

## エンロンの破綻と米国資本市場の課題

全米 7 位の巨大企業、エンロンの突然の破綻は、米国の政治、経済、金融市場に大きな波紋をもたらしている。1930 年代に作られた米国の資本市場制度のフレームワークも、新たな見直しを迫られていく可能性がある。

### 1. エンロンの破綻

#### 1) 史上最大の会社倒産

2001 年 12 月 2 日、米総合エネルギー会社のエンロンが、ニューヨーク連邦破産裁判所に米連邦破産法 11 条の適用を申請し、会社更生手続きに入った。グループ全体の資産総額は、618 億ドル（2001 年 9 月末、約 7.6 兆円）であり、資産規模で見ると、1987 年に破産したテキサコ（現シェブロンテキサコ。資産総額 359 億ドル）の倒産を大きく上回り、米国で過去最大の会社倒産となる。

エンロンは、2001 年 10 月 16 日、2001 年第 3 四半期に、資産の減損、リストラコスト、及びある種の投資に関連した損失により、10 億ドル超の巨額の損失が発生すると発表した。このうち 3500 万ドルの損失は、ある特別目的会社（Special Purpose Enterprises、SPEs）との取引に関連するものであるとした。また、同日のアナリストとのコンファレンスコールにおいて、ケネス・レイ会長は、第 3 四半期について、会計処理の誤りにより 12 億ドルにのぼる自己資本減額が生じると発表した。これらのニュースは、市場に大きな衝撃をもたらした。SEC は、2001 年 10 月下旬より同社に対する公式調査に入った。

さらに同社は 2001 年 11 月 8 日、Form 8-K（適時開示の様式）をファイルし、過去 4 年半の純収益が、5 億 6900 万ドル過大に計上されていたこと、これまで非連結対象としてきた 3 つの SPEs を連結対象とすること、既に発表した自己資本減額について修正報告を出すこと、これらの点を調査するために役員会に特別委員会を設置したこと、また SEC の捜査の結果、新たな情報や異なる情報が明らかになる可能性があるとした。

この発表の翌日、同業大手のダイネジーが、エンロンを買収することで合意し、シェブロンテキサコがダイネジーを通じてまず 15 億ドルをエンロンに出資することとなった。しかし、2001 年 11 月 19 日の 7-9 月期の四半期報告（Form 10-Q）におき、同社は、社債格付けや株価の低下により、SPEs 関連の 6 億 9000 万ドルの支払い手形の支払い期限が前倒しになったこと、特別委員会の調査が行なわれていることもあり、監査人がこの四半期の財

務諸表について必要なレビューを完了することができなかったと発表した。

こうした展開を受けて、同社の株価は急落し、長期債務は投資不適格寸前に低下した。結局、信用不安がさらに拡大し、エネルギーのトレーディングビジネスでも、カウンターパーティが取引を手控えたり、担保等の条件を厳しくし始めたこともあり、資金繰りに行き詰まる結果となった。

2001年11月28日午前にS&Pが長期債務を投資不適格に引き下げ、ダイネジーも同日、買収合意を破棄した結果、エンロンの破綻は決定的なものとなった。

## 2) エンロンの興亡

エンロンは、1985年7月にテキサス州とネブラスカ州の天然ガスパイプライン会社が合併して設立された会社である。1990年に大手コンサルタント会社のマッキンゼーよりエンロンに招かれたジェフリー・スキリング氏は、需要変動で生まれるパイプラインの空き容量を取引するビジネスを発展させた。同社はこれを発展させ、やがて電力や通信容量、さらには金属、鉄鋼、広告時間や広告スペースを初めとするあらゆる商品を、あたかも金融商品のトレーディングのように取引していくようになった。同社のトレーディング・ルームには、全米のトップビジネススクールのMBAや、数学や経済のPhd保有者が集められた。

同社は、電力、天然ガスなどの卸売り取引で世界最大手となり、天候デリバティブやパイプラインに敷設した光ファイバーを活用した通信事業などにも進出した。

米国のエネルギー自由化も、同社にとって追い風となった。また、通信事業を手がけている点や、取引をいわゆるインターネットのB2Bで行なっている点で、同社はIT企業、ネット企業としても囃されるようになった。

同社は2000年の売上が1007億8900万ドルと、フォーチュン誌の全米企業500番付でシティグループに次いで7位にランクされた大企業(8位はIBM)であり、純利益は9億7900万ドル、世界40カ国で2万人の従業員を抱えていた。欧州では、英国、イタリア、スペインなどで発電所を運営する他、電力・ガス取引で20~30%のシェアを持ち、電力・ガスの先物取引でも大きな影響力を持っていた。日本でも、発電所の建設計画を進めていた。

スキリング氏は、2001年2月に社長兼CEOに就任したが、半年後の8月に突然辞任し、様々な憶測を呼んでいた。破綻の主因となったSPEsも、彼が前任のCFOであるアンドリュー・ファストウ氏と設立したものである。現在、会長兼CEOであるケネス・レイ氏は、同社の日常業務から引退して久しかったが、スキリング氏の辞任後、再びCEOとなり、SPEsの問題を発見したのである。しかし、アナリストへの説明の段階でも、同氏はスキリング氏らが作り上げた複雑なスキームを、詳細には理解できていなかったと言われる。レイ氏は、ブッシュ大統領と親しいことで知られる人物であり、ブッシュ氏の選挙キャンペーンの最大の支援者でもあった。

### 3) エンロンの破綻が投げかけた問題

この突然起きた史上最大の破綻事件に対しては、SEC に続いて司法省が犯罪事件として 2002 年 1 月から捜査に入った他、米議会も重大な関心を寄せている。上院銀行、下院金融サービス両委員会と、上下両院の商業委員会がエンロン破綻問題の調査をすぐにスタートさせた他、他の委員会も調査や公聴会を予定している。ケネス・レイ会長に対する強制的な証人喚問も行なわれるとみられている。

金融問題や投資家保護の問題については、2001 年 12 月 12 日に、まず下院の金融サービス委員会の二つの小委員会が共同でヒアリングを開催した。

このヒアリングの冒頭で、金融サービス委員会のオックスレイ委員長は、彼自身の問題意識として以下のような点をあげた。

- ・何百万人もの投資家が、エンロンの金融エンジニアリングや不十分なディスクロージャーの結果、損失を被ったのではないか。
- ・何故不完全な財務諸表が監査をパスしたのか。
- ・なぜアナリストが投資家に警告を出すことができないどころか、株価が 1 ドル以下になっても buy や strong buy の推奨をし続けたのか。
- ・現状の財務報告やディスクロージャー制度は、見直しが必要なのかどうか。
- ・なぜ会計規則上、重要な情報をオフバランスとすることが許されているのか。
- ・何よりも、同様なことが再び起こる可能性を低くしなければならない。現時点ではシステミックな脅威は生じていないが、多数の国民の財産に計り知れない影響を与えた。
- ・議会は、破産法改革の中のネットィングに関する条項を成立させなければならない。

エンロンも、その監査を担当したアーサー・アンダーセンも捜査を受けている最中であり、現時点では事実関係の全貌は明らかになっていない。議会の議論も始まったばかりである。従って、これらの問題に対して、米国がどのような回答を導き出していくかについては、今後の推移を見守る必要がある。

また、エンロンの問題は、資本市場問題だけではなく、同社が米国のエネルギー政策の規制緩和をリードしてきたことや、エネルギー関連商品の大きな取引主体であったこともあり、重要なエネルギー問題ともなっている。401(k)における自社株の損失を巡る問題は労働省にとっての大きな問題である。不正な会計や 800 以上のオフショア子会社の存在は、脱税につながっていた可能性もあるとして、IRS も調査を始めている。さらには、同社とブッシュ大統領、及びブッシュ政権高官との癒着の可能性<sup>1</sup>も指摘され、政治資金のあり方

