

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
(財)国際通貨研究所

金融危機における時価会計の問題について

～IFRS に関する APEC ビジネス諮問委員会(ABAC)提言～

ABAC 金融経済作業部会
2010 年リードスタッフアー
澤岡 直樹¹

はじめに

リーマン・ブラザーズが米連邦破産法第 11 条（以下、破産法）に基づき倒産してから 2 年が経過した。この間、世界の経済構造は大きな変革を遂げ、G20 を中心とした世界的枠組みの中で、金融秩序の再構築が議論されてきた。2007 年夏頃から顕在化した、米国のサブプライム問題に端を発する金融危機は、リーマンの倒産という最悪の形に至った。日本ではあまり報道されていないが、その背景として 2006 年 9 月に発表された SFAS 157（金融商品の公正価値を定義する米国財務会計基準書 157 号）で規定する時価会計方法について、市場の見方の混乱があったと考える。このほど公開された APEC ビジネス諮問委員会（ABAC）の本年の財務大臣宛提言²の中でも、SFAS 157 をベースとして作られた IFRS 7（国際財務報告基準 7 号）、また IAS 39（国際会計基準 39 号）について触れられているが、本稿ではリーマンの破綻を例に引きながら、当時の時価会計原則に対する懸念を振り返った上で、この提言について紹介したい。

¹ 同氏は三菱東京 UFJ 銀行 国際企画部 情報戦略室 副室長でもある。

² ABAC 日本支援協議会 (<http://www.keidanren.or.jp/abac/>)

SFAS 157 と時価会計

米国においては 2008 年 12 月末決算期から、金融商品の公正価値（所謂 fair value）を定義するために SFAS 157 が導入された。一口に公正価値と言っても、上場株式や国債の指標銘柄のように市場流動性に富む金融商品であれば、時価の測定は明確かつ容易であるが、CLO（Collateralized Loan Obligation：ローン担保証券）や CDO（Collateralized Debt Obligation：債務担保証券）のように複雑な構造を持つ金融商品の場合には投資家の持ち切りを前提に販売されており、市場流動性が低いため、時価の測定が困難となる。SFAS 157 では、市場価格の測定のし易さに従って金融資産を 3 つ（レベル 1、2、3）に区分し、それぞれについて時価評価を実施することを定めている。

レベル 1 は市場価格を直接測定できる金融商品であり、上場株式や市場性のある有価証券等が含まれる。レベル 2 は市場価格を直接測定出来ないが、類似もしくは間接的に市場価格を用いて測定が可能な商品である。金利スワップや取引が不活発な債券などで、市場データと標準的なモデルを用いて公正価値の算出を行う。レベル 3 は市場価格を測定できない金融商品で、CLO や CDO 等が含まれる。経営者による評価や、キャッシュフロー予測モデル等を用いて算出を行う。

金融商品の取扱を生業とするブローカーディーラーにとっては、この SFAS 157 の導入は極めて重要な意味を持ち、事実リーマンの場合でも、2007 年の第 1 四半期決算からこの定めに従った開示を行っている。

現代ファイナンス理論ではキャッシュフロー予測モデルは所謂 capital budgeting（資本予算）の手法の一つとして、広く用いられている。事実 IAS 39 においても、金融機関が貸倒引当金を計上するにあたって、従来の損失発生アプローチ、即ち貸出先企業の信用状態が急変し、損失発生が見込まれる状況に陥って初めて引当金を積む方法から、予想損失アプローチにより倒産確率等を勘案して、貸出金の将来に亘る回収キャッシュフローを予想し、その現在価値と簿価とを比較して引当金を積む方式への転換が提唱されている。しかしながら、一口にキャッシュフローを予想するとは言っても、割引率一つを取ってみても、その前提の置き方によって結果が大きく異なるため、計算結果の信憑性や正確性、透明性の判断は極めて困難である。

米国の上場企業の場合、四半期決算終了後から 45 日以内に四半期報告書（所謂 10Q）を発表する必要があり、それに先立ち、通常四半期決算終了後から 2

週間程度が経つとカンファレンスコール（決算発表電話会議）が主催され、CFO自ら決算短信を説明することとなっている。ブローカーディーラーにとってもSFAS 157の取扱いは新しいものであり、また10Qにも具体的な公正価値測定方法が表示されている訳でもなく、こうしたカンファレンスコールではアナリストからのSFAS 157に関する質問が集中した。例えば、「金融商品に関してどのような基準でレベル 2 とレベル 3 とを区分けするのか。」とか「レベル 3 資産の公正価値測定に際して、どのようなモデルを用いているか。」といったものである。

