

エンロン破綻の衝撃(一)

— エクセレント・カンパニーの「突然死」 —

佐賀 卓雄

二〇〇一年二月二日、アメリカで最も革新的企業のひとつと評価されていた総合エネルギー会社のエンロン社が、ニューヨーク連邦破産裁判所に連邦破産法第十一条の適用を申請し、会社更生手続きに入った。グループ全体の資産総額は六一八億ドル(二〇〇一年九月末)、『フォーチュン』誌の売上高ランキングでは第七位の企業であり、アメリカ史上最大の倒産となった。

その後、同社の破綻の原因についての調査が進むにつれ、投資組合を利用した利益の水増し、監査を担当していた会計事務所による証拠書類の破

棄、格付け会社の格付けの妥当性、アナリストの推奨の妥当性といったことが問題として浮上してきた。加えて、社外取締役制度、監査制度などのチェック・システム、ガバナンスをめぐる制度に対する疑問が提起されている。さらには、エンロン株(自社株)を大幅に組み込んでいた四〇一(K)プランが破綻することによって、その運用のあり方が問題になっている。

これらは一九三〇年代にその基礎が築かれた連邦証券規制の骨格を揺るがしかねない問題であるだけに、議会の上下院における公聴会の開催、あ

るいは改革案の審議という形で活発な検討が続けられている。GAO(会計検査院)によると、エネルギー問題も含めると、エンロン関連の問題を扱っている議会の委員会の数は一二に達するという。このように、エンロン問題は、会計制度、ディスクロージャー制度、監査制度、ガバナンス問題、ゲートキーパー(門番、アメリカでは格付け会社、アナリストなどの情報仲介の役割を果たす業者をこう呼んでいる)の役割など、単なる一企業の破綻の問題を越えて、アメリカ資本市場の規制の基本的枠組みに関わる広範囲な問題を提起している。これから数回に渡って、エンロンの破綻が提起したアメリカ資本市場の課題とそれらをめぐる動向について検討する。

一、エンロン社の沿革

テキサスに本拠を置くエンロン社は、一九八五年に一九三〇年代にデラウエア州で創業されたヒューストン・ナチュラル・ガスと大手天然ガスパイプライン会社であるインターノース社が合併し、本社をヒューストンに置き、翌年、社名をエンロンとしたことが発祥である。しかし、一九九〇年代にエネルギー市場が自由化されると、ガスだけではなく、電力、石油、石炭、水、金属、インターネット事業(B2B)、金融デリバティブなど、様々な商品取引を手掛ける企業に生まれ変わり、「ニューエコノミー」の寵児ともてはやされるのである。

エンロン創業時のCEO(最高経営責任者)になったのは、元連邦エネルギー規制委員のケネス

・レイ (Kenneth L. Lay) であったが、レイは今後規制が撤廃される天然ガス市場では長期的に最大の収益をもたらすのはガスの販売や配送ではなく取引であると考えていた。一九八〇年代の後半に連邦政府が天然ガス業界の規制を撤廃すると、エンロンはガスの生産者と消費者に対して仲介サービスを提供するガスバンク事業を立ち上げた。使用する量や時間帯、物価指数、決済期間に応じて個々の契約を結ぶことにより顧客に新しい安定供給の形を示そうとしたのである。

この新しい取引方法を考えたのは、当時マッキンゼーのシニア・パートナーであったジェフリー・スキリング (Jeffrey K. Skilling) であった。スキリングは天然ガスの自由市場の取引を専門とするエンロン・キャピタル・アンド・トレード (E.C.T)、現在のエンロン・ノース・アメリカを設立するという契約でマッキンゼーからエンロ

ンに移った。

九二年にニューヨーク商品取引所において天然ガスの先物取引が開始されると、エンロンが追求してきたビジネス・モデルが追い風を受け、E.C.Tは親会社の営業収益の二二%を占めるようになった。

