

〈論 文〉

従業員給付会計における割引率適用問題

宮 川 昭 義

1. はじめに

近時、欧米の大手金融機関の決算発表が相次いで報告されるなか、米国における低所得者向け住宅ローン、いわゆるサブプライムローンに関連する証券化商品の評価損計上が当初の予想を超えて多額に上っている。たとえば、2007年10月15日の米国銀行最大手のシティグループによる2007年度第3四半期（7～9月期）におけるサブプライムローン関連の証券化商品にかかる評価損は約19億ドルに上ると報告され、メリルリンチ証券に至っては、同四半期における当該関連の評価損が、約79億ドルに達したと報告されている¹。

問題はこうした評価損計上額が、追加的に膨らむ可能性を否定できない点である。一例を挙げるならば、メリルリンチ証券が10月5日時点で報告した当該問題にかかる評価損の予測額は当初約45億ドルであった。しかし、わずか3週間あまりの間に、評価損の計上額がその1.7倍を超えるまでに膨らんでしまった。やや皮肉混じりの言い方をすれば、サブプライムローンに関連する証券化商品開発に積極的に関与してきた当事者が、サブプライムローンのデフォルトリスク拡大により自ら火傷を被ったようなものである。

さらに問題をより複雑化させているのは、当該サブプライムローンにかかる証券化商品のみの評価損計上ばかりでなく、その周辺領域までその影響が及んでいる点である。たとえば、前述のように当該ローンにかかるシティグループの評価損計上額は約16億ドルとされているが、その他の金融商品にかかる評価損が、これに引きずられるように約48億ドル発生している。当該評価損計上総額の約半分が住宅ローンの証券化商品に関連したものとなっており、本来であればサブプライムよりもデフォルトリスクの小さい優良顧客向け住宅ローン、いわゆるプライムローン領域を含んだ証券化商品にまで評価損の発生が広がっている。このように、サブプライムローンに関連する問題範囲は、「リスク (risk)」として予見可能である範囲を超え、一種の予見不可能な「不確実性 (uncertainty)」の領域に足を踏み入れたと言えよう。

一方、現行の従業員給付会計、とくに確定給付型の退職給付会計の基本的な会計処理の出発点は、当該会計期間までに発生していると考えられる現在退職給付債務の予測計算が必要である。具体的には、企業が現役従業員および退職従業員に対して将来支払う予定となっている退職給付債務総額を予測計算し、そこからさらに当該会計期間までに発生していると考えられる現在退職給付債務部分を算定するために割引現在価値計算をおこなう。したがって、当該割引現在価値計算をおこなう際に用いられる予測割引率の選択は、当該計算構造にとって極めて重要な要素となる。

本稿は、近時、問題視されているサブプライムローン問題を通じて、現行の退職給付会計に見られる現在退職給付債務の割引現在価値計算、とりわけ当該割引現在価値計算に用いられる予測割引率の選択にかかる判断基準における慎重さの必要性について論ずるものである。

2. サブプライムローン問題

「はじめに」でも触れたように、2007 年中期以降、米国の新規住宅着工件数伸び率の鈍化にともない、それまで過熱気味であった米国内の住宅・不動産にかかる資産価値の高評価傾向が沈静化した。これにより、それまで資産価格の高騰を背景として資産担保主義にもとづく住宅ローン貸付けをおこなってきた金融機関は、とくに返済信用度の高くない低所得者に対しても貸付範囲を広げた結果、当該ローン契約者の中から徐々に返済遅滞者および返済不能者が目立つようになった²。

ただし、今回特徴的なのは、デフォルトリスクの上昇に対し問題を抱えたのが、ローン契約者に実際に金銭の貸し出しをおこなってきた金融機関ばかりでなく、当該債権を購入し証券化商品として債券化した後、当該証券化商品を売却してきた証券会社あるいは当該証券化商品を購入してきた投資家にまで影響が拡大したという点である。つまり、当該住宅ローンにかかるデフォルトリスクの上昇により、当該ローンを組み込んだ証券化商品の資産価値リスクにかかるリプライシングをおこなった際に、その影響が拡散的なものとなっているということである。

米国における住宅ローン問題としては、周知のように 1970 年代後半から 1980 年代前半にかけての貯蓄貸付組合 (Saving & Loan association : S&L) 破綻問題がある。1930 年代以降、米国における住宅ローンはいわば国策としての意味合いが強く、住宅産業振興のために連邦住宅ローン銀行制度を確立し、それに連なる 12 の銀行を各地に設立し事実上の連邦保証つきで資金を調達したうえで、その資金を加盟の S&L へ転貸するシステムとしたことが始まりとされる³。

S&L の資金運用の基本的な仕組みは、短期的資金(主に預金)を調達し、これを長期的な住宅ローンとして貸し出しをおこなうことであった。ただし、S&L の資金調達および資金運用における根本的な弱点は、ひとたび金利が上昇した場合、住宅取得者は従来の固定型低金利住宅ローンにしがみつ়一方、預金者はより有利な投資先へ手元資金を振り向けようとするため、資金調達にかかる預金コストが上昇することとなる。反面、金利が大きく低下した場合には、高金利住宅ローンを早期償還し低金利住宅ローンへ借り換えようとする行動が生じるが、それまでの相対的に高い預金金利の際に預けられた預金は剥げ落ちず、この場合においても負担は増大することとなる。

1970 年代後半以降、S&L の破綻問題が生じた理由としては、同時期に進められた金利の自由化により上記弱点が顕在化し、住宅ローンの原資となる短期預金が十分に調達できなかったことで預金コストが上昇した反面、住宅取得者は従来の低金利住宅ローンにしがみついたことで完全な逆利ぎやが生じてしまい、これを改善するために無理な投資活動をおこなった結果、投資に失敗した財務体質の弱い S&L が破綻に追い込まれたのである。また、そうした多数の S&L が破綻した付加的原因として、住宅ローン債権を S&L が直接的に引き受けていたために一層無理な投資活動をおこなわざるを得なかったと言えよう。

つまり、資金調達および資金運用の両面で預金者あるいは住宅ローン契約者に主導的権限が残されているために、S&L は短期的な資金調達と長期的な資金運用という財務活動における構造的なミ

