

エンロン破綻と金融機関の役割

(財)日本証券経済研究所

主任研究員 佐賀卓雄

目次

はじめに

1. エンロン社の不正会計処理疑惑

2. 金融機関との間でのプリペイ取引

3. 投資組合 (SPE) を利用した簿外取引
おわりに

はじめに

2001 年 12 月 2 日にエンロン社が破綻 (連邦破産法第 11 条の適用申請) して以来、規制機関や議会上下院の 10 を越える委員会がその原因の究明やそれにとまなう諸問題を検討し、資本市場における投資家の不信感の除去や再発防止のための改革に取り組んできた。

エンロン破綻が提起した問題が広範囲にわたるため、2002 年 7 月 30 日に異例の速さで成立をみた企業改革法 (サーベンス・オクスリー法) は不正会計処理に対する罰則の強化や新しい監視機関の創設などを決めたものの、その具体化はすべて SEC に対して 90 日—1 年以内に規則制定を要請することになった。これを受けて、SEC は昨年末頃より、連日のように関連規則を制定している。

一方、エンロン社の破綻原因の究明が進むにつれて、それが金融工学を駆使した高度な会計処理をとまなっていたことが明らかになり、3,800 もの投資組合 (SPE) を利用した複雑な仕組みが徐々に明らかにされつつある。エンロン社内部に設けられた「特別委員会」

の調査報告書 (2002 年 2 月 2 日に公表) によって既にその一端が明らかにされていたが、その後、上院「政府活動委員会」は金融機関の役割に焦点を当て、エンロン社とこれらの金融機関との間での取引に関連する不正会計処理疑惑を次々に指摘している。

以下では、これらの報告書を手掛かりに、エンロン社と金融機関との取引をめぐる会計処理の問題点を検討する。

1. エンロン社の不正会計処理疑惑

アメリカでは、既に数年前より SEC が会計処理の問題点を指摘していたが、エンロン破綻を契機に不正会計処理が相次いで露見した。これらには、一般会計原則 (GAAP) と異なる「実質利益」の濫用、粉飾決算、売上の水増しなど、かなりの幅があり、一括して不正会計処理とするのは問題がある (この問題については、拙稿「アメリカ資本市場と会計不信」、『月刊 資本市場』2002 年 8 月、参照)。いうまでもなく、最初のものは決して不正な会

計処理ではなく、ほとんどの企業が採用してきたものであるが、投資家に誤解を与える恐れがあることから、SEC は 2003 年 1 月 15 日に事実上、「実質利益」の利用を禁止する規則を制定した。また、こうした問題のある会計処理はエネルギー、情報通信などの業種で集中して起きていることも興味深い。

エンロン社の会計処理疑惑は 4 点に整理される。第一に、投資組合（SPE）を利用した簿外取引である。これは一定の条件を満たしていれば正当な会計処理であるが、エンロン社はこの条件を満たしていない多くの SPE を利用して資産や負債を簿外に移していた問題である。

第二に、プリペイ取引（prepay transaction）と呼ばれる、通常の商取引を装った資金（負債）調達である。これにより、売上げ（営業キャッシュフロー）を嵩上げし、財務比率を良く見せようとした疑惑が持たれている。

第三に、スワップ取引による売上げの水増しである。これは異なる地域に空き容量を持つ通信会社がお互いに売買が成立したことにして、売上げに計上することである。他方、相手から買った容量は設備投資として処理するのである。これはクエスト・コミュニケーションズという企業が不正会計処理で摘発されたことにより、通信業界では広く行われている慣行であることが明らかになったものである。

第四に、収益を先取りして計上することである。例えば、光ファイバーはケーブルの中に数十本が一緒に入っているが、その内の一本が売ればすべて売れたことにして売上げを水増しすることである。

