

## マイナス金利下のヘッジ取引の有効性と企業会計の議論

板津 直孝

### ■ 要 約 ■

1. 変動金利借入金の金利変動に伴う将来キャッシュ・フロー変動を固定するため、ヘッジ手段として利用されるデリバティブには、金利スワップがある。このヘッジ取引には、変動金利の借入金を実質的に固定金利の借入金に変換し、ヘッジ対象である借入金とヘッジ手段である金利スワップを一体とした経済効果を狙うキャッシュ・フロー・ヘッジ（CFH）がある。
2. 企業ファイナンスとファンドの組成において多用されている CFH であるが、2016 年 1 月 29 日に導入が決定された日本銀行のマイナス金利政策の下で、CFH 取引が「非有効」になる可能性が生じ、関係者の関心を高めている。非有効な CFH 取引では、金銭消費貸借契約の貸し手である金融機関からはマイナス金利分の利息を徴収できない一方で、金利スワップ契約のカウンターパーティーには金利を支払う負担が発生する可能性があるからである。
3. 企業やファンド組成の関係者には、ヘッジ取引の有効性がマイナス金利下においても確保されているかを検証する必要性が生じている。
4. また、マイナス金利下では、CFH の開示上の取扱いがヘッジ取引とされない可能性があるという、企業会計上の問題も生じている。
5. マイナス金利政策が継続し、CFH 取引へのニーズはむしろ高まっていく可能性がある中で、契約上の整合性、会計上の取扱いに対する関係者の対応が望まれよう。

### I キャッシュ・フロー・ヘッジ（CFH）とマイナス金利

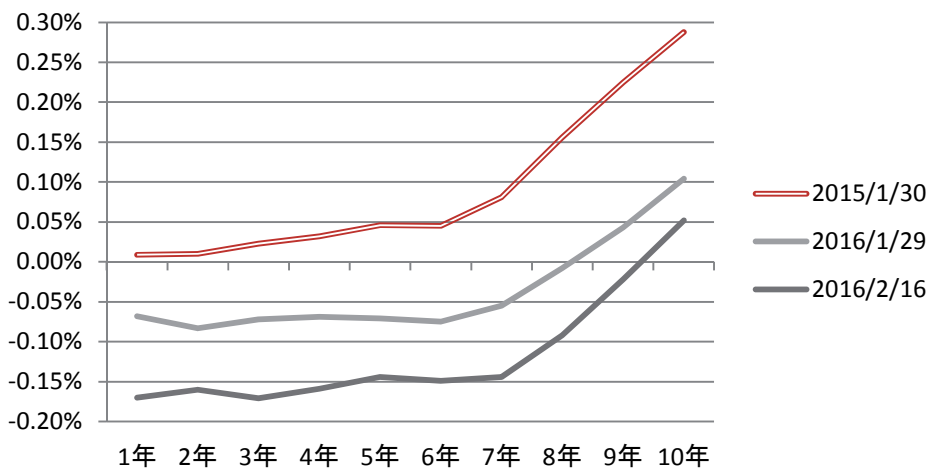
将来の金利変動によるキャッシュ・フロー変動リスクをヘッジするために、企業は、しばしば金利スワップ取引を利用する。さらに、同様の事業リスク管理の手法として、変動金利の借入金を実質的に固定金利の借入金に変換し、ヘッジ対象である借入金とヘッジ手段である金利スワップを一体とした経済効果を狙う CFH などもある。

オフィスビルや商業施設、マンションなどの複数の不動産に投資し、賃貸収入や不動産売買益を投資家に分配する REIT（Real Estate Investment Trust）などのファンドにおいても、CFH は多用されている。REIT の主たる営業収入である不動産賃貸収入が、賃貸借契

約期間中、固定されているため、調達資金の金利を固定化することで、中長期的に、ファンド全体の経常利益とキャッシュ・フローをある程度確定させることができるからである。