スマッチを解消できないまま翻弄されることとなったのである。また、住宅ローンのデフォルトリスクが上昇した場合、通常は貸出先の慎重な選別をおこなうこととなるが、財務活動の硬直化は結果的に資金運用の先細りを招き、デフォルトリスクそれ自身をも一手に引き受けてしまう構造にあったことから、企業破綻に対する耐性が著しく低下したものと理解されるのである⁴。

したがって1990年代以降、住宅ローンにかかる証券化商品取引の拡大は、いわばS&L破綻問題の反省に立ったものであると言えなくもない。上記のように住宅ローンにかかる資金調達と資金運用のミスマッチを解消し、デフォルトリスクを金融機関が一手に引き受けることを改善することが企図されたものであると言えよう。

では実際にサブプライムローンにかかる証券化商品はどのような背景により拡大していったかについて整理してみよう。まず、市場環境においてデフォルトリスクの高い低所得者に対して金融機関が住宅ローンの貸し出しを拡大していった背景には、2001年1月に6.5%であったフェデラルファンドレート（FFR）が2年半の間に1%にまで低下したことが挙げられる。この急速な低金利状態により金融機関ではカネ余り現象が発生し、それが住宅資産取得資金として流れ込んでいき、結果的にその貸出先として低所得者にまで住宅ローンが拡大していったのである。

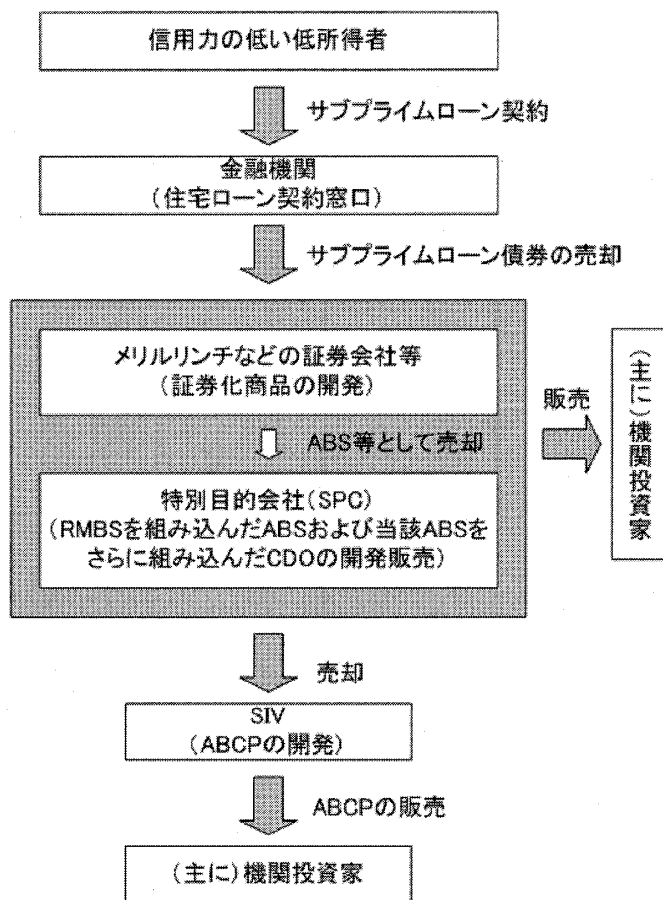
通常、デフォルトリスクの高い低所得者は、この手の長期ローンを組めない。しかし、FFR低金利時代を背景とした住宅資産取得インセンティブの上昇は、必然的に住宅資産価格の高騰を招き、これに担保価値を認めることで金融機関は低所得者に対する住宅ローンに対する冷静な判断を鈍らせてしまったと言える。

さらにかつてのS&L破綻問題を教訓としている金融機関は資金調達と資金運用の期間的ミスマッチを解消するために当該ローン債権を証券会社等に売却し、資金運用にかかるリスクを抑制した。そして証券会社等は購入した当該ローン債権を証券化商品に潜り込ませることで、デフォルトリスクの高いサブプライムローンを投資家に売却しリスクを希釈したのである。結果的にこのような仕組みが、低所得者に対する過剰融資に拍車をかけたものと考えられる。つまり、証券化商品の開発によりサブプライムローンにかかるデフォルトリスクを薄くスライスし、世界中の投資家がリスクを引き受けることで、当該証券化商品取引が拡大していったのである。

つぎに、こうした証券化商品がどのような経路を通過して投資家へ行き渡るかについて整理してみよう。図表1はサブプライムローンがどのような経路によって投資家まで行き渡るかについて図式化したものである。これによれば、サブプライムローンを貸し付ける金融機関は、当該ローン債権を証券会社等へ売却し、長期的資金運用にかかるリスクヘッジをおこなう。つぎに当該債権を購入した証券会社等はこれを住宅ローン債権担保証券（Residential Mortgage-Backed Securities：RMBS）などの資産担保証券（Asset Backed Securities：ABS）に組み込み、投資家へ直接的に販売するほか、さらに当該ABSを組み込んだ債務担保証券（Collateralized Debt Obligation：CDO）を特別目的会社（SPC）を介して投資家へ販売していたのである。また、ABSやCDOの一部は投資ビークル（Structured Investment Vehicle：SIV）と呼ばれる投資会社へ売却した後⁵、これを資産担保コマーシャルペーパー（Asset Backed Commercial Paper：ABCP）として投資家に販売することもあった。

では、上記証券化商品が各々どのような性質を有しているのかについても整理してみよう。一般に米国においてABSといえば、クレジット・カードや自動車ローン等の金融債権の証券化商品を総

図表1 サブプライムローン関連証券化商品の販路



称したものである。ただし、住宅ローンを組み入れた RMBS も ABS の一種とされている。ABS の利点は、当該サブプライムローン問題が浮上するまで、米国内の債券としてはトリプル A クラス (Moody's) の格付けを有し、確定収益投資としては米国債を上回る利回りを得ることができる極めて安全性の高い優良投資であった⁶。

つぎに CDO については、当該証券化商品も ABS の一種とされ、CDO はオフショアな SPC を介して発行されるルール 144A に基づく ABS である⁷。また、CDO には大きく分けて二つのタイプがあり、一つは社債を証券化する社債担保証券 (Collateralized Bond Obligation : CBO)、もう一つはローンを証券化するローン担保証券 (Collateralized Loan Obligation : CLO) に大別される。両者は、一般に発行額全体の 70~90% を優先債券 (Senior Security) が占め、残りの 10~30% を劣後債券 (Subordinated Security) との組み合わせにより証券化される。CDO は優先債券と劣後債券の組み合わせ方によって格付けが異なるが、通常、ダブル A (Moody's) 以上の格付けを取得する場合が多い。その意味において、サブプライムローン問題が浮上するまで、当該ローンを組み込んだ ABS および CDO は投資家にとって極めて安全性の高い確定収益投資先として目されていたのである⁸。

