

米国金融機関のエンロン破綻への関与をめぐる議会公聴会

米国では2002年7月下旬、2回にわたり、エンロン破綻への金融機関の関与をめぐる議会公聴会が開催された。名だたる大手金融機関がエンロン不正会計に加担していたとする議会調査報告が公表され、JP モルガン・チェース、シティグループ、メリルリンチの代表が証人喚問された。

1. エンロン破綻における金融機関の役割に焦点

米国では2002年7月23日と30日、エンロン破綻における金融機関の役割を明らかにしようとする議会公聴会が開催された。エンロンの破綻についてはこれまでに、証券アナリスト、格付機関、取締役会等がエンロン破綻に至るまでに果たした役割が議会の複数の委員会で取り上げられてきたが、ここに来て初めて、エンロンと密接な取引を行っていた金融機関に対し、本格的に焦点が当てられたのだった。

公聴会が行われたのは上院政府活動委員会で、第1回目¹の7月23日は、エンロンが用いた「プリペイド取引」(prepaid deals)と呼ばれる手法に焦点を当てて、同委員会傘下の小委員会主席調査官ロバート・ローチ氏による報告及び、JP モルガン・チェースとシティグループの代表者による証言が行われた。2回目の7月30日は、メリルリンチの関与についてだった。

2. エンロンと大手金融機関の「プリペイド取引」

1) ローチ主席調査官の報告

7月23日の公聴会では、まず、主席調査官ローチ氏及び小委員会スタッフが、7ヶ月間にわたり100万ページを超える文書の調査及びエンロン、金融機関、会計事務所などへの多数のインタビューを行い、作成した報告書が提出された。主な内容は以下の通りである。

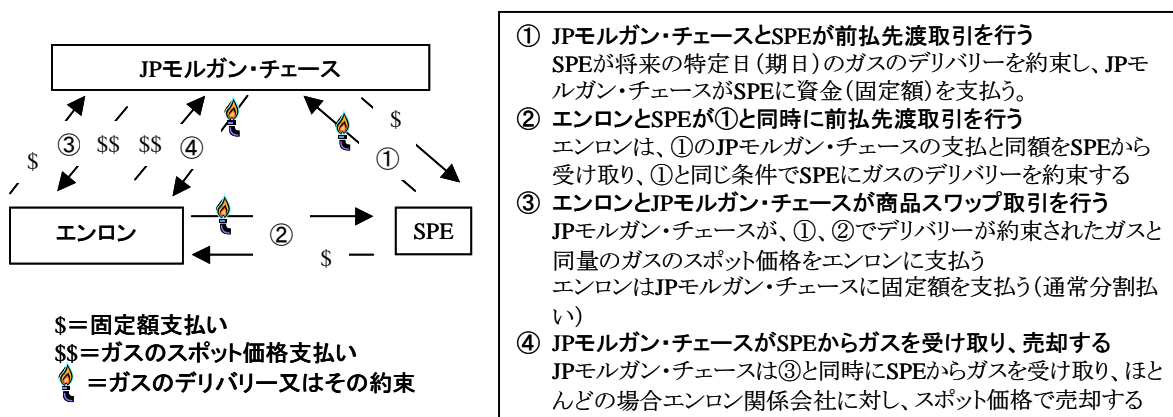
¹上院政府活動委員会では2002年1～5月に5回にわたる公聴会を開催してきたので通算では6回目になる。

(1) エンロンのプリペイド取引

プリペイド取引では一般に、商品・役務の提供に先立ち対価の支払いが行われる。エンロンのケースは、金融機関が、ガス・石油等の対価として前払いを行うというものだったが、その際、金融機関とエンロンの間に、海外に設立された SPE (Special Purpose Entity) を介在させる形を取った。

エンロンと JP モルガン・チェースとのプリペイド取引を例にスキームを図解すると下記のようになる。エンロン、SPE、JP モルガン・チェースの間の、ガスのデリバリー及びガスのスポット価格支払いは相殺され、後に残るのは SPE を経由した JP モルガン・チェースからエンロンへの資金供与と、エンロンによるその資金の返済であることが分かる。

図表 1 エンロンと JP モルガン・チェースのプリペイド取引



(注) 簡略化のためエンロンによる利払いは省略
(出所) 2002年7月23日 上院政府活動委員会公聴会資料

(2) プリペイド取引による会計操作

このように、エンロンのプリペイド取引の実体は、金融機関からエンロンへの資金供与、すなわち貸付に他ならなかった。ところが、エンロンはプリペイド取引の形を取ることで、この資金を貸借対照表に借入金としてではなく、「価格リスク管理からの負債」(liability from price risk management) として計上した。