このような会計処理が行われた背景には、表面的な売上げ、利益、そして財務内容をできるだけ良く見せかけ、格付けを高く維持し、

アナリストの収益予想を良好に保ち、株価を高くしようとする動機が働いている。それは、第一に、エンロン社のようなデリバティブを駆使した取引をコア事業としている企業にとって、格付けが低下すると取引相手としてリスクが大きく拒否される可能性が高くなること、また財務制限条項により負債の繰上げ償還が発生することである。したがって、格付けの維持は死活問題である。第二に、投資組合（SPE）への拠出金の多くはエンロン株で行われ、SPE の支払い能力はその株価に依存していたことである。第三に、アメリカ企業では一般的であるが、経営者報酬の大部分、また外部取締役の報酬の一部もストック・オプションで支払われている。したがって、株価の上昇は経営者の動機付けに決定的役割を果たす一方では、外部取締役の監視機能を麻痺させる危険性をはらんでいる。そして最後に、従業員の年金（特に 401（K）プラン）資産の相当部分が自社株で運用されているため、株価の上昇は将来の年金受取額を増加させる。要するに、株価が上昇し続ける限り、八方丸く収まるという訳である。

かくして、近年、アメリカ企業は「株主価値経営」の名の下に、高株価志向の経営に邁進してきた。一般会計原則とは異なる、拡大解釈された「実質利益」を投資家向けに提供し、さらには売上高や利益を過大に表示するという会計規則に抵触しかねない処理に踏み込むことになったのである。

しかし、逆にいえば、株価が低下し始めれば、これらのつながりは逆回転し、負の連鎖が作動する。後の調査（Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, Enron's Credit Rating: Enron's Bankers' Contacts with Moody's and Government Officials, Jan. 3, 2003）で明らかになったように、2001 年 11 月 8 日に主要格

付け会社がエンロン社の格付けの引下げを検討し始めた時、経営陣がそれまで築いてきた人脈を最大限、動員して阻止に動いたのは、それが破綻の引き金になることを恐れたからである。実際、同社の破綻は直接には格付けの引下げによる繰上げ償還の発生がきっかけである。

エンロン社のこれらの会計処理の内、明確な不正会計処理とされているのは SPE を利用した簿外取引である。しかし、これも非連結処理が認められている「3%ルール」(SPE の総資本の3%以上が独立した第三者の出資によること)を守っていれば、決して不正会計処理ではない。実際、わが国の山一証券が破綻するきっかけになった簿外債務も取引先の企業を利用したものであり、特別目的会社を利用したものではなかった。要するに、簿外取引自体は正当な会計ルールとして認められているものである。

これ以外の会計処理について不正があったかどうかは今後の調査に待たなければならないが、昨年7月以来、上院「政府活動委員会」が明らかにしてきたエンロン社と金融機関との間での SPE を利用した取引は非常に問題の多いものである。

2. 金融機関との間でのプリペイ取引

2002年7月23日に開催された上院「政府活動委員会」の公聴会(Hearing on The Role of the Financial Institutions in Enron's Collapse)では、エンロン社と、JP モルガン・チェースとシティグループとの間での「プリペイ取引」と呼ばれる取引の実態についての調査報告と、それをめぐる議論がおこなわれた。エンロン社はこれらの取引によって、6年間で約86億ドルの資金(負債)を調達した

とされる(以下、この報告書の紹介も含めて、金融機関の役割については、野村亜紀子「不透明な経営—金融機関問題」、淵田、大崎『検証 アメリカの資本市場改革』日本経済新聞社、2002年、所収、も参照されたい)。

JP モルガンはエンロン社との間で1992年12月から2001年9月まで、12回にわたり天然ガスを対象にした「プリペイ取引」を行った(総額約37億ドル、エンロン破綻時の残高は約16億ドル)。

その仕組みは、チェースが海外に創った SPE (Mahonia Ltd. という名称) を介在させ、エンロン社との間で天然ガスの取引が行われたように見せかけることであった。まず、チェースと SPE との間で、SPE が特定日に天然ガスの引渡しを約束し、チェースが代金を先払いする(前払い・先渡し取引)。エンロン社と SPE が 同じ条件で前払い・先渡し取引を行い、エンロン社は代金を受取り、SPE にガスの引渡しを約束する、エンロン社とチェースとの間で、前者が固定額、後者がガスのスポット価格を支払う商品スワップ取引を行う、チェースは期日に SPE からガスを受取り売却する。

結局、この取引は SPE を介在させた天然ガスの取引という形は採っているものの、チェースと SPE のガスの引渡しとそのスポット価格の支払いは相殺され、実態は SPE を経由したチェースからの資金給与と、エンロン社によるその返済であることが分かる。エンロン社はバランスシート上、この資金を同社の取引全体から生じる債務を示す「価格リスク管理による負債」(liability from price risk management) に計上し、「プリペイ取引」であることを示さなかった。

