

論 説

ヘッジ会計の有用性とその限界

日米ヘッジ会計基準とヘッジ会計不要論 (JWG 公開草案) の対比

藤 田 敬 司

目 次

- . はじめに
- . ヘッジ会計の有用性
- . 日米ヘッジ会計の現状と問題点
- . ヘッジの有効性テスト
- . ヘッジ会計不要論 (JWG) VS. ヘッジ会計必要論 (AAA)
- . おわりに

. はじめに

わが国の金融商品会計基準は企業会計審議会によって 1999 年 1 月に公表されたが、日本公認会計士協会による実務指針は 2000 年 1 月に中間報告、2002 年 9 月に最終的改訂版が公表されることによって金融商品に係る時価会計が本格化した。

持ち合い株を大量に保有し続ける金融機関や企業は、最近の著しい株価下落と相俟って、軒並み巨額評価損の計上を余儀なくされ、“時価会計一時凍結論”が活発に議論されている。

時価会計が株安の主犯という見方は“本末転倒”と思われるが、本稿では、有価証券の時価会計ではなく、金融商品会計のもう一方の目玉であるヘッジ会計を取り上げる。

他方米国では、FASB による現行 SFAS133 号「金融商品およびヘッジ会計」(1998 年) その後 138 号 (2000 年) によって一部改訂されたが、これは 2000 年 6 月以降適用開始された。

わが国の米国基準によって連結財務諸表を作成・公表している企業は、したがって、2002 年 3 月期から SFAS133 号を適用開始した。

本稿ではこれらの日米会計基準を比較しながら、ヘッジ会計がどのように有効活用されているか、またどこにその限界があるかを検証する。

また、ヘッジ会計の有用性とその限界を検討する上で、決して忘れられないのが、9 カ国の会計基準設定主体および職業会計士団体並びに旧 IASC 機構からなる JWG (Joint Working Group) が 2000 年 12 月に公表した国際会計基準 IAS39 号 (金融商品会計基準) の改訂に関わる公開草案「Financial Instruments and Similar Items」である。

その第 7 章 (Hedges) はヘッジ会計の全面否定からはじまる (Par7. 1&2)。

金融資産・負債のすべてをフェアバリューで評価し、すべての評価差額を発生時の損益に取り込めばフェアバリュー・ヘッジも、キャッシュフロー・ヘッジも要らないという過激な

内容である。過激という意味は2つある。

まず、企業はなぜ金融商品を保有し、どのように活用するのかという経営者の意図を問わない、または敢えて無視することである。

その結果、有価証券の保有目的(一時所有か戦略的投資としての持ち合いか)の如何を問わず時価評価し、その損益をすべて当期損益として認識することになる。もしわが国企業に適用すれば、一時保有株の時価評価損益も、持ち合い株の含み損益もすべての変化額は当期損益となる。

そもそもヘッジ会計とは、現物取引における相場変動リスクの抑制からはじまり、いまや金融リスク・マネージメントの一環として重視されているが、たとえばAという現物商品の相場変動リスクを、Bという金融商品のリスクで相打ちにしようとするのが経営者の意図であっても、その意図を無視して、AもBもすべて時価評価する方がより有益で目的適合的な良い情報を提供するという。

もう一つの過激さは、すべての金融商品を時価評価するということから分かるように、金融資産のみならず、金融負債も時価評価することになる。

金融負債もたしかに市場リスクの変動によりその価値が変動する。たとえば、外貨建て・固定金利付き発行社債は、発行後ドル安・円高となり、ドル金利が低下すれば、償還期限を待つことなく、繰り上げ償還またはデット・アサンプションを実行すれば、円高と金利低下のメリットをキャッシュベースで実現することすら可能である。そこまでは容易に理解されるとしても、負債証券を発行した企業自身が自社バランスシート上の金融負債について、自社の格付け低下により評価益を出すとなれば常識的におかしいということになる。ドイツ・フランスの代表団が負債の時価評価は自家創設のれんの計上になるといって反対したのはその意味では理解され易い。

以上のようにJWG公開草案は全般にわたり、いままでの会計常識をひっくり返すような過激なところがある。

上記JWGのヘッジ会計不要論には、アングロサクソン諸国のマーケット至上主義が色濃く反映されていると見るのが常識的であろう。

ところが、意外なことに、米国AAA(American Accounting Association)は「Accounting Horizon」2002年3月号で、そのFinancial Accounting Standard Committee名義で、ヘッジ会計擁護論を展開している。

そこではヘッジ会計の一般的な長所と短所を比較考量するとともに、ヘッジ会計を欠く場合の損益変動の大きさを立証したいいくつかの先行研究を参照しながら、経営者の意図を反映するヘッジ会計に軍配を挙げている。

そもそも米国FASBによる現行ヘッジ会計基準であるSFAS133号は、現存する金融資産・負債に関わるフェアバリュー・ヘッジについては、ヘッジ手段とヘッジ対象双方の時価評価差額を当期損益とする「時価ヘッジ」を、また将来予定取引をヘッジ対象とするキャッシュフ

ロー・ヘッジについては、ヘッジ手段の評価損益を「その他包括利益」で一旦プールし、予定取引が行なわれたときに損益計算書に振替える「(リサイクル)繰延べ法」を認めている。

その点では、AAAの結論は当面 SFAS133号の見直しは不要とするものであり、全面的時価会計に対する一般的な反対意見と一致している。

しかしながら、JWGのヘッジ会計否定論と米国AAAのヘッジ会計擁護論を子細に検討すれば、前者は、すべての金融資産負債はフェアバリュー評価できるという非現実を前提として、その評価差額をすべて当期損益とする。したがって、「その他包括利益」は不要とする。これに対して、後者はあくまでも現実の一般事業会社における事業資産のリスクヘッジにこだわる。そのため金融資産の部分的なフェアバリュー評価に止まり、「その他包括利益」を必要とする。このように、ヘッジ会計の有効性と限界に関する議論は、必然的に「全面的時価会計の可能性」と「その他包括利益不要論」に結びつくと考えられる。

過激な内容を持つ JWG 公開草案は様々な反対論を巻き起こし、結果的には当面お蔵入りとなった。他方、米国 AAA はヘッジの有効性テストの弱点を自ら認める新たな論考も発表している（「Accounting Horizon」誌 2002 年 6 月号）。

