

報告論文に対するコメント

醍 醐 聰

1. 金融システム活性化への会計学的視点
2. 時価情報の有用性と時価評価の市場基盤の整備
3. 自己資本比率規制のあり方
4. 金融の構造化の理論と現実
5. 金融派生商品の役割とその基盤としての会計制度

1. 金融システム活性化への会計学的視点

岩村報告は、会計情報開示（とくに時価に基づくリスク情報）が情報の非対称性に起因する取引コストやエージェンシー・コストを削減することによって、企業が負担する資本コストを引き下げ、経済活動を活性化させるという効果を注視している(3.(2))。これは標準的な経済学の見方であり、疑問の余地はない。

しかし、金融システム活性化のインフラとしての会計の機能はこうした実体写像に基づく情報機能に尽きるわけではない。これとは別に、会計のあり方が企業行動に逆作用し、実体経済を改変する効果を持つ場合や、会計基準がさまざまな契約関係に組み込まれて企業行動を制約する状況もしばしば観察される。1994年4月から国内債券について、低価法に代えて原価法の採用を容認された大手生保が増加資産の7割ほどを国内債券の投資に充てた例、ワラント債の価値を社債部分と新株引受権部分とに分離したうえで、新株引受

権相当分を社債発行差金として償還期限内に償却することを義務付けた日本公認会計士協会の会計基準が1994年4月1日発行分のワラント債から適用されることになったのに伴い、発行コストの上昇を嫌ってワラント債の発行がストップ状態になった例、ヘッジ会計を導入していないわが国の会計制度はデリバティブに不向きであるとして大手都銀が海外にスワップハウスを設立し、そこを拠点にデリバティブ業務を手掛けている例などがそれに当たる。また、金融機関に対する各種のバランスシート規制が金融機関の信用仲介機能を制約する要因として作用していることは周知のとおりである。

そこで以下では、会計が上記2つの経路から金融システムに及ぼす影響に留意しながら、岩村報告が取り上げている時価情報の開示、自己資本比率規制、証券化、金融派生商品の活用が金融システム活性化の方策として首尾よく機能するには、そのためのインフラとしての会計制度をどう整備しなくてはならないかを、岩村氏の見解にコメントしながら、検討していくことにしたい。

2. 時価情報の有用性と時価評価の市場基盤の整備

岩村報告は投資家の市場に対する疑念を解消するには、彼らが不十分にしか得ていないと認識している企業の実態情報を十分に開示することが急務であるとし、そのためには会計情報を企業実態から乖離させる大きな要因になっているポートフォリオ操作の温床である流動性が高い金融資産すべての時価情報が有効とみなしている(3.(2))。評者もこの見解に全面的に賛同する。

しかし、こうした時価情報開示に対しては、金融資産といっても信頼に足る時価を把握できるものは限られているとか、時価を把握できる金融資産(典型的には市場性ある有価証券)でも売却時のマーケット・インパクトを考えると、決算日の時価は必ずしも将来のキャッシュ・フローの確かな指標とはいえず、そうした不確実な時価情報を開示することは投資家の会計情報不信をかえって増幅する恐れがあるとの反論が業界や会計界で執拗に繰り返されている。こうした反論についての評者の見解を多少述べて、岩村報告を補足したい。

まず、時価把握の可能性であるが、岩村氏は企業実態と会計情報との乖離に関する投資家の疑念を軽減するためには、IASのように時価評価の対象を「トレーディング目的の金融資産」に限定するよりも、「すべての金融資産」とした方がより有効とみなしている。では金融機関の場合、運用資産の中心を占める貸出資産も時価評価の対象になるのだろうか。これについて岩村氏はどう考えられるか伺いたいのであるが、多少私見を述べておく。

全銀協は去る1994年7月18日に提出した国

際会計基準公開草案48号(IAS・E48)に対するコメントの中で、貸付金や預金など時価の見積もりが困難な金融資産を膨大に保有する銀行にはE48が提案するような金融資産・負債の時価評価はなじまないし、割引現在価値会計を実施するためには銀行の電算システムの抜本的変更が必要で早急な導入は困難であるとして、消極的な見解を表明している。