しかし、格付機関により当該 ABS や CDO が高格付けを得ていた理由は、それ自身の長期的な安全性を格付機関が約束したものでないことが最近明らかとなってきた。サブプライムローンを組み込んだ当該証券化商品を格付機関が高く評価してきた背景には、実はサブプライムローンの返

済方法の特徴に理由がある。通常、金融機関は信用力の低い低所得者層との間でローンを組む場合、当然のようにデフォルトリスクを勘案して貸出金利を高め設定するはずである。

ところが、金融機関はFFR低下にともなうカネ余りを解消し低所得者層が住宅ローンを組みやすくするために、最初の数年間の金利を極端に低くする変動金利型住宅ローン (Adjustable-Rate Mortgages: ARM) を考案した。これによりサブプライムローンの当初数年間はデフォルトリスクが抑制され、しかも上記のように同格の債券利回りに比べ ABS や CDO は高利回りであることから格付機関における評価も高いものとなったのである。しかし、その後金利優遇期間が解除されると急速にデフォルトリスクが上昇し、当該債権を組み込んだ ABS および CDO の格下げ評価が相次ぐこととなったのである。

さらにこうした格下げに拍車をかけたのは、当該証券化商品の流動性が低いという特徴も見逃せない。前述のとおり、CDO のような ABS はルール 144A により機関投資家へ販売されるケースが多い。株式あるいは一般債券市場のように流動性が高くはないのである。したがって、一旦、当該証券化商品のデフォルトリスクが上昇した場合、実質的価値が低下しているとわかっているにもかかわらず当該時価を容易に把握することができにくい。つまり、米国債あるいはこれに等しい格付けを得ている社債と同様の格付けを得ながら、より高い利回りを得るための媚薬としてサブプライムローンは用いられてきたが、ひとたび問題が生じるとその媚薬が実は毒薬であることが明らかとなり、市場における信用を急速に縮小させることとなったのである。

このようにサブプライムローンに関する近時の問題を見てくると、ある一つの事実が浮かび上がってくる。通常、投資家は自らの投資意思決定に際して、広く認められた格付機関が公表するインデックスを投資判断の有力な一助として利用する。しかし、格付機関により下される格付評価は、当該時点における情報に基づいて投資判断をおこなう傾向が強く、たとえ当該時点における格付評価が高いものであったとしても、それが今後の中長期的な投資の安全性を約束するものではないということである。

しかも、当該証券化商品は米国債 (および社債) 同様、確定収益債券であるにもかかわらず、その流動性の低さから実質的価値 (時価) の測定が難しいものとなっており、ひとたび問題が生じればそうした特徴ゆえに投資家にとって一層の不信感が募り一気に格下げ評価へとシフトするのである。つまり、いわゆるサブプライムローン問題は、サブプライムローン自身の問題をより拡大するかたちで一種の過敏反応が生じており、言ってみれば当該市場における流動性が高く、時価が測定しやすい状況にあれば、今日のような混乱は幾分抑制されたのではないかと思案される。

3. 割引率選択をめぐる従前の会計基準と会計実務

現在、米国財務会計基準審議会 (FASB) および国際会計基準審議会 (IASB) との間において、2002 年 9 月のいわゆるノーウォーク合意を受けて、両者の会計基準の収斂作業 (convergence) が進められている。そのなかで退職給付を含めた従業員給付制度に関する会計基準についても収斂作業の長期的議題として取り上げられている。これにともない米国では従前の会計基準の修正版として、2006 年 12 月に財務会計基準第 158 号 (FAS158) が公表されている。注目すべき点は、当該会計期間までに発生していると考えられる現在退職給付債務の割引現在価値計算および当該会計期間にお

ける退職給付費用の構成要素である利息費用の計算等に用いられる予測割引率の選択条件について、従前の会計基準でやや曖昧なままとなっていた点に追加的規定として修正されたことである。

もちろんそれ以外にも、FAS158には検討すべき点が多々ある。たとえば、当該会計期間までに発生していると考えられる現在退職給付債務にかかる債務概念として、それまでの累積給付債務 (Accumulated Benefit Obligation : ABO) から将来の昇給部分を加味した予測給付債務 (Projected Benefit Obligation : PBO) へ拡大したこと、あるいはこれまで新たな会計基準の適応に際し、財務内容の急激な変動 (volatility) を抑制するために認められてきた遅延認識が大きく制限されたなどが挙げられる。ただし、これらの分析については他稿に譲ることとし、本稿では上記予測割引率に関する修正点について詳しく分析することとする。これに先立ち今日の退職給付会計の基本的な仕組みについて概説してみよう。

説明の都合上、いま従業員給付制度のうち確定給付型の枠組みをもつ退職給付制度にかかる会計処理について見ていこう。当該退職給付会計にかかる予測割引率の選択については現在退職給付債務および退職給付費用の算定についてそれぞれ用いられる。いま、金額的規模の大きさから現在退職給付債務計算に焦点を当てることとしよう。言うまでもなく今日の退職給付会計の基本的な考え方は、従業員に対して将来時点で支払われる予定の退職給付総額とその原資となる制度資産について、現時点において発生していると考えられる現在退職給付債務に対して相等に積み立てられているか否かを会計情報として明らかにしようとするものである。

換言すれば、将来生じるはずの予測キャッシュアウトフローのうち、当該会計期間までに発生していると考えられる部分を把握するため割引現在価値計算をおこない、現時点でのストックベースによる債務評価額を求める。一方で当該債務額に相等な原資の積み立てがおこなわれているか否かを検証するために既積立済の制度資産について公正価値評価をおこない、両者の比較をすることで当該差額を企業にとっての負債または資産として認識することとしているのである⁹。したがって、この場合に現在退職給付債務を求めるための割引現在価値計算について、当該計算に適用される予測割引率をどのような条件の下で選択するかは、現行の退職給付会計の最も基本的かつ重要なポイントとなる。

