

# エンロン事件と米国のコーポレートガバナンス改革

鎌田 信男

## 要 旨

米国エネルギー大手、エンロン社は、経営陣の指示による巨額な粉飾決算の結果、2001年12月に経営破綻した。そしてこの事件直後、米国大企業に類似した粉飾決算が複数発覚する。米国で続発した企業不祥事の基本的背景は、経営執行者の不正行為に対するブレーキ機能が作動しなかったことだ。企業事件の続発後、米国行政当局と証券監督機関は、コーポレートガバナンス改革に向け、これまでにない厳しい対応策を打ち出した。ところで日本でも、山一証券事件をはじめ数々の粉飾決算と企業破綻を経験している。しかし、日本では、企業不祥事に対する本格的対応が遅れている。証券監督機関も、経営監視に向け厳しい姿勢を取ることになお消極的だ。経営者指示による企業不祥事件の再発は、日本でも十分考えられる。本格的な企業改革に早く取り組む必要がある、という点が、今回のエンロン事件の、我が国への教訓といえよう。

## はじめに

米国のニューエコノミー期のキーワードは、規制緩和、IT革命、金融工学だ。そしてこの時期、3つのキーワードを駆使して成長を遂げた企業がエネルギー大手の Enron Corp. (エンロン社) だ。1985年設立だが、90年代後半には有力企業の仲間入りを果たす。Fortune 誌が例年発表する米国企業ランキングによると、2000年度のエンロン社の総売上は、1008億ドルで IBM、AT&T を上回り、全米7位だった。2000年末の株式時価総額は、約500億ドル。同51位で従業員数は2万6000人にのぼった。

しかし、ニューエコノミーと株式ブームに陰りがさしはじめた2001年11月、エンロン社の経営者指示による膨大な額の粉飾決算が表面化した。そして、同年12月、エンロン社の経営は行き詰まり、

表1 エンロン社の米国企業内での評価 (Fortune 誌企業ランキングより)

	売上高		純利益		総資産		売上利益率		ROA		ROE		株式時価総額	
	(億ドル)	国内順位	(億ドル)	国内順位	(億ドル)	国内順位	(%)	国内順位	(%)	国内順位	(%)	国内順位	(億ドル)	国内順位
1994	89.8	129位	4.5	140位	119.7	168位	5.0	226位	3.8	191位	15.7	191位	83.5	102位
1995	91.9	141位	5.2	145位	132.4	169位	5.7	220位	3.9	176位	16.4	176位	87.8	137位
1996	132.3	94位	5.8	145位	161.4	149位	4.4	271位	3.6	211位	15.7	211位	103.7	141位
1997	202.7	57位	1.1	388位	234.2	117位	0.5	441位	0.4	438位	1.9	438位	145.9	139位
1998	312.6	27位	7.0	131位	293.5	98位	2.2	340位	2.4	313位	10.0	313位	225.0	95位
1999	401.1	18位	8.9	119位	333.8	94位	2.2	368位	2.7	351位	9.3	351位	466.4	60位
2000	1007.9	7位	9.8	112位	655.0	58位	1.0	408位	1.5	355位	8.5	355位	496.7	51位

(出所) 1995—2001年の期間の Fortune 誌米国企業ランキング掲載号より作成。

あっけなく崩壊した。エンロン事件はアメリカ社会のみならず国際社会にも大きな波紋を投げかけた。事件の内容が徐々に明らかになるにつれ、アメリカ社会は、不正経理に走る経営執行者を抑制する効果的機能を企業内に設置する必要性を痛感し、企業改革に本腰を入れ始める。以下では、事件の概要を整理した上で、事件のきっかけとなった米国におけるコーポレートガバナンス改革の動き、さらにこの事件の日本にとっての教訓を検討してみたい。

## I. エンロン社崩壊の経過

まず、事件に絡む中心的経営執行者にふれておこう。ここで経営執行者とは、取締役会の指示で経営を執行する「Officer」を指しているが、同社の場合、経営に影響力を持つ者は極めて限られていた。本稿では、以下3名を指摘しておく。

1. Kenneth Lay (ケネス・レイ) 会長。1942年生まれ。1965年にエコノミストとして大手石油会社入社。その後、ヒューストン大学でPh.D.を取得。連邦エネルギー規制委員会、大学助教授などを経て、84年にHouston Natural Gasの会長兼Chief Executive Officer(以下CEO)に就任、96年から2001年2月までエンロン社、会長兼CEO。

2. Jeffrey K. Skilling (ジェフリー・スキリング)。Chief Operating Officer(以下COO)を経て、2001年2月にCEO。1953年生まれ。ハーバード大学でMBA取得後マッキンゼー入社。マッキンゼー社員としてエンロンの事業戦略に関与、1990年、エンロン入社。

3. Andy Fastow (アンディー・ファストウ)。98年よりChief Financial Officer(以下CFO)。1961年生まれ。タフツ大学卒業後、コンチネンタル・イリノイ銀行で資産の証券化に携わる。1990年、スキリングの誘いでエンロン入社。

### (1) 創始期のエンロン社

同社の設立は、1985年7月。総資産61億ドルの天然ガス会社、インター・ノース社(Inter North)が、総資産39億ドルのヒューストン・ナチュラル・ガス社(Houston Natural Gas)を吸収合併する形で天然ガス事業会社として設立された。設立時の社名は、HNG/InterNorthで、設立時の会長兼CEOは、インター・ノース社出身者だった。翌86年、社名はEnron Corpに変更、会長兼CEOにケネス・レイが就任する。

この時期、同社の基本業務は、生産者から天然ガスを買上げ、自社のパイプラインを通じて、ガス会社に供給するというガス運輸・販売事業や探鉱・開発事業が中心だった。エンロンのパイプライン総延長は、6万キロに達し、米国でのガス消費量の15%を供給する規模で、この業界2位の地位を占めていた。80年代の米国産業界はM&Aが日常茶飯に横行していた。設立早々のエンロンも2度乗っ取りの標的となり、その結果財務面で弱点も抱えたが<sup>(1)</sup>、自社所有のパイプライン、産業規制などに守られ堅実経営が行われた。