<sup>1</sup> チェイニー副大統領がブッシュのエネルギー政策検討に、エンロンのレイ会長と密接な関係を持っていたこと、破綻の直前に、救済を求めて、レイ会長がオニール財務長官とエバンス商務長官、FRB のグリーンズパン議長らに接触していたことなどが指摘されている。アシュクロフト司法長官は、エンロン及びレイ会長より寄付を受けており、利益相反の可能性があると、エンロンの捜査の指揮から外れた。

の議論や、ブッシュ政権の行方を巡る思惑も生まれるなど、問題は広がりを見せている。

このように問題は未だ全容が解明されておらず、また複雑かつ広範なものがあるが、以下では、資本市場関連問題を中心に、既に提起されている論点を紹介する。本論で強調したいのは、今回、話題になっている問題の多くは、実は、最近の米国資本市場において、部分的ながらも既に議論されてきた問題であったということである。特に、いくつかの問題は、IT バブルとその崩壊の過程で表面化していた。エンロンの破綻は、これらの問題を一気に表面化させ、本格的な議論の俎上に乗せたと言える。

以下では、そのような観点から、エンロンの破綻とそれによって浮き彫りになった米国資本市場の課題について整理することとする。

## 2. 会計報告、会計監査とディスクロージャーを巡る議論

上記のように、エンロンに対する市場の評価が急速に低下したのは、同社の財務活動や会計報告に対する不信感が拡大したことが契機となっている。このため、会計監査を担当した監査法人や情報開示のあり方の問題を巡る議論に火がついた。

おりしも、SEC の委員長に就任したばかりのピット氏は、エンロンの問題が表面化する以前より、ディスクロージャーの近代化を提唱し始めていたところであった。

2001 年 12 月 12 日に開催された米下院金融サービス委員会の公聴会でも、米国における会計基準設定や会計監査のあり方と、SEC の役割に対して議員の関心が寄せられた。

### 1) 会計関係団体及び SEC の動き

#### (1) 米国の会計制度と SEC

米国の会計基準の設定は、法的には SEC に権限があるが、歴史的に FASB を中心とする民間セクターが主導的な役割を果たし、これを SEC が監視するという枠組みになっている。また、米国における会計監査のあり方も、米国公認会計士協会 (AICPA) が主体となって検討し、実務的な運営を執り行うなど、民間セクターに大きく依存している。会計士自体は、州の免許となっている。

AICPA には監査のあり方を監視する自主的組織として SECPS (SEC Practice Section) がある。この下で、ある監査法人が他の監査法人の監査状況を 3 年おきにチェックするという peer review のプログラムや、監査のクオリティ・コントロールが行なわれている。こうした自主的組織による監視機能に対する信頼性を高めるため、SECPS をモニターする仕組みとして、独立の民間機関である Public Oversight Board がある。

この監視の枠組みは、1977 年、議会で会計監査のあり方が問題となったことを受け、AICPA のイニシャティブで整備された。2001 年、POB の役割は拡大し、関係機関との連絡

と協調や、公益の保護を目的とした各種のレビューや監視を行なうこととされた。

SEC は、以上のような AICPA や POB の活動に、直接の権限はもたないが、密接に関与している。例えば、2000 年には、SEC は POB に対して、監査の有効性についてのパネル (the Independent Panel on Audit Effectiveness) を組織することを要請した。このパネルは、会計士、会計基準設定者、監視委員会、及び規制当局に対して約 200 の提言をまとめている。

## (2) エンロンの破綻を受けた動き

今回のエンロンの問題を受けて、SEC 及びこれら関係団体は、監査のあり方の改善に向けて動きは始めている。

2001 年 12 月 4 日には、5 大会計事務所<sup>2</sup>の CFO が連名でエンロンの破綻と会計士のあり方について声明を発表した<sup>3</sup> (表 1)。

同じ日に発表された、AICPA の会長、社長の連名のプレスリリースも、この声明の内容も反映したものとなっており、AICPA が企業及び SEC との協力のもと、各種の提言や改善措置を打ち出していくことが宣言された。

また、SEC のピット委員長は、2001 年 12 月 11 日のウォールストリート・ジャーナルへの寄稿の中で、今後、SEC 及び関係者が投資家の信頼を回復するために検討すべき事項を列挙した<sup>4</sup> (表 2)。

---

<sup>2</sup> Andersen、KPMG、Deloitte & Touche、PricewaterhouseCoopers、Ernst & Young。

<sup>3</sup> “Statement From Big Five CEOs,” December 4, 2001

<sup>4</sup> Harvey Pitt, “How to Prevent Future Enron,” *Wall Street Journal*, December 11, 2001.

表1 5大会計事務所の声明

<p>&lt;会計報告の改善&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・我々は、関連会社、SPEs、エネルギーのコントラクトに関する問題を含む市場リスク問題について、具体的な提案をSECに対して行なうための作業をしている。</li> <li>・SECによる会計報告の近代化プロセスに協力する。しばしばディスクロージャーは詳細であるが無意味な場合が多い。過去についての定期的な財務諸表は、実際のバリューやリスクを伝えるのにもはや十分ではなくなっている。</li> <li>・会計基準の設定プロセスは、経済の現状を考えると、あまりに煩雑で緩慢にすぎる。我々は、関係者との協調の下、制度の簡素化と近代化を目指していく。</li> </ul> <p>&lt;監査の有効性の向上&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・今日の経営環境がチャレンジングとなっていることに鑑み、財務諸表の作成者、監査委員会、監査人が、会計報告の対象期間に考慮すべきリスクファクターについての整理を、我々は準備している。</li> <li>・2000年のPanel on Audit Effectivenessの提案は、相当程度、既に導入され、残りについても活発に検討されている。我々はこれをタイムリーに実行していく。</li> </ul>
---

表2 SECピット委員長のコメント

<ul style="list-style-type: none"> <li>・定期的なディスクロージャーだけではなく、重要な情報をリアルタイムで開示する「カレントな」ディスクロージャー制度の導入。</li> <li>・過去の情報だけではなく、カレントなトレンド・データや評価に関わるデータを提供する。</li> <li>・財務諸表を、明確で有益な情報が盛り込まれたものとする。投資家と退職金の運用に関心を持つ従業員は、分かりやすい包括的な財務報告を提供されるべきである。</li> <li>・公開会社及びその監査人は、各社の財務が依拠する主要な会計原則のうち、複雑で主観的かつあいまいな意思決定や評価を伴う部分はどこか認識する必要がある。そしてこれらの原則がどのように適用されているか、そして異なる適用をした場合、どのような影響が出るかについて、簡潔かつ明確に投資家に伝達すべきである。</li> <li>・会計基準設定機関は、喫緊のニーズに対し、迅速、簡潔、明瞭に対応すべきである。</li> <li>・公開会社や監査人が事前にSECのガイダンスを受ける環境の促進。問題が起きてから取り締まったり、事後的に財務報告をチェックする努力もするが、事前に問題が起きないようにする方が、はるかに望ましい。</li> <li>・会計士の自主規制のシステムをより有効かつ透明なものとする。</li> <li>・監査委員会による投資家保護は、より意味のあるものにならない。企業の財務報告のクオリティとインテグリティを確保するためプロアクティブな対応をすべきである。監査委員会と経営幹部、外部監査人とのインタラクションを改善する必要がある。また監査委員会は重要な会計原則について、何故それが選ばれたか、またどのように適用されたのかについて理解し、それが企業の実態を示すのに適切であると信じる根拠を持つ必要がある。</li> <li>・アナリスト及びその雇用者は、基礎となる適切なデータが無い場合や、企業の発表が混乱しているとみなす場合は、意見を表明することを控えるべきである。</li> </ul>
---

2002年1月には、5大会計事務所が、アニュアルレポートの改善についての解釈通達を、SECが可能な限り速やかに発表することを求めている。特に、アニュアルレポートの経営者観測分析（management discussion and analysis、MD&A）におき、保証やコミットメント等を含めたオフバランスシート取引についての説明を強化すべきとしている。またOTCデリバティブの扱いや関連会社との取引の開示についてもSECのガイダンスを求めている。

