存在なくなると、経営者の権力は大きくなり、その行動に歯止めが利きにくくなる。

エージェンシー問題とは、株式の分散にともない支配的株主がいなくなることにより経営の裁量権を獲得した経営者が、収益の伴わない規模の拡大や過剰なキャッシュ・フローを溜め込むことなど、自らの利益を追求することによって、株主価値を損なうような事態を指している。このような事態を回避するために、ジェンセンは株主の利益と経営者の利益とを結びつけるような報酬体系が必要と考え、ストック・オプション制度の導入を積極的に主張したのである。

ところで、経営者と株主の利害を結びつける導管として、取締役会の役割が重要である。つまり、取締役会は、株主の利益を代弁して、経営者の行動をチェックすることが期待されている。しかし、かつての取締役会の編成はCEOの独断で行われていた²⁷⁾。その後、企業経営をめぐる様々な問題が起きるたびに、取締役会改革の必要性が指摘され、その構成も徐々に変化してきた。今日では、取締役の指名は社外取締役によって行われてことが多くなっている。また、CEOの選任についても実権を取締役会が掌握している²⁸⁾。

取締役会の構成は歴史的に大きく変化してきた。Chhaochharia and Grinstein [2004] は、

図表 9 取締役会の構成の変化, 1998-2003年

	全 会 社			S&P500社		
	1998年	2000年	2003年	1998年	2000年	2003年
独立取締役の割合(中位値)(%)	62.5(N=1378)	66.7(N=1369)	71.43(N=1236)	68.75(N=472)	70(N=470)	75(N=428)
独立取締役が過半数を占める取締役会の割合(%)	76.34	81.88	90.37	86.65	89.79	93.93
独立取締役だけで構成される委員会を有する企業の割合(%)	(N=1321)	(N=1369)	(N=1236)	(N=461)	(N=470)	(N=428)
監査委員会	52.01	63.26	76.78	49.67	61.49	78.04
指名委員会	25.36	27.76	56.72	34.71	38.72	63.08
報酬委員会	66.16	71.51	76.94	73.32	78.51	81.54
外部取締役の職業(%)						
産業		62.2	45.8			
退職者		11.5	15.5			
金融		5.7	13.4			
法律		2.0	4.1			
取締役の持株	(N=1049)	(N=1196)	(N=1222)	(N=385)	(N=425)	(425)
金額(百万ドル)	6	7	6	8.21	10.64	9.25
割合(%)	0.39	0.43	0.42	0.11	0.14	0.13
取締役会の規模(人)	9	9	9	11	11	11
取締役の年齢(才)(中位値)	59(1997年)	59.15	59.5	59.86	59.58	59.83
会長/CEOの割合(%)	72.12(1997年)	69.93	67	82.05	76.56	77.18
CEOが指名委員を兼任している企業の割合(%)	18.84	18.18	3.52	19.23	16.56	0.94

(注) 全会社は、S&P500, MidCap400, SmallCap600の内、データのえられたものである (Nがサンプル数)。

(出所) Chhaochharia and Grinstein [2004] より作成

1997年から2003年の期間について取締役会の変化を様々な指標で明らかにしている(取締役会の近年の変化と特徴については、図表9を参照されたい)。それによると、第一に、1997年でも独立取締役²⁹⁾(ニューヨーク証券取引所(NYSE)の独立取締役の定義については、図表10を参照されたい)が過半数を占める企業はS&P500社の80%以上を占めているが、この割合はさらに上昇し、2003年には94%に達している。

既に以前の調査(Bhagat and Black [1999])でも、1997年で内部取締役が1-2名

しかいない取締役会は調査対象S&P500社を構成する484社中、270社(56%)を占め、内部取締役が過半数を占める企業は9社(2%)だけであった。したがって、「外部取締役」の中でも経営者との利害関係を持たない「独立取締役」の比重が高まっていることが分かる。

また、委員会別では、監査委員会、指名委員会、報酬委員会のいずれにおいても独立取締役の割合が上昇しているが、指名委員会における独立取締役の割合が相対的に低い。ただし、指名委員会にCEOが入っている割合は2000年の18.18%から2003年の3.52%に大幅に低下して

図表10 NYSE 上場会社のガバナンス基準 (上場会社マニュアル303A 条) の概要

1. 上場会社の取締役の過半数は独立取締役でなければならない
2. 独立取締役の定義の主要な内容は次の通りである。
 - a. 直接に、あるいはパートナー、株主、あるいは会社と重要な関係を有する組織の役員として、上場会社と重要な関係を有していない
 - b. 以前の従業員取締役、あるいは会社の従業員と同じ集団に属するとみなされる取締役は、雇用関係終了後3年間が経過している場合のみ、独立的とみなされる
 - c. 会社の現在あるいは以前の外部監査役に雇われている (いた) 取締役、あるいは外部監査役と同じ集団に属するとみなされる取締役は、雇用関係終了後3年間が経過している場合のみ、独立的とみなされる
 - d. 取締役が、報酬委員会が上場会社の経営者から構成される会社の役員である場合には、そのような契約が終了してから3年経過するまでは独立的ではない
 - e. 取引が100万ドルあるいは売上高の2%を越える会社 (あるいは、会社に親族がいる) の経営者は、そのような関係がなくなってから3年経過しなければ独立的とはみなされない
 - f. 被雇用取締役、あるいは親族が上場会社の現在の執行役員が当該会社の報酬委員会の委員である他の会社の執行役員として雇用されている被雇用取締役は、そのような関係が終了してから3年経過しないと独立的とはいえない
3. 指名委員会: すべての NYSE 上場会社は指名委員会を設置しなければならない。そして、その目的は取締役会が定めた基準にしたがい、取締役会のメンバーになるに相応しい人物を指名することである
4. 報酬委員会: すべての NYSE 上場会社は報酬委員会を設置しなければならない。報酬委員会はその責任と委員会の年間の業績評価を明確にする規約を定めなければならない。報酬委員会は独立取締役で構成されなければならない。
5. 監査委員会: すべての NYSE 上場会社は3名以上で構成される監査委員会を設置しなければならない。監査委員会は独立取締役で構成されなければならない。監査委員会の各委員は財務的な知識をもっていなければならない、しかも少なくとも1名は会計、あるいは財務管理の経験をもっていなければならない。もし監査委員会の委員が3社以上の公開会社の監査委員を兼任している場合には、各監査委員会はそのような業務が委員の監査委員としての能力を損なうものではないことを判断し、そのことを開示しなければならない。各監査委員会は義務と責任の詳細を定めた規約を定めなければならない。
6. 独立取締役だけの取締役会の開催: 取締役会は経営者が参加しない定例の会議を開催しなければならない。

(注) 2003年11月3日、改正。

(出所) NYSE

いる。

第二に、外部取締役の本職は、産業会社 (industrial company) からが大幅に減少し (62.2%から45.8%へ14.4%の減少)、金融部門 (financial sector) (5.7%から13.4%に増加)、退職した取締役 (11.5%から15.5%に増加)、弁護士事務所 (2.0%から4.1%に増加) が大きく増加している。これは、SOX 法の制定、NYSE 上場会社に対するガバナンス基準の強化などを機に、財務的知識の重視、コンプライ