FAS158が公表される以前の退職給付会計であった財務会計基準第87号 (FAS87) では、この予測割引率について次のように規定している。割引現在価値を求める際に適用する予測割引率は、制度が実際に清算されうる利率を反映したものでなければならず、当該割引率を見積もるにあたっては、退職給付制度の清算現在価値を決定するための利用可能な情報を参照することが適切である。具体的には年金給付保証公社 (Pension Benefit Guaranty Corporation : PBGC) が公表するような利率がこれに該当する。ただし、予測割引率の選択にあたってはPBGCが公表する利率のほかに、その時々利用可能かつ継続的にも利用可能であると予測される優良確定収益投資の収益率を参照することもできるとしている¹⁰。

予測割引率の選択に際して清算可能な現在価値測定を念頭に置く理由については、退職給付制度が制度資産の積立型であろうと非積立型であろうと、ベースとなる債務計算には制度間の差異をできる限り持ち込むべきではないこと、さらに債務計算にあたっては制度資産の収益性は概念的に無関係であることが指摘されている¹¹。さらに米国では確定給付型の企業年金制度について1974年の従業員退職所得保障法 (Employee Retirement Income Security Act of 1974 : ERISA) により、

制度加入者や既受給者の権利保護の観点から、企業が負うべき責任範囲として ABO に基づく債務計算がこれに該当し、その際に PBGC が公表する清算割引率を利用することが勧奨されたこともあって、FAS87 にもこの影響が規定として盛り込まれることとなっているのである。

その一方で、現在退職給付債務の計算にあたって PBGC が公表する利率のみを用いることと規定はせず、これ以外の方法に基づく予測割引率の適用を認めているのは、PBGC が公表する清算可能利率のみが現在退職給付債務の算定に完全に適合的であることを保証するものではないためである¹²。したがって、各企業にとって PBGC が公表する利率よりも、より適合的であると判断される優良確定収益投資の収益率が利用可能であればこれを参考にしてもよいこととされているのである。

では実際に会計実務の面でどのような対応がとられているのであろう。図表 2 はニューヨークダウ工業株 30 種平均株価 (Dow Jones Industrial Average : DJIA) の構成銘柄について、2004~2006 年度に各企業が公表するアニュアルレポート (Annual Report) から、当該予測割引率にどのような数値を用いたか、およびその判断材料について一覧化したものである。未記載の部分は当該企業がすでに確定給付型の退職給付制度を廃止、もしくは確定拠出型の制度へ移行したためのものである。これによれば、会計実務の面で PBGC が公表している清算利率を利用している例はおしなべて少数派であることが類推される。

FAS87 の規定に具体的な例が挙げられているにもかかわらず、予測割引率の選択にあたって PBGC が公表する利率を選択されない理由は比較的容易に説明がつく。PBGC は前述のとおり、1974 年の ERISA 施行にともない設立された政府機関である。当該機関設立の目的は、事業主が提供する退職給付制度に加入する従業員および受給者の権利保護に向けられている。

したがって PBGC では事業主である企業の経営環境が悪化し、結果的に既存の退職給付制度が廃止あるいは清算へ追い込まれた場合に、従業員および受給者の権利を最低限保証するための実務的指針を公表することが重要な役割となっている。その意味において、FAS87 が予測割引率の選択肢として PBGC により公表される利率を掲げているのは、会計基準の面からも ERISA の政策目的に配慮したものであると理解することが可能である。もちろん、この場合の配慮は非論理的なものではなく論理的に説明可能な範囲における選択肢の一つとして掲げられているという意味である。

同時に FAS87 公表当時、一部の企業には既存の退職給付制度に対する継続性に疑義が指摘され、よりシビアな対応が求められていた。したがって、現在退職給付債務の計算にあたって、PBGC が公表する利率を用いることは、制度の継続性に対する警報 (alert) としての役割をも FAS87 は課されていたことがうかがえる。

言うまでもなく、割引現在価値計算において適用される予測割引率は低率であればあるほど、現在退職給付債務は多額に上ることとなる。通常、PBGC が公表する利率は、それ以外の優良確定収益投資の収益率よりも低率であることから、これを選択する場合は結果的により保守主義的な会計処理を要求するものとなる。また、PBGC が公表する利率は法的に保証されている点で、なによりも透明性の高い情報であるとも言えよう。

ただし図表 2 にあるとおり、今日の会計実務ではもっぱら優良確定収益投資を参考とする企業が多くなっている。そのなかには当該会計情報を作成に関与したアクチュアリーによってもたらされた利率、あるいはシティグループが公表している利率を参考とした企業も見られるが、いずれにし

図表2 米国主要企業における適用予測割引率とその選択根拠

Name	Based	a discount rate (for U. S.) used to determine benefit obligations (%)		
		2004	2005	2006
Alcoa Inc.	a yield curve model developed by the company's external actuaries.	6.00	5.70	5.95
American International Group Inc.	the spot rates derived from the Citigroup Pension Discount Curve	5.75	5.50	6.00
American Express Co.	a model consisting of bond portfolios that match the cash flows of the plan's projected benefit payments.	5.50	5.10	5.20
Boeing Co.	a yield curve that's based on high quality, non-callable bonds in the bloomberg index	5.75	5.50	5.90
Citigroup Inc.	—	—	—	—
Caterpillar Inc.	—	—	—	—
E. I. du Pont de Nemours and Company	—	—	—	—
The Walt Disney Co.	an average of pension yield curves constructed of a large population of high quality corporate bonds.	6.30	5.25	6.40
General Electric Co.	a weighted average of market-observed yields for high quality fixed income securities with maturities	5.75	5.25	5.75
General Motors Corp.	a yield of a portfolio of high quality, fixed-income debt instruments	5.60	5.70	5.90
The Home Depot Inc.	—	—	—	—
Honeywell International Inc.	a yield curve constructed from a portfolio of double A rated fixed-income debt instruments.	6.00	5.875	5.75
Hewlett-Packard Co.	a current investment yields of high quality fixed income investments	6.50	5.70	5.90
International Business Machines Corp.	a yields available on high quality, fixed income debt instruments	6.00	5.75	5.50
Intel Corp.	the U. S. Treasury zero coupon rate by a historical credit risk spread,	5.60	5.40	5.50
Johnson & Johnson Inc.	a current yield curves representing high quality, long-term fixed income instruments	5.75	5.75	6.00
JPMorgan Chase and Co.	the yield on a portfolio of bonds with redemption dates and coupons	5.75	5.70	5.95
The Coca-Cola Co.	the rates were determined using a cash flow matching technique whereby a hypothetical portfolio of high quality debt securities	5.50	5.50	5.75
McDonald's Corp.	—	—	—	—
3M Company	a rates of return on fixed-income investments that receive high, investment grade ratings by recognized ratings agencies	5.75	5.50	5.75
Altria Group Inc.	a rates developed from a model portfolio of high-quality, fixed-income debt instruments	6.25	5.75	5.64
Merck & Co.	the prevailing market rate of a portfolio of high quality fixed income debt instruments	5.65	5.40	5.15
Microsoft Corp.	—	—	—	—
Pfizer Inc.	—	—	—	—
Procter & Gamble Co.	a yield curve constructed from a portfolio of high quality bonds	5.20	4.50	5.20
AT&T Inc.	a rate based on a range of factors, including the rates of return on high-quality, fixed-income corporate bonds	6.00	5.75	6.00
United Technologies Corp.	a weighted-average rate useds set by reference to published high-quality bond indices.	5.90	5.50	5.40
Verizon Communications Inc.	—	5.75	5.75	6.00
Wal-Mart Stores Inc.	—	—	—	—
Exxon Mobil Corp.	—	—	—	—

