

## エンロンの失敗から学ぶ教訓～ピーター C.フサロ氏講演

第一研究部 電力グループ 研究員 奥沢 健

”

研究員 出口 純也

### はじめに

去る1月14日、GLOBAL CHANGE ASSOCIATES社 社長 ピーター C.フサロ氏が来日し、当研究所において「Lessons Learned from the Enron Disaster: Government, Capital Markets, Accounting and the Media」と題する講演を行った。

フサロ氏はエネルギー・環境コンサルタントとして活躍されており、13年前には同コンサルタント会社を設立し、デリバティブ（金融派生商品）やセキュリティ（証券）等幅広く手掛けている。昨年、フサロ氏が執筆出版した「エンロン崩壊の真実（WHAT WENT WRONG AT ENRON）」は現在もベストセラーを続けており、昨年11月には日本版（和訳）も出版されている。

今回の講演では、財務アナリスト的な視点ではなく、在ニューヨークのエネルギー専門家の視点からのエンロン崩壊の分析が行われた。以下、講演内容を紹介する。

### 1. エンロンの歴史・企業風土

#### エンロンの沿革

1984年 ケン（ケネス）・レイ氏がヒューストン天然ガス会社の会長兼CEO（最高経営責任者）となる。

1985年 天然ガスパイプライン会社と合併、天然ガス事業の規制緩和に軸足を置く。

1990年 天然ガスのトレーディング業務を開始。

1994年 電力トレーディング業務を開始。

1995年 英国においてガス・電力トレーディング業務を開始。その後、エネルギー総合企業として世界各国へ展開。

エンロンは巨大な負債の上に成り立った金融会社のようなもので、新規市場において、高い利幅で手っ取り早く儲けられるネタを絶えず探し回っていた。企業として適正な価値基準を持ち、厳格に審査を行いながら、腰を据えて忍耐強く利益をあげていくという体質ではなかった。堅固な足場を組み慎重に事業基盤を築くというよりは、個人のワンマンプレーにおいて業績を挙げたものに対し報酬を与えるという企業体質があった。

従業員の中には実際の働き以上に報酬をもらうようなケースも散見された。後に判明したことだが、エンロンが支払った巨額のボーナスは、必ずしも企業業績とは関係がなかつ

た。例えば、英国の主要な IPP<sup>1</sup>プロジェクトであるティーサイド発電所<sup>2</sup>の場合、これを担当したマネージャーは1,700万ドルものボーナスを受け取っている。また、トレーダーに対し、四半期毎の利益によって、当該四半期のボーナスを与えていたが、これではトレーダーが四半期の中で多くの取引量を稼ぎ出そうという傾向が強くなり、巨額の報酬を得ようとリスクを冒すことになる。

このような企業方針に従わない場合、解雇されることとなるが、エンロンの離職率は年20%にも達していた。若い人材を多く投入する一方で、長く会社の事業に携わっていた年配者を解雇するため、培った教訓が生かされず、同じ過ちを繰り返すこととなる。若い人材が上級役員のポストに就き、重い責任を抱え込むこととなるが、企業としては大変脆弱な状況にあったといえる。

また、エンロンにおいては、本来、土台となっていたエネルギー事業に対する理解が欠如していた。トレーディングを行うことが事業の本質であるという社風がエンロンであった。エネルギー事業がどちらかというと短期志向型であるのに対し、トレーディングは長期志向が必要である。この長期志向のトレーディングは、ストラクチャードファイナンス（仕組み金融）<sup>3</sup>と呼ばれており、これらの取引の中には20年、30年もの長期にわたる契約もある。エンロンは、20年後、30年後を見越した利益を前倒して計上していたが、これは、"mark to market accounting"（値洗い方式）と呼ばれているものである。

また、エンロンにおいて、「失敗」に対する寛容度はなかったといえる。一度でも失敗を冒せば、直ちに解雇されるという風土であった。そして、ボーナスはグループの評価に応じて支払われるものの、グループに対する評価よりも個人評価のほうが優先されるため、一人の社員がワンマンプレーヤーで業績を挙げればその社員がボーナスをもらう構造になっていた。したがって、エンロンにおいては協力体制といったものは一切なく、お互いに

---

<sup>1</sup> IPP (Independent Power Producer)