アンスの重要性が高まったことの影響であろう。

第三に、2003年の独立取締役の持株 (中位値) は0.06%で、S&P500社の平均0.01%より多い。また、評価額 (中位値) では90万ドルである。全会社 (S&P500社、MidCap400社、及び SmallCap600社) の取締役の持株 (中位値) はこれよりかなり大きく、2003年で600万ドルである。

最後に、アメリカの大企業においては会長と

CEOが兼任されている割合は減少気味ではあるが、両職能が依然として兼任されている割合が高いのが現実である（1997年の82.05%から2003年の77.18%に減少）。Goyal and Park [2002]によると、会長とCEOが兼任されている場合、業績不振を理由にCEOが解任される可能性はかなり低くなるという。また、Brick, Palman and Wald [2006]によると、会長とCEOが兼任されている場合、地位が安泰になり、会長／CEOと取締役の報酬のいずれも高くなる傾向があるという（彼らは、これを「えこひいき」(cronyism)と呼んでいる)。したがって、依然として兼任が多いことは、ガバナンスの構造からみれば決して軽視できない問題を提起しているといえよう。

最後の点はともかく、アメリカの大規模公開会社の近年の取締役会の構造をみれば、一見、経営者に対するチェック・システム、つまりガバナンスの構造は極めて優れているようにみえる。実際、わが国の株式会社制度改革は常にアメリカの制度をモデルにしてきた。

しかし、実態はクロニズムによりこの仕組みがほとんど機能していないことが、エンロン問題を発端として明らかになった。CEOと取締役の関係は実際には次のようなものであり、両者の間で良い意味での緊張関係が常に維持される保証はないのである。すなわち、CEOの選任及び解任の権限は取締役会にあり、実際、1990年代には業績不振を理由に解雇されたCEOも決して少なくなかった。しかし、人事権という観点から見れば、いったん就任したCEOは取締役の選任及び解任の権限をもっている。実際、外部からCEOに就任した場合には、すぐに自分の味方になる人間を数人、取締役として就任させることは珍しくない。

しかも、取締役は年数回の会議に出席する義務を負うが、年平均15万2千ドルの報酬を支払われる。さらに、それ以外の様々な役得が提供される³⁰⁾。この結果、両者は両すくみ状態にある。つまり、CEOの意向に逆らったり、報酬について反対しようものなら、任期が満了を迎えた時に再任されない可能性が高くなるのである。

それでは、合理的な根拠がない高額な経営者報酬を株主が直接、拒否することはできないのであろうか。Morgan, Poulson, and Wolf [2006]は、1992年から2003年までの経営者報酬提案に対する株主の投票行動を分析し、2000年以降、CEOの高額報酬と一株当り希薄化(dilution)を起こすような提案には反対票が増加していることを明らかにしている。しかし、現実に拒否された案件は1992-95年がゼロ(サンプル数610件中)、1996-99年が2件(同768件中)、2000-03年が4件(同705件中)に止まっている。現実には、株主が経営側の提案を拒否することは著しく困難なことが分かる。

(2) CEOの選任と報酬の決定

1992年のSECの規則³¹⁾により、93年1月より企業は委任状勧誘状(proxy statement)に報酬額の多い上位5名の経営者報酬の内訳を個別に開示し、報酬委員会の評価レポートを添付することが義務づけられた。これにより、CEOの報酬額およびその内訳が広く知られるようにともに、経営者報酬についての分析が推し進められる契機になった。

以前と比べて、CEOの選任の方法は大きく変化してきた。典型的な例として、かつては最も優れた経営者の一人と目されていたGEの前CEOであったジャック・ウェルチが、どのよ

うにして後継者に指名されたかをみておこう。

ウェルチは全キャリアをGEで過ごした生え抜きである。彼の前任のCEOであるレジナルド・ジョーンズは社内から7-8人の候補者を絞り、何度かにわたる抜き打ちの、各2-3時間の個別面談を実施し、さらにその中から3人の副会長を選抜した。このプロセスにおいては、取締役会の中に設置された経営企画・報酬委員会のメンバーも同席する機会を設け、候補者を良く知っている古参社員からの意見も参考ににする。

その後、3人の副会長は実際の経営に当り、そこから最も相応しいと判断される人物をCEOとして指名したというのである。GEの現CEO、ジェフリー・インメルトが社内の二人の対抗馬と競った時も、ジャック・ウェルチによって同じような方法で事前に決定され、取締役会が承認するという手続きが採られた³²⁾。

これがかつてのCEOの選任の典型的な方法であった。このプロセスにおいては、取締役会を受動的な役割を果たすに過ぎず、CEOが選んだ後継者を承認するという形をとる。Nadler, Behan, and Nadler [2006] は、これを「同意モデル」と呼んでいる。しかし、1990年代になると、取締役会は経営に積極的に参画し始めたのにともない、CEOの後継者問題における取締役会の役割の変化を反映して新しく二つの異なるモデルが台頭しているという。

一つは、「協働モデル」(collaboration model)であり、取締役会は現職のCEOと組んで後継問題に取り組む。プロセスを主導するのはあくまでもCEOではあるが、取締役会が最終的な判断を下す。ほとんどのケースで、社外取締役が重要な役割を果たす。

このモデルは、現職のCEOと取締役会が良

好な関係にあることが前提である。しかし、CEOが業績不振、スキャンダル、社内的な管理問題、また引き抜きによる突然の退任、さらには急死や急病といった事態によりリーダーシップを採れなくなった場合には、当然ながら取締役会が全面的に危機管理の責任を担うことになる。これが「危機モデル」である³³⁾。

それでは、CEOの報酬はどのように決定されているのであろうか。機関投資家の持株比率が高い状態で、高額な経営者報酬について世間の関心が高まるにつれ、取締役会(報酬委員会)はその合理的な根拠を提示しないと、株主総会での反対票が多くなる。委任状勧誘状には報酬委員会の「報酬に対する方針」(Compensation Philosophy)と報酬の内訳、決定の方法、活動報告が掲載されているが、多くの企業が業績に応じた報酬体系であることを説明している。また、その合理性の根拠として、報酬コンサルタントからの助言をえたことが記載されている。

Bizjak, Lemmon, and Naveen [2007] は、S&P500の中からランダムに100社を選択し、その委任状勧誘状に掲載されている報酬委員会の報告からCEOの報酬をどのように決定しているかを調査した。これによると、ほとんど全部の企業が何らかのピア・グループ(比較対象となる企業群)の報酬を参考にしていることが明らかである。報酬コンサルタントを利用しているのは65社であるが、これについては開示義務がないため、過少に計算されている可能性があるという(同論文のTable 1を参照されたい)。

このように、CEOへの報酬に対して合理的な根拠をもたすために、第三者による客観的な評価や、比較対象として妥当な会社をあげ、そこで報酬を参考にしたり、『フォーチュン』

誌などのランキングに応じて報酬額を決めている。

近年、外部からCEOを採用する傾向が強まっている。この場合に提示される報酬パッケージはほとんど候補者の言いなりであることが明らかにされている。取締役会は高額な報酬を有能なCEOの証しとする傾向が強いという。実際に報酬額を決める時には、数少ない他のCEOの報酬額の中央値近辺に揃えられる。また、ほとんどの取締役会では現職CEOの報酬額を他のわずかな人数のCEOの報酬額から算出した中央値より上の額で決めるという慣習があるという。かくして、比較対象の母集団が少ないため、一人のCEOの報酬額が引き上げられると他のCEOの報酬額も引き上げられる結果になるという³⁴⁾。