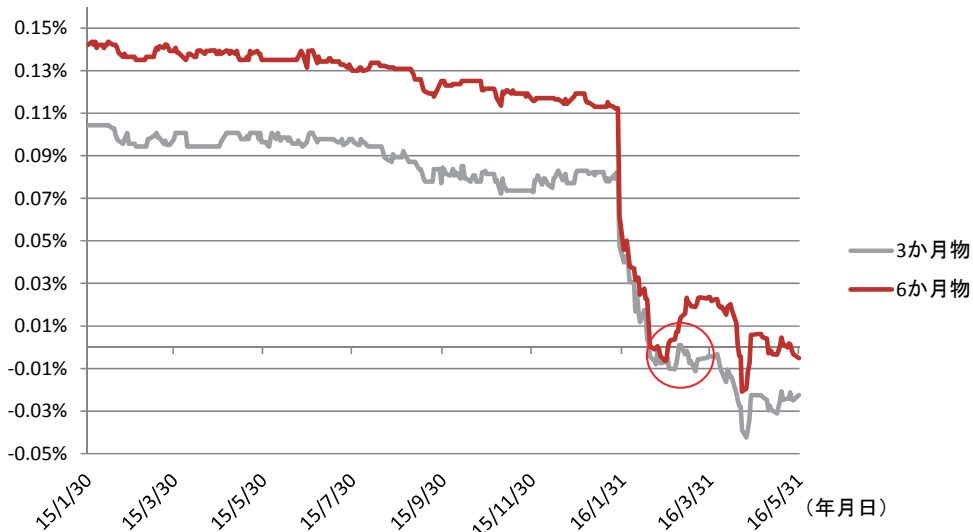
上記のように、企業ファイナンスとファンドの組成において多用されている CFH であるが、2016年1月29日に導入が決定された日本銀行のマイナス金利政策の下で、想定外の事態に直面することとなった。国債のイールドカーブが低下する中、変動金利連動型の金銭消費貸借契約書や金利スワップの基準金利指標として用いられる LIBOR 日本円も、3か月物と6か月物ともにマイナスに転じた（図表1、2）。

図表1 固定利付国債の実勢価格に基づいて算出した半年複利金利



(出所) 財務省「国債金利情報」より野村資本市場研究所作成

図表2 ICE LIBOR 日本円3か月物・6か月物の推移



(注) 日次データによる2015年1月30日から2016年5月31日までの推移  
 (出所) Bloombergより野村資本市場研究所作成

すなわち、CFH を構成する金銭消費貸借契約と金利スワップ契約において、マイナス金利が想定されていない、あるいは両契約書における変動金利の解釈が異なる場合は、当初想定していたヘッジ取引の有効性が損なわれる可能性がある。CFH 取引を当初適正にアレンジしたにもかかわらず、マイナス金利の影響で、ヘッジ取引の有効性が損なわれ、新たな金利負担が発生することは、企業やファンドの関係者にとって一般的に想定外であると思われる。

本稿では、マイナス金利下での、金利スワップ取引を利用した CFH の論点と、企業会計上の取扱いをめぐる課題を整理する。

## II CFH 契約が「非有効」となる事態

### 1. 金利スワップを利用した CFH の基本的な仕組み

借入金の金利変動に伴う将来キャッシュ・フロー変動を固定するため、ヘッジ手段として利用されるデリバティブには、金利スワップがある。毎事業年度の定額収入が契約により定められているビジネスやファンドのケースでは、主たる営業収入が安定しているため、変動金利借入金の相場変動を固定することにより、当該ビジネスまたはファンド全体のキャッシュ・フローを一定期間においてある程度確定させることができる。これは、企業やファンドの中長期的な計画を設計するうえで有用である。

