

《論 文》

ファイナンスリゼーションと非上場株式の公正価値会計

岡 本 紀 明

Financialization and Fair Value Accounting for Unlisted Stocks

NORIAKI OKAMOTO

キーワード

非上場株式 (Unlisted Stocks; Unquoted Equity), 公正価値会計 (Fair Value Accounting), 国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS), ファイナンスリゼーション (Financialization)

1. はじめに

近年, 国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) をめぐる誤解が, 様々なところで話題に上るようになった。まず2010年4月に金融庁が「国際会計基準 (IFRS) に関する誤解¹⁾」を公表した。2012年10月には, ロンドンで開催された世界基準設定主体会議において, 国際会計基準審議会 (International Accounting Standard Board: IASB) スタッフが, 「IASB概念フレームワークに関する誤解」というスタッフペーパーに基づき, 19の誤解を紹介した。2012年11月には, 現IASB議長のHans Hoogervorst氏が, IASBのアジア・オセアニアオフィス開所式の中で「IFRSについての神話を一掃する」と題したスピーチを行い, IFRSをめぐる誤解を解こうとした。さらには2013年2月, フランス出身のIASB理事Philippe Danjou氏が, フランスでのスピーチで, IFRSに関する10の典型的な批判

(誤解) に対して反論を述べた。

ここで上記に示された全ての誤解を網羅的に取り上げるのではなく²⁾, その中で共通して指摘されていた論点に焦点を当てることにしたい。すなわち, 公正価値会計をめぐる議論であり, 抜粋すると「IFRSは徹底した時価主義 (公正価値会計重視) なのではないか (金融庁公表の誤解)」、「IASBは公正価値ですべてを測定しようとしている (2012年IASBスタッフペーパー)」、「IASBは実は公正価値にしか興味がない (2012年Hans Hoogervorst氏のスピーチ)」及び「IFRSは公正価値を広範囲に適用しようとしている (2013年Philippe Danjou氏のスピーチ)」といった指摘である。

これら誤解が解消し得るかどうかは個人の判断によるところが大きい, 今後IFRSの公正価値会計がわが国の会計慣行にもたらす問題の一つとして, 非上場株式 (子会社・関連会社株式は除く) の評価額算定がある。例えば, 2014年7月に企業会計基準委員会 (ASBJ) が日本版修正国際基準 (Japan's Modified International

1) <http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100423-2/01.pdf> から閲覧可能である。

2) 細かな誤解に関する内容については, 竹村 (2013) を参照されたい。

Standards: JMIS) の公開草案を公表したが、その中でIFRSそのものの「削除または修正」を行うほどではないが、相場価格のない資本性金融商品への投資に関する公正価値測定について、次のような懸念を表明している—(1)他の資産と組み合わせてキャッシュフローの創出に寄与する場合にはのれん価値が含まれていると考えられるため適切ではない、(2)一般的に公正価値を信頼性をもって測定することは難しく、特に公正価値の上昇によって利益を計上することは目的適格的ではない (ASBJ, 2014)。わが国企業の多くは、これまで非上場株式(子会社・関連会社株式を除く)を基本的に時価の著しい下落がなければ、取得原価で評価したまま据え置くという会計処理を適用しており、それを毎期公正価値評価することには、様々なひずみが生じると予想される。上場会社は金融商品取引所の上場審査を経て、多数の市場参加者による売買が行われる株式市場での株価という客観的かつ公正な指標があり、ある程度の均質性を持つが、非上場会社はその規模、業容、資産、収益力その他企業評価の基準となるべき諸要素において千差万別であり(河本・濱岡, 2014, 4頁)、客観的かつ公正な株式の評価額が導出できるかは不透明である。

そこで本稿では、IFRS適用拡大の観点から、非上場株式の公正価値会計の動きがもたらす問題点を浮き彫りにすべく、その背景を近年注目が寄せられているファイナンス化(financialization³⁾)の概念から捉えることにしたい。これまであまり検討されてこなかったファイナンス化と制度(特に会計制度)の連関を探究する点に、本稿の意義が見出せると思われる。本稿ではさらに独自の考察を加え、先行研究やわが国におけるデータを取り上げた上で、非上場株式の公正価値評価に関

