

レフコ事件が提起した問題

関 雄太

要 約

1. 独立系で先物取引の第一人者だったレフコは、2005年10月、経営トップが関与した不良債権隠しが公になったことをきっかけに、約1週間でチャプター11手続き申請、約1ヶ月で基幹事業の売却に至る破綻のプロセスをたどった。
2. レフコが、2005年8月に上場したばかりであったこともあり、同社の破綻は多くの顧客やカウンターパーティを混乱に陥れる会計不正事件となり、金融市場関係者に対してさまざまな問題を提起したといえる。
3. 具体的には、主幹事証券会社の役割と潜在的な利益相反の問題、監査法人の機能、店頭デリバティブ商品取引に対する規制の枠組み、経営トップの不正関与を防ぐ企業統治・内部統制の問題などに焦点が当てられている。エンロン・ワールドコム事件の背後にあった問題点とも、共通点が多い。
4. 一方で、破綻の引き金になった回収不能債権の処理方法や規模、関与した責任者や動機、具体的な隠蔽の方法などは未だ明らかではなく、今後の調査結果などが注目される。

．問題の経緯

1．市場を混乱させた会計不正の発覚

米国最大の独立系先物取引会社であったレフコ（レフコ・インク）は、2005年10月10日に突然、4.3億ドルの回収不能債権が隠蔽されていたことを公表し、同時にフィリップ・ベネット CEO を無期休職とすると発表した。2日後の10月12日には、連邦検察局が証券詐欺の疑いでベネット氏を逮捕した。不正会計発覚の直後から同社の株価は急落、また多くの顧客が資金を引き揚げて流動性不足に陥ったレフコは、わずか1週間でチャプター11手続き申請を迫られた。

その後、最も価値が高いと考えられた先物取引部門（レフコ LLC）の資産売却をめ

ぐって、多くの投資グループが買収に名乗りを上げたが、11月9日から10日にかけて競争入札が実施された結果、英国のヘッジファンド大手マン・グループの子会社マン・フィナンシャルが落札した。米国破産裁判所は、10日夜に行われた審理で、この落札結果を承認した。マン・グループの発表によると、同社はレフコ LLC の米国、ロンドン、アジア、カナダの先物取引事業と従業員を獲得し、落札価額は3.23億ドルとなる¹。

同じ11月10日には、すでに連邦検察局に逮捕されていたベネット氏を、連邦大陪審が証券詐欺、共同謀議等の罪状で追起訴することが決まった。

こうして、1969年に創設され伝統ある先物取引の第一人者だったレフコは、経営トップが関与した不良債権隠しが公になったこと

をきっかけに、1週間で経営破綻、1ヶ月で基幹事業の売却に至り、多くの顧客やカウンターパーティを混乱に陥れた（図表1参照）。

2. 成長性が評価されたレフコの IPO

レフコの破綻がこれだけの注目を集めたのは、レフコが、活況を呈する最近のコモディティ市場・デリバティブ市場の中でも、急成長していたプレイヤーであり、さらに2005年8月11日にはIPOを成功させたばかりであったことによる。

レフコの成長とIPOを牽引したベネット氏は、1981年にチェース・マンハッタンからレフコに転職した後、1983年にCFOに、1998年にはCEOに就任した。この間、米国・海外で買収による急激な拡大を進めて、レフコを独立系では最大のコモディティ取引業者に育て上げ「The Closer（抑え、ディーラーをまとめる人）」と呼ばれた²。

レフコのIPO登録届出書（フォームS-1）によれば、2000～2005年度の期間、デリバティブ・ブローカレッジ&クリアリング部門の成長率は純収益で年24.3%、営業利益で年33.3%、同じくプライム・ブローカレッジ/キャピタル・マーケット部門の成長率は純収益26.0%、営業利益38.2%に達していた。こうした高い成長性などが評価される形で、レフコのIPOは成功を収め、時価総額は一時35～38億ドルに達した（株価推移は図表3参照）。

