

研究ノート

信用と恐慌の会計学研究序説

藤 田 敬 司

目 次

- I. はじめに
- II. 信用の拡張と企業の収益性
- III. 金融危機は「信用恐慌」
- IV. 金融危機と金融商品の構造
- V. 金融商品会計への影響
- VI. おわりに—これからの課題

I. は じ め に

今回の米国発の金融危機は、米国の金融システムに対する信頼を失わせ、信用収縮の影響をまたたくまに世界に拡散した。これがグローバリゼーションの怖いところであるが、さらに怖いことは、主要国の規制当局も、大手金融機関も、そして一般投資家も、当然認識すべきリスクを、実のところ深くは認識していなかったということである。“フリー・フェア・グローバル”をモットーに進められた金融制度の規制緩和には、その前提として「自己責任の原則」はあったが、みえざる手のコントロールを期待していたのであった。

金融危機の原因と克服のための処方箋については多くの識者が様々な意見を述べている。当面の危機は公的資金のバラマキによって鎮静化しようとしているが、失った信用および信頼を回復するには相当な時間がかかるであろう。信用は「伝統的な生産要素の投入がほとんどなくても生産できる一方で、実に簡単に破壊されてしまう」(J・E・スティグリッツ他『新しい金融論』第2章)からである

会計学の立場からする金融危機への意見は、時価会計凍結論をめぐる賛否両論を除けば、ほとんど聞かれない。簿記会計はこれほど深刻な金融危機を想定していない上に、金融商品の公正価値測定では、システムティック・リスク(Systematic Risk, 分散投資では対応できない市場全体の変動リスク)までは通常計算に入れない。しかし、市場型資本主義社会はリスクを許容するシステムであり、将来を予測する公正価値測定の技術とともに、リスクテイクの結果と実際の利益を関係づけて説明する会計学が必要である。

1929年の世界大恐慌をきっかけとして、米国におけるディスクロージャー制度が飛躍的に発展したように、このようなときこそ会計の現状を見直す絶好のチャンスともいえよう。

最近の金融商品会計基準は金融危機に関連したいろいろな問題に直面しているが、より注意

すべきは、過度に複雑化しており、透明性を高めるには、いかに分かり易くするか、いかに単純化するかを第 1 課題とすべきであろう¹⁾。

今回の金融危機は、ここでは「信用恐慌」と位置付けるが、その信用とは何かについて、まず基本に立ち戻ってレビューする。資本性企業社会では、信用の拡張が商品経済を活発化する反面、信用収縮は逆に作用することを確認するのが目的である。次いで、恐慌を生んだ証券化商品やデリバティブ商品の組成プロセスと販売プロセスを概観する。最後に、これからの金融商品の公正価値測定、リスクマネジメント、市場規制の有効性等を検討する。信用と利子は本来一体的に扱うべきであるが、利子に係る部分は、金融危機とは無関係にさらなる考察を要するため、別稿に譲ることとした。

Ⅱ. 信用の拡張と企業の収益性

会計における負債を包括的にとらえるには「交換の理論」と「信用」の概念を理解しなければならない²⁾。「信用」は、リトルトン『会計発達史』によれば、複式簿記生成要因の一つでもある。伝統的には、資産を積極財産とし、負債を消極財産としてとらえる「所有者・資本主説」と、資本を自己資本とし、負債を他人資本としてとらえる「エンティティ説」が対立していたが、負債には上記のような単純化された二項対立でとらえきれない複雑さがあるからである。ここでは主として、金融商品会計の視点から、「信用」の経済的意義を考察する。

(1) 信用とは何か

信用は、資本主義経済以前から、物やサービスを金銭と交換するときに、契約を履行する際の法的義務であった。たとえばギリシャ時代においても信用が重視され、法律上も保護されていたことはプラトンの『法律』によっても明らかである。当時の市場における相対取引では現金決済が原則であり、品物を先に渡して代金が不払いとなれば売り手の自己の責任とする一方(第 8 巻)、注文生産や請負で信用が裏切られれば、代金を倍額受け取る権利を与え、これらの件に関する訴訟は部族法廷で裁いていた(第 11 巻)。

近代資本主義時代に入ると、信用は、信頼関係にある 2 人以上の当事者関係から、それ自体が社会的価値へと発展し、エートス(倫理的規範)となった。マックス・ウェーバーは、『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』の中で、「時間は貨幣だ。信用は貨幣だ。支払のよい者は他人の財布にも力をもつことができる。信用に影響することは、どんなに些細なこ

1) Palmrose, Z.[2009]によれば、米国では、業界や商品取引の特異性・特殊性を強調し、監査上の安全性を要求するあまり、会計基準の例外が増え複雑化した。その結果、会計情報の作成者にとっても利用者にとっても分かり難い基準が増えている。

2) 詳しくは拙著[2006]第 3 章参照。

とでも注意しなければならない」というベンジャミンフランクリンの信用哲学を、「そこに示されているのは、自己中心的原理の粉飾ではない」と評価し、「資本主義の精神」という概念をこういう意味で使うのだといっている（第1章）。

マックス・ウェーバーはインドや中国など東洋における資本主義精神の未発達を指摘したが、商品経済が著しく発達した宋 300 年においても、またわが国の江戸時代においても、「商売には信用が第一」という合理主義が町人階級に広まったことは周知のとおりである。

（2）商品経済の発達と信用の拡張と収縮

信用の本来の基礎は、マルクスの『資本論』によれば、商品は貨幣と引き換えにではなく、一定の期限に支払うという書面による約束と引き換えに販売され、生産者たちと商人たちどうしの相互的前貸しにある（第1巻、第1篇）。

信用取引の多くは産業的連関の範囲自体の中で行われる。原料の生産者は加工製造業者に前貸しして、加工製造業者は、仕事の自分の部分を遂行したのち、ふたたび同じような条件で、さらに加工しなければならない製造業者に前貸しする。こうした信用は、卸売業者、小売業者、最終的には消費者へ、人から人へと広がっていく。各人は一方の手では借り、他方の手では貸すのである（第5篇、第25章）。