する今後の研究や制度改善に向けた提言をなすことにしたい。

具体的な本稿の構成は、以下のとおりである。まず次節において、非上場株式の評価に関する会計基準を整理して論じるとともに、その具体的評価技法を体系的にまとめたIFRS財団公表の教育マテリアル(IFRS Foundation, 2012)の内容を概説し、検討すべき課題を提示する。第3節では、ファイナンス化の観点からその課題を究明し、第4節で実際の評価実務の状況(データ等)を参照しつつ、非上場株式の公正価値会計に対する一定の結論を導出する。最後に第5節において、本研究の結論と課題を提示することにしたい。

2. 非上場株式に対する公正価値会計の潮流

2. 1 非上場株式に対する公正価値会計の動き—IFRS適用拡大による影響

非上場株式の評価をめぐる問題を検討する前に、国内外の会計基準が規定する内容を整理して論じる。国内の会計基準(企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」)では、子会社株式や関連会社株式(関係会社株式)以外の株式で、短期的な売買を目的としないものは、その他有価証券に分類される。したがって、本稿で焦点を当てる(関係会社株式以外の)非上場株式の多くは、その他有価証券として分類される。周知のように、その他有価証券は毎期時価評価し、取得原価との評価差額は純資産の部に計上される(部分純資産直入法の場合は、評価切り上げ部分のみ純資産に算入)。ただし、株式の時価を把握することが極めて困難と認められる場合には、取得原価をもって貸借対照表価額とすることも可能である(金融商品会計基準第10号第19項(2))。株式の時価を把握することが極めて困難と認められるのは、「市場価格に基づく価格」及び「合理的に算定された価額」が存在しないと考えられる場合であり、証券市場で売買されず、市場価額が株価として公表されない非上場株式は、取得価額により評価

3)「ファイナンス化」もしくは「ファイナンスライゼーション」と表記されることもあるが、本稿では「ファイナンス化」で統一する。また、邦訳として「金融化」もしくは「金融市場化(池尾, 2014)」といった表現が見られる。

されることになる（金融商品会計に関する実務指針第63項）。

翻って国際的な会計基準はどうだろうか。過去の国際会計基準であるIAS第39号は、非上場株式は公正価値で測定することと規定していたが、公正価値が信頼性をもって測定できないものについては、取得原価で測定することが可能であったため、わが国の現行会計基準が規定する内容と大きな相違はなかった。ところが、2018年1月以降開始する事業年度までに移行することになる（早期適用も可）IFRS第9号では、非上場株式の評価は基本的に公正価値に基づくこととされ、取得直後であるなど極めて限られた場合のみ、取得原価を公正価値と見なすことが認められるだけである。その理由として、①資本性金融商品とデリバティブについては、公正価値が最も目的適合的な情報を提供する、②減損のモニターが不要となり、IAS39における減損損失の測定は公正価値の決定と類似する、③例外規定消滅により複雑性がなくなり、公正価値測定に統一され、減損の規定が不要となる、といった理由が挙げられている（竹埜、2013、45頁）。

このようにIFRS9が非上場株式を取得原価で計上する事の余地を狭めたことに対するわが国の批判的な意見として、次の4点が挙げられる。すなわち、①評価額より取得原価の方が信頼性が高い、②少数株主として保有する非上場株式は、情報が限定的で評価が困難である、③全て評価する手間は膨大で、それを四半期ごとに実施するのは不可能に近い、④ある程度の簡便法なしでは実際の適用は難しい、など複数の指摘が見られる（竹埜、2013、45-46頁）。

非上場株式の公正価値評価に対するこういった批判がある反面、IFRSのさらなる適用やその拡大を見据えた制度的枠組みの整備もわが国では着実に進みつつある。例えば現時点（2014年10月）でIFRSを任意適用（予定を含む）している上場会社は既に46社あり、その時価総額は約63兆円で全上場会社の時価総額の13%を占める（『経営財務』第3186号、4頁）。また、IFRS