3. 詳細が明らかになっていない回収不能債権隠しの内容と動機

順調に上場したレフコを1週間で上場廃止にまで追いやる原因となったのは、ベネット氏が主導したとみられる、回収不能債権の隠蔽工作が表面化したことである。

しかし、その取引の具体的な構造については、2005年2月の決算直前にレフコが顧客に融資を行い、その顧客がベネット氏所有の

会社（レフコ・ホールディングス・インク）に融資する形でレフコ・ホールディングスの負債を隠し、決算期末を越えた後に再びレフコ・ホールディングがレフコ・インク本体から借りる形に戻すという取引であったことが推測されているに過ぎず、詳細な内容や参加者、背景、動機などについては、まだあまり明らかになっていない。

今のところ、各種の報道からわかることは、まずリバティ・コーナー・キャピタルというニュージャージー州を本拠とするヘッジファンドが、ベネット氏の工作を支援したのではないかと見られていることである。監査法人や内部統制関連部署が、リバティ・コーナーとの資金のやりとりが異常にふくらんでいることに気づいたのが、問題の所在発見につながったとされる³。また、レフコに7500万ユーロの融資枠を設定し、かつベネット氏もしくはベネット氏保有会社に3.5億ユーロの融資を行っていたオーストリアの銀行BAWAGに対しても、オーストリアの銀行規制当局が調査を開始し、注目が集まっている。BAWAGはオーストリア・トレード・ユニオン（信用組合）が保有するリテール業務中心の銀行で、最近、オーストリアの郵便貯金（PSK）と合併したことで知られている。1998年に、当時、海外金融機関とのネットワークを広げ始めていたレフコと提携関係を結んで、レフコの持分10%を出資し、この資本関係は2004年夏にトーマス・H・リーがレフコに出資した時まで続いた⁴。さらに、4.3億ドルの不良債権については、もともと1997年のアジア金融危機の際に、レフコが複数の顧客から回収ができなくなった債権が基になって形成されたのではないかとする報道がある⁵。

いずれにせよ、数億ドルに及ぶ不良債権を処理しようとするれば、レフコが近年計上してきた純利益は吹き飛んでいた可能性があり、その場合には、2005年のレフコのIPOも、

