

エンロン破綻の衝撃 (三)

— 広がる会計不信 —

佐賀卓雄

収益管理 (earning management) の問題は決して

新しいものではありませんが、将来見通しを誤った企業に対し寛大ではない株式市場の中で問題が拡大されてきました。・・・企業は、市場価値を増大させたり、ストック・オプションの価値を増加させるために、ウォール街の収益見通しと同じかそれを上回るように努力することになります。それはアナリストの収益期待値を達成できるか否かに依存します。そして、アナリストは企業がこの期待値の大枠を示すガイドランスを常に求めます。監査人は企業との契約を続けたいと願っており、この邪魔をしないような圧力を受けることになります。

(Remarks by Chairman Arthur Levitt, *the "Numbers*

Game", NYU Center for Law and Business, Sep. 28, 1998)

過去十年間、アナリストはハイテクおよびテレコム企業が実現できそうにない業績を常に期待した。経営者は、自ら自社に非現実的な期待を抱くか、もっと悪いことにはアナリストの期待を自社の目標と定めることによつて、この虚構 (fiction) を創りあげることに協力したのである。株価の過大評価の破壊的な帰結は、非現実的な期待を達成することを目的とした誤った行動—際立っているのは、価値破壊的な合併と未知の分野への投資—であった。虚構であることが明白になった時、結果は収益と成長についての、そして株価

についての大きな調整であった。多くの場合、企業の存続自体が危ぶまれるようになった。多分、エンロンは最もドラマティックな例である。

(Fuller, J. and Jensen, M.C., "Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game", *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter 2002.)

一、頻発する不正会計処理

エンロン社の破綻と相前後して、粉飾決算、利益の水増しなどの不正会計処理が表面化し、投資家の決算情報に対する不信感が高まっている。アメリカの連邦証券規制の骨格はディスクロージャー制度であり、それを支えるのはタイムリーかつ正確な情報の提供である。したがって、投資家が提供される情報に対して不信感を抱くようになれば、証券市場の健全性を支える最も基本的な

条件が失われることになる。このような危機感には政府、SEC、自主規制団体、業界が共有しており、七月三〇日には不正会計処理に対する罰則の強化を盛り込んだ企業改革法（サーベンス・オクスリー法）が異例の速さで成立した。そして、それと並行して、SECは年間売上高が一億ドル以上の九四二社に対して八月一四日までに決算報告書の正確性に関するCEO（最高執行経営者）とCFO（最高財務担当役員）による宣誓書の提出を義務づけた。この結果、大半の企業が過去の決算を修正せずに宣誓書を提出したが、AOLタイム・ワーナーが一部の広告収入について会計処理の適切性に疑問が残ることを公表したほか、ダイナジー、ナイコーなどのエネルギー関連会社、六月末に破綻し経営陣が逮捕された大手通信会社のアデルフィア・コミュニケーションズはSECに対して提出ができないことを通告した（八月二

○日の時点では、全体では十六社が未提出であった。しかし、ここ数年の間に露見した不正会計処理は通信、エネルギーといった業種に集中しており、その意味では予想の範囲内であったため、とりあえずは会計不信の広がりを抑制する効果があったものと評価されている。

さらに、企業改革法には、宣誓書の提出を義務づける対象企業を拡大する方向性が盛り込まれており、これに基づきSECは新しい規則(三四年証券取引所法規則13 a-14条および15 d-14条)を採択した。これによると、対象企業は、三四年証券取引所法に基づいて年次および四半期報告書の提出を義務付けられている企業である。具体的には、総資産が一千万ドル以上、株主数が五〇〇人以上の一万四千社(上場企業だけでなく、未公開企業も含まれる)であり、今回の宣誓書提出では対象外であった外国企業も含まれること

になる。

ところで、不正会計処理として一括りにされてしまうことが多いが、仔細にみると質的にかなり異なることが一緒にされていることが分かる。一つは、経営者に対する不正な融資や支出、あるいは費用の不適切な処理といった、単純な粉飾決算である。もう一つは、一般会計原則(GAAP)とは異なる会計処理によつて算出された「実質利益」概念の拡大解釈である。そして最後に、売上や利益を過大に表示したり、資産や負債を過少に表示するために、投資組合(special purpose entity, 以下、SPEという)を利用した簿外取引などである。最初の問題は単純であり、この程度の不正行為を監視できなかった取締役会(あるいは権限を委譲された監査委員会)や監査法人の能力やその体制が問題になる。しかし、二番目と三番目の問題はそれ自体は決して不正な会計処理で