この CFH を同一の金融機関がトータルに管理しているケースでは、適用金利が計算上マイナス金利となった場合でも、変動金利の解釈に整合性を持たせ、ヘッジ取引を引き続き有効に保つことができると思われる。一方で、貸付金融機関と金利スワップのカウンターパーティーが異なる、図表 3 のようなケースでは、その限りではない。N 社と金融機関 A の間の金銭消費貸借契約、及び、N 社と金融機関 B の間の金利スワップ契約において、マイナス金利が想定されていない場合、あるいは想定されていても 2 つの契約書の定めに整合性が図られていない場合、次節で述べるように適用金利の取扱いがそれぞれの金融機関によって相違し、ヘッジ取引が「非有効」になる可能性が生ずる。

図表 3 異なる金融機関での CFH 取引

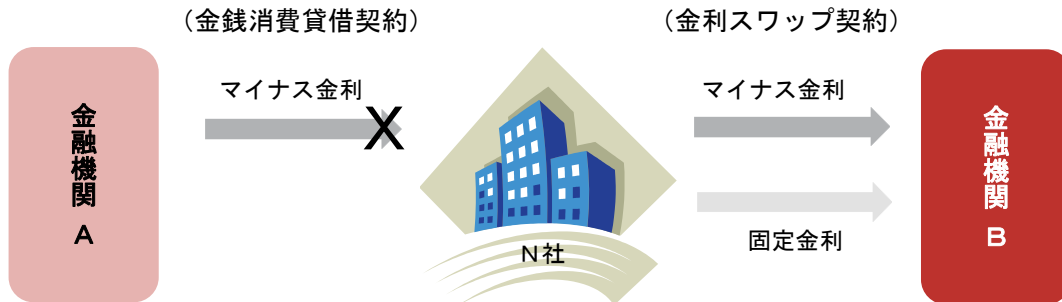


(出所) 野村資本市場研究所作成

## 2. 非有効なヘッジ取引：適用金利の取扱いが異なるケース

マイナス金利という想定外の事態が生じ、CFH が非有効となるケースを示したのが、図表 4 である。このケースでは、金銭消費貸借契約と金利スワップ契約における変動金利の解釈が異なり、当初想定していたヘッジ取引が非有効になる。

図表 4 非有効なヘッジ取引



(注) 金銭消費貸借契約書：マイナス金利条項なし、金利スワップ契約：変動マイナス金利法  
(出所) 野村資本市場研究所作成

以下で、図表 4 のようなケースについて、それぞれの契約に関する個別の論点を整理する。なお、契約の解釈は、金融法委員会が 2016 年 2 月 19 日に公表した「マイナス金利の導入に伴って生ずる契約解釈上の問題に対する考え方の整理」によっている。

### 1) 変動金利連動型の金銭消費貸借契約（図表 4 における金融機関 A との契約）

変動金利での借入金では、LIBOR などの基準金利に一定のスプレッドを加えた適用金利の定めが金融機関との金銭消費貸借契約書にある。

この適用金利が計算上マイナスになった場合、一般的な変動利息条項<sup>1</sup>に加えて、金銭消費貸借契約書にマイナス金利を想定した明示の定めがあれば、契約自由の原則に基づき有効であると考えられている。ただし、金融機関 A が利払日に絶対値を用いて計算される利息相当額を借入企業である N 社に支払うのか、または適用金利をゼロとみなすのかなどの確認が、契約当事者には必要である。

一方で、マイナス金利を想定した明示の定めがない場合、契約当事者がどのような合意をしたと解釈するのが合理的であるかが、論点として浮上する。

変動利息条項によれば、変動利息の支払義務を負っているのは借入企業であり、金銭消費貸借契約の締結時点では、適用金利が計算上マイナスとなることは契約当事者にとって想定外であったと思われる。また、利息は一般的に元本利用の対価と考えられ、借入企業が支払うべきものであることから、特段の事情がない限り、金融機関 A

<sup>1</sup> 「借入人は、各利払日において、貸付人に対し、当該利払日を末日とする利息計算期間について、元本金額に適用金利を乗じて実日数で日割計算した利息を支払う。」などの定め。