しばしば、業績不振から解任されるCEOが多額の退職パッケージを受け取ったことが新聞、雑誌などで報道される。これもCEO採用時に退職パッケージとして契約条件の中に入っているためである。

（3）エンロンのケース

ここで、以上の具体的な事例として、2001年12月に破綻したエンロンの取締役会の構造と役員報酬の実態を取り上げる。エンロンを取り上げる理由は、マスコミ、経営学者、経営評論家の間で、同社が最も革新的な企業の一つとして評価され、それまでガバナンス構造の優れた企業としてしばしば取り上げられていたことにある。しかし、その後、同社の経営の実態が明らかになるにつれ、それらがまったくの虚構にすぎず、アメリカ企業のガバナンス構造の欠陥を象徴的に示す事例となったからである。

エンロンは売上高で全米第7位の大企業であ

り、破綻当時、負債額で最大の破綻であった（翌年7月のワールドコム破綻はこの記録を塗り変えた）。エンロンの破綻が衝撃的であったのはその規模だけによるのではない。同社は1985年に二つのガス会社が合併して創立され、その後各地のガス会社を次々に合併して規模を拡大し、電気、ガスを中心とする総合エネルギー会社として発展する。その後、エネルギー関連の規制の撤廃、緩和の進展に並行して、エネルギーの他、情報通信ビジネス、Eコマース（エンロン・オンライン）などに事業分野を拡大した。このような急速な成長は同社の革新的なビジネス・モデルによるもので、『フォーチュン』誌の企業ランキングでも2000年まで6年連続で「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。経営書においても優れた経営の企業の一つとして紹介されることが多かった。

ところが、その後、同社の破綻の原因が究明されるにつれ、投資組合（SPE）を利用した損失の隠蔽（飛ばし）、チェック機能を果たすべき社外取締役制度が形骸化していることが明らかになっていった。加えて、監査を担当していたアーサー・アンダーセンが不正会計処理を見抜けないどころか、書類の破棄などの行為によって不正行為に加担していた疑いが持たれ、信頼を失って解体される運命を辿った。その他、格付け会社の格付けの見直しの遅れ、アナリストの銘柄推奨の妥当性など、資本市場の健全性を支えるべき枠組み全体が信頼性を失うに至った。さらには、同社がエネルギー取引に対する規制を撤廃するために、共和党、民主党を問わず、規制の撤廃に力を貸してくれそうな議員に献金を行うなど、「エンロン・ゲート」と呼ばれるような一大スキャンダルになる様相す

ら示すに至った。アメリカでは珍しく、クローニー・キャピタリズム（縁故資本主義）の事例となったのである。

このような事態の展開を受けて、議会上下院では8つの委員会が連日のように公聴会を開催し、問題再発の防止に向けた規制の再構築に取り組んだのである。ここでは、この内、同社のガバナンス構造に直接、関連する問題として、取締役会の果たした役割について取り上げる。

ここで依拠する資料は、破綻後、エンロン社内に設けられた特別委員会（委員長であるテキサス大学ウィリアム・パワーズ（W.Powers）教授の名前を採ってパワーズ報告と呼ばれている）の報告書（*Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp*, Feb. 1, 2002）（以下、資料①と呼ぶ）、議会上院「政府活動委員会」（Committee on Governmental Affairs）の公聴会（*The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, May 7, 2002）での同社報酬委員会（the Compensation and Management Development Committee）委員長チャールズ・レマイストル（Charles A. LeMaistre）の証言（資料②）、そして上院同委員会調査小委員会の報告書（*The Role of the Board of Directors in Enron's Collapse*, July 8, 2002）（資料③）である。

資料①は、社内調査であるが、主として不正会計処理のスキームとして使われた投資組合（SPE）の実態と、それを見抜けなかった取締役会の実態に迫ろうとしたものである。まず、エンロンの取締役会は、2001年春の時点で、経営者（会長、社長兼CEO）2名、外部取締役12名の、計14名から構成されていた（図表11を参照されたい）。そして、取締役会の中には、監

査委員会、財務委員会、指名委員会、報酬委員会が設置され、外部監査を担当する監査（法人）と協働して不正行為を未然に防止する役割を果たす監査委員会の委員長にはスタンフォード大学大学院の名誉教授（会計学担当）が就いていた。少なくとも外部取締役の割合を優れたガバナンス構造の指標とする限り、これをみれば、エンロンは絵に描いたようなガバナンス構造の優れた会社であったということになる。

ところが、監査人であるアーサー・アンダーセン、そして外部取締役が圧倒的多数で構成されるエンロンの取締役会は、3500にも及ぶSPEを利用した不正会計処理を防ぐことができなかった。その後禁止されることになるが、監査人による監査が効果を発揮できなかった原因は、同一の顧客に対して監査業務とコンサルタント業務を同時に提供（2000年にアンダーセンがエンロンから受け取った報酬総額は5,200万ドルであるが、前者に対するそれが2,500万ドル、後者のそれが2,700万ドルである）し、監査人が深刻な利益相反状況に陥っていたことがある。一方でコンサルタントとして相談に乗り、他方で会計処理の不適切性を指摘することなどありえない。被監査対象である企業と監査人との関係がこのようなものであれば、不適切な会計処理はコンサルタントでもある監査人の助言によるものとみなすのが自然であろう。

また、定例の取締役会は年5回、一回2日間（1日目が1-2時間の各種委員会と、終了後に取締役会のディナー、2日目が1-2時間の全体会議）をとって開催された。経営陣のケネス・レイとジェフリー・スキリングは、取締役会の他に、経営執行委員会（Executive Committee）、財務委員会（Finance Committee）、監査委員会（Audit Committee）に出席した。

図表11 エンロン社の取締役会の構成 (2001年3月時点)