こうして流通信用から産業信用へと信用の連鎖は拡大するが、ある人の信用は他人の信用に依存しており、一定の期限に支払うという書面による約束手形（債務証券）が貨幣のように使われると、生産が大規模化し、市場が遠隔地へと拡大し、手形期日が長期化すると投機的要素が諸取引を支配するようになる。再生産が円滑に流れ、資本の還流が確保される限り、その信用は持続し拡大する。ところが、再生産の完全な循環は例外でしかあり得ず、つねに至る所で断ち切れざるを得ない。還流の停滞、市場の供給過剰、価格下落の結果、信頼が失われ信用は収縮する（同上、第30章）。これが当時の信用恐慌であった。

（3）手形割引の会計処理

商品取引の信用貨幣である手形が商人間で裏書きされて転々流通する限りは商業信用であり、産業信用であるが、現金回収を早めるために手形を銀行によって割引かれると、銀行が信用を与える者となり、銀行信用が始まる（ヒルファーディング『金融資本論』第5章）。

手形割引とは、手形を満期前に現金化することであるが、どの手形が現実取引に基づく商業手形（または荷為替取立手形）か、それとも人為的な架空取引による融通手形かを定めることは不可能であるという（マルクス『資本論』第25章）。

しかし、商業手形と融通手形を区分することは、船荷証券や倉庫証券等に裏打ちされているかどうかを吟味すればすむことであり、実務上さほど難しいとは思えない。むしろ、両者を識

別しなければ、金融商品会計基準に沿う会計処理はできない。商業手形と融通手形の違いは次のような会計処理の違いになって表れるからである。

- ① 手形割引の本質については、手形を銀行が買い取るのだと解釈する「手形売却説」と、手形を担保とする融資であると解釈する「ファイナンス説」がある。商業手形の割引はいずれともいえるが、わが国の金融商品会計基準では売却説を採用している。すなわち、割引時または裏書譲渡時に消滅を認識する（金融商品会計に関する実務指針 34 項）。なお、受取手形と割引手形を相殺消去しても、新たに生じた割引や裏書譲渡による保証債務は、改訂前指針では貸借対照表に偶発債務として脚注注記していたが、現行指針では保証債務を時価評価して手形売却損益として処理する（同上実務指針 136 項）。
- ② 融通手形の割引は明らかにファイナンスである。相殺消去できる相手勘定がなく、借入金として債務認識せざるを得ない。金融機関による割引手形の会計処理は別途定めるところによる（同上実務指針 136 項なお書き）。
- ③ 連結会社間で振り出された手形は、たとえ荷為替手形であろうと、割引手形は借入金に振替える（連結財務諸表原則注解 14 の 2）。連結貸借の相殺消去の結果、販売会社の連結売掛金は、仕入会社の連結買掛金と相殺済みであり、取立手形勘定は、グループとしては売買取引は存在しなかったことになり、取立手形は融通手形に変化するからである。

（4）企業の収益性における信用の役割

企業の収益性は通常、売上利益率とともに、資本回転のスピード（資本回転率）に依存すると考えられ、いずれかを向上させることによって収益性の増加を計ろうとする。

$$\boxed{\text{企業の収益性} = \text{売上利益率} \times \text{資本回転率}}$$

資本回転率（turnover of capital）は、企業の資本は一定期間に何回転するかを表すが、通常は、年間売上高を 1 年間の平均資本で除して得られる。

$$\boxed{\text{資本回転率} = \text{年間売上高} \div \text{年間平均資本}}$$

したがって、売上利益率は同一であっても、資本回転率が通常の企業平均の倍であれば、収益率も倍になる。

ここでいう資本を他人資本（負債）プラス自己資本（株主持分）の総資本とすれば、売上高と売上利益率を一定に維持できるかぎり、借入金や資本金はできるだけ少なくすれば、たとえば余剰資産負債を削減するとかオフバランス金融の活用によってバランスシートをスリム化すれば、収益率は確実に向上する。

ヴェブレン³⁾は逆に、上記のような企業の収益を売上高と資本回転率の総合函数として捉えるやり方は古臭い常識であるとして退け、信用を用いることによって資本回転の規模を大きくすべきであるという。

資本を C 、資本を担保 (collateral) とした借入金を C/n （資本の不確定分数。最近はレバレッジの高い借入金 $n \cdot c$ が増えている一筆者）とすると、一定期間 t における資本回転高 T (turnover) は、次のように使用資本×回転速度 ($1/t$) で表すことができる。

$$\text{資本回転高 } T = 1/t(C + C/n)$$

ここから分かるように、現在の資本に資本を担保に借入金を増やした回転高の方が、信用を拡張せずに使用された資本だけを基礎として算出された回転高よりも大きい。

$$1/t(C + C/n) > 1/t \cdot C$$

資本回転高の重要性を強調するのは、売上高は資本の規模に比例するからである。たしかに、売上高や売上利益率を一定とすれば、使用資本をミニマイズする方が収益性は向上するが、売上高自体を増やすには、信用を拡張することによって資本回転高を増やすべきということになる。

信用収縮期には逆に、資本回転率が減少することは避けられないとすれば、実物経済の足を引っ張ることになる。

Ⅲ．金融危機は「信用恐慌」

今回のアメリカ発の金融危機は 2007 年 8 月に住宅ローンの返済不能が多発したところからはじまった。もともと返済能力の低い住宅ローンはサブプライムローンとして区分され警戒されていたが、その他の消費者ローンと組み合わせで証券化され、さらに再証券化・再々証券化されて、高格付けと信用デリバティブによってカモフラージュされ、真のリスクが不明のまま世界の金融機関が買い漁る金融商品に仕立て上げられた。

背景には住宅バブル、低金利および過剰流動性があり、返済能力が乏しい層にまで住宅ローンを貸付けて、それを証券化することによって手数料収入の増加を狙う、掠奪的といえる金融機関があった。厳しい自己資本規制を受ける銀行は、SPE を使ったオフバランスファイナンスを使い、規制外の投資銀行のレバレッジは 30 倍を超えたところもあった。

ところが、消費者ローンとともに切り刻まれて合成された証券化商品は、一旦サブプライムローンの返済不能が多発すると、もはやその公正価値を測定することができず、世界の投資家

3) Veblen, T. [1904] Chapter v

はパニックに陥り、証券の価値は回復不能な価格まで下落したのである。

その後の株価暴落、信用収縮、投資と消費の冷え込みによる信用収縮は 1929 年の大恐慌に似るが、今回の金融危機には金融システム全般への信頼と金融商品への信用が失われたことによるパニック（恐慌）が大きな特徴である。