はなく、現行の規則の範囲内で行われていることである。したがって、これを是正するためには、ディスクロージャー制度、会計制度そのものの改革が必要である。以下では、これらの問題を検討する。

二、「強欲の連鎖」(infectious greed)

冒頭引用した二つの文章は、いずれも株価を維持あるいは上昇させることに対して強い圧力が働き、それを目的に様々な会計処理が行われてきたことを示唆している。これらは「フィナンシャル・ナンバーズ・ゲーム」あるいは「クリエイティブ・アカウンティング」、「収益管理」などと呼ばれる（最近、出版された Mulford, C.W. and Comiskey E.E. [2002], *The Financial Numbers Game* にちなみ、「フィナンシャル・ナン

バーズ・ゲーム」が最も包括的概念であるという）。これらの会計処理は必ずしも利益を水増しすることを目的にしている訳ではなく、利益の変動を避けることを目的に行われることも多い（これらの事例については、拙稿「アメリカ資本市場と不正会計処理」『月刊 資本市場』二〇〇二年八月、を参照されたい）。

近年、このような会計処理が眼につくようになったのは、株価の上昇に対して強い圧力が作用しているためである。第一に、「株主価値経営」の名の下に、経営者の使命は高株価を維持することであるというコンセンサスが形成されてきたことである。仮に一定期間にわたって株価が低迷するような事態になれば、CEOは機関投資家や株主の利益を代弁する社外取締役からの圧力によって解任される可能性が強くなる。第二に、経営者の側にも高株価を追求する強い動機が働いている

ことである。彼らの報酬の大部分はストック・オプションで支払われているから、その水準は株価の動向に左右される。参考までに、エンロン社のCEOのケネス・レイと、一時期CEOであったジェフリー・スキリングの二〇〇一年の報酬額とその内訳を紹介しておく。『ヒューстон・クロニクル』紙によると、ケネス・レイの給与は一〇七万二千ドル、ボーマスは七〇〇万ドル、その他の後払いの報酬を含めると、現金での支払い総額は一億三五六万ドル、ストック・オプション（未行使の分を含む）は四九二一万ドル、総額は一億五二六七万ドルである。ジェフリー・スキリングは、給与が一一万ドル、ボーマスが五六〇万ドル、その他の後払いの報酬を含めると、現金での支払い総額は八六八万ドル、ストック・オプション（未行使の分を含む）は二六〇九万ドル、総額は三四七八万ドルである。彼は、二〇〇一年二月

初めにCEOに就任したが、わずか半年後の八月十四日に、「個人的理由」で突然、退任しているため、レイと較べると報酬は少ない。

しばしば、アメリカの経営者報酬の高さが問題になる。エンロン社の経営者報酬の水準もアメリカの上位企業の平均を基準にすれば、それほど驚くべきものではないのかもしれない。しかし、二〇〇一年の後半にはエンロン社の経営は危機的な状況にあったから、日本円で一〇〇億円を越える報酬（レイの場合）はやはり首を傾げざるをえない。

最後に、非常勤の社外取締役の報酬は経営者と較べればはるかに少ないが、報酬の一部はストック・オプションで支払われている場合もあるし、様々な便宜が図られることが多い（例えば、GMの社外取締役には四半期ごとに新車が提供されるという）し、大手企業の取締役を務めることは社

会的には大きな名譽でもあるため、よほどのことがない限り経営者に対して批判的な意見を述べることは難しい。

かくして、グリーンズパンFRB議長が「強欲の連鎖」(二〇〇二年七月一六日に開催された上院「銀行、住宅、都市問題に関する委員会」での証言での言葉)と呼んだ高株価に対する強い圧力が作用し、決算数値の操作への誘惑が強まることになった。

三、利益概念の拡大解釈

以上は、基本的にはSECに届け出る報告書を作成する際のGAAP(一般会計原則)のレベルでの問題である。ところが、アメリカの企業はそれとは別に本来の収益力を示すものとして「実質利益」を計算し、それを投資家に提供してき

た。この数値は、監査を受けておらず、言ってみれば企業が自分の都合で勝手に計算した利益である。アナリストが投資家に提供するのは、経営者あるいは財務担当者からえたこの数値である。