取締役名	略歴と他の役職
ロバート・ベルファー (Robert A.Belfer)	ベルコ・オイル (Belco Oil & Gas Corp.) の会長兼 CEO。1983年から取締役
ノーマン・ブレイク (Norman P.Blake, Jr.)	Comdisco,Inc. の会長兼社長兼 CEO。オリンピック委員会の前 CEO 兼事務長。Promus Hotel Corp. 及び USF&G Corp. の前会長兼社長兼 CEO。Owens-Corning Corp. の取締役。1993年から取締役
ロニー・チャン (Ronne C.Chan)	Hang Lung Group の会長。Morningside/Springfield Group を擁する企業連合体の共同創業者兼取締役。Standard Chartered PLC and Motorola,Inc. の取締役。1996年から取締役
ジョン・ダンカン (John H.Duncan)	個人投資家。EOTT Energy Corp. and Group I Automotive Inc. の取締役。1985年から取締役
ウェンディ・グラム (Wendy L.Gramm)	ジョージ・メソン大学メルカタス・センターの所長兼エコノミスト。CFTC の前委員長。IBP,INC.,State Farm Insurance Co., 及び Invesco Funds の取締役。CME の前取締役。1993年から取締役
ロバート・イエデック (Robert K. Jaedicke)	スタンフォード大学ビジネス・スクール名誉教授 (会計学担当), 前学部長。California Water Service Company, 及び Boise Cascade Corp. の取締役。GenCorp,Inc. の前取締役。1985年から取締役
ケネス・レイ (Kenneth L.Lay)	エンロン社の会長, 前 CEO。Eli Lilly and Co.,Compaq Computer Corp.,EOTT EnergyCorp.,i 2 Technologies,Inc., 及び NewPower Holdings,Inc. の取締役。1985年から取締役
チャールズ・レマイストル (Charles A. LeMaistre)	テキサス大学アンダーソン癌研究センター名誉所長。1985年から取締役
ジョン・メンデルソン (John Mendelson)	テキサス大学アンダーソン癌研究センター所長。Sloan-Kettering 記念癌研究センター薬学部門前部長。ImClone Systems,Inc. の取締役。1999年から取締役
パウロ・ペレイラ (Paulo V. Ferraz Pereira)	Group Bozano の執行副社長。Meridional Financial Group の前社長及び COO,Group Bozano の常務取締役。リオ・デ・ジャネイロ州立銀行の前社長兼 CEO。1999年から取締役
フランク・サベジ (Frank Savage)	Alliance Capital Management International の会長。Lockheed Martin Corp., Alliance Capital Management L. P., 及び Qualcomm Corp. の取締役。1999年から取締役
ジェフリー・スキリング (Jeffrey K. Skilling)	エンロン社の社長兼 CEO。エンロン社の前 COO。Enron North America Corp. の前会長兼 CEO。ダラス連銀ヒューストン支店の取締役。1997年から取締役
ジョン・ウェーカム (John Wakeham)	イギリスの Press Complaints Commission の会長。イギリスの前エネルギー担当国務大臣。前下院議員で下院の指導者。公認会計士。イギリスの数社の上場会社の会長, または取締役。1994年から取締役
ハーバート・ウイノカー (Herbert S. Winokur Jr.)	Capricorn Holdings,Inc. の会長兼 CEO。いくつかの投資ファンドの上級パートナー。Azurix Corp. の前非執行会長, Penn Central Corp. の前上級副社長兼取締役。NATCO Group Inc., Mrs.Fields' Holding Company,Inc.,CCC Information Services Group,Inc., 及び DynCorp の取締役。1985年から取締役

(出所) Enron Corp.,Proxy Statement,2001より

監査委員会には、しばしばアンダーセンの上級パートナーが出席していた。外部取締役はそれぞれ本職を抱えているのが通例であるため、日常的に業務を監視することができない。その一方で、エンロンの場合、平均して年35万ドルの報酬が支払われていたから、大変うまみのあるポストであった。このような状況につけ込んで、エンロンの経営陣はしばしば取締役会に正確な情報を提供しなかった。また、疑わしい取引については顧問弁護士、監査法人の意見書で権威付けを行った³⁵⁾。

資料①は社内調査であるだけに、深刻な事態を招いた責任は意図的に情報を開示せずに不正行為を画策した経営陣にあり、どちらかという取締役会は被害者であるというニュアンスが強い。これはそれぞれの取締役の証言の一つである資料②にも当てはまる。

これに対して、議会が設けた調査委員会の報告書である資料③の分析は冷徹かつ辛らつである。同報告書はファクト・ファインディングとして、次の6点を指摘している。

1. 取締役は受託責任を十分に果たさず、数年にわたる経営陣による問題のある行動を認識していながら、それを是正するための措置を採らなかった。
2. 取締役会は疑わしい会計処理を知らながら、それを承認していた。
3. 取締役会は投資組合 LJM の創設を承認する際に、CFO のファストウが明らかな利益相反の立場にあることを無視し、その後の監視も不十分で、エンロンおよび株主に損害を与えた。
4. 取締役会は財務状態を良くみせるためのオフバランス化を承認したが、破綻の原因となる負債のオフバランス化について適切な

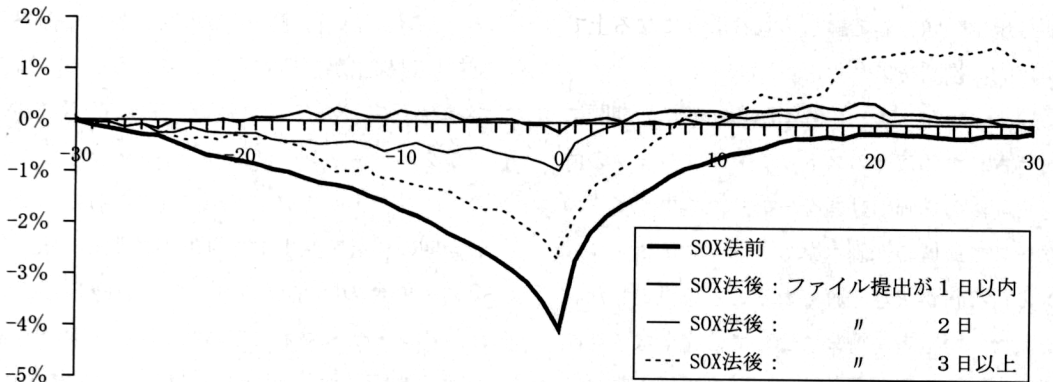
開示をしなかった。

5. 取締役会は経営陣への過大な報酬を承認し、またケネス・レイ会長兼 CEO への個人的なクレジット・ラインの濫用(取締役の一人はこれを「ATM アプローチ」と呼んだ)を監視しなかった³⁶⁾。
6. 取締役への本来業務以外に対する報酬(コンサルタント報酬、取締役が関係している団体への寄付など)により、取締役の独立性が損なわれた。また、アンダーセンが監査業務とコンサルタント業務を同時に提供することを承認したため、外部監査人としての独立性を維持できなくなった³⁷⁾。

要するに、第三者機関である議会の調査報告書(資料③)は内部調査委員会の報告書(資料①)とは異なり、取締役(会)は問題を知りうる立場にあり、善管注意義務違反を免れないと指摘しているのである。そして、その原因が取締役が本来業務に対する報酬以外の様々な役得を提供されることによって、その独立性が損なわれていたことにあると結論している。

そこで問題になるのが、エンロンの場合、役員報酬がどのように決められていたかである。これについては、SEC の規則によって「委任状勧誘状」(Proxy Statement)において開示することが義務付けられている。2000年3月の委任状勧誘状には報酬委員会の活動報告が掲載されており、「役員報酬についての方針」が明らかにされている。これによると、株主の承認をえるために報酬の合理的根拠として、外部の報酬コンサルタント(エンロンの場合は、タワーズ・ペリン(Towers Perrin)社)の助言にしたがって決定していることが分かる。報酬委員会の委員長であったレマイストルは、委員会の任務は既存の報酬体系を見直すことではな

図表12 ストック・オプション付与日前後の株価の動き (SOX 法前後)



(注) SOX 法前は2002年8月28日以前。SOX 法後は2002年8月29日
〔出所〕 Heron and Lie [2007].