エンロンが他の大手エネルギー会社と異なるのは、金融技術 (IT) を駆使して、顧客のエネルギー削減のためのコンサルティングや設備改修などのニーズに应付していることである。この競争力の源泉となっているのが、ITを活用したリスク・マネジメントである。例えば、多彩なデリバティブを取り扱うことで顧客の電気料金を一定の水準内に抑えるキャップス・アンド・フロアーズを提供したり、気温の変化にともなう収支変動リスクをヘッジ (天候デリバティブ) するなどして、コスト削減の最低ラインを明示、確約した

り、長期契約を可能にしていることがエンロンの最大の強みといわれた。

エンロンは、ITと豊富な資金力を武器に欧州、南米、アジアなど、海外での事業展開と、事業の多角化を進める。天然ガスのパイプラインによる輸送サービス、商工業用の天然ガスと電力の販売、そして天然ガスと電力施設の所有という、同社のいわば伝統的事業に加えて、情報通信サービスとeコマースが新たな事業分野として重要性を高めてきた。

情報通信サービス分野では、一九九九年にエンロン・ブロードバンド・サービス（EBS）を設立し、光ファイバーを活用した情報通信事業に参入した。これは自社の施設に加え他の企業が持つ光ファイバーの使用権を獲得し、これらを第三者に提供したり、これらを利用してコンテンツを提供するものである。また、同じく一九九九年一月に

スタートしたエンロン・オンラインは、売り・買いの双方で同社自らが相手方になる点が、インターネットを利用した単なる仲介サービスである他のB2Bと異なっている。これは同社が価格変動リスクと決済リスクを負うことを意味しているから、卓越した金融リスク・マネジメント能力なしには不可能なサービスである。エンロン・オンラインの取扱い商品は一二〇〇種類、一日当りの取引件数は二七〇〇件に達している。

このような急速な多角化の結果、エンロン自身が大きく変貌することになった。一言でいえば「ヘッジファンド化」である。九六年から九八年にかけての同社の収益構成は、その六割が十年前には手掛けていない事業から生み出されていた。また、三割から四割は五年前には手掛けていない事業から生み出されたものであった。しかも、近年ではデリバティブ取引からの収益が非デリバ

タイプ取引からの収益と同じか、それを上回る状態になっていた（表1参照）。

I Tバブルの進行もあり、エンロンのI Tを活用した積極的な事業展開は市場でも高く評価され、九九年末には三〇〇ドル台半ばであった株価も二〇〇〇年夏には九〇〇ドルを越える水準を記録した。同社はニューエコノミーを体现する企業とみられていたのである。

二、投資組合設立と簿外取引の構造

それでは、これほどその革新的なビジネス・モデルに対する評価の高かった企業が、何故、呆気なく破綻せざるをえなかったのであろうか。最初にエンロンの経営実態に注目が集まるようになってきたきっかけは、同社が二〇〇一年一月一六日に開催したアナリストとのコンファレンス・コール

表1 エンロンの収益構成（連結）

（単位 百万ドル）

	2000	1999	1998
非デリバティブ取引からの収益	93,557	34,774	27,215
同 費用	94,517	34,761	26,381
非デリバティブ取引からの利益	▲ 960	13	834
デリバティブ取引からの損益	7,232	5,338	4,045
その他費用	▲ 4,319	▲ 4,549	▲ 3,501
業務純益	1,953	802	1,378

（出所）上院「政府活動委員会」の公聴会（2002年1月24日開催）でのフランク・パートノイ教授（サンジェゴ大学）の証言より。

において、七月九月決算で六億ドルの特別損失を計上し、簿外取引により株主資本が一億ドル減額になると発表したことであった。これを受けて、一〇月二日にはSECが同社が運営している多数の投資組合 (special purpose entity, SPE) の取引の実態調査に乗り出した。一月八日には、一九九七年までさかのぼり、約六億ドルにのぼる純益の減額修正が発表され、長年にわたり決算数値が操作されていたことが明らかになった。