いずれも、わが国企業において実務上定着しつつあるヘッジ会計を見直し、将来の時価会計の行方や「その他包括利益」の問題点を考える上で参考になる。

．ヘッジ会計の有用性

1. デリバティブの歴史と特性

1980年代に米英で開発された **option** や **swap** が、わが国ではようやく 1990年代のはじめから、**デリバティブ** (derivatives) と呼ばれはじめたが、18世紀初頭の江戸時代における大阪堂島米相場はシカゴ CBOT と手本となった先駆的な**先物取引所**であり、その前身であった 17世紀初頭の淀屋米市における**先渡し取引**は米価の安定という当初の目的とは裏腹に米価変動による投機にも利用されたために幕府によって取り潰された話は有名である。

また、外貨建て輸出入における為替変動リスクを抑えるための**為替予約**も伝統的なデリバティブであるが、1984年の対顧客先物為替予約の実需原則撤廃以降、トレーディング目的にも使われている。

株式・社債などの**金融商品**は、原油・穀物・非鉄金属などの**現物(国際相場)商品**とともに、1970年代以降の金融規制の緩和や経済のグローバル化により、大きな市場リスク、信用リスク、流動性リスク等(一括して“**金融リスク**”と呼ばれる)を伴うようになったが、それらの取引リスクを抑え、損益を安定されるために、金融機関のみならず一般事業会社においても、先渡し(forward)、先物(future)、オプション(option)、スワップ(swap)、さらにはこれらを組み合

わせたスワップション等のデリバティブが大いに活用されはじめた。

わが国の金融商品会計基準では抽象的な定義は避けて例示方式をとっているが、米国会計基準 SFAS133 号は、デリバティブとは、**金融商品** (financial instruments) または次の 3 つの特性を持つ**契約** (contracts) であるという (Par6)。

- 1) 金利・為替・有価証券・現物商品等を原資産 (underlying assets, notional amount), または決済条項を持つ, もしくはそれらの双方を持つこと,
- 2) 初期純投資 (initial net investment) はゼロもしくは少額であること,
- 3) 差額決算 (net settlement) が可能なこと。

上記で簡単に振り返って見た歴史や特性からも明らかなように、デリバティブとは、決して金融商品をベースとする契約だけではなく、現物商品 (commodity) をベースとする契約でもある。米国 FASB は 1998 年の SFAS133 号ではじめて、デリバティブには commodity based contracts も含むことを決定し、以後 financial instruments ではなく、derivative instruments と呼ぶようになった (Appendix C Par269)。

本稿では成熟した先物市場で取引される原油・穀物・非鉄金属等の現物商品を中心としてヘッジ会計の現状と課題を検討する。

2. デリバティブによるヘッジ活動

市場取引ではしばしば、“No Risk, No Return” といわれるが、金融リスクとは、エバン・ピコーが定義したように、潜在的損失 (potential loss) だけではなく、トレーディングや投資における期待利益からの標準偏差 (standard deviation of the potential revenue (or income) of a trading or investment portfolio over some period of time) でもある。¹⁾

市場リスクは危険だけではなく、チャンスでもあれば、デリバティブも市場取引に伴うリスクを避けるためだけではなく、投機的利益を生む手段としても使われることになる。

したがって、デリバティブの使われ方は次のように 3 分できる。

リスクを回避または減少するためのヘッジ活動、

敢えてリスクを取ることによって利益を狙う投機的トレーディング、

上記 ・ を組み合わせると、リスクを避けつつ巧みに利鞘を稼ぐ金利裁定取引。

これらの 3 つの目的を截然と区別してデリバティブを活用することは極めてむずかしい。現実のトレーディングでは 3 つの目的が交錯し、ヘッジ活動が意識的または無意識的に、スペキ

1) Evan Picoult 「Quantifying the Risk of Trading」(M, A, H, Demper 編「Risk Management」, 2002, Cambridge University)

ュレーションに転化し、デリバティブ取引が新たなリスクを生むことがある。

そのために、ヘッジ活動の戦略とリスク管理の方針は、デリバティブの使用目的を明確にすることからはじまらなければならない。しかし、市場の動向に左右される人間の思惑はシナリオ通りにならないところからヘッジ会計の脆弱性が胚胎する。

なお、SFAS133号は、その適用企業に対して、まずデリバティブ保有目的、目的達成のための戦略、フェアバリュー・ヘッジ、キャッシュフロー・ヘッジ・外貨投資ヘッジ毎のデリバティブ、リスクマネージメント・ポリシーについての開示を要求している（Par44）。

わが国の米国基準採用企業は平成14年の有価証券報告書からSFAS133号の適用をはじめたが、大手電機メーカー・ソニーの場合は“為替相場リスクおよび金利変動リスクを軽減するために、先物為替予約、通貨オプション契約、および金利通貨スワップ契約を含むデリバティブを利用しているが、売買もしくは投機目的でデリバティブは利用していない”という。つまりヘッジ目的がデリバティブ活用のすべてということである。

ところが、総合商社・三井物産の場合は、“金利・為替相場リスクをヘッジするために、金利スワップ、為替予約、通貨スワップ、金利通貨スワップなどの金融デリバティブを使う一方、一定の限度を設け、収益獲得を目的として商品デリバティブを活用している”と認めている。金融機関以外の一般事業会社がデリバティブを含めた金融商品を取扱う場合、あくまでも事業取引の市場リスクヘッジ目的に、徹底的に使途を限定する（もしそれが可能であれば）、それはそれで立派な経営方針である。しかしながら、リスクは潜在的損失だけではなく、投機的利益を生むチャンスであること、また、ヘッジと投機は本質的に紙一重であることから、収益獲得の意図もあり得ることを率直に認めた上で、そのために必要なリスク管理体制を整えて取り組むのも一つの経営方針である。

3. ヘッジ会計とはヘッジ対象とヘッジ手段を同時に認識・測定すること

ヘッジ会計とは、上記第2項のヘッジ活動において、一般的には、ヘッジ対象（為替・金利・有価証券等の金融商品や現物商品取引に伴うリスク）と、ヘッジ手段（先渡し契約・先物契約・オプション契約・スワップ契約等、リスクを避ける手段）をバランスシート上で同時に認識し、それらから生まれる時価評価損益や手仕舞い等による決済損益や受渡しによる実現損益を損益計算書上で同時に認識する会計手法である。