## (2) 革新的経営と90年代の急成長期

ガスパイプライン会社として出発したエンロン社は、90年代に金融技術を駆使した革新的なエネルギー会社として急成長する。この90年代、世界41カ国でエネルギー・水資源などの開発事業も展開したが、同社の成長を牽引したのは、エネルギー商品を中心としたトレーディング（卸売り）事業だった（エンロン社が発表した売上構成については表2参照）。そこで、トレーディング部門の事業展開を中心に概観し、90年代の革新的と言われた経営事情を探ってみたい。

表2 エンロン社の売上構成高内訳

商品別売上構成（億ドル）	1996	1997	1998	1999	2000
天然ガス及び関連商品	111.6	132.1	132.8	195.4	505.0
電力	9.8	51.0	139.4	152.4	338.2
その他	11.5	19.6	40.5	53.4	164.6
総売上高	132.9	202.7	312.6	401.1	1007.9
事業別売上構成（億ドル）	1996	1997	1998	1999	2000
輸送・託送事業	7.0	14.0	18.3	20.1	27.4
トレーディング関連（エネルギーの開発・運用を含む）	114.1	173.4	272.2	355.0	932.8
エンドユーザー向けエネルギー事業	5.1	6.8	10.7	15.2	38.2
その他（注）	6.6	8.5	11.4	10.8	9.5
総売上高	132.9	202.7	312.6	401.1	1007.9

（注）水資源、新エネルギー、海外開発、ブロードバンド等の事業。

（出所）Enron Annual Report 1998 / 2000

### ① ガスバンクの導入とトレーディング事業の拡大

米国の天然ガス事業では、開発・生産とパイプライン事業は固定された企業関係の中で運営されていた。連邦エネルギー規制委員会は、87年に生産会社とパイプライン事業間の固定的な関係を廃止させ、パイプライン事業の自由化を命じた。さらに、92年には、ガスの輸送事業と販売部門の完全分離が命じられる。自由化の中で、天然ガスの販売形態は急激に変化する。市場で支配的だった長期・固定的な販売契約制度が崩れはじめたのだ。80年代末には、天然ガス販売の75%はスポット取引となる。その結果、ガス価格の変動幅は拡大した<sup>(2)</sup>。

規制緩和に起因する市場の変化を、エンロン社はビジネスチャンスと捉えた。88年に企画された「ガスバンク」という同社ビジネスモデルを、89年3月から営業に導入したのだ。即日販売から安定価格による長期契約のものまで多額の契約を前提に、顧客のニーズをつかむ戦略だ。ガスバンクの運営のため、まず、多くのガス生産者と契約を結び、ガス供給源を出来るだけ大量に確保する。一方で、大口需要家を探し出す。そして、供給量、供給期間など、様々な取引条件で買い手のニーズを満たした。需要者側はガス価格の変動を回避したがった。エンロン側は、生産者と需要者の間ではマーケットメーカーの立場をとった。当然、価格変動リスクを負う。このリスク対応のため導入された手法

が、オプション、先物などデリバティブ技術だ。エンロン社は、91年まで投資銀行、バンカース・トラストと事業提携を行うなどして、金融工学の習得に力を注いだ（Fox [2002] p 27）。この手法でエンロンは、長期・固定契約を需要者側との間で取り交わすことができた<sup>(3)</sup>。石油産業での金融工学の応用は、大成功だった。設立7年後の92年には、売上高64.2億ドル。全米最大のガス卸売会社になっていた（鈴木 [2003] p 129）。

さて、マッキンゼー社パートナーだったスキリングが、レイ会長に手腕を買われ、エンロン社に入社したのは1990年。コンサルタントとしてガスバンクの企画・開発・マーケティングを手がけた彼は、入社と同時にガスバンク事業を担うエンロン子会社のCEOに就任する。スキリングの入社をきっかけに、エンロン社は、ガス以外のトレーディング商品の開発も始める。まず目をつけたのが電力事業だ。米国では、1992年に「エネルギー政策法」が成立する。これにより、①発電・送電への新規参入、②電力会社の送電線を使つての電力の卸託送、などが自由化された。また、96年には、卸託送の基本ルール・料金が規定された（佐藤・間庭 [2001] p 29）。同社は、こうした自由化の動きを捉え、94年から電力トレーディングに本格参入する。96年7月、パイプライン会社として初めて、電力会社（Portland General 社）を21億ドルで買収する。この買収で、同社は、全米7位の電力販売会社にのし上る（Fox [2002] p 71）。同社は、ガスバンクのノウハウを応用し、自らは電力生産能力強化を行わず、電力供給会社と契約を結ぶことで電力を確保した。一方で大口需要家をみつけ、電力の卸売販売事業を強化させていったのである。

売上全体における電力の割合は、表2を参考にすると、96年の7%から、2000年に34%へ急上昇する。米国政府が進めた電力の自由化は、エンロン社のビジネスにとっては、追い風となったわけである。

## ②エンロン・オンライン開発

96年12月、レイ会長に次ぐ社内2番目のポスト（エンロン社の社長兼COO）にスキリングが抜擢された。新社長は、パイプライン運営やエネルギー探鉱・開発という資産保有型ビジネスを縮小させる戦略を取った。発電部門、ガス部門の設備の売却が進められた一方で、スキリング社長自ら先頭に立ちトレーディング事業の拡大を進めた。原油、石炭、ガスパイプラインの空き容量、金属、パルプ、水、天候デリバティブ、排出権なども取引対象に加えられていく。そして、99年11月から、トレーディングサポートとして、コンピュータ・システム、エンロン・オンライン（Enron Online）が稼働し始めた。エンロン社に取引口座を開設した外部市場参加者が、スクリーン上に公開されたリアルタイムの売値、買値を参照しつつ、対象商品を13の通貨で売買するためのシステムである。エンロン社は、取引ではマーケットメーカーとして（売りに対しては買い、買いに対しては売りで）介入する。このシステム導入で、市場参加者と扱う商品が一段と増加した。2000年の同社年次報告には1200種類と記載されているが、実際には1800種類程度といわれている<sup>(4)</sup>。そして、取引量も急増する。スタート直後の2000年2月に1日約1000件、4.5億ドルの契約量が、2001年7月には1日5000件、30億ドルまで膨らんだ（フサロ・ミラー [2002] p 95）。ネット上のトレーディングは、大成功とみられた。同システム導入による売買取引量増加を反映し、エンロン社の売上は、99年の400億ドルから、