以上は、エンロン破綻を契機とした今後の会計監査やディスクロージャーのあり方についての一般的方向性であるが、以下では、エンロン問題に直接関係し、特に議会の公聴会等の場で議論となっているいくつかのポイントについて紹介する。

## 2) SPEs との取引の会計処理について

### (1) SPEs の連結ルール

エンロンの破綻問題の核心の一つは、SPEs との取引とその会計処理を巡る問題である。まず、前記のようにエンロンが設立したSPEsのうち3つが、従来、非連結対象とされてきたが、連結対象とすべきものであったとされた問題がある。

エンロンは、SPEsを設立し、ここに売掛債権等を売却し、資金回収の早期化を実現していた。SPEsは、非連結対象となるように設計され、資産のオフバランス化も可能であった。SPEsは売掛債権購入の資金を、証券発行により調達していた。この証券の格付け向上のため、エンロンや他社より保証等のアレンジを受けることで、低コストの調達が可能となっていた。また、SPEsの発行する証券の流動性が高いこともあり、エンロン本体が、直接、銀行や資本市場から資金調達するよりも、こうしたSPEsを利用する方が有利であった<sup>5</sup>。

米国においてSPEsが非連結対象とされるには、第一に資産がSPEsに売却されており、法的に分離されていること、第二に、十分な（時価総額の少なくとも3%の）資本を投資する第三者が所有者としてSPEsをコントロールしており、SPEsのリスクを負担し、またリターンを享受していること、である。

今回、連結対象とされたエンロンのSPEsは、この3%テストを満たさないことが判明したのである。一つのケースでは、SPEsの出資者として大手の国際的金融機関が存在し、ここはエンロンと無関係な出資者とされてきたが、実際にはエンロンがこの出資の一部に対して担保を提供していたことが明らかになり、第三者の出資分が3%未満とされたのである。

SECは、従来より、SPEsの連結のあり方について明確にすることが必要と考え、FASBに対してガイダンスを提供するよう努力を促してきた。エンロンの事件が生じたため、FASBの対応の遅さが改めて批判されている。

---

<sup>5</sup> エンロンの場合、債務を簿外に隠蔽する目的で利用されていたケースもあるという疑いも生まれている。

## (2) SPEs との取引の問題

12億ドルの株主資本の減少の問題も、SPEs との取引に関連した問題であった。すなわち、エンロンは、2000年に4つのSPEsを設立する際、その出資の一環として、エンロンが普通株を発行し、SPEsの売掛債権を購入するという取引を行なった。エンロンは、この取引の経理処理として、資産側では売掛債権を増加させ、同時に普通株の発行分、株主資本を増大させていた。しかし、GAAPによれば、この部分は、株主資本の減少とみなすべきであったため、巨額の株主資本の修正が必要となったのである。

SPEs との取引に関連したもう一つの問題は、エンロンの株価や格付けが低下した時、SPEs に対する支払い義務が前倒しとなる扱いになっていたことである。これは、エンロンにとっていわば偶発的な債務の発生であったが、株価や格付けの低下がエンロンの資金繰りを悪化させ、さらに株価や格付け低下を生むという問題につながった。

こうした契約については、ディスクロージャーが不備であったという指摘がある。アンダーセンが、同社の監査をした段階では、同社の株は記録的高値にあり、こうした事態は想定しにくく、また会計規則上も起こる可能性が低いと考えられる偶発事項についての開示は求められていない、とアンダーセンCEOのジョセフ・ベラルディーノ氏は、下院金融サービス委員会の公聴会で発言している。

今回、直接、エンロンの破綻につながったわけではないが、SPEsを使った節税スキームの問題も、改めて指摘されている。これは、信託子会社を設立し、ここが優先株を発行し、親会社に調達資金を貸し付けるものである。連結ベースで債務を拡大させずに資金を調達できるが、税務上は支払い金利が発生し、これを損金算入できる。ゴールドマンが開発したMIPS (Monthly Income Preferred Shares) がその草分けである。1996年、1997年の議会で、クリントン政権はこの節税策を封じ込めようとしたが、議会の承認は得られなかった。

以上のSPEsの問題については、一見、テクニカルな問題に見える部分もある。しかし、エンロンは、今回、直接問題になっているもの以外にも数多くのSPEsを設立し、利用している。オフショアに設立されたものも多い。これらSPEsを通じた取引の結果、エンロンの収益や債務動向の実態がわかりにくくなっていったという点は否めない。

## 3) 会計監査法人のあり方について

### (1) 監査法人に対する規制のあり方

エンロンの監査を担当した監査法人、アンダーセンは、以上のような問題の防止も発見もできなかったとして、大きな批判を浴びており、SECや司法省の捜査も及んでいる。特に、2002年1月に入り、アンダーセンの職員が、SECの捜査が入る前に、関連文書の一部を破棄していたことが明らかとなり、同社への追求は強まっている。

これを契機に、単にアンダーセンの問題に留まらず、監査法人のあり方を巡る各種の議論が活発化している。

一つは、監査法人に対する規制のあり方である。先述の通り、監査法人の監査業務については、行政的なモニタリングの仕組みは公式には無く、自主規制の枠組みの実効性も疑問とされる。例えば、peer review にしても、未だかつてどの大手事務所も、他の大手事務所に対してネガティブなレビューをした試しはないという。今回、エンロンの監査が問題となっている中で、アンダーセンに対する peer review をした Deloitte & Touche は、12月21日に、アンダーセンの監査体制に問題は無いという結論を出している。

監査法人に対する規制環境が、近年、寛容なものになっており、これが会計の質の低下につながっている、という指摘もある。コロンビア大学法学部の John C. Coffee 教授とハーバード大学法学部の Joseph Flom 客員教授が上院商業委員会で指摘した点である。彼らによれば、近年の証券訴訟改革法の成立や裁判の結果等を通じて、会社に不正があった場合に、監査法人が責任を回避できる可能性が高まったという。

### (2) 監査業務とコンサルティング業務の兼業問題

もう一つの議論は、監査法人が利益拡大のために、監査業務のクライアントになっている企業に対して、コンサルティング業務を拡大していることに関するものである。監査法人の収入に占める監査以外のコンサルティング業務からの収入の比率は、1981年の13%から2000年には50%に達している。監査法人が、監査に厳格を期すことでクライアント企業の不興を買えば、現在及び将来のコンサルティングビジネスを失うリスクを犯すことになりかねない。そこで、監査の中立性、客観性が損なわれることが懸念されている。

アンダーセンはエンロンより2500万ドルの監査フィーと、それを上回る2700万ドルのコンサルティング料を受け取っていた。業務の中には、通常、会社が内部監査として行なう性格のものもあったという。このような背景により外部監査の厳格性が損なわれ、問題が見逃される原因になったのではないかと批判されている。

監査法人が監査業務と同時にコンサルティング業務を提供することの問題は、以前も議論され、2000年6月、SECは、両者の分離を義務付ける規制案を発表した。しかし、大手監査法人の強力なロビー活動もあり、監査、ITコンサル、その他の三つに分けて、各手数料を開示することで決着した。今回のエンロンの問題は、この議論を再燃させたのである。

なおアンダーセンのベラルディーノ氏は、2500万ドルの監査フィーは、他の巨大企業に対する監査フィーと比べても過大ではないこと、コンサルティング料というが、監査業務とも密接に関わる税金関係の業務や登録業務からの収入までコンサルティング料にカウントされていること、同社から分離独立させたコンサルティング会社、アクセンチュアに支払われた分の一部もカウントされている、といった主張を展開している。

### (3) 新たな規制導入論

アンダーセンは、以前にも大手廃棄物処理会社のウェイスト・マネジメントの会計監査に関連し、監査に問題があったという指摘をSECより受けており、700万ドルの民事制裁