卸供給事業者、独立系発電事業者。

<sup>2</sup> ティーサイド発電所

エンロンが1988年、米国企業として初めて、英国内で建設を開始した発電所。ガスコンバインドサイクル発電所(1,825MW)の建設に約7億ポンド(約1,300億円)が投じられ、1993年に稼動を開始している。

<sup>3</sup> ストラクチャードファイナンス (structured finance : 仕組み金融)

単純な金銭消費貸借や株式・債券の購入ではなくて、ストラクチャー(仕組み)を使った資金調達手法を指す。具体的には、あらゆる事業、資産あるいは一個人の将来獲得収益まで、キャッシュ・フローの予測がある程度可能なものに関して、資金の需要者と供給者の双方のニーズに応じて商品が組み立てられ、一定の流動性が確保された有価証券に転換する。代表例が、IPPやPFI(Private Finance Initiative)といった事業向けのプロジェクトファイナンスであり、資産の流動化といったアセットファイナンス、そのほか航空機や船舶向けのリースファイナンス、M&AやMBO(management buy out)のためのファイナンスも、ストラクチャードファイナンスの一例。

対する恐怖のみが存在するという社風であった。

結局、エンロンは、事実上、投資銀行やヘッジファンドとまったく同じ内容の企業であった。そして、グローバルな規制緩和と自由貿易を提唱し、うまくメディア媒体を操作していた。ロビー活動についても、米国政府、米国州政府のみならず、日本を含む世界各国において活発に展開していたのである。

## 2. エンロンにおける成功と失敗

北米およびヨーロッパにおいて、エンロンは最も優秀なガス・電力事業者であり、これらの供給事業ではまったく損失を出していない。一級のリスク管理が行われ、大変優秀なアナリストを多く雇用しており、ガスおよび電力を一つの統合した事業として提供した先進企業であった。巨額のIT投資も行い、トレーディングをするグループとリスク管理を行うグループを個別に設けるという手法を導入していた。最も成功したビジネスモデルは、インターネットビジネスのプラットフォーム（基盤）であるエンロンオンラインである。

エンロン崩壊の結果、世界各国におけるガス・電力市場の創出という点で影響がでている。現在、ガス・電力市場は、極めて非流動的な市場となっており、エネルギーのヘッジングは数年前に戻ってしまったようだとされている。

また、従来型の厳しい規制時代が再来すると想定される。この再規制というのは、政府レベルばかりでなく、州レベルにおいても実施されるものと予想される。

ただし、カルフォルニア州において、エンロンによる市場操作の疑惑があるが、これは間違っている。カルフォルニア市場において、エンロンは成功裏にトレーディングを行い、10億ドルの利益をあげている。エンロンは、あえて市場操作を行う必要がなかった。また、将来を見越した容量を構築したり確保したりする行動は現在行われていない。

エンロンのビジネスモデルというのは、多くのエネルギー企業に導入されているが、これらの企業は大変厳しい状況に追い込まれている。これは、エンロンのトレーダーが他のエネルギー企業に転職し、そこで同様の考え方を導入しているためである。ダイナジー、アクイラ、ミラといった企業がエンロンと同じような問題に直面しているのは、この所以である。しかし、皮肉なことに、エンロンで名を馳せたトレーダーはまだまだ売り手市場であり、採用したいと考える企業は多い。

現在、エネルギー市場では、資産を多く抱え、金融取引を行う能力のある懐の深いプレーヤーが参入している。グローバルな市場統合が加速している中で、エネルギー事業は製油所や発電所といった資産を多く抱えなければならない事業であることを忘れてはならない。

失敗はエンロンばかりではなかった。米国におけるガス・電力事業者の上位20社のうち16社が現在、多くの問題に直面していると言われている。また、多くの通信事業者も破綻している。エンロンに融資していたマネーセンターバンクといった金融サービス会社等も破綻寸前の経営を強いられている。この余波は今後も続くと言われ、このような悪い状

況は次の2四半期は継続して起こるものと想定される。

現在、エンロンは米国の破産裁判所において、連邦政府破産法11条を申請中であるが、電気事業およびガス事業の領域では、現在も利益を上げ続けている事業体でもある。一方、保有資産については、債権者に対し譲渡が行われており、この裁判は何年も要すると考えられているが、破綻したエンロンが、再度、自らの力で立ち上がることは有り得ない。