この操作は同社の三五〇〇にも達する投資組合を利用して行われた。SPEとはリミテッド・パートナーシップという組織形態を採り、投資家から資金を集めて、様々な投資を行うもので、それ自体はアメリカの多くの企業が利用している組織上のスキームである。エンロンの場合、事業の多角化や新規なビジネス・モデルを考案・推進したCEOのスキリング氏(二〇〇〇年二月に就

任、しかし、翌年八月に「個人的理由で退任」)

は、デリバティブ取引を円滑に進め(格付けが低いと、取引の相手方になれない)、資金調達を有利に進めるために、高い格付けを維持することを目的に“asset light” company (資産を簿外に移し、表面的な高収益性を維持することと考えられる) という戦略を採った。これらのSPEを受け皿に資産の多くをオフバランス化したのである。

この仕組みは破綻後に設置された社内の特別委員会(取りまとめた報告書(二〇〇二年二月一日公表))によってようやくその全貌の一端が明らかにされたが、会計監査を担当していたアーサーアンダーセンも、社外取締役もほとんどその実態を理解していなかったといわれる。

その原因は、一定の条件(①資産がSPEに売却されており、法的に分離されていること、②時価総額の三%以上の資本を投資する第三者がSP

Eをコントロールし、SPEのリスクを負担していること）を満たせば、SPEは非連結対象になりその詳細が決算書に開示されないことである。とはいつても、もちろんSPE設立には取締役会の承認がいるから、取締役会（エンロンの場合、

外部取締役二名、内部取締役二名から構成されていたから、形式的にはガバナンスの構造は申し分なかったということになる）がSPEの存在自体を知らなかったという言い訳は通らない。

エンロンの場合、これらのSPEを相手にデリバティブ取引が行われていた。そして、SPEが損失を出せば同社がそれを埋める契約になっており、それが「突然死」の原因になった。

特別委員会の報告書によれば、これらのSPEを利用して計上された利益は二〇〇〇年第三・四半期から二〇〇一年第三・四半期までの一五ヶ月間で一〇億ドル以上にのぼり、同時期のエンロン

の収益の七〇%以上を占めていた。いわば、同社の収益の大部分が実体のない取引から計上されたものであった。

特別委員会の報告書によると、SPEは資産の売却（オフバランス化）とヘッジ取引のために利用されたという。以下では、同報告書により、主要なSPEとの取引の実態を分析する。

(一) 投資組合を利用した資産のオフバランス化
エンロンは一九九三年にカリフォルニア州公務員退職年金基金（CALPERS）と合併で五億ドルの投資組合（Joint Energy Development Investment Limited Partnership, JEDI）を創設する。JEDIはエンロンとCALPERSの合併であったため、エンロンはJEDIを連結対象からはずし、損益計算書で持分からの損益を計上し、それを財務諸表に注記した。しかし、JEDIの負債はバランスシートには記載されなかった。九七年

になってエンロンはCalPERSと合併で十億ドルのJEDI IIを設立することを計画したが、資本金規模が大きいためCalPERSはJEDIへの出資を引き上げるであろうと考え、エンロンはその持分を肩代わりすることが必要になった。しかし、エンロン本体が肩代わりするとJEDIを連結対象にしなければならなかったため、それを避けるために新たなパートナーを探す必要があった。そこで、国際財務担当 (Enron Global Finance)のクーパー (Michael J. Kopper)とCalPERSの持分を肩代わりする目的でチュウコ (Chewco Investments L.P. これは映画『スター・ウォーズ』の登場人物の一人である「チュウバッカ」(“chewbacca”)を模したものである。) という投資組合を設立させる。クーパーがこの投資組合のジェネラル・パートナーの管理運営を任されたが、外部の投資家を見つけることができな