豊かなアメリカンライフをエンジョイする米国の消費者は、住宅だけでなく、車も家電製品もすべてローンで買うことが多かった。住宅ローンも実は消費にあてていたともいわれる。健康保険にも加入できない無保険者の数はいまや 5 千万人ともいわれるが、他方では消費者ローンが好況を演出していたのである。マルクスが『資本論』第 3 巻で指摘したように、信用は景気拡大、活況局面を演出するとともに、投機を助長し、「信用恐慌」を拡大していたのである。

IV. 金融危機と金融商品の構造

(1) 金融商品の組成と販売のプロセス

今回の金融危機を信用恐慌まで高めた主役は、融通手形や割引手形による信用拡張とその破綻ではなく、証券化商品や信用デリバティブという価値測定不能な金融商品である。それらの構造を明らかにすることはこれからの金融商品会計の問題分析に不可欠である。

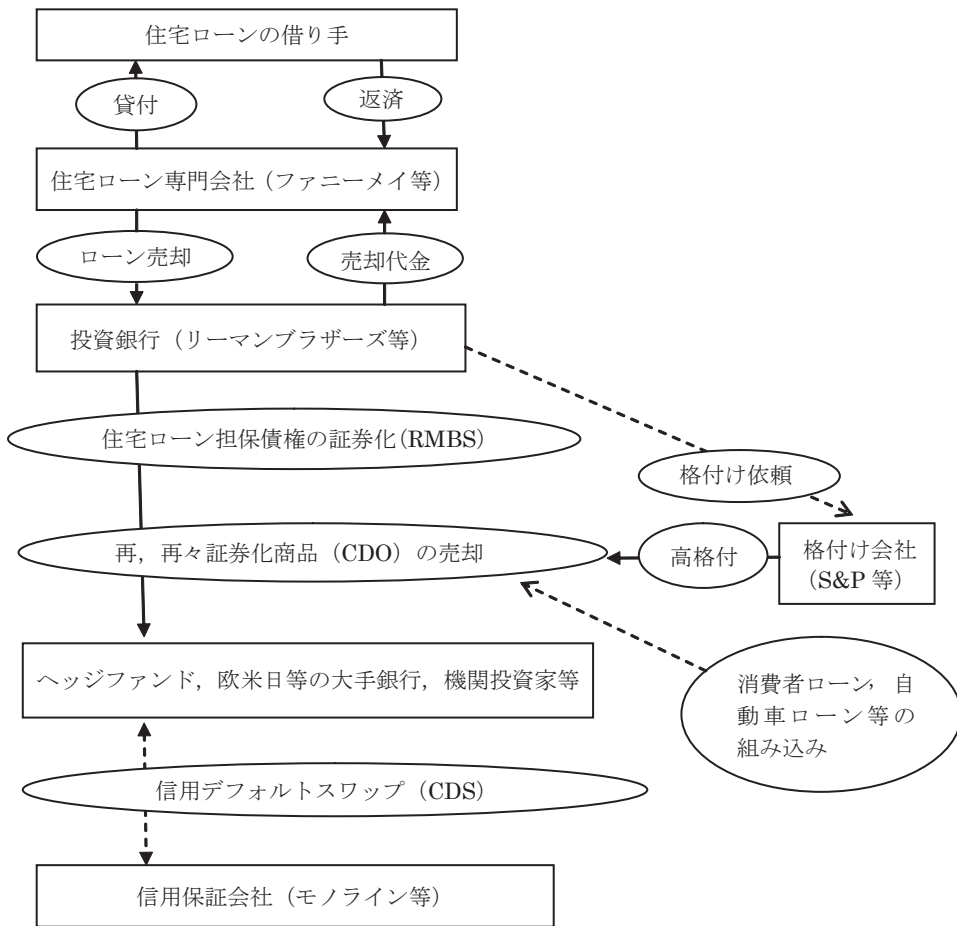
- ① 1990 年代から続いているサブプライムローンは、サブプライム層と呼ばれる低所得層に対する住宅を担保とするローン (RMBS) である。それまでのクレジットカードローンは無担保ローンであるが、その借り手は自動車ローンや住宅ローンは担保付きローンに乗り換え、新たな消費を増やした。RMBS の方が住宅公社の表面金利は比較的安い、仲介人の手数料などを込めた実質金利は高く、債務不履行への担保権行使を含めると掠奪的高金利であった。住宅価格が上昇する時期は利息返済も元本の借り換えも容易であり、金融機関は安心して融資を拡大し、借り手は消費を拡大した。
- ② こうした担保付きローンを証券化したものが債務担保証券 (CDO)⁴⁾ であり、サブプライムローンとともに、その他の自動車ローンや消費者ローンを混ぜ併せて再証券化、再々証券化してリスク分散を図り、債券には格付け会社から高い格付けを得て、ヘッジファンドなど世界の投資家（欧州や日本の金融機関を含む）に売りさばいた。
- ③ 証券化してローンを売りさばいた金融機関としては、ローンをリスクなしにオフバランス化することにより、借入金残高に対する自己資本比率を守るとともに、証券化によって還流した資金は再び融資に回すことができた。
- ④ ヘッジファンドや投資家としては、高利回りで高格付け債券の購入と同時に、信用保証会

4) CDO (Collateralized Debt Obligation, 合成債務証券) とは、複数の同質的な債権をまとめて証券化したもの。証券化対象の債務とは、社債やローンなど資金調達者側からみたものであり、貸手からみれば債権である（高橋 [2006], 第 1 章, 注 18）。米国では、リスク分散のために住宅ローンとその他消費者ローンを混成した債権が再証券化され、再々証券化された。

社やAIGから信用デフォルトスワップ（CDS）⁵⁾を買い、完全にリスクをヘッジしたはずであった。

以上のようにサブプライムローンの証券化のプロセスは図表1のようにまとめることができる。

図表1 サブプライムローン等証券化商品の製造販売プロセス（概念図）



こうした証券化商品が組成され販売できた背景には住宅バブルと消費者信用バブルがあったとはいえ、住宅を担保とする債権の証券化は、資産の流動化として広く行われており、RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities) 自体は決して目新しい金融商品ではなく、サブプライ