金の支払い命令に応じている。また、2001年2月に連邦破産法11条の適用を申請した米電気製品大手のサンビームは、決算操作で利益を底上げしていたとされるが、アンダーセンは、同社の会計監査も担当していた。

アンダーセン以外の大手監査法人も批判を免れるわけではない。KPMGは90年代後半、Rite Aid Corp.の利益を10億ドル以上過大計上していたことで問題になった。Ernst & Youngも、90年代末、Cendantの不正経理を見抜けなかったとして、株主に3億3500万ドルの支払いの和解金を支払っている。会計監査法人に対する風当たりが高まっているのは、今回の事件に限らず、こうしたこれまでの経緯も背景にある<sup>6</sup>。

そこで、監査法人の業務のあり方に対する規制を強化しようという主張が強まっている。まず、peer reviewをより厳格なものにすべきという意見がある。また、監査法人の提供業務に対して、何らかの制限が加えられる可能性も高い。議会の公聴会において、AFL-CIOは、監査法人の企業からの独立性に関する規定を強化すること、現状、監査に携わるマネジメント・パートナーは7年交代となっているが、担当者だけでなく、監査法人自体を強制的に交代させること、監査法人のコンサル業務についての開示を強化することなどをSECに対して提案している。

また前述のCoffee教授らは、監査法人の自主規制機関として、ブローカー・ディーラーの自主規制機関であるNASDのような、真に独立した組織を設立することを提案している<sup>7</sup>。

こうした中、2002年1月17日、SECのピット委員長は、監査法人による不公正な企業会計の監査を専門的に調査、処罰する自主規制機関を新設する意向を表明しており、今後の行方が注目される。

#### 4) 業績発表のあり方を巡る問題

##### (1) オペレーティング・アーニングやプロフォーマ・アーニング発表の問題

エンロンの事件は、SPEsを使ったスキームに絡む巨額の簿外債務が十分把握されなかった問題や、過去3年にわたって収益が大幅に下方修正された問題が一気に明るみに出て、巨大会社が破綻に追い込まれるという、一見、特異なケースといえる。しかし、米国の資本市場では、今回のケース以外にも、ディスクロージャーに対する信頼を揺るがすような状況が、ネットバブルの崩壊の過程で、頻繁に指摘される状況にあった。

特に、いわゆるオペレーティング・アーニング、プロフォーマ<sup>8</sup>・アーニング、コア・アーニング、あるいはアジャステッド・アーニングといった形式による収益の発表が問題と

<sup>6</sup> “Enron, New Doubts About Auditors,” *The Washington Post*, December 5, 2001 など参照。

<sup>7</sup> Coffee, J., “The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting,” Working Paper No. 191, Columbia Law School, May 21, 2001

<sup>8</sup> Pro forma、形式上の、あるいは見込みのという意味。もともと pro forma 情報は、M&A などがあった場合、過去から一つの会社であったものとみなし、時系列的に連続した業績推移を示すために使われていたものである。しかし、「特定の費用が関係の無いものとみなすところなる」といった使われ方が最近横行し、一部には、pro forma とは EBBS、すなわち earnings before bad stuff と揶揄する向きもある。

なっている<sup>9</sup>。これらは、いずれも、本業の経常的な収益をより適切に示すという趣旨で、一部のコスト項目等を除いて計算した収益数値である。どの項目を除くかは各社によって異なり、例えば同じプロフォーマ・アーニングという名称を使って発表していても、除かれている項目が異なる場合もある。いずれもオペレーティング・インカムやネット・インカムのように GAAP に従った会計数値ではなく、監査の対象ともなっていない。

これらの収益数値については、正確性を欠くディスクロージャーであり、しばしば企業の良い面のみ強調する傾向があるという批判が高まっていた。例えば、過去に行なった投資が大幅に値下がりし、これを償却しても、この損失は本業の収益力を示すものではないという判断の下、これを含まない数値をプレスリリースやアナリスト向けのプレゼンテーション等の場で、最重視する形で発表するのである。もちろん、ネット・インカムなど正規の収益数値も公表するが、アナリストや多くの機関投資家、そしてマスコミも、企業の将来展望をする上では一時的なコストを除いたベースで議論するのが適切である、という考えの下、オペレーティング・アーニング等の方を注目して取り上げるという傾向がある。

最近この問題が特に表面化するようになった背景は、ネットバブル期に、マーケティングや利払いなども含め、多くの項目を本業の収益力とは直接関係無いコストとして除き、順調に収益があがっているかのように発表するドットコム企業が多かったものの、こうした企業の破綻が相次いだこと、そしてネットバブルの崩壊もあり、GAAP ベースの収益と、こうしたオペレーティング・アーニング等とのギャップが大きくなっていることも関係している。ビジネス・ウィーク誌によれば、2001 年第 3 四半期の S&P500 企業の一株あたり利益は、トムソン／ファーストコールが集計するアナリストが利用するベースでは一株 10.78 ドル、S&P のベースでは 6.37 ドル、GAAP のベースでは、6.37 ドルであったという。

エンロンの場合、リカリング（経常）・ネット・インカムという独自の定義の収益を発表していた。監査済みの決算については、監査法人の責任追求が議論されるのはやむをえないが、多くの投資家が注目していたのは、監査の対象となっていないこうした収益の数値であり、エンロンの破綻を期に、収益数値を巡る議論が一段と高まることとなった。

議論の中には、一時的なコストといっても株主にとっての富が毀損したのは事実であり、そもそもオペレーティング・アーニングのような収益数値を最重視して発表することに対する批判もある。またこうした数値にはメリットもあるが、各社がばらばらな定義で計算するのではなく、ルールを統一化すべきである、という主張もある。同一企業の場合でも、ある種の損益項目が、恣意的に本業の損益に算入されたりされなかったりするようなことが生じる場合もあり、業績の時系列的な比較を可能とすべきという問題も指摘されている。

## （2）改善提案

2001 年 11 月 16 日には、S&P は、オペレーティング・アーニングのような会計数値を扱う場合のルールを提案した。この中で、同社は、オペレーティング・アーニングについて

<sup>9</sup> “Confused About Earnings ?,” *Business Week*, November 26, 2001

は、業務に直接関連する資産の償却、買収した R&D のコスト、従業員リストラに伴うコスト、ストックオプションの費用を、計算に含めるべき項目とし、一方、M&A 関連の費用、のれん代の減損、訴訟の和解費用、資産の売却損益については、計算から除外する項目とすることを提案している。同社はこれに対する各界の議論を踏まえた上で、一般的に合意された定義が出来れば、これをアナリストや投資家が受け入れていくことを期待するとともに、同社が発表する S&P500 の収益データに反映させていくことを予定している。

また SEC は、2001 年 12 月 4 日、企業及びそのアドバイザーに対して、プロフォーマ・アーニングのように GAAP に基づかない業績数値を発表する場合の注意事項 (cautionary advice) を発表した<sup>10</sup>。同時に、プロフォーマ情報の分析の仕方についての、投資家向けの注意(Investor alert)も発表している<sup>11</sup>。

前者においては、表 3 に示す点が提示されている。後者の投資家向けの注意の中では、以下の点に留意すべきであるとされている (表 4)。全体のポイントは、「Read before you invest; understand before you commit. (投資する前によく読もう。コミットする前に理解しよう)」ということである。

---

<sup>10</sup> SEC, "Cautionary Advice Regarding the Use of Pro Forma Financial Information in Earnings Releases," Release Nos. 33-8039, 34-45124, FR-59, December 4, 2001

<sup>11</sup> SEC, "Pro Forma Financial Information: Tips for investors," December 4, 2001