の支払い義務は発生しないと解釈されている。適用金利が計算上マイナスとなった場合は、借入企業である N 社が支払義務を負う金額が存しない、または利息としての性格を有する金額がなくなるに留まると解することに合理性が認められている。このマイナス金利を想定した明示の定めがない場合が、図表 4 のケースである。

## 2) 金利スワップ契約（図表 4 における金融機関 B との契約）

次に、変動金利連動型の金銭消費貸借契約に対して、CFH のヘッジ手段である金利スワップについての議論を整理する。

変動金利相当額を金融機関 B と一定の固定金利相当額に交換する金利スワップでは、変動金利が計算上マイナスとなった場合、N 社が金融機関 B に対しマイナス金利相当額の絶対値を支払う義務を負うかが議論になる。金銭消費貸借契約書と同様に、一般的な変動金利支払条項<sup>2</sup>に加えて、金利スワップ契約書にマイナス金利を想定した明示の定めがあれば、それは有効であると考えられている。

一方で、マイナス金利を想定した明示の定めがない場合、上述の金銭消費貸借契約書での解釈とは異なり、変動金利支払条項の文言にそれほどこだわることなく解釈を行う余地があると考えられている。ここでは、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA: International Swap and Derivatives Association）<sup>3</sup>により公表されている、金利スワップの取引を対象とした定義集が参照されている。

2006 年版 ISDA 定義集（2006 ISDA Definitions）によると、スワップ契約当事者は、変動マイナス金利法（Floating Negative Interest Rate Method）<sup>4</sup>またはゼロ金利法（Zero Interest Rate Method）のどちらを採用するか決定することができる（Section 6.4）。変動マイナス金利法では、適用金利がマイナスとなった場合、金融機関 B から N 社への支払いの必要性はなくなる一方で、N 社が金融機関 B に対して、固定金利とマイナス金利相当額の絶対値を支払う必要がある。一方で、契約当事者がゼロ金利法を選択した場合、N 社は金融機関 B にマイナス金利相当額の絶対値を支払う必要はない。

注意点としては、契約当事者が適用金利の下限をゼロとするゼロ金利法を選択しない限り、適用金利がマイナスになった場合には、変動マイナス金利法がデフォルト・ルールとして適用され、変動金利相当額を本来受け取る側の企業が、変動金利相当額の絶対値を支払う形になることである。このようにデフォルト・ルールが適用されてしまうケースが、図表 4 である。

<sup>2</sup> 「当事者 A は、各支払日において、当事者 B に対し、想定元本金額に適用金利を乗じて得られる額の金銭を支払う。」などの定め。

<sup>3</sup> 1985 年にニューヨークにて設立された店頭デリバティブ市場の主要参加者により構成される全世界的な業界団体。主として、金利スワップ、通貨スワップ、商品スワップ、さらにクレジットデリバティブ、天候デリバティブ等の取引を対象とした契約書の発展と維持、取引の効率的締結のための市場慣行の促進、及び健全なリスク管理体制の発展等を目的として活動を続けている。

<sup>4</sup> 適用金利がマイナスになった場合には、変動金利相当額を本来受け取る側の当事者が変動金利相当額の絶対値を支払う旨の条項。

### 3. マイナス金利環境下で CFH を有効にするには

こうした契約解釈上の議論を踏まえると、今後、CFH を取り組む際には、企業やファンドの組成関係者にとって、契約当事者間でのヘッジ取引の認識を一致させることが必要と言える。CFH に係る契約において、関係者が複数である場合は、契約当事者（図表 4 の金融機関 A、N 社、金融機関 B）が、それぞれの契約締結時において CFH の取引全体の仕組みを十分に了解していることが重要である。図表 4 のような取引では通常、金融機関 A は単独の金銭消費貸借契約を締結したと、その一方で金融機関 B は N 社とトレーディングを行っていると考えている可能性が高いからである。