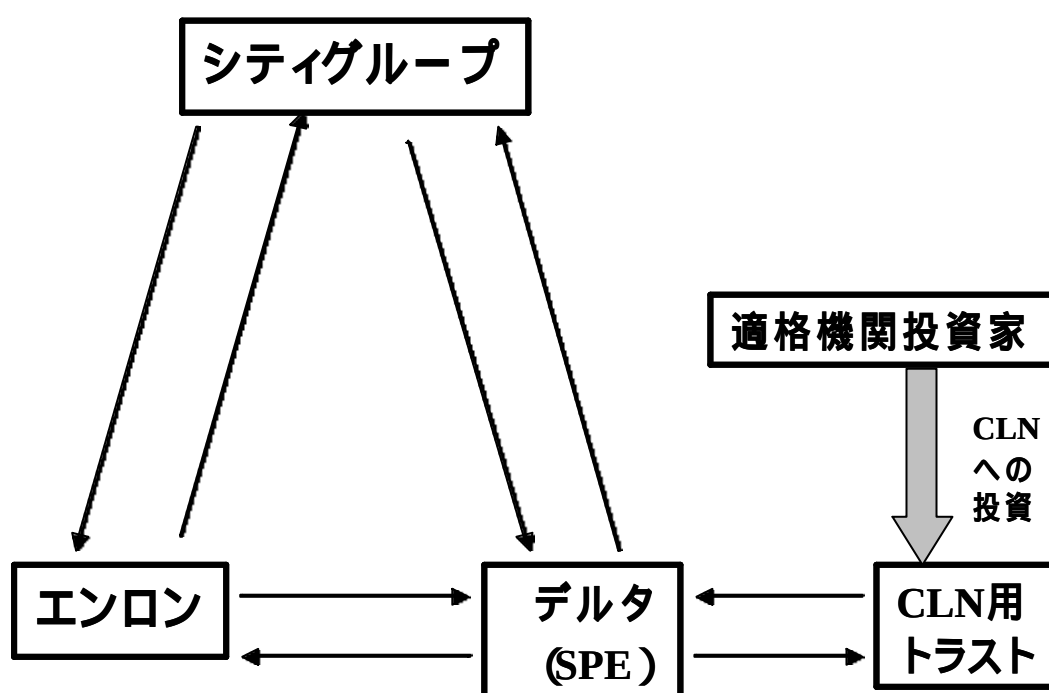
次に、エンロン社とシティグループとの間でのプリペイ取引は1993年12月から始まり、当初はチェースの仕組みを真似たものであっ

た。しかし、エンロン社への資金供与が多額に達した 99 年からは「適格機関投資家」にクレジット・リンクト・ノート(CLN)を発行し、リスクを分散しながらプリペイ取引を続けた。破綻に至るまでの取引回数は 14 回、総額は 48 億ドルに達した(このうち、半分の 24 億ドルが 6 回の CLN の発行によるものである)。エンロン破綻時の残高は 25 億ドルである。

この仕組みは第 1 図のようになる。エンロン社とチェースとの取引との違いは右側の CLN 用トラスト(ヨセミテ・トラストという名称)により、機関投資家が参加している点だけである。仕組みの要点だけ簡単に説明する。CLN 用トラストが SPE(シティグループ

がケイマン諸島に創った Delta Energy Corporation という名称)に 8 億ドルを貸し付ける、エンロン社と SPE が石油を対象とした前払い・先渡し取引を行う(SPE がエンロン社に 8 億ドルを支払い、エンロン社は特定日に石油スポット価格を支払う)、エンロン社とシティグループがスワップ取引を行う(シティグループは石油のスポット価格を支払い、エンロン社は 8 億ドルを支払う)、シティグループと SPE がスワップ取引を行う(SPE は石油のスポット価格を支払い、シティグループは 8 億ドルを支払う)、SPE は CLN 用トラスト(ヨセミテ・トラスト)に 8 億ドルを返済する。

第 1 図 エンロン社とシティグループのプリペイ取引



シティグループはこれらの取引から 1 億 6,700 万ドルの手数料・金利収入を得た。なお、「ヨセミテ」と呼ばれた債券は同じ期限の米国債よりも約 2 パーセント高い 8.25% の固定金利であった。そして、エンロン社が破

