

# エンロン破綻の衝撃（六・完）

— 401(K)プランの改革 —

佐賀卓雄

エンロンの経営陣は自分たちの会社が脆い仕組み (a house of card) であることを知るようになってからさえ、社内広報誌などを通じて繰り返しエンロン株を勧めた。二〇〇一年九月二六日のミーティングにおいて、当時のCEOのケネス・レイは、依然として従業員に「株二七ドルは信じられないほど割安だ」と述べた。

(Hearing of the Senate Governmental Affairs Committee, Feb. 5, 2002, における Joe Liebermann 委員長 の発言)

エンロンの破綻は我々の仲間にとって悲惨なものであった。エンロンが破産手続きに入った時、それは同

時に多くの人々の夢、希望、計画をも奪うものであった。・・・損失の全体像を示すために、名前、勤務年数、そしてエンロン株での損失を公表することに同意した、ポートランド・ジェネラル・エレクトリック社 (Portland General Electric Company (PGE), エンロンが買収して子会社にした会社の一つ—引用者) の数人の仲間の実情を紹介する。注意して頂きたいのは、以下であげる損失額は、従業員が九月中旬に口座を閉鎖され引き出しができなくなったことによる損失額にすぎないということである。(引用者注—実際にロツクダウン期間が開始されたのは当初の予定が延期され一〇月二六日からである (表一参照))

一、Roy Rinard、五三才、PGEでの勤務年数

一二年：損失額四七万二千ドル

一' Al Kaseweter' 四二才、PGEでの勤務年数

一二年：損失額三二万八千ドル

三' Joe and Diana Rinard' 四七才、PGEでの

勤務年数一二年：損失額三〇万ドル強

四' Dave Covington' 四二才、PGEでの勤務

年数一二年：損失額三〇万ドル

五' Tom Klein' 五五才、PGEでの勤務年数三

〇年：損失額一八万八千ドル

六' Mike Schlenker' 四一才、PGEでの勤務

年数一〇年：損失額一七万七千ドル

七' Patti Klein' 四七才、PGEでの勤務年数一

四年：損失額一三万二千ドル

(同じ公聴会での William D.Miller, Jr. の証言より)

(引用者注)一〇〇一年一月一日に開催された同委員会の公聴会において、AFL-CIOのトルムカ(Richard L.Trunka)氏は、エンロンの破綻によって従業員の出職基金は数百億ドルの損失を被ったと証言している)

## 一、401(K)プランの仕組み

アメリカの企業年金にはいくつかの種類があるが、大きくは確定給付(Defined Benefit、DB)型と確定拠出(Defined Contribution、DC)型に分けられる。前者は予定された運用利回りの下で、将来、一定額の給付を受けるために必要な拠出額を定期的に積み立て運用するのに対して、後者は拠出額だけを決めておき、将来の受給額は積立額と運用益を充てるといふものである。したがって、前者は雇用者が運用責任を負うのに対して、後者は雇用者が投資対象となる複数の商品を用意するもの、年金加入者が自己の責任において商品を選択、運用する。要するに、後者は自己責任型の年金制度である。

アメリカでは、近年、DC型、その中でも特に

一九七八年に内国歳入法に加えられた401条(K)項に基づく401(K)プランが急速に普及し、残高を伸ばしてきた。その理由は、同プランがポータビリティ(持ち運び)を備えていることから、ますます流動性が高まっていた労働市場に合致した年金制度であったことがあげられる。現在では、四千二百万人が加入し、その残高は約二兆ドルで、DB型年金とほぼ同じ残高である。

## 二、401(K)プランの問題点

しかし、DB型年金が一九七四年のエリサ(Employee Retirement Income Security Act) 従業員退職所得保障法)により、受託者の運用責任、分散投資、そして受給権が保証されているのに対して、401(K)プランは制度自体が新しいということもあり、エンロン破綻を契機に

様々な問題を露呈することになった。

第一に、401(K)プランには運用規制がなく自社の組入れ比率が高いため、冒頭で引用したように、エンロン破綻により老後の生活資金のほとんどを失ってしまうという悲惨な結果をもたらしたことである。ある調査機関(The Employee Benefit Research Institute, EBR)の調査によると、401(K)プランの自社株組入れ比率は平均では一九%であるが、雇用のマッチング拠出(雇用者が奨励金として、従業員拠出の一定割合を拠出する)制度を導入しているプランでは三二%に達している。また、大規模なプランほど、自社株組入れ比率が高い傾向がみられるという。