2000年には、一挙に1000億ドルを上回った。

### (3) エンロン社の崩壊とそのインパクト

エンロン社の株価は、97年（当時20ドル前後）以降、売上増に伴い本格的に上昇、2000年8月には90ドルに達した。2001年1月時点でも、株価は80ドル台で、証券アナリストも18名中13名が「買い推奨」を出す（Barrevelde [2002] p 45）など、世間ではその将来を疑う者は殆どいなかった。

しかし、異変は間もなく起こる。2001年8月、スキリング CEO（同年2月に COO から昇進）がエンロン社を突然退社する。同月、経理担当者が簿外の巨額含み損を、レイ会長に内部告発する。同年10月16日の第3四半期決算発表で、エンロン社は非連結だった子会社の不良債権償却の名目で、同期10.1億ドルの特別損失を計上し、税引後の決算で純損失6.18億ドルを発表。同時に資本金の10%に相当する12億ドルの減資を発表する。さらに、11月8日には、97年から2001年9月末までの期間の簿外取引の存在を正式に認め、同期間における純利益累積額を28.9億ドルから23.0億ドルへ5.9億ドル「減額修正」する旨を発表した（表3参照。連結された JEDI, CHEWCO, LJMI, RAPTOR など子会社については後述。なお、この段階での「減額修正」は、実態のごく一部を訂正したに過ぎないものだった）。

表3 2001年11月にエンロンから SEC に報告された修正財務データ

百万ドル	1997	1998	1999	2000	2001(注)
純利益 (当初発表)	105	703	893	979	211
(修正発表)					
JEDI と CHEWCO の連結	(-) 45	(-) 107	(-) 153	(-) 91	0
LJMI の連結	0	0	(-) 95	(-) 8	0
RAPTOR の連結	0	0	0	0	0
その他会計上の見直し	(-) 51	(-) 6	(-) 2	(-) 33	(+) 5
修正後の純利益	9	590	643	847	216
当初発表との差額	(-) 96	(-) 113	(-) 250	(-) 132	(+) 5

(注) 1—9月の期間 (出所) Enron Corp. Current Report From 8K November 8, 2001

11月28日、エンロンの買収を表明していたエネルギー商社（電力、ガス部門で業界6位）のダイナジー社が、エンロンの財務内容に不信が残るとして、買収合意を破棄。同日、格付機関がエンロン社に関し投資不適格へ引下げを発表。その結果、株価は、前日27日の4.1ドルから61セントまで急落する。12月2日、NY連邦裁判所に連邦破産法第11条（会社更生法に相当）の適用申請を行った。2003年7月の再建計画に記載された負債総額は、当初の発表を遥かに上回る670億ドルだった<sup>(5)</sup>。米国史上最悪の倒産である。同社の収益がかなり操作されていた上、未公開データも多く正確な経営実態は把握しにくい。公表資料から崩壊要因を整理してみよう。

### ①海外事業開発での失敗

エンロン社は、93年に子会社エンロン・インターナショナルを設立し、海外事業展開に本腰を入れる。93年に英国の投資先、天然ガス燃焼式のティーサイド電力発電所を稼働させる。95年には、ロンドンで天然ガス、電力取引を中心としたトレーディングセンターを設置。90年代後半から、中国・南海島、トルコ、イタリア、インドネシア、ポーランド、インドで発電施設を稼働させている。また、ボリビア―ブラジル間に1864マイルのガスパイプラインを開発。さらに、英国、アルゼンチンでは水道事業に進出した。最終的に、41カ国に事業展開を行った。

ところが、海外事業の多くが失敗しており、エンロンの負債を嵩上げする要因となったのである。たとえば、インド・ダボールの天然ガス火力発電所建設は96年に着工するが、地域住民との摩擦から建設が遅れ、10億ドルの投資の末、99年にやっと完成。しかし、コスト面で採算が合わず、2001年1月に発電所は債務不履行に陥る。98年には、エンロン社の水道事業子会社（Azurix）を通じて、英国の水道会社ウェセックス・ウォーター（Wessex Water）を19億ドルで買収。しかし、英国での水道料金引き下げで採算が合わず2002年2月に7.7億ドルで売却している。また、99年にアルゼンチンでは、水利権を4.4億ドルで買収、水道事業に乗りだすが、想定以上に劣悪なインフラと労組の反発に合い、ほどなく撤退。さらに、ブラジルでの電力事業では20億ドルの損失を出している。水道事業、ブラジル電力事業、インド電力事業だけで50億ドル程度の損失が出ているのだ（山家・西村 [2001] p 125）。こうした、海外事業投資は、利益を生まない資産を増加させ、一方で膨大な負債の拡大をもたらしていた。

### ②低収益だったとみられるトレーディング事業

エンロンのトレーディング事業は、決して利益率の高い事業ではなかった。前述の通り、トレーディング事業では急激に取扱い商品を拡大させたが、トレーディング事業においては売り手、買い手の間で手数料を稼ぐ仲介ビジネスよりも、仕入れと販売の差益を狙うマーケットメイキングに重点を置いた。当然、リスクは高まる。エンロンが得意とするエネルギー商品のみを対象としている場合は、リスクは抑えられた。しかし、扱い商品は年々拡大していった。

例えば、同社は98年から、子会社（Enron Broadband Services）を通じて、通信回線市場にも進出している。通信回線取引では、使用されていない光ファイバー網をデータ送信のための回線容量を売り手、買い手の間に立って売買する。エンロンは、12億ドルを投じて自前で光ファイバー敷設も行った上で、マーケットメーカーとして市場に参加した。大胆な商法は業界の注目を集めた。しかし、同社は通信事業には未経験だった。さらに設備投資のコストも負うことになり、大幅損失（同社の決算報告で、2000年度税引き前で6000万ドルの赤字）を計上し、2001年3月に事業から撤退する。