その他ヘッジ形態としては、

長期外貨建投融资に係る為替変動リスクを、同一外貨による長期借入れでヘッジするなど、ヘッジ対象(hedged items)である資産負債を、別の資産負債をヘッジ手段(hedging instruments)としてヘッジする場合がある。

売建てオプション取引のリスクを軽減するために、買い建てオプションを組み合わせること

があるように、ヘッジ対象もヘッジ手段もともにデリバティブである場合もある。

しかし、上記 もヘッジ会計は必要とはされない。の金融資産負債やのデリバティブは同時に時価評価されるため、ヘッジ会計は不必要である。²⁾

なお、図表1は代表的なヘッジ対象とヘッジ手段の関係を例示したものである。

．日米ヘッジ会計の現状と問題点

1. わが国のヘッジ会計手法 繰延ヘッジ会計と時価ヘッジ会計

たとえば、大手電機メーカーの有価証券報告書における重要な会計方針や会計数値の注記を読む限り、デリバティブは輸出入取引における外貨建債権債務の為替相場変動リスクを抑えるためには為替予約が、また資金調達における金利変動リスクを抑えるためには通貨スワップが使われている。

また原油・穀物・非鉄金属等の国際相場商品を扱う総合商社では先物取引が使われている。後者ではデリバティブ取引の主たる目的はヘッジであるが、一部にはそれ自体が利益獲得行為であるトレーディングにも使われている。

図表1 ヘッジ対象とヘッジ手段の関係

ヘッジ対象	ヘッジ手段
外貨建債権・債務 外貨建有価証券 外貨建予定取引等 に伴う為替変動リスク	為替予約 通貨オプション 通貨スワップ等
株式取引に伴う株価変動リスク	株式オプション等
借入金・貸付金・利付債券等取引に伴う 金利変動リスク	金利先物 金利先渡し 金利オプション 金利スワップ 金利スワップション等
国際相場商品取引に伴う相場変動リスク(注)	商品先渡し取引 商品先物取引 商品オプション・スワップ取引等

(注)ヘッジ手段はすべてデリバティブであっても、ヘッジ対象は必ずしも金融商品とは限らない。原油・穀物・非鉄金属のような国際相場商品(Non Financial Commodity)もヘッジ対象になる。ロンドン・シカゴ・ニューヨークなどにある国際商品取引所で、独自の需給関係によって、または株価・為替・金利の動向に反応しながら変動する。経済的実体は金融商品と変わるところはない。

本稿ではこれらのcommodity取引もヘッジ対象としてヘッジ会計を検討する。

2) 詳しくは、秋葉賢一「デリバティブ取引の会計」(醍醐聡編著「クローズアップ現代会計第3巻」2003, 東京経済情報社), 第5章参照。

わが国金融商品会計基準を採用している企業のヘッジ会計手法を大きく分ければ、ヘッジ手段の損益をヘッジ対象の受け渡しや決済によって損益を認識する時点まで繰延べる方法（繰延ヘッジ会計）と、ヘッジ対象も時価評価（値洗い）し、その評価損益をヘッジ手段と同時に認識する方法（時価ヘッジ会計）に分けることができる。

わが国金融商品会計基準（六・4項）は次のようにいう。

原則的処理方法は繰延べ法…ヘッジ手段に係る決済損益および時価評価損益をヘッジ対象に係る損益が認識されるまで資産または負債として繰延べる方法を原則とすることとした。

時価ヘッジ法も認められる…ヘッジ対象である資産または負債に係る相場変動損益を損益に反映させることができる場合には、その損益とヘッジ手段に係る損益とを同一会計期間に認識する方法も認める。

図表 2 は現物商品（コモディティ）の相場変動リスクを先物取引でヘッジする場合の会計手法の比較表であるが、欄では時価会計もヘッジ会計も導入される以前における、ヘッジ手段とヘッジ対象が別々の取引として（2取引説で）扱われたときの会計処理である。

その場合、ヘッジ対象は取得原価・実現基準で、ヘッジ手段は手仕舞い等決済まではオフバランスであり、両者の損益認識時期は必ずしも一致しない。

は完全時価会計により、ヘッジ会計が必要とされない場合の会計処理である。

図表 2 先物取引による現物商品相場変動リスクのヘッジ会計
と はヘッジ会計導入前後比較， と はヘッジ会計手法比較

	時価会計およびヘッジ会計導入前	繰延ヘッジ会計 わが国の原則法	時価ヘッジ会計 米国の原則法	完全時価会計（ヘッジ会計不要論） JWG 草案
ヘッジ対象 （現物商品）	取得原価 （+ 低価法） 受渡等による実現基準	取得原価 （+ 低価法） 受渡等による実現基準	先物見合い部分を 時価で値洗い、当 期損益とする。	全ポジションを時価 で値洗い（mark to market）
ヘッジ手段 （先物取引）	手仕舞い等による決 済基準 < オフバランス >	決済損益または時価 評価損益を現物取 引の損益実現まで 「その他資産・負債」 として繰延べ、ヘッ ジ対象損益と見合わ せる	現物と純粋に見合 う部分を時価で値 洗い、当期損益と する	全ポジションを時価 で値洗い
備考	現物と先物を別個の 取引と見る ヘッジ意図は生かせ ない	ヘッジ手段とヘッジ対象を指定するなど 具体的方針を文書化し、ヘッジ有効性テ ストを必要とする		透明性は高いが、経 営意思・ヘッジ目的 は生かせない

中央部の が繰延べヘッジ会計であり、 が時価ヘッジ会計である。

この他に、本稿では省略するが、為替予約については、暫定的ながら、「振替処理」によるヘッジ会計が認められている。

2. わが国ヘッジ会計の問題点

現物商品をヘッジ対象とする場合、わが国の時価ヘッジ会計は極めて使い勝手が悪い。

金融商品会計基準³⁾ 六、4(2)によれば、「ヘッジ対象である資産または負債に係る変動相場等を損益に反映させることができる場合」に限定されているからである。

実務指針第185項は、したがって、現時点では、ヘッジ対象は「その他有価証券」のみに限られるという。この点については次のように指摘がある。

“言い換えれば、取得原価で記録するもの、または評価差額を資本直入するものは時価ヘッジ会計の対象外ということになる。そうであるならば、金融会計基準の言い回しでは誤解される可能性が高いので、当該基準に、この前提も明記すべきであったと考える。”³⁾