プリペイド取引が借入金として計上されていたなら、エンロンの 2000 年の債務 (debt) 合計は 102 億ドルから 142 億ドルに膨れ上がっていた。また、2000 年に約 32 億ドルと考えられた営業活動からのキャッシュフローは、プリペイド取引が借入金として処理されていれば 17 億ドル程度にとどまったと思われた。

これらの結果、デット・エクイティ・レシオやインタレスト・カバレッジ・レシオといったエンロンの財務指標は、公表値よりも相当悪いものになっていたはずだった。また、エンロン株式のバリュエーションにも大幅な修正が生ずると考えられた。財務データを粉飾することにより、エンロンは格付低下を免れ、株式評価を維持することができたのだ。

(3) プリペイド取引の会計処理基準

デリバティブに関する会計基準 (SFAS 133) 及びエンロンの監査法人だったアンダーセンの解釈に基づくと、エンロンがプリペイド取引による受取資金を借入金ではなく価格リスク管理からの負債として処理するためには、

- ・ エンロン、SPE、金融機関の3者が互いに独立な主体である
- ・ 3者間の取引は互いに関係を持たない
- ・ 取引が商品 (エネルギー) 価格の変動リスクを伴う
- ・ 取引が正当なビジネス上の理由を伴う

といった条件を満たし、取引が実体のあるものであることを示す必要があった。ところが、エンロンのプリペイド取引は、SPE が金融機関により設立されたものだった、金融機関とエンロンとの間のスワップ取引により価格変動リスクが解消されていたなど、これらの条件を全く満たしていなかった。

(4) プリペイド取引への金融機関の関与

エンロンのプリペイド取引は、95年からの6年間だけでも80億ドルをはるかに超えると推測された。JPモルガン・チェースとは92年から12回にわたり37億ドル、シティグループとは94年から14回にわたり48億ドルのプリペイド取引が行われた。その他にも、パークレイズ、クレディスイス・ファーストボストン、フリートボストン、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、トロント・ドミニオンが合計約10億ドルのプリペイド取引に参加したと思われる。

エンロンは金融機関の支援があつてこそ、プリペイド取引を実施することができた。金融機関が、プリペイド取引の真の目的が会計操作にあることを知っていたのは、エンロン、金融機関、会計事務所との間で交わされた通信・文書等から明らかだった。さらに、金融機関は、会計操作の存在を認識してだけでなく、エンロンがその目的を達するのを支援した。JPモルガン・チェースとシティグループは、プリペイド取引のためにオフショアのSPEを用意し、必要な書類を調べ、資金を供与した。

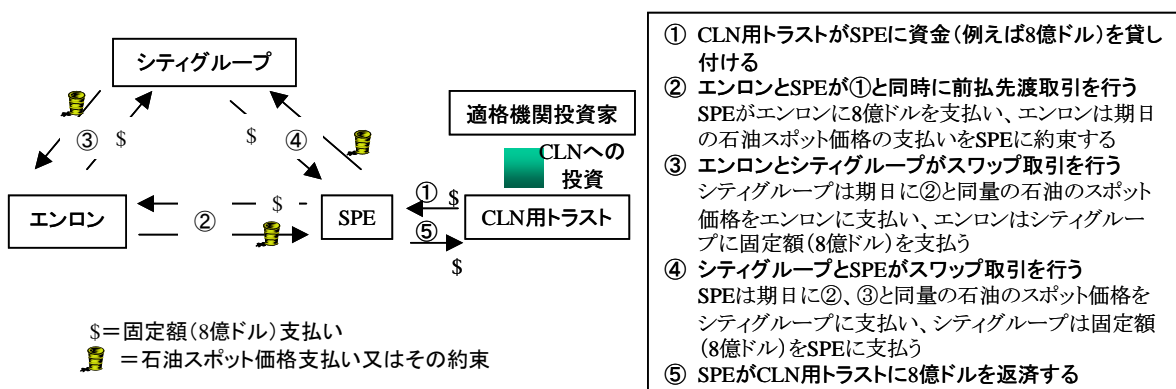
(5) CLNの発行

シティグループは、プリペイド取引を通じたエンロンへの資金供与が多額に上り、追加が難しくなった99年、CLN (Credit Linked Note、クレジット・デリバティブの一種) の発行を通じた資金供与という方法を編み出した。CLNはエンロン普通債と類似のパフォーマンスが期待できるということで適格機関投資家向けに販売された。図解すると図表2のようになるが、ここでも、エンロン、SPE、シティグループの間の石油スポット価格の支払いは相殺され、後に残るのは、適格機関投資家のCLNへの投資資金、すなわちSPEを経由し

