

エンロン・ワールドコム事件と株主価値経営の限界¹⁾

片 岡 信 之

キーワード

株主価値経営
エンロン
ワールドコム
アメリカ型コーポレート・ガバナンス
不正会計
株価第一主義

1. 規制緩和路線の登場と バブル経済化

20世紀末の20年間は、アメリカ経済と企業経営がそれまでと異なった特徴を呈した時期であった。

1973年の第1次オイルショック、79年の第2次オイルショックで先進諸国の経済成長率が停滞し、労働生産性の鈍化、インフレ体質の定着、貿易収支の赤字、財政赤字の急拡大、ドル威信の低下といった現象が出現した。そのような中で、ケインズ経済学に依存して行われてきていた「大きい政府」への批判が台頭し、「小さな政府」と市場主義的経済観を基軸に据えた新自由主義政策によって取って代わられるようになる²⁾。1979年5月イギリス総選挙で保守党が勝

利し、サッチャー政権によって経済活性化を狙った国営企業の民営化、規制撤廃の市場主義改革が行われる。このような政策基調は1981年1月に発足したアメリカのレーガン政権によっても踏襲される。80年代のレーガノミックスは、① 政府支出の削減、② 大規模減税、③ 規制緩和による小さな政府、民間活力利用による成長率向上、④ 安定的通貨供給によるインフレ抑制、⑤ 直接投資の促進、⑥ 世界の自由市場化による経済活性化といった政策として実施されていった³⁾。航空旅客産業、天然ガス、電力、金融、通信など多くの分野で規制緩和が中心的に取り込まれ、それに伴う資産流動化、新投資家層の誕生、401Kの導入による資金供給、グローバルスタンダード（内実はアメリカ企業に都合のよいアメリカンスタンダードであった）による海外投資の促進が進んだ⁴⁾。

80年代の経済好転は出来なかったものの、この間に事業再編、企業システムや生産システムの再編成、労使関係の転換など、未曾有の構造転換がなされ⁵⁾、90年代になってからの急速な景気上昇に結びついていく。

91年春から始まった好景気は2001年春までまる10年間も続き、史上最長とすら言われた。民間設備投資、特に規制緩和に支えられたIT関

1) 本稿は当初、『現代アメリカ経営史』（ミネルヴァ書房、2004）の一つの章として書き下ろしたものである。しかし、その際には、紙幅の関係から、この原稿は大幅に圧縮せざるをえず、特にワールドコムの記述については、全面的にカットせざるを得なかった。今回、全文復活の機会を与えていただいた大貝威芳博士と龍谷大学経営学会に感謝の意を表する。畏友大貝教授の今後ますますのご健勝とご活躍を祈念する。

2) 佐和隆光『市場主義の終焉』岩波書店、2000、48頁。丸茂明則『アメリカ経済 市場至上主義の限界』中央経済社、2002、6－8頁。

3) 丸茂明則、同上書、11頁。

4) 藤田正幸『エンロン崩壊—アメリカ資本主義を襲う危機』日本経済新聞社、2003、262頁。

5) 河村哲二『現代アメリカ経済』有斐閣、2003、328頁。

連の技術革新と設備投資がその中心となった。アメリカのこの成長を見て日欧からの投資が増え、90年代後半には株式市場が空前の活況を呈するにいたった。豊富な資本と情報技術（IT）を融合させた新分野が次々と生まれ、IT革命と金融革命が時代のキーワードとなった。時流に乗った数多くのハイテク・ベンチャー企業が現れ、彼らに賭けた株式投資はしばしば巨大な儲けをもたらした。富はさらに大きな富を生み、「貪欲さが企業社会に蔓延している」（グリーンSPAN米連邦準備制度理事会議長）と言われる状況が醸し出された。利益が伴わなくても、将来の成長性期待だけから株価が上昇した。株高は、株式を保有する米国民の資産をも膨らませ、大衆の旺盛な消費意欲を生んだ。こうして、実体経済の好況が株価のバブル経済（金融バブル）を引き起こす方向に進んでいき⁶⁾、やがて株価中心に経済と経営が動いていく仕組みが生まれた。本稿でとりあげるエンロンやワールドコムの急成長も、このような状況と深く関わっていたのである。

アメリカ経済と企業は理想的な軌道をたどっているかに見えた。長期的好況にもかかわらず、インフレは起こらなかった。双子の赤字（財政赤字、貿易赤字）は98年度に29年ぶりの収支均衡を達成した。他方で共産圏諸国は80年代末から90年代初めにかけて崩壊し、社会主義にとどまった国々も市場経済を採用して経済立て直しを図った。80年代には自動車や電機などでアメリカを凌駕していた日本でも、90年代になると企業の業績低迷とその長期化が進み、アメリカの企業改革に学ぼうとする議論が盛んとなった。アメリカ流の市場主義をベースにした「グローバル・スタンダード」の議論と政策が、旧ソ連、東欧諸国、東アジアにもインパクトを与え、あちこちでそれに倣った政策が進行した。このよ

うな自信を背景として、90年代半ば頃から、アメリカではニューエコノミー論が大真面目に唱えられる。アメリカ経済は従来とは異なる新時代に入ったからインフレなき高成長を長期間維持出来ているし、ITの高度利用により在庫循環や景気循環の振幅も非常に小さくなった（あるいは消滅した）、等々の議論である⁷⁾。

株価中心に廻っていく仕組みは、株主中心・株価中心の新しい企業観の盛行につながった。それによれば、企業は株主のものであり、被用者である専門経営者は株主価値を最大にすることが任務だとする。株主による経営者の監視を中心とした企業統治論（コーポレート・ガバナンス）が流行となった⁸⁾。株主は経営者に大きな権限と多額の報酬（ストックオプションなど）を与え、株主利益を上げるために精励するよう誘導するというビジネスモデルが推奨された。経営者のほうもまた、買収とリストラ、企業拡大等を通じての高利益・高株価の維持によって、巨額の富を得ることが出来た。株価が高ければすべてがうまくいく、という構造がで

7) 「ニュー・エコノミー論」を唱えた代表的な論文として例えば、Weber (1997) がある。Weber (1997) は、景気循環の振幅の減少に貢献している重要な六つの要因として、(1) 生産のグローバル化、(2) 金融市場の進化、(3) 製造業からサービス業への雇用の変質、(4) 政府の政策変化、(5) 新興市場の興隆、(6) 情報通信技術の目覚ましい進歩を挙げている。これらの要因が、市場での取引費用を削減して需要調整をより一層柔軟化し、経済の振幅を小さくして安定した経済成長軌道の実現をもたらしたと論じている。

8) この変化は、企業支配論の領域での議論に変化を生んだ。佐久間信夫は次のように書いている。「企業支配論は80年代を境に企業統治論にとってかわられ、両者の理論的継承性やこのような変化の背景は殆ど究明されていない」（佐久間信夫『企業支配と企業統治』白桃書房、2003、はしがきii頁）。「企業支配論争はアメリカでは、1980年代前半にはほぼ終息し、80年代後半からは企業統治論が台頭した。」（同書、はしがきv頁）。そして90年代には日本、ドイツ、イギリスに波及、90年代末にはアジア諸国まで波及したという。従来の経営者支配、経営者の社会的責任といった議論は、殆ど立ち消えた観があった。

6) アメリカ株式市場の利回りは、1960年代と70年代は年平均4%前後に過ぎなかったものが、80年代には年平均10%台、90年代には年平均15%前後と、急激に上昇している。1988年以降、加速度的な上昇過程に入っていた。