たしかに、時価ヘッジ会計というグローバル・スタンダードは採用されたが、取得原価・実現基準の会計慣行は簡単には崩れない。そうであればハッキリそう書くべきであった。いずれにせよ、これでは折角の時価ヘッジは、原油、穀物、非鉄金属等の相場商品を扱う企業にとっては、現物商品取引に係わるリスクヘッジに使えない会計基準である。

したがって、現物商品取引に時価ヘッジ会計を適用するためには、少なくともヘッジ会計の対象としたい国際的相場商品については、取得原価主義・実現基準を廃棄して、全面的時価評価主義を採用すべきだという考え方に傾くことは自然である。

そうすれば、時価ヘッジ会計を活用することはできるというよりも、JWG 公開草案がいうように、ヘッジ会計という Special Accounting そのものが不要になる。

しかし、現実のコモディティ市場は信頼性の高い時価が得られるほど成熟しているのか、また、一般商品と相場商品の間に明確な境界線を引けるのか、という2つの難問が出てくる。とくに後者は難問である。というのも、国際相場商品に限らず、一般商品はすべて大なり小なり相場変動リスクにさらされており、成熟度は様々であってもそれぞれの独自のマーケットで価格決定が行なわれるからである。

3. 米国 SFAS133 号(1998)によるヘッジ会計手法

米国のヘッジ会計基準 SFAS133 号の基本的なスタンスは、その Appendix C に詳細に書き込まれているが、本稿に関する限り、ポイントは次の3点に要約できる。

3) 伊藤眞著「外貨建取引・通貨関連デリバティブの会計実務」、2003、中央経済社、第9章)

- 1) すべてのデリバティブにおけるフェアバリューは財務諸表にとって最も目的適格的（relevant）であり、唯一つの測定手段である。Board の長期的目標は全面的時価会計であり、この Statement は当面の緊急課題への追加的ステップである（Par216 ほか）。
- 2) ヘッジ会計は、ヘッジ対象である現物商品は取得原価・実現基準で認識・測定する一方、ヘッジ手段であるデリバティブは時価で認識・測定する、しかも異なる期間に認識・測定する歪み（“ Recognition Anomalies ”および“ Measurement Anomalies ”）を矯正するための Special Accounting である（Par320）。
- 3) SFAS80 号による従来のヘッジ会計、すなわちデリバティブの評価差額をヘッジ対象である資産負債の簿価を調整して繰延べる Full-Deferral 法は、資産負債評価の混合アプローチであり、認識・測定の anomalies や mismatch を矯正する意義はあっても、概念的フレームワークに合わない（Par345 ほか）。

そこで SFAS133 号は、リスク・エクスポージャーには 2 つのタイプがあることに着目し、次の 2 つをヘッジ会計手法として指定する。

認識ずみの資産負債や未認識の確定契約（Non-cancelable Purchase Order のような Firm Commitments）の公正価値リスクを対象とする **Fair Value Hedges**。

ここでは、ヘッジ手段であるデリバティブのゲイン・ロス（フェアバリュー変化額）は発生時損益とする。ヘッジ対象のゲイン・ロス（そのうちヘッジリスク見合い部分）はその資産負債簿価を修正し、当期損益として認識する。したがって完全ヘッジ部分は損益面で相殺されることによってヘッジされることになる。また、不完全ヘッジ部分は時価会計による当期損益となる（Par22）。

フェアバリュー・ヘッジはわが国の時価ヘッジと似ている。しかし、わが国では時価ヘッジは、事実上「その他有価証券」に限定される（実務指針第 185 項）が、米国のフェアバリュー・ヘッジによれば、認識ずみ資産負債のみならず未認識確定契約による固定されたリスク・エクスポージャーはすべてヘッジ対象となる。

ヘッジされたリスク部分と期間のフェアバリュー評価差額は、ヘッジ手段の損益と損益計算書上で相殺されることによってヘッジされる仕組みである。

将来キャッシュフロー・リスクを対象とする **Cash Flow Hedges**。

ヘッジ対象は、将来の予定取引（すなわち将来売買取引に係る未認識資産負債）および変動金利付き社債等（すなわち認識ずみ資産負債）から生まれるキャッシュフローの変動リスクである。ヘッジ対象もヘッジ手段もフェアバリュー評価し、評価差額をオンバランスすることに、フェアバリュー・ヘッジと変わるところはないが、将来取引に係る未認識資産負債の簿価は修正の余地がないから、資産負債ではなく、資本の部の「その他包括利益」としてヘ

ッジ手段の評価損益を繰延べる。

と の端的な違いは金利スワップに表われる。中長期借入金や社債発行において、固定金利による資金調達はその後の金利水準の変動に対してフェアバリュー・リスクを負う。他方、変動金利による資金調達はキャッシュフロー・リスクを負う。したがって、固定金利支払契約によるフェアバリュー・リスクは“固定金利受取・変動金利支払”の金利スワップによりヘッジする。他方、変動金利支払契約によるキャッシュフロー・リスクは、“変動金利受取・固定金利支払”の金利スワップによりヘッジする。

要するに、米国ヘッジ会計には、固定された資産負債の相場変動リスクを、デリバティブによる変動損益と相殺によって同一期間に認識するフェアバリュー・ヘッジ、逆に変動するまたは未確定のキャッシュフローを固定するためのデリバティブ評価損益をその他包括利益を使ってヘッジ対象損益実現まで繰延べるキャッシュフロー・ヘッジがある。

(その他に外国への純投資の為替変動リスクに係るヘッジもあるがここでは省略する。)