売上を急増させたエンロン・オンラインについても、「エンロンが取扱っていた殆どの取引からの利益を、このエンロン・オンラインが減らしてしまった」（フサロ・ミラー [2002] p 96）と言われるほど、利益への貢献は乏しいものだった。仲介業者のように手数料も取らない上に、膨大な種類の新商品について、知識、経験を持たずに、リスクの高いマーケットメイキングを行った結果<sup>(6)</sup>、収益率は極めて抑えられていた。ただし、エンロンは、SECの承認を得て金融機関が用いていた時価評

価 (Mark to Market) 会計を92年から導入していた。これは、デリバティブ取引の会計処理において、契約期間中のエネルギー価格を現在価値に引きなおし、契約期間の収支を前倒して一括し会計処理する方法である。長期間にわたる契約では、長期予測のためのデータ量に制限があるため、エンロンは将来の契約額を任意の物差しを用いて算出することが出来た (藤田 [2003] p 124-p 128)。コンピュータ内で自由な根拠で現在価値をはじき出し、売上と利益を自由に操作し、取引発生年度に一括して計上することができたのである。エンロン・オンライン導入後の売上増加と会計手法の駆使で、苦しい収益状況を覆い隠すことが可能だったのである。

### ③簿外取引

エンロン社は、さらに財務戦略上致命的な過ちを起こしてしまう。格付けと株価を意識し、増加する負債と不良資産を会計帳簿から排除しておきたかったエンロン社は、SPE を用いての簿外操作を考え出す。ファストウ CFO が、この簿外操作にあたる。

SPE とは、Special Purpose Entity (特別目的事業体) の略。SPE についての明確な定義はないが、会社、組合、信託、パートナー制などの形態を含む法的主体として把握される。米国では1980年代の資産流動化手段<sup>(7)</sup>として SPE は普及するが、企業の簿外処理化が可能なところからその活用は多様化してきている。ただし米国会計基準によると、SPE を簿外に置くには条件がある。独立第三者が、当該 SPE の総資産の3%以上投資していること。そして、SPE の議決権の過半数を占めていること (議決権が、総資産の3%であれば、その全てを保有)、そして、その投資が誰も保証しておらず、リスクにさらされたもの (=リスク資本) であること、などだ<sup>(8)</sup>。

エンロン社が SPE を活用しはじめた当初の頃は、ガスバンクの営業推進のためであり、外部投資家も集まり、健全な運営だった<sup>(9)</sup>。しかし、97年以降こうして設立した SPE を使い、エンロン社は不良資産や負債を隠す操作をしたり、保有資産の価格維持のためヘッジ契約を行った。会計操作目的に設立された SPE に、健全な外部第三者の投資家は集まらない。複雑な手法で外部第三者の出資があったかにみせかける、不正な簿外取引に乗り出したのである。以下に例として2つの SPE を示しておこう。

#### ア) Chewco の取引

エンロン社は、1993年にカリフォルニア州公務員退職年金基金 (カルパース) と、1対1の共同出資 (両者合計5億ドル) で JEDI (ジェダイ) と名づけたパートナーシップ制の SPE を設立した。ジェダイは、表向き、中小規模の天然ガス開発、石油開発の企業向けに融資を目的に設立された<sup>(10)</sup>。97年、カルパースはジェダイから、資本の撤退を表明。エンロンは、カルパースの持分を肩代わりすることになった。まず、エンロンは負債増加を回避する操作のため、Chewco (チューコ) と名付けた SPE を97年11月に設立する。

チューコは、カルパースの出資分 (2億5000万ドル) を買取る (買取価格は3億8300万ドル)。そこで、その資金を集める必要性が発生した。チューコはエンロン社保証でパークレイズ銀行から劣後ローンで2億4000万ドル、ジェダイからリボルビング融資で1億3200万ドル、合計3億7200万ドルを調達。そして、3%に相当する額 (1150万ドル) の外部出資者として、チューコのパートナーらが

出資，取引が完了した。

しかし，パートナーとは，ファストウの業務上の部下（マイケル・コパー）やチューコへの出資を目的に設立されたエンロン社の SPE（コパーは，この SPE の役員にもなっている）である。コパーはエンロン社員であるため，エンロン社から独立した人格にはなかった。さらに，パークレイズ銀行は，前述 2 億 4000 万ドルの他に，1140 万ドルをチューコに出資するために設立された前述 SPE に融資している。この融資に対して，660 万ドルの担保預金を，この SPE に要求。この預金は，チューコから預け入れられた。そこで 660 万ドル分は，リスク資本に該当しなくなった。チューコの簿外処理は米国会計基準を違反したのである。

#### イ) LJM1 の取引

エンロン社は，98 年 3 月に，未公開のインターネットプロバイダー，リズムズ社（Rhythms Net-Connections）の株式を一株 1.85 ドルで，540 万株買取った（同社は 2001 年 8 月に連邦破産法 11 条を申請し破綻した）。この会社は，99 年 4 月にナスダック市場に上場，初日の株価は公募価格 21 ドルを大きく上回る 69 ドルをつける。時価評価を採用しているため，この時点では，3 億ドルもの利益となるが，株価が下がれば損失を計上しなければならず，財務的に不安定だ。しかし，エンロンは，リズムズ社との契約で，99 年末まで株式を売却することができなかった。株価を維持したかったエンロン社は，99 年 6 月，取締役会承認のもとで，LJM SWAP SUB と称する SPE を設立した。エンロンが，LJM SWAP SUB に対し，2004 年に 1 株 56 ドルでこの株を売却できるプットオプション（資産を特定価格で相手方に売却する権利）を設定することを考案したのだ。LJM SWAP SUB への出資は，別の非連結 SPE，LJM1 を通じて行われる。LJM1 は，エンロンから株式 340 万株の委譲され，その他エンロン関係会社，ナットウエスト系金融機関から出資を受ける。そして，LJM SWAP SUB に，エンロン株 160 万株と 375 万ドルを出資する。LJM1 は，LJM SWAP SUB に資産の 3% 以上を出資する外部投資家となるわけだ。これにより，エンロン社はデリバティブ契約を実施した。