の任意適用増加を見据えた最新の動きとして、2014年10月28日に金融庁が企業会計審議会を開催し、企業会計審議会に会計部会を新設することを決めた。当該部会は、あるべきIFRSの意見発信を強化することを主たる目的の一つとしている。

つまり、非上場株式の公正価値会計のうねりは、従来のわが国の会計慣行（その他有価証券としての非上場株式は、客観的時価が入手困難であるため、取得原価で評価すること）と、これまで相対的に公正価値会計を重視してきたIFRSの影響力が交錯する重要論点であると考えられる⁴⁾。2012年、IFRS財団は各国における公正価値会計拡大への反発に配慮して作成した教育マテリアルを公表している⁵⁾。当該教育マテリアルは、会計基準でも解釈指針でもない（IASBにも承認されていない）ため、大きな強制力が伴うものではないが、非上場株式の公正価値会計に特化して、細かな評価技法が列挙されており、今後の会計実務に少なからず影響を与えらると思われる。

2. 2 非上場株式評価のメルクマール

—IFRS財団による教育マテリアルの概要

当該教育マテリアルは「相場価格のない資本性金融商品」を対象としたものであるが、その代表的な項目として、非上場株式が挙げられる。この文書はIFRS13の基準開発中において、新興経済圏及び過渡的経済圏の企業から示された、公正価値測定の実践の自国での適用に対する懸念に対応すべく作成された（石原、2012）。そのため、公正価値の算定が容易ではないと考えられる相場価格のない資本性金融商品に関して、設例に基づき、企業が限定的な財務情報しか有していなくても、その公正価値を複数の評価技法によりいかに測定するかを示すことが公表の目的（第3項）として掲げられて

4) ローカルな会計規範とグローバルな会計規範の相克については、岡本（2013）を参照されたい。

5) IASBがIFRS財団教育イニシアティブに作成を依頼した結果の公表物である。

表1 教育マテリアル (IFRS Foundation, 2012) で示された多様な評価技法

評価アプローチ名	相場価格のない資本性金融商品の評価技法
マーケット・アプローチ	投資先に対する同一又は類似の金融商品について支払った取引価格 (第28-33項)
	比較会社評価倍率 (第34-69項)
インカム・アプローチ	割引キャッシュフロー (DCF) 方式 (第71-114項)
	配当割引モデル (DDM) (第115-116項)
	定率成長DDM (第117-121項)
	資本化モデル (第122-124項)
両アプローチの併用	修正純資産方式 (第125-129項)

いる。

具体的に上記の表1に示すような評価技法が事例とともに示されている。まずマーケット・アプローチは、同一又は比較可能な資産に係る市場取引により生じた価格及び他の関連性のある情報を利用する。例えば、上場会社の相場価格や合併・買収取引による価格等が用いられる(第26項)。評価対象の相場価格のない資本性金融商品を取得後すぐの場合は、その取引価格(入口価値)を公正価値とすることができるが、取得後一定の時間が経過した場合は、評価にあたって次のような様々な要因の変化を考慮することが求められる。すなわち、「予算、計画又は達成目標と比較した場合の投資先の業績」、「投資先の技術的製品の達成目標が達成されるかどうかに関する予想」、「投資先の資本又は製品もしくは潜在的製品に係る市場」、「世界経済又は投資先が事業を行っている経済環

境」、「比較会社の業績、または全体的な市場が示唆する評価」、「不正、商業上の紛争、訴訟、経営者又は戦略の変更等の内部的事項」及び「当社の株主資本に対する外部取引からの証拠」といった要素の変化であり(第28項)、評価者の主観的判断が評価額に影響を与えることになる。マーケット・アプローチに含まれるもう一つの評価技法は、比較会社評価倍率を用いる方法であるが、基本的には以下の表2に示したステップから成る(第38項)。