4. 米国ヘッジ会計の問題点

オフバランスの予定取引に係るキャッシュフロー・リスクをヘッジするには、わが国ではヘッジ手段の評価損益を資産負債として繰延べるが、資産負債の定義において、“将来のキャッシュインフローとアウトフロー”を重視する米国では、デリバティブ評価差額は資産負債の定義を満たさないことから、資本勘定の「その他包括利益」を使って繰延べる。ヘッジ対象損益が実現したときは、損益計算書を通じて再び資本勘定の剰余金へとリサイクルさせる。その模様を表したのが図表3 A&3-Bである。

「その他包括利益」は、キャッシュフロー・ヘッジから生まれる一時損益を収納するポケットであり、株主拠出資本や剰余金とならば equity の一部として表示される。

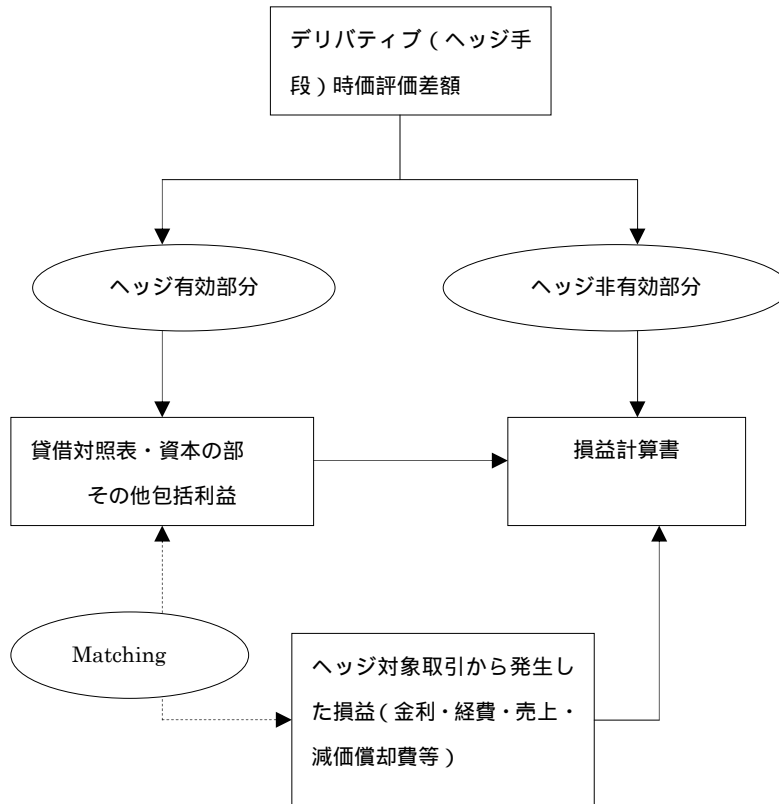
それはヘッジ対象取引が実現するまでの“剰余金予備軍”でもある。

その間、形式的には株主持分を構成し、一般投資家には企業価値を表す一要素と映ることであろう。もしそうだとすれば、投資家に誤解を与える怖れがある。

というのは、同じく「その他包括利益」で処理される未実現有価証券保有損益や外貨換算調整勘定や最小年金債務調整額は将来損益となる未認識部分であるが、キャッシュフロー・ヘッジのデリバティブ評価損益はヘッジ対象の損益が実現したときには損益相打ちとなる性格のものであり、ストレートに株主持分や企業価値の一部とはならないからである。

図表3-Bでは、「その他包括利益」の累積がエクイティの一部を構成するだけでなく、その

図表 3-A キャッシュフロー・ヘッジ会計における，デリバティブ（ヘッジ手段）評価差額処理；
 <「その他包括利益」 損益計算書 利益剰余金へのリサイクル>

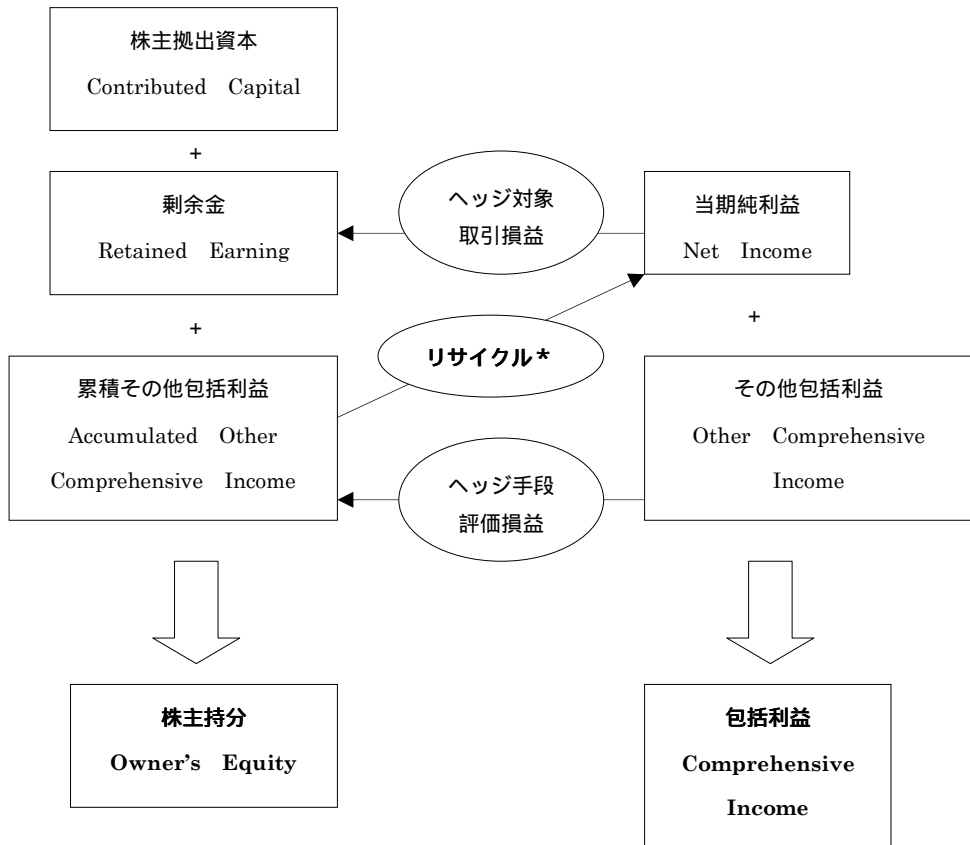


期間増減が当期損益と見られる場合を示している。

その場合は，会計情報の利益は“超現実（Hyper Reality）”になるという見方が成り立つであろう。マーケットを忠実に映し出すデリバティブのフェアバリュー評価がマーケットを動かし，それが再びフェアバリューを形成するからである。⁴⁾