5) CDS(Credit Default Swap) とは、債券の発行体が倒産に備えて元本の支払を保証するオプション取引。

ムローン自体は、今回の金融危機の原因というよりも、出発点となったにすぎない。新型信用恐慌をインフルエンザに例えれば、新型ウイルスは CDO である。

(2) 証券化商品の組成

証券化 (securitization) とは、保有する債権その他資産を担保として証券 (金融商品) を発行し、小口化して流動性を高める手法であるが、資産はまず特別目的事業体 (SPE) に売却され、そこで証券化されて投資家に売却されるのが通常である。

住宅を担保としたローンの証券化商品 RMBS は、資産の裏付けがあり、オリジネーターの信用力から切り離される。資産担保証券の価値は、RMBS であれば住宅の市場価額の変動に依存し、住宅バブルが崩壊すれば目減りすることは避けられないとはいえ、CDO のようにゼロに近いところまで下落することはない。

この場合の証券化の異常性は、再証券化・再々証券化以降のプロセスにある。リスク分散のために住宅ローンとその他消費者ローンを混成した債権を担保として CDO (Collateralized Debt Obligation) に再証券化し、長期ローンを売り易いように短期債券化し、債務履行能力の高い低いによって優先劣後のトランシュ (部分) 債券に切り分けられ、再証券化され再々証券化されたのである。

(3) CDO 販売の仕組み

住宅ローンのほかに、自動車ローンや消費者ローンまで組み合わせて合成された証券化商品 CDO は、資産担保ではなく、金銭債務 (debt obligation) を担保としたリスク商品、すなわち債務返済に係る信用だけが頼りの金融商品である。

常識的には保有リスク不明の金融商品であり、売れない商品である。特定債務者が発行した社債のような負債証券であれば、その発行体の財務状態の悪化によって格付けが低下すれば市場価額は下がる、よって財務内容の開示に注意すれば不測の事態は避けられるが、不特定多数のローン、しかも返済能力が乏しい層の住宅ローンが組み込まれていれば、リスクの程度すら見分けられないからである。では、CDO が世界的に大手金融機関に販売できた仕組みは何か。

1) 第 1 は、分散投資の基本的なアイデアである。すなわち、「さまざまな資産から合成されたポートフォリオの標準偏差は、元の資産の収益率の加重平均よりも小さくなる」、つまり、「分散投資によって、ポートフォリオの分散を小さくすることができる⁶⁾」。

平均・分散のポートフォリオ理論は、ボラティリティを低く抑える金融工学の 1 分野であるが、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品については、金融工学に対する過大な期待

6) 野口悠紀雄ほか [2000] 『金融工学』ダイヤモンド社、第 3 章ポートフォリオ選択理論

があだとなった。1998年のLTCM事件でもそうだったが、そのときのヘッジファンドには2人のノーベル賞経済学者が参加し“神の手集団”と呼ばれたにもかかわらず、先進国債券を空売りして新興国債券買い増し、ロシア通貨危機で巨額損失を出しあっけなく破綻した。

2つとも金融工学やファイナンス理論の有効性が疑われてもやむを得ないケースであるが、「金融工学が無謀な投機を招いた」という批判が目立つ一方、逆に「RMBSもCDOも金融工学の知識なしに作れる、失敗したのは金融工学を用いなかったからだ」という反論もある。いずれが正しいかを判定するには、一般投資家の心理的枠組み（Shiller, R.[2003]がいうところのpsychological framing）を考慮に入れるべきであろう。ケインズがいうように、「投機には人間性の不安定性が深く係る。数学的期待値のごときものに依存するよりは、むしろおのずと湧き上がる楽観に左右される」（『雇用、利子および貨幣の一般理論』、第12章）からである。

CDOには平均・分散のポートフォリオ理論が使われたが、理論に対する過大な信頼から、あるいは楽観の見通しから、その有効性の限界に気づかず、使用方法を間違えたといえよう。結果的切り分けられ組み合わせられた商品がもつ信用リスクを測定することは不可能となり、公正価値測定はいうまでもなく情報開示もできなくなり、投資家が一旦疑心暗鬼に陥ると、その価値は際限なく落ち込んだ。金融工学を適切に使うには、信用に係る人間行動学を十分弁える必要があることを教えている。

2) 第2は、投資会社の依頼により、格付け会社がCDOに高い格付けを与えたことである。格付け会社としては、サブプライムローンを組み込んだODOに対して、なぜ高い格付けを与えたのだろうか。根拠は、モラルなきコマーシャリズムを別とすれば、上述の平均・分散のポートフォリオ理論であり、次に述べるCDSである。

3) 第3は、信用デフォルトスワップCDSの販売である。販売したのはモノラインという信用保証会社であり、証券会社や保険会社であるが、プットオプションの売りによるプレミアム収入と引換えに、債務者の倒産時に、投資家が債権を回収できるよう保証し、巨額リスクを引受けていた。この信用デリバティブを売った投資銀行のリーマン・ブラザーズやベア・スターンズ、大手保険会社AIGは、オプションプレミアムを得て巨額リスクをとりすぎて倒産し、あるいは公的資金を入れて生き延びている。

こうなった理由はいくつか考えられる。1つは、プットオプションを売る（すなわちリスクを引き受ける）業者としては、当該リスクは発生しないまたは発生する確率は小さいと誤った判断をしたこと。もう1つは、プレミアム収入に目がくらみ、自らのリスクテイク能力に盲目となったことである。リスクを引き受けた業者はもちろん、リスクをヘッジしたつもりの投資家も、きわめてあやうい基盤に立っていたことが分かる。素材はローンであり、多種多様なローンを混合し、信用リスクが分からないように味付けした合成債権であり、それに格付けや信用保証という美しいヴェールにおおわれたハイリスク商品となった。

(4) 信用恐慌を深めた価値測定不能な金融商品 CDO

上記のような事態になったのは、とくに高度な金融工学を駆使していたからではなく、「まったく逆に、金融工学の基本を逸脱したからだ」(野口悠紀夫 [2009]) ともいえよう。オプション価値のボラティリティ (予想外の価格変動) は、通常は原商品のボラティリティによって決まるが、原商品のファンダメンタルズが見えないようにしたからである。