かったために、自己資本ではなく負債によってCalPERSのJEDI持分を肩代わりした。これは明らかに非連結のための要件に違反したものであったが、チュウコを連結対象にしなかった。

エンロンはCalPERSの持分を三億八千三百万ドルで肩代わりすることになったが、その資金はエンロンが債務保証をして二つの銀行から借り入れている。この時点では、チュウコはまったく債務だけであったが、九七年一二月にビッグリバー (Big River Funding LLC) という組織がリミテッド・パートナーになった。この組織はリトルリバー (Little River Funding LLC) によって所有されていた。このように、次々と投資組合を創り、非連結のための条件を充足しようとしたのである。

エンロンとクーパーはチュウコの新たな資本構造を構築した。それは、①エンロンが債務保証をして、パークレーズ銀行から二億四千万ドルの劣

後ローンを取り入れる、②JEDIからチュウコへの一億三千二百万ドルの前受金、③チュウコのジェネラル・パートナーおよびリミテッド・パートナーからの一一五〇万ドルのエクイティの調達（この金額は丁度、総資本の三％に相当する）、である。

以上の関係を图示したのが図1である。この図の中でSONR#1および#2もやはり新たに設立された投資組合である。これらの組織の間で、手数料や保証料の支払いが行われているが、そのポイントは非連結のための条件である三％の外部資本という条件を満たすための「化粧」をするこ
とである。

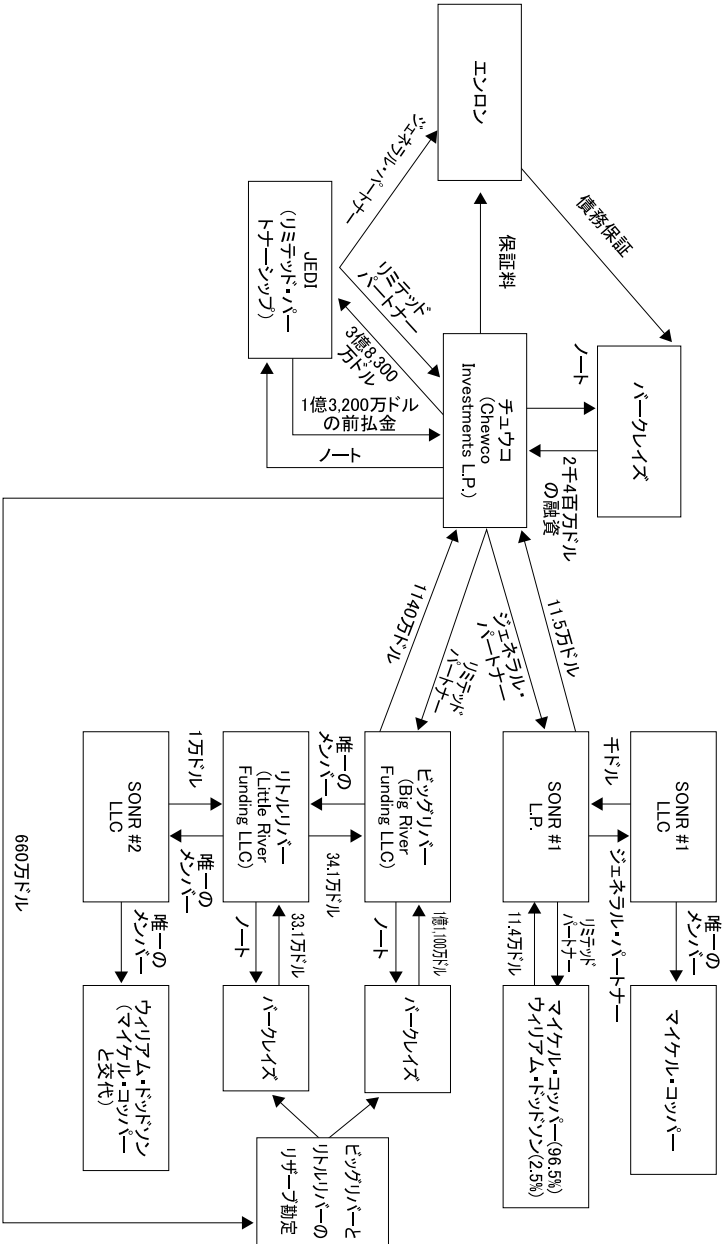
二〇〇一年三月に、エンロンはチュウコの保有するJEDIの持分を買い取り、連結対象とした。また、一〇月にはチュウコも連結対象とされ、九七年までさかのぼり決算数値の修正が行わ

