

Contents

\*\*\*\*\*

特集：エンロン・ショックと米国型資本主義	1p
< 今週の”The Economist”から >	
"The impossible dream" 「見果てぬ夢」	8p
< From the Editor > 「エンロン主義」	9p

\*\*\*\*\*

特集：エンロン・ショックと米国型資本主義

ブッシュ大統領がプレッツェルを咽喉に詰まらせて気絶したとき、米国の政治マンガは期せずして「“E”型のエンロンマークのプレッツェル」というネタであふれかえりました。これは痛いところをついていて、「ブッシュが『悪の枢軸』などと対決姿勢を強調するのは、エンロン・ゲートから国民の目をそらすため」という指摘には、「下司のかんぐり」以上のものがありそうです。

エンロンの問題は単に政治スキャンダルや経済事件というよりも、**実は米国型資本主義の欠陥を浮き彫りにする歴史的な事件**であったようです。そこでこの事件を取り上げて、「米国経済はついに行き詰まった」という声は多いのですが、筆者はむしろ米国社会の質的な変化をもたらす、前向きな結果が得られるような気がしています。

栄光からの転落

ひとつの企業の倒産が、これほど幅広い影響を及ぼすことは稀であろう。米国第7位の巨大企業エンロンは、昨年12月3日に破産法11条の適用を申請し、米国史上最大の倒産劇となった。

**エンロンは90年代の米国経済を象徴するような企業**である。「電力自由化の旗手」「革新的経営のお手本」「ブッシュ政権に深く食い込んだ政商」「巨大エネルギー企業、その実態はガス・パイプライン付きヘッジファンド」など、冠せられた称号(?)は多い。規制緩和に沿ってエネルギー商社として急成長し、エネルギー商品のデリバティブズ市場を作り、ネット取引を拡大し、ついにはウォール街の有力トレーダーとなった。

この間の説明は皮肉屋のクルーグマン教授の言葉をお借りするのが分かりやすい<sup>1</sup>。

エンロンは何でも売ったが、結局はみずからを上手に売った。そのために、ビジネスの教祖たちが愛するような自画像を描いた。『マッキンゼー・クォーターリー』や『ハーバード・ビジネス・レビュー』に載る図表のように、エンロンのビジネスプランは格好のパワーポイント・プレゼンテーションになった。他の企業が教祖をコンサルタントとして雇ったのに対し、エンロンは教祖に会社を委ねた（エンロンを今日あらしめたジェフ・スキリングは元マッキンゼー）。彼らがやったことはトレンド的な企業を作って、投資家を目くらましにしたことだ。そして経営者たちは、金融自殺からまんまと逃げおおせた。（中略）

1997年から2000年にかけて、エンロンの株価は20ドルから90ドルに上昇した。ビジネスの教祖は、企業の価値はその資産にありとする旧式な企業を見下した。「資産に基盤を置く企業戦略の有用性は失われつつある」と『マッキンゼー・クォーターリー』のコラムは宣言した。未来は目に見える手段を持たない企業のものであった。別にドットコム企業のことを言っているわけではない。教祖たちが称えたのは新時代のヒーローたちである。その中には油田も製油所も持たない石油開発企業や、工場を持たない半導体製造企業もあった。柔軟性とビジョンこそが問題であって、ブリックやモルタルや鋼管ではなかった。

つまり90年代後半に「モノよりアイデア」の企業経営が主流になった時代には、エンロンは優等生的な企業だったのである。筆者にも覚えがあるが、去年夏の時点で「成功している電子商取引」を探すと、エンロン・オンラインくらいしか見当たらなかった。ところが、なぜエンロンだけが成功したか、という理由はついで分らなかった。

他方、グリーンズパン議長のエンロンに対するコメントも興味深い<sup>2</sup>。

ある意味では、わが国のGDPにおいて、実物資産よりもコンセプチュアルなものを重視する企業が占める部分が増えていることは、景気循環のボラティリティを減らしているのかもしれない。しかしコンセプトが価値の重要な部分を形成する企業は、それ自身が脆弱性をもつ。（中略）実物資産は、それがオフィスビルであれ自動車生産工場であれ、たとえ経営陣の評判が地に落ちたとしても生産能力は失わない。エンロンの急速な転落は、市場価値のほとんどが資産化された評判に依存している企業が脆弱性を持つことを効果的に示している。