表 3 SEC が発表したプロフォーマ・アーニング発表上の注意

<p>①プロフォーマ情報を発表する場合にも、連邦証券法の anti-fraud 条項が適用されるのであり、投資家をミスリードしないように注意すべきである。</p> <p>②企業の業績全体の一部分のみを取り出した数値を発表することは、その計算のベースを示さなければ投資家をミスリードする恐れがある。そこで例えば、特別な取引による損益前の数値を発表する場合には、計算から除外された取引がどのような取引であったかを示すべきであると同時に、同様な方法を適用した場合の過去の期の数値についても示すべきである。</p> <p>③企業は、発表数値から除外された情報の重要度について注意を払うべきである。除外された情報の性格と規模についてのきちんとした説明がなければ、投資家は企業が損を出しているのに利益が出ているかのように誤認したり、GAAP ベースの財務レポートにある重要な事項について十分理解しなかったりするおそれがある。</p> <p>④SEC は、Financial Executives International と National Investors Relations Institute が共同で作成した earnings press release guidelines<sup>12</sup>を推奨する。公開企業は、プロフォーマの数値を発表するかどうか、またどのようなプロフォーマの数値を作成するかを検討する場合、このガイドラインに従うことが望まれる。企業が、発表数値がどのように GAAP による数値と乖離しているのか、またどの程度乖離しているのかについて、平易な言葉 (plain English) で同じ発表文書の中に示せば、発表数値が単に GAAP と異なるという理由だけでミスリーディングであるとはみなされない。</p> <p>⑤SEC としては、投資家が、企業の発表するサマリー情報やプロフォーマ業績を、GAAP ベースの情報と比較することを推奨していく。</p>
--

表 4 SEC が発表した投資家向けの注意事項

<p>①企業が何を仮定としているか？：企業は予定された取引で、企業にとってプラスとなるものを既に取り引が実現したものと仮定して数値を発表する場合がある。また一部のコストや償却を算入しない場合がある。</p> <p>②企業が語っていない部分は何か？：EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) のような企業の業績の一部分のみを取り出したプロフォーマ情報については特に注意すべきである。この種の発表は、どのような取引項目が除外されているのか、他の期と比べるとどうなるのかについて、企業が明確に示さない限りミスリーディングとなりうる。</p> <p>③プロフォーマの情報が GAAP ベースの財務データとどのような関係にあるのか？：プロフォーマの情報に基づいて投資する前に、これが GAAP に基づく財務データとどのように違うのかについて示した説明を探し、よく理解すべきである。</p> <p>④プロフォーマの情報を読むか GAAP ベースの財務データのサマリーを読むか？：両者の間には大きな差があることに注意すべきである。</p>
--

<sup>12</sup> 2001 年 4 月発表。業績発表のプレスリリースは、GAAP に基づく業績を含むべきであること、またプロフォーマの業績と GAAP の間の対応を明確に示すべきであること、この対応は比較対象となる期間について同様の手法によってなされるべきであること、などを提唱している。

SEC は、2002 年 1 月 16 日、Trump Hotels & Casino Resorts が 1999 年 10 月に行なった業績発表について、不適切なプロフォーマ・アーニングの使用があったとして、同社に排除措置命令を出した。この分野で、SEC の処分が行なわれたのは初めてのことである。

### 5) その他のディスクロージャー関連の問題

エンロンは、前記のように、過去の収益数値や SPEs の会計上の扱いを大きく修正した。今回のエンロンの問題に限らず、近年、過去の財務諸表の修正が増大していることが問題になっている。2000 年において、修正発表の件数は、233 件に達した。SEC は、当初より正確な発表になるよう、関係者ともども努力する必要がある、と主張している。

この他、エンロンは、金融取引同様の手法で、エネルギー取引を行ってきたが、これらの取引コントラクトの時価評価のあり方も議論となっている。GAAP は、非デリバティブ・エネルギーコントラクトについては、Mark to Market すべきとしているが、その他については、指針が示されていない。このため、これらの取引における収益計上時期などを恣意的に操作できる可能性がある。

## 3. ガバナンス及び金融プロフェッショナルのあり方を巡る議論

エンロン社の経営リスクを見抜けなかったという点では、同社のガバナンスのあり方や、監査法人以外の金融プロフェッショナルである証券アナリスト、格付け会社、運用会社、銀行のあり方も批判にさらされている。

### 1) ガバナンスのあり方

会社の経営上の問題を抑止する重要な役割を果たすべき同社の取締役会は、SPEs を巡る取引の問題の把握に何ら機能していなかった、と AFL-CIO の専務理事の Trumka 氏は批判する。彼によれば、取締役の殆どは独立取締役であったが、真の意味で独立した存在でなかったという。すなわちエンロンから寄付を受けている組織の関係者だったり、エンロンが運営するリミテッド・パートナーシップへの出資者のケースもあったという。

AFL-CIO は、SEC に対して、取締役の独立性についての定義をより厳密とし、その開示規制を強化することを求めている。

### 2) アナリストのあり方

投資家が最終的に投資判断をする上で、大きな影響力をもつのは証券アナリストである

が、そのあり方も問われている。ウォール街の証券会社のアナリストの多くが、エンロンの破綻の直前まで、同社株の買い推奨を行なっていたためである。

AFL-CIO の Trumka 氏は、ソロモンスミスバーニーのアナリストが 2001 年 10 月 26 日まで、エンロンを buy 推奨し、その後 neutral としたが、チャプター11 の申請まで neutral のままであったことを指摘すると同時に、同社の親会社であるシティグループがエンロンへの最大の貸し手でもあり、ダイネジーの買収に関するアドバイザーでもあったことに言及している。J.P.モルガンは、2001 年 10 月 24 日に、buy から long-term buy に格下げしたものの、それ以上の格下げはしなかった。J.P.モルガンもシティ同様、エンロンへの大口の貸し手であり、買収のアドバイザーであった。

リーマンブラザーズは、エンロンがチャプター11 を申請するまで strong buy の評価を続けていたが、Trumka 氏は、同社は、ダイネジーの買収に関してダイネジー側のアドバイザーであり、買収が成功すれば、巨額のアドバイザーフィーを受け取る立場にあった点を指摘する。

売りの推奨を 2001 年 10 月の時点から出していたセルサイドの会社は、プルデンシャルのみであった。プルデンシャルは、2000 年に投資銀行部門を閉鎖しており、エンロンと投資銀行業務の関係はなかった。メリルリンチは、2001 年 8 月 15 日、エンロンの CEO であるスキリング氏が突然、辞任した時点で、near term buy/long term buy から neutral/long term accumulate に格下げしている。同社もエンロンとの投資銀行業務は行なっていなかった。

2001 年 10 月時点で、同社をカバーしていた 13 人のアナリストのうち 11 人は、強気であったという。これに対して、スキリング氏の突然退任の時点で、8 つの独立系投資ニュースレターのうち 4 つが、弱気の見方を示し、2001 年 10 月 21 日は、さらに 2 つが弱気に転じた、という。

セルサイドのアナリストのあり方は、ドットコム株の急落の問題もあり、近年、大きな議論となっている<sup>13</sup>。特に、利益率の高い投資銀行業務を獲得するために、アナリストの判断が歪められているという指摘がされてきた。アナリストに対する批判に対しては、2001 年 6 月、SIA が「調査のベストプラクティス」を発表し、調査の客観性を確保するための社内体制、レポートの内容、利益相反の回避についてガイドラインを設定している。しかし、今回批判されているアナリストの行動は、このガイドラインが存在したにも関わらず起きており、アナリストの独立性の徹底を求める声が、今後強まる可能性がある。

### 3) 格付け機関のあり方

格付け機関も、エンロンの突然の破綻に対して、投資家に適切な警告を出すことができなかったとして批判を浴びている。問題の一端が明るみにでた 2001 年 10 月 16 日の時点で、

---

<sup>13</sup> 平松那須加「証券アナリストの中立性をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2001 年夏号参照。