さらに、エンロンは、さまざまな点で調査の対象となっており、13にも及ぶ米国議会の委員会が、また、連邦エネルギー規制委員会、連邦準備理事会、証券取引委員会等も調査に乗り出している。執行役員に対しては、禁固刑が予想され、すでに、2名の役員が有罪を認め、政府の調査に協力をしている。株主に対しても、部分的に被害額の返還が行われており、今後、詐欺罪としての刑事調査が待たれる。JPモルガン等の銀行に対しても、金融的な責任が問われるであろうが、ウォールストリート金融界の悪事の根源がすべてエンロンというわけではない。

では、なぜ、今回のエンロン崩壊のようなことが起こってしまったのかということだが、これはすべて、手数料が大元の原因となっている。多くの報道機関は、ストックオプションが原因としているが、やはり手数料が原因である。銀行は、取引を行う上で助言し、手数料を受け取る。会計士も、不法な会計手法をエンロンに導入する上で巨額の手数料を受け取っていた。

例えば、エンロンはアーサー・アンダーセンに対し5,200万ドルもの手数料を支払っている顧客であった。将来的に、アーサー・アンダーセンはエンロンからの手数料収入が1億ドルを下回らない重要顧客になるであろうと予測していた。

一方、エンロンは、1995年以降、現金は稼ぎ出していたものの、負債を埋めるまでには及ばず、ずっと赤字体質であった。それにもかかわらず、マネーセンターバンクは何百億ドルもの融資を行っていた。融資の理由は、手数料である。投資銀行は手数料によって利益が稼ぎ出されているからである。エンロンが手数料を払い続ける限り、巨額の融資を受けることが可能であった。貸借対照表に載らない簿外債務は、いわば、偽装借入金として隠蔽されていたが、エンロン破綻後、法規制当局が立ち入り発覚した。売上についても操作され、あたかも多くの利益が上がっているかのように売上が計上されていた。

結局、エンロンは、様々な市場や国々において手数料を提供する企業であり、エネルギーの取引事業者としてのエンロンは、(関係者に)誤った金融インセンティブを与えたために崩壊してしまった。

さらに、エンロンに大きく貢献したのはクリントン政権である。もちろん、ブッシュ政権の貢献も大きい。1990年代は好景気の陰に隠れて、独占禁止法等の施行が手ぬるくなったことも影響している。

エンロン崩壊の結果、アカウントビリティ(説明責任)の破綻を迎えることとなり、エンロン、また、エンロンと関係のあった機関銀行、監査法人、弁護士がその破綻の責任を問われることとなった。

しかし、エンロン崩壊がもたらした教訓の中には、有意義なものもある。体系的、組織的な改革の作業がすでに行われており、より厳格な規制が行われるであろう。財務諸表の開示においても、強制的にも、また、自発的にもより透明性を高めた開示が求められることとなる。将来的には、エネルギー市場および金融市場で、さまざまな規制が行われる利点もある。

### 3. 米国経済および米国規制構造への影響

エンロンに対する米上院の調査は2政党で行われることになった。企業の不正会計に対する対策としてサーベンス法案<sup>4</sup>が可決したが、これにより法人犯罪はより重い罰則と長期の禁固期間となる。また、アーサー・アンダーセンに替わる会計事務所はその収益の取り扱いに関して厳しい管理を要求され、過去の収益に関しても遡及して書き換えることが求められる。

エンロンやその他企業に対する貸し付けは大銀行の財務基盤を揺るがせている。エンロンに対するチェースおよびシティバンクの貸し付けは100億ドルレベルであり、エンロン倒産1週間前においても貸し付けが行われていたと報告されている。このため、さらなる銀行合併や連邦政府による銀行救済が予想され、エネルギー、通信、金融サービス、メディア、インターネット企業の財務内容の脆弱化は米国資本市場を不安定なものにしている。なお、防衛支出、不動産、ヘルスケア産業は堅調である。銀行は自己再建しようと、投資銀行事業と株式コンサルティング事業とを分離し、自主的に罰金を支払ったりしているのが現状である。

エンロン崩壊により、米国株式市場はボラティリティ（不安定性）が高い状況にあり、エネルギー市場では流動性が低下している。さらに、イラクとの開戦は、不幸のパンドラの箱を開けるようなものであり、今年は、ドルが益々弱含みになると予想され、米国企業の対外投資を減少させるであろう。一方、悪い側面ばかりではなく、厳格な会計手法の導入は企業の利益幅を目減りさせるものの、会計の健全化をもたらす。