きあがっていた。

しかし、2000年春のインターネット株・ハイテク銘柄の下落、さらには同年9月の「インテル・ショック」⁹⁾を契機に、ネットバブルは崩壊の様相を呈し始める。12月中旬以降、販売や生産などの指標で急速に暗い面が出てきた。製造業の業況判断は、91年4月以来の最低水準に落ち込み、クリスマス商戦も前年に比べ低調だった。通信株の株価バブル崩壊によって、インターネット関連の新興企業が次々と経営難に陥り、新規参入予定の企業も株式公開が遅れて資金調達のめどが立たなくなったりと、IT関連産業全般にわたって業績の悪化が急速に広がった。これ以後に連邦破産法11条を申請して倒産した主な通信事業者だけでも、次のように多数にのぼる。ICG コミュニケーションズ (2000年11月)、ノースポイント・コミュニケーションズ (2001年1月)、ウィンスター・コミュニケーションズ (2001年4月)、テリジェント (2001年5月)、PSI ネット (2001年6月)、360 ネットワークス (2001年6月)、リズムス・ネットコネクションズ (2001年8月)、コバド・コミュニケーションズ (2001年8月)、グローバル・クロッシング (2002年1月)、フラッグ・テレコム (2002年4月)、ウィリアムズ・コミュニケーションズ (2002年4月)、メトロメディア・ファイバ・ネットワーク (2002年5月)、XO コミュニケーションズ (2002年6月) など。景気停滞の長期化と企業不祥事から、その後の米企業の破綻は、2002年にはついに過去最大となった。上場企業の破綻規模は資産ベースで2001年に2580億ドル、2002年は3680億ドルと過去最大となった。IT・ハイテクと高株価に支えられた経済は終焉を迎えたので

ある¹⁰⁾。

そのような中、エンロン、ワールドコムの高株価維持目的のための粉飾会計（不正会計事件）の露見と倒産が勃発したのである。両社はそれまで、アメリカ企業を代表する超優良急成長企業としてマスコミにもたびたび登場し、企業統治もしっかりしていると見なされていただけに、その衝撃は計り知れないものがあった。

ここでは、この衝撃的だったエンロンとワールドコムの事件の背景を見ながら、この時期に喧伝されたアメリカ型コーポレート・ガバナンスの問題点を見ていくことにしよう。

2. エンロンの興隆と没落

アメリカの不正会計事件は、もちろんエンロンが最初ではない。しかし同社の場合、社会的注目度、事件規模、企業不信、会計監査制度不信等でいずれも前例を見ないくらいの衝撃的なものであり、アメリカ型企業統治の模範ともされていただけに、特別である。

エンロンは、ケネス・レイ (Kenneth Lay) が1985年に設立した歴史の浅い会社であった。レイはミズリー州の田舎町で聖職者の息子として育ち、ミズリー大学で経済学修士を取得した後、上級エコノミストとしてテキサス州の石油会社（現在のエクソンモービルの前身）に入社。その後働きながら、ヒューストン大学で経済学博士号を取り、ジョージ・ワシントン大学で助教授を務めていた。その頃、連邦エネルギー規制委員会の要職にあった大学時代の恩師ウォーカー教授の下で補佐官を務め、やがて内務省でエネルギー担当の次官代理にまで昇進する。当時は天然ガスの取引規制撤廃の議論をしてかなりの注目を浴びていたという¹¹⁾。その後フロリ

9) 「インテル・ショック」というのは、半導体大手のインテル社が9月21日、欧州半導体需要が見込みを下回ったことを理由に業績予想の下方修正を発表したことである。インテル1社だけの業績懸念だけではなく、米国半導体業界、さらには企業業績全般に広がるのではないかと懸念がささやかれた。

10) IT 投機バブルははじける運命にあったと、シラーは指摘している (Robert J. Shiller, *Irrational exuberance*, Princeton Univ Press, 2001: ロバート・J. シラー、植草一秀監訳『投機バブル—根拠なき熱狂：アメリカ株式市場 暴落の必然』ダイヤモンド社, 2001)

11) Peter C. Fusaro and Ross M. Miller, *What went wrong at ENRON-Everyone's Guide to the*

ダ・ガス社副社長を経て社長となり、さらにトランスコ・エネルギー・カンパニーに社長兼COO（最高業務執行責任者）として移った。さらにまた、ヒューストン・ナチュラル・ガスの招きにより会長兼CEO（最高経営責任者）に就任し、実権を把握した。当時同社はコースタル・コーポレーションにより敵対的T.O.Bを仕掛けられ、防戦のさなかだったが、就任直後、フロリダ・ガスとトランス・ウエスタン・パイプラインの天然ガス2社を買収し、業容を2倍に拡大して防いだという¹²⁾。

1985年にテキサス州のヒューストン・ナチュラル・ガス社とネブラスカ州の天然ガスパイプライン会社インターノース社が合併してエンロンが設立され、レイは設立者・会長兼最CEOに就任して実権を握った。会社名エンロンはエクソンに似せて命名したという。当時はまだ、エンロンは普通の天然ガス・石油会社であった。

このころ政府は規制緩和と政策の一環として、天然ガスの価格規制を撤廃する動きを見せていた。レイはそれを絶好の順風と捉えたに違いない。彼は規制緩和の過程で政治家と親交を重ね、直接・間接に多額を献金していた。しかも、ブッシュ父子、クリントン政権の二股はもちろん、州政府や連邦政府の議員・指導者たちへも、政治活動への献金や発起人への参加、エンロン株の保有、エンロンでの役員ポスト等を通じて、深く関係を持った¹³⁾。

1992年からのエネルギー規制緩和によって、マーケット・メカニズムで天然ガスの価格が決められる仕組みが形成された。天然ガスパイプライン業者に対してすべてのユーザーが自由にアクセス出来るようにする自由化、発電事業への参入規制撤廃による電力取引市場の形成、などであった。1993年エンロンはウエンディー・グラム（前連邦商品先物取引委員会委員長）を取締役に迎えるが、グラムは委員長の時にスワップ絡みのエネルギー関連商品を委員会の監督下から外し、エンロンが後述のデリバティブ店頭取引市場に参加する後押しをすることを忘れなかったのである¹⁴⁾。

エネルギー・マーケットの規制緩和が継続するなかで、「市場のアンバンドリング」が行われれば、ガス・電力・石油市場がいずれも生産・輸送・卸・配給に分離され、自社設備を持たずに市場での売買だけで商売をすることが可能になる。レイはこうしたトレーディングが収益の大きな柱になると確信していた。実物資産を出来るだけ持たずにトレーディングに特化すれば、資産あたりの利益率が高くなり、株価や格付けの評価に好影響を及ぼすはずであった。そこから、エンロンはビジネス戦略を2つの方向で展開するようになっていく。天然ガスの現物供給事業だけでなく、金融リスクマネジメント・サービスを提供するガス・バンク事業（資金調達・リスク管理サービス事業）も併せ行うというものである。そして、エンロン・オイルという会社組織をニューヨーク郊外で1987年にスタートさせ、2年後にはそれを本格化させた。

レイは「自由な取引の出来るマーケット」の信者であった。それを求めてあらゆる市場へと大胆に拡大を重ね、しかもそれを先物ビジネスに結びつけた。石油・ガス・電力は国際市場相

↘ *Largest Bankruptcy in U. S. History*, John Willey & Sons, Inc. 2002. 橋本碩也訳『エンロン崩壊の真実』税務経理協会, 2002, 11頁。

12) *Ibid.* 同上書, 5頁。

13) *Ibid.* 同上書, 13頁。また, Brian. R. Cruver, *Anatomy of Greed: The Unshredded Truth from an Enron Insider*, Carroll & Graf Publishers, 2002: 水藤眞樹太・石丸美奈『内部告発 エンロン』集英社, 2003, 276頁も参照。Cruverによれば, 1993年から2000年の間にジョージ・W. ブッシュに55万ドル以上のカネが渡り, アーサー・アンダーセン監査法人, ビンソン・アンド・エルキンズ法律事務所はブッシュが州知事と大統領になる選挙運動に56万ドルを拠出していた。さらにブッシュ補佐官中のトップであるカール・ローブやノ