しかし，この取引でも，LJM SWAP SUB の簿外処理に問題があった。LJM1 にパートナーとして出資しているのが，エンロン社のファストウ CFO だったからだ。LJM SWAP SUB を独立会社とはみなせないのだ。

さらに，99 年 10 月の取締役会の承認を経て，LJM 2 という名の SPE を設立し，これがさらに 4 つの SPE（2000 年 4 月以降，Taron, Timberwolf, Porcupine, Bocat という名で設立，これら SPE 取引をエンロンは Raptor 取引と呼んでいた）に出資し，負債隠しとヘッジ取引のため非連結に仕立てあげた。手の込んだ方法で，エンロン社は 3000 以上もの非連結 SPE を作ったのである。

SPE の設立に関しては，それが経理上不正なものであっただけではない。エンロンが SPE に拠出した資金の多くが，エンロンの自社株だったことだ。例えば，ジェダイはエンロン株を 1200 万株も抱えていた。株価が下落すれば，SPE の損失を意味する<sup>44)</sup>。従って，株式の追加提供などで，SPE の財務を維持する必要がある。株価が一定水準を下回った場合，債務を一括返済するという条件の SPE もあった。膨大に膨らんだ債務を抱える SPE を前に，エンロンは株価の下落だけは回避したかった。

しかし、膨大な帳簿外負債や実際上の収益悪化は、2001年春頃から市場の噂になる。エンロンがどのように収益を生んでいるのか外部には極めて不可解である、との記事が掲載されたのは、同年3月だ（「Is Enron overpriced?」 Fortune, 5 March 2001 参照）。株価は、3月下旬に60ドルを割り、6月に50ドルを下回った。そして、この年の秋に簿外債務が露呈され、手許資金の枯渇と債務返済に迫られる中で、破綻を迎える。

エンロン崩壊の影響は、まず2万人余りの従業員を直撃した。社員が401k年金をエンロン株に集中させることを、同社自らが推奨しており、401kを通じてのエンロン株投資額は、最高時13億ドルに上っていた（藤田 [2003] p. 52）。会社側は、エンロンの赤字決算公表の翌2001年10月17日（株価終値32.2ドル）から11月14日（同10.0ドル）まで年金口座の凍結を行い、従業員の解約を止めてしまった。2万人の従業員は職場と年金を失った。

JPモルガン、シティーバンク、バンクオブアメリカ、さらに日本では、東京三菱銀行、三井住友銀行などの大手債権銀行は勿論のこと、多くの個人投資家（日本でも、同社債権が組み込まれていたMMFや投資信託が販売されていた）が打撃を受けた。2003年7月に、エンロン社は負債の再建計画をニューヨーク州連邦破産裁判所に提出。主要債権者に対し、82—86%の債権放棄を打ち出している（『日経新聞』 2003.7.12付参照）。従業員や幅広い投資家に深い傷を残す事件となった。

## II. 米国行政当局、証券監督機関の対応

経営執行者の暴走で巨額な不正会計操作を許してしまった背景を考えると、健全な経営をモニタリングする機能に欠陥があったといえる。即ち、①レイ会長、スキリングCEO、ファストウCFO、が不正を推進（ただレイ会長の関与の度合いは現時点では不明）、この3人の経営執行者に全ての権限が過度に集中していたこと、②経営執行者から、取締役会へ情報開示が不徹底だった（ないしは故意に情報を遮断させていた）、③取締役会も外部コンサルタント（アーサー・アンダーセン社など）の意見に疑いをもたず積極的な審議に入ることを怠った、というガバナンス上の欠陥である。エンロン事件発生後、Kマート（2002年1月に破産法申請。内部告発で会計操作疑惑浮上）、グローバル・クロッシング（同年1月に破産法申請。粉飾決算疑惑浮上）、ワールドコム（同年6月CFOなどによる72億ドルの粉飾決算。翌月破産法申請）などで相次いで経営者関与による粉飾決算疑惑が浮上。証券市場へ不信感が強まった。証券市場への不振増幅は米国資本主義の根幹を揺さぶりかねない。米政府をはじめSEC（証券取引委員会）、NY証券取引所、ナスダック取引所など、企業の監視機関は、今回の事件からコーポレートガバナンス改革の必要を強く認識する。以下では、企業を監督する立場からの企業改革の動きを概観してみよう。

まず、2002年3月、ブッシュ大統領が、企業改革に向け10項目の提案を行う（正式名称は「会社の責任改善と米国の株主保護のためのプラン」）。企業への投資家保護を前提としたこのプランの骨子は、企業の重要情報は投資家が常時入手可能な状態にすること、企業の全公開情報について経営者（CEO）が個人保証すること、である。

さらに、2002年前半に議会上下両院で企業改革法案作りが始まり、両院各委員会（上院は、銀行住

宅都市問題委員会、下院は金融サービス委員会が担当)で練り上げられた後、企業改革法案 (An Act to Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Law, and for other Purposes), として一本化され、2002年7月30日に連邦法として成立した。企業法は上場会社を対象に、主としてコーポレートガバナンス改革と企業情報開示の改善に焦点があてられた。とりわけ、ガバナンスの面には、多くの改革事項が盛り込まれた。その概要として、①これまで以上に強い権限を持つ監査委員会の設置を義務付ける、②監査委員会は、独立取締役から構成され、任務上必要な場合、会社費用で外部の独立した立場のアドバイザー (弁護士など) を利用できる、③外部監査人の任免、報酬決定は監査委員会により行われる。監査報告は監査委員会に提出される、④監査委員会に従業員から内部告発を秘密保持の状態で行える制度を設けさせる、⑤ CEO, CFO など経営執行者に財務報告書の個人保証を行わせる、などが指摘される。情報開示面では、①企業監査を監視する機関として公開会社会計監督委員会 (PCAOB) を SEC の管轄下に新設 (同委員会は、監査法人の監督や監査報告の作成に関する監督を行う)、②監査法人の業務を制限、③企業による財務情報開示の改善、④投資銀行のアナリスト業務の制限、などが規定されている。