また、ヘッジ指定は、ヘッジ対象の金額の一定割合又はヘッジ対象の保有期間の一部の期間のみを対象として行うこともあるため、企業の意思決定を明確にする必要がある。企業やファンドの組成関係者が、当初のヘッジ目的に則した経済効果をマイナス金利環境下においても確保するためである。

ヘッジ取引を有効なものとするには、下記の 2 つが具体的に考えられる。

#### 1) 有効なヘッジ取引のケース 1

図表 5 有効なヘッジ取引のケース 1

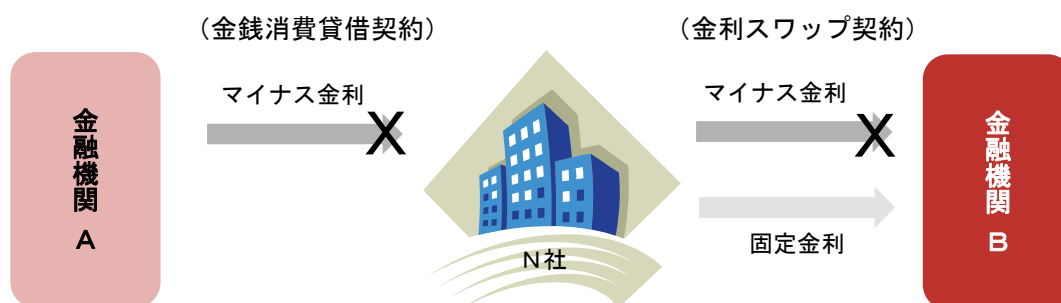


(注) 金銭消費貸借契約書：マイナス金利条項あり、金利スワップ契約：変動マイナス金利法  
 (出所) 野村資本市場研究所作成

金融機関 A と N 社との金銭消費貸借契約では、変動利息条項に加えてマイナス金利を想定したマイナス金利条項が付されており、適用金利が計算上マイナスになった場合には、金融機関 A によるマイナス金利相当額の絶対値の N 社への支払義務があるとされている。金融機関 B と N 社との金利スワップ契約では、変動マイナス金利法の選択またはデフォルト・ルールの適用により、N 社が反対方向の変動金利相当額の金融機関 B への支払義務を負う。

## 2) 有効なヘッジ取引のケース 2

図表 6 有効なヘッジ取引のケース 2



(注) 金銭消費貸借契約書：マイナス金利条項なし、金利スワップ契約：ゼロ金利法  
 (出所) 野村資本市場研究所作成

金融機関 A と N 社との金銭消費貸借契約では、マイナス金利を想定した明示の定めがないため、適用金利が計算上マイナスになった場合には、金融機関 A によるマイナス金利相当額の絶対値の N 社への支払義務が生じない。金融機関 B と N 社との金利スワップ契約では、ゼロ金利法が選択されており、N 社による変動金利相当額の金融機関 B への支払義務も生じない。

### III 企業会計から見たヘッジ取引の有効性

#### 1. 「非有効な」CFH 取引：ヘッジ会計の適用中止

変動金利借入金のキャッシュ・フロー変動を固定することを目的とした CFH は、企業会計上、ヘッジ取引が有効である場合、ヘッジ会計が適用され、金利スワップに係わる時価評価の発生時の損益認識が生じない。ところが、ヘッジ対象が引き続き存在していても、ヘッジ関係がヘッジの有効性の評価基準を満たさなくなると、ヘッジ会計の適用を中止しなければならない（日本公認会計士協会の金融商品会計に関する実務指針第 180 項）。

ヘッジ取引が有効でなくなると、ヘッジ会計は適用されず、金利スワップをデリバティブ取引として時価評価し、評価差額を発生時に当期の損益として認識する必要がある。

その場合、金融機関 B との金利スワップと、ヘッジ対象である変動金利借入金（金融機関 A と N 社の取引）の、損益認識時期が一致しないことになる。すなわち、金利スワップの評価損益が発生時に当期損益として認識される一方で、借入金は借入利息を通して認識されるため、金利スワップの評価損益が、経営成績に先行して認識される形となる。金利スワップが時価評価されるのは、デリバティブ取引がリスクヘッジではなく、スペキュレーションないしはアービトラージと同様であると認識されてしまうためである。