↘ トム・ホワイト, ジェームズ・ベーカーは大株主だったり, 元幹部だったり, 元取締役だったりしてエンロンとつながっていた, という。同書, 276頁。

14) Peter C. Fusaro and Ross M. Miller, *op. cit.* 橋本碩也訳, 前掲書, 214-215頁。

場次第でコスト（価格）が上下するが、配電会社・工場など需要者側は安定した供給量と価格を望む。ここに着目したエンロンは、顧客の注文に合わせて編成した現物供給契約を金融先物などデリバティブ（価格変動リスク回避の金融派生商品）と組み合わせて、価格変動をヘッジする仕組みを作ったのである。エネルギー売買とデリバティブを組み合わせた新しいビジネス・モデルを他社に先駆けて実施したのであった。レイは長期にわたってエンロンと関わっていたコンサルタント会社マッキンゼーのシニア・パートナーであるジェフリー・スキリングを90年から雇い、エンロンガス・バンクの社長兼COOに（1996年）、CEOに（2001年）と取り立てて、この仕事にあたらせた。スキリングはハーバードビジネス・スクールを最優秀成績で終了したMBAで、金融工学を取り入れ、新しいビジネス・モデルを開発していったのである。さらにレイは資産証券化ビジネスの専門家であるアンドリュー・ファストウをエンロン・キャピタル（ECT）に雇い、98年からCFO（最高財務責任者）としている。ファストウは電力小売市場参入や後述のSPE（特別目的会社、Special Purpose Entity）創設に深く関わることとなる。そしてレイは政治工作に専念するようになった。

ガス・石油・電力等の先物ビジネスに乗りだしたエンロンは、さらにその先物契約の権利を売買する市場（オプション市場）を作り、自ら売買して利益を増やすことを狙った。デリバティブの範囲もやがて拡がり、エネルギー商品全般（天然ガス、電力、石油、石炭）をはじめ、紙パルプ、鉄鋼、石油精製品、石油化学製品、化成原料、樹脂、タンカーや貨物船の運賃、光ファイバーケーブルの利用権、排出規制がある二酸化硫黄の排出権などを取り扱う国際的規模のインターネット取引所（エンロン・オンライン）が開設された。かくしてエンロンは、瞬く間に電力（アメリカ、ドイツ、オランダ、スイス、オーストラリア、スペイン、スカンジナビア）、天然ガス（アメリカ、カナダ、英国、ベ

ルギー、アルゼンチン）などの卸売り取引で世界最大手になったのみならず、天候デリバティブ（アメリカ、欧州、オーストラリア、日本）、企業向けエネルギー管理や、パイプラインに敷設した光ファイバーを活用した大容量通信等にと事業範囲は拡大された。コア事業以外の多角化では海上輸送、エネルギー・サービス、オンライン・サービス、ブロードバンド・キャパシティまでがデリバティブの対象となっていた¹⁵⁾。ガスや電力を始め上記の商品を、まるで株や債券と同じように取引するのが、エンロンのデリバティブであった。それは13通貨、1800ないし2200商品にのぼったといわれる¹⁶⁾。天然ガスパイプライン運営会社は、多様な商品の取引業者に変貌したのである。本業利益に反する可能性のある業務禁止という内部規定に反したが、SPE（特別目的会社 Special Purpose Entity）を利用してエンロン本体のバランスシートから資産・負債を切り離し、表面上の形は整えていた。以上のデリバティブの他、エンロンは、天然ガスの値付け業務や石油・天然ガス生産者への資金調達サポート業務も行っていた。このように、エンロンの実態は、今や事業の軸足を本来の天然ガス・パイプライン輸送業務から「ニュー・エコノミー」のトレーディング事業に移し、投資銀行に近かったと言えることが出来る。

エンロンの売り上げは400億ドル（1999年）から1000億ドル（2000年）に2.5倍へと急膨張したが、そこにはからくりがあった。エネルギー取引の取扱高を売り上げとして計算する手法によるものだった。投資銀行の売り上げ計上は証券売却差額のみが売り上げとして計上されるのに対し、エネルギー関連商品では、会計の

15) Brian. R. Cruver, *op. cit.* 水藤眞樹太・石丸美奈訳、同上書所収の田中宇「あとがき アメリカ型経営のいきづまりとエンロンの崩壊」344-347頁参照。

16) Peter C. Fusaro and Ross M. Miller, *op. cit.* 橋本碩也訳、前掲書、99頁。大島春行・矢島敦視『アメリカがおかしくなっている エンロンとワールドコム破綻の衝撃』NHK出版、2002、82頁。

処理上は金融商品に分類されないで、価格全体が売り上げとして計上される¹⁷⁾。この合法的魔術で膨らませた売り上げで、エンロンは一気に急成長企業になったのである。『フォーチュン』誌恒例の米国企業番付「フォーチュン500社」では、売り上げ基準ランキングの推移が1995年141位、1996年94位、1997年57位、1998年27位、1999年18位となり、2000年にはついに7位（1000億ドル、前年比150%アップ、従業員約2万人）、急成長企業31位、働きたい会社22位、世界で最も入りたい会社25位、最も革新的な会社7年連続トップと極めて高い評価を得ていた。『ビジネス2.0』2001年8月号も、スキリングをデジタル革命を引っ張るCEOとして肯定的に紹介していた（皮肉なことに、この直後、スキリングは辞任することになる）。

株式市場は、インターネットを駆使した新しい経営手法に注目し、エンロンを成長銘柄に位置づけた。小さなエネルギー会社が瞬く間に世界的企業になったのは、高値の自社株を基にした増資や借入で得た豊富な資金を企業買収や新規投資にあてるという、当時流行った方法と深く関連していた。この流行を可能にしたのが株ブームの中での高株価だった。株価を高め、企業時価総額（企業価値）を高め、それを担保に資金を借り入れたり、また、（キャッシュを動かさずに大型合併が可能な）株式交換で他企業を買収するのである。高株価を維持する方法としては、① 高利益部門の買収と低利益部門の売却による事業再構築（リストラクチャリング）、② 人減らしによるコスト削減、③ 研究開発投資の抑制、④ ストック・オプション（自社株購入権）による人件費の節約¹⁸⁾などが、

当時の多くの企業で採用されていた¹⁹⁾。エンロンのように次々と合併・買収・新規分野進出を重ね成長の期待を市場にもたらし続けることは、そのこと自体が高株価維持に有効な手であった。エンロンは、自社の株式を担保にした簿外金融取引で投資資金を捻出した（後述のSPE）。ウォール街の投資銀行は、エンロンの合併・買収による積極的経営戦略を評価して、資金援助をおしかなかった。後に述べるように、高利益に見せかける粉飾会計による数字の積み上げも高株価維持の手段となった。株価の上昇を基礎に経営を拡大し、株価を高め、ストック・オプションによって経営者も莫大な報酬を得る²⁰⁾という株価本位主義、企業時価総額主義が全盛だったのである。株価さえ高ければすべてがうまくいった。それは、常に上昇し続ける高株価という前提がなければ成立しえないビジネス・モデルであった。

順風満帆に運んでいるかに見えたエンロンの裏舞台後では、しかし、深刻な矛盾が蓄積されてきていた。エンロンガス・バンクやエンロン・キャピタルが、専門的なノウハウを持たないまま行った新規市場への相次ぐ参入は、内実では良好な利益を生んではいなかった。エンロンガスは、そもそも当初の石油価格の先物相場で巨額資金を投下した時から、殆どで損失を出していた。しかし2種類の財務諸表と支配下銀行に開設した口座を利用して損失を隠し続け、外部やヒューストンの親会社（エンロン本部）にも秘密にした。表面上は、業績好調で連結利益を5000万ドルも押し上げるドル箱だった²¹⁾。

17) Ibid. 同上書、100-101頁。

18) 「ストック・オプションは会計上人件費として計上しなくてもよい反面、税務上は損金対象になるので『投資家向けの利益は最大に、税務当局向けの利益は最小に』という企業の要請を満たす理想的な報酬システム」であった（東京三菱銀行調査室編著『米国経済の真実—成長のダイナミズムは健在か』東洋経済新報社、2002、105頁）。連邦準備制度理事会の推計では、費用とされないノ