端的に言えば、「企業経営は常識に帰れ」ということに尽きる。エンロンの破綻は、「モノよりアイデア」の企業経営ブームに止めを刺したといえるだろう。

---

<sup>1</sup> "Death by Guru" (The New York Times Dec18,2001)

<sup>2</sup> 2月27日に行われた議会証言を参照（とっても訳しにくい！）。

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2002/february/testimony.htm>

## 循環問題と構造問題

エンロンに関するニュースを拾い集めていると、「どこかで聞いた話」という印象を否めない。"Newsweek"誌の3月11日号は、"The Wild Culture of ENRON"と題して、同社の経営陣内部の競争がいかに過酷で、また乱れきっていたかを「これでもか」というほどに描いている。古来、大規模な企業スキャンダルが出る際に、かならずつきまとうような話が満載である。1月25日に同社の元副会長が自殺を遂げるなど、おどろおどろしい事件もつきまといているが、それさえも「デジャ・ヴ」である。

なぜこれらの話が懐かしく思えるかといえ、われわれ自身にも80年代のバブルや、つい2年前のITバブルの記憶が鮮明に残っているからだ。裏社会出身のバブル紳士が海外リゾート開発の旗手になったり、ただの携帯電話販売会社が「ニューエコノミー銘柄」になる、といったことは何度も繰り返されてきた。その時点では当然と思われていることが、いったん化けの皮が剥されると、すさまじい内情が暴露されるというのも毎度の話である。

資本主義社会においては、この手の「Boom and Bust」はめずらしいことではない。というより、それがひとつの活力の源とでもいうべきであろう。この面からいえば、エンロン破綻は資本主義社会にありがちなひとつの事件ということになる。

とはいえ、エンロンの破綻は、いくつもの意味でこれまでの米国を支えてきたシステムの矛盾を示しているようだ。「企業経営の行き過ぎ」という循環的な問題をさておいても、エンロン・ショックは米国社会の制度上の欠陥を示すような構造的な問題を浮かび上がらせた。少なくとも以下の4つの点を挙げることができよう。

### その1：政治との癒着

#### < 現状 >

エンロンはブッシュに対して、これまでに総額70万ドルの献金を行った最大のスポンサー企業であったのみならず、主要閣僚にも食い込んでいた。エンロン捜査を指揮する立場のアシュクロフト司法長官さえも、上院議員時代に5万8000ドルを受領済みである。

さらに民主党議員にも幅広く献金を行い、上院議員のうち実に7割がエンロンからの献金を受け取っていたという。「薄く広く」政治家への影響力を行使していたという点で、ほとんど米国版リクルート事件だ。

レイ会長は「店頭取引デリバティブ」に対する規制を行わないように求めるなど、政治力を発揮していた。チェイニー副大統領とは通算で6回会談し、便宜を計るように求めている。エバンズ商務長官、オニール財務長官には、会社の破綻直前に電話で救済を依頼している。ただし、ブッシュ政権が便宜供与を図るなどの違法行為は発見されていない。もっとも「違法行為はなくても、倫理的な責任はある」という批判は避けられまい。

### <問題点>

米国における「クローニー資本主義」ともいうべき事件である。

この背景には、「政治にカネがかかる」という民主主義社会の根本的な問題がある。米国では「後輩議員に金を配る」ことは考えにくいので、政治資金 = 選挙資金と考えていだろう。最近ではメディア戦略の重要性が高まり、選挙にかかる費用も巨額になりつつある。ゆえに「選挙に金がかかる」ことが、こうした事態の温床になっている。

### <展望>

安全保障問題に強いブッシュ政権らしく、この件では見事なリスク・マネジメントを示している。まずブッシュ政権の関係者が、レイ会長から接触を受けた事実を率先して公表。「やましいことは何もない」と強調した。それと同時に、現在はシティグループの共同会長であるルービン元財務長官が、エンロン救済のために動いたという事実を公表。これで世論に「どっちもどっち」という印象を与えることに成功した。

他方、2000年大統領選挙の際に「ブッシュVSマケイン」の共和党予備選挙で浮上した、選挙資金制度改革論議に再び火がついた。一時はモメンタムを失っていたが、マケイン上院議員はこれで勢いを得て法案を提出。共和党はなんとか阻止したいが、世論を考えると反対は難しいところ。