たエンロンへの貸付と、シティグループ、SPE を経由したエンロンによるその返済であることが分かる。

金融機関は、エンロンが投資家及びアナリストに対し、プリペイド取引に関する情報を隠蔽するのを黙認した。上記 CLN 発行時の書類においてすら、投資対象であるエンロンのプリペイド取引に関する開示は行われなかった。

図表 2 エンロンとシティグループのプリペイド取引



(注) 簡略化のためエンロンによる利払いは省略
 (出所) 2002年7月23日 上院政府活動委員会公聴会資料

(6) 金融機関のインセンティブ

金融機関がプリペイド取引に参加するインセンティブとして容易に推測できるのは、それに伴う手数料収入である。例えばシティグループは97~2001年に1億6700万ドルの手数料収入を得た。

今ひとつの理由として、エンロンが金融機関に対し、別の取引で声をかけて欲しかったらプリペイド取引に参加するよう、明示的に圧力をかけたケースもあった。

シティグループがエンロンに対する事実上の貸付からCLN発行へと切り替えた背景には、自行のエンロンに対するエクスポージャーを抑制しリスクを投資家に転嫁するという狙いもあった。

JPモルガン・チェース及びシティグループはさらに、エンロンと同様のプリペイド取引スキームを他社に売り込み、何社かを顧客としている。これは、プリペイド取引を行っているのがエンロン1社にとどまらないことと同時に、金融機関がプリペイド取引を支援し、奨励していることを意味する。

以上が、ローチ主席調査官による報告の内容である。

同日の公聴会では、ムーディーズ及びスタンダード&プアーズの代表者も証言を行った。両社は、エンロンのプリペイド取引について全く知らされておらず、格付機関は基本的に、発行体の開示情報に虚偽のないことを前提に格付を付与することを強調し、プリペイド取引のことを知っていたなら、エンロンの格付の大幅な変更につながりえたと証言した。

2) JP モルガン・チェースとシティグループの見解

公聴会に召還された JP モルガン・チェースとシティグループの代表者は、エンロンとのプリペイド取引について、このような前払先渡契約は企業が資金調達手段を拡張する手法として広く認知されていること、エンロンがプリペイド取引を企業会計上どのように扱ったかはエンロン自身及びその会計士の責任であることを異口同音に強調した。

<JP モルガン・チェースの証言>

- JP モルガン・チェースの前身であるチェース・マンハッタン銀行は 92 年、エンロンからプリペイド取引の要請を受けた。当時、国法銀行であるチェースが商品の現物取引を行えるかどうか不確かだったため、SPE を介在させる形を取った。全部で 12 件のプリペイド取引のうち、最後の 1 件を除いて、資金決済ではなく現物の引渡しが行われた。
- JP モルガン・チェースが使用した SPE は、同行、エンロンのいずれの支配下にもなかった。ストラクチャード・ファイナンスではこの種の SPE の使用は標準的である。
- 全ての取引はエンロンのイニシャティブにより行われた。エンロン経営陣は JP モルガン・チェースに対し、プリペイド取引は未実現の利益を現金化するためのものだと説明した。
- JP モルガン・チェースはエンロンの破綻により数億ドルに上る損失を被った。(JP モルガン・チェースは下院政府改革委員会のワクスマン議員宛ての書簡でも、同行がエンロンに対し 26 億ドルにも上るエクスポージャーを許したのは同社の財務諸表に基づき返済能力を信じたからに他ならず、相対的に少額の手数料のために不正会計に加担するなど全く非合理的であると指摘している。)

<シティグループの証言>

- シティグループが顧客の会計処理について関与することはない。プリペイド取引の会計処理については、アンダーセンが適切と判断したとエンロンから聞かされていた。我々の目にも合理的に見えた。
- エンロンは専門性の高いインハウスの財務部隊を持っていた。小規模の投資銀行並だった。シティグループとエンロンとの取引は、多くの場合、エンロンの方がファイナンス手法について具体的な提案を持ち掛けるパターンをとった。
- CLN は、そもそもはプリペイド取引とは独立の金融商品である。エンロンのケースで