「バブルと暴落は、価格がファンダメンタルズな価値と大きく離れた時に発生する」(ハリス, L, 宇佐美洋監訳 [2006], 第 28 章) といわれるが, もともとファンダメンタルな価値が乏しい CDO が, 悪いニュースで揺らぎはじめると, 疑心暗鬼になった市場は一举に信頼を失い, 証券市場全体の平均価額もファンダメンタルな価値を離れたところへと暴落した。

そこで湧き起こったのが時価会計凍結論である。時価会計が金融危機を深めた, よって時価会計を凍結すべきだという意見がみられた。この手の時価会計凍結論は相場が上がりだすとすぐ消える反対論であり, いまさら取得原価主義に戻ることは現実不可能である。いずれにせよ, 理論的な議論にはふさわしくないが, ファンダメンタルなボラティリティによるものではなく, 1 株当たり純資産額 (book value per share) を下回るところまで下落した相場は, 時価や公正価値ともいえず, 根洗いする基準としてふさわしくないことも確かである。

他方, 一時的パニックによって暴落した相場は, 暴落後, 市場が過剰反応していたことに気づき, 価格の揺り戻しが起こることがある。また, 満期日のある債券については, それまで保有すれば, 発行体が倒産しないかぎり, 額面金額が戻ってくることもほぼ確実である。

もともと期末日現在の時価のみが根洗いの基準としてふさわしいとはいえない。期末 1 か月間の平均相場を採用するとか, 期末日近くに下落した時価で追加取得した場合には, 下落した平均取得原価と比較する方法も考えられる。その程度の自由度は認められてよいと思われるが, 市場が活発でなくなったとき, 流動性が極端に低下したときに時価会計をどう適用するかが新たな課題として浮上した。

V. 金融商品会計への影響

(1) 公正価値会計の見直し

今回の金融危機では, 公正価値会計が信用恐慌を深めたという批判が欧米の金融機関を中心として巻き起こった。経済的ファンダメンタルズの変動では正当化できないほどつるべ落としに下落した結果, 債券価格によって株主資本が著しく欠損し, ソルベンシー・レシオを維持するために急遽資本増強を迫られたからである。

これに対して, FASB と IASB は, 2008 年秋から 2009 年春にかけて, 次の譲歩をした。

① 投げ売り状態の時価は公正価値とはいえないから, 経営者が合理的に計算した価格を公正価

値としてよい。これは企業内モデルによる価値測定を容認するものである。この点については次項で触れる。

- ②金融商品の保有目的変更要件を緩和し、売買目的を満期保有目的に変えることによって、公正価値測定から償却原価法適用に変更することを認める。

上記②を適用できるのは満期日がある債券に限られることはいうまでもなく、保有目的変更の容認自体それほど目新しいものではない。厳しいわが国基準とは異なり、IAS39では目的変更はもともと難しいことではなかったからである。

下記図表2の一般方針にみるように、金融商品は公正価値で認識測定するのが原則であるが、満期保有目的で保有する債券については償却原価法適用が認められている。そこで相場が投げ売り価格になり公正価値測定すれば巨額損失が見込まれる場合、売買目的から満期保有目的へ変更したい衝動に駆られたとしても不思議ではない。

図表2 有価証券の保有目的変更に係る会計基準の国際比較（金融危機前）

	日本基準 改訂前と改訂後	米国基準 FAS115	国際会計基準 IAS39
一般方針	資金運用方針の変更や法令、基準改訂等によらない限り変更不可（指針80項）。		満期保有目的債券の償却原価法は例外的であり、公正価値測定が原則（AG20）。
(1) 売買目的から満期保有目的への変更	改訂前：不可（指針82項）。改訂後：流動性低下すれば可。	とくに禁止していない(par.15-a)。	可能。
同上が認められる状況	なし。	別段の定めなし、よって変更可能と解釈される。	・当初の予定に反して短期売買しないこととした。 ・満期まで保有する意思と能力がある。
(2) 売買目的からその他有価証券（売却可能有価証券）への変更	改訂前：原則不可、例外的に可能。改訂後：流動性低下すれば可。	とくに禁止していない(par.15-a)が、保有意思と能力があることが条件(par.1)。	とくに定めなし。
上記が可能な状況	資金運用方針の変更または法令等の変更。	別段の定めなし。よって変更可能と解釈される。	当初の予定に反して短期売買しない。
(3) その他有価証券（売却可能有価証券）から満期保有目的等への変更	改訂前：不可（下記注参照）。改訂後：可。その他目的へは元々例外的に可能。	可能(par.15-d)。累積その他包括利益は満期までに償却する。	可能。
上記が可能な状況	買い増しによる子会社・関連会社株式への変更（逆もある）。	とくに定めなし。変更可能と解釈される。	満期まで保有する意思と能力があること。
(4) 満期保有目的から他の目的への変更	残りの満期保有目的の債券も他の保有目的に変更する。	とくに定めなし。	とくに定めなし。

わが国では、満期保有目的の債券への分類はその取得の意図によるものであるので、取得後に売買目的やその他有価証券から満期保有目的有価証券への振替は認められなかった（金融商品会計基準実務指針82項）。また、償還前に振替たり売却した場合には、満期保有目的有価証券

のすべての債券について保有目的の変更があったものとして、売買目的またはその他有価証券に振替えなければならないという厳しいルールだった(同上指針 83 項)。

しかしながら、今回の金融危機では、2008 年 12 月の実務対応報告第 26 号により、流動性が極端に低下したときは、売買目的からその他有価証券へ、その他有価証券から満期保有目的への変更を認めた。

その点では、米国基準も国際会計基準も驚くほどおおらかである。有価証券の会計処理を保有目的によって規定することは良いとしても、利益最大化とリスク最小化をモットーとする企業の投資行動をしぼることは、醍醐 [2009] が指摘するように、不自然で無理がある。公正価値測定は免れても⁷⁾、国際会計基準の場合には減損会計が待ち受けている。すなわち、損益計算書を通じて公正価値で測定される金融資産を除き、すべての金融資産は減損テストの対象になる (IAS39, par.46)。

