

市場が活発でない場合の金融資産の 公正価値測定を巡る議論

岩谷 賢伸

■ 要 約 ■

1. サブプライム問題を機に、金融資産等の公正価値の測定法を定めた SFAS157号に対する注目が高まっている。同会計基準では、公正価値の測定に当たって参照する情報にレベル1から3までの優先順位を定めている。レベル1は、活発な市場における同一の資産・負債の取引価格で、これが最優先に参照される。レベル2には、活発な市場における類似の資産・負債の取引価格や、活発でない市場における同一又は類似の資産・負債の取引価格などが含まれる。レベル3は、開示者が取得できる最善の情報に基づいて算定した内部価格等であり、レベル1、2の情報が入手不可能な場合に使用される。
2. サブプライム関連金融資産の公正価値を測定する際に、少ないながらも類似の商品について取引があったような場合はその取引価格を参照する保守的な会計基準の運用を監査法人が行ったため、金融機関の間では本来計上すべき以上の評価損の計上を迫られたという不満が広がった。
3. SFAS157号の解釈の明確化を迫られた FASB と SEC は、活発な市場が存在しない場合の公正価値の測定において、開示者独自の推定の活用を柔軟に認めるガイダンスを発表した。一方で、会計基準自体の一時停止に対しては当局や投資家からの反対が強く、金融安定化法には SEC の SFAS157号の一時停止権限の再確認を盛り込んだにとどまった。
4. ガイダンスにより金融機関によるサブプライム関連金融資産などのレベル2資産からレベル3資産への分類変更が進む可能性があるが、分類の基準をクリアにしなければ市場からの信任は得られないであろう。

I 金融資産の公正価値の測定

米国金融危機への対策として成立した金融安定化法（Emergency Economic Stabilization Act of 2008）に公正価値会計の一時停止に関する条文が盛り込まれたことから、わが国で

も米国金融当局の対応などに注目が集まっている¹。焦点となっている会計基準は、2006年に米国財務会計基準審議会（以下、FASB）が導入した財務会計基準書 157号（以下、SFAS 157号）「公正価値の測定（fair value measurement）」である。同基準は、以前から導入されていた時価会計について、資産・負債の公正価値の測定に関する統一的なフレームワークを定めるとともに、情報開示の充実を求めるもので、2007年11月15日以降新たに開始する事業年度から導入が義務付けられている。ただし、2007年度からの早期導入も可能で、メリルリンチなどいくつかの大手投資銀行は早期の導入を実施していた。

同基準において公正価値は、「測定日に市場参加者が秩序ある取引（orderly transaction）において資産の対価として受け取る（負債の対価として支払う）金額」と定義される。公正価値の測定に当たっては、参照する情報にレベル1からレベル3までの優先順位が付いている。レベル1は、取引の活発な市場における同一の資産・負債の取引価格であり、これが最優先に参照されるべきである。即ち、上場株式のように時価が簡単に取得できるような場合はその価格を参照しなければならない。次に、レベル2には、①活発な市場における類似の資産・負債の取引価格、②活発でない市場における同一又は類似の資産・負債の取引価格、③取引価格以外の市場で参照可能な（observable）指標（金利、イールド・カーブ等）などが含まれ、レベル1の情報が入手できない場合に使用される。そして、レベル3は、開示主体が取得できる最善の情報に基づいて自ら割り出した内部価格等であり、原則的にはレベル1、2の情報が入手不可能な場合に使用される。非上場株式など流動性の極めて低い証券などは、参照する市場価格がないので、独自のモデルに従って公正価値が算定される。以上の公正価値測定に関するフレームワークの明確化は、財務報告上の資産・負債の価値をより実勢に即したものとし、財務情報の質や透明性を向上させることが目的であった。