こうした質問に関して、各社の回答はまちまちで、「レベル 3 資産については連邦準備銀行を含む規制当局とも摺り合せをしながら、モデル構築を行っている。」という厳格な回答もあれば（ゴールドマン・サックス）、「弊社はこの種の複雑な金融商品の取扱高が多く、過去の同種商品の価格推移を参照している。」という実務的な回答もあった（ベア・スターンズ）。但し、サブプライムローン破綻に伴う金融危機が高まり、資産価格の大幅下落に伴いブローカーディーラーの多くが多額の損失を現すに至り、市場参加者の間には、「レベル 3 資産への区分は本当に正しく行われているのか。」「マーク・トゥ・マーケット（資産の洗い替え評価）は十分なのか。」といった猜疑心が広がり、結果的に株式が売り込まれ、資金調達が困難となる、というケースが頻発した。ご存知の通り、ベア・スターンズの場合にはJP モルガンチェースが救済したが、リーマンの場合にはホワイトナイトは現れず、倒産の憂き目に至った訳である。

リーマンの場合

米証券大手のメリルリンチは、その2007年第4四半期決算において167億ドルに及ぶ損失を計上したが、リーマンは2007年12月13日に発表した第4四半期決算（11月末）において、純収入44億ドル、純利益9億ドルという黒字決算を維持、当時のCFOであったクリス・オメーラ氏は「我々にとって最悪の状況は過ぎ去った。」と豪語した。長年CFOを務めたオメーラ氏はリーマンのグローバルリスク管理のヘッドへ転じ、その後任に弁護士出身のエリン・カラン氏が就任した。カラン氏は当時40代前半の比較的小柄な白人ブロンド女性であり、市況が悪化する中で、リーマンの言わば広告塔としてウォールストリート・ジャーナル紙やテレビ出演を含む数多くのメディアに積極的に出演、リーマンの財務状況についての情報開示に奔走した。

リーマン倒産の半年前、JP モルガンチェース が経営危機に陥ったベア・スターンズ救済を発表したが、その2日後の2008年3月18日に発表されたリーマ

ンの第1四半期決算（2月末）発表においては、マーク・トゥ・マーケットの評価損引当額としてグロスで47億ドル（うち30億ドルが住宅ローン関連）、評価益を控除したネットで18億ドルを計上したため、純収入35億ドル、純利益5億ドルという大幅減収減益決算であったものの、黒字決算を維持していた。この決算では決算短信資料の中にマーク・トゥ・マーケットの明細を開示するなど、積極的な情報開示姿勢に好感が持たれたが、カンファレンスコールでは「リーマンはベア・スターンズと同じ道を辿る可能性はないのか。」「不良債権に対する引当や手元流動性は本当に十分なのか。」といった懐疑的な質問が殺到した。

リーマンの株価下落を確信し、売りを浴びせたグリーンライト・キャピタルのデビッド・アインホーン氏から、カラン氏はリーマンの不適切な資産計上に関して論戦を挑まれ、6月12日に時のCOOであるジョセフ・グレゴリー氏と共にリーマンを退任させられてしまう。そのわずか4日後に発表された第2四半期決算（5月末）において、リーマンは初めて純収入マイナス700億ドル、純損失28億ドルという未曾有の赤字決算を発表。この時初めてCEOであるリチャード・ファルド氏が直接カンファレンスコールで「かかる赤字決算はリーマンとしてはあってはならないこと。」と同社立て直しへの強い決意を表明したが、危機的状況の中でのCOO/CFO退任という異常事態を收拾することは出来ず、更に37億ドルに達する洗替評価損について、「本当にこれだけなのか。」「資産評価は適切なのか。」という市場の懸念はより一層増幅していった。別添1はリーマン・ブラザーズ・ホールディングス（グループ持株会社）の黒字決算だった2007年11月末の本決算と、初めて赤字となった2008年5月末の第2四半期決算におけるレベル1、2、3資産、負債の比較であるが、発表された10Qの数字にはそれほど大きな変化はなく、果たしてこれが本当に正しい姿なのかどうか、という疑問が持たれていた。