く、タワーズ・ペリン社の助言にしたがって、競争相手の報酬と競うことにあると証言している。したがって、CEOのレイの2000年の報酬額1億4,000万ドルという金額は上位200社のCEOの平均報酬額の10倍以上であるが、エンロンは7番目に大きな会社であり、レイの報酬総額は丁度上位から7番目であると説明し、高額批判は当たらないと主張している(資料②参照)。

この報酬額の決定方法は他の企業でも一般的であることは既に指摘した。株主からの監視が厳しくなるにつれて、報酬コンサルタントのような第三者機関の評価が合理性の根拠とされる傾向が強くなっている。しかし、この報酬コンサルタントの評価も、経営者(あるいはその意向を汲んだ報酬委員会)の意向に沿う傾向があることは否定できない。

6. ストック・オプションのバック・デーティング問題

経営者と取締役会の力関係を示す最近の象徴的な事例として、ストック・オプションのバック・デーティング(付与日の後付け)問題を上げることができる。

この事例は経営者が業績(というよりも、それを反映して決まるはずであるとの前提の下での株価)の如何にかかわらず、多額の報酬が保証されている構造を示している。その意味では、経営者権力モデルが妥当する典型的なケースであるといえる。

ストック・オプションは行使価格が付与日の時価で、一般的には10年間の行使期間という条件で発行される。ところが、1997年に発表された研究論文(Yermack D. [1997], "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements", *Journal of Finance*)は、ストック・オプション付与日以前のリターンは平常であるのに、付与日以後のリターンが市場のそれと比較して2パーセント以上高いことを発見した。彼はこの現象をいち早く情報を入手できる立場にいる経営者が機会主義的に付与日を決定していると解釈した。

その後もこの問題についていくつかの学術論文が発表されているが、2000年代になって噴出した不正会計スキャンダルの下で経営者報酬の高騰が関心を集める中で、Lie [2005] はス

ストック・オプションのバックデーティングを重要な規制問題として論じられるようになる上で決定的な役割を果たした。

Lie [2005] は、1992年から2002年の期間に付与された5977件のストック・オプションの付与日前後の株価の動きを分析した結果、多くのケースで最低の株価水準でストック・オプションの付与日が決定されていることを見出した。これは、経営者が将来についての完全な予見能力を持つという非現実的な仮定を受け入れない限り、株価に影響を及ぼす情報の操作が行われているか、あるいは付与日を後で決めているかのどちらかであろう。彼は後者がその原因であると結論した。さらに、2007年のヘロン (Heron R.A.) との共同論文において、2002年のSOX法においてストック・オプションの開示義務が従来の30日間から2日以内に大幅に短縮されたのを受けて、ストック・オプション付与日前後のリターンがどのように変化したかを分析した。この結果は彼らの主張を強力に支持するもので、異常なリターンは大幅に縮小し開示される2日間に止まったのである (“Does Backdating Explain the Stock Price Pattern around Stock Option Grants”, *Journal of Financial Economics*)。この分析結果は図表12に示されている。

また、Narayanan, Schipani, Seyhun [2007] は、バック・デーティングが株主に約7%の損失をもたらし、それは各企業にとって約4億ドルの時価総額に相当することを示している。また、2000-04年の期間に、経営者は50万ドルの利益を得ているとしている。

ところで、ストック・オプションのバックデーティングの何が問題になるのであろうか。まず、SECの開示義務に違反していなければ

特に問題にはならない。第2に、ストック・オプションの低い行使価格で水増しされた報酬の支払いは株主が負担することになるから、株主が承認していることが必要である。第3に、バックデーティングによってイン・ザ・マネーのストック・オプションが付与されれば、その分当期の利益を減少する修正が必要である。最後に、税金の問題がある。既に紹介したように、イン・ザ・マネーでのストック・オプションは「業績連動型報酬」とはみなされないから、100万ドルを上限とした控除措置の対象にはならない。また、適格ISOの対象にはならず、通常の所得税を課せられる(バック・デーティングの証券法、税金、ディスクロージャーなどとの関連については、Narayanan, Schipani, and Seyhun [2007] も参照されたい)。

逆にいえば、以上のことを充たしていないストック・オプションのバックデーティングは、SECの開示規制違反、内国歳入法違反、および不適切な会計処理が問題になるということである。2006年9月6日の上院金融委員会で証言したSEC法規執行局のトムソン (Linda Tomuson) は、100社以上が審査の対象になっていること、一部の経営者が民事制裁金の支払いに同意していることを報告している³⁸⁾。

7. インセンティブとしてのストック・オプション

歴史的には、ストック・オプションは株式所有が分散し経営者に対する株主のコントロールが弱くなった状況で、両者の利益を一致させるとともに、経営者に対するインセンティブ・システムとして1990年代から普及してきたことは既に見たとおりである。これによって、経営者

は株価を上昇させるために経営の効率性を高め利益向上に取り組むことが期待されたのである。

しかし、その後の展開は予想に反し、経営者による利益調整（この場合には、不正な利益操作）への誘因を高めることになったのである。近年、経営者報酬の問題はガバナンスの中心の問題として多大な関心を集めている³⁹⁾。経営者報酬やストック・オプションについて様々な分析が行われているが、その一つが経営者報酬の構造、つまりストック・オプションの普及と利益調整との関連である。この問題を取り上げた分析の多くが両者の間に有意な関係を見出ししている。

たとえば、Richardson, Tuna and Wu [2002] は、1971-2000年に決算修正を行った企業255社の共通する特徴として、PERが高いこと、負債が多いこと、低コストでの資金調達の高必要性が高いことを明らかにしている。そして、利益操作によりSECの法規執行を受けた企業は、アナリストの利益目標を一貫して達成していること、また四半期利益を一貫して増加させていることを明らかにし、資本市場の反応が利益操作の重要な動機であったことを主張している。

Efendi, Srivastava, and Swanson [2006] は、2001年および2002年に決算修正を行った企業100社と行わなかった企業100社を抽出し、その差異を分析している。この結果、両者の主要な違いはCEOがイン・ザ・マネーのオプションをどれだけ保有しているかにあることを明らかにしている。すなわち、前者のCEOは3,090万ドルのイン・ザ・マネーのオプションをもっているのに対して、後者のCEOはその14分の1の230万ドルしか保有していなかった。

Denis, Hanouna, and Sarin [2006] は、オプション・ベースの報酬と不正会計処理との関連を分析し、両者の間に強い相関関係があることを明らかにした。しかし、この関係は企業の株式保有構造の特徴にも依存しており、大口株主 (blockholder) と機関投資家の保有割合が高い企業ほどこの関係が強いことが明らかだという。彼らは、この結果を大株主の圧力によって解任の脅威にさらされるため、収益目標の達成に向けた圧力が強まるためと解釈している。もっとも、大株主の存在（もっと一般的にいえば、ガバナンス構造）と経営者行動の関係については、ヨーロッパ企業についての分析にみられるように、異なる分析結果を導いている分析も少なくない。この点のより詳細な検討は今後の課題である。

他方で、同論文は、このような報酬体系が企業価値を高める効果も否定できず、両者のバランスをとるようなオプション・ベースの報酬を考えるべきであるとする。

Cheng and Warfield [2005] は、株式による報酬の割合が高い経営者ほどその後の期間に株式を売り、アナリストの予想に合わせるかそれを越える利益を報告する傾向が強く、利益調整を行う頻度が高いことを明らかにしている。これはストック・オプションによって経営者の株式保有が増加するにつれて、それに伴うリスクの低減のためにも保有株式の一部を売却する必要性が高まり、そのために株価の下落を避ける誘因が強まることを示していると考えられる⁴⁰⁾。