II SFAS157号と公正価値測定の実務に対する金融機関等の不満

だが、サブプライム問題を機に同会計基準とその運用に対する開示者からの不満の声が高まった。なぜなら、平時には市場価格を参照できるが市場の混乱をきっかけに流動性が枯渇してしまったような金融資産の公正価値の測定方法について、SFAS157号が明確な指針を与えていないため、監査法人が基本的に保守的な会計基準の運用を行ったからである。即ち、サブプライム関連金融資産の公正価値を測定する際に、少ないながらも類似の商品について取引があったような場合は、その取引価格を参照するように開示者に求めたのである。その結果、証券化商品の評価額は、原資産の推定損失を基に価格モデルを用いて算定した価格よりも相当に低い水準になったということである。

これらの証券化商品等を大量に保有する金融機関は、監査法人の厳正な公正価値の測定

¹ これまでの公正価値会計を巡る議論について詳しくは、井上武「サブプライム問題を機に高まる時価会計を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2008年夏号参照。

により、本来計上すべき以上の評価損の計上を迫られたと不満を述べた上、市場の機能が停止している状態の投売りによって付いた価格は明らかに通常の状態取引される価格より低く、その価格を公正価値測定の際に参照するのは不適當であると主張した。加えて、金融機関のロビー団体である米国銀行協会（以下、ABA）は、現在の市場の混乱を鑑み、金融商品の本源的価値（intrinsic value）又は経済価値（economic value）を以って公正価値の代替とするようなガイダンスを発出するよう米国証券取引委員会（以下、SEC）に提案した²。

III 金融安定化法案における公正価値会計一時停止の議論

経済情勢を安定させるために金融機関の救済策が検討される中で、金融機関やロビイスト、一部の議員などの間から、SFAS157号の見直しにとどまらず、会計基準自体の適用を一時停止すべきであるという意見も沸き上がってきた³。それに対し、SEC、FASB、バーナンキ連邦準備制度理事会議長、ポールソン財務長官、監査法人らは、公正価値会計の一時停止は財務情報の質や透明性を低下させるとともに、金融機関の損失処理を先延ばしにするとして反対した。更に、投資家団体など⁴は共同で、経済情勢が厳しい中、公正価値会計を一時停止することは、最も必要な時に投資家から重大な財務情報を奪うことになるという声明を発表した。また、ゴールドマンサックスなど大手金融機関の一部も会計基準の一時停止には反対したとされる⁵。その結果、金融安定化法案には、①公益に適い投資家保護に資すると判断した場合、SECはSFAS157号の適用を一時停止出来ることを再確認すること（132条）、②SECがSFAS157号の企業のバランス・シートや財務情報の質に対する影響などの調査を実施し、90日以内に議会に調査結果を報告すること（133条）、という妥協的な条文が盛り込まれた。ただし、条文にはSFAS157号の一時停止について詳しい説明はなく、その具体的に意味するところは不明である。金融安定化法案は9月29日に下院で否決されたものの、その後、修正案が10月1日に上院を通過し、3日に下院が修正案を可決、大統領が即日署名して成立した。

IV FASB と SEC による SFAS157 号の解釈の明確化

以上の一連の騒動への対処として、2008年9月30日、FASBとSECは共同で、活発な市場が存在しない場合の公正価値の測定方法について、SFAS157号の解釈を明確化する

² “The letter to Mr. Christopher Cox”, American Bankers Association, Sep 23, 2008

³ ただし、金融機関も公正価値会計の一時停止を求めているだけで、時価会計自体を廃止して従来の原価主義に戻すように求めているわけではない。

⁴ Council of Institutional Investors、Center for Audit Quality、CFA Institute の3団体。

⁵ “Scramble is on to get rescue that will pass”, *The Wall Street Journal*, Oct 1, 2008

ガイダンス⁶を発表した。これは、Q&A 方式で関係者の公正価値測定方法に関する疑問に答えるものであり、ポイントは以下の通りである。

<開示者による独自の推定の活用に関して>

- その証券を取引する活発な市場が存在しない場合、開示者には将来キャッシュフローやリスクプレミアムに関する市場参加者の予想を汲み取った上で、それらを推定することが容認される。
- 市場で参照可能な価格等の情報に大幅な調整を加えなければならないケースなどでは、その情報を用いる（レベル 2）より、市場では参照不可能な独自の推定を活用する（レベル 3）方が適切な場合があり得る。