しかし、こうした全銀協の見解はわが国の目下の銀行経理の実態と必ずしも整合していない。というのも、割引現在価値会計についていうと、①1990年3月に改正された新外為経理基準では1年を超える先物為替予約についてマーク・トゥー・マーケット方式が採用され、それによって算出された引直損益を決算日における長期金利で現在価値に割り引き計算することになっている。②また、1994年7月から始まった特別目的会社(SPC)を通じた金利減免債権の償却のスキームでは、対象債権を実勢金利で割り引いた現在価値でSPCに移転することになっている。

次に、貸出金の時価評価についていうと、一般債権(現物)の流通市場が未整備であることは確かである。また、そもそも貸出金や預金は流動化を予定せず、満期まで持ち切るのが通例とみなされてきたため、その現在価値を把握しようとする意識はこれまで希薄であった。しかし、経営側の意識はどうであれ、金利低下局面では貸出金の期日前返済が増加し、金融機関は低利の再貸出によって収益の減少を蒙る。また金利上昇の局面では低利の預金の解約、高利預金へのシフトによって金融機関の金利負担は増大する。

したがって、貸出金や預金といえども金利動向によってその経済価値が変動するのは事

実であり、そうした現在価値の把握なしに金利資産の採算管理はありえない。

しかも近年、スワップ市場の急成長により貸出金も長短や業態の垣根を超えてすべての金利形態が LIBOR + α ベースに変換され、どの貸手も LIBOR 金利をベースに金利設定を行わざるをえない状況になっている。こうなると、従来、非評価性の金融資産とみなされてきた貸出金もスワップ市場を通じて市場性のある資産に変貌し、貸出金についても時価評価の市場基盤が次第に成熟してくると同時に、そのニーズも強くなってきている。

時価評価の導入をバブル経済の負の遺産のデスクローズを迫る外圧としてではなく、自らの資産運用、管理のための不可欠の指針として前向きに捉える見識が、いまのわが国の金融機関に求められていると思われる。

次に、金融資産について時価の把握が困難であったり、売却時に無視できない程のマーケット・インパクトが観察されるというなら、それは当該資産の流通市場に厚みがなく、マーケット・メイクと流動性が欠如していることを意味する。であれば、時価評価は不可能という後ろ向きの議論をして済む話ではなく、時価評価が可能な流動性のある市場をどう整備するかを前向きに検討することが重要であろう。なぜなら、東証理事長山口光秀氏もいうように、「価格に対する信頼性は厚い流動性の存在から生まれ、信頼性は更なる流動性を生み出す」のであり、「利用者にとって魅力のある市場とは、『流動性という厚みのある市場』ということにつきる」(『企業会計』1994年11月)からである。

だからこそ評者は、完全資本市場の仮定で現実を遮断し、そうした効率的市場の土俵の上で資産価格の決まり方を見栄えよく論じる

だけで、現実の市場を完全市場に近づけるための政策提言をほとんど手掛けない金融のミクロ経済学に強い不満を禁じえない。この点で評者は、「われわれがすべきことは、現実眼をつぶりながら、経済学の教科書が想定するような効率的な市場についての議論[を]することではなく、教科書が想定するような効率的な市場に現実の市場が近づくよう、リスク情報開示のルールや慣行を整備していくことである。」と説く岩村氏の主張に強い共感を覚える。

3. 自己資本比率規制のあり方

岩村報告は、金融システムの決済機能の安定性確保のための方策である自己資本比率規制は銀行にレバレッジの引下げを余儀なくさせ、株主資本の期待収益率の低下をもたらすので、経営者は株主からの信認を維持するようポートフォリオをよりハイリスク・ハイリターンの方にシフトさせ、結果的には規制の意図に反して預金者のリスクを増大させる可能性がある」と指摘している。そして岩村氏はリスクの最小化を不可欠の条件とする決済機能と、リスクに見合ったリターンを目指すべき信用仲介機能を分離することにより、こうした規制のパラドクスを解消する道筋を探ろうとしている。

評者は金融論の専門家ではないが、現行タイプの自己資本比率規制に岩村氏のいうような規制のパラドクスを生む可能性が潜在することは確かであろうと思う。しかし、そのことから直ちに決済機能と信用仲介機能の分離論へと進むのは適当であろうか。評者はその前に、そもそも自己資本比率規制は決済機能の安定性の確保のためにしか機能しないものなのかどうか、決済機能の安定化と信用仲介