もっとも、401(K)プランは自己責任型の年金で、雇用者はあらかじめ複数の金融商品を提供し、加入者はそれらの中から選択することになっ

ている。したがって、自社株の組入れ比率が高いとしても、それは加入者の判断によるもので特に問題にはならないということもいえる。しかし、エンロンの場合には、後にみるように必ずしもそうとは言い切れない事情があった。

エンロンの場合、二〇〇〇年末で401(K)プランの自社株組入れ比率は六二%であったが、これでもそれほど高い比率ではなく、プロクター・アンド・ギャンブルが九四・七%、シャーウィー・ワイリアムズが九一・六%、アボット・ラボラトリーズが九〇・二%、フィッツアーが八五・五%であった。これだけ自社株投資の割合が高いと、加入している従業員が自社の破綻の際に甚大な被害を受けることは自明であり、何故、これまで運用規制が行われなかったかが問題になる。この理由は、上下院の各委員会が開催した公聴会で証言したエンロンの従業員が述べているように、

大企業であればあるほど自社の破綻の可能性など想像すらできず、自社への忠誠心が強いことを理由として指摘できよう。

しかし、これまでも自社株を大幅に組み入れていた401(K)プランの資産が破綻によりほとんど失われてしまうという事態は発生していた。例えば、一九九六年にカラー・タイル・コーポレーション (Color Tile Corporation) が破綻した際、同社の401(K)プランの資産の八五%が同社の不動産に投資されていたため、加入者は退職貯蓄のほとんどを失ってしまった。また、破綻ではないが、ルーセント・コーポレーション (Lucent Corporation) の株価が一九九九年から二〇〇一年にかけて九一%も下落したために、加入者の中には自分の401(K)資産の八〇%を失った者もいた。さらに、二〇〇一年一〇月に破綻したポラロイド (Polaroid Corporation) の

場合には、401(K)プランの資産の約四〇％が自社株に投資されていた。

第二に、ロックダウン（あるいは、ブラックアウト）期間の問題である。これは年金資産の管理サービスを提供するプラン業者の変更に伴い、一時的に年金口座の資産が凍結されることである。プランの統合や分離、あるいはプラン業者の変更に伴って発生するが、記録管理やカスタディの調整に数日ないし数週間が必要になる。この期間に不測の事態が発生したり、株価が大幅に下落したりすると、プラン加入者は大きな損失を被ることになる。しかし、この変更は毎年二万件以上発生しており、これまでは特に問題になることはなかった。エンロンの破綻では、この潜在的な危惧が現実化したのである。

### 三、エンロンの401(K)プラン

エンロンの401(K)プランは、プランに加入している従業員が給与の最高一五％までの任意の額を拠出できる。エンロンは二〇の金融商品を提供しており、加入者はその中から運用商品を選択することができた。それに加え、雇用主は従業員の拠出額の半額を拠出する（マッチング拠出）。この拠出は自社株で行われ、さらに従業員が五〇オになるまで、自社株を他の金融資産に乗り換えることを禁止していた。さらに、同社はプラン業者の変更に伴い、二〇〇一年一月二六日よりロックダウン期間に入っていたため、加入者は口座資産を動かすことができなくなった（表1参照）（注）。

（注）新たにエンロンの401(K)プラン業者に

エンロン破綻の衝撃（6・完）

表1 エンロンの401(K)プランに関する動き

日時	株価（ドル）	主な動き
2000年12月31日	83.13	
2001年5月	52.91	
6月	49.10	ノウザン・トラストの代わりにヒューイット社採用再稼動日を10月23日、ロックダウン開始日を9月14日に設定
8月半ば	34.99	エンロン、プラン設計の変更を伝える。再稼動日は11月20日、ロックダウン開始日は10月26日に延期
10月4日	33.10	ヒューイット社、エンロン従業員向け資料を送付
10月16日	33.84	10億ドルの償却を行い、4年ぶりに四半期決算が赤字
10月19日	26.05	ローン、引き出しのロックダウン期間開始
10月25日	16.35	エンロン、プラン業者変更の延期が可能か、ノーザン・トラストおよびヒューイットに打診
10月26日	15.40	エンロン従業員の取引ロックダウン期間開始
11月1日	11.99	エンロンの総務委員会、ヒューイットに再稼動日を早めることが可能か打診
11月7日	9.05	ヒューイット、ノーザン・トラストからデータを取得
11月8日	8.41	ヒューイット、エンロン従業員に、ロックダウン期間短縮の試みを伝える資料を配布
11月12日	9.24	エンロン・プランのロックダウン最終日
11月13日	9.98	エンロン従業員、プラン資産の乗り換えが可能になる
12月2日	0.26	エンロン破綻