実際、ストック・オプションがこれだけ広範に普及しているにもかかわらず、CEOの持株はそれほど大きくは増加していないという事実がある。新しく就任したCEOが最初にするこ

とは業績と報酬とのリンクを切断することだという指摘がある⁴¹⁾。

経営者報酬の構造と利益調整との関連を補強するものとして、ヨーロッパ企業との比較も有用である。Coffee [2005] (in Armour and McCahery [2006]) は、2000年以降の株価の下落はヨーロッパの方が大きかったにもかかわらず、アメリカにおけるような企業スキャンダルの頻発という事態が起きなかった原因を問題にしている。この最も大きな理由として、株式所有の分散（アメリカ）と集中（ヨーロッパ）の違いをあげている。ストック・オプション制度は株式保有が分散している下で経営者の動機付けのためのインセンティブ・システムとして普及してきたから、株式所有が分散していないヨーロッパでは、その報酬形態は業績連動型ではない（この割合が最も高いイギリスでも2002年で24%を占めるに過ぎない）。

この結果、報酬総額に占めるストック・オプションの割合が高いアメリカ（また、それほどではないが、イギリスもこれに準じる）では、経営者による利益操作の誘因が高まり、不正な会計処理が行われる素地が形成されるという。これに対して、支配的株主が存在するヨーロッパ大陸の企業においては現金部分の割合が高く業績連動型ではないため、このような形の不正行為は起きにくい。この場合の問題は、支配株主による企業の私物化であるという。

Coffee [2005] は、2003年12月に破綻したイタリアの食品メーカーである Parmalat の例をあげ、経営者による私物化であるため、不正な会計処理は貸借対照表 (B/L) を操作することが特徴であることを指摘している。これに対して、エンロンやワールドコムのように株式所有が分散し支配的株主が不在の場合には、損益計

算書 (P/L) (つまり、利益) を操作することが特徴であると指摘している。

エンロンの場合にも投資組合を利用した資産の簿外化が不正会計処理の主要な手法であったから、B/L を操作していないということではないが、動機が株価の維持や格付けの維持のために利益を水増しすることにあったという点ではコーヒの指摘は納得がいく。

確かに、支配的な大株主が存在し、報酬が業績に連動しない状況では、株主による監視と経営者の誘因の欠如によって、利益調整を引き起こす誘因は小さいということになる⁴²⁾。

これにも関連するが、Kaplan [1999] は、ドイツ、日本、アメリカの CEO に対する報酬といくつかの業績指標（株価、利益、および売上高）との関連を検討した結果、これらの諸国に大きな差はなくいずれも良好なパフォーマンスを示しているという。彼はこれらの諸国がガバナンス構造の点では大きな差異がありながら、パフォーマンスの点では類似の結果を示していることに関して、製品市場と資本市場の活発な競争こそが重要な要因であるという解釈を提示している⁴³⁾。

しかし、ガバナンス構造と利益、株価、さらには一国の成長率との関連をつなぐ媒介項が示されない限り、このような市場主義は十分な説得力を持つようには思えない。

結局のところ、我々は1980年代後半にジェンセンが問題にしたプリンシプル・エージェンシー問題に再び当面しているようである。

終りに

本稿では、最初にアーサー・レビット元 SEC 委員長が警鐘を鳴らした過度の利益調整

の横行を手掛かりに、その背景として経営者報酬の構造変化に伴う誘因に注目した。

1980年代前半まで、経営者報酬はキャッシュの割合が高く業績には関係なく決まる傾向が強かった。他方で、株式保有の分散が極端に進み支配的株主が不在の状況が生まれると、経営者の権力は強まり、経営者は自らのプレステージを誇示するために不必要な多角化や企業規模の拡大、またフリーキャッシュ・フローの蓄積へと向かう傾向を強めた。時期的には、理論的に「内部組織の経済学」やコングロマリット・プレミアムが喧伝されたコングロマリット合併の時代がこれに相当する。しかし、70年代後半に株価が低迷し「株式の死」と呼ばれるほど悲観的ムードが蔓延すると、非効率的な多角化・企業規模の拡大による成長への幻想は剥げ落ち、一転して「選択と集中」が叫ばれ、コングロマリット・ディスカウントが主張されるに至る。時期的には、80年代後半の敵対的買収をとともなう企業のM&A&Dが盛んな時期である。

このような流れの中で、経営者報酬にも大きな変化が進行した。敵対的買収じたい、経営者権力の横暴に対する株主からの反撃という性格を持っていたが、その反省に立って経営者と株主の利害を一致させるようなインセンティブ・システムが採用されるようになった。ストック・オプション制度である。これにより、株価が上昇すれば、株主、経営者とも利益を手にすることができる。経営目標として「企業価値経営」、「株主価値経営」が主張されるのもこの頃（1990年代）からである。

しかし、90年代後半にITを活用したニューエコノミーによって新たな成長の可能性が広く主張されると、新たなユーフォリア（投機的熱狂）の土壌が育っていった。この最大の落し子

がエンロンを初めとした、IT、通信分野で不正会計処理によって破綻した企業群であった。不正会計処理はインターネットを含めた情報通信分野に圧倒的に集中しているのは、この分野が最大の成長幻想を撒き散らしたからである。それによってもたらされた高いPERは、一株当りの収益の上昇によって株価を大きく上昇させる。株主も経営者も満足するという訳である。

このように、ストック・オプション制度の普及は予期せざる結果をもたらした。株価の上昇が自己目的化され、極端な場合には手段を問わないような状況を生み出したのである。ストック・オプションに対する批判が強まるにつれ、報酬を外部環境によっても影響を受ける株価への連動を止め、例えば、ベンチマークとしてインデックスを採用すべきだという提案や、一定水準のROEや利益を基準に報酬額を決定すべきだという提案もなされているが、現在のところ現実性はない。

しかし、大きな流れはこのように整理できるとしても、実際に経営者報酬が決定されるプロセスにまで踏み込まなければ、このような事態をもたらした企業内部の権力構造は十分には明らかにはならない。現実には、それを決定する報酬委員会が十分な機能を果たしているとはいえないのが実態である。依然として経営者主導で報酬が決定されているのである。

これはガバナンス構造の問題そのものでもある。サーベンス・オクスレー（SOX）法によって大幅に改善されたとはいえ、依然として会長とCEOの職能の分離、株主の権限の強化など、いくつかの課題が放置されている。最近、SECが企業に対して報酬の決定基準について開示を求めているのも、ガバナンスの改善に向けた更なる動きの一環である。