はたまたま CLN 発行による資金がプリペイド取引に活用された。エンロンの CLN も、他のシティグループが手がけるディールと同様、社内の厳格なレビューを経て世に出された。

- ・ シティグループは常に誠実にエンロンとの取引に臨んだ。

上記のような証言に対して、出席した議員から厳しい質問、反論が投げかけられ、それらに対する有効な反論は、両行からは聞かれなかったと報じられている。例えば、SPE の独立性について、議員が JP モルガン・チェースの内部文書に「チェースにより設立された」と記述されていることを指摘すると、同行からの証人は「チェースにより設立されたという文言は曖昧・不正確だ」と回答した。シティグループからの証人も、ローチ氏の調査報告にあるメモの内容と証言との明らかな食い違いについて詰め寄られると、「(報告書が指摘する) メモの方が間違っている」と回答するという具合だった。

3. メリルリンチの不正会計への関与疑惑

7月30日の2回目の公聴会では、メリルリンチのエンロン破綻への関与が焦点となった。同社から3名の証人が喚問されたが、そのうち、エンロンとのビジネスに密接な関わりがあった2名は、司法省の捜査が始まっており、公聴会での証言が自己に対し不利に働きうることを理由に、証言を行わなかった。

公聴会では、エンロンが金融機関の助けなしには不正会計を成し遂げ得なかったことが再度強調され、上院政府活動委員会による調査に基づき、まず、メリルリンチが99年のエンロンの利益水増しを目的とした取引に加担したという疑惑が取り上げられた。上院政府活動委員会の公表文書によると、その内容は下記のようなものだった。

1) エンロンとメリルリンチのナイジェリア沖海上発電船取引

99年12月、エンロンはメリルリンチに、メリルリンチがSPEを設立し、SPEに、エンロンの資産であるナイジェリア沖の海上発電船3隻を2800万ドルで購入させるという取引を申し入れた。購入金額のうち700万ドルはメリルリンチが現金で支払い、2100万ドルはエンロンからSPEへの貸付という内容だった。99年中にこの取引が成立すれば、エンロンのアフリカ部門が1250万ドルの売上を達成することができた。

メリルリンチは、この取引に、①エンロンが6ヶ月以内にメリルリンチ持ち分の買い手を見つけると約束する、②メリルリンチは、700万ドルの出資に対する15%のリターン保証と25万ドルの即時支払いを受ける、という条件付きで同意した。エンロンとメリルリンチはこれらの条件を口頭にとどめ、合意書に記載しなかった。

取引後 6 ヶ月が近づくと、メリルリンチは同社持ち分の買い手を見つけるという約束をエンロンが果たすのか心配になった。結局、期日の 1 日前に、エンロン傘下の SPE の一つである LJM2 が事前の条件通りにメリルリンチの持ち分を買い取った。LJM2 はメリルリンチに対し 752.5 万ドル（700 万ドルの元本プラス年率 15% の利息の半年分）を支払い、エンロンの 2100 万ドルの貸付を肩代わりした。

会計上、売上を計上するためには取引が真の売買行為を伴わねばならない。上記の取引は、下記の理由から真の売買行為を伴っておらず、会計上、エンロンが売上として計上できる内容ではなかった。

- ・ 文書に残していないとはいえ、エンロンはメリルリンチに対し 6 ヶ月以内にメリルリンチ持ち分の買い手を見つけると保証した。また、メリルリンチは 700 万ドルの出資に対し 15% のリターン保証を受け、実際に相当額を受け取った。真の売買行為においては、売買された資産のもたらすリスク及びリターンが完全に売り手から買い手に移転されなければならない。エンロンの与えた保証により、メリルリンチは発電船持ち分取得に伴うリスクを負わずにいた。
- ・ メリルリンチに対し発電船ビジネスから上がる収益の一部が定期的に支払われると合意書にあったにも関わらず、そのような支払いは一度も行われなかった。メリルリンチはこれについて、エンロンに対し一度も苦情を申し立てなかった。
- ・ SPE はエンロンに対し、2100 万ドルの貸付の利息を全く支払わなかった。
- ・ SPE の設立、運営、管理全てに関する費用はエンロンが受け持った。

2) メリルリンチの見解

メリルリンチは上院政府活動委員会に対し、以下の内容の文書を提出し、同社とエンロンとの関係は適正であったこと、エンロンの会計処理についてメリルリンチは全く関与していないことを強調した。