これも一見体系的な過程に見えるが、比較対象会社の選定(ステップ1)には、キャッシュフローの創出能力、キャッシュフローの予想される成長や時期及び不確実性等を考慮する必要がある、その決定には主観が伴う(第39項)。さらに、比較対象会社を選定し得たとしても、その後適用すべき評価倍率の選択肢も幅広い。例えば、分母となる業績指標としてEBIT

表2 比較会社評価倍率を用いた評価額の算定

ステップ1	比較対象会社を特定する。
ステップ2	投資先の価値の評価に最も関連性がある業績指標(すなわち、市場参加者が当社の価格設定に使用するであろう業績指標)を選択する。これは通常、例えば、利益、株主資本の帳簿価値又は売上等の測定値を参照する。業績指標を選択したら、考え得る評価倍率を算出して分析し、最も適切な物を選択する。
ステップ3	投資先の関連性ある業績指標に、適切な評価倍率を適用して、投資先の株主資本価値又は投資先の企業価値の示唆される公正価値を得る(下線は原資料)。
ステップ4	適切な調整(例えば、流動性の不足について)を加えて、投資先に対して保有している相場価格のない資本性金融商品と比較対象会社の資本性金融商品との間の比較可能性を確保する。

(利払前・税引前利益)、EBITDA (EBITに減価償却費を加算)⁶⁾、売上高や純利益など複数候補が考えられるし、分子としても企業価値や株主資本価値が選択肢としてあり、実務慣行が統一されているとは言い難い(ステップ2及び3)。ステップ4の適切な調整に関しても、少数持分ディスカウント⁷⁾や流動性ディスカウント⁸⁾をどの程度考慮するか判断者によって意見が分かれる。

また、周知のようにマーケット・アプローチよりも主観的であると位置付けられるインカム・アプローチは、割引キャッシュフロー方式を用いるため、将来キャッシュフローの見積もり(例えばFCFF(株主と債権者に帰属するキャッシュフロー)とするのか、FCFE(株主に帰属するキャッシュフロー)とするのか)や割引率の選択(例えばWACCの計算や自己資本コストの計算)に主観的判断が伴う。同様に、配当割引モデルや定率成長DDM方式にも、将来の配当や成長率の予測といった主観的判断が必要になる。最後の修正純資産方式についても、同様に数ある資産をいかに時価で評価するのかという判断の問題が伴う。

2. 3 小括

このように、非上場株式の公正価値算定のた

6) EBITとEBITDAについて基本となる利益の数値には、税引前当期純利益以外にも営業利益や経常利益の数値を用いるケースがある。

7) 比較対象会社からの取引価格倍率を使用して非支配持分の公正価値を測定する際に、観察された取引価格が支配持分の売却を表している場合には、調整を行うことが重要である。支配の価値(支配プレミアム)は、非支配持分の公正価値には帰属しないからである。したがって、支配株主が非支配株主よりも大きなリターンを受け取ることができる(例えば、支配株主が営業上の変更を実行する機会を有することから)という証拠を投資者が有している場合には、投資者は、観察された取引価格を支配の影響について調整することが適切かどうかを評価する必要がある(IFRS Foundation, 2012, 56)。

8) 投資者は、公正価値で測定しようとする相場価格のない資本性金融商品の流動性が、比較対象会社(公開で取引されており、したがって流動性が高いであろう)に比べて不足していることの影響を適切に考慮(流動性の不足に対するディスカウントの見積り)しなければならない(IFRS Foundation, 2012, 60)。

めに多様な評価技法が提案されているが、いずれの技法にも主観的な判断や見積もりが伴い、最も客観的で望ましい唯一の評価技法は現在のところ存在しないと考えられる。結果として、非上場株式の公正価値会計には、評価事例ごとにプラグマティックに複数の評価技法を利用しつつ、公正な評価額に近似させていく方法が望ましいのではないかと考えられる。この点に関して、本節での考察から追加的に2つの検討課題が浮き彫りになったと思われる。なぜ公正価値会計が市場価格の入手が困難な非上場株式まで拡大することになったのかという制度的問題と、単一の対象に優劣の付け難い多様な評価技法を導入することに伴う実際の適用に関する問題である。特に後者に関して、割引現在価値(DCF法)や資本コスト(WACC等)といった主としてファイナンス領域に由来する知識・技法の発展及び普及が、複数の評価手法の信頼性のある程度担保していると考えられる。こういった背景も併せて捉えるためには、それをよりマクロ的に社会及び経済のファイナンスリゼーションの観点から捉えることは有益であると考えられる。