ック・オプションは企業利益を約2.5%押し上げた、と言う（東谷暁『アメリカ経営の罠—株価至上主義の崩壊』日刊工業新聞社、2002、34頁）。

19) 柴田徳太郎「危機に瀕するアメリカ型資本主義—なぜ株価急落か」『世界』2002. 11（707号）210-211頁。

20) たとえば、2000年8月に株価が最高値の90ドル台を記録した時、トップ経営陣は株の売りを本格的に始めたのであった。

21) Peter C. Fusaro and Ross M. Miller, *op. cit.*

その後には拡大した多様な取引での巨大な利益や資金は、エネルギーの中長期デリバティブ契約の時価評価を操作することで計上したものであったし、外部投資家を募って設立した多くの投資子会社・投資事業組合 SPE (3500社にのぼった) との間で繰り返し行われた複雑な金融取引によるものでもあった²²⁾。SPE がエンロン本社の高値株式を担保にして負債性資金を集め、エンロンの広汎な資産や金融商品に投資し、それらをさらに証券化して売却するというものであった。こうして時価会計と SPE がエンロンにおいては重要な意味を持ったのである。

しかしながら、2000年夏を境に、IT バブル崩壊で株価が下落基調に転じたことで、状況は一変する。エンロンは株価暴落、社債格付け引き下げ、債務返済繰り上げ、下落した担保価値の損失処理、等々に相次いでおそわれることとなった。甘い錬金術は逆回転して過酷な重圧となり、資金流出を回避するため大がかりな粉飾決算への道を辿るのである。SPE は本社の財務諸表と切り離して投融資を募っていたので、会計操作でエンロンの損失や不良債権をオフバランス化することに利用され (いわゆる「飛ばし」)、粉飾の基礎となった。しかし、やがて、損失を SPE につけ廻したこの不透明な簿外債務が浮上して、命取りとなるのである。2001年11月初め、エンロンは97年までさかのぼり過去4年半の決算の誤りを認め、総額で5億8600万ドルの利益減額修正と25億ドルの負債増を発表した。自己資本はその前に12億ドル減額されていた。既にスキリングは8月に、就任6ヶ月めのCEOを「個人的理由」で辞任していた。10月に逮捕されていたファストウは詐欺、資金洗浄などの罪で起訴されていたし、SPE を使った帳簿外投融資や金融取引で、約10億ドルにのぼる債務、利益、損失を隠し、多くの投資家を

だました疑いがかけられていた。そのうえ個人的にも、SPE を使った取引で4000万ドル以上の着服をしていた²³⁾。

このような中で、エンロン株の値動きは61.48ドル (2001. 3. 26) / 42.81ドル (8. 10) / 33.84ドル (10. 16) / 6.41ドル (10. 24) / 36セント (11. 29) と急激に下落し、ついに紙切れ同然になったのである。10月末頃から投資家が株を売る動きが出てきたが、401K プランの変更がなされ、従業員たちはエンロン株を30日間売ることを禁止された。これとは対照的に、かつて高値の時にストックオプションで巨利を手にしていた経営幹部は、今度もインサイダー情報で早々に大量の持ち株を売り抜けていた。

2001年12月2日、エンロンはついに米連邦破産法第11条の適用を申請して倒産する。資産634億ドル、過去最大の会社倒産であった。それは収益が全米第7位の「超優良会社」の倒産であり、その実は粉飾決算で取り繕いながら、株価を維持してきたアメリカ型の株式市場重視の経営の破綻をも意味していた。破綻原因は① コア事業以外の未経験分野への性急な多角化と赤字の累積、ハイリスク・ハイリターンなビジネスへの過度な傾斜、② 高価格に維持した自社株の価値を担保としたリスクの高い資金調達、③ 後述するコーポレート・ガバナンスの問題点、などが絡んでいた。

倒産直後から株主、債権者からの相次ぐ訴訟で、エンロンはたちまち11の連邦機関の審問対象となり、倒産は国を揺るがす大事件となった (エネルギー・商業委員会、銀行金融委員会、消費者問題小委員会、財政委員会、政府活動委

22) *cit.* 橋本碩也訳、前掲書、128頁以下を参照。

22) SPE 取引については、みずほ総合研究所 エンロン ワールドコム ショッカー事件の真相と経営改革の動向 東洋経済新報社 2002、14-30頁を参照されたい。

23) スキリングとファストウの役割分担については、次のように言われている。「SPE を使った会計操作をたくみに使ってエンロンの損失や不良債権をオフバランス化し、栄華と危機を演出したのがCFOのファストウであったとすれば、エネルギーの中長期デリバティブ契約の時価評価を操作することで「不当な」利益を計上し、魅力的なキャッシュフロー表と莫大なボーナスを手に入れていたのがスキリングであった」(藤田正幸、前掲書、124頁。)

員会、司法省、労働省、証券取引委員会など)。2002年1月、レイもCEOを辞任し、現在連邦破産裁判所に会社更生計画案を提出して(2003年7月)審理中である²⁴⁾。

3. ワールドコムの興隆と没落

ワールドコムは前最高経営責任者(CEO)のバーナード・エバース(Bernard Ebbers)が、エンロンの設立に先立つ2年前、1983年に

設立した会社であった。

1941年、カナダ・アルバータ州で生まれたエバースは、牛乳配達や用心棒で学資を稼ぎ、渡米後は長身を生かしてバスケットボールの奨学生になり、ミシシッピ大学に入学する。卒業後しばらくは、高校バスケットボール・チームのコーチをしたり、モートルチェーンの経営をしていたといわれる。しかし、やがて彼は、通信分野が近い将来、経済の新たなインフラ(社会基盤)になることを見込み、友人と2人で格安長距離通信会社LDDS(Long Distance Discount Service)という小さな電話会社を1983年に設立した。後のワールドコムとなる会社の出発であった。起業資金集めの投資家説明会をコーヒESHOPで行い、経営プランをナプキンに書いて説明したとの逸話もあるような、実にささやかな出発であった。しかしこの時期は、80年代レーガノミックスのもとでの通信分野にたいする規制緩和路線があり、通信最大手AT&Tの分離・分割を翌年に控えた絶好のタイミングであった。そして、通信分野の規制を緩和して競争を促すというレーガノミックスで作られた企業間競争の舞台で、栄光と破滅の戯曲を演じた²⁵⁾、という点でも、ワールドコムはエンロンと軌を一にしていた。

通信分野の規制緩和、直接投資の促進、資産流動化、新投資家層の創出、……といった当時の経済政策を、ワールドコムはうまく利用した。96年には通信法改正によって規制が緩和され、通信業界ではM&Aが盛んになった。ワールドコムも強引に相継ぐ買収を進めた。エバースの読みは極めて強気だった。97年頃エバースは将来の情報通信量の増加率を聞かれて「百日ごとに二倍になる」と豪語したといい、それを98年のアメリカ商務省リポート『イマージング・デジタル・エコノミー』が請け売りしたこともあって²⁶⁾、全米に光ファイバー敷設ブームが起こった。巨額な借金によって多くの企業が光

24) エンロン事件の衝撃はあまりにも大きかったことから、これについて取りあげた著書が事件後ただちに数多く出版された。次のものはその一部である。

Dirk J. Barrevel, *The Enron Collapse: Creative Accounting, Wrong Economics or Criminal Acts? a Look into the Root Causes of the Largest Bankruptcy in U. S. History*, Writers Club Press, 2002.

A. Larry Elliott, Richard J. Schroth, *How Companies Lie: Why Enron Is Just the Tip of the Iceberg*, Nicholas Brealey Publishing, 2002.

Robert Bryce, Molly Ivins, *Pipe Dreams: Greed, Ego, and the Death of Enron*, Public Affairs, 2002.