この「実質利益」は、本来はM&Aなどがあつた場合、暖簾代の償却など、一時的費用が発生し、連続性が失われるため、本業の経常的な収益をより適切に示すために特定の項目を除いて計算したものである。考え方としては、投下資本に対する収益率をみるために、特定の費用や資本構成によつて影響を受ける金利などを控除する前の数値を使うのが一般的である。しかし、どの項目を除くかは各社によつて異なり、監査を受けていないため様々である。よく使われているものとして、「オペレーティング・インカム」、「コア・アーニング」、「調整あるいはサステイナブル・

「アーニング」、「プロフォーマ・アーニング」、「EBITDA」があげられる(注1)。

(注1) 「プロフォーマ」は「仮の」という意味である。文献によつて、これらの用語の内容の理解には若干の違いがある。『ビジネス・ウィーク』誌では、これらの用語を並列して説明している(“Confused about Earnings”, Nov. 26, 2001)。¹⁾ また、Muford and Comiskey [2002] では、「プロフォーマ・アーニング」を上位概念とし、その典型的例として「EBITDA」と「調整あるいはサステイナブル・アーニング」の二つをあげている。

この中でも、一九九〇年代後半までは「EBITDA」(earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) が最も良く使われていた指標であり、金利、税金、原価償却費を控除する前の利益である。プロフォーマ・アーニングは一九九〇年代にドットコム企業によつて多用されるようになった利益概念で、本業の収益力と

は関係ないとして、ストック・オプション、M&A にもなつた暖簾代の償却、リストラ費用、為替差損などを控除していない。しばしば、マーケティング費用や金利も控除されないこともある。表1はアマゾン社の二〇〇一年一二月期の決算数値について、GAAPとプロフォーマ・ベースを対比したものである。このような操作を施した結果、プロフォーマではGAAPよりも四億一千万ドルも費用が少なく計算されている。

かくして、近年、両者の乖離が目立つようになってきた。『ビジネス・ウィーク』誌(二〇〇一年一月二十六日号)によると、S&P500社についての二〇〇一年第三四半期の一株当たり利益は、ウォール街のアナリストの数値を集計しているトムソン・フィナンシャル/ファーストコールでは一〇・七八ドル、S&Pでは九・一七ドル、GAAPでは六・三七であり、両者は二倍近

表1 GAAPベースとプロフォーマ・ベースの差異
(アマゾン・ドットコム, 2001年12月期)

損益計算書

(単位:千ドル)

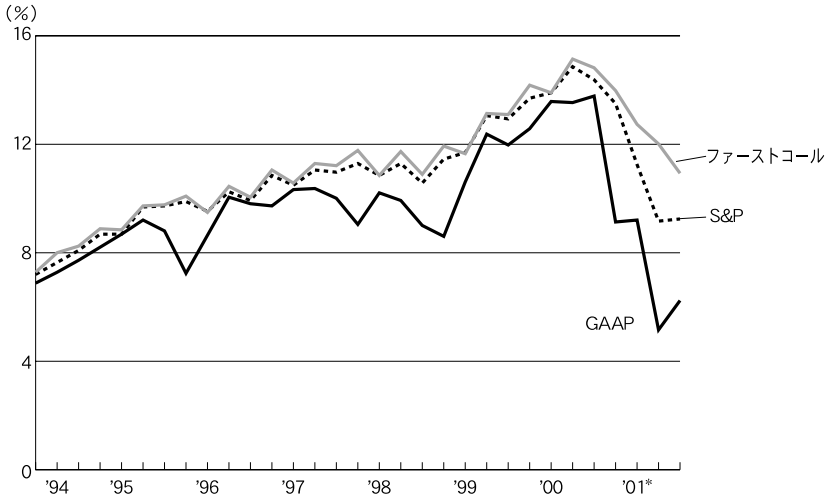
| | GAAP(報告書) ベース | プロフォーマ ベース | 相違額 | 編集部注 |
|-------------------|------------------|---------------|----------|--|
| 売上高 | 3,122,433 | 3,122,433 | | |
| 売上原価 | 2,323,875 | 2,323,875 | | ストック・オプション行使に伴う規定の費用が計上されない |
| 売上総利益 | 798,558 | 798,558 | | |
| 費用項目 | | | | |
| 在庫管理費 | 374,250 | 374,250 | | |
| マーケティング経費 | 138,283 | 138,283 | | |
| 技術・コンテンツ開発費 | 241,165 | 241,165 | | |
| 一般管理費 | 89,862 | 89,862 | | |
| 株式ベースの報酬コスト | 4,637 | | ▲4,637 | 人員削減による退職金や施設閉鎖によるリースや資産の償却は経費の対象外 |
| 営業権およびその他無形資産の償却費 | 181,033 | | ▲181,033 | 上記三つの項目を費用として計上しない分営業経費が減少する |
| リストラ関連およびその他費用 | 181,585 | | ▲181,585 | |
| 営業経費計 | 1,210,815 | 843,560 | ▲367,255 | |
| 営業損失 | ▲412,257 | ▲45,002 | ▲367,255 | 営業経費減少分だけプロフォーマ・ベースの損失は減る |
| 受取利息 | 29,103 | 29,103 | | |
| 支払利息 | 139,232 | 139,232 | | |
| その他収入・支出 | ▲1,900 | ▲1,900 | | 為替差損や保有株式の評価・売却損益も費用として認識されない |
| その他営業外損益 | ▲2,141 | | 2,141 | |
| 純金利損失その他計 | 114,170 | 112,029 | ▲2,141 | その他営業外損益の分だけ損失額減少 |
| 持ち分法損益前損失 | ▲526,427 | ▲157,031 | 369,396 | 日本と同様に関連会社にかかわる出資比率に応じた投資損益だが、これも除外 |
| 持ち分法損益 | ▲30,327 | | 30,327 | |
| 会計基準の変更に伴う影響前損失 | ▲556,754 | ▲157,031 | 399,723 | デリバティブ評価に関する会計基準変更(この場合はデリバティブ評価に関する会計基準変更)による損益も除外される |
| 会計基準の変更に伴う累積的影響額 | ▲10,523 | | 10,523 | |
| 純損失 | ▲567,277 | ▲157,031 | 410,246 | 費用や損失の計上分を除いた分だけプロフォーマ・ベースの損失が減少する |

