

米国における改訂版 ERM がもたらす

コーポレート・ガバナンスへの影響と我が国への示唆

平成 30 年 12 月 17 日 監査セミナー

明治大学法学部教授 柿崎環

一 はじめに

- ・問題意識 米国州会社法判例の動向
 - 企業不祥事をめぐる取締役の監督責任の追及が困難に
 - 他方、企業に要求されるコンプライアンス体制整備はレベルアップ
 - ☞ このギャップはどこから？
- ・米国企業法制特有の法構造的課題とその解決のアプローチの模索

二 米国州会社法判例における取締役への監督責任追及の機能不全

1 米国デラウェア州会社法の問題状況—取締役の責任免除規定と誠実義務

(1) 取締役の信認義務、注意義務、忠実義務

- 信認義務 (fiduciary duty)
- ┌ 注意義務 (duty of care)・・・cf. 経営判断原則の適用場面
- └ 忠実義務 (duty of loyalty)
- 経営判断原則 (business judgement rule)
 - ；利害関係なき独立した取締役が、誠実に行動し、合理的な意思決定プロセスを踏んでいれば、過失 (negligence) があっても免責
- 1985 年 デラウェア州最高裁判所 Smith v. Van Gorkom
 - ⇒ 会社売却につき不十分な情報に基づく拙速な意思決定
 - 取締役に重過失 (gross negligence) 認定・・・BGJ 適用なし
 - ↓ 判決の衝撃
- 1986 年 デラウェア州会社法 102 条(b)(7)改正
 - ⇒ 取締役が重過失でも免責可能な選択的定款条項の導入
 - 取締役の注意義務違反での責任追及の途は事実上×
 - ☞ 忠実義務違反には適用なし
- 忠実義務違反でなくとも「不誠実」でなされた場合には免責不可
 - ・・・「重大な過失」とは異なる「不誠実」とは何か？

➤ 1996 年 Caremark 事件 (デラウェア州衡平法裁判所)

⇒ 従業員よる不正の疑惑の有無を問わず「取締役が会社情報を合理的に入手すべき義務を果たすには、その前提として、合理的な情報収集・報告システムが組織内に存在することが必要」



cf. 1963 年 Graham 判決「取締役は従業員の違法行為の存在を疑うべき理由がない限り、違法行為を発見するためのシステムを構築し運用する義務はない」

但し、取締役の責任認定は消極的

「取締役会が継続的または組織的に監視を怠っていた場合（たとえば、合理的な情報伝達システムの存在の確認を甚だしく怠った場合など）に限って、取締役の責任追及に必要な誠実性を欠く行為に該当する」

(2) 「誠実性の欠如」の判断基準をめぐる判例の展開

・2003 年 Abbott 事件判決；「取締役が法令違反の事実を知らながら、長期間にわたり、組織全体として是正措置をとらない状況」→ 意図的な任務懈怠を認定→「誠実性の欠如」

・2006 年 Disney 事件判決；信認義務について、注意義務、忠実義務以外に第三の範疇として「誠実義務 (duty of good faith)」を取締役の義務とする。事案；CEO に対する巨額の退職手当について、実質的に機能していない報酬委員会の同意のみで決定した事実について取締役会のメンバーの監督責任を追及した代表訴訟 → 「会社の重要な意思決定に関して『われわれはリスクには関知しない』という取締役らの態度は、意識的かつ意図的にその職務を無視した・・・誠実義務違反→これは経営判断原則による保護の範囲外 ∴ デラウェア州一般会社法 102 条(b)(7)の適用なし。

☞ 狙いは、経営判断原則の適用を回避（取締役が不作為に監督義務違反を犯した責任を不当に免れることを防止）

・2006 年 Stone 事件判決；Disney が示した誠実義務を信認義務の第三の義務とすることを否定。あくまで信認義務は注意義務と忠実義務の 2 つで構成。

→「誠実義務とは、忠実義務の付随的要素に過ぎない。」→ その結果、忠実義務の範疇に、取締役と会社との間の利害関係がない場合も包含。忠実義務の範疇が広がり 102 条(b)(7)による免責の適用外とすることが可能に。But 誠実義務違反については上記の「取締役が継続的または組織的に監視義務を怠っていたこと」の立証が必要であることは変わらず（原告に重い立証責任）。