また秋の中間選挙を控え、民主党は絶好の攻撃材料を手にしたといえる。ブッシュ政権は対テロ戦争という「戦時下」にあることを理由に、超党派の支持を呼びかけているが、昨年秋のような異常な緊張感はずでに薄れている。「9・11」によって沈静化していた与野党の党派的な対立は、今後ますます深まる見込みである。

## その2：環境・エネルギー政策

### <現状>

昨年5月16日に発表されたブッシュ政権の「国家エネルギー政策」<sup>3</sup>に対し、エンロンが影響力を行使していた形跡がある。アラスカ州における石油開発、環境規制の緩和、原子力開発の再開、さらには京都議定書からの離脱といったブッシュ政権の保守的なエネルギー・環境政策に、あらためて疑念が持たれている。

そもそも「国家エネルギー政策」は、チェイニー副大統領を座長とするNational Energy Policy Development Group (NEPD) が、大統領に対して行った提言というスタイルを採っている。この提言部分を見ると、"The NEPD Group recommends that the President XXXXX"(NEPDグループは大統領に対し、XXXXXするように提唱する) といった文章が全部で105

---

<sup>3</sup> <http://www.whitehouse.gov/energy/> に全文がある。

本も並んでいる。しかしNEPDのメンバーは、チェイニー座長以下、閣僚や補佐官ばかり14人しかおらず、こんな多忙な人たちがわずか3ヶ月で、全部で160pもある提言をまとめたことになっている。「エネルギー問題に長年携わってきた専門家を大勢迎え入れた」というものの、とりまとめは批判勢力を排除して極端な秘密主義のもとで行われた。

エネルギー業界は、2000年選挙で総額2250万ドルの政治資金を共和党に寄付している。その中核にいたのがエンロンであると見られている。

#### < 問題点 >

日本であれば、政治と企業の間には経済団体（経団連など）や業界団体（石油連盟など）が仲介役となるので、一定の透明性と健全性を保つことができる。だが米国は、個人や企業によるロビイングの権利を憲法で認めている。これが不明朗な政財癒着の温床となっている。

#### < 展望 >

ブッシュ政権は、依然として高い支持率を示しているものの、環境・エネルギー政策への支持率は明らかに低い<sup>4</sup>。国家エネルギー政策はその後法案化され、現在議会が審議中だが、成立は不透明になったと見ていいだろう。

またブッシュ大統領が微妙に、「環境重視」にハンドルを切っていることも見逃せない。京都議定書への代替案を出したのはいうまでもなく、2月25日にはホワイトハウスがハイブリッドカーの開発販売促進展示会を開催している。また水素燃料電池車の開発を進める「フリーダム・カー」構想を打ち出している。良くも悪くも「環境といえばゴア」という記憶が薄れつつあるので、これからは「環境に優しいブッシュ」をアピールする方針らしい。

### その3：会計監査制度

#### < 現状 >

エンロンの簿外取引を会計監査法人であるアーサー・アンダーセンが見逃し、さらに証拠隠滅にも手を貸していた。金融市場の公正さを保つための基本的な仕組みが疑われたことで、市場には「第2、第3のエンロンがあるはず」との疑心暗鬼が生じている。このため社債やCP市場が不安定になり、企業が資金調達に困難を来している。

#### < 問題点 >

おそらく米国経済にとっては、これがもっとも深刻な問題であろう。会計監査制度が疑われるようでは、米国の資本主義が機能しなくなる。改革のための主な論点は以下の通り。

---

<sup>4</sup> 一般教書演説直後に行われたNewsweek誌の世論調査によれば、ブッシュ政権の支持率は83%。個々の政策では、対テロ姿勢(63%)や国土防衛(63%)は高いが、景気刺激策(47%)や減税(46%)はやや低く、環境(37%)、エネルギー(37%)ははっきり不評である。

会計士が相互にチェックするという現行の自主規制制度では不十分で、監査法人を監査する制度が必要。

一定期間ごとに企業が監査法人を入れ替えることを義務付ける制度が検討されている。C P A がコンサルティング会社を兼営しているのは、野球の審判が打撃コーチを兼ねるようなもので、利益相反が生じる。

5大会計事務所(ビッグファイブ)は、相次いでコンサル会社の切り離しを宣言。国際的に共通の会計基準( I A S )を作る動きがある一方で、米国は独自の体系である G A A P にこだわっている。