リーマン最後の10日間

リーマンが破産法を申請したのは2008年9月15日未明のことであるが、その日は月曜日であり、12日の金曜日の株式市場クローズ後から週末を通じてバークレイズ、バンク・オブ・アメリカとの間で行われた身売り交渉が決裂し、日曜日の夜遅く（実際には月曜日の早朝）に申請が行われた。リーマンの第3四半期決算は8月28日の金曜日に締められており、それから僅か10営業日目に倒産に至った。

一般に金融機関ビジネスは、顧客からの預かり資産（負債）を運用して鞘を抜くというのが基本であるため、資産／負債が見合うように構成されている。

別添2にはリーマン・ブラザーズ・ホールディングスの2008年5月末第3四半期決算に基づく貸借対照表が示してあるが、総負債6,131億ドルのうち短期／長期借入金はそれぞれ353／1,282億ドルに過ぎず、その他の大部分は金融商品（1,415億ドル）とレポ取引（1,278億ドル）、借入有価証券（554億ドル）が占めている。これらはそれぞれ資産サイドの金融商品（2,694億ドル、但し担保拋出分430億ドルを除いたネット2,264億ドル）とレポ取引（1,696億ドル）、貸付有価証券（1,248億ドル）と対応する形となる。リーマンを含めた証券会社は、日常の資金調達手法として短期（しばしばオーバーナイト）のレポ取引を多用しているが、市場に悪い噂が流れ資金の出し手である銀行がレポ取引による資金供与を見合わせた場合、また顧客からの預かり資産の即時返済が求められた場合、証券会社はたちまち資金繰り逼迫の事態に陥る。2008年2月にベア・スターンズについても同様の事態が発生したし、同年9月のリーマンの場合でも全く同じであった。要すれば、所謂「取り付け騒ぎ」が起きる。

別添3はリーマンの最後の10日間の株価と出来高を示したものである。第3四半期決算を終えた8月29日、リーマン株の終値は16.09ドルだったが、レイバーデー明けの9月2日の週はその水準でもみ合い状態となっていた。事態が急変したのは翌週で、9月8日には17.62ドルで始まった株価が、13.03ドルの安値を付け、14.15ドルで引けている。この頃からリーマンの資金繰り不安が市場に蔓延し、翌9日には大きな出来高を伴いながら遂に一株10ドルを大きく割り込んだ。

リーマンが倒産する5日前、即ち9月10日水曜日のニューヨーク時間の午前8時、市場での様々な憶測を鎮静化するため、リーマンは8月末の第3四半期決算の早締め数字を発表した。CEOであるリチャード・ファルド氏自身が商業用不動産を扱う別会社の分社化や投資管理部門の売却を含むリストラ計画について説明した。その中で、第3四半期決算は評価損78／56億ドル（グロス／ネット）を受け39億ドルの当期損失があるとした上で、手元流動性420億ドルにより、当面十分営業可能と宣言した。しかしながらリーマンはその後越週するために十分な流動性を確保出来ず、結局倒産に至ったのである。

最後に

上述の通り、リーマン倒産の背景には、その保有資産の時価評価に伴う市場の不安があった。とりわけ今回問題となったCLOやCDOなどの証券化商品は、もともと持ち切りを前提として販売されており市場流動性が乏しいため、これらの時価評価を正しく実施することは極めて困難であった。SFAS157導入によ

り、米国において金融機関の保有資産の区分け及び時価評価が義務付けられたことは、その導入の過渡期において本来の目的を達する以前に、大きな市場の混乱を誘発してしまったと思う。しかしその一方で、この時価評価は 2009 年 3 月に改定された IFRS 7 の形で、国際会計基準の中にも取り入れられている。

こうした懸念を背景に 2010 年の ABAC 財務大臣宛提言の中で、国際会計基準について以下の通りの提言がなされている。

「非財務情報及び金融商品、とりわけ非流動性資産（例えば IFRS7 に定めるレベル 3 資産）の公正価値を計算する際の恣意的な取扱いを避けるために、明確なガイドラインを策定すること。」

時価評価を行うことの出来る資産や負債について、可能な限り公正価値を算定して、マーク・トゥ・マーケットを行うことは正しいアプローチである。しかしながら、とりわけレベル 3 資産のように、公正価値の計算が困難なものについて時価評価を行うことにするのであれば、財務諸表作成者の恣意とそれに伴う市場の混乱とを避けるために、明確な計算方法が確立されるべきである。これは IAS39 にて提案されている、金融機関の個々のローンの時価評価実施にも当てはまろう。この点について ABAC は以下の通り提言し、時価評価のガイドライン設定に関する官民対話の重要性を強調している。