・2009 年 Citigroup 事件判決；サブプライムローン市場への参入により、巨

額の損失を会社に与えた取締役に対する株主代表訴訟。→ 事業リスク管理体制の不備に対する取締役会の監督責任が問題に。⇒ デラウェア州衡平法裁判所；詐欺や法令遵守体制の整備に対する任務懈怠と違い、事業リスクマネジメントには取締役に広範な裁量が認められるとして、経営判断原則の適用によって取締役を保護する方向で解釈。

2 取締役の任務懈怠責任と州会社法上の限界

➤ 取締役の監視義務を巡るデラウェア州一般会社法判例の変遷

Caremark 判決が、初めて取締役に法令遵守体制の監督義務があるとしたが、取締役の責任認定には、「誠実性の欠如」の立証を要求。→ たとえ忠実義務の適用範疇を広げて 102(b)(7) の免責規定の適用を回避しても、原告の立証は極めて困難

⇒ 事実上、取締役には、経営判断原則の適用による保護が与えられている。

➤ 連邦会社法を持たない米国の企業法制の特殊性

・米国の企業ガバナンスについては、各州会社法に専属管轄権があり、連邦規制による企業ガバナンスへの介入は憲法問題。→ But 19 世紀後半から、各州会社法は、法人税収確保のため、経営者に対する規制緩和競争 (Race to the bottom) を展開 → 現在でも州会社法による取締役の不作为による監督責任の認定は、事実上困難 → そこで、連邦証券規制に基づく規制監督主体が、事実上ガバナンス機能を補完するエンフォースメントを実施するアプローチを採用 ⇒ 結果として州会社法が要求するレベルを凌駕するリスク管理体制の整備を要請することに・・・

三 連邦規制に基づくコーポレート・ガバナンスへの介入と補完

1 司法省によるコンプライアンス・プログラムの活用と訴追延期合意等

➤ 連邦レベルにおける法令遵守体制整備に向けたアプローチ

- ・1950 年代；反トラスト法違反に対する高額罰金刑を回避するため法令遵守体制整備
- ・1987 年連邦量刑ガイドライン策定 → 1991 年組織犯罪に対する部分が追加

⇒ 企業犯罪に課される高額の罰金刑について、裁判所は、一定のコンプライアンス・プログラム (CP) を備えていた企業には、量刑上の軽減を認める基準を設定

↓

「違法行為の防止・予防」(2004 年)



「違法行為の早期発見・報告・是正プロセスの強化」(2010 年)

・コンプライアンス・プログラムに必要とされる具体的な要素

① 時期を得た自主的報告、②徹底した調査協力、③是正措置の導入

⇒ 企業は、将来の訴訟リスクに備え、企業内の情報ラインの透明化を図り、不正発見時の迅速な対応と改善を確保するコンプライアンス体制の整備を促進

➤ 司法省による訴追延期合意・訴追免除合意の採用（1990 年代）

- ・訴追延期合意(Deferred Prosecution Agreement)；訴追対象企業が、司法省との間で、一定の合意項目を一定の期間（通常 2 年から 3 年）、遵守することを条件に訴追を延期する司法取引的運用。
- ・合意項目；関連捜査への継続的な協力義務、量刑ガイドラインが定めるコンプライアンス・プログラムの遵守、独立法令遵守監視人（Independent Corporate Monitor）の受け入れ、または自己監査・報告、将来の法令違反の報告義務が要求
- ・訴追免除合意（Non-Prosecution Agreement）；訴追延期合意の場合よりも、徹底した調査協力が行われ、より高度なコンプライアンス・プログラムが導入かつ有効に機能していると司法省に評価された場合の合意。訴追延期合意と異なり、裁判所に起訴状の提出もない。→ ただし、個人に対する責任追及は別途実施。近年は、適切な法令遵守体制を整え、捜査協力も十二分に行っている訴追対象企業は免責され、個人責任の追及が強化。
- ・司法省と SEC の協調的エンフォースメントの実施；2015 年、司法省と SEC は共同所管で FCPA の法執行に対するガイダンスを公表（後述）
- ・2016 年、司法省は、FCPA の法執行において考慮すべき事項をパイロット・プログラムとして公表。→ 2017 年、パイロット・プログラムを今後も継続適用を表明。
- ・考慮事項の充足；①自主的な申告、②徹底した調査協力、③迅速な是正措置 → 利益の吐き出し、没収、補償は別として、刑事訴追は行わない。
 - ⇒ 但し、①企業の上級役員による不正行為への関与、②企業が不正行為により、相当額の利益を得ていた事実、③不正行為の蔓延状況、④不正行為に関する企業の常習性
 - 有罪答弁、訴追延期合意での解決へ