綻した場合には、社債権者は上級無担保エンロン債と同順位の請求権を与えられていた。

チェースはエンロン社との間でのプリペイ取引を他の企業にも売り込み、7 社との間で同様の取引を行っていた。また、シティグル

ープは 14 社に持ちかけ、少なくとも 3 社と同様の取引を行っていた。

監査法人のアンダーセンは会計担当役員のリック・コーセー（Rick Causey）にプリペイ取引についてもっと十分な情報開示を行うように勧告していた。また、通常の取引とみなされるためには、個々の取引が独立していること、取引にともなう価格リスクが買い手に移転していること、商品の買い手の目的が通常の事業上の必要によるものであり、投資目的での SPE の利用ではないこと、という基準を満たす必要があることを提示した。

委員会はこれらの基準に照らして、エンロン社と JP モルガン・チェース、シティグループとの間での取引は「負債隠し」のために仕組まれたものであると判断した。

なお、仮にこれらの取引の実態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、2000 年の負債 / 総資本比率は 40.9% から 49% に上昇し、キャッシュフロー・カバレッジ・レシオは 4.07 から 2.37 に低下する。これらの数値はエンロン債の格付けが A - / A3 から BBB - / Baa3 にまで 3 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、2001 年 10 月の株価は 14 ドルから半分の 7 ドルに低下するという。

同委員会の 7 月 30 日に開催された 2 回目の公聴会では、エンロン社とメリルリンチとの取引が問題になった。問題になったのは、次の 4 点である。第一は、1999 年末にエンロン社はメリルリンチに、SPE（Ebarge という名称）を設立しエンロン社の保有するナイジェリア沖の海上発電船 3 隻を 2,800 万ドルで買取することを提案する。これにより、エンロン社は 1,250 万ドルの売上げを達成することができた。買取資金のうち、700 万ドルをメリルリンチが現金で支払い、2,100 万ドルをエンロン社が SPE に貸付けるという内容であ

った。メリルリンチは 700 万ドルの出資に対して 15% のリターンを保証され、それに加え 25 万ドルを即座に支払われるという条件であった。加えて、エンロン社は 6 ヶ月以内に別の買い手を見つけてくることにも同意した。カール・レビン上院議員は、このような取引は買い手であるメリルがまったくリスクを負っていないから、「真実の売却」（real sale）であるための基本的な会計規則に違反しているという。

第二は、アナリスト問題である。エンロン社はメリルのアナリストによる格付けに不満をもち、メリルを株式発行の共同幹事から外した。数ヵ月後、このアナリストはメリルを退職した。これはその後も大きな問題になっているアナリストの利益相反の事例のひとつである（アナリスト問題の経緯については、拙稿「証券アナリストを取り巻く環境変化について」、『証券経済研究』第 36 号、2002 年 3 月、および「エンロン破綻の衝撃（5）—問われるゲートキーパーの役割その(二)—」、『証券レビュー』2003 年 1 月、を参照されたい）。

第三に、エンロン社がメリルに対してローン・シンジケーションへの参加を強要した問題である。エンロン社は同社との将来の取引を失う可能性を示唆してシンジケーションへの参加を要請した。メリルは損失を覚悟で参加したが、実際に約 160 万ドルの損失を被った。

最後に、エンロン社の SPE のひとつである LJM2 がメリルに対して 1,000 万ドルのクレジット・ラインの提供を求めた問題である。メリルは CFO のファストウとの関係に配慮して、この要請を受け入れた。