(2) 公正価値会計批判と反批判

前項 (2) では、主として満期のある債券の保有目的変更について述べたが、もともと公正価値会計(わが国では時価会計)に対する批判には根深いものがある。公正価値の測定に当っては、まず第 1 は当該商品の市場価格であり、第 2 は類似商品の市場価格を使う。これらの 2 つとも利用できないときは、第 3 の手法として割引現在価値やオプション・プライシングモデルのような広く使用されている手法によることが認められている (SFAS157 号, IAS39 号)。

前項で触れた IASB/FASB による譲歩①の企業内モデル使用の容認は、第 3 の評価モデルとも異なるから、需給バランスが崩れて市場が機能不全に陥ったときに、途方に暮れて思いついた「窮余の一策」といった譲歩ぶりである。具体的にどのような自家用モデルが使用されたかは不明であるが、市場価格からかけ離れた価値評価や取得原価に近い評価では、とても会計情報利用者の信頼を得ることはできなかったと思われる。

決算期末日だけの相場ではなく過去 6 ヶ月の平均相場を採る案も聞かれた。しかし、これは相場下落時には一見合理的にみえても、回復期には誰も信頼しない時価情報となる。

公正価値批判論は市場不完全説と相俟って、金融危機だけではなく常に聞かれるところであるが、最大の弱みはより良い代替案を示すことができないことである (Veron[2008])。

(3) 信用デリバティブの理論値

CDS のような信用デリバティブについては、上記 (4) の①および②をストレートに適用することは不可能であるから、取得原価か企業独自が開発した理論値に依らざるを得ない。

7) 欧州大手銀行が 2008 年 12 月期に保有目的変更により免れた損失は 10 兆円を越した (2009 年 4 月 5 日付け日本経済新聞)。

わが国の金融商品会計に関する実務指針は次ようにいう。「非上場デリバティブ取引の時価評価に当たっては最善の見積額を使うが、取引慣行が成熟していないため内容が定まっていない1部の信用デリバティブ等で公正な評価額を算定することが極めて困難と認められるデリバティブ取引については、取得原価をもって貸借対照表価額とすることができる」(104項)。しかし、CDSのような信用デリバティブについては、いまさら取得原価をもって貸借対照表価額とすることはできないであろう。かといって、オプション価格モデルによる方法も使えない。他の要因はさておき、流動性が無くなったオプションについてはボラティリティの値を見積もることはできないからである。

残るは、「取引相手の金融機関やブローカーから入手した価格を自らの責任で使用する」(同上102項)方法であるが、自信を以て使用を推薦できる相手や価格は見当らないはずである。

以上をまとめると、株式や債券のような金融商品を買うには発行体の財務内容を判断すべきであり、またデリバティブ商品の場合には元になるファンダメンタルズに基づく投資判断が不可欠である。また、取引相手の情報だけを頼りに自社モデルによる理論値をはじきだすことは無理であろう。そもそも証券化商品の裏付けとなる大量の住宅ローンなどを一つ一つ査定することは物理的に不可能だからである。

(4) FASB による SPE 連結強化への動き

債券の証券化には、とくに長期債権である住宅ローンを短期債券として売り出すには、過剰流動性を利用した巨額の借入金が必要である。そのためには資産も負債も本体から切り離してオフバランス化できる SPE が不可欠であった⁸⁾。

2008年9月、FASBはSFAS140およびFIN46Rの改訂草案を公表した。いずれも連結対象から外すことを認めていたQSPEに関する規定を削除する内容である。とくにVIEの連結を扱うFIN46Rは、次のような支配力に関する判断基準(案)を追加している。

- a. VIEの活動に最も重要なインパクト(the most significant impact)を与え得るように指図できる企業である
- b. VIEにとって潜在的に重要性ある便益を受ける権利があり、潜在的に重要な損失を吸収する企業である

上記2つの特徴をもつ企業はVIEに支配的財務持分(controlling financial interest)をもつ、よって連結しなければならない。

さらに、上記支配的持分を決定するに当たっては、他の変動持分保有者との関係を含めて、質的分析(qualitative analysis)からはじめて、量的分析(quantitative analysis)に進用求めている。

8) 拙稿 [2009]「金融資産負債のオフバランス化と公正価値測定に係るガバナンスの秩序」によるメルリリンチ社の例参照。

数値基準からの脱却を計っていることが読み取れる改訂内容である。

(5) IASB による SPE 連結強化への動き

2008 年 12 月, IASB はグローバル化した金融危機に対応するため, 支配力基準を見直す公開草案 (ED10) を公表した。連結財務諸表会計基準 IAS27 および特別目的事業体に関する SIC12 の連結範囲の不一致を解消することを目的としているが, そのキーワードは, IFRS3R や IAS27R のそれと同様, 「支配」(control) である。金融商品の認識中止に使う目的で設立されるあらゆる組織 (structured entity) に適用しようとしている。

図表 3 現行国際会計基準・解釈指針と公開草案 ED10 の比較

	IAS27 または SIC12	公開草案 ED10 (2008)
(1) 支配の定義	他の企業の財務および事業活動を統治し, その活動によって便益 (benefits) を得るパワー (27 - 4)	報告企業が, 自らのためにリターン (プラスもマイナスもある) を生み出すために, 他の企業の活動を指示できるパワーをもつこと (4)
(2) パワーの形態	議決権を直接または間接に過半数保有するとき, 50% 未満であっても契約や経営者任命罷免権や取締役会などの議決を左右することで支配し得る (27 - 13)。	議決権 (オプション, 転換権を含む) または契約または両者の組合せによる。行使したことがないパワーもパワーである。代理人を使って行使できる。逆に 50% 超保有していても単なる代理人であるかも知れない (8, 9)。
(3) 過半数所有しながら, 支配しないケース	支配できないことが明らかなケースは除く。 あらゆる事実および環境を斟酌する (27 - 15)	50% 超保有しても契約等によりパワー行使が制限されているとき, 他の企業がパワーを有するとき, 法的監督下にあるときは支配していない (25)
(4) 50% 未満所有で, 支配しているケース	予め決められた方法により SPE を autopilot として操縦できるとき, あらゆる関連要因を斟酌する (12 - 9)	議決権は 50% 以下であっても, 筆頭株主であるとき, 他の企業の戦略的財務または事業方針の決定に十分であるとき (27)
(5) 組成された構造をもつ企業体	とくにないが autopilot がそれに近い	組成された構造をもつ企業体とは, 連結情報の報告企業からとくに指図なしに活動できる程度に, 活動が制限されている企業体 (30)