2 SEC による法執行の展開

➤ SEC による FCPA 法執行の狙い

* 米国の特殊事情：コーポレート・ガバナンスを巡る連邦証券規制と州会社法の管轄問題

・1977 年、FCPA により SEC 登録企業に対して内部統制構築義務が法定化

☞ 1977 年 FCPA 制定は SEC による上場企業ガバナンスへの介入の足がかり

↓ ☞ But 内部統制構築義務を課すことのみの限界

- ・ 1992 年 COSO (トレッドウェイ委員会支援組織委員会) による「内部統制の統合的枠組み」の公表

* 内部統制のデファクト・スタンダードへ

- ➡ 内部統制とは、「業務の有効性と効率性、財務報告の信頼性、関連法規の遵守という目的の達成に関して合理的な保証を提供することを意図した、事業体の取締役会、経営者、およびその他の構成員によって遂行されるプロセス」と定義、その構成要素として、①統制環境、②リスク評価、③統制活動、④情報と伝達、⑤モニタリングが示された。

☞ 経営者、取締役、従業員、外部監査人等、企業を取り巻く利害関係者間で、内部統制概念の共通化・・・→ 内部統制規制に関する法規規範性の明確化に貢献

↓

- ・ 2002 年 SOX 法に基づき、内部統制構築+経営者による有効性の評価と開示+監査人による内部統制監査のフルセット規制 (SOX 法 302 条・404 条等) が導入 → SOX 法が要請する「財務報告に係る内部統制」の有効性評価と監査人による内部統制監査の指針は、おおむね 1992 年 COSO 「内部統制の統合的フレームワーク」に依拠。

↓ ☞ But 財務報告・開示に対する事後的規制の限界。当局による企業内部情報への迅速なアクセスの限界

- ・ DOJ と SEC の連携による「アメとムチ」の法執行運用

Cf. SEC の訴追延期合意

； SEC と個人 or 企業との文書による法執行の延期についての契約合意

<一般的な合意条件>

- ① SEC の調査および関連処分に対して誠実に徹底して協力すること
- ② 出訴期限の延期合意 (tolling agreement)
- ③ 訴追延期期間には合意条項に従うこと

☞ コンプライアンス・プログラムの実施、法令遵守監視人の受け入れ

- ④ 一定の条件のもと、SEC が連邦証券諸法違反を主張する基礎となる事実について承認するか争わないことに同意すること。

- ➡ FCPA の内部統制規定に基づき、事前の法令遵守体制の整備を超えたリスクマネジメント体制の整備を要請する法執行の増加 ← SEC の「法執行協力プログラム」(資本市場から早期に投資家の投資判断を阻害する要因を除去するため、企業にエンフォースメントの早期の段階から調査協力を求めるもの) の実施の一環

3 連邦証券規制におけるリスク情報の開示に向けた取組み

(1) 米国の連邦証券規制における将来情報の開示規制

＊2008 年金融危機以降、企業のリスク情報、リスクマネジメントへの関心大

→ 州会社法判例による取締役の監督責任の事後的追及は機能不全であっても連邦規制による司法省や SEC の法執行による巨額の制裁金や課徴金を支払う場合があることにかんがみれば、投資先企業が、将来的にそうした事態に陥るリスクがないことは投資家にとっての最大関心事へ。