図表 1 レフコ事件の経緯

2004年8月	PE ファンドのトーマス・H・リーを中心とする投資家グループがレフコに 5.08 億ドルを出資、57%の議決権を握る。
2005年2月末	レフコの 2005 年度決算。
4月8日	IPO 届出書（フォーム S-1）を登録。
6月22日	レフコ、カーギル・インベスターズ・グループの買収を発表
8月11日	レフコ、NYSE に上場。株価（IPO 価格 22 ドル）は初日に 25% 上昇（終値 27.48 ドル）。
10月10日	レフコが、フィリップ・ベネット CEO の無期休職処分を発表。ベネット氏所有の投資会社（Refco Global Holdings）に対する 4.3 億ドルの不正融資が発覚したことによるもの。レフコは同時に 02 年以降の財務報告を無効にし次週に予定されていた四半期決算の発表を延期。株価は一日で 45% の大幅な下落。
10月11日	SEC とニューヨーク南部地区の連邦検察が調査を開始。ニューヨークの連邦地裁には、株主が証券法違反でクラスアクション訴訟を提起。
10月12日	連邦検察局がベネット氏を逮捕し、証券詐欺で起訴。保釈金は 5000 万ドル。
10月13日	レフコは資金繰りの難航を理由にプライム・ブローカレッジ部門 Refco Capital Markets（本社パミュダ）の営業を 15 日間停止すると発表。経営危機回避のため、同社はレビット元 SEC 委員長らを取締役会の特別アドバイザーに、ゴールドマン・サックスを財務アドバイザーにそれぞれ指名。NYSE がレフコ株の取引を停止。
10月15-16日 （週末）	レフコ取締役会は、投資銀行グリーンヒル&カンパニーをアドバイザーに起用。IPO の引受幹事ゴールドマン・サックスがアドバイザーとなることに伴う利益相反の問題に対応することが目的と見られる。一方、ゴールドマンは無料でアドバイザーを引受けたと主張。
10月17日	クリストファー・フラワーズ氏が率いる投資家グループが先物取引部門（Refco LLC）を現金 7.7 億ドルで買収することで仮合意。Refco Inc. と関連 23 社がチャプター11 手続を申請。
10月18日	NYSE がレフコ株の上場廃止を決定。またオーストリアの副首相が、オーストリア中央銀行に Bawag 銀行とベネット氏の関係について調査を依頼。
10月19日	レフコが破産申請書類を修正。当初 490 億ドル相当とされていた資産は 165 億ドルに、債務は 168 億ドルに修正。不正発覚以来 10 日間で、先物取引部門と倒産手続による保護対象となっている店頭取引部門からそれぞれ 40% 以上の資金が引き出されたと見られる。
10月20日	インタラクティブ・ブローカー・グループが、先物取引部門に買収提案。提示価格は 7.9 億ドルとフラワーズ・グループを上回る。一方、関係筋より、破綻の原因となった 4.3 億ドルの負債は、有力ヘッジファンドマネージャー Niederhoffer 氏やロス・キャピタルなど、複数顧客が出した損失と繋がりがあるとの示唆。
10月24日	フラワーズ氏のグループが買収提案を撤回。
11月4日	先物取引部門の売却に関する入札を締め切り。5 グループが応募。一方、スノー財務長官は、下院金融サービス委員会にあてた書簡で、レフコ破綻を受け、商品先物や金融市場の取引規制の強化が必要かどうか検討する方針を示した。
11月10日	競争入札の結果、先物取引部門をマン・グループが落札（3.23 億ドル）したと発表。連邦大陪審が、ベネット前 CEO を証券詐欺、共同謀議等の罪状で起訴。
11月14日	トーマス・H・リー・パートナーズ、レフコ旧経営陣を相手取って損害賠償を求める訴訟を提起。
11月15日	ベネット氏を引き継いだウィリアム・セクストン CEO が突然辞任。企業再生アドバイザー、アリックス・パートナーズのロバート・ダングレモンド氏が暫定 CEO に就任。
11月24日	マラソン・アセット・マネジメントが、マン・フィナンシャルから旧レフコの欧州ブローカレッジ事業を買収することに合意。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

2004年のトーマス・H・リーによる出資も実現されなかった可能性が高い。まさに一連の混乱の根幹にあたる問題であり、今後の調査によって、詳細が明らかになることが期待されよう。

・問われる主幹事証券会社と監査法人の役割

レフコの上場と破綻を巡っては、証券市場・投資家の立場から同社の財務内容を審査し、正確な情報を投資家に開示する役割を求められる幹事証券会社と監査法人が、十分に機能しなかったのではないかという問題も提起されている。

特に、上場主幹事を務めたゴールドマン・サックスが、不祥事が公表されてレフコ株価が暴落する中で再生を助言するアドバイザーに就任したこと、さらにはゴールドマン OBのクリストファー・フラワーズ氏の投資会社が、チャプター11申請直前にレフコの最も魅力的とされる先物取引部門の資産買収をブレイクアップ・フィー付きで仮合意したことに対しては批判が大きかった。前者のアドバイザーの件については、ゴールドマンは当初、無料で引き受けたので問題はないと主張したが、その後、グリーンヒルにチャプター11手続の助言を任せる形で、本案件から手を引く形となった。また、クリストファー・フラワーズ・グループについても、ゴールドマンは特別に情報を渡したわけではないと主張したものの、破産裁判所からの申し入れもあって、同グループは買収提案を撤回することを迫られ、11月の競争入札ではマン・グループに競い負けることになった。

ゴールドマンは、レフコが上場したNYSE（NYSEのセイン CEOもゴールドマン OB）とアーキペラーゴの合併において、双方に議決権を持つ立場でありながらアドバイザーを務めており、今回の件で同様の「いくつもの

帽子をかぶる」手法に対して批判が再燃した格好と言える⁶。ゴールドマンと、同じく主幹事を務めたCSFBに対しては、レフコ投資家が株主訴訟を提訴する準備を進めている。