注

- 25) Bebchuk and Fried [2003] は、1990年代における CEO の報酬についての学術論文数の増加が CEO の報酬そのものの増加を越えるペースであったとして、この問題に対する関心がいかに高かったかを指摘している。
- 26) Jensen and Meckling [1976], "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure" (Jensen [1998] に所収)。
- 27) Nadler, Behan and Nadler [2006] は、「最近になるまで、取締役会を編成する作業はクリスマスツリーを飾るのと非常に似通った作業であった。CEO がきらきら光る綺麗な装飾品を次々に選んで飾りつけ、最後の仕上げとしてツリーのてっぺんに派手なお星様を乗せるのである。……何十年もの間、社外取締役の指名は非公式に、ときには排他的な方法で行われてきた。CEO が主導権を握り、自分の個人的な友人や仕事上の知人などを推薦する。いわゆる『バランスのとれた』取締役会とは現役の CEO が1, 2名に、銀行家、弁護士、学者、地域の有名人、そして引退した政治家などを適当に取り混ぜた集団のことだった」(邦訳 [2007], 37-8 ページ) と述べている。
- 28) Nadler, Behan and Nadler [2006] は、多くの企業でガバナンス委員会が取締役の指名に最も大きな影響力を持っているとする、2004年の調査結果を紹介している(邦訳 [2007], 38ページ)。また、CEO の選抜については、Khurana [2002] が、その市場の特異性と合わせて、取締役会(その中に設置されている指名委員会)による人選のプロセスについての生々しい実態を紹介している(邦訳 [2005])。
- 29) 独立取締役 (independent director) の定義は、SOX 法、NYSE 規則303A 条、そしてNASDAQ 修正規則4200及び4350条で、若干の差異がある。
- 30) 報酬額は2002年の大企業上位200社の平均額である。上位1,000社では11万6千ドルである。また、役得の例としては、UAL Corp. (傘下にユナイテッド・エアラインがある) の取締役はフライトは無料である。Stawood Hotel の取締役はホテルを無料で利用できる (Bebchuk and Fried [2004], p.25)。さらに、エンロンの取締役は取締役としての報酬の他にコンサルタント料を受け取っていたり、自分が関係している企業や団体などと取引したり寄付を提供されていた(注37を参照されたい)。
- 31) SEC, Release, No.33-7009
- 32) Khurana [2002]; 邦訳 [2005], 103-06,144-45 ページ。
- 33) Nadler, Behan and Nadler [2006]; 邦訳 [2007], 260-63 ページ。任期満了によって後任の CEO が選ばれる場合、「協働モデル」に従って、外部取締役が中心になって人選が進められる。この場合には、特に大きな問題は起きない。
- しかし、業績不振やスキャンダルなど、突然の事態により後継者を探さなければならない場合には、取締役会は様々な課題を抱えることになる。第一に、短時間で後継者を決める必要がある。第二に、業績不振や社内的な管理問題などが原因で CEO が解任された場合、後継

CEO には社内をまとめあげ業績向上を実現できる強いリーダーシップを期待する。したがって、この場合には、取締役がよく知っている社内候補はリーダーシップに対して幻想をもたれにくいという不利になり、社外で良い業績をあげたことのある他社の CEO 経験者からスカウトする傾向がある。「カリスマ幻想」が採用を左右する決定的な要因になるのである。第三に、CEO をめぐる人材市場がこのような特異な性格をもつため、特に大企業が後任の CEO を探す場合には、そもそもそのような人材に限られるため圧倒的な売り手市場になる傾向が強い。

この結果、人材を探す専門のサーチ会社が雇われるものの、しばしば「情報の非対称性」が生じ、採用前に前任先でどのようなことを行ったかについて十分に知らないで契約を結ぶという事態が起きることがある。また、このような市場構造のため、CEO の報酬についても、採用側は候補者のほとんどいわれるがままということになる(これらの事例には枚挙に暇がないが、TRW の会長兼 CEO が突然、辞任し、ハネウエル社の CEO に就任した時の TRW 社の取締役会の対応 (Nadler, Behan and Nadler [2006]; 邦訳 [2007], 285-87 ページ)、バンク・ワンがシティグループを辞め(させられ)たジャック・ダイモンを CEO に採用したケース、サンビームが前職で不正な会計処理を行って解雇されたアル・ダンラップを CEO として採用したケース、アメリカン・エクスプレスに君臨していた CEO のジェームズ・ロビンソンが業績不振を理由に解雇され新しい CEO が決まるまでの経緯(これらについては、Khurana [2002]; 邦訳 [2007] が大変興味深い分析を行っている)が参考になる)。

- 34) Khurana [2002]; 邦訳 [2007], 61 ページ
- 35) このような事例としては、投資組合の 'Raptor I' の設立については、財務委員会、取締役会で承認されたが、その後の財務状況については報告されなかったこと、また 'Raptor III' については取締役会での承認がなかったこと、さらには、'Chewco' については国際財務担当のクッパーが出資していることを知らされていなかったこと、非連結のための「3%ルール」に違反していることも知らなかったことなどをあげることができる(資料①はこのような事例を多数指摘している)。
- 36) 資料③は、報酬委員会が適切な報酬体系の維持ではなく、競合相手並みの報酬の提供という方針を採っていたことは、CEO のケネス・レイに対する気前の良いクレジット・ラインの供与にも現れているという。

具体的には、報酬委員会は1999年にエンロン株を担保としたローンの提供を認めるが、この上限は2001年にはそれまでの400万ドルから750万ドルまで引き上げられた。レイは最初は月一回、その後、二週間に一度、最後には数日毎にキャッシュを引き出していたという。この結果、レイは2000年10月から2001年10月までの一年間に、7,700万ドルのキャッシュを引き出し、エンロン株で支払った。

この委員会のヒアリングに答えた報酬委員会の取締役はクレジット・ラインの存在は知っていたが、レイがこれほど頻りにキャッシュを引き出していたことは知らな

かったと証言している。そして、報酬委員会委員長のレマイストルはクレジット・ラインの管理は報酬委員会の責任ではないと弁明している。もちろん、資料③はこのような開き直りに対して、報酬委員会はCEOへの報酬の監視という任務を負うものであり、CEOのクレジット・ラインの利用という行動に対しても監視する権限を持つのは当然であると厳しく批判している。

資料③は報酬委員会の監視機能が脆弱であったもう一つの例として、役員への法外なボーナス・プランを指摘している。報酬委員会は2001年初めに前年の業績に対していくらのボーナスが支払われたかを知らなかった。実際は、役員に対して通常のボーナスとして4億3000万ドル、株価が目標値を越えた時に支払われる「パフォーマンス・ユニット・プラン」として65名の役員に3億2000万ドル、総額7億5000万ドルが支払われた。しかし、報酬委員会のメンバーは誰一人、2000年の純益の9億7500万ドルに対してこれだけのボーナスが支払われたことを計算しようとしなかった。

要するに、エンロンの報酬委員会、したがって取締役会は、経営陣と報酬コンサルタントによって提案された報酬プランを単に追認するに過ぎなかったのである。

37) 資料③は、具体例として、以下のような事実をあげている。

一エンロンは、1996年から、ジョン・ウエーカムに対して取締役としての報酬の他に、毎月、6000ドルのコンサルタント料を支払っていた。

一エンロンは、1991年から、ウルクハート (John A. Urquhart) に対して取締役としての報酬の他に、コンサルタント料を支払っていた。2000年の支払い金額は49万3914ドルであった。

一ハーバート・ウイノカーはナショナル・タンク・カンパニーの取締役でもあった。同社は、1997年から2000年まで毎年、エンロンの子会社に油田施設とサービスを販売し、それぞれ103万5000ドル、64万3793ドル、53万5682ドル、37万294ドルの収入を上げていた。

一過去5年間、エンロンとケネス・レイはテキサスにあるアンダーソン癌研究センターに約60万ドルを寄付していた。1993年には、エンロン財団が同癌研究センターに150万ドルを寄付している。