<メリルリンチとエンロンの関係>

- ・ 手数料収入の観点から、エンロンはメリルリンチにとって主要顧客ではなかった。問題の取引が行われたとされる 99 年、メリルリンチは収益 223 億ドル、利益 27 億ドルを上げ、投資銀行ビジネス関連収入だけで 37 億ドルを上げた。
- ・ 97 年から 2001 年の 5 年間に、エンロンは M&A 等の投資銀行ディールを 43 件行った。メリルリンチはそれらのビジネスでは世界有数の投資銀行だが、エンロンがメリルリンチをアドバイザーとしたのは 1 件のみで、そのディールの手数料は 100 万ドルだった。
- ・ メリルリンチはエンロンの債券及び株式発行に関与したが、97~2001 年に得た投資銀行手数料は年平均 820 万ドルにとどまった。同期間、メリルリンチの年間投資銀行手数料は平均 35 億ドルだった。

■ 資本市場クォーター 2002 年 秋

- ・ メリルリンチはエンロンのクレジット・ラインに参加したが、全体のごく一部に過ぎなかった。23日の公聴会で取り上げられたプリペイド取引には全く参加しなかった。

<海上発電船取引について>

- ・ メリルリンチが海上発電船取引に合意したのは、主にエンロンとの関係を築き上げるためだった。
- ・ メリルリンチは、エンロンとは独立の、アジアの企業に対しメリルリンチの持ち分を売却できる可能性が高いと考えていた。エンロンにそう聞かされていたからだが、売却が成功する保証はないとも言われていた。エンロンまたはエンロン傘下の主体が買い取るとは考えていなかった。
- ・ 取引はメリルリンチによる出資であり貸付ではなかった。メリルリンチは持ち分の売却を見込んでいたがその実現の保証はなく、出資はリスクを伴っていた。
- ・ メリルリンチが特定のリターンを得るという保証は行われなかった。合意書に書かれていないのは、隠蔽したからではなく存在しないからだった。
- ・ メリルリンチはエンロンの会計処理方法の決定に全く関与していない。
- ・ エンロンとの取引はメリルリンチ社内の委員会による検討を経た上で適正と判断された。検討項目にはこの取引がエンロンの会計操作に使われる可能性も含まれていたが、メリルリンチが取引上のリスクを負っていること、エンロンの会計処理はエンロンの外部監査人により承認されていたことなどが適正と判断した理由だった。

上記の内容について、JP モルガン・チェース及びシティグループの時と同様、議員から、委員会の調査とメリルリンチの見解の食い違いについて厳しい批判がなされたと報じられている。例えば、海上発電船取引について「この取引によりエンロンは資産をオフバランス化し、将来のキャッシュフローを99年の収益として計上できる」と述べたメリルリンチの内部文書の存在を指摘し、「これはエンロンの財務報告書の虚偽記載であり、メリルリンチはそれに参加していた」という批判が行われた。

4. エンロン担当アナリストの処遇をめぐる疑惑

メリルリンチとエンロンの関係については、海上発電船取引を通じた不正会計疑惑の他に、メリルリンチのエンロン担当アナリストが98年、レーティングについてエンロンから苦情を受けた後に退職した件をめぐり、メリルリンチのアナリストの中立性に対する疑問が提示された。公聴会の公表資料によると、問題の概要は以下の通りである。

- ・ 98年4月、2名のメリルリンチ従業員が同社会長に対し、以下の内容のメモランダムを送付した。

- ① エンロンが、メリルリンチのエンロン担当アナリストであるジョン・オルソン氏の評価に対し不満を表明している。
 - ② エンロンはこのアナリスト評価を唯一の理由に、メリルリンチをエンロン株式発行の共同幹事から外した。
 - ③ エンロンがこのような行為に出たのは、エンロン上層部がメリルリンチの研究について内心どう思っているかの強い表明を意図したものである。
- ・ その後、メリルリンチはエンロンをなだめるのに相当腐心したと見え、エンロン株式発行の共同幹事に加えられた。
 - ・ 株式発行が公示された後、メリルリンチの上層部はオルソン氏の活動状況をエンロン CFO に伝えていた。メリルリンチは少なくとも 3 回、エンロン CFO に、オルソン氏がエンロン株式購入の潜在顧客にかけた電話のリストを渡した。
 - ・ 98 年 8 月、オルソン氏はメリルリンチを退職した。同氏の後任アナリストは、エンロン株の評価を引き上げた。