3. ファイナンスリゼーションと会計制度

3. 1 ファイナンスリゼーションに関する諸説

ファイナンスリゼーションという言葉自体、抽象的かつ多面的に捉えられる傾向にある。例えばEpstein(2005)は、それを包括的に「国内及び国際的な経済活動における、金融的な動機、金融市場、金融関係者及び金融機関の役割の増大」と捉える。より具体的に分類すると、ファイナンスリゼーションに関する諸説は、以下の複数の観点から論じられる。

まず第1に、(利得の)「蓄積」という観点から、Krippner(2005, p. 181)はファイナンスリゼーションを「獲得した利得の蓄積パターンが、商品の生産及び売買を通じた過程から、金融を通じた過程へと移行すること」と捉える。

またGunnoe and Gellert (2011) は、林地の所有に関する事例研究に基づき、ファイナンスリゼーションは「マクロ経済的な構造変化であり、利得蓄積の基盤となる社会経済的制度の再配置を伴う社会政治的なプロセスである」と述べる。

第2に、ファイナンスリゼーションは一般的に知られた政治的思想との関連でも捉えられる。例えばHarvey (2006, p. 24) は、「ネオリベラリズムが意味するのは、あらゆるモノのファイナンスリゼーションであり、様々な資本の断片を資本の所有者と金融機関に蓄積するよう権力の中心を再配置することである」と主張する。

第3に、企業の収益性の観点からも、ファイナンスリゼーションは論じられる。例えばPreda (2009, p. 5) は、「ファイナンスリゼーションは、企業構造の中で独立的なプロフィットセンターと位置付けられる投資活動が占める役割の急拡大である」と論じる。Lucarelli (2012) も、「ファイナンスリゼーションは、市場性のある証券への利益の将来的流入の大きな転換点として特徴付けられる」と述べる。換言すれば、それは生産的能力への直接的投資から、株式市場における投機行動等を通じて収益性が一時的に急騰し得るような、オープンな金融市場への顕著なシフトと位置付けられる (Zhang and Andrew, 2014)。

このように一部の先行研究を概観しただけでも、ファイナンスリゼーションの捉え方は複数存在し、単一の定義を導出するのは困難であると思われるが、上記に挙げた3つの観点を比較検討すれば、最低限共通する要素は見出せると思われる。すなわち、企業による金融取引の割合や役割の増大及びその結果の蓄積の変化である。企業の金融取引や資本蓄積を主に規定しているのが、法律（会社法）や会計基準といった諸制度である。そこで次節では、やや解釈的な考察になるが、ファイナンスリゼーションとフォーマルな制度（特に会計制度）の関係について検討することにしたい⁹⁾。

3. 2 ファイナンスリゼーションと会計制度の関係

Critical Perspectives on Accounting 誌が今年(2014年)「ファイナンスリゼーションの批判的観点」と題した特集号を組んだ。査読を経て掲載された9編の論文は会計の内容に限定されたものだけではなくだったが、そのうち2編の論文は特にフォーマルな会計関連制度とファイナンスリゼーションの関係について分析したものであり、以下で検討することにしたい。

まずCollison et al. (2014) は、英国の会社法の変遷をファイナンスリゼーションの観点から分析する。彼等はフォーマルな会社法を集团的かつ社会的な志向性¹⁰⁾を反映するものと位置付け、「会社法を通じて取締役の義務が規定され、取締役が追い求める経営目的の根幹が形成される (Collison et al., 2014, p. 14)」と主張する。英国会社法改正に直接携わった人物へのインタビュー調査を踏まえて、彼等は重要な法改正は、取締役に株主価値最大化の追求を優先させ、他のステークホルダーの軽視を促すことに力点が置かれていたという結論を導き出し、その動きはファイナンスリゼーションの影響を強く受けたものであると理解し得ると論じた。