でも予測割引率の選択にあたって PBGC が公表する利率を選択しないことで、企業は現在退職給付債務を低く抑えようというインセンティブのあることが理解できる。

つぎに図表 2 において気がつく点は、各企業の単年度ベースにおける予測割引率に最大で 1.25～1.375%もの差異が生じていることである。もちろん、企業によっては退職給付金の支給対象となる退職従業員数や現役従業員数の世代間格差等の違いにより、一様な比較は適当ではないかもしれない。しかし、予測割引率の選択にあたって参考としているものが、いずれも優良確定収益投資の収益率であるのであれば、この差異が企業独自のものなのか、あるいは参考としている優良確定収益投資の選択の仕方に何らかのバイアスがかかっているのかを分析する価値はあろう。

仮に参考とした優良確定収益投資の具体的な判断基準が明確であれば、こうした分析は不必要である。では、予測割引率選択のベースとなる優良確定収益投資について、具体的な規定は存在するのであろうか。実は FAS87 が公表された段階では、これに関する具体的な記述は見当たらないのである。

参考とすべき優良確定収益投資の説明について具体性を欠く FAS87 であるが、説明そのものが皆無なわけではない。当該論点に係る規定を拾うとすれば、この場合の利用可能な収益率とは、投資資産のデュレーションによって異なり、たとえば米国財務省短期証券、7年もの国債、および30年もの債券が互いに異なる利率をもつように、この場合の利用可能な収益率についても個々の退職給付支払期日までの残存期間の長さに応じて加重平均された割引率を使用すべきであるとしている規定がこれに該当する¹³。

この場合のデュレーションとは債券の保有によるキャッシュフロー（利子および元本）を受け取ることができるまでの期間を加重平均したもののことである。具体的には将来受け取る予定のキャッシュフローの現在価値を計算し、それぞれの現在価値がキャッシュフローを受け取ることができるまでのそれぞれの期間にその現在価値合計に占める構成比を乗じて計算されたものである¹⁴。

つまり、この場合の優良確定収益投資の例として、米国財務省短期証券や国債などが含まれ、従業員の残存勤務期間等を勘案してそのデュレーションを参考とすべきであることが一応理解できる。ただし、いずれにしても当該優良確定収益投資はそれ以外にどのようなものが含まれるのかについて客観的な説明が乏しい。この点に関してはやはり問題視されることが多く、このような疑問に対ししばしば 1990 年 12 月に公表された財務会計基準第 106 号 (FAS106) に掲げられた規定を援用される場合がある。FAS106 は FAS87 が規定する企業年金以外のその他退職後給付にかかる会計基準を扱ったものである。その中で、当該割引率の選択について FAS106 は次のように規定している。

すなわち、予測割引率は退職後給付債務に充当するために必要であると予測される将来キャッシュアウトフローの現在価値を反映するものを用いるべきである。そしてこの場合の仮定は、予測給付支払時の金額的あるいは期間的に合致するような利用可能な優良確定収益投資の収益率を参照すべきである¹⁵。これは、概念的には優良ゼロクーポン債のポートフォリオ (a portfolio of high-quality zero coupon bonds) の現在市場価値に等しくなる¹⁶。そして FASB がこのように結論づけるのは、予測割引率を選択する基準は、仮に現在時点に投資したならば、将来の給付支払日が到来した際に必要となるキャッシュアウトフローと同額になるようなものにすべきであるという判断で

ある¹⁷。

ここで FAS106 により、FAS87 において優良確定収益投資には米国財務省短期証券、7年もの国債、および30年もの債券などが個別的に列挙されていたのに対し、さらに優良ゼロクーポン債のポートフォリオという条件が加えられた。概念的な説明に関しても、FAS87 よりもより具体的なものとなった。ただし、どこまでを「優良」と判断し、さらに優良であるならばどのような「確定収益投資」でも問わないのかが依然として説明されないままとなっており疑問は残されたままとなっている。

4. 割引率選択をめぐる実務と基準との異同

このように従前の会計基準では、予測割引率を選択する際に参照すべき優良確定収益投資の範囲について説明が乏しいなかで、「優良」に対する一つの判断が米国証券取引等監視委員会 (Securities and Exchange Commission : SEC) によって示されている。SEC は 1993 年 9 月 23 日の特別委員会報告 (Emerging Issues Task Force : EITF) D-36 「確定給付型年金債務および年金以外のその他退職後給付債務を測定する際に用いられる割引率の選択」において、当該割引率の選択に対する SEC の基本的な立場が FAS106 の規定と異ならないとし、とくに SEC スタッフの見解としてムーディーズ (Moody's) からダブル A ないしそれ以上の「優良確定収益債券」の収益率を参照することが提案されている。

この段階で広く認められている格付機関 (この場合は Moody's) により最上位から 2 番目までに格付けされるものが「優良」なものに該当することが具体的に示され、さらに優良確定収益投資がとくに債券であることが示されたこととなる。そして、FAS158 に追加的に修正された割引率選択に関する規定は、この見解に沿って以下のように本文規定として盛り込まれることとなった。