(注) 編集部注以外はアマゾンの公表資料を翻訳し、順番を入れ替えたもの

(出所) 『週刊ダイヤモンド』2002年8月31日

エンロン破綻の衝撃 (3)

図1 GAAPと「実質利益」での1株当たり利益の推移



(注) 2001年第3四半期は推定

(出所) Business Week, nov. 26, 2001

い開きがある(図1を参照)。アナリストが投資家に提供する情報はこのプロフォーマ・アーニングである。

エンロン社の破綻を契機に、SECが「実質利益」の濫用の自粛、GAAPと「実質利益」の関連などを投資家に明示することなどを呼びかけてきたこともあり、GE、IBM、シスコシステムズなどが決算報告書の改善に取り組み始めている。また、アナリスト問題でニューヨーク州の司法長官と一億ドルの和解金の支払いで合意したメリルリンチは、アナリストに対して「実質利益」に頼らずに、通常の会計基準による決算数値なども比較して収益分析を行うように求めている。さらに、格付け会社のS&P社は、リストラ費用、年金費用、事業資産の評価損、ストック・オプションを費用として算入するなど、独自の基準でPERなどの数値を算出している。

四、エンロン社の会計操作

三つ目は、既存の会計原則の隙間について決算数値を操作することであり、エンロン社の、金融工学を駆使しながら、SPEを利用した簿外取引が典型的なものである。エンロン社は一定の条件を満たしていないSPEを連結対象に組み入れない、また七月の議会の公聴会で指摘された一般の取引に偽装した「債務隠し」などの問題となる会計処理はあったものの、直接、不正会計処理を行っていた訳ではない。最近、ファストウ前CFOが逮捕され、レイ、スキリングの逮捕も確実視されているが、それまでは逮捕者はでない。これがタイコやワールドコムなどの単純な粉飾決算や経営者への不正融資と質的に違うところである。

エンロン社の場合、問題になったのは、大きくはSPEを利用した資産のオフバランス化、損失の「飛ばし」、そして二〇〇二年七月三日と三〇日の両日に上院「政府活動委員会」において採り上げられたJPMorgan、シテイグループ、およびメリルリンチ（正確にはこれらの金融機関がつくったSPE）との間での商品取引を装った「債務隠し」の疑惑である。公聴会ではこれらの金融機関がエンロン社以外にも同様の取引を持ちかけていたこと、またエンロン社はこれら以外の金融機関との間でも同様の取引を行っていた可能性が指摘された。

既にふれたように、SPEを利用した取引は複雑なデリバティブ取引を駆使して構築されており、破綻後に社内に設けられた特別調査委員会や議会の調査によってようやくその一端が明らかにされたが、その全貌については今後の調査を待た