機能の活性化を多少なりとも両立させるような自己資本比率規制のスキームははたしてありえないのかどうかを検討してみる必要があると考える。

岩村氏が自己資本比率規制により銀行がレバレッジの引下げを余儀なくされ、それによって株主資本の期待収益率の低下がもたらされると見通すのは、会計上の簿価純資産を規制資本とした現行の BIS タイプの規制を前提してのことである。しかし、このタイプの自己資本比率規制には二重の意味で限界があると考えられる。ひとつは、それが銀行の現時点での自己資本を現在価値ベースで捉えたものではないという意味での限界であり、もうひとつはそれが銀行の収益性や成長性を反映した将来指向 (forward-looking) のものではないためにゴーイング・コンサーンとしての銀行のリスク選択行動を制約する指標として適切でないという限界である。

このうち前者の限界は、流動性の高い金融資産の含み益を自己資本に算入するなどしてある程度まで補正できるが、後者の限界は致命的である。なぜなら、現時点での自己資本は、例えば早期閉鎖措置を発動するタイミングを決定するときの指標としては有効かもしれない。しかし、ゴーイング・コンサーンとしての銀行のリスク管理の目標は単なるリスクの回避にあるのではなく、自己のリスク負担能力を見定めたうえで、最も望ましいリスクと期待収益の組合せを求めることにある。そうであれば、ゴーイング・コンサーンとしての銀行が許容されるリスク選択の限度は、現在の保有資産の処分可能価値によってではなく、既存の事業からの収益と将来の成長機会からの期待収益の現在価値によって定めるのが経済合理性にかなっている。

この場合、既存事業の収益率を一定とすると、将来の成長機会からの期待収益率が市場の要求収益率よりも高ければ、財務レバレッジの上昇とともに企業の株価収益率も上昇することが知られているから (小林[1993])、企業の将来の成長機会から期待される成長価値を規制自己資本 (リスク負担限度額) に算入するような自己資本比率規制を採用することにより、リスクと期待収益の望ましい組合せを達成できる。そして、こうした規制自己資本に基づく自己資本比率規制であれば、高い成長価値を持つ銀行には、それに見合うだけレバレッジを引き上げ、株主資本の期待収益率を上昇させる機会が許容される。

むろん、この場合でも成長性の低い銀行がレバレッジの縮小を余儀なくされることに変わりはないから、それをカバーするためにポートフォリオをよりハイリスク・ハイリターンの方向にシフトさせる可能性は依然残っている。しかし、そうした投資行動こそ時価でのリスク情報でモニターしつつ、変動預金保険制なり、早期閉鎖措置なりで対応するのが適切であろう。これに関して、岩村氏は銀行経営のリスク度を正確に評価する困難さを理由にリスクベースの変動預金保険制に否定的な見方をしている (2.(1))。しかし、リスク度の評価については、例えばオプション理論を用いた計測モデルもありうるし (池尾[1990、第5章])、もっと簡便な方法として格付けを利用することも考えられる。

以上のような理論的考察が正しいとすれば、銀行の成長性に見合う水準のレバレッジを許容するような自己資本比率規制は、決済システム安定化のための方策というにとどまらず、収益性、成長性を見込まれるプロジェクトへの投資を可能にし、銀行の信用仲介機

能を活性化させるインフラとしての役割も果たすことになると考えられる。

4. 金融の構造化の理論と現実

——「特別目的会社」と「自己競落会社」スキームの検討——

銀行の信用仲介機能を活性化させるための方策の1つとして、岩村報告はプロジェクト・ファイナンスや証券化などの金融の構造化を取り上げている。確かに事業ごとにリスクと利益参加の範囲を確定することによって、金融におけるエージェンシー問題の解決をはかるという趣旨は理論のレベルでは納得できるが、わが国において目下進行中の不良資産分離のスキームを観察すると、理論と現実のギャップの大きさを痛感し、前途遼遠の思いがする。ここでは、本年6月から始動した「特別目的会社」(special purpose company: SPC)方式と「自己競落会社」方式を、現下の日本的金融の構造化スキームと位置付けて、その特徴と問題点を、岩村氏のいう証券化の経済理論に照らし合わせて検討してみたい。なお、ここで指摘する自己競落会社方式の特徴と問題点の大半は「共同債権買取機構」のスキームにも当てはまるというのが評者の理解である。

2つの方式のスキームを詳しく説明する余裕はないが、岩村氏が紹介しているアメリカでのSPC方式と対比していうと、それぞれについて次のような特徴を指摘できる。

① 自己競落会社方式において自己競落会社が債権（ここでは金利減免債権）を買取るのに要する資金は資産担保証券（ABS）の発行によってではなく、債権譲渡行からの融資によって賄われることになっている。そのため、このスキームではリスクの