Lynn Brewer, Matthew Scott Hansen, *House of Cards: Confessions of an Enron Executive*, Virtual Bookworm. com Publishing Inc., 2002.

Mimi Swartz, Sherron Watkins, *Power Failure: The Inside Story of the Collapse of Enron*, Doubleday, 2003.

Frank Partnoy, *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*, Times Books, 2003.

なお、その後の詳細な再建過程の展開(および1996年以後の重要事項プレスリリースの収録)および現状については、エンロンのホームページ(<http://www.enron.com/corp>)を参照されたい。

最近のニュース報道によれば、アメリカ連邦司法当局は2004年2月19日、レイを不正関与の疑いで逮捕した。今後は彼の刑事訴追が焦点となる(『朝日新聞』2004年2月20日)。また、スキリングが、インサイダー取引で6300万ドルを不正に得ていたことが、起訴状で明らかになった。それによれば、① 1999-2001年にかけて利益を水増しする会計操作で、株価を30ドルから80ドルにつり上げたこと、② インサイダー取引による自社株売却等で2億ドルを稼いで、破綻4カ月前に突然CEOを辞任したこと、などがあげられていた(共同通信、2004年2月20日)。

25) 藤田正幸、前掲書、217頁。

26) 東谷暁、前掲書、66頁。

ファイバーを敷設、銀行も湯水のように融資をしたのであった。しかし、実はこの話には必ずしも確たる根拠がなく、後にわかったことだが、実際は敷設と実需の間は500対4程度の悲惨な結果になったと言われている²⁷⁾。しかし当時の渦中にあつては、ワールドコムは、エンロンと同様に、インターネットブームとハイテク株バブルを追い風に自社株価上昇を演出し、増資し、さらには多額の借入金を手当てして、相次ぐ買収を進めた。とくに重要な役割を果たしたのは高値の付いた自社株利用であつて、自社株を現金代わりにする錬金術により、500億ドル以上の投資資金を調達したのである。1999-2001年の3年間だけでも265億ドルのカネを設備投資、高速ネット網の拡大に投資している。この手法こそが、10年間で75社50回以上に及ぶM&Aを短期間に行うという猛烈な拡大路線を可能にした秘密であつた。エンロンと同様に、株価の上昇を見込んで規模を拡大し、経営者も莫大な報酬を得るという株価至上主義経営の姿が浮かび上がる。株価が上がり続く限り、すべてがうまくいったというわけである。

同業の長距離通信会社の合併を繰り返しつつ規模を拡大したワールドコムは、89年にアドバンテージ・カンパニーとの合併を機に、株式公開を果たす。さらに96年には通信とコンピュータの融合を狙って、インターネット・プロバイダの世界最大手UUネット・テクノロジーズを買収、翌97年にはイギリスのブリティッシュ・テレコムと合併を決定していた老舗長距離通信大手MCIコミュニケーションズを370億ドルでと相次ぎ買収、98年には合併して一気に拡大路線に乗る。当時MCIはワールドコムのおよそ3倍の規模だったために、この合併は「小が大をのむ」と評判になった。さらに99年11月にはワールドコムは、勢いに乗って全米3位の長距離通信大手スプリントを買収すると発表した。

こうして長距離・国際電話から企業向けデー

タ通信まで幅広く手掛けるようになったワールドコムは、ついにAT&Tに次ぐ米国2位の長距離通信会社にまで成長したのである。2001年には売上高が351億ドル、従業員8万5000人に膨れあがり、米国内長距離電話の2割、インターネットサービスの5割のシェアを誇るにいたつた。海外展開も65カ国以上にのぼつた。通信バブル期のなかで、設立からわずか15年で、巨人・AT&Tに次ぐ長距離通信業界ナンバー2に押し上げた姿はまさにアメリカンドリームの典型とされ、ジャーナリズムもエバースを世界最高の経営者とたたえた。彼はある時「本当はAT&Tを買収したかった」と豪語さえしたという。しかし、好事魔多し。99年秋に1200億ドルを投じて行おうとしたスプリントの買収計画が反トラスト法（独占禁止法）に阻まれて、翌2000年に買収断念に追い込まれたところから蹉跌をきたすことになる。折しも2000年は春からインターネット株・ハイテク銘柄が下落し、さらには9月の「インテル・ショック」を契機に、ネットバブル崩壊の様相を呈し始めた時期であつた。ワールドコムのM&A路線のつまづきは、期せずしてIT・ハイテクバブルの崩壊と重なり合うことになった。買収相手から引き継いだ借金に新たな借金が上乗せされ、負債が当時の年商を超える額の300億ドル以上²⁸⁾にふくらんだことが明らかになった9月は、ハイテク株バブルが崩壊した月でもあつた。景気の減速や価格競争の激化などが重なって各企業は業績が急速に悪化していった。ワールドコムも例に漏れず、主力事業の長距離通信サービスで、最大手AT&Tや3位のスプリントと激しい料金競争を展開して、収益力が低下していた。99年末のピーク時に最高64ドルを付けたワールドコムの株価は一桁に急落した。スコット・サリバン前CFOが粉飾決算に手を染めるのはこのころからである。

2002年初めワールドコムの株価は、巨額負債

27) 同上書、27頁

28) ワールドコムの2000年のグループ売上高は約200億ドルであつた。

が嫌気され年初から株価が低迷していたが、1ヶ月で50%以上の急落を見せ、やがて春先には80%以上下落し経営危機説がささやかれるまでになった。これにはエバースへの不明朗な融資問題が2月初めに発覚し、それが下落に拍車をかけたことも響いていた。エバースが、3億6600万ドルの資金を市場金利より低い金利でワールドコムから借り、自社株の購入（自社株買い支え）などに充てていたというものである。（これは後に司法当局から追及されることとなった。）

4月3日、ワールドコムは総従業員の4%に相当する3700人を削減すると発表、特に主たる対象は企業向けデータ通信を担当部門で、ここでは6%の削減であった。株価は急落し、資金繰りの悪化も懸念された。そしてついに4月30日、エバースは社長兼最高経営責任者（CEO）を同日付で辞任することとなったのである。会計処理方法に対する疑惑からSEC調査が入り、株価が急落、経営不振に危機感を抱いた社外取締役らが辞任を求めたのである。このことは同日の電話会見で「エバース氏と社外取締役の間で様々な議論があった」とシジモア（後継社長）が認めたところであった。

後任の社長兼CEOには、副会長のバーナード・ジョン・シジモアが就任した。シジモアは、内部監査結果として、2001年初めから5連続四半期にわたって計38億ドルの収益水増し工作（巨額の粉飾決算）をワールドコムが行っていたことを認めた。但しこの粉飾開始時期じたい、実際には99年から行われていた疑いが濃厚とされており、エバースが地位と名誉を守るため、株価維持の粉飾を行ったものとみられていた（実際、後にワールドコムは1999年までさかのぼり粉飾調査を行う羽目となった）。かくして、少し前までは「世界最高の経営者」だったエバースは、行き過ぎた株価至上主義経営そのものによって足をすくわれて破滅したのであった。こうした経過は、エネルギー分野の規制緩和とネットブームの株高利用で急成長したエンロンの急成長と没落にそっくりであることがわかる。

新社長兼CEOのシジモアは①身売りや連邦破産法11条の申請を否定して自力再建を目指すこと、②積極買収による拡大路線から転換して300億ドル強の負債圧縮に全力を挙げることに、③資金繰りに問題はないこと等を強調し、あくまでも自力再建することを就任と同時に発表して、動揺を食い止めようとした。