S&PはBBB+の格付けを維持し、ムーディーズは、Baa1の格付けを格下げの方向でレビューするとした。エンロンが破綻したのはその僅か7週間後である。

格付け機関は、エンロンが設立した多くのSPEsの発行する証券についても格付けをする立場にあったのであり、多くの情報を知りうる立場にあったはずである。

またエンロンの場合、格付け機関のあり方が特に問題となったのは、エンロンの財務構造が、その格付けが投資適格かどうかによって大きく左右されるものだったこともある。すなわち、多くのSPEsにおいて、エンロンの格付けが投資不適格になると、SPEsの発行証券への投資家のために、SPEsの持つ支払手形の支払いを、期限を繰り上げて行なう仕組みとなっていた。格付けの低下が、エンロンの窮状を加速し、さらなる格付けの低下を促したのである。また、ダイネジの買収スキームは、エンロンが投資適格であることが前提となって構築されていたため、買収の失敗を恐れ、格付け会社が格下げを躊躇するという事態となった。このように、格付け会社が、社債のリスクの客観的評価者ではなく、リスクを左右する当事者になってしまったわけである。

一部には、格付け会社の存在意義を問う声も出ている。今日、銀行や大手の債券投資家がボンドのリサーチ・チームを持ち、企業の信用リスクを評価するようになっている。エンロンの社債も、ムーディーズが格下げするずっと以前より、取引価格が60セント程度に下落していたが、これはジャンクボンドと同じ価格水準である。

格付け会社は、近年、社債の格付け手数料だけではなく、企業が買収等の戦略を実行した時に格付けがどのように変化しそうか、といった格付けに対するコンフィデンシャル・アドバイザー・サービスからも収入を得るようになっている。この結果、監査法人と同様、評価対象となっている会社からの独立性が損なわれる恐れがあるとされる。

#### 4) その他の金融プロフェッショナル

Trumka氏の批判は、運用会社にも及んでいる。即ち、アライアンスキャピタルの元幹部がエンロンの役員を勤めているが、この人物がアライアンスの幹部であった2001年第2四半期に、アライアンスは、エンロン株への投資を71%増大し、最大の株主となったという。この期間中、他の大手運用会社は、エンロンへの投資を縮小している。

この他のプロフェッショナルとしては、銀行の融資担当者も、安易な融資をし、問題を拡大させたという批判がある。この点については、後述する。

## 4. その他の問題

### 1) 401(k)における自社株投資

#### (1) 大きな損害を被ったエンロン社員

エンロンの破綻の直前である2001年11月26日、401(k)に組み込まれた自社株の運用で8億5000万ドルの損失を被ったとして、同社の従業員は集団訴訟を起こした。同種の訴訟はこれで3件目という。「簿外取引での損失を明らかにせず、従業員に自社株投資を推奨したのは年金の受託者としての責任を怠った」というのがその理由である。

エンロン及びその関連会社では、社員のほとんどが拠出額の6割以上をエンロン株に投資していたとされる。株価は、2000年9月には90ドル近くになったのを最高に、2000年末に米国の景気減速とともに下落、特に2001年夏以降下げ足を早め、ついに破綻に至った。

上院の商業委員会の公聴会では、エンロンやその子会社の従業員が次々と証言を行なった。彼らは、口々に、老後の当てにしていた資産が水泡に帰し、茫然自失の状態である身の上を、議会関係者に訴えた。

エンロンの401(k)を巡る問題で、議会が真っ先に問題視したのは、株価が急落する中で、従業員が自社株の部分を他の資産に変更できなかった点である。これは、エンロンがSECからの捜査を受けていることを発表した同日に、401(k)の管理機関を変更したため、一定期間、従業員の勘定が凍結（ロックダウン）されたことによる。通常の場合の管理機関の変更の場合は1週間程度であるにも関わらず、今回は3週間に及んだ。

さらに、この勘定の凍結期間中、レイ会長をはじめ、エンロンの経営陣はこうした制約を受けず、自社株を売却できた。この点は、明らかに公平性に欠き、エンロンの経営陣がとった行為は非合法的なインサイダー取引の可能性があるという指摘もなされている。これらの点については、今後、議会やSEC、労働省の調査や裁判の行方が注目される。

エンロンの401(k)の仕組みの問題も指摘されている。まず会社側の拠出分が自社株のみであり、50歳になるまで、この部分は変更することはできなかった。また、エンロンは、年初にブロックで自社株を購入し、これを年末に購入時の株価で会社側の拠出分として従業員に割り当てる方式を採用していた。これは株価が上昇している時は良かったが、下落トレンドの中では、時価よりも高い評価での拠出となってしまった。特に今回は、2001年11月末に拠出があった際、この価格は61ドルであった。この時、エンロン株は既に1ドルを割っていたにも関わらずである。

#### (2) 自社株投資の制限案

エンロン以外にも、401(k)などで、自社株投資への偏重が著しくなっている点が問題となっている。多くの退職プランにおいて、自社株の比率は50%以上となっていると言われる。ネットバブル期に急上昇した多くのハイテク企業の401(k)でも、自社株の部分の価値が大きく損なわれるという問題が多数生じており、通信機器大手ルーセント・テクノロジーで

も集団訴訟が起きている他、Dell、Qwest Communications でも多額の損失が報じられている。

AFL-CIO の Trumka 氏は、公聴会において、1960 年代、Studebaker 社の破綻で、従業員が年金を失う事態が生じたことを契機に ERISA ができたが、今また 401(k)において、同じような被害が起きてしまったと主張した。また、エンロンの従業員だけではなく、他社の従業員も、年金基金を通じたエンロン株投資や 401(k)を通じたインデックスファンドの購入等を通じて、間接的にエンロンの破綻の被害者である、と指摘している。

会社の破綻により、従業員の 401(k)の財産が大きく減少するという問題は、90 年代にも、Carter Hawley Hales stores、Morrison Knudsen Corp、Rite Aid、McKesson Corp、Columbia HCA 等のケースでも生じた。1996 年の ColorTile Inc.の破綻の際には、自社株ではなく同社の店舗に投資され、運用資産が殆ど消失した。これを受けて、Boxer 上院議員らの提案により、97 年に納税者救済法 (Taxpayer Relief Act of 1997) が成立し、退職プランにおける自社株及び自社資産への従業員拠出は制限されることとなった。しかし、右肩上がりの相場と経営者らのロビイングを背景に、殆ど実効性のある規制にはならなかった。

今回の事件を受けて、上院では Boxer 議員と Corzine 議員が、401(k)における自社株ないし自社資産への投資を全資産（会社拠出分と従業員拠出分の合計）の 20%までとする、90 日経過後、従業員は企業が拠出した自社株を他の資産に分散できるといった規定を盛り込んだ法案を提出している<sup>14</sup>。下院でも、Deutsch 議員と Green 議員が、401(k)の従業員拠出分による自社株ないし自社資産への投資比率を 10%までとし、3 年経過後、自社株を売却できる、とする法案を提出している<sup>15</sup>。

またカリフォルニア州の会計検査官は、CalPERS と CalSTERS に対して、両基金の投資先企業に対するガバナンスルールとして、次のような点を盛り込むことを提案した。

- ・（投資先企業の）従業員が、確定拠出プログラムでの投資を強制されていないこと。
- ・企業の拠出分を自社株以外で取得するオプションがあること。
- ・従業員の貯蓄の 10%超を自社株に投資できないようになっていること。
- ・いつでも自社株を売却できることになっていること。

ブッシュ大統領も、退職プランの何らかの保護策導入への意欲を表明しており、今後の議論の行方が注目される。

## 2) 複雑なリスクがもたらす金融システム全体への影響

### (1) 金融市場への影響

今回のエンロンの破綻は、世界の金融市場にも様々な影響を与えた。107 億 7900 万ドルに上る、史上最大の社債のデフォルトが生じたほか、シティや JP モルガン・チェースなど、