企業法を踏まえ、証券側も具体的な対応を打ち出した。

SEC は、事件発生直後から、企業事件に強い関心を示していたが、2002年2月に、証券取引所に上場基準の改定を促していた。NY証券取引所は、従来からコーポレートガバナンスに取り組んでいた。1956年、投資家保護の視点から企業の取締役会に最低2人の社外取締役を入れるよう上場規則を改定、当時の経営者不祥事事件を受け、1977年に社外取締役のみから構成される監査委員会の設置を同取引所の上場規則に付け加えている。

今回、2002年8月16日、NY証券取引所は SEC に上場基準改定案を提出、さらに SEC の意向に沿う形で改定、2003年4月4日、コーポレートガバナンスに関する事項を再提出している (コーポレートガバナンスに関する、取引所の提案で主な事項は、表4の通りである)。

さらに、ナスダックも同じ時期、上場規則改正案を SEC に提出している。その後、SEC 側の要望も含め、同案の修正を行い、2003年2月に再度提出している。ナスダックとしては、2004年より提出案を実施させる構えである。

両取引所とも、会社内での独立取締役の役割強化 (そのために、独立取締役の会社からの独立性を重視)、監査委員会、報酬委員会、指名委員会の独立性、監査委員会の役割の強化を強調している。両案とも、現在 SEC 内で審議が行われており、遅かれ早かれ、上場規則として、これらの内容がアメリカの上場企業に課されて行くことになる。

証券市場への信頼が揺らげば、アメリカの資本市場は崩壊し、アメリカの企業システム、さらにはアメリカ経済の土台さえも揺らぎかねない。アメリカ行政当局、さらには、証券監督機関は、企業改革に自ら乗り出し、市場の信頼と経済秩序の回復、さらには経済回復を促さねばならなかった。行政当局は、続発した企業不祥事の根本的背景が、コーポレートガバナンスの不徹底と見た。コーポレートガバナンスを強化することを通じて、企業改革を進めることが不可欠と見たのである。米国での

表4 米国証券取引所が提示するコーポレートガバナンスに絡む上場規則改正案

NY 証券取引所 (2003年4月4日) (出所: Amendment to the NYSE's Corporate Governance Rule Proposals <a href="http://www.nyse.com/">http://www.nyse.com/</a> )
独立取締役が取締役会の過半数であること。
独立取締役は、当該企業と重要な関係を持っていないと取締役会により判断された取締役を指す。「重要な関係」の判断では、業務面は勿論個人的関係も考慮される。独立取締役の判断は、文章化され公表されること。なお、元勤務者が独立取締役に就くには、当該会社を5年以上離れていなければならない、さらに、取締役報酬以外に会社から年10万ドル以上の報酬を貰ってはならない(家族が受け取っていても不適格とみなす)。
監査委員会の構成委員は最低3人で、全て独立取締役とする。
監査委員会委員の報酬は、取締役報酬以外にあってはならない。
監査委員会は、外部監査人の任免を行い、またその業務を監督する。
会社は、全て独立取締役から構成される指名/コーポレートガバナンス委員会を設置しなければならない。同委員会が取締役の選任、指名を行なう。また、全て独立取締役から構成される報酬委員会の設置も義務付ける。
経営に直接参画しない取締役 (non-management director) は、彼らのみから構成される定期会合を、経営チェックのために持つこと。
会社は、コーポレートガバナンスガイドライン、営業行動規範を設け、それを公表すること。
会社は CEO の名において、コーポレートガバナンスに関し上場規則に違反無き旨を、毎年 NY 証券取引所に報告すること。
ナスダック (2003年2月26日) (NASDAQ Corporate Governance Proposals: <a href="http://www.nasdaq.com/">http://www.nasdaq.com/</a> )
独立取締役が取締役会の過半数であること。
独立取締役のみから構成される経営会議を定期的で開催すること。
独立取締役は、当該会社や子会社の役員以外の者を指すが、その家族も含め、取締役報酬以外に会社から前年度中6万ドル以上の報酬を受けていないこと。また、親族が当該会社(関連会社を含む)に役員として勤務しているか、過去3年以内に勤務していた場合は、独立取締役に該当しない。また、過去3年以内にその会社で勤務した者は、「独立」とは認められない。
監査委員会は3名以上の委員から構成され、全て独立取締役であること(例外的状況では、2年を限度に1名の非独立取締役の参加を認める)。
監査委員は、取締役報酬以外に会社から一切の報酬を受けてはならない。
監査委員会が唯一、外部監査人の任免権、監督権を持つ。外部監査人の非監査業務についても管理する。
取締役選任では、独立指名委員会または過半数の独立取締役の承認が必要。なお、独立指名委員会は独立取締役に構成されるが、例外的状況で、1名の非独立取締役の参加が認められる。
独立報酬委員会は独立取締役に構成されるが、例外的状況では、1名の執行役員以外の非独立取締役が2名を限度に独立報酬委員会に参加できる。

コーポレートガバナンスの強化策がどの程度経営と世間の信頼性を高めたかは、現段階ではまだ確認しにくい。しかし、少なくとも経営者執行者による企業の私物化を排除する方向に企業を強く促している点は間違いない。

### Ⅲ. アメリカ企業不祥事件の日本への示唆

ところで、日本においても、90年代に入ってから、景気低迷と株価低迷が続く中で数々の粉飾決算事件の発覚と、企業崩壊が発生している。エンロン事件に最も類似したケースが、山一証券事件である。山一証券は、1991年から当時の経営陣の指示で、国内、海外に簿外のペーパーカンパニーを設立し、そこに損失を移す操作を行ないはじめた。いわゆる「とばし」行為である。97年10月、膨れ上がった簿外債務からメインバンク富士銀行が金融支援拒否。打診していた外資金融機関も融資から手を引き、資金繰りに窮し、97年11月に自主廃業に至る。負債総額3兆5000億円。債務超過額5100億円、史上最大の倒産だった。エンロン事件同様、経営陣主導の粉飾決算行為だ。この事件後、経営者個人、及び当時の監督官庁の責任は問われたが、企業経営者のモニタリングを強化する対策は取られなかった。ガバナンスはあくまでも、当該企業独自の問題であり、ガバナンスの普遍的制度導入は時期尚早との判断である。