「金融セクターによって提供された個々のローンの時価評価実施に伴うコストについて考慮するとともに、IAS39 において提案されている今後の規定を実施する場合には、民間部門との緊密な対話を継続すること。」

世界共通の会計基準である IFRS を、APEC のような重要かつ多様な経済圏において導入することは、域内の経済成長並びに資本市場の発展・育成に不可欠である。時価評価実施に伴うガイドライン作りを含む、会計基準作成に関するグローバルな議論に、APEC 地域としても積極的に参加することが望まれる。

以 上

別添 1

Lehman Brothers Holdings Inc.
Notes to Consolidated Financial Statements
(Unaudited, Source: 10Q for 5/31/08)

	Assets at Fair Value as of 5/31/08			
(In US\$ million)	Level 1	Level 2	Level 3	Total
Mortgage and asset-backed securities	347	51,517	20,597	72,461
Government and agencies	11,002	15,986		26,988
Corporate debt and other	77	44,332	5,590	49,999
Corporate equities	26,785	10,606	10,158	47,549
Commercial paper and other money market instruments	4,757			4,757
Derivative assets	2,597	39,395	4,999	46,991
	45,565	161,836	41,344	248,745
	Liabilities at Fair Value as of 5/31/08			
(In US\$ million)	Level 1	Level 2	Level 3	Total
Mortgage and asset-backed securities		351		351
Government and agencies	60,689	3,042		63,731
Corporate debt and other	5	8,339		8,344
Corporate equities	42,356	828		43,184
Commercial paper and other money market instruments	12			12
Derivative liabilities	1,799	20,653	3,433	25,885
	104,861	33,213	3,433	141,507
	Assets at Fair Value as of 11/30/07			
(In US\$ million)	Level 1	Level 2	Level 3	Total
Mortgage and asset-backed securities	240	63,914	24,952	89,106
Government and agencies	25,393	15,499		40,892
Corporate debt and other	324	50,692	3,082	54,098
Corporate equities	39,336	10,812	8,373	58,521
Commercial paper and other money market instruments	4,000			4,000
Derivative assets	3,281	35,742	5,572	44,595
	72,574	176,659	41,979	291,212
	Liabilities at Fair Value as of 11/30/07			
(In US\$ million)	Level 1	Level 2	Level 3	Total
Mortgage and asset-backed securities		332		332
Government and agencies	67,484	4,329		71,813
Corporate debt and other	22	6,737		6,759
Corporate equities	39,080			39,080
Commercial paper and other money market instruments	12			12
Derivative liabilities	2,515	26,011	3,095	31,621
	109,113	37,409	3,095	149,617

別添 2

Lehman Brothers Holdings Inc.
Consolidated Statement of Financial Condition (Unaudited)