2002年6月25日、ワールドコムは、過去1年以上にわたり38億ドルの収益水増し操作をしていたと、粉飾決算の事実を公式に公表した。利益を多く見せるため、営業経費に計上すべき（地域通信会社に支払う）回線接続料などを設備投資として計上するという粉飾決算をし、2001年から2002年第1・4半期にかけてEBITA（利払い前・税引き前・償却前利益）と呼ばれる利益を38億ドル過大計上していたというのである²⁹⁾。そして、2002年度第1・4半期までの5連続四半期にわたる減額修正をすることを併せ発表した（後にはさらに、粉飾額がもっと大きかったことが判明する³⁰⁾。同時に同社は、総従業員の約20%に相当する1万7000人の削減（人件費年間9億ドル削減）・20億ドル規模の資産売却・設備投資の絞り込み（2002年に前年比37%減の50億ドル、2003年は21億ドルに）・不採算事業の撤退等を柱とするリストラ計画を発表した。これらの事態を承けて翌26日、ナスダックがワールドコム社株の取引を中断（7月

29) 本来であれば今年度の経費として計上すべき費用を、設備投資という勘定につけ替えれば、後年度に償却するという手続きで少しずつ処理できるので、今年度の費用を少なく見せかけることが出来、従って今年度の利益を水増し出来る。

30) 倒産後の2002年8月8日、新たに2000年度分として20億ドルを超える粉飾が見つかった。引当金（訴訟や貸し倒れ発生など将来の不測の事態に備えるため蓄えていた準備金）を不正に利益計上していたというものである。2002年8月28日の連邦大陪審で明らかにされた数字ではさらに増えて、00年10月から02年1月にかけてワールドコムは76億8000万ドルの粉飾を行ってSECに提出、投資家を欺いたとされている。2002年11月5日には、新たな粉飾が18億ドル発覚している。最終的に粉飾は、総額90億ドル以上に及んだ。

に再開), SEC (証券取引委員会) はワールドコムを詐欺の疑いで連邦地裁に民事訴訟し³¹⁾, 長期債の格下げが相次ぐ結果となった。同じ26日, ドイツテレコム, 仏テレコム, 英ボーダフォンなど主要な通信会社の株が軒並み1割近く値を下げ, 年初来安値を更新した。7月1日には米大統領やSEC委員長がワールドコムを相次ぎ批判する。このように投資家や債権者に与えた不信は大きく, 低迷する株式市場は一層の打撃を受けたのである。

ワールドコムに対する融資交渉も, 主幹事が対応を協議したが, 綱渡りだった。売掛債権の証券化による15億ドルの資金調達計画も, 買い手がつかないと予想されたため中断された。そのうえ, ニューヨーク州年金基金はワールドコムの損害賠償請求提訴に踏み切った³²⁾。「破産法適用も選択肢」との発言が, 幹部から出るようになっていた。連邦地裁は, 元SEC委員長をワールドコム監視役に指名して監視させた。下院ではワールドコムの公聴会が開かれたが, 同社の幹部(前CEO・CFO)は証言を拒否し, 粉飾の解明は核心までいかなかった。

そしてついにその日が来た。2002年7月21日, ワールドコムはニューヨーク連邦破産裁判所に, 連邦破産法第11条(会社更生法)適用を申請したのであった。資産規模ではエンロン(約500億ドル)を大きく上回るアメリカ史上最大企業(資産1040億ドル)の倒産であり, 負債総額は約328億ドルにのぼった。会計不信の深刻さや通信業界のバブル的過剰投資の大きさが, あら

ためて浮き彫りにされることになった。

倒産後, 司法省が旧経営陣2人(サリバン前最高財務責任者(CFO), マイヤーズ前会計監査役)の身柄を拘束し, 証券詐欺などの容疑で刑事訴追した(8月1日)。2人は01年から02年にかけて, 虚偽の会計報告書をSECに提出して, 投資家などを欺いたことが罪に問われたのである。8月28日の連邦大陪審では, サリバンを証券詐欺など7つの罪で起訴, マイヤーズは有罪を認め共犯者と断定されたものの起訴は見送りとなった(司法取引)。ほかに財務担当者3人も共犯者とされ, うち一人が起訴された(10月7日の連邦地裁で, 元幹部は有罪を認めている)³³⁾。

さらに9月30日, ニューヨーク州スピッツァー司法長官が, エバースら通信大手4社の前・現経営幹部5人に対して, 不当利益返還の訴訟を州最高裁へ提訴するところとなった。投資銀行から値上がり確実な新規公開株を優先的に受け取って莫大な利益を得た嫌疑によるものであった。シティグループ傘下の証券大手ソロモン・スミス・バーナーが, 通信各社の株式や社債の引き受け業務を受注する見返りに, 値上がり確実な新規公開株(高速データ通信のリズムス・ネットコネクションズ³⁴⁾の株式公開時の株)を大量に割り当てていたことが発覚したのである³⁵⁾。その募集価格は1株21ドルであったが, ソロモンが株式公開後に強く買い奨励をしたこともあって, 90ドルを超える価格にまで高騰していた。このような仕組みを利用して, IT関

31) 2002年11月26日, ワールドコムとSECとの間で大筋和解の方向が決まり, 2003年5月19日にSECに対して罰金を支払うことで和解が成立した。8月6日に連邦破産裁判所が承認した民事制裁金総額は7億5000万ドルであった。

32) 同基金はまた, エバースが架空の会社を設立してシティグループ傘下の総合金融トラベラーズから巨額の融資を受けて個人的な土地購入をしたが, その後, シティ傘下の証券大手ソロモン・スミス・バーナーに00, 01の両年, 巨額なワールドコム社債発行を引き受けさせたという主旨の文書をニューヨーク連邦地裁に提出している。

33) 中心人物であったエバースは, 記録に一切残らないように注意して部下に指示を出していたため, 捜査が難航していたが, 粘り強い捜査の結果, エバースを含む6人の旧経営陣をついに2003年8月27日, 投資家をだまし, 多額の損失を被らせた罪(詐欺, 証券法違反)などの疑いで刑事訴追されることとなった。

34) リズムズ・ネットコネクションズは2001年8月に経営破綻している。

35) 実はこの件については, 既に7月18日の『ニューヨーク・タイムズ』や『ウォールストリート・ジャーナル』が報じていたことであった。

連株が値上がりした90年代後半から00年にかけて、エバースは割り当てられた株式の売却で1100万ドルの利益を手にしたのである。5人あわせると2800万ドル。ソロモンも各社からの引き受け業務手数料で2億ドル以上を得ていた。ここには、株価至上主義経営のいまひとつの側面が、如実に示されている。

2002年11月15日、ワールドコムは新しい会長兼 CEO にマイケル・カペラスを選んだと発表した。彼はヒューレット・パッカード社の社長を4日前に退社したばかりで、企業再建の専門家とも言える人物であった。彼のもとで2003年後半の再建完了を目指して、再建プランを加速させようというわけである。シジモア (CEO)、ロバーツ (会長) はそれぞれの地位から身を退き、12月には取締役の地位も降りた。この時6人の取締役が辞任しており、破綻前の取締役全員が辞任した事になった。

カペラスは、就任早々の会見で、再建に自信を見せた。その実施プランは2003年2月初めに公表されたが、それによれば、① 事務部門を中心に、約6万人まで減っていた従業員のさらに8%にあたる5千人を3月1日までに追加削減する、② 2003年半ばには会社更生手続きを完了させる、等からなっていた。さらに4月には、社名変更と本社移転を含む再建計画が発表された。事務所や通信網の統合を進めて年間25億ドルの合理化を進めるプランであった。新社名はMCIと名乗ったが、それはワールドコムが98年に買収した長距離通信会社の名前であった。本社の所在地も、クリントン (ミシシッピ州) からMCI本社があったアシュバーン (バージニア州) に移された。現在ワールドコムは従業員55000人、6大陸65カ国にオフィス、122カ国に130のデータセンターを持ち、音声・データ・コンピュータを統合するというコンセプトのもとに、再建途上にある³⁶⁾。

36) ワールドコムのホームページ (現在はMCIのホームページになっているが) によれば、収入・利益ともに堅調で、2003年度末には予定通り再建過程を終えるとのことである (2003. 12. 30ノ