以上の指摘に対して、当然ながら各金融機関は不正な行為はなかったと反論しており、今後の動向が注目される。

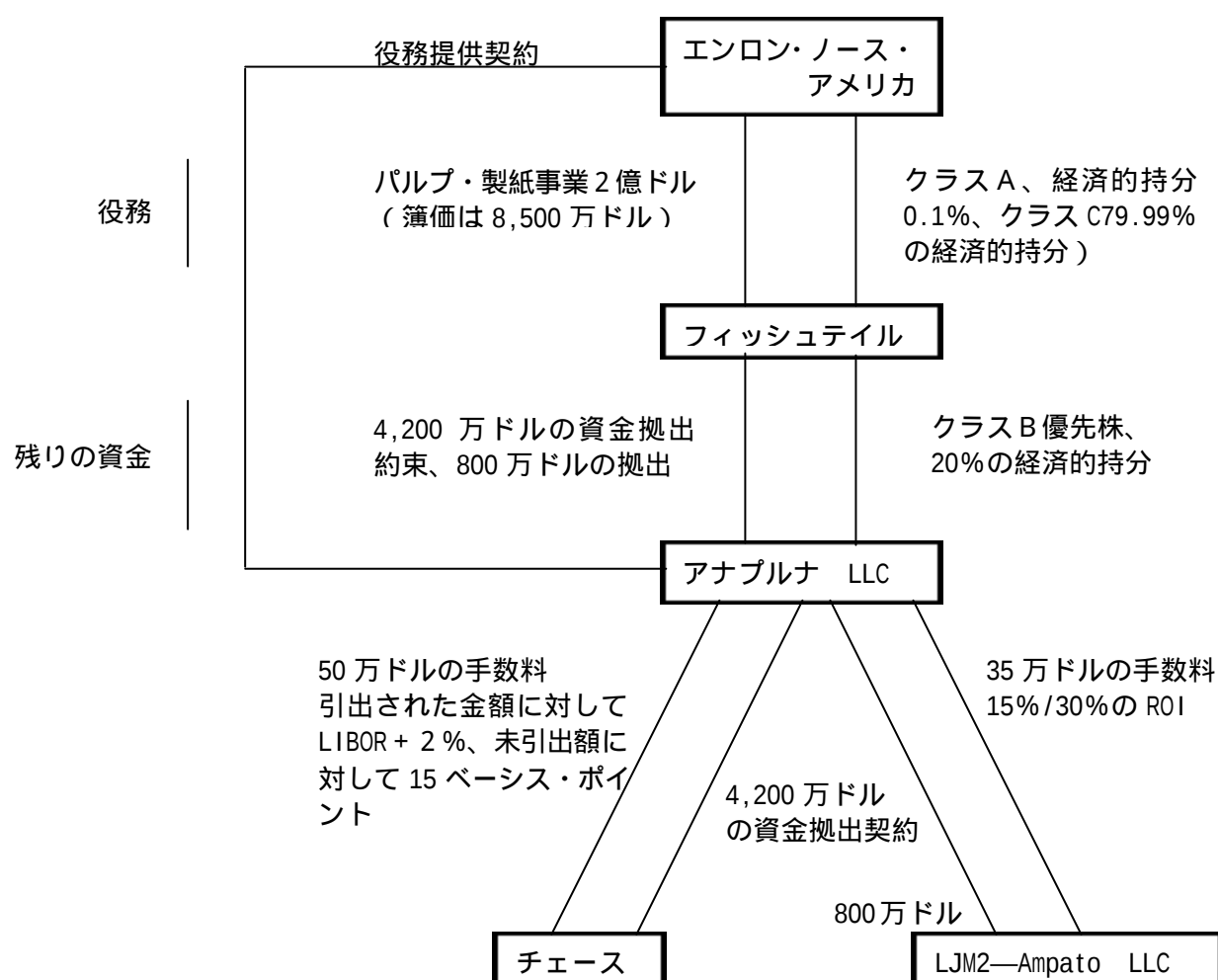
3. 投資組合(SPE)を利用した簿外取引

2002年12月11日に行われた上院「政府活動委員会」の公聴会では、さらにSPEを利用した4つの簿外取引が問題にされた。提出された調査報告書(U.S.Senate Permanent Subcommittee on Investigations Staff Report on Fishtail, Baccuhus, Sundance, and Slapshot: Four Transactions Funded and Facilitated by

U.S. Financial Institutions)は会計処理の問題と不当な課税回避策を明らかにしている。紙数の関係で、ここでは前者の問題に関連する3つの取引を検討する。

フィッシュテイル、バックス、サンダンスと名付けられた取引は、エンロン社の資産を簿外に移すことを目的として、2000年12月から2001年6月までの半年間に行われた一連の取引である。

第2図 フィッシュテイルの構造



(注) エンロン社とLJM2は、合併企業であるフィッシュテイルに対して性格の異なる3種類の持分を認めていた。クラスAは合併企業の経営権と0.1%の「経済的持分」(economic interest)が付与されており、すべてエンロン社が保有した。クラスBはフィッシュテイルに対する20%の「経済的持分」が付与されアナプルナによって保有された。クラスCはフィッシュテイルに対する79.9%の「経済的持分」が付与され、エンロン社によって保有された。「経済的持分」とは、合併企業の利益あるいは損失負担を意味していた。