➤ 連邦証券規制に基づくリスク情報の開示

・歴史的には、連邦証券規制は、事実や客観的に検証可能な「ハード情報」にかぎって、強制的に開示を要請 → 企業の計画や将来予測などの「ソフト情報」の開示には 1970 年代半ばまで、SEC や裁判所は、消極的ないし禁止の立場

∴ 洗練されていない投資家が、実現可能性が疑問視される情報を過度に重視することへの懸念

・他方、洗練された投資家にとって将来情報の開示は有用。とくに M&A が盛況な 1980 年代にかけてソフト情報の開示に注目

cf. 統合開示制度 (Integrated Disclosure System)

・1979 年 SEC の規則改正 発行会社による財務計画などのソフト情報の開示を奨励
プラス責任免除規定であるセーフハーバーを導入。「財務状況および業績に対する経営者による討議と分析 (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations ; MD&A) を Regulation S-K Item303 に定め、将来情報の開示を促す

・1995 年の証券民事訴訟改革法によって将来情報に対する私訴権の行使による責任追及から免責 (セーフハーバーの充実)

(2) MD & A の展開と限界

➤ 米国の将来情報の開示は、四半期および年次報告書のなかの MD&A 項目が中心

・MD&A では、企業の過去の財務情報について経営者による記述の説明 (投資家が経営者の目を通して企業をみることができるようになる) → 財務情報の背後にある諸状況を投資家に提示。

・一方で、一定の将来情報の提示も必要

SEC「MD&D の目的の一つは、企業の収益やキャッシュフローの質や将来の変動可能性についての情報提供をするものであり、その結果、投資家や過去のパフォーマンスが将来のパフォーマンスの指針となる可能性を確かめることができる」

→ MD&A に開示が求められる将来情報；企業の財務状況等に重大な影響を合理的な程度に与える可能性のある重要な傾向や不確実性に関する情報

↓

経営者が、現在の傾向、将来的な事象や状況が、将来報告される結果や財務状況を著しく変えることになると合理的な程度に予測されるのであれば、それを開示する義務あり

↓

現時点で、過去の結果が将来予測されるパフォーマンスを示す指針となるものでないことを知っているならば、投資家に伝達する義務を負う。

↓

☞ But、MD&A の開示では、将来の戦略や、選択された戦略計画の実施により見積もられた歳入やキャッシュフローのような不確実な将来情報を要求されていない→あくまで、過去情報へのフォーカスという意味での限界

・MD&A 以外にも、レギュレーション S-K Item305 において、市場リスクなどの主要リスクを定期的報告書において開示を要求

→ But、セーフハーバーがあっても、投資者の投資判断の指針となる将来情報の積極的開示を促すことは難しい。

∴ 将来情報の開示は、企業秘密や競争戦略上の優位性を損う恐れを常に伴うため

・将来情報の開示に向けて情報分析の正確性を担保する体制整備を促す開示も不充分

(3) リスクマネジメント体制の確保に向けた開示体制の模索

・連邦証券規制ではリスクマネジメント体制整備の情報開示には当初は消極的

・But 2008 年金融危機を契機に SEC の態度の変化

↓

SEC 登録会社の取締役会はリスクマネジメント・プロセスを監視する役割を定めて開示するよう規則改訂（2013 年）。役員の報酬や資質等に関する開示も。

↓

・2016 年さらなる開示規制の見直しと改善の検討を開始；コンセプト・リリース「Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K」を公表

・とくにリスク要素の開示は Regulation S-K Item503(c)で、「SEC 登録企業の証券投資を投機的または危険なものとする最も重要な要素を開示すること、かつその討議は、正確かつ理論的になされること」を要求。

Cf.1964 年に公表されたリスク要素；①事業経験、②直近で収益性の高い事業がないこと、③財務状況、④現在および計画中の事業状況、⑤当該企業が発行する株式市場の流動性の欠如

↓

・1964 年以来変更なし。そのため以下がコンセプト・リリースのパブコメ検討事項に。

- ① 企業がいかにリスクに取り組んでいるかの議論について、各リスク要素に追加するか
- ② 各リスク要素においてリスクが発生する可能性およびパフォーマンスへの影響を議論したか、そのリスク評価を開示させるか
- ③ 企業にとって重要なリスクとなる特定の事実や諸状況を開示項目に加えるべきか、
- ④ 経営者が認識するリスクの順位付けをリスク要因の指標とするか
- ⑤ 企業が考える最重要な 10 個のリスク要素を特定し開示するか（ただし、開示する全リスク要素数に上限は設けない）