<sup>14</sup> Pension Protection and Diversification Act of 2001, S.1838

<sup>15</sup> Pension Protection Act, H.R. 3463

エンロンに対してエクスポージャーの大きい金融機関の経営に与える影響が懸念された。米保険業界でも 20 億ドル超の損害を受けるとされた。エンロンは 2001 年 12 月 2 日、日曜日に破産申請を行なったが、週明けのニューヨーク市場では、銀行株指数が 1% 以上下げた。

米国市場では、投資家が安全資産に逃避する傾向を強め、10 年物財務省証券の利回りが低下に向かった。また、同社が複雑な金融取引を行なっていたため、ポジション解消売りなどによる混乱も懸念された。実際、2001 年 11 月 28 日には同社が大量のドル金利先物売りを行い、相場が急低下するような局面も生じたと言われる。

わが国の金融市場への影響も、重大であった。同社の発行した 1050 億円の円建外債もデフォルトに陥ったが、これは海外企業が発行した円建て債のデフォルトとしては 2001 年 10 月の海南省国際信託投資会社の円建て債、285 億円を上回る過去最大規模となった。この結果、2001 年 11 月 29 日以降、エンロンの証券に投資していた 4 社（日興アセットマネジメント、UFJ パートナーズ投信、日本投信委託、スミセイグローバル投信）の MMF、合計 3 兆 3000 億円において、相次いで元本割れが生じ、MMF から大量の資金が流出する事態が生じるなど、大きな影響が出ている。私募形式で仕組み債なども相当量発行されたと見られている。

また邦銀への影響としては、三菱東京ファイナンシャルグループが、エンロンとその関連会社向け債権計 353 億円が回収不能になるおそれがある、と発表した。大手 14 行に対する金融庁の緊急調査によると、約 1000 億円程度のエンロン向け与信残高があるとされたが、影響は限定的とされた。

## （2）LTCM の破綻との類似性

過去、ペンセントラルの破綻で CP のデフォルトが生じるなど、企業の大型倒産によって、金融機関や投資家に大きな損失が生じ、市場に動揺が走ることは珍しいことではない。また、エンロンの破綻の影響も、オックスレー議員の指摘するようにシステミックリスクには至っていない。

しかし、通常の企業倒産と異なるのは、エンロンの倒産は、LTCM の破綻に似た性格を持っていたことである。すなわち、同社はエネルギー関連のコントラクトを金融商品のようディーリングしており、各種のデリバティブ取引も行なっていた。すなわち、LTCM 同様、複雑かつ金融市場への潜在的な影響が大きい存在であるが、通常の金融当局の規制対象にもなっていない組織が危機的状況に陥ることの問題である。複雑で、高度に専門的かつ社会的に大きなリスクをいかに扱う問題ということでは、金融以外の分野では、原子力発電所の管理にも似た問題という見方もある。

結果として、大きなシステミックリスクが生じることは無かったが、LTCM の時と同様、銀行のあり方やネットィングを巡る議論が再び活発になっている。

### (3) 銀行のあり方

LTCM の破綻後、ヘッジファンドのあり方を巡る議論が活発化したが、直接的規制よりも、間接的規制、すなわち、銀行など当局の規制対象下にある機関が、こうした HLIs(Highly Leveraged Institutions)との取引を適切にディスクローズするとともに、十分なリスク管理の下に行なっていくことにより、問題を抑止することが強調された。

エンロンの場合、まさに銀行は、ディスクローズの面でもリスク管理の面でも問題があった。それに加えて、利益相反問題なども指摘されており、今回の問題の複雑さが伺える。

エンロン向けのエクスポージャーが最大だったのは、J.P.モルガンである。同社は、2001年11月に、エンロン向けの債権は9億ドルと発表していたが、2001年12月には26億ドルあったと発表し、投資家を驚かせた。SECは、J.P.モルガンのディスクロージャーが適切であったかどうかについてレビューしている。一方、やはり大口の取引を行っていたシティグループは、エンロン向けの債権の額をディスクローズしていない。

J.P.モルガンは、2001年第4四半期の決算でエンロン関連では債権償却損が2億2000万ドル計上したほか、エンロン向けのトレーディング・ポジションで解消されていない部分の評価損を2億3500万ドル計上した。この他、アルゼンチン向け融資や未公開株ポートフォリオの損失、M&Aやトレーディングの収入減もあり、同社は、合併以来初の赤字(3億3200万ドル)を計上した。

J.P.モルガンやシティをはじめとする金融機関は、エンロンの破綻につながった、同社の複雑かつミスリーディングな財務構造を支える役割を担っていた、という批判もある。

また、これらの銀行は、エンロンとの間では、単に貸し手というだけではなく、トレーディングのカウンターパーティであり、M&Aアドバイザーであり、その他各種の証券ビジネスも行っていた。このため、様々な利益相反の可能性も指摘されている。

例えば、銀行と投資銀行ビジネス両方を行なっているために、投資銀行ビジネスを獲得するために安易な貸出をする可能性がある。実際、2001年10月に、両行は、エンロンのM&Aのアドバイザーに採用された後、10億ドルのクレジットラインを提供している。

ちなみに、この時、シティグループは、クレジットライン(担保付)を設定すると同時に、その見返りとして別のローン(無担保)を回収しており、他の債権者から批判されている。大手債権者が、与信の他に他の様々な取引関係を持つことが、他の債権者との間でも利害衝突につながっているという批判もある。

こうしたことから、銀証分離を定めていたグラススティーガル法を撤廃したことが、問題を大きくしているという見方もある。

### (4) ネットティングを巡る議論

巨額のデリバティブやスワップ取引を行なっている企業が破綻した場合、これら取引のカウンターパーティとなっている企業に影響が及び、システムリスクが顕在化する可能性がある。そこで、相互のポジションを相殺(ネットティング)することで、リスクを軽

減することが考えられる。

しかし、企業が破綻した場合には、破産法が適用され、破綻企業の保有している特定の債権、債務を、他の債権者の意向を無視して、ネットィングすることは法的に問題がある。そこで、ネットィングに関する法制を整備し、破産法との調整を図ることの必要性が、特に LTCM 事件を一つの契機に訴えられてきた。ネットィングに関する法案は、既に議会に提出されており、法的な整備が進展することが期待されている。

## 5. 新しい制度的フレームワークの必要性

### 1) 大恐慌時との類似性

#### (1) 1930年代のフレームワーク

現行の米国の資本市場の基礎にある制度的フレームワークは、1920年代の株式市場の高騰とその後生じた暴落の中で表面化した各種の問題への対応を探る中で形作られた。1990年代後半から2000年にかけて米国株式市場は、1920年代以来のブームを享受したが、2001年以降、その本格的な修正が進展している。そうした中で、米国資本市場の各種の課題が表面化しつつあったが、今回のエンロンの破綻により、これらの課題全体に抜本的に対応していくことが、時の政権の最優先事項に押し上げられた観がある。その意味で、米国資本市場のあり方を巡る議論は、大恐慌時にも似た広がりや深まりを見せていく可能性がある。

70年前に確立したフレームワークは、投資家保護の観点から、会社情報をディスクロズすること、そして証券の販売や取引に関わる不正を抑止すること、そのためにも、証券取引所や証券の販売・取引等に従事する業者を適切なものとするなど、重点が置かれていたと言えよう。

今回、このフレームワーク自体が根本から否定されるわけではないが、新たな視点が必要となっていると考えられる。

#### (2) ディスクロージャーに関する新たな視点

一つは、ディスクロージャーを投資家保護のために真に意義のあるものにしなければならない、ということである。必要十分な情報が、正確に、迅速に、分かりやすく伝達される、という点がポイントとなるが、いずれも問題が露呈している。

必要十分な情報を分かりやすく、という点では、SEC は、目論見書を平易な言葉で、簡素に投資家に提供できるようにすることを進めてきた。しかし、今回、オフバランスの重大な情報が、十分に開示されていないことや、企業やアナリストが投資家に理解されやすい業績数値として、プロフォーマ・アーニング等のミスリーディングな指標を濫用してい