最初のフィッシュテイルは、エンロン社のパルプ・製紙部門をオフバランス化するため合併企業に売却し、売却金を売上げに計上した取引である。エンロン社、LJM2（エンロン社が創ったSPE、実態は同社のCF0のファストウが個人的に管理・運営していた）、そしてチェースが2000年12月19日にフィッシュテイルという合併企業に参加した。まず、LJM2（その関連会社のLJM2-Ampato LLC）がアナプルナ（Annapurna LLC）と呼ばれる新しいSPEを創り、エンロン社とアナプルナがそれぞれフィッシュテイルの50%の持分を保有した（第2図参照）。

監査法人のアンダーセンは、合併企業が非連結で会計処理されるガイドラインとして、

- 2 出資者が 50 - 50%の出資であること、
- 2 出資者の出資割合が 4 : 1 であること、
- 第 2 出資者の出資が総資本の 3 %以上であること、をあげた。

エンロン社の拠出はパルプ・製紙事業である。2000年11月にチェース・セキュリティーズ（JPモルガン・チェースの関連会社）は、その資産を2億ドルと評価した。しかし、それはエンロン社の簿価では約8,500万ドルであったため、差額の1億1,500万ドルは無形資産として処理された。その上、エンロン社の内部会計基準では、そのような無形資産はゼロと評価されるのが望ましいとされていた。エンロン社とチェースは1億1,500万ドルは第三者による中立的な分析によるものと主張したが、実際はチェースの関連証券会社による評価であった。

エンロン社の出資が2億ドルとされたため、アンダーセンの4 : 1のガイドラインに従えば、SPEのアナプルナは5,000万ドル以上を出資し、その金額が総資本の3%以上でなければならなかった。これらの条件を満たすため、LJM2はアナプルナに800万ドルの

資金を拠出し、チェースが信用状（a letter of credit）を発行し、4,200万ドルの資金拠出を約束（commitment）した。関係者はこれを「未調達資本」（unfunded capital）と呼んだが、これが会計規則で認められる方法かどうかについては疑義があり、エンロン社は「新しい会計テクノロジー」と呼んだ。

チェースはフィッシュテイル取引への参加により50万ドルの手数料を手にしたが、信用状で約束した4,200万ドルの資金は使われることはなかった（したがって、SPEのフィッシュテイルはアンダーセンの非連結のためのガイドラインに違反していた疑いが強い）。また、LJM2は35万ドルの手数料を手にした。

6ヶ月後に、LJM2はアナプルナの持分をSPEのサンダンスに850万ドルで売却したが、LJM2の当初の拠出額は800万ドルであったから、手にした手数料を加えると投資利益率は15%以上であったことになる。