→ こうした内容が議論の俎上に。ただし、その後 2017 年 10 月 SEC から公表された規則改訂案では、長文化あるいは複雑すぎて読解困難な開示文書の内容の簡素化に焦点が当てられることに。

四 改訂版 ERM 公表の経緯と概要

1 ERM 改訂とその背景

- 2017 年 9 月 6 日 「全社的リスクマネジメントー 戦略およびパフォーマンスとの統合 (Enterprise Risk Management – Integrating with Strategy and Performance)」公表
← 2004 年「全社的リスクマネジメントー 統合的フレームワーク」の改訂版
- 改訂 ERM 公表までの経緯

<SOX 法制定時の内部統制規制導入時からの失敗と誤解>

- ・ 1992 年 COSO フレームワーク導入時の運用の失敗
 - ⇒ SOX 法制定時において外部監査人による内部統制監査のためのガイダンスが、内部統制構築と経営者による有効性評価のために利用→過度な整備とコスト負担
- ・ 2004 年 ERM 導入時の失敗
 - ⇒ 経営層・取締役会の経営課題に対するアプローチとして、リスクマネジメントが把握されていない → COSO フレームワークの延長線で把握されたため。
- ・ 2006 年小規模会社版の内部統制ガイドライン
 - ⇒ 1992 年版に比較して、事業体の内部統制整備の手続的軽減を意図したが、経営層が、肝となるリスクマネジメントの意義を理解していない。
- ・ 2013 年改訂版 COSO
 - ⇒ 財務報告のみならず、非財務報告の重要性にフォーカスしたが、基本的発想は当初のまま。
- ・ SEC および DOJ の FCPA 法執行によるコンプライアンス・プログラムの導入
 - ⇒ 自律的・自発的に不正リスクを発見し対処するためのインセンティブは量刑や

課徴金の減免のみでは不十分？「やらされ感」のあるコンプライアンス体制では十分には機能しない。

➤ 5つの構成要素と20の原則

・・・別紙その1参照

Cf. 2004年版 ERM（別紙その2参照）

2 改訂版 ERM の変更点とその内容

➤ 構成要素と原則の構造 ・・・ COSO キューブモデルの不採用（COSO フレームワークとの区別のため）

➤ ERM の定義の簡素化・・・リスクと企業価値を結び付けることで ERM 推進の原動力へ

➤ ERM を組織業務全体に統合・・・ERM の役割は、組織運営を支援、パフォーマンスの管理によって、価値を創造、実現、維持する視点を強調

➤ 企業カルチャーの役割を考察、戦略に関する議論を深化、パフォーマンスと ERM の連携強化

➤ 意思決定への ERM の明確な関連付け・・・経営者層へのアピール

➤ リスク選好と許容度の精緻化

3 改訂版 ERM の5つの構成要素

① ガバナンスとカルチャー

両者とも ERM の他のすべての構成要素の基礎。ガバナンス・・・取締役会の役割；戦略的な ERM であるかを監督し、経営者による戦略と事業目的の達成を支援。

カルチャー・・・組織風土は、組織の意思決定に反映。監督責任を確保するための事業体の気風を醸成することの重要性を指摘。事業体にとって、コアバリューにコミットする望ましい組織風土をいかに醸成するかがポイント。

② 戦略と目標設定

戦略と事業目的の設定プロセスを通じて、戦略計画に統合される点にフォーカス。組織は事業を取り巻く環境を理解し、内外のリスク要因とその影響を認識し、これを前提に、戦略策定に応じてどの程度のリスクをとれるかリスク選好を設定する。事業環境の分析には、リスクプロファイル（想定リスクに対する複合的視点）に対する事業環境が及ぼす潜在的影響を検討する必要がある。事業目標を立てることで、戦略の実行が可能となり、事業体の日常活動とその優先順位が決まる。