巨額の手数料が法・会計のシステムにゆがみを生じさせ、他の事業者への悪い事例にもなった。また、メディアもエンロンが発表した会計報告を鵜呑みにし、報道したことは失敗であるが、エンロン崩壊の調査報告については真実を見極めようとする姿勢が見られる。米国企業の財務状況は悪いが、公聴会等の放映により、米国経済の透明化・グローバル化が図られるのはよいことだ。

---

#### <sup>4</sup> サーベンス法案

サーベンス・オクスリー法（企業改革法）。米国での企業の不正会計に対する対策として2002年7月25日可決し、30日に発効。役員に対する新たな規定として、SECに提出する財務諸表に対してCEOとCFOがその正確さを保証する証明書の提出が必要となり、経営トップという個人を特定して責任の所在を明確にした点が特長。

体制改革においては、資本市場の厳格な規制が導入され、これに抵触するものはより長期の禁固刑など重罰が科せられる。実際、フォーチュン 500 社のうち 480 社までもがエンロンと同じ財務体質であり、強制的、自主的な会計情報の開示が今後、一層行われるだろう。

一方、資金供給や長期投資が減少する可能性があり、実際、エネルギー分野では顕著化している。また、特にエネルギー事業の統廃合が活発化し、世界経済を牽引してきた米国の消費が減退する恐れがある。さらに、企業法人役員会の改革が求められているが、過去の責任から逃れたい、手数料の詳細なやり取りが把握できない等の理由で取締役になりたがる人材がいない。さらに、投資家による訴訟も多発してきており、将来的にエネルギー事業者は多くの訴訟問題に取り組まなければならない状況にある。

米国のバブル経済は既に終わっており、企業は業務実績、売上について、今まで以上に社内外に対し厳格な説明責任を負うこととなる。エンロン崩壊はエネルギー産業における金融詐欺の氷山の一角に過ぎないため、他のエネルギー企業は厳しく問われることとなり、その規制、公的監視は一層厳しくなるだろう。しかし、過去にも同様のことがあり、1890年代におけるロバーバロン<sup>5</sup>の事例のように、崩壊、再生は米国にとってよい経験となるだろう。一方、米国の株式市場および政府統括能力も世論に問われているが、こういったうがった見方は直ぐには解消されないであろう。「.com」ビジネスやエネルギー事業における損失は7兆ドルに匹敵し、今後、企業は強固な財務基盤による真の利益を創出することが必要で、投資に対してより慎重に選択しなければならないだろう。

現在、エネルギー取引市場は再編成時期を迎えており、トレーディングを行うエネルギー事業者の数は減り、政府の監視体制は厳しくなっている。また、ガス・電力市場を規制するために標準マーケットデザインが注目されている。エンロンの電力取引により、主にNYMEXは大きな利益をあげてきた。過去1年間において天然ガスの取引量は2倍になったといわれ、また、最近、電力の先物取引も組み立てなおし、今回は順調に導入されている。エネルギートレーディング資金は、店頭市場からNYMEXに移行していると言われていたが、これはNYMEXが連邦政府管轄下にあり、カウンターパートリスクがないこと等が理由となっている。今後、政府管轄のNYMEX、IPEが台頭し、店頭市場は縮小するであろう。また、エネルギーのリスク管理は今後、保守化・短期化し、エネルギー取引はスペキュレーション（投機）からヘッジング（リスク回避）へと移行するであろう。

---

<sup>5</sup> ロバーバロン（Robber Barons：強盗実業家）

1900年代前後の米国において、鉄道や鉄鋼、石油精製等の市場独占により蓄財した資本家たちをロバーバロン（強盗実業家）と呼ぶ。市場独占という行為を阻止するため1890年に制定されたのが反トラスト法（米国独占禁止法）である。

#### 4. 質疑応答

##### Q. 詐欺師は誰か？

A. 犯人はシンプルに言えばケン(ケネス)・レイ氏である。投獄はされないが、彼は1985年、従業員年金基金の余剰資金をエンロン買収に用いた。エンロンは設立当時から大きな負債の上に成り立っており、言うなれば大きな詐欺により成立しているといっても過言ではない。実際に禁固刑を受けるのは既に逮捕されているファストウ氏である。