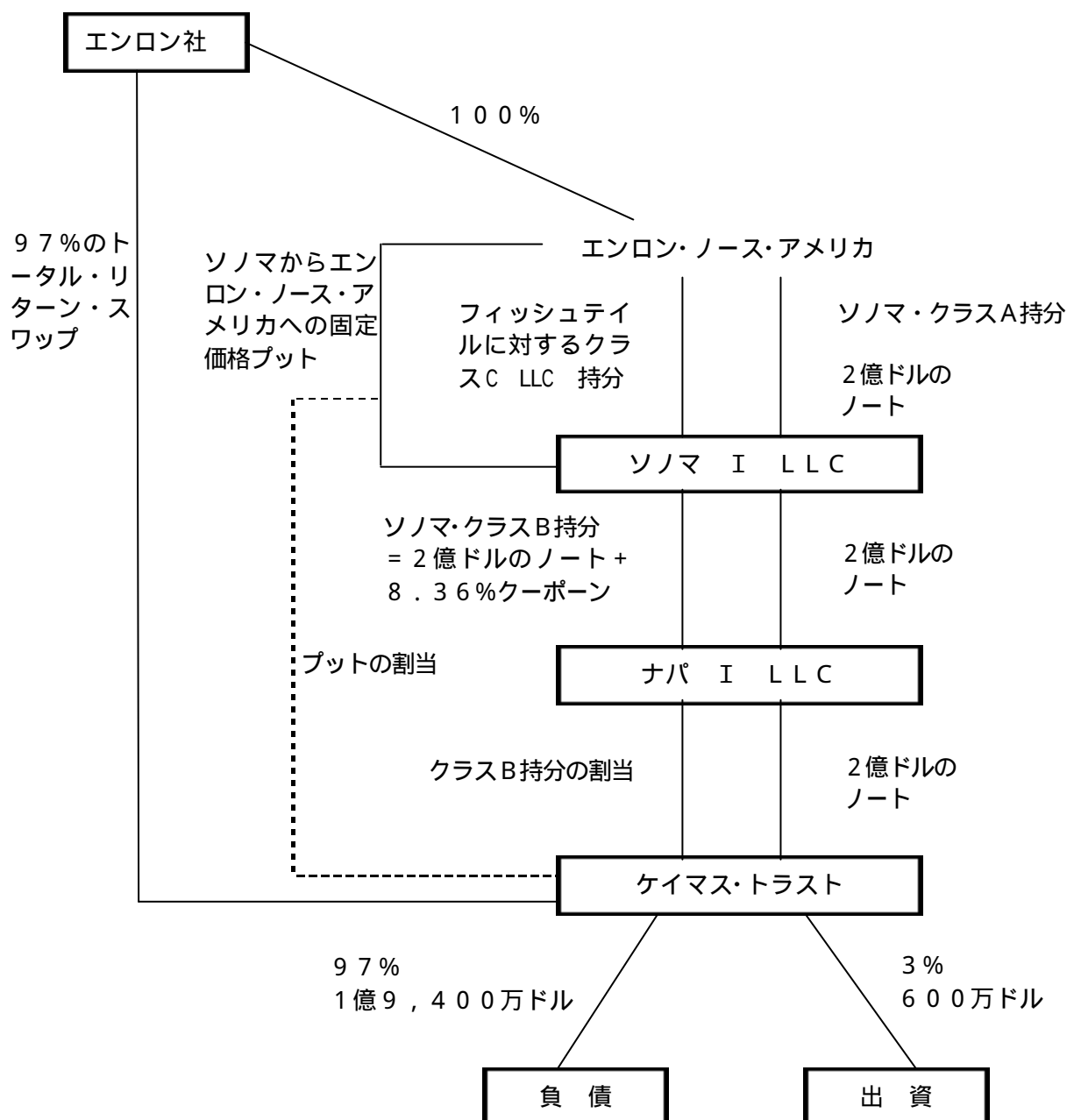
2番目の取引はバックラス（Bacchus）と呼ばれた取引である。フィッシュテイルの1週間後の2000年12月26日頃、エンロン社はその持分を2億ドルで売却し、同年の財務諸表に1億1200万ドルの売却益を計上した。この目的は、パルプ・製紙部門を売却し、所得とキャッシュフローを計上することであり、フィッシュテイルはその第一歩にすぎなかった。次いで、簿外に移された資産を独立の第三者に売却し、それを実現する必要があった。

エンロン社はケイマス・トラスト（Caymus Trust）と呼ばれるSPEを設立し、そこにフィッシュテイルのクラスCの持分を2億ドルで売却した。ケイマス・トラストはシティグループから1億9,400万ドルを借入れ、フリートボストンから600万ドルの出資をえた。フリートボストンの出資額は総資本の3%に相当するから、形式的には非連結のための条件を満たしていた。しかし、フリートボストン

は出資と同時にシティグループとトータル・リターン・スワップ（これは一方の当事者が資産の所有にともなうリスクと収益を、その所有権を移転することなく相手方に転嫁するデリバティブ取引である）を結び、出資にともなうリスクはすべてシティグループが負う

ことになっていた。さらに、エンロン社はシティグループとトータル・リターン・スワップを結び、1億9,400万ドルの債務を保証した。実際の取引はさらにいくつかのSPEを介在させた複雑なものである（第3図を参照されたい）。

第3図 バッカスの構造



エンロン社は、これにより 2000 年の財務諸表に純利益総額の 11% 以上に相当する 1 億 1,200 万ドルの売却益を計上した。また、売却額の 2 億ドルはその年のキャッシュフロー総額の約 6% を占めるものであった。

シティグループはこの取引から 50 万ドルの手数料、2 億ドルの融資に対する 500 万ドルの金利、そして 600 万ドルの「出資」に対する 45 万ドルの利益を手にした。