③ パフォーマンス

改訂版 ERM にて初めて採用された要素。改訂版 ERM の草案段階では、「実行段階のリスク」として把握。リスクマネジメントをいかに精緻化するかにフォーカスしているが、改訂版では、これを変更。リスクの特定、評価自体が、事業体の戦略や事業目的の達成

をいかに支援することができるかにフォーカス。一連のリスクマネジメントが、事業体の価値を増加させ、また価値の下落を最小化し、パフォーマンスに影響を与えることになるため、その変化の動向を監視し、かつリスク全体に対するポート・フォリオの視点を策定することが求められる。

④ レビューと修正

従来の COSO 内部統制フレームワークでは、「モニタリング」に相当する部分。改訂 ERM 草案でも、「ERM の実効性のモニタリング」という構成要素とされていた。→ しかし、改訂 ERM では、あくまで ERM 活動の実践とそれが及ぼしたパフォーマンスへの影響をレビューすることにフォーカス。事業体の戦略や事業目標に重大な影響を与える変化を認識・評価し、事業体の長期的な価値の向上、将来、大きな変化に直面した場合にも継続的に価値を向上させる ERM であるかを検討、改善を求める。

⑤ 情報、伝達および報告

事業体全体を通じて情報を収集し、共有する反復継続的なプロセス。COSO フレームワークの「情報と伝達」の要素との違いは、改訂版 ERM では、「報告」が追加。

Cf.改訂版 ERM の図式→ 「ガバナンスとカルチャー」と「情報と伝達」が同一の帯に記載されていることの意味・・・ガバナンスの中心となる取締役会が、企業のリスクマネジメントに対する監督機能を発揮するには、前提として情報収集が不可欠であることの現れ。とくに経営者から取締役会への報告が、戦略、事業目的、リスク、パフォーマンスの関連付けにフォーカスしている点に注意。さらに、「リスク、カルチャーおよびパフォーマンスを複数の階層、および全社において報告する」ことの重要性を指摘 → 上層レベルが、現場レベルから報告されるリスク情報および組織文化についての変化の兆しをマネジメント認識し、リスク対応への成果がパフォーマンスにどのように反映されているかを認識すること ⇒ 過去情報と潜在的早期警戒情報を関連づける手助けに。

- 改訂 ERM の意義・・・連邦規制に基づく規制当局の法執行によるコンプライアンス・プログラムの整備推進の限界を克服する取り組み・・・望ましい組織文化の醸成を適切なリスクマネジメントがパフォーマンスの向上、企業ミッションの実現、企業価値を高めるという経営者マインドに訴求するアプローチを指向。

五 まとめにかえて

一 改訂 ERM の企業ガバナンスにおける意義と日本法への示唆

➤ 米国企業法制の構造的課題とその解決のアプローチ

- ・連邦会社法のない米国企業法制→州会社法および連邦証券規制間のガバナンス問題の隘路を SEC や司法省の柔軟・多様なエンフォースメントで克服する取り組み+COSO 内部統制のフレームワークの深化による対応
- ・米国州会社法判例における取締役の監督責任追及の機能不全を連邦当局が、リスク管理

体制の向上に向けた取組により補完？補って余りある状況へ

- ・連邦量刑ガイドラインの度重なる改正→訴追企業に要請されるコンプライアンス・プログラムの内容の変化 →単なる不正発見ではなく、不正リスクに対する早期の対処と是正を含むリスクマネジメント体制の整備の要求へ

- ・SOX 法による連邦証券規制による内部統制監査を含むフルセットの内部統制規制の導入+監査委員会における独立取締役の導入等の要請 → 州会社法の専属管轄であるコーポレート・ガバナンス事項への関与を連邦証券規制が正面から担う方向へ

- ・SOX 法で要求される内部統制規制；「財務報告に係る内部統制」+「開示統制・手続」の整備も要請 → 財務のみならず非財務の部分についてのリスク開示にも考慮した手続整備も要請