##### Q. 一番の大手は逮捕されないということか？

A. そうだ。天才的詐欺師といえるかもしれない。1985年のガス事業の規制緩和をトレーディングの機会として抜け目なく利用した。それも誰も気がつかないうちに。

1987年のオイルスキャンダル<sup>6</sup>において、レイ氏は、同年2月に警告を受け、是正する機会が与えられたにもかかわらずこれを無視する決断をし、同年11月に10億ドルの罰金を支払った。この時の「警告に対し無視をする」という意思決定が、後に続く問題を引き起こす要因となったのである。すなわち、これを見習い、失敗を隠蔽することがエンロンの仕事のやり方になった。CEOのモラルが企業体内に反映されたのである。更に、エンロンはそれをグローバルに展開した。一方、社内の告発体制もなく、90年代初頭から倒産がうわさされつつも、資金は手数料さえ支払っていれば手に入った。エンロンは財務面のみならずモラルの面でも破綻していた。

##### Q. 企業内部の問題は日本にもある。政府のフリーマーケット偏重に原因があるのでは？

A. 構図としては、献金・ロビー活動で政府までも思い通り動かしたことにも失敗はあったと思う。

##### Q. 先物で利益を前倒しして損失を隠したとのことだが、会計的にどのように行ったのか？可能なのか？

A. “burying losses”（損失を埋め込む）という手法を用いており、1987年のオイルスキャンダルにおいては10億ドルの損失を1億9千万ドルとしているうえ、本来、1987年から93年に渡り帳簿に記載しなければならないのになぜか消えている。これは会計上明らかに詐欺なのだが、詐欺を行うには会計士の承認が得られないはず。従って、会計処理自体が長年に渡って崩壊していたといわざるを得ない。パートナーシップも3,500もあり、そ

---

<sup>6</sup> オイルスキャンダル

エンロングループ内の石油事業会社エンロン・オイルは、トレーディングによる多額の損失の隠蔽を続けていたが、1987年、連邦政府の調査により発覚した。当時、エンロン・オイルは米国証券取引委員会に対し、8,500万ドルの損失を報告したが、実際の損失額は1億9,000万ドルあるいはそれ以上に膨れ上がると推測されている。

の数自体もばかげており疑問だ。

**Q. システム崩壊の最大の原因は「手数料」にあるとのことだが、新しいシステムはこれを解決できるのか？**

A. 現在、役員レベルへの報奨をどうするかに焦点が当たっている。1億ドル+ボーナスといった支払いは無くなる。企業業績について専門家により評価が行われ、役員レベルの報酬が決定されることになるであろう。上場企業については、開示される財務諸表により業績が判定されることになるため、現在、証券取引所のスタッフ増員、ブッシュ政権における関係予算の増額が行われている。

当初、トレーダーは2年契約で、ストックオプションではなく、手数料により報酬が支払われていた。創設者も同様である。1995年に上級役員に対してのみ、ストックオプションが導入され、その後、1998年にはトレーダー等に対しても導入されていった。この時期は、エンロンの損失が雪だるま式に加速した時期であり、このことは、トレーダーに対する報酬を現金ではなく、ストックオプションで支払う誘因となったのである。言うまでもなく、これは後日紙切れになってしまった。

**Q. 日本の不良債権について何かコメントを**

A. ノーコメント。ほかの国の事情には口を挟めない。

## 5. まとめ

今回、エネルギーコンサルタントの視点からのエンロン崩壊の分析が紹介されたが、崩壊の最大の原因はトレーダー、会計士、銀行に支払われた手数料（fees）としていた点が興味深い。トレーダーの個人利益追求、会計士および投資銀行の手数料収入の追求はそれ自体、最大利益を追求する個人・企業の正当な行為と考えられるが、一方で、エンロン従業員のモラルハザード、会計士の粉飾会計幫助、銀行の過剰貸付を許容する土壌を生み出すこととなった。

現在、米国では、「崩壊」で炙り出された司法、会計システムの不備や損なわれた信頼の建て直しが行われ、新たな「再生」が試みられつつある。

いままなお、米国経済等に対するエンロン崩壊の影響が続いているとのことだが、商品取引市場、とりわけエネルギー市場に与える影響に注視し、今後の動向の把握に努めたい。

お問い合わせ：[ieej-info@tky.ieej.or.jp](mailto:ieej-info@tky.ieej.or.jp)