この取引は、実際にはエンロン社がケイマス・トラストのすべての資本を保証していたから、不当な会計処理である。

3 つ目は、バッカスの 6 ヶ月後に行われたサンダンス (Sundance) という取引である。これまでの 2 つの取引が短期的であったのに対して、サンダンスはより長期的に資産を簿外に移すことを目的にしていた。このスキームはアンダーセンのガイドラインに従い、エンロン社とシティグループの持分が 50 - 50 になるように、そして拠出額が 4 : 1 になるように計画された。

まず、エンロン社は SPE (Sundance Industrial Partners LP という名称) を設立し、スタダコナ (Stadacona) というカナダの製紙工場、ニュージャージー州のガーデン・ステート・ペーパー (Garden State Paper) 、SATCO と呼ばれていたメイン州の森林地、管理費用として 2,500 万ドルの準備金、資本支出として 6,500 万ドルの拠出契約、2 億 800 万ドルの資金、を提供した。この総額は約 7 億 5,000 万ドルと評価された。他方、シティグループは 850 万ドルの資金、評価額 2,000 万ドルの株式、そして 1 億 6,000 万ドルの「未調達資本契約」を提供した。この総額は約 1 億 8,850 万ドルであり、アンダーセンのガイドラインを守るものであった。

サンダンスはエンロン社が提供した 2 億 800 万ドルの資金を使って、同社が以前にケ

イマス・トラストに売却したフィッシュテイルの持分を買い取った。ケイマス・トラストは売却代金のうち、2 億ドルをシティグループからの 1 億 9,400 万ドルの借入と 600 億ドルの出資の返済に使った。したがって、シティグループはバッカスにともなうあらゆるリスクを排除できたことになる。

さらに、シティグループのサンダンスへの拠出も巧妙にリスクが排除されていた。第一に、パートナーシップ契約により、シティはいつでも契約を解消し、エンロン社がシティの資金を引出す前に拠出分を回収できることになっていた。第二に、契約では、サンダンスがシティの拠出分の返済に充当するために、常に 2,850 億ドルの流動的な資産を別勘定で保持することを義務付けていた。第三に、シティの「未調達資本」はエンロン社の拠出分がすべて使われるまで引き出すことができない契約になっていた。

シティはサンダンスへの参加により、72 万 5,000 ドルの手数料、2,850 万ドルの拠出に対する 110 万ドルの利益、ケイマス・トラストへの 1 億 9,400 万ドルの融資の繰上げ返済の際に「補償料」(breakage cost) として 150 万ドル、総額 322 万 6,000 ドルを受け取った。

サンダンスはアンダーセンのガイドラインに沿ったスキームであり、一見すると問題はないように見える。しかし、シティのリスクはほぼ完全に排除されており、実態は非連結のための条件を欠いていたのである。

当然ながら、各金融機関はこれらの調査結果をそのまま認めている訳ではない。しかし、反論の重点は、これらの取引がエンロン社の主導で行われ、監査法人のアンダーセンや法律事務所のピンソン & エルキンスが認めていたことを指摘するに止まっている。また、その後、再発防止のために社内改革に取り組んでいることを紹介するに止まっている。

指摘された会計処理が不正なものであるかどうかは、委員会が指摘した疑問点を各金融機関が認識していたかがポイントになる。委員会は各金融機関のプレゼンテーション用資料、社内メールを分析し、そして関係者とのインタビューにより、これらの金融機関が取引の実態を知っていたこと、そして会計規則に抵触する可能性があることを認識していたことを指摘しており、金融機関は正面から反論できないのが現状である。今後の進展が注目される。

おわりに

エンロン破綻から１年以上経過しても、その取引と会計処理の全貌は明らかになっていない。それらが入り組んだ、極めて複雑な構造であることが大きな原因である。しかし、上院「政府活動委員会」は、関連資料、関係者とのインタビュー、社内メールなどを網羅的に分析し、エンロン社の SPE、そしてデリバティブを使った簿外取引の実態を徐々に明らかにしている。この過程で、これらの複雑な取引が金融機関の協力なしには不可能であることも明らかになりつつある。

これらの調査結果は、現在進められている資本市場改革の動向にも大きな影響を及ぼすことは確実である。