上記図表 3 のように比較すると, とくに (1), (2) の下線部分から, SPE の支配を幅広くとらえ連結対象化しようとしていることが分かる。

(6) 負債の評価益計上

米国の大手金融機関 6 社は, 金融恐慌の 2008 年第 4 四半期では 5 社が赤字を計上したが, 2009 年第 1 四半期には 5 社は黒字に転換した。そのうち, 172 億ドルの赤字から 16 億ドルの黒字へと最も劇的に黒字転換したシティグループは, 27 億ドルの負債評価益計上が主因であった。バンクオブアメリカの黒字 42 億ドル中 22 億ドルはやはり負債の評価益であった (2009 年 4 月 23 日付け日経新聞)。

ここでいう負債評価益とは, 発行した社債などの格付けが業績不振等で低下したときは, 発行会社自身の支払義務が同時に減少したものとみなして負債減少額を評価益に振り替えたもの

である。債権者との間で法的な手続きにより債務免除を受けたわけではないにもかかわらず、あたかも社債の保有者が社債発行者の財政状態悪化と支払能力低下によって評価損を計上すると同時にシンメトリックに計上した評価益である。

金融商品の巨額評価損発生に苦しむ金融機関にとっては正に救いの神であるが、会計処理の根拠となっている 2007 年 2 月公表された SFAS159 号 (The Fair Value Option for Financial Assets and Liabilities) について、それが意図したことは何か、効果と問題点は何かを再検討する必要がある。

SFAS159 号の対象は、連結子会社株や VIE 投資や、他の会計基準によって指定されている資産負債を除く (par.8)、一定の金融資産負債である (par.7)。そこから分かるように、保有目的によって限定することなく、また複雑なヘッジ会計に頼ることなく、公正価値測定の対象を拡大しようとする意図が明らかにある。

この会計基準を適用するかどうかは企業のオプションに委ねられており、企業としては、公正価値測定による評価損益を認識する対象を、商品ごとに (instrument by instrument) 指定することもできるが、一旦選択すれば不可逆的に商品全体に適用しなければならない。したがって、当然のことながら、特定のリスクやキャッシュフローや部分に限定するとか、評価損益をつまみ食いすることはできない (par.3)。たとえば、満期保有目的有価証券や売却可能有価証券もオプションの対象にできるが、トレーディング目的有価証券への振替と同様に「累積その他包括利益」の調整差額を損益 (gains or losses) に振り替える (par.28,29)。

複雑なヘッジ会計規定を適用することを要しないから (par.A3b)、金融資産を取得した財源が社債発行によった場合にはその社債も評価対象になる。その結果、資産を評価したときの評価損は金融負債の評価益によって中和されることになる

問題の第 1 は、負債の公正価値測定による評価益計上は、JWG[2000] が批判されたように、会計上最も厳しく禁止させている自己創出のれんの認識にあたらないかどうかである。第 2 は、社債発行時の格付け低下に伴って時価も低下した場合、低下した時価で社債を事前償還することが契約上可能であるかどうか。もし契約上問題がなければ、利益を実現できる可能性がある。しかし、本来時価評価の対象ではない借入金、市場で取引されない債務である借入金について、あたかも一部の債務について法的に免除を受けたかのように処理することは不自然である。格付けが低下したからといって債権者に一部放棄を求めることすら困難である。そのような評価益には現実性がみられない。

(7) 負債と資本の境界線

1998 年には、わが国の旧大蔵省は銀行の増資を引き受ける形で公的資金を注入したが、銀行の 3 分の 1 はいまだ「返済」できていない。2008 年には、今度は米国の FRB や NY 連銀

は破たんした金融機関に特別融資するとともに、財務省は銀行の株式を購入する形で資本注入する権限も与えられている。

金本位性の呪縛から解放されている中央銀行が、信用恐慌からの救済資金をふんだんに注入することは、危機管理としては有効かも知れない。しかし、政府からの出資が議決権のない優先株式の購入であっても、はたして資本の充実といえるのか、それは負債ではないのかという疑念がある。

わが国の会社法では、償還株式（取得請求権付株式や取得条項付株式）も、形式が株式であるかぎり資本であるが、米国 SFAS150（負債・資本 2 つの特徴をもつ金融商品会計基準）によれば、強制償還株式 (mandatorily redeemable financial instruments) は、その経済実態から負債に区分される。さらに FASB（2008 年 5 月）や IASB（2008 年 9 月）の予備的見解によれば、たとえば、法形式は優先株式という無期限商品であっても、基本的所有要素がなければ資本ではないという。

VI. おわりに—これからの課題

これまでのところでは、今回の金融危機とそこで失われた信用、金融危機の主役となった証券化商品、さらには見直しが必至となった金融商品会計をレビューしてきた。それらをレビューする過程で何かが欠けているとすれば、その筆頭はシステムティック・リスクであろう。1 はじめにでも述べたように、金融商品の公正価値測定においては経済全体が恐慌に陥ったり、政府の政策によって株価を支えたりするような事態は想定していないからである。経済全体はマクロ経済学の課題であり、企業や個人の選択行動を分析するのはミクロ経済学の課題である。しかし、金融商品会計はひたすら「信用」と「完備市場での均衡」を前提としていれば良かった時代は終わったのではなかろうか。企業や個人の選択行動の指針となる機能が会計情報に求められるとすれば、金融商品の公正価値測定には市場全体のリスクと不確実性（フランク・ナイト）も視野に入れた開示が必要ではなかろうか。

金融市場の規制緩和が今回の信用恐慌の原因の 1 つになったところから、市場全体のリスクや不確実性とは裏腹に、再規制または規制強化が行われようとしている。金融商品会計に与える影響は間接的であるが、有価証券の空売りとヘッジファンドの規制にも関心を払うべきであろう。

以下では、空売りとヘッジファンドの規制、最後に V 章の (5) とも関係ある負債の公正価値測定における信用リスクに関する問題状況を概観しておきたい。

(1) 空売り禁止の有効性

時価会計が有価証券市場の安定性を損なうという意見は下火になったが、今回の金融危機で

は空売りによる株価暴落が問題になった。2008年9月のリーマン・ブラザーズ倒産や米国下院における金融安定化法案否決などによって株価が大暴落する都度、空売り（short selling）を非難する声が大きくなり、わが国でも同年10月末には空売りを禁止する閣議決定を行った。もともとわが国では金融商品取引法で空売りは原則として禁止されていたが、施行令が定める特性有価証券の額や数量の許容範囲をさらに厳しく制限した。