（資料）“Give Us a Break,” *Plansponsor*, March 2002.

（出所）沼田優子「泣くのは社員ばかり―確定拠出年金問題―」、淵田康之、大崎貞和編著『検証アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、2002年、所収。

なったヒューイット社の担当者の  
議会証言によると、同社は同時に、  
①三種類の投信をバンガードから  
フィデリティに変更する、②二つ  
のエンロン関連の株式を加える、  
という投資選択肢の変更を申し出  
ており、そのため二ないし三週間  
のロックダウン期間の延長が必要  
になったと述べている。

結果的には、この期間にエン  
ロン株の価格は四〇％も下落  
し、冒頭で引用した悲惨な結果  
をもたらしたのである。これが  
意図的であったのか、単なる偶  
然であったのかは分からない。  
しかし、やはり冒頭で紹介した

ように、内部者であるレイCEOがこの時期にも従業員に自社株の購入を強く勧めているのをみれば、どうしても作爲的なものを感じるのは止むをえないであろう。しかも、エンロンの経営陣がこの時期にもストック・オプションを行使して多額の報酬を手にしていたのをみればなおさらである。一部の人々がエンロンの破綻を、「タイタニック号」の遭難を引き合いにして、上層部の船室にいた裕福な客（経営陣）は救命ボートで脱出できたのに対して、従業員は最下層の三等船室に押し込められ遭難したことに喩えている。絶妙の比喩といふべきであろう。

#### 四、401(K)プラン改革に向けた動き

エンロン破綻に伴う401(K)プランの問題点は大きな社会的反響を呼んだ。事態を重く見た

ブッシュ大統領は二〇〇二年二月、年金制度改革案を提案した。この中で、401(K)プランについては、①従業員はロックダウン期間開始の三〇日前までに通知されるべきである。また、その期間には経営者の自社株売却も禁止すべきである、②雇用主がマツチング拠出を株式で行うことは奨励されるべきことであるが、従業員には退職貯蓄の手段を選ぶ自由が与えられるべきである、③従業員が適切な投資決定を行うためには、健全なアドバイスとタイムリーな情報提供が必要である。雇用主は三カ月毎に口座情報を提供すべきである。また、第三者のアドバイスを従業員に提供できるようにすべきである、という改革案を提示した。

こうした動きを背景に、議会ではいくつかの年金制度改革法案が提出され、七月三〇日に成立をみた企業改革法（サーベンス・オクスリー法）に

いくつかの規定が盛り込まれた。まず、その三〇六条において、企業年金の取引制限期間における役員等の自社株売買の禁止、取引制限期間の速やかな通知、同四〇三条において、役員や主要株主による自社株売買の報告期限の短縮と電子ファイリング、を定め、SECに対して、前者については一八〇日以内、後者の報告期限の短縮に関する規定については三〇日以内、に規則を制定し、電子ファイリングは一年以内を開始することを求めた。

これを受けて、SECは二〇〇三年一月二五日にレギュレーションBTRを採択し(一月二六日に施行)、企業年金プランの取引制限期間(ブラックアウト期間)中に、取締役や執行役員が自社株を売買することを禁止し、取引制限期間に入る際の通知を定めている (Release Nos. 34-46778, *Insider Trades During Pension Fund*

*Blackout Periods*)。ここでブラックアウト期間は加入者の五〇%以上が三営業日以上連続して個人口座の資産を売買することができない期間とされ、役員への通知はブラックアウト期間の開始の一五日前までに行うことを義務付けている。