すなわち、事業主が予測割引率を決定する際に優良確定収益債券の収益率へ関心を向けるのは、それが仮に測定日において当該債券のポートフォリオへ (長期的に) 投資された場合に、年金給付支払額としての将来キャッシュフローの必要現在額と等しくなるからである。概念的に、その金額は PBO の現在価値に等しく、この場合の優良確定収益債券はゼロクーポン債として再投資などのリスクから解放されることが想定される。しかし、こうしたゼロクーポン債以外の債券について、とくに満期日が程なく訪れるなどの優良確定収益債券の収益率を用いる場合には、予測再投資収益などの要素を予測割引率へ加味すべきであるというものである¹⁸。

基本的にこの内容は FAS106 にあった予測割引率選択にあたっての説明とほぼ同様である。ただし、FAS106 にあった説明規定 (Appendix) が、改めて FAS158 の本文規定として盛り込まれたことは、従来にもまして予測割引率の選択について慎重さが求められたことを意味している。では、その慎重さの下で「優良」に対する判断の源泉が、広く認められた格付機関によって上位 2 番目までにランクされる債券であることで、これを予測割引率の選択にあたって参照すべき優良確定収益投資として一様に理解することが可能なのであろうか。実は、ここに至ってもいまだ問題が残されるのである。

近年、FASB および IASB により進められている会計基準の収斂作業において、公正価値という会計上の概念をどのように定義するかが注目されている。これは、近年の会計基準が従来のように

企業収益に関して、当該会計期間における収益と費用との対応関係において当期利益を測定するいわゆる収益費用アプローチから、当該会計期間の期首および期末における資産および負債の公正価値を比較し、その変動差額の測定値を包括的な企業利益（包括利益）とみなす、いわゆる資産負債アプローチに傾斜した会計基準へ移行していくうえで最も基礎となる定義である。

とくに市場性の乏しい資産および負債の公正価値をどのように測定すべきかは、計上される評価損益の多寡により包括利益へ大きく影響を与えることとなる。これについて、FASBは公正価値測定に関する基準として財務会計基準第157号(FAS157)を2006年9月に公表している。FAS157はこれまでの会計基準において用いられてきた公正価値概念の異同を首尾一貫したものへと改めるべく検討され公表されたものである。そのなかで、公正価値の定義についてFAS157では以下のように示されている。

すなわち、公正価値とは測定日において市場参加者間における秩序ある取引において、当該資産の売却価格ないしは当該負債の移転価格である¹⁹。そのうえで、公正価値測定には、市場参加者の視点から得られる仮定の取引および市場参加者が当該価値を見積もる際に用いる仮定値に基づいておこなわれる場合がある。公正価値測定のプロセスには様々な段階があり、その一つが測定すべき対象となる資産および負債の分類である。考慮すべきは、当該資産ないし負債が独立して観察可能なものか、あるいはグループとして観察可能なものかを分類することであるというものである²⁰。

これによれば、最終的に企業が保有する金融資産をレベル1から3まで分類することとなる。レベル1は一般の株式や債券など市場性がある金融資産がこれに該当する。レベル1に分類される当該資産の公正価値は当然のことながら市場における取引価格（時価）となる。レベル2は、金利スワップなど取引量はあまり多くないものの、当該公正価値の測定が比較的容易な金融資産がこれに該当する。この場合の公正価値評価方法は、あらかじめ決められた標準的な計算モデルに既知の市場データを加味することで算定される。最後にレベル3は発行者側と購入者側において公正価値測定にかかる利用データに情報の非対称性が生じており、結果的に適当な公正価値測定が容易ではない金融資産（証券化商品等）がこれに該当することとなる²¹。

レベル3に該当する証券化商品について補足的説明を加えるなら、当該商品の公正価値を評価する際には、売却サイドと購入サイドに潜在的な情報の非対称性が存在する。そしてこれを解消するための費やされるコストには公正価値を測定することにより得られるベネフィットを約束しない。したがって、一般には広く認められた格付機関が公表する投資インデックスを参考とした評価がおこなわれることとなる。そして、FAS157はとくにこのレベル3に該当する金融資産について、公正価値評価の厳格化とその方法に関する開示を義務づけることとしているのである²²。

では、本稿において取り上げてきたABSあるいはCDO等の証券化商品は上記金融資産のいずれに該当するのか。結論的にはレベル3に分類される金融資産がこれに該当することとなる。したがって、当該証券化商品の公正価値測定にあたって、潜在的に払拭できない情報の非対称性から生み出される公正価値の適正性は、実は格付機関により評価された格付けに大きく担保されていることとなる。では、FAS157でレベル3のカテゴリーに分類される証券化商品について、当該格付機関による投資インデックスによる評価はどの程度まで信頼することが可能なのであろうか。

本稿の前半部分に指摘したように、近時のサブプライムローン問題に関連する証券化商品に対する当該格付機関の投資判断は、デフォルトリスク拡大以降、その評価を大きく下げている。これは、

当該格付機関における投資判断が現段階において利用可能な情報に限定的であることを示しており、当該投資判断には FAS157 で分類されるような流動性リスクが十分に反映されていなかったことを示している²³。つまり、市場性のあるレベル1の債券等と同じ格付でありながら、潜在的なデフォルトリスクの影響や、デフォルトリスクが拡大した場合の二次的な流動性リスクの存在が、より高い収益率となって現れていることの説明が格付判断からは見えづらいものとなっている。その意味において、格付機関における投資判断インデックスが同レベルであるからと言って、潜在的リスクの点で差異が生じている可能性を見過ごしてはならないこととなる。

このような見地に立って、図表2で示した各企業が採用した予測割引率とその選択根拠について再考してみよう。図表2に示された企業のうち、退職給付制度を採用する企業が現在退職給付債務を算定する際に適用する過去3年間の予測割引率は、たとえば既発の米国30年物国債(Treasury Bonds)の実効利率と同等かやや高めの数値が選択されている。

また、現在退職給付債務の割引現在価値を算定する際に用いる予測割引率は、記述のように参考となる優良確定収益債券の利用可能な収益率は、投資資産のデュレーションによって異なる。そして、結果的にデュレーションは、投資債券の平均回収期間を示し、その特徴として債券の残存期間を超えることはなく、クーポンや最終利回りが高くなるほどデュレーションは小さくなる(回収までの期間が早くなる)。