➤ 連邦証券規制のリスク情報開示規制の展開と限界

- ・連邦証券規制における将来情報の開示は、あくまで過去情報が、将来の投資判断にとってミスリードになることを回避するために要求

- ・MD&A の開示も、当初は、投資家の財務情報に対する理解を助けるため → 経営者の目線からみた財務状況の評価を伝えるため → 投資家の将来の投資判断に貢献；このなかで将来のリスク情報の開示にフォーカス ⇔ セーフハーバーがあっても、企業秘密や競争優位性の喪失の懸念・・・⇒ リスク情報の開示規制の限界

➤ 金融危機後のリスクマネジメント体制の重視へ

- ・2008 年金融危機・・・投資家が将来キャッシュフローによる企業の現在価値を把握するうえで、過去の財務情報のみならず、ガバナンス体制の充実を促す開示をはじめとするリスク情報の信頼性に一定の合理性を与えるリスクマネジメント体制の整備の重要性に注目（∵ ビジネスモデルの盛衰期間の短縮化・ビジネス環境の絶え間ない変化 → 企業のリスク評価、戦略策定、実践の体制整備の情報が、投資家にとっての重要情報へ）

- ・ただし、米国規制当局がエンフォースメントにより進めていたコンプライアンス・プログラムの導入の効果についても批判が・・・⇒ 不正リスクを含む企業リスク全般の自主的な発見を促す組織文化の醸成までには至らない（外部的強制による自主的対応を促す仕組みの矛盾）。→ 企業価値創造という経営インセンティブに繋がるリスクマネジメントの仕組みが必要。

➤ 2017 年改訂版 ERM の取り組みは、閉塞状況の打開策の糸口となるか

- ・改訂版 ERM・・・リスクマネジメント体制の整備に対する監督が取締役会の重要な職務として明示（2013 年 SEC 規則との平仄 OK）。1992 年 COSO、2004 年 ERM から指摘されていたリスク評価の重要性をあらためて経営層に訴求する形で問い直す取り組み。

- ・リスクマネジメント体制の充実には、企業文化の醸成という経営者マインドの領域に踏み込まざるを得ない → 望ましい企業文化が支える企業ミッションの実現を通

- じたパフォーマンス・企業価値の向上に連結させる概念が必要 → ERM の概念整理
- ・改訂 ERM の主眼；2004 年版から、持続可能な企業発展に貢献できる内部統制の進化系として指向 → ERM の構成要素のガバナンスは、企業目的を「株主価値の最大化」とするものでなく、株主およびステークホルダーの間の適正な利益配分への貢献
 - ・米国では 1963 年のグラハム判決（法令遵守体制の構築義務は、違法行為の兆候がなければ認められない）→ 1996 年ケアマーク判決（違法行為の兆候の有無とは関係なく法令遵守体制の整備に対する監督は取締役会の責務）まで 30 年余。今後は、州会社法上における取締役の監視義務の内容がリスクマネジメントにフォーカスしていく可能性も。
 - ・リスク情報の開示については、少なくともリスクマネジメントのプロセスが、改訂 ERM に依拠しているかの開示を促すアプローチが検討されるべき

➤ 日本への示唆

＜リスクマネジメントの重要性の認識の広がり＞

- ・公益通報者保護法改正へ・・・従業員 300 名以上の企業に対する内部通報体制整備義務
- ・日本版司法取引（協力・合意制度）と内部通報体制整備義務との有機的連携により、米国のコンプライアンス・プログラムの要請に近い不正リスク対応が可能なリスクマネジメント体制整備へ
- ・公認会計士の財務諸表監査における KAM（長文式監査報告書）の導入（原則 2020 年以降）がもたらす、企業自身による一層のリスク情報開示を促す流れ。
- ・連邦証券規制と州会社法規制の管轄問題という構造的課題がない日本では、金商法と会社法を分断して考察する必然性はない。むしろ、金商法上の開示の正確性を確保するだけの会社法上のガバナンス体制の整備というアプローチが必要。グローバルで変化の激しい資本市場と企業環境における変化のスピードに対処するため、日本の上場企業のガバナンス体制も、過去の財務情報の真実性を確保するだけでなく、将来のリスクをコントロールする機能が要請 ⇒ 日本のとりわけ上場企業の取締役会においてもリスクマネジメントにフォーカスした監督機能強化へ。改訂 ERM の活用への期待