分離が明確でない。

② 岩村氏も強調するとおり、不良資産の分離の場合には、不稼働の担保不動産をいかにしてキャッシュフローを生む稼働資産に転換するかが最大の問題であるが、SPC方式ではこの点が曖昧である。折りしも、SPC方式の適用第1号となった兵庫銀行系の案件について国税庁は、当初金利減免先の再建計画が確認できないことを理由に、9月中間決算での無税償却を留保したと報じられている（「日本経済新聞」10月21日）。

③ SPC方式や自己競落会社方式に寄せる金融機関の期待は、証券化の経済理論の想定とは違って、開示圧力が強まる金利減免債権をバランスシートからはずしたり、出資勘定に移管したりすること（バランスシート動機）や、債権譲渡損の損金算入による節税機会を利用するといった目先の利害にあるかにみえる。

では、こうした金融の構造化の理論と現実のギャップを埋め、わが国における金融の構造化を理論の示す軌道に乗せるにはスキームをどのように改変すべきか。

その場合に改めて確かめておきたいのは、不良債権分離のスキームの成否は、岩村氏が強調するとおり、当該スキームを通じて債権の「質」をどれだけ高めるかにあるということである。これは、不稼働の担保不動産をキャッシュフローを生む稼働資産に転換したり、需要がつく適正水準まで不動産の簿価を切り下げることによって、債権の回収可能性、キャッシュフロー稼働能力を高めるということである。

そうであれば、③で指摘したような経営者のインセンティブを債権の質を高める経

営努力とうまく連動させるような仕組みをスキームの中に組み入れることが必要である。この点でいうと評者は、原債務者（金利減免先等）の再建計画が明確になり、債権の分離がリスクと便益の実質的分離に当たるとみなされるまでは債権譲渡を「譲渡」とみなさず、不良債権のオフバランスを認めないことにするのが適切と考える。そうすることによって、債権の質を高める経営努力とバランスシート動機とを結び付けることができるからである。

ただし、それだけでは債務者の再建見込みがなく、回収見込みのない不良債権が債権行において未償却のまま累積することになる。しかし、この種の債権はもともと、構造化のスキームに乗らない債権であるから、譲渡損というかたちではなく、割引現在価値（時価）評価による評価減のかたちで償却を進めるべきである。現在の無税償却制度が企業会計上でこうした債権を速やかに償却するのを妨げるほどに硬直的であるのなら、税制度を改善する努力が求められる。

5. 金融派生商品の役割とその基盤としての会計制度

岩村報告は金融システムの信用仲介機能を活性化させる方策の1つとして金融派生商品の役割を検討している。とくにそこでは金融派生商品市場が資産価格のボラティリティを原資産から分離して独立の商品として取り扱うことを可能にした点が着目され、派生商品市場が今後の銀行経営の成長のための「軸」となる見通しが語られている。ただ、そうであるなら、派生商品がなにゆえ今後の銀行経営の「軸」となる潜在力を持つのかについて、

もう少し立ち入った構造分析をしてほしかった気がする。派生商品の経済的機能の分析なしに市場のプロフェッショナルとしての銀行の役割を説くだけでは、銀行業の未来の不透明感は拭い切れないと思うのである。

この点でいうと、評者は金融派生商品の中でも金利資産が運用資産の大半を占める金融機関においては金利スワップの経済的役割がひととき重要と考えている。ここで詳細を述べる余裕はないが、その理由は2つある。

1つは、スワップを活用することにより、銀行が顧客のさまざまな金利形態とタイムスパンの貸出ニーズに対応でき、貸出における品揃えを豊富にできるということであり、もう1つは、現状の派生商品の中でも金利スワップが銀行自身の金利リスクをヘッジする有効な手段となりうるということである。

ここで、金利スワップがリスク・ヘッジの手段としてとくに有効というわけは、他の派生商品が限月3～12か月と短期の取引であるのに対して、スワップは取引期間が1～10年と長いことから、ヘッジ会計を採用していないわが国の会計制度の矛盾をかなりの程度回避できるという事情が関係している。