4) Norman Belding Macintosh 「Accounting, Accountants and Accountability」, 2003, Routledge, N.Y. 第4章。なお同氏は，金融商品会計はデリバティブの市場価値を表し，市場価値はその会計価値に依存するところから，Hyper reality（超現実）の極端な例であり，“Self Referenceのパラドックス”と呼ぶ。

図表 3-B



リサイクル* ヘッジ関係が崩れたとき ヘッジ対象取引損益が実現したとき

(Norman B Macintosh 「Accounting, Accountants and Accountability」(2002, Routledge), "FASB 130 & 133 Nomenclature" を参考に作成)

・ヘッジの有効性テスト

1. ヘッジ会計を適用する場合の要件

ヘッジ会計とは、上記 章ですでに述べたように、相殺すべき損益を同一事業年度に認識すること、期待される利益の変動 (Volatility) を抑えること、期待される利益の予測可能性 (Predictability) を高めること、であるが、通常の会計処理と異なり、いくつかの要件が満たされなければならない。これらの要件が満たされないならば、当然のことながら、ヘッジ会計は成り立たず、デリバティブはトレーディング目的と見なされて時価評価損益は当期損益となる一方、ヘッジ対象は取得原価・実現基準で処理されなければならない。以下に見るように、その点では日米基準間に差異はない。

わが国金融商品会計基準に関する実務指針は、次のように事前テストと事後テストにより、ヘッジが高い有効性をもって相殺が行なわれることの確認を求めている。

- 1) **ヘッジ開始前の事前テスト**...ヘッジ対象とヘッジ手段の関係、ヘッジの有効性について評価する方法を正式文書で明確にしなければならない。たとえば、リスク・カテゴリー別のヘッジ比率、ヘッジ対象の識別方法、リスク・カテゴリー別のリスクヘッジ手段の選択枝。
(実務指針 143 項)
- 2) **事後テスト**...企業は決算日にはヘッジの有効性を必ず評価しなければならない。(同 146 項)

米国 SFAS133 号は、フェアバリュー・ヘッジとキャッシュフロー・ヘッジに分けて、ヘッジ要件を定めているが、共通する最も重要な要件は次の 3 つである。

- ヘッジすべきリスクは金利変動リスクか、価格変動リスクか、為替変動リスクか、信用リスクか、を指定すること、
- ヘッジの有効性をいかなる方法で測定するか、を指定すること、
- 以上を文書化しておくこと。

ヘッジ対象とヘッジ手段の相場変動の間には**密接な経済的相関関係**があってはじめてリスクヘッジの効果が生まれる。その意味では、の有効性をどのように測定するのか、また何ををもって“高い有効性”と云えるのが最も困難な問題である。

2. 先物市場による完全ヘッジの図式

現物商品の生産者にとっては生産時の値下がりリスクを回避すること、需要家によっては値上がりリスクを回避することが通常先物取引の動機である。

現物商品が穀物であれば、生産者は収穫前（現物売り前）に、先物を売り建てることにより、また、需要家は現物買い付け前に、先物を買建てることにより、相場変動リスクをヘッジできる。その場合は、現物売買と逆方向の先物売買により、相場の値下がり・値上がりリスクをヘッジできる。しかしながら、先物取引によるリスクヘッジでは、生産者による値下がりリスクヘッジでは、将来値上がりの期待が犠牲となり、需要家による値上がりリスクヘッジでは将来値下がり期待が犠牲となる。その仕組みを最も単純に図示したのが**図表 4**である。

先物ヘッジの場合、ヘッジ対象商品とヘッジ手段商品それぞれの、受渡し数量や限月等の重要条件（Critical Terms）が一致していれば完全ヘッジが成り立つ（Par65）。

なお、Trombley (2003) は完全ヘッジを次の数式で表現する。⁵⁾

$$\left(\sum_{i=1}^n x_i / \sum_{i=1}^n y_i \right) = 1.0$$

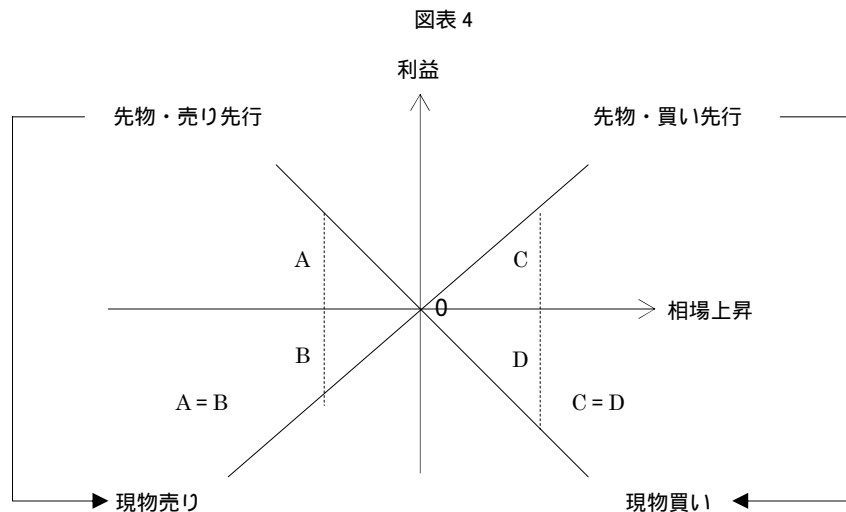
$\sum_{i=1}^n x_i$ はヘッジ手段であるデリバティブ価値の期間変動からなる先物取引損益の累積である。

たとえば、12 月末に翌年 1 - 3 月を限月とする先物契約をすれば、各限月ポジションの手仕舞い損益の累計である。

$\sum_{i=1}^n y_i$ はヘッジ対象である現物価値の期間変動からなる損益累積を表す。上記例では、1 - 3 月先物契約見合いの現物商品の時価評価額累計である。