企業改革がなおざりにされた結果、山一証券事件以降も、粉飾決算は後を絶たない<sup>44)</sup>。ごまかしの決算発表は、個人投資家の企業不信を強める。証券市場からの投資家離れが加速するのみである。平成14年8月に政府（内閣府）が発表した、株式投資に関する世論調査によると、回答の82.7%が「今後、株式投資を行うつもりがない」という結果だった。膨大な金融資産を抱える個人は株式市場への投資に殆ど関心がない。同時に行われた「証券市場の活性化のための政府の役割」に関する問いに対しては、「企業の不正行動への監視」、「株主利益の重視」などが「景気対策」に次いで高い回答となっていた（表5）。さらに、企業の透明な情報開示にも高い関心が示されている。株式市場に投資家を連れ戻すためにも、企業が投資家を裏切らない仕組みを構築することが肝要なのだ。

表5 内閣府世論調査（2002年8月3日発表）からの抜粋

その1：質問「今後株式投資を行ってみたいか」	択一%
行ってみたい	11.4
行うつもりはない	82.7
わからない	5.9
その2：質問「証券投資の活性化と個人投資家の市場参加促進のための政府の役割とは」	複数回答%
景気を回復させること	56.5
証券市場において不正な行為が行われないように厳しく規制、監視すること	45.9
企業に財務状況や証券に関する情報をより分かりやすく公表させること	30.8
企業に財務状況や証券に関する情報をより早く公表させること	19.3
企業の財務状況がよく分かるように、会計に関するルールを整備すること	19.1
証券会社等が顧客に適切なサービスを提供するように監督すること	15.9
証券投資に関する教育・啓蒙活動を行うこと	13.6
企業に株主の利益を最大限重視した経営を行うように働きかけること	13.1
できるだけ証券取引に関する規制を少なくすること	9.9
「その他」及び「分からない」	17.2

（出所）「証券投資に関する世論調査」内閣府 2002年5月16日～26日に3000人を対象に調査実施、有効回答2150人。内閣府ホームページ <http://www.cao.go.jp/> より。

2003年4月より、改正商法が施行され資本金5億円以上、あるいは負債総額200億円以上の会社は、「委員会等設置会社」に移行することが可能になった。取締役会には、報酬、指名、監査の3委員会が設置され、各委員会では過半数が社外取締役であることが要求される。ただ、この委員会等設置会社となるか否かは、あくまで会社自身の判断に任せられ、強制ではない。実際、委員会等設置会社に移行した会社は、現状36社にすぎない。全上場企業に厳しい規則と処罰を課す米国の企業改革法と比べると、企業への効力の極めて弱いものになっている。

表6 平成15年のコーポレートガバナンスに関する商法の主な改正点（平成15年4月施行）

委員会等設置会社を制度として導入。資本金5億円以上あるいは負債総額200億円以上の企業などが、自社の判断で導入できる。
委員会等設置会社では、取締役会の下に指名委員会、報酬委員会、監査委員会を設置する。
各委員会は、3名以上の委員で構成される。委員の過半数は社外取締役でなければならない。
監査委員会の委員は、当該企業、その子会社の執行役、社員を兼ねることはできない。
指名委員会、報酬委員会のうち、社外取締役以外は、業務執行者であっても構わない。
社外取締役の数は、取締役会の過半数に達しなくとも構わない。

2002年8月には、東京証券取引所も、証券市場の信頼度向上を意識し上場制度の見直し策を公表している（「市場第一部・第二部上場銘柄の信頼性向上等のための上場制度の見直し」（2002年8月20日付け）。ただしこれは財務状況の悪化した企業を対象とした措置であり、上場している企業の経営状況のモニターを意図したものではない。東京証券取引所に「上場会社コーポレート・ガバナンス委員会」が設置され、今後のガバナンスの在り方を検討する機関が設置されたのは、2002年11月に至ってのことだ。証券監督側も、具体的なガバナンス面での対応にはまだ本格的に対処する段階にはないのだ。米国とは異なり、証券監督にガバナンス制度強化策が導入されるには、ほど遠い状況にあるのだ<sup>13</sup>。

限られた経営執行者のみの判断で経営を行う制度を温存すれば、会計操作がいつか再発するリスクを抱えることになるのだ<sup>14</sup>。日本の代表的企業で、粉飾決算が一度発生すれば、証券市場への信頼は一段と低下、経済にとっても大きな打撃となる。今後、山一証券事件と同様のケースが再発すれば、長期低迷で疲弊しきった日本経済と株式市場に致命的損傷を与えかねない。企業改革に憤然と立ち上がった、米国社会の動きを日本は大いに参考とし、企業改革へ向け早急に本腰を入れるべきと考える。

#### 注

- (1) インター・ノース社はヒューストン・ナチュラル・ガス社買収に費やした23億ドルの債務を新会社に残した。加えて、乗っ取り防衛で3.5億ドルの資金調達を実施。新会社は出発時から債務負担に苦しめられていた。格付会社、ムーディーズは87年1月にエンロン社格付を、「Low Investment Grade（低い安全性）」から