また、役員や主要株主による自社株売買の報告期限の短縮については、二〇〇二年八月二七日に規則が採択(八月二九日に施行)された (Release Nos. 34-46421, *Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders*)。公開企業の一〇%以上を保有する主要株主や役員が自社の株式を売買した場合、これまでは取引が行われた月の末日から一〇日以内に報告が義務づけられていた。採択された規則ではこれが短縮され、取引から三営業日以内の報告を義務付けている。さらに、自社株売買の報告書の電子ファイリング、自社ホームページへ

の掲載義務については二〇〇二年二月一八日に規則案が発表されている。

## おわりに

これまでみてきたように、エンロン破綻はアメリカ資本市場の規制の枠組み全体に甚大な影響を及ぼしている。何よりも、一九三〇年代に成立をみた一連の連邦証券規制の根幹をなす情報開示規制のあり方が大きく揺らいでいることは深刻である。表2はエンロン破綻が提起した問題とその改革の方向性を整理し、三〇年代と比較したものであるが、今回の方が事態が深刻であることがわかる。

今回の資本市場の危機の震源を一言で特徴づけるとすれば、「ゲートキーパーの失敗」ということになろう。既に取り上げたように(四)、

表2 資本市場改革の動向—1930年代との比較—

	1930年代	「エンロン」後の資本市場改革
問題	<ul style="list-style-type: none"> <li>●資本市場における濫用</li> <li>●投資銀行の不正行為</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●ガバナンス・システム（監査制度、取締役会）の有効性</li> <li>●不正会計処理</li> <li>●金融機関の「タイピング」</li> <li>●格付け会社の役割</li> <li>●証券アナリストの「利益相反」問題</li> <li>●401(K)プランの運営</li> </ul>
改革の方向性	<ul style="list-style-type: none"> <li>●情報開示制度の整備・強化</li> <li>●投資銀行の兼業規制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●経営者の不正行為に対する罰則の強化</li> <li>●上場会社に対するガバナンス基準の強化</li> <li>●監査制度の再構築</li> <li>●証券アナリストに対する規制の強化</li> <li>●401(K)プランに対する運用規制、など</li> </ul>

(五) を参照されたい)、「ゲートキーパー」とは発行体と投資家との間の情報格差を埋め、チエック機能を果たすべく期待されている、引受証券会社、監査法人、弁護士事務所、格付け会社、証券アナリストなどを指している。これらの組織は、連邦証券規制が定める監督機関であるSECと、証券業協会(NASD)、証券取引所の自主規制機関(SRO)の役割を補完することが期待されており、時に「民間の番犬」(private-sector watchdog)と呼ばれることも紹介したとおりである。エンロン破綻が明らかにしたのは、これらのゲートキーパーが期待されたような役割を果たすことができなかったことである。

さらに付け加えるならば、情報開示による規制を根本で支える会計情報の信憑性が揺らいだことも危機を一層深刻なものにしている。これには、公認会計士という専門職に高い倫理性を期待し、

自主規制に任せてきたことが関連している(大崎貞和『エンロン後』の米国資本市場改革、『月刊 資本市場』二〇〇二年一〇月、を参照されたい)。その象徴的な事例は、監査法人どうしが三年毎に行っていた「ピア・レビュー」であろう。常識的に考えれば、仲間内で行われるチエック・システムに効果を期待することはできないであろう。それにもかかわらず、こうした仕組みが続いてきたのは、高い倫理性を持つと考えられる専門家集団の良識に期待したからである。

このような懸念を解消するために、サーベンス・オクスリー法(企業改革法)は、公共監視委員会(POB)を廃止(実際は、二〇〇二年三月に突然解散した。自主規制による監視制度では限界があるとの認識によるものとみられている)し、新たに公開会社会計監視委員会(PCAOB)を設け、SECの監督下に置くことになった。

要するに、改革はニューディール期に成立をみた連邦証券規制の枠組みを再編、強化する方向で進んでいる。しかし、考えてみれば、監査制度、格付け制度、証券アナリストによる情報提供の直接の受益者は投資家であり、そのコストは受益者が負担すべきであるという議論も成り立つであろう。実際、かつては格付け情報やアナリスト・レポートの対価は投資家が負担していた。言い換えれば、監視される企業がコストを負担する限り、常にゲートキーパーを籠絡させる誘因が存在するとも言えるのである。証券規制の根本的なあり方が問われていると言えよう。

(さが たかお・当研究所主任研究員)