というのも、債券先物や株式先物の場合、現物資産を長期のポートフォリオに組み入れていても、これら先物のうち流動性のあるものは3～6か月の限月ごとに決済される。となると、仮に現物資産の市場価値が予想どおり値下がりしても、現物が原価法か償却原価法で評価されていると値下がり損は決算上、評価損として計上されないが、先物の方は限月のたびに評価益が実現益として計上される。しかし、これでは現物と先物の損益を同じ会計期間に打ち消しあうというヘッジの経済的効果は達成されているにもかかわらず、

Ⅲ. コメント論文

それが会計には反映されず、先物の利益だけが先行計上されることになる。また、こうして先行計上された先物の利益に課税されとなれば、リスク・ヘッジが却って企業の経営体力を損なうことにさえなりかねない。わが国の大手都銀が海外にスワップハウスを設立し、そこを拠点にデリバティブ業務を手掛けている理由の1つはこうした会計制度の不備にあると考えられる。

この点で限月が長期のスワップは、現物と派生商品の損益のミスマッチを避けつつ、長期の貸出金の金利リスクをヘッジする手段として適している。

とはいえ、金融派生商品全般のことをいうなら、上記のような会計制度の歪みは金融機関がヘッジ・オペレーションを円滑に運営していくうえで早急に改善される必要がある。その場合の問題はヘッジの効果を会計情報に適切に反映させる方法は何かということである。上の先物の例でいうと、ありうべき方法は2つである。

1つは、現物の損益が確定するまで確定済みの先物の損益を繰り延べる「繰延ヘッジ会計」(Deferral Hedge Accounting)であり、もうひとつは、先物の利益認識に合せて現物を時価で評価替えし評価損を認識する「時価ヘッジ会計」(Mark-to-Market Accounting)である。前者は現行の原価評価会計と適合するヘッジ会計であり、後者は現物と先物両方に時価評価を適用することを含意している。

両者を立ち入って比較検討することはコメントの範囲を大きく逸脱することになるが、評者は時価ヘッジ会計に合理性があると考えている。なぜなら、①決済済みの先物等の損益を限月のたびにロール・オーバーしてい

(例えば、長期運用目的の株式ポートフォリオを限月3～6か月の株式先物でヘッジしている場合)、現物が決済(売却)されるまでリスク・ポジションを明らかにしない繰延ヘッジ会計は著しく透明性に欠けるし、②現物がリスクにさらされていることをヘッジ会計の適用条件にするのなら、現物を時価で評価してそのリスク・ポジションを継続的に明らかにするのが当然であり、そのうえで当のリスクが先物等でどこまでヘッジできているかを把握するには時価ヘッジ会計以外ないからである。③また、時価ヘッジ会計は、ヘッジ目的か投機目的かにかかわらずなく、あらゆる派生商品に適用できる点でも大きな利点を持っている。

以上、岩村報告に各論的なコメントをしてきたが、今回の岩村氏の報告は金融システムの安定化と活性化のための諸方策の効果と限界を理論的に整理したうえで、ありうべき今後の諸方策を体系立てて提示するという困難な課題に挑戦したものといえる。その過程で、岩村氏が氏の博識を存分に発揮して金融システムのインフラとしての会計制度が担うべき役割にも言及されたことは、会計学を専攻する評者には大変知的刺激に富むものであった。今回のコメントを機に評者は、今や会計学も経済学の素養なしには有効な成果を期しがたいこと、逆に経済学で理論装備をした会計学であれば、今後の金融システムのあり方をめぐって、小さくない仕事を担えそうな気もしてきたというのが正直な感想である。

以 上

[東京大学経済学部教授]

【参考文献】

- 池尾和人、『銀行リスクと規制の経済学』、東洋経済新報社、1990年
——、「連載 金融のミクロ経済学」1～9回、『経済セミナー』、1992年10月～1993年6月
岩田規久男・堀内昭義、「日本の銀行規制」(1)(2)、『経済学論集』、1985年4月、7月
大関 洋、「スワップ市場の発達と金利資産運用」、『生命保険経営』、1993年11月
翁 百合、『銀行経営と信用秩序』、東洋経済新報社、1993年
小林孝雄、「株価、企業収益、成長、財務政策」、東京大学経済学部産経研 Discussion Paper J-Series、1993年
11月
醍醐 聰、「時価評価とヘッジ会計」、『QRI Report』、Quick 総合研究所、1994年9月
早瀬保行、「BIS 基準にみる自己資本算定の課題」、『金融ジャーナル』、1993年4月
平田裕康、「生保の資産運用業務におけるスワップ取引」、『生命保険経営』1994年3月