レフコの監査は2002年からグラント・ソートンが担当していた。グラント・ソートンは、いわゆるビッグフォー（アーンスト&ヤング、プライスウォーターハウス・クーパーズ、KPMG、デロイト・トウシュ）の寡占化が進む米国の監査法人業界で、「新しい選択肢」として宣伝中であっただけに、今回の事件でネガティブな影響は免れないという指摘が多いが、一方で、ベネット氏の隠蔽工作を暴くきっかけをつくったのが同社と見られること、レフコの内部統制上の問題を上場前に指摘していたことなどから、ゴールドマンに比べると、厳しい批判は少ないようにも見える⁷。

・規制の隙間

また、レフコ破綻の前後で指摘されたのは、レフコが多数の子会社を通じて複数の金融関連業務を行っていることから、縦割りの規制構造の隙間に入り込んでしまっていたとの指摘である。いわゆる持株会社にあたるレフコ・インクは、公開企業としてSECもしくはNYSEから規制監督の対象となっている。ただし、レフコの株主構造においては、一般投資家が投資できる持分は約20%に過ぎず、PEファンドのトーマス・H・リーとベネット氏の実質2者だけで80%近い議決権が支配される「Controlled Company」として、外部取締役などに関する企業統治関連の規制を適用免除される立場にあった⁸。また、20数社に及ぶ子会社群の中では、債券など有価証券の売買を行う証券部門（レフコ・セキュリティーズ LLC）がSECとNASDなど自主規制機関からの規制を、先物取引部門（レフコ LLC）が商品先物取引委員会（CFTC）から

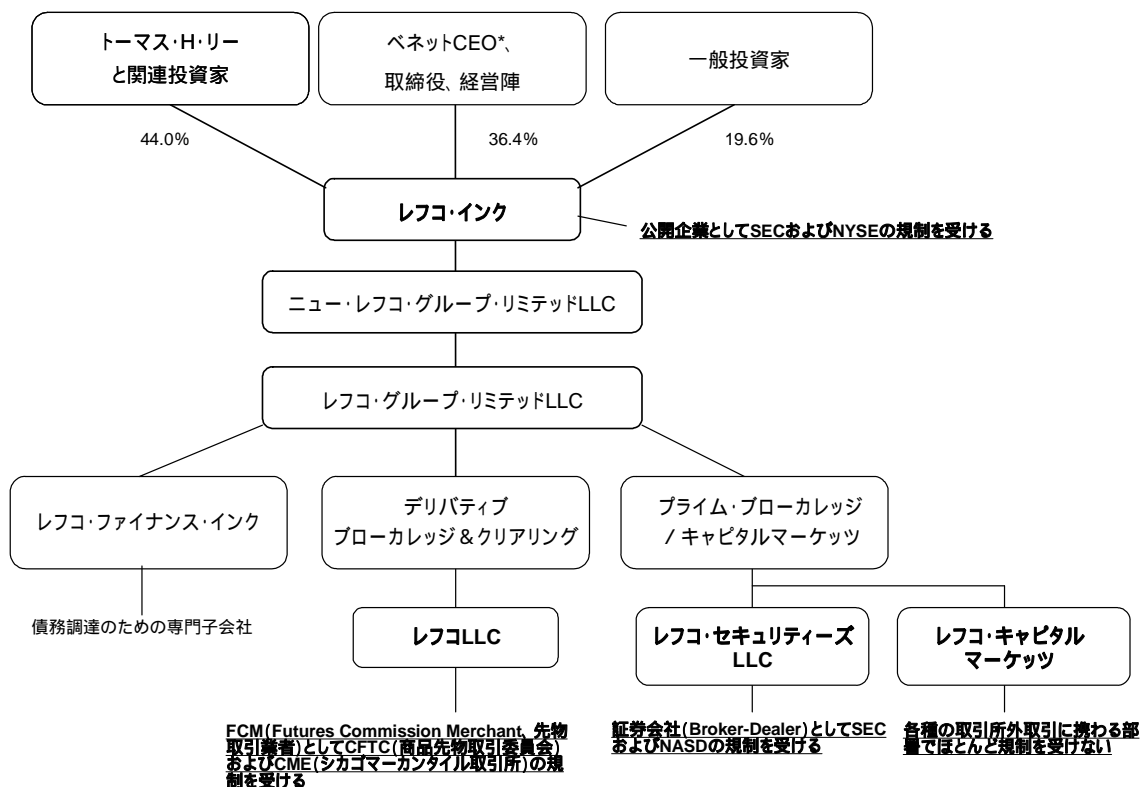
の規制を受ける一方で、店頭デリバティブ取引を行うレフコ・キャピタル・マーケットや、バミューダ所在の関連会社などは、相当程度、規制の網から外れるという構造になっていた（図表2）。