れた。これにより、純益は、九七年、二千八百万ドル減（当初の純益は一億五千万ドル、以下同じ）、九八年、一億三千三百万ドル減（七億三百万ドル）、九九年、一億五千三百万ドル減（八億九千三百万ドル）、二〇〇〇年、九千九百万ドル減（九億七千九百万ドル）に修正された。同じく、負債総額も、九七年、七億千九百万ドル増、九八年、五億六千九百万ドル増、九九年、六億八千九百万ドル増、二〇〇〇年、六億二千九百万ドル増、に修正された。

(二) 投資組合を利用したヘッジ取引

次に、投資組合を利用したヘッジ取引についてみよう。一九九八年三月に、エンロンはインターネットのサービス・プロバイダー事業を行うリズムズ・ネットコネクション (Rhythms Net-Connections, Inc.) の株式を、一株一・八五ドルで五四〇万株取得した。九九年四月七日にリズム

図 1 チュウコをめぐる取引関係



エンロン破綻の衝撃(1)

(出所) Powers, W.C., Jr., et al. *Report of Investigation*, by Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.,

Feb.1,2002

ズは公開し、株価は六九ドルをつけた。

九九年五月にはエンロンの保有するリズムズ株の時価は約三百万ドルになったが、未公開株では通常の条件であるが、九九年末まで売却することができなかった。エンロンは保有するリズムズ株を時価評価し、それを損益計算書に反映させなければならぬ。エンロンのCEOであったジェフリー・スキリング (Jeffrey Skilling) はエンロンの決算数値が大きく振幅することを防ぐために、投資組合を利用してリズムズの価格下落に対してヘッジする仕組みを考えた。

リズムズ株は小型株で、しかもエンロンの保有株数も多いため、第三者とのデリバティブ取引でヘッジすることはコストがかかりすぎて不可能であった。そこで、CFO (財務担当役員) のアンドリュー・ファストウ (Andrew Fastow) と会計主任 (accountant) のベン・グリサン (Ben

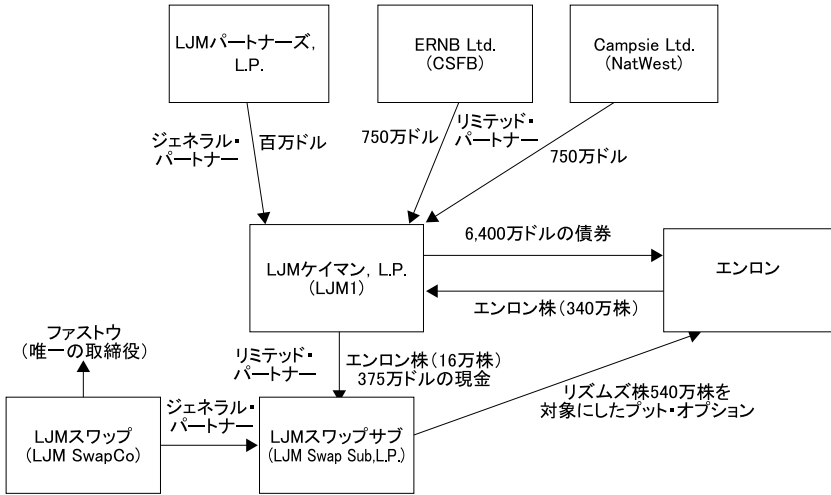
Glisan、後にトレジャラーになる) は、エンロン株を担保にしたフォワード取引によってリズムズ株をヘッジすることを考える。