以上の点を勘案すると、図表2において示されているような各企業が予測割引率の選択根拠としている優良確定収益債券と実際に適用される予測割引率との間には、米国において最も信頼性の高い30年国債以外の債権による収益率(実効金利)が参照されている可能性が極めて高いこととなる。仮に参考としている当該債権がダブルA(Moody's)以上の格付けを得ており、かつFAS157の規定するレベル1に分類されるような償還期限が30年超にもおよぶ独立した長期社債の発行が理論上可能であるとしても、それほど長期である以上安全性の点で米国情債に勝るとは考えにくい。

実際、SECの副チーフアカウンタントであるS. A. Taubは次のようにコメントしている。すなわち、周知のように退職給付会計に多数の異なる仮定値が用いられることとなるが、その計算のなかで大きく影響するのは割引率の選択である。当該割引率は、現在退職給付債務を清算するために必要な資金を提供するような優良確定収益債券の収益率を意味している。かつて、SECスタッフは当該債券について格付機関によりダブルAかそれ以上の債券を参考とすべきであるとした。しかし、実際に適用されている割引率は各企業によって明らかに異なっており、しかも平均して当該ダブルA以上の債券インデックスレートよりも高くなっている。そのこと自体は必ずしも問題とはならないし、参照しているインデックスが基準を満たすような適正なものであるかもしれないが、企業は優良確定収益債券の仮想ポートフォリオを独自に作成するなどしてその根拠としているかもしれない²⁴、としている。

こうした見解は、すでに予測割引率の適用条件として、退職給付債務の経済的価値は現在時点に入手可能な市場の収益率と連動させるべきであり、当該収益率は予想可能な範囲で投資家が入手可能な範囲に限定すべきであるという指摘²⁵と明らかに異なっている。つまり、この場合の入手可能な市場の収益率とは、投資家が予想可能な範囲でという限定条件を付されることで、当該優良確定収益債券はFAS157が規定するレベル1に分類される市場性のあるものとするべきであるのに対して、実際に企業が選択している割引率は現在退職給付債務の過小評価インセンティブと相俟って、ダブ

ル A 以上の格付評価を得、かつレベル 1 の市場性ある債券の収益率よりもより高い収益性が得られるレベル 2 あるいはレベル 3 に分類される債券の収益率を参照している可能性を否定できないのである。

5. まとめ

本稿は、近時、世界的規模で市場における混乱を引き起こしているサブプライムローン問題を端緒として、退職給付会計において現在退職給付債務を算定する際に用いられる予測割引率がどのような基準のもとで選択されるべきかについて検討してきた。その中で注目すべきは、従前の退職給付会計において適用すべき予測割引率の選択に関して、各企業が比較的自由に当該割引率の選択をおこなっているということであり、その背景には会計基準上、参照すべき優良確定収益投資の範囲に関する具体的な判断基準が明記されていないことであった。

つぎに、当該状況に平行して米国における債券市場、とりわけ公正価値の測定が難しい証券化商品の市場取引が急速に発達したことを受けて、FAS157 のように市場性のあるものとならないもので公正価値評価に対するアプローチがより慎重になっていったということである。また、サブプライムローン問題拡大以降、当該証券化商品の公正価値測定に格付機関による投資インデックスに過剰に依存することは危険であることが明らかとなってきたことから、公正価値評価をめぐる会計基準と格付機関との蜜月は、再考する時期に来ていることを示唆するものであった。

その後、退職給付会計における予測割引率の規定に関して、これまで具体性を欠いていた基準が FAS158 によりやや具体性が付与されたものの、当該割引率の選択にあたって参照すべき優良確定収益債券の範囲とその定義については、依然として不明確な部分が残されている。FASB あるいは SEC が意図したような制度の清算を前提とする割引率よりも、各企業が選択する割引率は平均的に高いものとなっており、しかもその根拠となる優良確定収益債券の詳細が十分に開示されていないままとまっているのである。

くしくも米国では 2006 年 8 月 17 日の企業年金保護法 (Pension Protection Act of 2006) が成立し、従来、比較的柔軟であった企業年金における財政上の積立基準にかかる予測割引率の選択方法が、それまでの ERISA の規定から大きく変更された。これにより、法律ベースにおける積立基準にかかる予測割引率の選択が大きく制限されることとなった²⁶。

もちろん、FASB がこうした法律ベースにおいて制限された年金財政上の積立基準に適用される予測割引率の選択方法に随伴して、これを会計基準修正の根拠とするとは考えないが、少なくとも会計基準上で適用する予測割引率の選択に関しては、本稿における指摘のとおり各企業の恣意性が依然として残されたままとまっているのである。

また、近年の IASB との間における会計基準の収斂作業を考慮するなら、今後の退職給付会計において適用すべき予測割引率の選択に関しては、より客観的かつ普遍的な判断基準を設けるべきであり、この場合に参照すべき優良確定収益債券は市場性のあるものに限定するような基準を新たに盛り込むべきである。

最後に、予測割引率の選択にあたっては、会計学上の公正価値に関する概念上の定義が大きく影響するものと考えられる。その意味で、公正価値評価については市場性の存在が当該価値評価の適

正性の判断に影響を与えようである。一方で、市場性がない場合には、公正価値を推定するための何らかの評価モデルを用いなければならず、結果として高度な主観的判断を必要とすることとなる。さらに当該評価モデルの妥当性および内包される諸仮定は異なったりリスクをもたらす。つまり、複雑な公正価値の測定には必然的に信頼性よりもより大きな不確実性がその特徴としてもたらされることとなる。

通常、退職給付会計における予測割引率の選択いかんによっては、開示される情報に大きな変動を生じさせることから、当該予測割引率の選択にあたっては、参考とすべき優良確定収益債券についてより明示的な条件を課すか、あるいは予測割引率の選択根拠をより具体的に開示するような対応をとるべきである。さもなければ、従来のいわゆる取得原価主義会計が事業主による会計操作の余地を与えるとの批判に応えるかたちで、改められた透明性ある保守主義としての退職給付会計が²⁷、依然として不透明な利益操作の余地を残すこととなり、本来の目的観が見失われる可能性を否定できない。