<ブローカーによる呼値の活用に関して>

- ブローカーの呼値は公正価値測定の際の参照情報になり得るが、活発な市場が存在しない際には必ずしも決定要因にはならない。

<無秩序な状態で行われた取引情報の活用に関して>

- 公正価値測定の際には無秩序な状態で行われた取引（disorderly transaction）の結果は決定要因とはならない。
- 取引が強制されたものであったり、投売りだったりした場合は、秩序ある取引とは言えない（無秩序な状態で行われた取引と認定される）。特定の取引が強制されたものか、無秩序なものであるかは個別判断の余地がある。

<活発でない市場で行われた取引情報の活用に関して>

- 活発でない市場で行われた取引の結果は公正価値測定の際の参照情報になり得るが、決定的な要因とはならない。
- ビッド・アスク・スプレッドの大幅な開きや買い手が少ないことなどは、市場が活発でないことの指標となる。

続いて 10 月 3 日、FASB は、活発でない市場における金融資産の公正価値の測定法について彼らの SFAS157 号の解釈を明確化するためのガイダンス案（FASB Staff Position）を公表した。このガイダンス案は、10 月 9 日までのパブリック・コメントの募集を経て、10 月 10 日に正式なガイダンスとして発布され、即日発効となっている⁷。FASB が発表を急いだのは、第 3 四半期の決算に、ガイダンスの内容を考慮した公正価値を反映できるよう配慮したためと言われている。ガイダンスの内容は、9 月 30 日のガイダンスを Q&A 方式から文章へやや詳細に仕立て直したものであるため説明は繰り返さないが、市場が活発

⁶ <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-234.htm>

⁷ http://www.fasb.org/pdf/fsp_fas157-3.pdf

でない場合の公正価値の決定に関して、ケーススタディを提示しているのが目新しい。トリプル B 格に格付けされた CDO のトランチを例にしたケーススタディには、市場が活発ではなく、市場で参照可能な価格情報に大幅な調整を加えなければならない場合であっても、公正価値の測定に当たっては独自の推定のみならず、ブローカーや独立価格算定業者などの提示した価格なども考慮に入れて総合的に判断すべきであるという FASB の考え方が反映されている。

V 投資家の反応と今後の展望

SFAS157 号の一時停止に対しては投資家や関連団体などからは激しい反対があったが、FASB と SEC によるガイダンスはより冷静に受け止められているようだ。例えば、CFA 協会ディレクターのパトリック・フィネガン氏は、ガイダンスにより開示者の裁量の余地は増えるだろうが、公正価値の測定に関する適切な情報開示がなされれば、投資家はその中身を吟味して自身の分析に調整を加えるだろう、といった内容のコメントを述べている⁸。

活発な市場が存在しない場合の公正価値の測定において、開示者独自の推定の活用を柔軟に認めるガイダンスが出されたことで、金融機関によるサブプライム関連金融資産などのレベル 2 資産からレベル 3 資産への分類変更が進み、独自モデルによる評価替えによって評価損の規模が縮小する可能性がある。従来の価値の算定が現実とはかけ離れていたという見解に立てば、より現実に沿った資産評価が行われるようになることで財務情報の質が高まり、開示者・投資家双方にとってメリットがあるだろう。だが、そもそも公正価値測定におけるレベル 1 からレベル 3 までの優先順位付けは、市場で参照できる価格を優先的に測定のベースにし、開示者自身の恣意をなるべく排除するために設定されたものである。金融機関が新たなガイダンスを活用してレベル 3 資産に分類される資産を増やし、独自に甘い資産査定をしていると判断されると、市場からは厳しい評価を受けることになる。金融機関にとっては、レベル 2 資産とレベル 3 資産の分類の基準をクリアにすることが課題であろう。

⁸ “SEC move may relax asset rule”, *The New York Times*, Oct 1, 2008