まず、エンロンは連結対象外であるSPE (LJMI) を設立し、エンロン株三四〇万株を譲渡する。六月三十日の終値でこの時価は二億七千六百万ドルであった。LJMIは見返りに額面六千四百万ドルの債券 (二〇〇〇年三月三一日が満期) を発行する。

LJMIは、手にしたエンロン株の一部 (一六〇万株) と、エンロン株の売却によって入手した現金 (三七五万ドル) を「LJMSワップ・サブ」に拠出した。スワップ・サブはエンロンに対して、エンロンがその保有するリズムズ株五四〇万株を二〇〇四年六月までの期間に五六ドルで売却する権利 (プット・オプション) を契約した。リズムズ株のヘッジをめぐる取引関係は図2に示

エンロン破綻の衝撃(1)

図2 LJM1をめぐる取引関係



(出所) 図1に同じ

すとおりである。

この結果、エンロンはリズムズ株の下落に対してヘッジをしたことになる。しかし、スワップ・サブはエンロン株を五六ドルで買い取る義務を負うことになるが、同社の資産はエンロン株一六〇万株（当時の時価で約一億三千万ドル）と三七五万ドルの現金しかない。仮にエンロンがオプションを行使すると、その買取額は約三億ドルに達する。したがって、スワップ・サブは保有するエンロン株の価格が上昇しない限り、支払い能力がないことになる。結局、一九九九年末にリズムズ株の売却制限の期間が終了したために、この簿外取引は二〇〇〇年初めに解消された。

リズムズ株のヘッジが上手くいったために、二〇〇〇年五月に同様の簿外取引が計画されることになる。この取引のスキームの構築には、エンロンが契約する会計事務所のアーサー・アンダーセン

と法律事務所のビンソン・エルキンズ (Winson & Elkins) が深く関わっていたとみられる。二〇〇〇年四月に「タロン」(Talon) という SP E が設立され、その間で「ラプター」(Raptor、これは I から IV まで組織された。ちなみにタロンは「猛禽のつめ」、ラプターは「猛禽」を意味する) と呼ばれる簿外取引が行われた。ラプターを利用した簿外取引によって、エンロンは二〇〇〇年第三・四半期から二〇〇一年第三・四半期からの五四半期に十億七千七百万ドルの利益を過大に表示していた。これはこの期間の税引前利益十五億六百万ドルの実に七二%を占めるものであった。

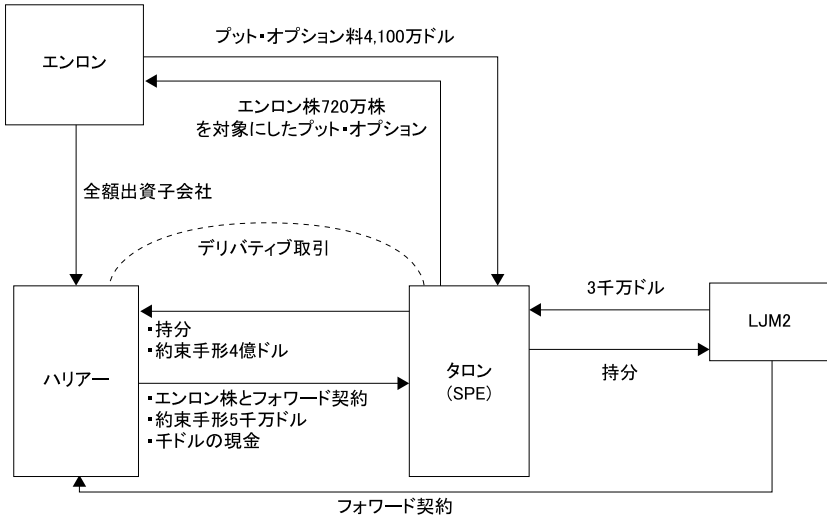
エンロンは全額出資子会社の「ハリアー」(Harrier、これはウサギ狩り用の小型犬のことである) を通じ、エンロン株や現金を抛出する。また、連結対象外の「LJM2」にも出資させ、タ