- 「High Speculative Grade (非常に投機的)」に落とし、当時の新規資金調達を一層圧迫した (Fox [2002] p 13-p 17 参照)。この経験は、レイ会長を債務増加と格付会社対策で極めて防衛的にさせたようだ。
- (2) ガス価格の90年代の年平均変化率は40%と、エネルギー商品の中では最大となった。鈴木 [2003] p 125.
  - (3) エンロンの提供した契約期間には10年という長期も珍しくなかった。20年間にわたり、一日1億9500万立方フィートのガスを供給するという超長期のケースもみられた (92年1月に調印された独立系発電会社 Sithe Energies 社との契約)。Fox [2002] p 32.
  - (4) 同じ商品でも、地域や時間帯で異なる取引とみなされることもあり、扱われた商品は2000~3000種類との指摘もある。山家・西村 [2002] p 45.
  - (5) 2001年11月にエンロン社が公表した負債総額は、2001年9月末で、612億ドル。債務総額は当初発表を60億ドル近く上回った。当時の債務の隠蔽状況を物語っている。
  - (6) ちなみに、同社年次報告書によると、マーケットメークに関係する長・短期のリスク資産保有残高は、2000年末時点で総資産 (665億ドル) の32% (210億ドル) に上っている。マーケットメークに長い経験を持つ投資銀行の水準よりも、リスク度の高い営業を行っていたようだ。例えば、米国最大手メリルリンチ社の2002年末のトレーディング資産残高 (ブローカー業務商品も含まれている) は、同社年次報告書によると、1116億ドル。額こそ大きいですが、総資産4479億ドルの25%に過ぎない。
  - (7) 資産保有者が、ある資産に基づいて資金を調達する際に、資産を SPE に譲渡。資産を原保有者のリスクから切り離した上で SPE が証券を発行し、資金調達をする。エンロンは、簿外に出ない資金調達のみならず資産の売却やリース、金融資産のヘッジ取引の相手として SPE を利用したのである。
  - (8) Powers [2002] p 38-39 参照。なお、同報告書は、破綻後エンロン取締役会内に組織された特別調査委員会 (委員長、ウィリアムズ・パワーズ) が2002年2月1日に公表した資料 (「パワーズ報告書」と呼ばれている) である。
  - (9) エンロン社の最初の SPE 設立は93年。この時、同社は、ガス供給を確保するため、ガス生産業者に融資用の資金調達目的の SPE を設立した。同 SPE は、GE クレディット社から総資産3%の外部出資を受け、さらに将来供給される石油・ガス資源契約を裏付けに14の銀行からも融資を受け、簿外処理可能な条件を備え、計9億ドルの資金調達を行った (Fox [2002] p 63-64)。
  - (10) 実際には、エンロン社の持つガス契約を、一時的販売先として使用したようだ。エンロンは、利鞘が出る時に買戻し、転売するのだ。赤木 [2002] p 159.
  - (11) Powers [2002] p 59 参照。なお、パワーズ報告は、Raptor 取引に絡む4つの SPE が保有株式の相場下落から、2001年9月までに税前ベースで約10億ドルの含み損を抱えたことを明らかにしている。Powers [2002] p 132).
  - (12) 経営者不祥事発覚の中で倒産した上場企業事件として、例えば、1998年の日本長期信用銀行 (債務超過額2兆6535億円)、三田工業 (負債総額2056億円)、日本債券信用銀行 (債務超過額3兆943億円)、日本国土開発 (負債総額4067億円)、2000年そごう (負債総額6891億円) などのケースが想起される。
  - (13) 東京証券取引所 (上場部) からは、「我が国の現状では……社外取締役の選任、執行役員制度導入など、コーポレートガバナンスに係わる具体的な施策などに焦点をあてて、直ちにその画一的な方法の義務付けを図るような段階にはないと思われる」という指摘がされている。日本のガバナンス改革の立ち遅れを如実に示しているといえよう。木村 [2002] p 43 参照。
  - (14) 「複式簿記には、粉飾の危険性が常に付きまとっている。そうになると、大切になってくるのが決算書を作成する経営者の倫理観である。決算書とは評価される側の経営者が自らの採点を自ら行うため、経営者が自分の都合のいい決算書を作ろうという誘因をつねに内包している」とは、あるベテラン銀行員の指摘だ (「現役銀行員が見た粉飾の実態」『週刊東洋経済』 2002.9.4号 p 78)。残念なことに現実社会で、「倫理」は、時として脆弱だ。必要なことは、「倫理」をどんな経営環境でもしっかりと支えることのできる制度の確立であろう。

#### 参考文献

Barrevel D. J. (2002) The Enron Collapse: Creative Accounting, Wrong Economics or Criminal Acts?: Whithers Club

Press.

Edited by Culp C. L. and Niskanen W. A. (2003), *Corporate Aftershock, The Public Policy Lessons from the Collapse of Enron and other Major Corporations*: John Willey & Son.

Enron Corp 公表資料 (<http://www.enron.com/corp/>).

Fox Loren (2002), *Enron, The Rise and Fall*: John Willey & Sons Inc.

Lally E. A. (2002) How companies lie; why Enron is just the tip of the iceberg.

Nasdaq 公表資料 (<http://www.nasdaq.com/>)

NY 証券取引所公表資料 (<http://www.nyse.com/>)

Powers W. C.・Trough R. S.・Winokur H.S. Report of Investigation by the Special Investigation Committee of the Board of Directors of Enron Corp., (2002).

SEC 公表資料 (<http://www.sec.gov/>)

赤木昭夫 (2002), 「エンロン事件 ひとつの時代の自壊」『世界』12月号: 152-173.

安達毅 (2003), 「米国における特別目的事業体 (SPE) を巡る会計基準の見直し」『CAPITAL MARKET QUARTLY』Spring: 192-19204.

大久保良夫 (2003), 「証券市場の改革と改革促進プログラム」『証券レビュー』第43巻1号: 1-36.

加藤力也 (2002), 「通信などの市場形成と金融手法の活用に関する調査研究」『郵政研究所月報』10月号: 4-27.

河原久 (2002), 『山一証券失敗の本質』PHP 研究所.

木村芳彦 (2002), 「証券市場とコーポレート・ガバナンス」『年金と経済』Vol 21. No 4: 37-44.

小林譲二 (2002), 「東京証券取引所の変貌と証券市場改革」『証券経済研究』第40号: 1-18.

佐賀卓雄 (2002), 「エンロン破綻の衝撃 (二)」『証券レビュー』第42巻7号: 29-40.

佐藤貞・間庭正弘・電気新聞 (2001), 『検証 米国の自由化』日本電気協会新聞部.

鈴木直次 (2003), 「エンロン事業の展開と簿外取引」『専修経済学論集』37 (3) (通号84): 117-163.

フサロ, P. C.・ミラー, R. M. (2002), 『エンロン崩壊の真実』橋本碩也訳 税務経理協会 (原著2002).

藤田正幸 (2003), 『エンロン崩壊』日本経済新聞社.

藤田正行 (2000), 「エンロンの事業戦略」『国際エネルギー動向分析』3月号.

淵田康之・大崎貞和 ((2002), 『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社.

みずほ総合研究所 (2002), 『エンロン ワールドコムショック』東洋経済新報社.

山家公雄・西村陽 (2002), 『検証 エンロン破綻』日本電気協会新聞部.