また、カッコの前のマイナス符号は、現物と先物の Position が Short/Long と逆であることを意味する。

この数式による X と Y について注目すべきは、単にヘッジ手段またはヘッジ対象商品の単位



生産者は現物 Long Position (将来の収穫物) を、先物売りによる Short Position によって、その後の相場変動損益を相殺する。相場下落時には、現物売りにおける期待利益の減少 B は、先物手仕舞い益 A と相殺される。相場上昇時には、逆に現物売りによる利益 C と先物手仕舞い損 D が見合う。損益相殺の形で相場変動リスクをヘッジする。

需要家は現物 Short Position (将来の買い付け) を、先物買いによる Long Position 創出によってバランスを取る。相場下落時は A=B によって、また相場上昇時には C=D によって損益相殺する。

上記 および はあくまでも通常の場合のヘッジパターンである。

生産者側から見て現物収穫期の先物相場が採算価格に比べて異常に低すぎれば、また天候等による将来需給相場予測に自信があれば、逆に先物を買って建てるのがあってもおかしくない。

また、需要家側の現物買い付け時の採算相場から見て、先物相場が異常に高騰していれば、また、天候等による将来需給相場予測に自信があれば、逆に先物を売り建てるのがあってもおかしくない。

しかしながら、それらの取引は、リスクヘッジというよりも、むしろスペキュレーションによる投機行動に限りなく近い。

5) Mark A. Trombley 「Accounting for Derivatives and Hedging」, 2003, McGraw Hill Higher Education, Chapter2

価格の変化率を表しているのではなく、ヘッジ取引開始からヘッジ有効性テストまでの、総和（単位価格×数量）の増減額を損益として捉えていることである。

したがって、 X はヘッジ手段の数量×単位価格変化率であり、 Y はヘッジ対象の数量×単位価格変化率である。このことは次項における不完全ヘッジの有効性の範囲を考慮する上で重要な意味を持つ。

3. 不完全ヘッジはどこまで有効か

現実のヘッジでは、上記図表 4 のように、 $A=B$ 、 $C=D$ と、完全に現物と先物の損益のプラス・マイナスがイコールになることは少ない。

ヘッジ対象である現物はある特定の銘柄・産地・品質・数量をもつ商品であるが、ヘッジ手段である先物商品は規格品・標準品であり、単なる平均的な価格指数の変動にすぎない場合もある。

完全に同数・同量を、しかも同一限月渡しであれば $A=B$ 、 $C=D$ となるが、特定品と標準品の組み合わせであれば、 $A > B$ 、 $C < D$ などの mismatch が起こる。

たとえば、航空会社はジェット燃料の安定的調達に備えて、ヒーティングオイルの先物取引を利用するが、両者の間には高い相関関係が見られるが、カナダ産“菜種油”とマレーシア産“パーム油”では、産地の天候の違い等による需給関係の差が大きく、通常ヘッジ関係は成立しない。

このようにヘッジ対象商品とヘッジ手段商品は、お互いに“似たもの”同志であっても、産地・銘柄・数量・限月等の相違から“Near Hedge”と呼ばれる。

また多数の売り手と買い手があってはじめて市場取引は成立する。

市場参加者が少ない取引所では希望する限月の相場が立たないこともある。

さらには、過去の市場実績から見て、ヘッジ手段の価格変動率がヘッジ対象のそれに比べて明らかに大きい、または小さい場合もある。または企業のヘッジ方針として、現物取引の全部をヘッジすることなく、一部は敢えてリスクにさらす場合もあろう。

そのようなヘッジ取引は、結果としての不完全ヘッジではなく、開始時点から意図的な“under hedging”または“over hedging”であり、どこまでが有効ヘッジとして評価されるべきかが問題となる。

4. ヘッジの有効性評価基準

上記 3 項においては、ヘッジ関係にあるとされるヘッジ手段の損益とヘッジ対象の損益が完全に相殺されることは実務ではどちらかといえば“希有”であり、むしろ不完全ヘッジを前提

としてヘッジの有効性を評価すべきであることを敢えて強調した。

ではいかなる範囲で相殺されれば有効ヘッジといえるであろうか。

まずわが国の金融商品会計基準は、ヘッジ手段とヘッジ対象の損益には“高い相関関係”がなければならないというのみで、具体的な数値基準は実務指針に委ねられている。

実務指針 156 項(有効性の判断基準)によれば、“おおむね 80%から 125%の範囲内にあれば、高い相関関係にあると認められる”ものとする。

この数値目標のレンジは国際会計基準 IAS39 号の Par146 がいう“within a range of 80% to 125%”と一致する。また、その解釈指針 Par146 - Question146 - 3 では、当初から意図された 85%の“under hedging”では、その意図された 85%部分を 100 として、80 - 125%range を適用すべきであるという。

他方米国 FASB は、以下に見るように極めて柔軟である。

SFAS133 号は Appendix 1 の Section2 でヘッジの有効性評価について、ある特定の方法は指定しないが、企業はヘッジしたいリスクや商品特性にふさわしい一定の方法を選び、ヘッジ開始から定期的に（少なくとも四半期毎に）適用し、ヘッジ有効性（Effectiveness）を査定するよう要求している（Par62）。

また、その Par93 以下で取り上げる Example7 では、統計的手法で現物と先物の 2 変数が高い相関関係にあるかどうかを見極める方法を紹介している。

ブラジルコーヒーの買い予定取引に係るキャッシュフローヘッジ手段として、コロンビアコーヒーの先物買い契約を起用する例を挙げている。（Par96）

	キャッシュフローの変化 (estimation)	
	ヘッジ手段: コロンビアコーヒーの先渡し契約	ヘッジ対象: ブラジルコーヒーの予定取引
ヘッジ開始時: 6ヶ月先渡し価格	\$ 2.54	\$ 2.43
3ヶ月後: 3ヶ月先渡し価格	\$ 2.63	\$ 2.53
累積・価格上昇額	\$ 0.09	\$ 0.10
累積・価額変化 50万ポンドのコーヒー×価格上昇額	\$ 45,000	\$ 50,000

上記例における累積・変化率対比值は $45,000 / 50,000 = 0.9$ 。

これでは不完全ヘッジであるが、45,000 ポンドは完全に損益相殺できるため、ヘッジ effective として処理可能であり、不突合の 5,000 ポンドは ineffective hedge として処理する。