4. 株主価値偏重型コーポレート・ガバナンスとその限界

エンロン事件やワールドコム事件は、アメリカ型コーポレート・ガバナンス (株主利益第一主義の企業経営をベースにし、株主と取締役会が経営者を監視する仕組み) に対する信頼の揺らぎと様々な教訓を投げかけた。紙幅の残りも少ないので、簡単にこの点についてふれておきたい。

アメリカにおいて1970年代から1980年代にかけての一連の企業不祥事の後に形作られたのが、株主と株価を何よりも重視することを建前とする企業型経営モデルだった。70年代以降の機関投資家 (株主) の増大とその経営者に対する圧力、株主中心的企業観の醸成、経営者を株主に奉仕させる手段としてストック・オプションの普及、80年代におけるM&Aの盛行、企業を買収してリストラし別の投資家に転売して儲ける手法の普及 (そのための劇的なリストラ、ダウンサイジング、アウトソーシング、グローバル化、自動化等々)——これらは株価重視 (「株主価値」重視) の経営を促進させた。インターネット関連企業の創設者は、株価をつり上げて莫大な利益を得ることしか頭になかった³⁷⁾。No. 1とNo. 2以外の事業部門の売却および金融サービス業へのシフト (GE)、相次ぐ買収 (ワールドコム)、トレーディングとデリバティブの組み合わせ (エンロン)、大胆なリストラによる資産価値の向上等は、いずれも高利益確保によって株価や格付けの高い評価を狙ったものだった。高株価は、ストック・オプションによって、経営者にも莫大な個人利益をもたらした。株価や企業時価総額 (株価×発行済み株式

ノ検索)。詳しくは同社のホームページ <http://global.mci.com/us> を参照。

37) Allan A. Kennedy, *The End of Shareholder Value*, Perseus Publishing, 2000. 奥村宏監訳・酒井泰介訳『株主資本主義の誤算—短期の利益追求が会社を衰退させる』ダイヤモンド社, 2002, 6-8頁。

数)が会社の実力を測る尺度となり、株主資本主義、株主価値の経営、株価重視の経営という名で呼ばれる経営方式が喧伝された。このような企業観は、規制緩和の基礎理論たるミルトン・フリードマンのそれと通底するものであった³⁸⁾。それは1920年代以後主流だった顧客・従業員・株主等のバランスある利益のための経営という考えからの大きな転換を意味していた³⁹⁾。古典的自由企業観を基礎とした株主偏重主義が、現代社会において巨大な社会的影響力を持つメガ・コーポレーションに依然として妥当するとしてよいかどうか、大いに疑問のあるところであるが、ここでは指摘するのみに留める⁴⁰⁾。

38) フリードマンは、経営者は企業所有者(株主)の代理人としてその利益に奉仕する以外の責任を持っていないのであり、利潤を減らして「社会的責任」を果たすことは無責任で、ひいては自由社会の基礎を崩しかねない(社会主義に道を開く)と批判する。Friedman, M., The Social Responsibility of Business is to increase its profits, *The New York Times Magazine*, Sept. 13, 1970.

39) この点の指摘は、P. F. Drucker, *Management Challenges for the 21st Century*, Harper Business, 1999. 上田敦生訳『明日を支配するもの』1ダイヤモンド社, 999, 68頁。P. F. Drucker, *Post-Capitalist Society*, Harper Business, 1993. 上田敦生・佐々木実智男・田代正美訳『ポスト資本主義社会—21世紀の組織と人間はどう変わるか』ダイヤモンド社, 145頁以下等を参照されたい。

40) 株主本位の経営が果たして企業そのものの発展と合致するかどうか、株主が企業の最も責任ある主体者でありうるかどうかについては、(エンロン・ワールドコム事件関係ではないが)興味深い事例がある。2000年、ドイツの巨大コングロマリット企業マンネスマンが消滅することになった。イギリスの携帯電話大手ボーダフォン・エアタッチとのTOB(株式公開買い付け)に敗れ、吸収合併が決まったのであった。同社は巨額の累積赤字や不祥事で行き詰まっていた訳ではなかった。また、ドイツ政府も人々も合併を歓迎したわけではなかった。しかし、株式交換を提案したボーダフォンの株価が急騰し、高値に目がくらんだマンネスマンの株主(特にグローバルな機関投資家たち)が雪崩を打ってボーダフォンへの吸収合併を支持したのが合併成功の原因とされている。株主たちは株価の上昇を実現できればそれでよく、マンネスマン自体の存続にはこだわらなかったのメ

このアメリカ型コーポレート・ガバナンスの特徴は、90年代日本において、おりからの停滞する経済・経営から脱出するための武器として、高く評価されることとなった。たとえば、「アメリカの企業は、株主利益重視の企業経営、すなわちコーポレート・ガバナンスの徹底で、株主本位の「株主資本主義」を押し進めている。この本質は、スピードと効率性にあり、問題が起これば公開の場で早急に改革する。それがアメリカ経済の“強み”である。一方、日本の株式市場からは投資家が離れ、株価は不安定な低迷を続けている。市場機能を重視しない日本特有の仕組みが、停滞を生んでいる」⁴¹⁾と。市場が機能することが株主本位の「株主資本主義」と必然的な結びつきを持つものかどうかとも検討を要するが、これもここでは指摘のみにとどめる。

しかしながらその後、理想的とされグローバル・スタンダードの基準と見なされていたこのアメリカ型コーポレート・ガバナンスは、至る所で綻びをみせ、問題含みであることが露呈された。

経営者に大きな権限を与えて企業利益を高めさせ、経営者の活動を株主の利害と一致させるよう誘導する目的で作られたはずのストック・オプションは、実際には経営者が在任中の稼げる間に短期利益を得るための手段として利用された。また、大規模なリストラは株価上昇をもたらして経営者のストック・オプションには多大の利益をもたらしたが、従業員や地域、公共性等に大きな打撃を与えた⁴²⁾。経営者は自らの短期利益を求めることによって、顧客、従業員、企業の将来、公共性のみならず他ならぬ株主の長期利益をも犠牲にしたのである。そして、株価を極限まで高め、儲けられるうちに儲けるというマネーゲームは、2000年夏以後の株価下落

であった。(杜耕次「オールドエコノミーの逆襲」『フォーサイト』新潮社, 2000年7月号参照。)

41) 土志田征一・田村秀男・日本経済研究センター編『検証 株主資本主義』日経BP社発行2002年。

42) 森永卓郎『リストラと能力主義』講談社, 2000, 34頁。

基調のなかで、うまく機能しなくなった。このような状況下で株高を前提としたビジネスモデルを維持しようとしたところに、多くの企業の粉飾会計、不正会計問題が発生したのであった⁴³⁾。

アメリカ型コーポレート・ガバナンスの誇っていた建前の柱は、① 透明性の高い証券市場(株価の公正な形成)、② 企業情報の投資家への開示、③ 経営状態を公正・客観的に点検・公表する証券アナリスト、④ 客観的で厳格・適正な格付け機関、⑤ 厳格な会計制度による正確な企業財務報告、⑥ 株主に対する経営者の説明責任、⑦ 経営者の暴走を監視する(社外取締役が多数派の)取締役会、⑧ 会計帳簿を公正かつ厳正にチェックする監査法人、等からなるとされていた。しかし、それらの殆どが、株価バブル時の癒着関係の中で、正常なチェック機能を喪失してしまっていた。タテマエとは逆に、① インサイダー取引や株価操作、情報操作、② 金融機関の中でのアナリスト部門と投資銀行部門との癒着、証券アナリストと顧客企業の癒着(アナリストたちはエンロン不正会計が発覚し株価が下がりかけても、エンロン株を推奨し続けた)⁴⁴⁾、③ 格付け機関の無能力(ムーディーズなど格付け機関はエンロン破綻