ロンを連結対象外にする。その上で、エンロンはタロンから、エンロン株七二〇万株を対象にしたプット・オプションを四一〇〇万ドルで購入した。実際には、この取引は実体がなく、タロンに出資した「LJM2」が、タロンが四一〇〇万ドルの利益をあげなければ、エンロンとの間で取引を開始することができないという契約内容になっていたために形式上、仕組まれた取引であった。スワップ・サブの場合と同じように、タロンにはエンロン株七六〇万株、約束手形五千万ドル、それに千ドルの現金しかなかったから、エンロン株が下落すればタロンにはプットオプションの行使に応じる資金はなかった。この取引関係は図3に示されている。

エンロンは二〇〇〇年八月からタロンとの間でデリバティブ取引を始めた。エンロンが保有する光通信機器メーカーのアビシ・システムズ

エンロン破綻の衝撃(1)

図3 ラプターと呼ばれた薄外取引の構造



(出所) 図1と同じ

(Avici Systems) 株が高値の一六二・五十ドルをつけたのを受けて、その価格下落をヘッジする取引を仕組んだ。エンロンはタロンとの間でアビシ株を対象にトータル・リターン・スワップ契約を結んだ。この契約は、エンロンはアビシ株が値上りした場合にはその利益をタロンに支払い、下落した場合にはその損失をタロンが穴埋めするという内容であった。これによって、アビシ株の下落による評価損益の発生を防ぐことができるはずであった。しかし、タロンはエンロン株を保有するだけの実体のないSPEであり、保有するエンロン株が下落すれば、この仕組みは崩れる。エンロンは一〇月三〇日にタロンとの間でタロンが保有するエンロン株七六〇万株を対象に「カラー」というデリバティブ取引を行う。これは、エンロン株がハードルを下回った時には、エンロンがタロンに保有株の評価損を補填し、逆にエンロン株

が一六ドルを上回った場合には、タロンが評価益をエンロンに渡すというものであった。これでエンロン株が下落しても、タロンの資産内容は痛まないことになる。しかし、その後、アビシ株は下げ続けたため、タロンの債務は増え続けることになった。

エンロン株を対象にした条件付契約 (Continued contract) はラプターⅡ、ラプターⅣという簿外取引でも行われているが、その基本的な仕組みは同じである。ラプターⅢはエンロンが七五%を保有していたThe New Power Company (TNPC)への投資をヘッジするため、TNPC株二四〇〇万株を一定価格で購入するワラントを保有した。TNPCの株価が下落すれば、エンロンへの支払義務が増加するが、支払い能力は減少するような取引構造になっていた。しかし、これもTNPCが公開した後に株価が急激に下落したた

め、意図したヘッジ機能を果たすことはできなかった。

以上が簿外取引の中心となったSPEの取引内容であるが、エンロンの特徴であったデリバティブを利益操作のために活用したことが明らかである。しかも多数のSPEが入り組んだ複雑な取引構造となっているため、承認を与えた取締役会もレイ、スキリング、ファストウといったこの取引の仕組みを考えた中心人物の説明をほとんど鵜呑みにしたのが実態であった。しかも、その後の取引については十分な説明がなされない場合もあった。かくして、二〇〇一年一〇月一六日の決算数値の修正発表はエンロンの取引の実態に不信感を強める発端となり、わずか一月余りで破綻を余儀なくされたのであった。

(さ)が たかお・当研究所主任研究員)