もっとも、Trombley (2003) によれば、SEC は非公式ながら、この比率が $4/5$ から $5/4$ の範囲に収まっていることを要求している。すなわち 0.8 から 1.25 のレンジから逸脱したヘッジの有効性は大いに怪しく、賛成できない (“Highly skeptical of, and generally objects to”) という。

また FASB は次のような柔軟な評価方法を認めることにも注目したい。(Par63)

オプション契約によるヘッジの有効性評価においては、時間価値 (time value) は排除し、本源的価値 (intrinsic value) の変化を評価する。また本源的価値を割り引いたミニマム価値で評価するときは、ボラティリティは除外しても良い。

先渡し・先物契約のスポット価格の変化による場合は、スポット価格と先渡し・先物価格との差額は除外しても良い。

ただし、ガスや銅のようなパルキーものは保管と輸送に費用がかかるため、単なるスポット価格の動向のみでは有効性は判断できず、ロケーションや輸送費などの要素を調整しなければならぬ (Par73 76 の例)。

わが国商社が米国から穀物を輸入するときのヘッジにおいては、ベース価格の変動以外に船腹相場と為替相場の動向を予測しなければならないことを想起させるすぐれて実務的な考え方である。

・ヘッジ会計不要論 (JWG) VS ヘッジ会計必要論 (AAA)

1. JWG の Draft 「Financial Instruments and Similar Items」

JWG 公開草案は、<はじめに>で述べたように、ヘッジ会計の有用性を全面的に否定し、すべての金融資産と金融負債を時価で評価し、評価差額を直ちに損益認識すれば、ヘッジ会計を必要とするの 3 つの根拠をすべて打破できるという (Par7.5)。

- 1) たとえば、固定金利を変動金利に転換する金利スワップによって、債務のフェアバリュー・リスクをヘッジする場合は、ヘッジ手段のデリバティブもヘッジ対象もすべて時価評価し、双方の評価差額を損益計算書の中で相殺すれば良い。
- 2) 将来取引に関わるキャッシュフロー・ヘッジも不必要である。たとえば、将来の社債発行について forward 契約を結んだが、発行までに利上げが予想され、現実に利上げが行なわれた場合、forward 契約を値洗いすれば 15,000 の資産価値があれば、そのときに 15,000 を利益認識すれば良いのであって、繰延べるべき理由はない。
- 3) 計上ずみ金融資産負債に係るキャッシュフロー・ヘッジを正当化すべき理由はない。デリバティブのゲイン・ロス将来キャッシュフローと同時に認識するように繰延べることは、損益計算書をコスト・ベースに書き換える (restate する) ことだ。たとえば、変動金利付き資産を「固定金利受取・変動金利払い」の金利スワップでキャッシュフロー・ヘッジすることは、たしかに変動リスクは排除できたことになるが、新たなフェアバリュー・リスクをかかえたことになる。というのは、スワップ契約のフェアバリューは金利の変化とともに変わるからである。

ところで、JWG は、ヘッジ対象は金融商品ばかりとは限らず、Non Financial Items もあ

り、それらは本質的に金融資産負債に近いことは承知しているが、それは Draft の範囲外であるという(Par7.6&7.8)。

完全時価会計を目指す JWG としてはそういうのは無理からぬところはあるが、現物商品を扱う一般事業会社にとっては、まるで肩すかしを食らわせるような論法である。

2. AAA の Commentary

これに対して、米国 AAA はその Commentary の中で、ヘッジ会計の Advantages と Disadvantages を列挙しながら、結論として有用性に軍配を挙げる。

AAA が最も重視するヘッジ会計の Advantage とは、ヘッジ対象とヘッジ手段の損益を同時に、そして同一割合で認識することにより、時系列における利益変動を減少できる。ということとは、リスク・マネージメントの経営意図を忠実に示すことができることである。

逆に Disadvantages は、第一に、ヘッジ部分と非ヘッジ部分を異なる方法で損益を測定することである。第二に、本来当期に帰属する損益を当期損益以外のところで繰延べることである。第三に、ヘッジ手段としてのデリバティブ指定やヘッジの有効性判断に恣意性(discretion)が働くことである。⁷⁾

このように比較考量しながら、AAA としては、ヘッジ会計の長所は短所を上回るという。この結論部分は“ We favor the retention of hedge accounting ”という表現からも窺えるように、最終的には好みの問題かも知れない。

ただし、JWG の Draft はあくまでも金融商品の特性を重視し、経営者のデリバティブ保有意図がヘッジであるかトレーディングであるかを無視する一方、AAA は非金融商品や将来取引を念頭に置いている。それが両者の結論の大きな違いとなっているようだ。

・おわりに

商社における相場商品の実務では、在庫から売り買い契約に至るまで、また先物・オプション・スワップ等のデリバティブ含めて、トレーダーは日々値洗い(Daily Mark To Market)を繰り返り、ポジションを確認しながら取引を進める。これは完全時価会計の手法である。⁸⁾

本稿では、金融リスク管理の上ではいまや不可欠の用具となっているヘッジ会計の有用性とともその限界について検討した。

その限界を克服するには2つの方法が考えられる。

6) JWG 「Financial Instruments and Similar Items」, 2000年12月, 日本公認会計士協会,

7) AAA 「Recommendations on Hedge Accounting and Accounting for Transfers of Financial Instruments」(「Accounting Horizon」2002年3月号)

8) 拙稿「商社におけるデリバティブのリスク管理」(中央経済社「企業会計」1997年2月号)

一つは全面的時価会計への移行である。これは遵守困難なヘッジ要件に囚われることなく、市場に忠実にトレーディングを行なうことができる。またリスク管理も容易である。

しかし、これはさらに成熟したコモディティ先物市場があってはじめて可能であり、制度会計上は、取得原価主義・実現基準との訣別が前提となる。

二つ目はさらに明確かつ合理的なヘッジ有効性テストの開発とともに、企業内ではさらにリファインされたリスクマネジメントと規律の向上が必要であろう。

以上

< その他参考文献 >

日本会計士協会編「監査小六法」，平成 15 年版，中央経済社

FASB「Original Pronouncements」2000 / 2001 年版，John Wiley & Co.