の2ヶ月前まで投資適格の格付けをしていた)、④ 粉飾会計、⑤ 社外取締役のインサイダー化(エンロンは巨額な役員報酬、政治献金、寄付によって社外取締役たちを買収していた)や無機能化(CEOの会長兼任・CEOへの権限集中による社外取締役人事権の掌握)、監査委員会の形骸化、⑤ 外部監査法人と顧客企業との癒着(監査法人アンダーセンはエンロンの監査業務とコンサルティング業務の兼業を行い監査の独立性を喪失していたし、蜜月の人的関係で結ばれていた)、⑥ 経営者に株高経営と短期利潤追求に誘導することに繋がるストックオプション制度やSPE、オペレーティング・リースなど、会計制度上の問題点等々の現象が広がっていた。経営者は偽装利益をつくりあげ、その利益に株価が反応し、マネーゲームの中で経営者と一部投資家が儲けたのである。このことは、アメリカ型コーポレート・ガバナンスが透明でも公正でもなく、「クローニー・キャピタリズム(仲間内資本主義)」(かつてアメリカが東南アジアを侮蔑的に呼んだ言葉)であったことを物語っている⁴⁵⁾。その意味で、エンロン、ワールドコムの企業不祥事は、米国式コーポレート・ガバナンスの欠陥を象徴するものでもあった。

ブッシュ大統領は、自分自身や閣内者達の疑惑もあって、素早い対応をせざるをえなかった⁴⁶⁾。その動きは2002年7月の企業改革法＝

43) 90年代後半から株高を利用して買収活動を続けた有名企業で不正会計問題が続出したことが象徴的である。グローバル・クロッシング、クエスト・コミュニケーションズ・インターナショナル、タイコ・インターナショナル、AOLタイム・ワーナー、ワールドコム、ダイナジー、CMSエナジー等々。

44) 2002年7月の下院公聴会では、ワールドコム株を買い推奨してきたソロモン・スミス・バーニーのアナリストであるグラブマンが、ワールドコムの取締役会に何度も出席していたことが明らかになった。グラブマンは取締役会で市場に評価されるM&Aの発表方法をエパースらにアドバイスしていたという。また、2003年9月17日、連邦大陪審はエンロンの粉飾決算に加担した証券大手メリル・リンチの元幹部3人(投資銀行部門の最高責任者だったダニエル・ベイリーほか)を帳簿偽造の罪で起訴した。このように、金融機関とエンロンは共犯者として繋がっていたのである。

45) 「仲間内」性は次のような点を見るだけでも明らかである。① 社外取締役がエンロンから巨額の報酬を得ていたこと、② 社外取締役の属する組織にエンロンから多額の寄付があったこと、③ エンロンの経営層がインサイダー取引を行っていたこと、④ 経営幹部達が高値で自社株を売り抜けていた反面、破たん2ヶ月前にもエンロンは自社株買いを一般従業員に推奨していたこと、⑤ 破産申請直前に幹部らに臨時賞与を渡していたこと、⑥ 議員ら政界に対する政治献金があったこと(共和、民主両党に亘って、米国上院議員71名(全議員の70%)、下院議員187名(43%)が政治献金を受けていたことが判明。政治献金は合計580万ドル。またエンロンはブッシュ大統領支援の筆頭格で、2000年大統領選では最大の献金者だった)。

46) ブッシュ大統領が企業不正摘発の克服を力説ノ

サーベインス・オクスレー法となつて迅速に法制化された。同法の内容は企業会計改革, 投資家保護 (経営者への罰則強化, 内部告発者保護, 監査法人への監視強化, 企業情報開示の強化など) であったが, その基本的性格は投資家の信頼回復のための企業ガバナンス強化と投資家保護に関する個別的規制強化であり, 既述の米国型ガバナンスの基本枠組みを問い直すものではなかった。むしろそれとは逆に, 株主価値第一主義の企業ガバナンスの枠組み自体は維持されている⁴⁷⁾。

しかし問題は, 抑制を欠いた市場主義, 株高バブル時代を下敷きにした短期的金儲け主義経営, それらを理論的に後押しする株主価値最大化偏重イデオロギー (「株主資本主義」「株価至上主義」「株主価値経営」など), それを前提したアメリカ型コーポレート・ガバナンス論, さらに (社会主義圏崩壊・グローバル化・90年代の活況を背景とした) アメリカ型コーポレート・ガバナンスの傲慢な世界標準化などのより深い次元にあるのであって, それらが今や問い直されているのである⁴⁸⁾。

「するたびに株価が下がるという, 面目丸つぶれ現象が7月中に3度もあった。また, 大統領自身が, 役員 (監査役) 時代の石油関連企業の不正会計疑惑が再燃した。『ウォールストリート・ジャーナル』紙とNBCテレビの調査によれば, 『大統領は国民の利益よりも大企業の利益を大切にしている』という見方が広まった (『朝日新聞』2002. 7. 27)。また, 秋には中間選挙を控えていて, 迅速な対応が必要な状況にあった。

- 47) 企業改革法=サーベインス・オクスレー法についての詳細は <http://www.sarbanes-oxley.com> を参照。また, 次の書が詳しい。

William H. Manz (Editor), *Corporate Fraud Responsibility: A Legislative History of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Publisher: Williams Hein & Co, 2003.

Edward Green, *Sarbanes-Oxley Act: Analysis and Practice*, Aspen Publishers, Inc., 2003.

- 48) 経済同友会の第15回企業白書『「市場の進化」と社会的責任経営—企業の信頼構築と持続的な価値創造に向けて—』(2003年3月26日発表)によれば, 「米国のエンロンやワールドコムなどの事件により, いわゆる「米国型資本主義」に対

アメリカ企業は, かつての「泥棒成金」時代以来, 長い社会的試練の中で, 社会的責任を持った企業に発展する道程をたどってきたのであって⁴⁹⁾, その流れから見れば株主価値経営を偏重し・基礎にした一連の議論は, 既述した80-90年代の時代背景が生んだ特異なイデオロギーであったと言えることが出来よう。

(受理 2004年4月12日)

「する信頼が揺るぎ, 行き過ぎた「株主型資本主義」に対する批判が高まっている。あまりにも短期的な視野にたった経済活動は, 「伝染性の貪欲 (infectious greed)」(グリーンズパン FRB 議長) の温床と化す危険性がある。しかし, こうした事件に対して, 我々は単に「米国型資本主義」の不都合をあげつらい, 「米国型資本主義」そのものを批判してこと足れりすることは誤りである。今回実施したアンケート調査でも, わが国の約89%の経営者が「『米国型資本主義』は間違った方向ではないが, 行き過ぎや不完全な部分を是正していく必要がある」と回答している。問題は, その「行き過ぎや不完全さ」にあるのであり, こうした問題を企業と社会のガバナンスの問題として認識し, より良い仕組みの再構築に向けて, 直ちに具体的な制度改革に取り組んだ米国の姿勢にこそ, 学ばなければならない」(第2部実践編)としている。

しかしながら, むしろ, ステイクホルダー型ガバナンス (利害関係者論的ガバナンス) とは異なった論理に立つ株主価値第一主義の「アメリカ型コーポレート・ガバナンス」(実は, これが一貫してアメリカの唯一伝統的な企業ガバナンスだったというわけではない) そのものが, エンロン・ワールドコム事件の根底をなすとしなくてはならないのではなかろうか。おりしも世紀の変わり目ごろから, 新自由主義政策のもとで, 持つものを持たざるもの, 貧富の差の拡大, 環境問題といった問題がクローズアップされてきているのである。

ステイクホルダー型ガバナンスについては, さしあたり最近のものとして, 宮坂純一『企業は倫理的になれるのか』晃洋書房, 2003; 中村瑞穂編著『企業倫理と企業統治』文眞堂, 2003; 出見世信之『企業倫理入門—企業と社会の関係を考える—』同文館, 2004等を参照されたい。

- 49) これについては, さしあたり N. J. Mitchell, *The generous corporation: a political analysis of economic power*, Yale University Press, 1989. 井関利明監修・松野弘・小阪隆秀監訳『社会にやさしい企業』同友館, 2003を参照されたい。