る問題も表面化した。また、ドットコム企業や、トレーディング業務を活発に行なうエンロンのような企業においては、実物資産を中心としたバランスシートの開示は、企業の実態を示すのに必ずしも適切ではなく、無形資産の評価や開示が重要となっているという点も課題とされている。さらに、そもそも、過去の記録の開示だけで投資家の投資の意思決定に十分なのか、という疑問も提示されている。SEC のピット委員長は、トレンド情報、評価情報等、よりフォワード・ルッキングな情報開示が必要という考えを示している。

迅速に、という点では、やはりピット委員長がカレント・ディスクロージャーという考えを示しているように、従来の適時開示の考え方をより拡充することが課題となっている。

正確に、という点も、今回大きな問題となった。会計報告の正確性を担保するための仕組みが外部監査であるが、監査法人が、問題の発見、是正にうまく機能していない。1930年代の枠組みは、ディスクロージャーを重視しつつも、その内容の精査を担う会計業務については、民間任せで、実効性のある規制や監視の仕組みを伴わなかったと言える。監査業務はもとより、会計基準の設定のあり方も含めて、現状の枠組みを見直すべきではないか、という議論が、今回提示されているのである。

### (3) バリュエーションの適切性の視点

もう一つ、新たに重要になっている視点は、取引の前の意思決定に関わる業務、言い換えればバリュエーションに関わる業務の適切性である。前記のように1930年代のフレームワークは、取引行為や販売行為、及びそれに関連するブローカー・ディーラーや取引所のあり方に焦点があたっていた。

インサイダー取引や相場操縦、不当な勧誘行為といった点は、当然問題であり、1930年代のフレームワークで対応されてきたが、証券市場の健全性のためには、こうした取引や証券業務を支える各種のバリュエーション判断が健全でなければならない。

従来のインサイダー取引規制において、インサイダー情報に基づいた取引が規制されていたのに対し、レギュレーションFDにおいては、取引につながるかどうかではなく、情報の流し方自体に規制がかけられたことは、取引の公正性を問う以前のバリュエーションの段階における公正性が追求されたものといえる<sup>16</sup>。

今回、監査法人、アナリスト、格付け機関、さらには融資担当者、引受け担当者、ファンドマネジャーのあり方が大きな問題になっているのも、いずれもバリュエーションに携わるプロフェッショナルのディシプリンが、投資家保護に大きな影響を与えるためである。単に、個々の取引の公正性や、ブローカー・ディーラーといったレベルで健全性を追求しても、この問題は解決しない。機関投資家に膨大な年金資産が蓄積している今日、バリュエーションは、取引の直接の当事者以外にも広範な影響を与える。またバリュエーション業務は、1930年代当時よりも、はるかに多様なプレイヤーが関わるものとなっている。

<sup>16</sup> 大崎貞和、平松那須加「求められる公平な情報開示」『資本市場クォーターリー 臨時増刊 No.5』2001年5月参照。

#### (4) プロフェッショナルのディシプリンの確保のあり方

バリュエーションの適切性を追求する上で難しいのは、プロフェッショナルの判断の妥当性を、第三者が客観的に評価したり詳細に監視するのは困難を伴う点である。かといって、当事者らによる自主的な規制の枠組みは、実効性を伴わない場合が多い。監査法人の監査業務に対する監視の問題は、まさにこの点が問題となっている。現行の自主的な枠組みは、批判にさらされており、新たな機関の構想も浮上している。しかし、監査業務に対する精査を徹底しようとするれば、膨大なコストを伴うこととなろう。会計基準の設定自体も、極めて専門的、技術的作業であり、会計業務の当事者が議論の主体とならざるをえない。アナリストの行動の妥当性の確保の問題も、状況は似ている。

そこで、これらの業務の適切性を担保するための一つの方策は、歪んだバリュエーションを行なうインセンティブを低下させることである。監査法人がコンサルティング業務を兼業することを禁止しようという発想や、アナリストが株式投資を行ったり、投資銀行業務からの報酬を得ることを抑制しようといった発想がその例と言える。

専門的で直接的な監視が難しい業務においては、インセンティブに注目してディシプリンを確保しようという考えは、コーポレート・ガバナンスにも通じるものである。企業の経営者の行動を、経営者とは異なるインセンティブを持った取締役会、特に外部取締役の存在を通じてコントロールしようという考えである。エンロンの場合は、この外部取締役が真に独立の存在かどうか、むしろ経営者をサポートするインセンティブを持った人々ではないか、という点が問題となっているわけである。

会計士やアナリスト等の行動もさることながら、そもそも企業の経営者自身が投資家に向けた行動をしているかどうか、適切なディスクロージャーや適切なバリュエーション、ひいては投資家保護の出発点と言える。その意味で、近年におけるコーポレート・ガバナンスの重要性の高まりと、その制度化の動きも、1930年代のフレームワークが、既に変容を迫られてきていることの現れと言えよう。

#### (5) 証券投資の大衆化への対応

このように、ディスクロージャーやバリュエーションのあり方の改善が、今後追求されようが、同時に、将来的にも問題は常に起きうるという認識も必要である。この場合、1930年代と今日が大きく異なるのは、証券投資が極めて大衆化している点である。特に401(k)の普及が、この点に大きく寄与している。従って、問題が生じた場合の影響が、極めて広範囲に及ぶことになる。保護されるべき投資家の性格やその投資の内容が、1930年代当時とは相当、質的に異なっているわけである。

問題が避けられないとすれば、問題が生じた場合の影響を軽微にするという方向の制度的工夫も重要となる。その意味で、401(k)における自社株投資を制限する案は、真剣に議論されようし、投資家教育を重視した証券行政も今後、一層追求されることとなろう。

## 2) 今後の展望

以上のような各種の論点が、今後、どのような形で具体的な法律や政策につながるのか、あるいはつながらないのかについては、現段階では予想しがたい。例えば、ディスクロージャーの改革は、エンロンの問題が発覚する以前から SEC のピット委員長が主張していた論点ともつながるので、議論は盛り上がるだろう。しかし、例えば、カレントなディスクロージャーやトレンド情報のディスクロージャーが、かえって一面的な情報を会社側の主観的な判断で公表することにもつながりかねず、逆効果になりうるという指摘もある。

一方、監査法人に関する改革については、ピット委員長は就任前まで会計士団体の弁護士を務めており、業界寄りの政策がとられがちではないか、とも言われる。実際、前任のレビット氏が、投資家保護の理念の下に、レギュレーション FD を実現させ、また監査法人のコンサルティング業務の兼業問題にも積極的に取組んでいたのに対し、ピット委員長は、就任後、AICPA の会合で、SEC はインダストリー・フレンドリーでなければならない、と語っていることから、好対照と指摘する声もある。

1980年代末に SEC の委員長を務めたルーダー氏は、今回のエンロンの問題を受けた改革のあり方について、問題は極めて技術的な内容であり、議会レベルではなく、専門家の検討に委ねるべきだ、という意見を述べている。

しかし、1930年代のフレームワークも、1929年の株式大暴落を引き金に、一見、ヒステリックとも言える世論が沸き起こり、これに議会も反応する中で出来上がったものであった。今回は、エンロンの破綻を引き金とした世論の高まり、議会の取組み姿勢は、過去のいずれの経済・金融事件を上回るものがあり、新たなフレームワークを模索するエネルギーに満ちた状態にあると言える。広範な制度改革が、本年以降、相当の期間に渡って尾を引きながら議論され、その実現が目指されることとなろう。

今回、米国で議論されている各種の問題は、米国と類似の制度的フレームワークを導入し、またバブルの発生と崩壊という深刻なバリュエーション問題を経験しているわが国においても、共通する点が多い。今後の米国における各種の議論の展開を睨みつつ、わが国なりに金融・資本市場の構造改革のあり方を検討していく必要性が高まっていこう。

(淵田 康之)