こうした規制の隙間が、レフコで起きていた問題が見過ごされた要因とする声がある一方で、SECやCFTCは、これまでのところ、現状の規制の枠組みを変えようという考えを表明していない。もともと米国では、90年代に証券形態をとらない店頭デリバティブ取引の規制をどうするかが議論されてきたが、2000年に成立した商品先物近代化法（Commodity Futures Modernization Act）において、明確に商品先物法の規制対象外とすることで決着させた経緯がある。店頭デリバ

ティブ取引に参加する投資家の多くが洗練された金融機関等であるというのが主な理由とされるが、スノー財務長官がすでに表明しているように、レフコ事件を契機に再び議論がなされる可能性があり、投資サービス法の制定へ向けた議論が進む日本からも注目を集めることになる。

また、新規公開企業に対する審査を強化する必要があるかという問題意識から、SECの上場認可時の審査プロセスや「上場後に」財務書類の正確性の宣誓を義務づけるサーベンス・オックスレー法の諸規定などについても、見直しを含めた議論が起こる可能性がある⁹。

図表2 レフコの株式保有構造と主要な事業の内容



*ベネットCEOの保有持分で33.8%。直接保有分とレフコ・グループ・ホールディングス・インク（ベネット氏100%保有会社）およびフィリップ・ベネット・スリー・イヤー・アニティ・トラストを通じた間接保有分の合計。

（出所）レフコ・インクのIPO登録届出書、“How Refco Fell Through Regulatory Cracks”, *Wall Street Journal*（2005年10月18日）より野村資本市場研究所作成

．おわりに

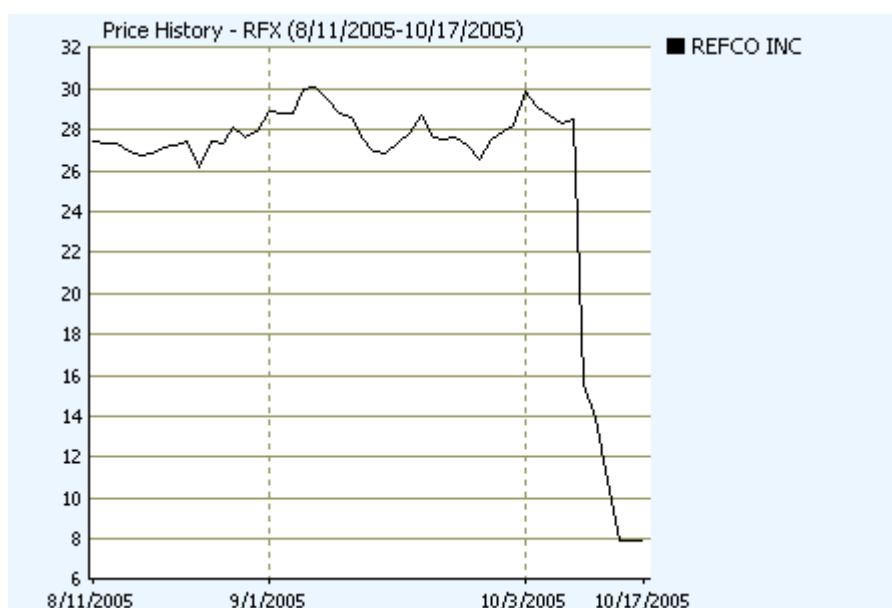
レフコ事件の金融市場への影響は、1998年のヘッジファンド危機などに比べると、それほど大きくなかったといえよう。しかし、多くの投資家を抱える商品ファンド等の資産管理をレフコが受託していたことなどから、今後とも債権債務関係の調整・処理は問題になると予想される¹⁰。