メリルリンチは上記に対し、以下のように反論した。

- ・ メリルリンチはリサーチが損なわれるようなことは全くしていない。
- ・ オルソン氏は退職するまで、エンロン株の評価を変更しなかった。
- ・ オルソン氏はメリルリンチ退職後、98 年 10 月、新しい職場でエンロン株の評価を引き上げた。メリルリンチの新任アナリストも 98 年 11 月、エンロン株の評価を引き上げた。
- ・ メリルリンチのアナリストは、2001 年にエンロン株の評価を最初に引き下げた一人である。

今回の公聴会で、証券アナリストの問題が取り上げられたのには、最近米国で、証券アナリストが自社の投資銀行部門や発行企業の利益を優先した結果、株式評価の中立性が損なわれているのではないかという問題が取り沙汰されているという背景がある。すでに対応策として、2002 年 7 月、全米証券業協会とニューヨーク証券取引所が共同で規則を制定するなどの動きも出ている。メリルリンチは実際に、ニューヨーク州司法当局から、インターネット株式担当アナリストの中立性が疑われるという指摘を受け、2002 年 5 月、1 億ドルの支払いと、利益相反防止の措置等を約束することで和解にこぎ着けた²。公聴会でもこの 1 件は何度か指摘されたようである。

メリルリンチとエンロンの関係をめぐっては、これらの他に、①LJM2 への関与、②エンロン傘下の主体に対するローン・シンジケーションへのメリルリンチの参加、も公聴会で取り上げられた。メリルリンチは、いずれについても、同社が適正な取引、処置を行った

² 平松那須加「米国における証券アナリストをめぐる規制の見直し」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。ただし、最終決着にはニューヨーク州以外の州の合意も必要とされ、2002 年 9 月時点で、まだ全州の合意は得られていないと報じられている。

ことを主張した。

5. 今後の展望

今回の一連の公聴会では、JP モルガン・チェース、シティグループ、メリルリンチという米国を代表する金融機関が、エンロンの破綻にいかに関与していたかが取り上げられた。

エンロンと金融機関の関係について、今回の公聴会を通じて見て取れるのは、貸付、引受、ストラクチャード・ファイナンスなど、3社がエンロンと実に多面的にビジネスを行っていたということだ。そのような関係にある中で、ローチ氏の調査報告書が指摘するように、金融機関が、「エンロンが、他の取引で声を掛けて欲しかったらプリペイド取引に参加するようにと圧力をかけていた」ゆえに不正会計に加担していたのだとすると、これは金融機関のサービス多角化がもたらした事態ということになる。

しかも、シティグループが CLN 発行という形で、自らのエンロンへのエクスポージャーを抑制し、投資家にリスクを転嫁したのが事実だとすると、これはまさに、銀行・証券兼業による典型的な利益相反としてしばしば挙げられる事例そのものである。すなわち、貸し手ゆえに得られる内部情報により、貸付先の企業の先行きに懸念を見いだした銀行が、関連の証券部門を使ってその企業に証券発行を行わせ、調達資金を自らへの返済に充てさせる、という事例である。

さらに、今回の公聴会で注目される点として、金融機関が、エンロンに用いたのと同様のプリペイド取引のスキームを他の企業にも売り込んでいたという指摘がある。こうなると、エンロンという一企業の問題を超えて、米国金融機関が果たして適切な態度でビジネスに臨んでいるのか、という疑念が自然と生じてくる。

今回の公聴会で取り上げられた3社は、顧客に金融ビジネス全般を提供できるようにする、近年の総合金融機関化を代表する存在だった。その3社がエンロンの不正会計等に加担していたとされたことが、今、総合金融機関というビジネス・モデルが内包する利益相反が改めて認識されるという動きにつながっている。公聴会では、「銀行と証券の分離を定めたグラス・スティーガル法の改正は間違いだったのか」という議員発言があったとも報じられている³。

今回の一連の公聴会だけでエンロンと金融機関の関係の全容が明らかにされたとは言い難く、今後もこの議論は続くと思われる。それらの議論が一つの契機となって、米国金融ビジネスのあり方に関する様々な論点が出されようとしているのである。

(野村 亜紀子)

³ “Bankers and GLB Take Lumps on Capitol Hill,” *American Banker*, 2002 年 7 月 24 日