エンロンの取締役であるレマイストルとメンデルソンは、同センターの所長であった。

一1996年から、エンロンとレイ基金はバージニアのジョージ・メゾン大学とそのメルカタス・センターに5万ドル以上寄付している。エンロンの取締役であるウェンデー・グラムは同センターと雇用関係にある。

一1996年から、エンロンとベルコ・オイルは数千万ドルに及ぶヘッジ取引を行っている。97年には、ベルコはエンロンの子会社であるコーダ・エナジーを買い取っている。エンロンの取締役であるロバート・ベルファーはベルコの前会長兼CEOである。

一税金ロビイストのチャールズ・ウォルカー (Charles Walker) は、1985-99年にエンロンの取締役に就いていた。1993-94年に、エンロンはウォルカーがオーナーの一人であり、税金のコンサルタントと政府向けの広報活動 (governmental relations) サービスを提供してい

る、ウォルカー/フリーとウォルカー/ポッターという二つの企業に7万ドル以上を支払っている。2001年までの10年以上の期間にわたって、エンロンは税金問題についてのロビイングを行っている非営利組織である米国資本形成協議会 (American Council for Capital Formation) に年間5万ドルの寄付を行っている。この組織はウォルカーが会長である。

なお、エンロンのメインの顧問弁護士であるビンソン・アンド・エルキンズ (Vinson and Elkins) についても同様の「利益相反」状況を指摘できる。つまり、①収入面でエンロン依存度7.8%、②エンロン担当弁護士100名、③エンロンからの年間収入2,700万ドル、④エンロンへの転職弁護士20名以上であり、経営陣と癒着関係にあったことが明らかにされている。

38) US Senate Committee on Finance [2006]

39) ちなみに、社会科学関係のワーキング・ペーパーのデータベースであるSocial Science Research Network (SSRN)で「ストック・オプション」(stock option)というキーワードで検索すると1,000本のペーパーが見つかる。また、「経営者報酬」(executive compensation)では732本のペーパーがあることがわかる(2007年9月末現在)。もちろん、これには議会の報告書や単行本は含まれていない。この膨大な数のペーパーはこれらの問題に対していかに大きな関心がもたれているかの証左であろう。

40) Coffee [2005], "A Theory of Corporate Scandals: Why the US and Europe Differ" (in *Amour and McCahery* (ed.) [2006] (originally published in *Oxford Review of Economic Policy* 21))

41) クラーナ [2002], 274ページ

42) といっても、コーヒーは単純にヨーロッパの企業システムの方が優れているといっているのではない。不正行為の現象形態が異なるのであって、その共通の原因は「フィナンシャル・ゲートキーパーの失敗」にあると結論している。

43) Kaplan [1999], "Top Executive Incentives in Germany, Japan and the USA: A Comparison", in *Carpenter and Yermack* [1999]

参考文献

- Agrawal A. and Chadha S. [2005], "Corporate Governance and Accounting Scandals", *Journal of Law and Economics* 48
- Armour J. and McCahery J.A. (ed.) [2006], *After Enron*
- Bhagat S. and Black B. [1999], "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance", *Business Lawyer*
- Bizjak J.M., Lemmon M.L. and Naveen L.

- [2007], "Does the Use of Peer Groups Contribute to Higher Pay and Less Efficient Compensation?"
(<http://ssrn.com/abstract=252544>)
- Brick I.E., Palmon O., and Wald J.K. [2006], "CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?" *Journal of Corporate Finance* 12
- Burns N. and Kedia S. [2006], "The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting", *Journal of Financial Economics* 79
- Carpenter J. and Yermack D.(ed.) [1999], *Executive Compensation and Shareholder Value: Theory and Evidence*
- Chhaochharia V. and Grinstein [2004], "The Transformation of US Corporate Boards: 1997-2003", *Working Paper*, Cornell University, May
- [2007], "Corporate Governance and Firm Value: the Impact of the 2002 Governance Rules", *Johnson School Research Paper Series* No.23-06
(SSRN_ID976161_code328371.pdf)
- Core J.E., Holthausen R.W., and Larcker D.F. [1999], "Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 51
- , Guay W.R., and Larcker D.F. [2003], "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey", *FRBNY Economic Policy Review*, April
- Crutchley C.E., Jensen M.R.H., and Marshall B.B. [2007], "Climate for Scandal: Corporate Environments that Contribute to Accounting Fraud", *The Financial Review* 42
- Dechow P.M. and Skinner D.J. [2000], "Earning Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators", *Accounting Horizons* 14-2
- Endri J., Srivastava A., and Swanson E.P. [2006], "Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements?", *Journal of Financial Economics, Forthcoming*
(<http://ssrn.com/abstract=547922>)
- Goyal V.K. and Park C.W. [2002], "Board Leadership Structure and CEO Turnover", *Journal of Corporate Finance* 8
- Hermalin B.E. and Weisbach M.S. [2003], "Boards of Directors As an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *FRBNY Economic Policy Review*, April
- Johnson S.A., Ryan H.E.Jr., and Tian Y.S. [2007], "Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter", *Working Paper*
(<http://ssrn.com/abstract=395960>)
- Khurana R. [2002], *Searching for a Corporate Savior*; 加護野忠男監訳, 橋本硯也訳 [2005] 『カリスマ幻想』 税務経理協会
- Kole S.R. [1997], "The Complexity of Compensation Contracts", *Journal of Financial Economics* 43
- Larcker D., Richardson S.A., and Tuna A.I. [2005], "Back Door Links between Directors and Executive Compensation", *Working Paper* (SSRN_ID671063_code171605.pdf)
- Mills D.Q. [2003], *Wheel, Deal, and Steal*; 林大幹訳 [2004], 『アメリカ CEO の犯罪』 シュブリンガー・フェアラーク東京
- Morgan A., Poulsen A., and Wolf J. [2005], "The Evolution of Shareholder Voting for Executive Compensation Schemes", *Journal of Corporate Finance* 12
- Nadler D.A., Behan B.A., and Nadler M.B. [2006], *Bulding Better Board*; 齊藤彰悟監訳, 池田絵実訳 [2007], 『取締役会の改革』 春

秋社

- Narayanan M.P., Schipani C.A., and Seyhun H. N. [2007], "The Economic Impact of Backdating", *Michigan Law Review*, June
- Perry T. and Zenner M. [2000], "Pay for Performance ?; Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts", *Working Paper*
- [2000], "CEO Compensation in the 1990s: Shareholder Alignments or Shareholder Expropriation ?", *Forthcoming The Wake Forest Law Review*
- Richardson S., Tuna I., and Wu M. [2002], "Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements"
(ssrn.com/abstract=338681)

- US Senate Committee on Finance [2002], *Corporate Governance and Executive Compensation*, April 18
- on Banking, Housing, and Urban Affairs [2006], *Stock Options Backdating*, Sep.6
- on Finance [2006], *Executive Compensation: Backdating to the Future, Oversight of Current Issues regarding Executive Compensation including Backdating of Stock Options; Tax Treatment of Executive Compensation, Retirement and Benefits*, Sep.6
- US House Committee on Financial Services [2007], *Empowering Shareholders on Executive Compensation*, Mar.8

(当研究所理事・主任研究員)