米欧間で綱引き材料に(詳しくは「今週の"The Economist"」を参照)。

#### < 展望 >

90年代後半から 株価重視経営のために、"Aggressive Accounting" (攻めの企業会計) を行う企業が増えていた。たとえば1998年のシスコ社は13億5000万ドルの利益を計上していたが、経費として発行されたストックオプションを時価で換算すると、49億ドルの赤字になったという。本来、保守的であるべき企業会計が、不健全な状態になっていたといえる。その背景としては、「ニューエコノミー」ブーム、株価の上昇(バブル)、司法環境の緩和などが挙げられよう。

監査法人が信用できないのでは、米国の資本主義が危ないということになる。きびしい当局の監視、厳密なディスクロージャー・ルール、そして自己責任原則のプレイヤー、というのが米国金融市場に対する一般的なイメージである。それが意外なほど、いい加減だったということが明らかになってしまった。

1年前のフロリダ再集計では、民主主義とハイテクの先進国、米国の投票システムが実に頼りないことがバレてしまったが、エンロンゲート事件は、別の意味でこの国の脆さを暴いているようだ。(ちなみに、フロリダ州はすでに最新鋭の投票システムを用意して、今年秋の中間選挙を待っている)

### その4 : 企業年金

#### < 現状 >

エンロンの経営陣が、経営危機の最中に自社株を売り抜けるというインサイダー取引を行った一方で、従業員は企業年金で自社株に投資された分を解約することができず、雇用と老後資金の両方を一挙に失うことになった。

#### < 問題点 >

従業員への給与や退職金を自社株で払うことは、企業にとって実に都合のいいことである(キャッシュフローが不要、従業員のモチベーションを高める、安定株主を増やせる)。そ

のため、ストック・オプションやESOPのような制度が盛んに行われてきた<sup>5</sup>。たとえばP & Gのように、従業員年金の実に94.7%を自社株で運用しているケースさえある。株高が続いている間は従業員も満足していたが、ひとつ間違えば今回のような悲劇を招くことが明らかになった。

#### < 展望 >

401(k)プランの改革が論議され始めた。確定拠出型への加入から一定期間を過ぎれば、自社株を他の資産に転換する権利を与える、あるいは個人勘定の中で自社株が占める比率に上限をつける、などのアイデアが出ている。

### 進化を迫られる米国型資本主義

クルーグマン教授は、New York Times紙上で「9・11ではなく、エンロンこそが米国社会の転換点であったと見られるようになるだろう」とコメントした。たしかにその面は否めない。海外から言わせてもらえば、「グローバル・スタンダードが聞いて呆れる」というのが率直なところであろう。

ただし前述の通り、エンロンの問題は循環的な面と構造的な面に分けて考える必要がある。構造的な4つの問題を振り返ってみると、たしかにエンロン破綻は米国型システムの変容を迫る頂門の一針だった。それでも上記4つのポイントすべてにおいて、制度改革の議論が展開されているところを見ると、むしろこの事件を機に米国型資本主義にポジティブな変化がもたらされるような気がする。

ここでわが国のケースを振り返ってみれば、住専処理問題の失敗を引きずって金融不安が続き、厚生省の薬害エイズ問題と同じことを農水省が狂牛病で繰り返している。どこが違うかといえば、米国社会には自己改革を行うシステムがビルトインされており、わが国の場合は「喉元過ぎれば熱さを忘れる」から、としか考えようがない。最近の外務省改革の論議も、おそらくは似たようなことで終わるのだろう。

「エンロン・ショックで米国経済は馬脚を現した」と快哉を叫ぶような議論を聞くたびに、個人的には「そんなことを言えた義理か」と思っている。

\* 本稿執筆に当たり、ワシントン在住の友人2人のHPが提供している情報を参考にしました。ここに感謝するとともに、URLを記して推奨しておきます。

Just for the Record

<http://www.geocities.co.jp/WallStreet-Stock/5466/>

The Gateway to the U.S. Labor Market

<http://203.174.72.112/uslabormarket/>

---

<sup>5</sup> ESOP(Employee Stock Ownership Plan)とは、確定拠出型プランの一形態。日本の従業員持ち株会に似ているが、拠出はすべて企業が自社株で行い、一定年齢までは他の資産への転換を認めないことが多い。株主と労働者の利益を接近させるので、ベンチャーなど中小企業で行っているケースが多い。

< 今週の”The Economist”から >

”The impossible dream”