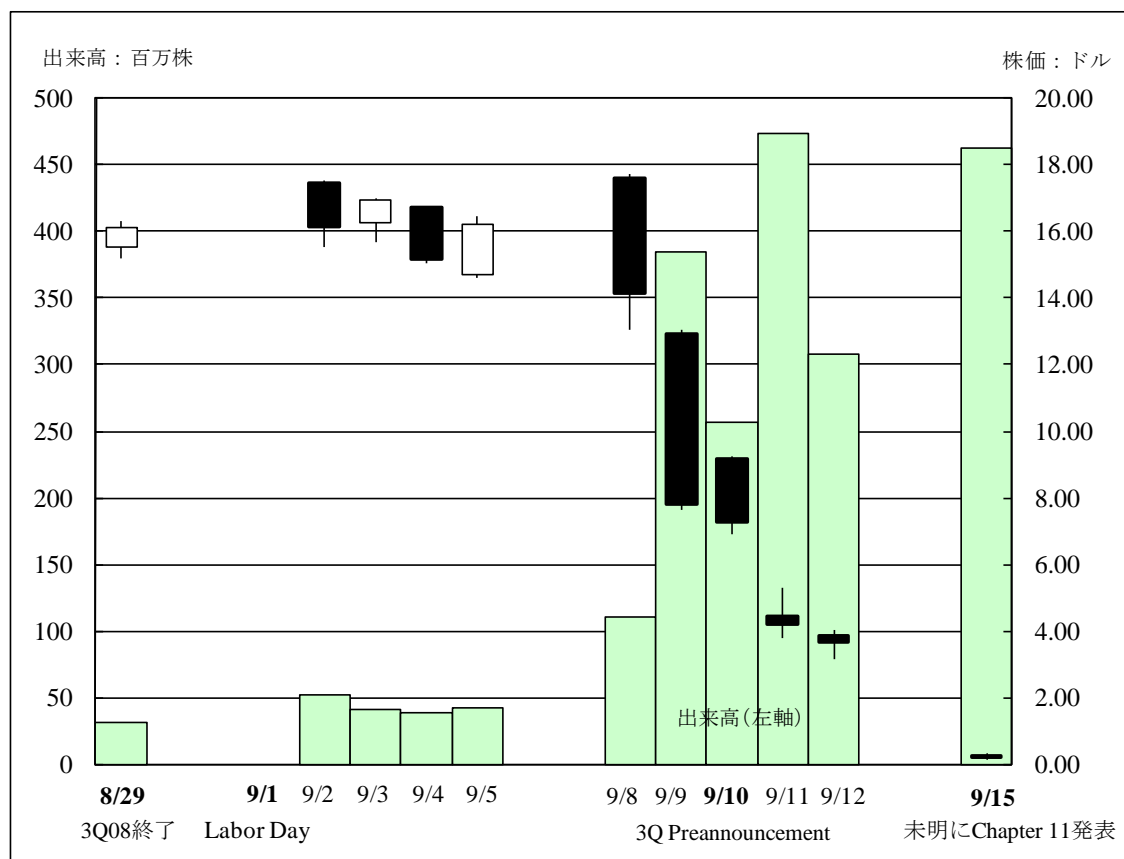
(In US\$ million)	At	
	5/31/08	11/30/07
Assets		
Cash and cash equivalents	6,513	7,286
Cash and securities segregated and on deposit for regulatory and other purposes	13,031	12,743
Financial instruments and other inventory positions owned (includes \$43,031 in 2008 and \$63,499 in 2007 pledged as collateral)	269,409	313,129
Collateralized agreements:		
Securities purchased under agreements to resell	169,684	162,635
Securities borrowed	124,842	138,599
Receivables:		
Broker, dealers and clearing organizations	16,701	11,005
Customers	20,784	29,622
Others	4,236	2,650
Property, equipment and leasehold improvements (net of accumulated depreciation and amortization of \$2,679 in 2008 and \$2,438 in 2007)	4,278	3,861
Other assets	5,853	5,406
Identifiable intangible assets and goodwill (net of accumulated amortization of \$361 in 2008 and \$340 in 2007)	4,101	4,127
Total assets	639,432	691,063

(In US\$ million)	At	
	5/31/08	11/30/07
Liabilities and Stockholders' Equity		
Short-term borrowings and current portion of long-term borrowings (including \$9,354 in 2008 and \$9.035 in 2007 at fair value)	35,302	28,066
Financial instruments and other inventory positions sold but not yet purchased	141,507	149,617
Collateralized financings:		
Securities sold under agreements to repurchase	127,846	181,732
Securities loaned	55,420	53,307
Other secured borrowings (including \$13,617 in 2008 and \$9,149 in 2007 at fair value)	24,656	22,992
Payables:		
Brokers, dealers and clearing organizations	3,835	3,101
Customers	57,251	61,206
Accrued liabilities and other payables	9,802	16,039
Deposit liabilities at banks (including \$10,252 in 2008 and \$15,986 in 2007 at fair value)	29,355	29,363
Long-term borrowings (including \$27,278 in 2008 and \$27,204 in 2007 at fair value)	128,182	123,150
Total liabilities	613,156	668,573
Stockholders' Equity		
Preferred stock	6,993	1,095
Common stock	61	61
Additional paid-in capital	11,268	9,733
Accumulated other comprehensive loss, net of tax	(359)	(310)
Retained earnings	16,901	19,698
Other stockholders' equity, net	(3,666)	(2,263)
Common stock in treasury, at cost	(4,922)	(5,524)
Total stockholders' equity	26,276	22,490
Total liabilities and stockholders' equity	639,432	691,063

Source: 10Q for 5/31/08

別添 3

リーマン最後の10日間の株価推移



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話: 03-3245-6934 (代) ファックス: 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>