想定外の事態に直面することとなったマイナス金利政策の下で、企業会計上、CFH 取

引が有効性の評価基準を満たしているか否かに、企業やファンド組成の関係者は大きな関心を寄せている。

## 2. 日本の会計基準によるヘッジ取引の概要

ヘッジ取引に係わる財務報告は、IFRS、US GAAP などのそれぞれの会計基準によって取り扱いが異なるが、基本となる経済的相関関係の考え方は同じである。一般に、金利スワップによる CFH は、ヘッジ対象である変動金利借入金キャッシュ・フロー変動リスクにさらされており、かつ、ヘッジ対象のキャッシュ・フロー変動とヘッジ手段である金利スワップのキャッシュ・フロー変動との間に密接な経済的相関関係があり、金利スワップが変動金利借入金のキャッシュ・フローの変動リスクを減少させる効果を持つものである。

ヘッジ会計は、このような取引の実態に応じた密接な経済的相関関係を、企業の経営成績に表わそうとするものである。以下で、日本の金融商品会計基準に定めるヘッジ会計に焦点を当て、図表 4、5、6 で示した実態取引の、会計上の取り扱いをめぐる議論を整理する。

### 1) CFH の金利スワップに適用されるヘッジ会計

CFH 取引を、企業が意図する通りに経営成績へ反映させる会計処理としては、「繰延ヘッジ」と「金利スワップの特例処理」の2つがある。

繰延ヘッジは、金利スワップを時価評価して評価差額を繰り延べ、借入金利息の認識に対応させて損益認識することで、ヘッジ対象とヘッジ手段の損益認識時期を一致させる会計処理である。

これに対して、企業が取り組んでいる CFH 取引の実態イメージにより近いのが、金利スワップの特例処理である。具体的には、下記の特例処理の要件を満たす場合、企業は金利スワップを時価評価せず、その金銭の受払の純額等を利息に加減して認識することができるというものである。金利スワップによる変動金利と固定金利の受払の純額を利息に加減するため、変動金利借入金の利息負担を固定金利の利息負担と同等のものとして認識することになる。

### 2) 金利スワップの特例処理の要件

金利スワップの特例処理は、ヘッジ会計の例外処理であるため、適用に当たっては次の条件を全て満たす必要がある（金融商品会計に関する実務指針第 178 項）。

- ① 金利スワップの想定元本と貸借対照表上の対象資産又は負債の元本金額がほぼ一致していること。
- ② 金利スワップの契約期間とヘッジ対象資産又は負債の満期がほぼ一致していること。



- ③ 対象となる資産又は負債の金利が変動金利である場合には、その基礎となっているインデックスが金利スワップで受払される変動金利の基礎となっているインデックスとほぼ一致していること。
- ④ 金利スワップの金利改定のインターバル及び金利改定日がヘッジ対象の資産又は負債とほぼ一致していること。
- ⑤ 金利スワップの受払条件がスワップ期間を通して一定であること（同一の固定金利及び変動金利のインデックスがスワップ期間を通して使用されていること）。
- ⑥ 金利スワップに期限前解約オプション、支払金利のフロアー又は受取金利のギャップが存在する場合には、ヘッジ対象の資産又は負債に含まれた同等の条件を相殺するためのものであること。

図表 5 と図表 6 で示したヘッジ取引が有効なケースでは、金利スワップの特例処理の要件を満たす場合、金利スワップによる変動金利と固定金利の受払の純額が利息に加減され、変動金利借入金の利息負担を固定金利の利息負担と同等のものとして企業の経営成績に認識される。

問題は、CFH の契約当初は有効であると判断されたがその後に非有効となった、図表 4 のヘッジ取引のケースである。このケースは、日銀によるマイナス金利の導入という想定外の事態によって生じたものであるが、企業会計上、当該ヘッジ関係を N 社のヘッジ有効性の評価基準を満たさないケースとして取り扱うかが議論になる。具体的には、この取引において、金利スワップの特例処理を継続できるか論点となる。