なければならぬ。繰り返しになるが、これらの取引自体は合法的なものであり、SPEを利用したオフバランス化も一定の条件を満たせば正当な会計処理である（注2）。

（注2） SPEの連結に関して包括的に定めた基準はなく、個々の取引について取扱いが個別に定められている。既に紹介したように、エンロン社のケースの場合には、①資産がSPEに売却され、法的に分離されていること、②時価総額の3%以上の資本を投資する第三者がSPEをコントロールし、SPEのリスクを負担していること、である。

米国財務会計基準審議会（FASB）は、エンロン事件の再発を防ぐため、次のような提案をしている。①SPEの活動の結果生じる利得とリスクを最大に受ける受益者を「第一位受益者」と認定する。②SPEが独立した経済的実態を持つとみなされるためには、「第一位受益者」がSPEの総資本（負債と持分の合計）の少なくとも10%を保有していることが必要である。

他方、わが国では、資産流動化法に基づき資産流動化を目的にした特別目的会社（SPC）については連結対象にはされないが、関東財務局に届出ることが必要である（二〇〇二年四月現在、約一四〇社である）。これ以外のいわゆ

る任意のSPCについては実態がよく分からないため、エンロン事件を契機に日本公認会計士協会がSPC全体の実態調査に乗り出すことになった。

エンロン社の会計処理上の規則違反は、これらの条件を満たしていないSPEを連結対象から外し、利益を水増ししていたことである。

しかし、オフバランス化のためのハードルをいくら引き上げても、オフバランス化そのものが正当な会計処理と認められている以上、それを脱した処理の可能性をまったく排除することはできない。その予防策としてはディスクロージャーの徹底などの監視体制の強化であろう。

また、最近問題になっている「債務隠し」は、金融機関との間で原油やガスの取引があったことにして、売上金を計上していたのではないかという疑惑である。議会の調査によると、エンロン社

はこの方法で六年間に八十億ドル以上の資金を調達したとされる。

五、簿外取引の動機

このような取引を仕組んだエンロン社の動機は、格付けと株価の維持にあったとされる。つまり、格付け会社やアナリストが最も重視する営業キャッシュフローを増加させるために原油やガスの通常の売買取引があつたことにして、金融機関から資金を取り入れたのである。この方法によれば負債は増加せず、売上が増加したことになるから、格付けが維持され、したがって株価も維持ないし上昇することになる。

公聴会に提出された資料によると、仮にこれらの取引の実体が負債による資金調達であり、負債として会計処理された場合、二〇〇〇年の負債／

総資本比率は四〇・九%から四九・〇%に上昇し、キャッシュフロー・カバレッジ・レシオは四・〇七から二・三七に低下するという。これらの数値は格付け会社の格付け基準に照らせば、エンロン債の格付けがA-/A3 からBBB-/Baa3 にまで三ノッチ低下し、「投資適格」ではなくなることを意味する。また、二〇〇一年一〇月の株価は一四ドルであつたが、その半分の七ドルにまで低下するという。

エンロン社にとってこのことの意味は重大である。一つは、同社の資金繰りの重要な手段であるCPの発行が困難になる。もう一つは、財務制限条項により取引相手がエンロン社との取引を終了し、清算を求めてくる可能性が強い。そして最後に、同社は自ら創設した多数のSPEの資金調達にあたって債務保証をしているため、債務者が払戻しを求める可能性がある。

要するに、株価の上昇を前提に構築されていた事業構造（ビジネス・モデル）がたちまち崩壊することを意味するのである。虚構が明白になった時、大々的な調整が始まるのである。二〇〇二年三月二〇日に開催された上院「政府活動委員会」の公聴会で証言した格付け会社の担当者は、二〇〇一年になつて、エンロン社の経営者、財務担当者が財務内容の健全性を根拠に頻繁に格付けの引上げを求めていたことを明らかにしている。また、二〇〇一年二月には相当額の債務の支払いが必要であり、一月二八日に主要三格付け会社がエンロン債の格下げに踏み切つたのと、同社の会社更生手続き開始の時期がほぼ一致しているのは、決して偶然ではない。

エンロン社は極端なケースではあるが、経営者へのインセンティブ付与の方法として広く利用されているストック・オプション制度に現れている

ように、株価の継続的な上昇を前提にしたビジネス・モデルはアメリカ企業では決して例外的とはいえない。ストック・オプションの費用化の動きにみられるように、会計不信の根を絶つには、アメリカの株式会社制度の基本的な構造にまで踏み込む必要がある。

（さが たかお・当研究所主任研究員）