March 2<sup>nd</sup> 2002

「見果てぬ夢」

( p.67 ) Finance and economics

\* 米国企業の会計基準は I A S ( 国際会計基準 ) より G A A T ( 米国独自の基準 ) が優勢。  
グローバル・スタンダードが苦手なのは日本だけではないようです。

< 要約 >

なぜ米国人は I A S ( 国際会計基準 ) を受け入れないのか？ 5月には E U 単一市場に S E C を設置しようと計画中のボルクスタイン審議官は悩む。米国は国際ルールに沿った会計を用意すれば、自国の金融市場に参入させると約束するが、果たされない。外国企業が N Y S E に株式を上場するときは、米国の G A A P ( 通常会計原則 ) に合わせなければならない。

米国における信頼は、ロンドンに本拠を置く I A S B にとってはゆゆしき問題。世界最大の金融市場が受け入れてくれないなら、導入する企業も増えてくれない。ダイムラー・クライスラーのように、国際基準をパスして G A A P を使う会社もある。I A S B はルールを作ることは出来ても、強制することはできない。時に利あらず、レビン上院議員が「エンロン首脳は I A S B 基準に影響力を及ぼせると踏んでいた」ことを示唆した。

G A A P の基準を決める F A S B のジェンキンス会長は、「国際基準は包括的ではない」と主張する。米国は大原則よりは細かなルールを尊重する。I A S B はもともと各国の基準をまとめているために、多様な会計上の扱いを認めている。基準の適用も一様ではない。

I A S B は、エンロン破綻への怒りで米国での使用が広がると信じている。国際基準ならば、特別目的会社に関する報告を強制されるからだ。欧州企業は2005年までに I A S を使うことが義務付けられており、これも一役買うはずだ。

概ね状況は良好なのだが、最重要課題は株式による給与の処理。I A S B は昨年から取り組んでいて今年の秋にも試案が出る。すでに下院の金融サービス委員会や米国企業からの反対が渦巻いている。先週、欧州委員会は I A S B に合意までには時間がかかると伝えている。

英国の企業家にはすでに不人気な I A S B 会長は、「ストックオプションが使えなくなると、ますます欧州企業が米国に対して不利になる」という不満を受けそうだ。I A S B を監督する欧州金融報告諮問委員会は圧力をかけるだろう。米国では議会の圧力に負けて、F A S B はストックオプション規制を断念している。I A S B が少しでも前進すれば、米国でも株式による給与への会計基準が見直せるかもしれない。



## <From the Editor > エンロン主義

エンロンがやってきたこととは何か。以下のジョークがもっとも雄弁に物語っているように思います。以下、余計な注釈抜きでお楽しみください。

### **Feudalism**

You have two cows.

Your lord takes some of the milk.

### **Fascism**

You have two cows.

The government takes both, hires you to take care of them and sells you the milk.

### **Communism**

You have two cows.

You must take care of them, but the government takes all the milk.

### **Capitalism**

You have two cows.

You sell one and buy a bull.

Your herd multiplies, and the economy grows.

You sell them and retire on the income.

### **Enron**

You have two cows. You borrow 80% of the forward value of the two cows from your bank then buy another cow with 5% down and the rest financed by the seller on a note callable if your market cap goes below \$20B at a rate two times prime. You now sell three cows to your publicly listed company, using letters of credit opened by your brother-in-law at a 2nd bank, then execute a debt/equity swap with an associated general offer so that you get four cows back, with a tax exemption for five cows. The milk rights of six cows are transferred via an intermediary to a Cayman Island company secretly owned by the majority shareholder who sells the rights to seven cows back to your listed company. The annual report says the company owns eight cows, with an option on one more and this transaction process is upheld by your independent auditor and no Balance Sheet provided with the press release that announces that Enron as a major owner of cows will begin trading cows via the internet site COW (cows on web). I am sure you now fully understand what happened.

閑話休題。当研究所は4月1日から分社化され、「株式会社 日商岩井総合研究所」として出発します。新会社を作るというのは結構手間がかかるもので、最近はその準備に追われております。ということで本誌は来週号をお休みし、次回は3月22日（金）にお届けする予定です。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記あてにお願いします。  
〒135-8655 東京都港区台場 2-3-1 <http://www.nisshoiwai.co.jp>  
日商岩井ビジネス戦略研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-2183  
E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp)