

中国航空油料の経営破たんとシンガポール市場の試練

瀧 俊雄

要 約

1. 2004年11月29日、中国の国有企業を親会社に持ちシンガポールに本拠を置く中国航空油料集団（China Aviation Oil）が、原油のデリバティブ取引により約5.5億ドルの損失が発生していることを公表した。同日、シンガポール取引所は同社株式の取引を停止した。
2. 同社は優良なコーポレート・ガバナンス体制を持ち、高い収益性を有するとされ、投資家からシンガポール市場における優良銘柄と見られてきた。しかし、今回の一件により資産を殆ど失ったと報じられ、損失を事前に知った親会社によるインサイダー取引の疑いも持たれている。
3. シンガポール市場はその競争力強化の一環で、海外企業の上場誘致等を積極的に行ってきた。今回のスキャンダルによる市場の動揺は小さくないが、政府関係者は適切な処置による信頼回復を強調しており、今後の動向が注視される。

I. CAO社の損失発覚

2004年11月29日、シンガポールに本拠を置き、中国の国有企業である中国航空油料集団（China Aviation Oil Holding Co.、以下CAOHC社）を親会社に持つジェット燃料供給業者の中国航空油料（China Aviation Oil Singapore Corp.、以下CAO社）は、原油デリバティブ市場での投機的取引により約5.5億ドル（約561億円）に上る累積損失が発生していたことを公表した。これを受けて同日、シンガポール取引所は同社の株式取引を停止した。CAO社は過去3ヶ月における株式売買代金がシンガポール市場で20位内に入る企業であり、11月25日終値での時価総額は約6.3億ドルであった。同社は今回の損失によりほとんどの資産を失った状態にあると報じられており、親会社によるインサイダー取引の疑いや、予定されていた企業買収に関連

する訴訟も提起されている。

同社は自主再建を断念し、高等裁判所への資産保全を申請、受理された。今後、ゴールドマン・サックス、バークレーズ・キャピタル、三井物産、スタンダード・バンクを始めとする債権者との調整を行う予定であるが、最大で6割が回収不能になるとの報道もある。また、シンガポール取引所はCAO社に対し、損失発生の経緯について、会計事務所のプライスウォーターハウスクーパーズによる指導の下、調査を行うことを要請した。12月8日には元CEOのチェン氏が逮捕され、通貨管理庁、商務省、及び取引所による調査への協力に応じている。

CAO社は、中国におけるジェット燃料輸入においてほぼ100%のシェアを誇る燃料供給業者であった。同社は大量買入れによる割安な原油の輸入と、オンライン入札を通じた精製業者及び多国籍企業への供給能力が評価されていた。近年では、石油関連事業でのジ

ョイント・ベンチャーの設立や企業買収も積極的に展開しており、利益水準もこの5年間で6倍に増加していた。CAO社の旺盛な成長を反映して、元CEOのチェン氏は、2003年の世界経済フォーラムにおいて40人の「アジアの新しいリーダー」の1人として挙げられている。加えて、親会社は中国の国有企業であり、CAO社株式はシンガポール市場の投資家にとって優良銘柄として捉えられていた。

このような背景もあったため、今回の一連のスキandalによるショックは大きいといえる。シンガポール市場でこれだけの規模の企業スキandalが起こるのは、95年2月にデリバティブ取引での損失により破たんしたベアリング銀行の件以来とも言われている。

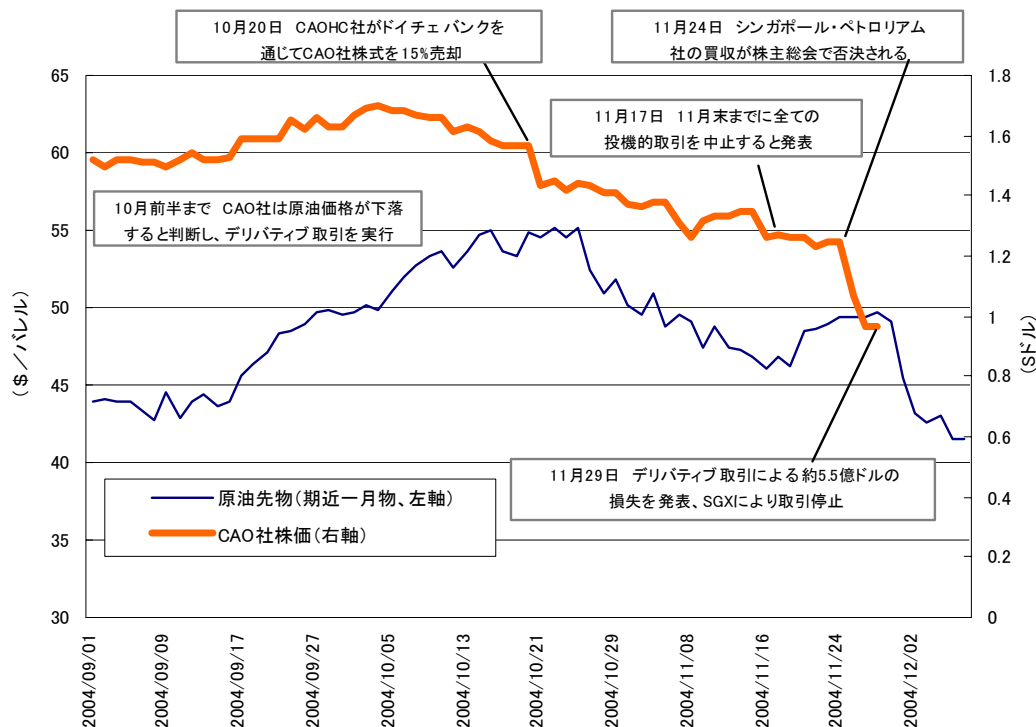
II. スキandalの一連の展開

1. 損失の発生

CAO社の多額の損失は、10月中の原油価格の上昇の際に、売りポジションを立てていたため生じたと報じられている。10月10日の時点で同社がCAOHC社に対して行った報告の中では、既に1.8億ドルの損失が発生し、追加証拠金の額も8,000万ドルに達していたとされる。10月26日及び28日には、債権者が未履行のデリバティブ契約を全てクローズすることを要求したとする報道もあり、この時点で既に約1.32億ドルの損失が確定していたとされている。

しかし、外部への損失の発表は行われず、11月16日付のアナウンスメントにおいても、「国際的な原油取引の状況を踏まえて11月末までに全ての投機的なデリバティブ取引を

図表1 CAO社株価、原油価格の推移



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

中止する」とする決定が公表されたのみであった。実際に、約 5.5 億ドルと推定される損失の規模は、同社株式の取引が停止された 29 日の時点まで明らかにされなかった。

2. CAO 社のリスク管理体制

CAO 社は 2003 年のアニュアル・レポートの中で、事業が対面する市場リスクについては、リスク管理委員会と CEO が毎年レビューするリスク管理ガイドラインに基づき、適時かつ確かな監視・制御を行うプロセスの構築がなされている、と述べている。また、デリバティブ取引に関しては、ヘッジのために用いるが、機会に応じて投機的なポジションを取ることもある、と述べていた。実際に、2003 年度には SARS の影響により旅客量が減少し、結果として燃料供給部門の収益が低下したが、トレーディングとリスク管理システムによりそれを克服したと述べられている。

フィナンシャルタイムズ紙の報道によれば、同社は、デリバティブ取引を含めた企業全体のリスクを把握するべく、フルタイムのリスク管理人員を配置するリスク管理体制をとっていたとされる。そして、同社に在籍する 10 人のトレーダーのうち一人でも 50 万ドル以上の損失を発生させた場合には、自動的に取引をシャットダウンするシステムとなっていたという。今回の巨額の損失発覚では、その監視システムが何らかの方法により迂回されたと考えられている。

3. インサイダー取引の疑い

親会社の CAOHC 社は 10 月 20 日にドイチェバンクを通じて、主にアジアの機関投資家へ CAO 社株式の持分 75%のうち 15%を売却している。売却は前日終値に対して 14%ディスカウントされた一株当たり 1.35 シンガポールドルで行われ、合計で約 1.08 億ドルの売却が行われたと推定されている。同社の 10 月 28 日付のアナウンスでは、売却の目的

は機関投資家の保有割合を増やし、事業に対する厳格な外部評価によるガバナンスをもたらすことにある、とされていた。しかし、チェン氏の供述によれば、売却額のうち 1 億ドル以上が CAO 社の証拠金積み増しのための貸付に充てられていた。前述のように、10 月 10 日の時点で CAOHC 社には CAO 社がデリバティブ取引において相当の損失を抱えていたことが報告されており、インサイダー取引の疑いで商務省が捜査を行っている。

さらに、CAO 社の 11 月 24 日の臨時株主総会では、それまで進めていたシンガポール・ペトロリアム社（以下、SP 社）を買収する決議が否決された。旺盛な企業買収の一環として、CAO 社は 8 月の時点でインドネシアの投資グループであるサチャ・キャピタルから SP 社の 20.6%の株式を取得する契約を結んでいたが、決議では一方的にその契約が破棄されたことになる。同社は意思決定変更の理由については現時点ではコメントしていない。サチャ・キャピタル・グループは CAO 社、及び CAOHC 社に対して、提示されていた買収価格と現行の株価の差である 8,540 万 S ドルを求めて訴訟を起こしている。

4. クラス・アクション

2005 年 1 月 5 日には、弁護士事務所のレラーチ・コフリン・ストア・ゲラー・ラドマン・ロビンズ LLP より、クラス・アクションの申し立てが行われた。同事務所は、2003 年度の財務諸表が発表された 2004 年の 2 月 5 日から 11 月 30 日をクラス・ピリオドとし、この間に CAO 社の株式を購入した投資家を代表している。訴状の内容としては、CAO 社の目論見書において述べられていたリスク管理体制が存在しなかったこと、親会社によるドイチェバンクを通じた CAO 社株式の売却の目的が買収資金の確保ではなく証拠金の埋め合わせであったこと、財務状況が大幅に水増しされていた、もしくは債務が隠蔽され

ていたことなどから投資家に被害をもたらしたと述べられている。

Ⅲ. シンガポール市場における海外企業の上場促進

シンガポールではアジア通貨危機以降、金融センターとしての地位を守るべく通貨管理庁が中心となり金融・資本市場の改革を行ってきた。

1999年には競争力強化委員会の金融・銀行小委員会の主導による外国企業の株式上場の規制緩和についての検討が行われ¹、中国や香港の取引所に比べて上場までの期間が短くなった。中でも、とりわけ中国系企業の上場が促進され、2003年にシンガポール取引所に新規上場した58社の内、15社を占めるまでに至っている。現在、同取引所には約60社の中国系企業が上場しており、時価総額の3%を占めている。

CAO社はその中でも、コーポレート・ガバナンスのしっかりした中国系企業のモデルとされてきた²。シンガポール市場では2002年に証券先物法の改正が行われ、全ての上場企業は、重要な情報を継続開示することが法律上の義務となった。また、コーポレート・ガバナンス慣行について、シンガポール取引所によるガバナンス規範に準じない場合にはその理由を説明することが義務化された。同年に上場したCAO社はシンガポール証券投

資家協会から、新規上場した企業の中で最も透明性が高い企業として表彰されていた。

03年末の時点でも、取締役9人中、CEOのチェン氏を除く全員が非執行、もしくは独立取締役であり、リスク管理についても各部門長による監督、リスク管理委員会による監視、内部監査部門による管理という三重の体制が築かれていた。

このように、ガバナンスに関する懸念が少ないとされる環境下で今回のスキャンダルは起こったため、シンガポール市場での動揺が大きかったと考えられる。

Ⅳ. 中国企業への認識変化と今後の動向

中国企業の中でも、国有企業や創業者一族により支配される企業では、少数株主への配慮や取締役会の独立性、監査の客観性、リスク管理といった意識が希薄であるという批判従来からあった³。また、経営層による企業資産の着服などの結果、企業が破たんする例も近年目立ってきている(図表2)。今までは旺盛な経済成長や、政府及び国有企業による後ろだて、といった側面が評価されてきた中国企業ではあるが、今回の件で投資家の不正への関心が強まったといえる。

また、国有の親会社と子会社との不透明な関係も指摘されている。今回の場合でもCAOHC社は、CAO社の本業が継続し、株式取引が再開されるまで金融面の支援を行う

図表2 近年における主な中国企業の不正

	企業名	詳細
2004年	創維デジタル(Skyworth、テレビ製造業)	経営陣10名が4,800HK\$を横領。2000年の香港取引所上場の際に虚偽の会計報告を行ったことが発覚し、逮捕される。
2004年	D'Long International Strategic Investment Co., Ltd	企業買収を通じた架空の成長を計上、7.25億ドルを超える横領の後に破たん。
2004年	Shanghai Land(不動産開発業)	会長が詐欺と株価操作により投獄され、破たん。
2002年	Euro-Asia Agricultural Hldgs (ランの栽培業)	収入を水増し発表した後に破たん。会長は贈賄と詐欺により投獄された。
1999年	広東国際信託公司(GITIC)	50億ドルを超える負債を抱えて、投資ビークルが破産。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

としているが、同時に無条件での支援を行う立場には無い、との声明を出している。また、国有資産監督管理委員会のコメントによれば、今回の損失はシンガポールの CAO 社に責任があり、債権者及び株主は CAO 社の救済に関しては「現実的に」考えるべきだとして、安易な救済を否定している。今後、1月21日までに再建案を提出する中で、どのような支援策が示されるのかが注目される。

今回の事態に対する、シンガポール政府、及び中国政府による対応は迅速であるといえるだろう。リー・クアンユー元首相は12月20日に、中国政府は今後も中国企業の評判を守りたいと考えており、投資家の信頼を回復するために積極的に協力している、と述べている。規制監督機関である通貨管理庁委員長を務めているゴー・チョクトン前首相も

「(CAO社は)優良な親会社を持ち、無責任な企業ではなかったため、今回の件はショックではある。だが、問題への対処が適切である限り、シンガポールの国際金融センターとしての地位は揺るがないだろう」とコメントしており、適切な処置による信頼回復を強調している。

また、エンロン事件に始まりサーベンス・オクスレー法の成立にまで至った米国でのスキャンダルとの対比では、財務相のリム・ヒーワ氏が「法律による監督は必ずしも問題への答えとはいえない。条件反射的な規制は行わない」とコメントしている。

上記のような信頼回復に向けた対応がいかにも実現されるのか、今後、事実解明の中で浮上する問題点と共に、シンガポール政府の動向が注視される。

¹ 詳細は、関雄太「進展するシンガポールの金融セクター改革」『資本市場クォーターリー1999年秋号』を参照。

² “‘Model of corporate governance’ fights for survival” Financial Times 2004/12/02

³ “Fools rush in” The Economist 2004/12/08