### 3) 契約当初有効であると判断されたヘッジ取引と金利スワップの特例処理

図表 4 のケースでは、ヘッジ対象である変動金利連動型の金銭消費貸借契約においてゼロを下限とするフロアーが存在するが、その場合の取扱いが、金融商品会計基準では明確でない。一方で、上記の金利スワップの特例処理の要件⑥では、ヘッジ手段である金利スワップに支払金利のフロアーが存在する場合の取扱いは示されている。

ゼロを下限とするフロアーについて、ヘッジ手段である金利スワップの取扱いが示されている以上、ヘッジ対象である金銭消費貸借契約も同様に解すべきではないかとも思われるが、後者に関する取扱いが明確でないこともあり、金利スワップの特例処理の要件を満たさないと判断される可能性が生ずる。

企業会計基準委員会（ASBJ）は、マイナス金利に関する会計上の論点への対応として、2016 年 3 月 24 日、金利スワップの特例処理の取扱いについて、ASBJ での議事録概要別紙を公表した。本論点に対して当委員会としての見解を示すためには相応の審議が必要と考えられ、現時点において、マイナス金利の状況における金利スワップの特例処理の取扱いについて当委員会の見解を示すことは難しいとしながらも、2016 年 3 月決算においては、これまで特例処理が適用されていた金利スワップについて、その適用を継続することは妨げられないものと考えられるとしている<sup>5</sup>。金利

<sup>5</sup> 企業会計基準委員会「第 332 回企業会計基準委員会の概要」、2016 年 3 月 23 日

スワップの特例処理は、多くの企業で利用されていることから、2016年3月決算会社への当面の対応を図ったものである。

マイナス金利以前においては、CFHは実態取引として有効であり、多くの企業が特例処理を適用していたとみられる。マイナス金利導入後、その継続適用に懸念が生じ、2016年3月期は当面の対応として上記が図られたものの、新事業年度に入りASBJがなお審議を続けている現状においては、企業はヘッジ有効性の評価方法の取扱いをまずは参照すべきであろう。

金融商品会計に関する実務指針第158項では、「なお、金利スワップについては、第178項の特例処理の要件に該当すると判定される場合、その判定をもって有効性の判定に代えることができる。」と定められている。企業やファンドの組成関係者にとって、契約締結時にマイナス金利は一般的に想定外のことであり、第158項に従って、有効性の事後判定を省略し、引き続き金利スワップの特例処理を適用するという暫定的な考え方である。

今後、マイナス金利の動向次第では、第178項の特例処理の要件について、改めて厳格に解釈すべきという議論が発生すると推測される。金利スワップの特例処理は、金融商品会計基準の基本原則であるデリバティブの時価評価に例外を設けるものであり、ヘッジ対象とヘッジ手段のヘッジ関係に対して、完全に近い蓋然性が求められているからである。

## IV 今後の課題

CFHを取り組んでいる企業やREITなどのファンド組成関係者にとって、マイナス金利のヘッジ取引への影響は、想定外であったと思われるが、マイナス金利政策自体は中長期的に継続される可能性もある。もっとも、日本銀行によるマイナス金利付き量的・質的金融緩和は、そもそも企業の資金調達活動を後押ししようとするものであり、J-REITについては日銀による買入れも増加していることなどから、今後もCFH取引の需要は見込まれると推測される。低金利を乗り越し、マイナス金利に突入した環境では、将来における金利上昇リスクに備える必要性が増加したとも考えられ、CFHは、そのためのヘッジ取引として存在感を増す可能性もある。

そのような中、企業やファンド組成関係者が、ヘッジ取引を適正に財務諸表において開示できるようにするためにも、ヘッジ会計に関するタイムリーな議論と明確な対応が求められよう。