高い評価を得ていた企業があつという間に市場から退出させられたという点では、レフコの事例は非常に特徴的であった（図表3）。しかも、レフコの事業の性格上、取引相手・顧客からの信頼が失われたときの企業価値の消失の速度は非常に早いものであった。フラワーズ・グループが10月17日に約7.7億ドルと評価した先物取引事業が、11月5日にマン・グループが落札した時には約3.2億ドルの価値まで減少していたことは、象徴的である。更正を目指すチャプター11 手続を申

請したレフコだが、基幹ビジネスであった先物取引部門を売却するなど、事実上、解体・清算に近いプロセスを進めているともいえる（とはいえ、債権者は拙速な事業売却に反対しているとされる）。

こうして見てくると、レフコ事件は、経営トップが主導した会計不正が見過ごされたという点などでエンロン・ワールドコム事件と共通する点が多い。エンロン・ワールドコム事件の反省に基づいて、投資家の信頼を回復すべく進められたはずの資本市場改革、企業統治改革が、未だ道半ばであることも感じさせる。前述したように、会計不正の実際の規模や関与した人の範囲・責任など、多くの点がまだ不明であり、レフコ事件が提起した課題と日本への示唆を考えるには、今後とも動向を注視していく必要がある。

図表3 レフコの株価推移（NYSE 上場から上場廃止まで）



（注）NYSE 上場廃止後のレフコ株は、ピンクシート（ティッカーはRFXCQ）において1株65セントから1.5ドル程度で売買されている。

（出所）MSN Money

¹ うち現金支払分は 2.82 億ドルで、その他負債引受約 3700 万ドル、その他の負担約 4000 万ドルを含む。

² “‘The Closer’ Made Refco Biggest in Business”, *Wall Street Journal*, 10/15/2005

³ “A Smaller Auditor, Entangles Just the Same”, *New York Times*, 10/19/2005 など参照。

⁴ “Bawag faces probe over Refco loans”, *Financial Times*, 10/19/2005, “Austrian Bank’s Link to Refco Is Scrutinized”, *Wall Street Journal*, 10/19/2005 など参照。

⁵ “Refco’s Debts Started With Several Clients”, *Wall Street Journal*, 10/21/2005

⁶ “Do Goldman’s Many Hats Fit?”, *Wall Street Journal*, 10/20/2005, “Lex Column: Refco”, *Financial Times*, 10/18/2005 など参照。

⁷ “A Smaller Auditor, Entangled Just the Same”, *New York Times*, 10/19/2005, “From Wall Street Pros to Auditors, Who Knew?”, *Wall Street Journal*, 10/12/2005 など参照。なお、グラント・ソートンは、2005 年 2 月期の監査において、レフコの財務報告システムについて 2 点の重大な欠陥 (Significant Deficiency) があると指摘していた。一つは財務部のスタッフ数が十分でないこと、もう一つは決算処理の正式な手続化がなされていないことであり、IPO 登録届出書でリスク事項として開示されている。

⁸ 実質 2 者だけで 50% 以上の議決権を持つ NYSE 上場会社は、外部取締役が取締役会の過半数以上を占めるといった企業統治関係の規制の適用を除外される。

⁹ “How Refco Fell Through Regulatory Cracks”, *Wall Street Journal*, 10/18/2005, “Refco’s Sarbanes-Oxley Loophole”, *Wall Street Journal*, 10/24/2005 など参照。

¹⁰ 例えば、更正手続きの際の登録書類によれば、レフコの大口債権者リストには、米国の著名な投資家ジム・ロジャーズ氏が関与するロジャーズ・ロー・マテリアルズ・ファンドとロジャーズ・インターナショナル・ロー・マテリアルズ・ファンドという 2 本の商品ファンドが並んでいる (両ファンドのレフコに対する債権額は計 3.62 億ドル)。運用を担当するピーランド・マネジメント社は、ファンド資産をレフコが無断でオフショアのレフコ・キャピタル・マーケット社に移管したとして資金の返還を求め提訴している。“Did Refco Need Consent to Move Money Offshore?”, *Wall Street Journal*, 12/1/2005 など参照。