本稿は説明の都合上、現行の退職給付会計をモデルとして分析をおこなってきたが、言うまでもなく確定給付型のスキームを有するその他の従業員給付制度に関しても、本稿が指摘した予測割引率の選択問題は当てはまるものである。わが国における退職給付会計にあつてはFASBおよびIASBの影響を大きく受ける傾向があることから、今後、当該会計基準の収斂作業において、新たな考え方が明らかとなる可能性も否定できず、本稿の指摘は今後とも注視していくべき会計課題である考える。

¹ 日本経済新聞(2007年12月23日日刊1面)によれば、サブプライムローン問題にかかる評価損の発生額は、世界全体ですでに10兆円規模にまで膨らんでいることが指摘されている。

² 不動産価値の上昇が継続している場合、仮に住宅ローンの返済不能状態に陥ったとしても、当該不動産の買い手がいる限り、資産担保主義によるローンのデフォルトリスクは実質的に抑制される。問題は不動産価値の上昇が見込めなくなった時点において、当該不動産の買い手が減少した場合に、資産担保主義に基づく住宅ローンのデフォルトリスクは急激に上昇することとなる。

³ Eichler, N., *The Thrift Debacle*, University of California Press, 1989. (柿崎映次・吳天降訳『アメリカの貯蓄貸付組合(S&L)その発展と崩壊』御茶の水書房, 1994年)等を参照されたい。

⁴ 当該S&L破綻問題に関する資料としては、Mayer, M., *The Bankers: The Next Generation*, Truman Talley Books, 1997, pp.361-389などを参照されたい。

⁵ サブプライムローン問題にかかるSPVおよびSIVに関する本稿以外の会計問題として、当該SPVおよびSIVが連結対象から外れている場合があり、当該機関の抱える含み損をどのように会計処理すべきかについて注目が集まっている。

⁶ 発行サイドにとってABSを販売する利点は、短期的資金調達と長期的資金運用の期間的ミスマッチを解消可能とし、当該ABSを売却することで発行者の株主資本比率の向上に寄与し、さらに売却後も証券管理等にかかる手数料収入を確保することができるなどから、投資家サイドと発行サイドの利害が一致して市場規模を急速に拡大していった背景がある。

⁷ 米国で有価証券等の公募をおこなう場合、原則として証券法(1933年)に基づく登録が必要になる。登録に際し発行企業はSECに登録届出書を提出し事前に非会計情報の各種開示項目や登録届出書記載の財務情報などが確認される。通常、発行企業にとって事前相談手続はかなりの負担になることが多く、結果的にその多くは登録義務の適用除外に該当するような発行スキームを企画する。この場合の適用除外規定は一般に「セーフハーバー・ルール」と呼ばれ、証券法のルール144Aがそれに該当する。ルール

144A とは、発行企業が1社または数社の証券会社に証券を売りつけることは公募にあたらぬと規定されており、この証券を購入した証券会社はある程度多数の適格機関投資家に株式を転売することが可能となる。ルール 144A が適用されれば SEC へ事前登録をすることが不要となることから、近年、こうした方法による証券化商品の市場規模が拡大している。

⁸ 当該債券にかかる参考文献としては、Fabozzi, F. J., *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Prentice Hall, 2000, pp.259-334 等を参照されたい。

⁹ この場合の差額について、貸借対照表上に即時認識するかあるいは遅延認識するかについても議論の余地がある。近年では当該差額を即時認識する一方でこれにかかる評価差損益をその他包括利益に含める会計処理へ傾きかけているが、包括利益と企業利益との関係、あるいは包括利益の情報価値について議論すべき点が残されている。

¹⁰ FAS87, par. 44.

¹¹ FAS87, par. 198.

¹² FAS87, par. 196.

¹³ FAS87, par. 199.

¹⁴ 基本的な平均デュレーションの算定方式を記しておく。

$$\text{デュレーション}(D) = \sum \left\{ \text{経過年数}(n) \times \frac{\{\text{キャッシュフロー} \div (1 + \text{最終利回り})^n\}}{\text{キャッシュフローの現在価値合計}} \right\}$$

¹⁵ FAS106, par. 31.

¹⁶ FAS106, par. 186.

¹⁷ FAS106, par. 187.

¹⁸ FAS158, par. 44a.

¹⁹ FAS157, par. 5.

²⁰ FAS157, par. 6.

²¹ FAS157, par. 22-31.

²² FAS157, par. 32-35.

²³ 日米欧など各国の証券当局で構成する証券監督者国際機構 (IOSCO) は、サブプライムローン問題の対応策を検討するタスクフォースを立ち上げ、検討テーマとして、①格付機関の果たした役割、②証券化商品の価格設定、③証券化商品の情報開示、④金融機関のリスク管理など、2008年5月のIOSCO年次総会に最終報告書をまとめるとしている。この背景には、格付機関の信用リスク評価について流動性リスクも評価の対象に広げることができると可能性を検討すべきであり改善の余地があるとしている。

²⁴ Taub, S. A., *Remarks at the University of Southern California Leventhal School of Accounting SEC and Financial Reporting Conference*, SEC Speech, May 27, 2004.

²⁵ Ezra, D. D., "Economic Values: A Pension Pentateuch," *Financial Analysts Journal*, March-April 1988, pp.58-67. さらに Ezra は 20 年以降の範囲で割引率を大きく変化させても退職給付債務の現在価値にあまり影響がないと指摘している。したがって、この見解に従えば、企業が作成する超長期の仮想ポートフォリオの作成自体、あまり意味のないこととなる可能性がある。

²⁶ ERISA において、年金財政上の積立目標を算定する際に用いられてきた予測割引率は、米国 30 年国債の実効利率を測定日以前の 4 年間にかかる加重平均により求めてきた。具体的には当該実効利率を 1 年ごとに遡って 40~10% の範囲で加重平均するというものであり、さらに当該加重平均値の 90~105% の間で予測割引率を選択するというものであった。これが当該企業年金保護法の成立により、退職給付の支払時期予測に応じて、①今後 5 年以内に訪れるもの、② 5 年以降 20 年以内に訪れるもの、③ 20 年後以降訪れるもの、の 3 つのセグメントに分類し、各セグメントごとに異なる予測割引率、いわゆる「セグメントレート」の適用が求められることとなった。

²⁷ 早川豊編『保守主義と時価会計—透明性の拡大』同文館、2001年、3-15頁および113-133頁を参照されたい。