株式の空売りは、投資家がいまの株価を割高と判断したか、ファンダメンタルの悪化と連動してさらなる株価下落が予想されるときに、株式現物を有しないまま、「買い」ではなく、「売り」から入る手法である。金融商品取引法162条は、有価証券を有しない若しくは有価証券を借り入れて売付けすることを禁じている。

保有株式の株価下落リスクヘッジのための「売り」は正当な経済行為であるが、実需にもとづかない投機的空売りは相場下落を激化し、相場操縦にも使われる。とくに企業の役員や内部情報を知った者が空売りをすれば不当な利益を得るために利用される可能性もあるからだ（川村正幸[2008]、第5章）。

不公正取引を未然に防止する措置として空売りを禁止することに合理性はあるが、有価証券の先物取引、株価指数先物取引、株券との裁定取引またはヘッジ取引を行う場合における当該有価証券の売付け等については、その性質上、売り崩し防止規定は適用できない（河本一郎他[2008]、第5章）。さらにクロスボーダーで行われる取引は規制の対象にできるのかという疑問は拭いきれない。アメリカの金融市場およびその他の国際金融市場との超国籍的な金融構造はいまや「相互依存的」というよりも「相互連結」され、24時間ベースで連動しているからである（Cerny, P[2001]）。

（2）ヘッジファンドの規制

ヘッジファンドとは、金持ちの会員制クラブであり、特定の富裕層を対象とした私募ファンド（本山美彦[2008]）であるが、株式も情報も公開する必要がなく、アメリカ証券取引委員会（SEC）の監視を免れていた。ヘッジとは、本来リスクを避ける「垣根」を意味するが、ヘッジファンドは巨額資金を使って金融商品の現物を保有し、先物市場では「空売り」するなどのリスクをとるによって利益を得てきた。CDS取引に深く関わってきたのもヘッジファンドである。あるときはCDSの売り手としてGM等が発行した社債について支払保証料を稼ぎ、あるときはCDSの買い手として自ら保有するクライスラー発行社債の保証義務履行を求め、発行会社を倒産させることも躊躇しない。原油や穀物相場の乱高下にも主役を演じた。規制緩和というよりも規制不在の自由市場の申し子であるが、国際的なヘッジファンド規制にはまず英国が反対している。米国も追随するであろう。というのは、「アングロサクソン人は、自らの選択をオープンにしておくように振る舞う。つまりもっと有利な見通しがあればすぐに職務や忠誠を変え

たり、投資先を変えたりする自由を保持しようとする」(Dore, R.[2001]) からである。

(3) 負債の公正価値測定における信用リスク

負債の評価益とは、すでにV章の(5)で述べたように、負債証券の発行体が格付け低下によって支払義務が減少したものとみて利益に振り替えるものである。この評価益計上は常識はずれで不自然にみえるが、実は負債計上企業のその後の信用リスク変動を反映したものである。社債発行時においては、社債金利に信用リスクが織り込まれて、プレミアム金額やディスカウント金額が決まり、額面ではなく実際の入金額をもって負債とする。この会計処理はわが国でも、満期保有目的有価証券に係る償却原価法という形で部分的にせよすでに実務化されている。

米国の資産除去債務会計基準 SFAS143 号は、将来のキャッシュアウトフローを予測し、それを現在価値に割引く際には、わが国基準のようにリスクフリー金利として一律長期国債金利を使うだけでなく、そのような割引率に企業の信用リスクを加味するよう求めている (par.A21)。

このように負債の公正価値測定では信用リスクはすでに断片的に実務化されているが、その意義については必ずしも明らかではない。IASB もこれからの課題としている。

主な参考文献

- Cerny, P, 山田鋭夫訳 [2001] 「第 10 章 国際金融と資本主義の多様性」『現代の資本主義制度』, NTT 出版
- Dore, R, 山田鋭夫訳 [2001] 「第 1 章 日本の独自性」『現代の資本主義制度』, NTT 出版
- Harris, L, 宇佐美洋監訳 [2006] 『市場と取引』東洋新報社
- Hilferding, R, 岡崎次郎訳 [2002] 『金融資本論』岩波書店
- Knight F.H. [2006] *Risk, Uncertainty and Profit* Dover Publications, Inc.
- Marx, K, 社会科学研究所監修 [2008] 『資本論』新日本出版社
- Palmrose, Z. [2009] “Science, Politics, and Accounting: A view from the Potmac”, *The Accounting Review*, Vol.84, No.2, American Accounting Association.
- Shiller, R. [2003] *The New Financial Order Risk in the 21st Century*, Princeton University Press.
- Veblen, T. [1904] *The Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons, New York, 小原敏士訳 [2002] 『企業の理論』, 勁草書房。
- Veron, N. [2008] “Fair Value Accounting is the wrong Scapegoat for this Crisis” *Accounting in Europe*, vol.5, 2008.
- Weber, M, 大塚久雄訳 [1993] 『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』, 岩波文庫。
- 川合一郎 [1981] 『川合一郎著作集 第 1 巻 資本と信用』有斐閣。
- 河本一郎他 [2008] 『金融商品取引法読本』, 有斐閣。
- 川村正幸 [2008] 『金融商品取引法』, 中央経済社。
- 高橋正彦 [2004] 『証券化の法と経済』, NTT 出版。
- 野口悠紀雄ほか [2000] 『金融工学』, ダイヤモンド社。
- 野口悠紀雄 [2009] 『未曾有の金融危機 克服の処方箋』, ダイヤモンド社
- 藤田敬司 [2006] 『資本・負債・デリバティブ』, 中央経済社。
- 藤田敬司 [2009] 「金融資産負債のオフバランス化と公正価値測定に係るガバナンスの秩序」『立命館経営学』第 47 巻第 5 号。

本山美彦 [2008]『金融権力』岩波新書。

醍醐聰 [2009]「金融商品の保有目的別会計の抜本的改編」『企業会計』Vol.61, No.7