またZhang and Andrew (2014) は、現在IASBとFASBにより共同で進められている概念フレームワークプロジェクトにおける主要な改正点に焦点を当て、会計規制とファイナンスリゼーションの関係を探っている。彼等は特に財務会計の概念フレームワークが株主重視の立場を鮮明にしたことは、ファイナンスリゼー

9) 小林 (2012) の論稿では、ファイナンスリゼーション（金融化）の議論は金融の影響力を過度に強調する点を克服する視角を提供すると指摘されているが、本稿では金融の影響力増大に関する規範的検討は行わず、それを所与のものとして捉える。

10) 関連する論考として、Ordelle (2004) はSearle (1995) を参照しつつ、会計基準は集合的志向性に支えられた社会的制度と捉え、以下の3つの過程を経て、企業が会計情報を利用者に伝達するに述べる：(a)関連する者が、社会における会計に与えられた機能について合意している、(b)それらの機能に関して、関連する集団が共通の理解を共有しているという事実を認識している、(c)この共通認識は、会計がその機能を果たすのに不可欠な前提となる。

ションの印象的な台頭を表すものであり、結果として金融市場が公益に資する存在となったと主張する (Zhang and Andrew, 2014, p. 21)。それは概念フレームワークが「表現の忠実性」を重視し、「信頼性」の重要性を相対的に低下させたことにも表れており、見積もりや主観的判断を伴う公正価値会計の拡大を支えている (Zhang and Andrew, 2014, p. 22)。加えて、その他の包括利益の重視についても、収益と費用を対応させてその差額から損益を求めるというよりは、資産と負債の評価額の変動から損益がもたらされる点を重視することに寄与し、会計実践がファイナンスリゼーションの影響を大きく受けた典型例だと指摘する (Zhang and Andrew, 2014, p. 23)。

表現は若干異なるが、わが国においても同様の指摘が見られる。例えば古賀 (2001) は、経済基盤の変化に対応した2つの会計理論を提示した。1つは、「製造業=生産物」中心の産業経済を背景とする「プロダクト型会計理論」であり、もう1つは、ボラティリティと金融リスクを前提とした金融経済を背景とする「ファイナンス型会計理論」である。前者は生産・販売財といった物財を重視するのに対し、後者は金融商品ないし金融財に焦点を置き、リスク管理と財務活動の業績評価に重点を置くため、実現概念にとらわれない収益認識及び将来キャッシュフローを前取った価値評価というストックの側面が重要になる。その結果、ファイナンス型会計理論では、将来指向的に公正価値ないし売却時価による会計が強調される。金融活動やデリバティブのような金融商品の発展に伴い、金融商品の市場特性である「ボラティリティ (価格変動性)」とフィージビリティ¹¹⁾ (換金可能性) を充足すべく、公正価値のような時価基準の導入が求められる (武田, 2008) ことになる。

以上の検討から、ファイナンスリゼーションの進展により、金融資産を中心とした評価

(時価会計・公正価値会計) の拡充も進んだと解釈し得ると言える。

3. 3 小括

本節では、一部の先行研究を概観しつつ、ファイナンスリゼーションの概念を検討するとともに、会計制度との関係を探った。ファイナンスリゼーションは様々な角度から捉えられるが、種々の主張に共通する事項として、企業による金融取引の割合や役割の増大とその結果 (利得) 蓄積の根本的变化が挙げられる。本節では、このようなファイナンスリゼーションの動きが、会計制度といかなる連関を有するか探究した。その結果、株主重視の会計制度や資産及び負債を積極的に時価で評価していく会計制度が、ファイナンスリゼーションの帰結の一つであると位置付けられる。様々なファイナンス領域由来の評価技法を取り入れた非上場株式の公正価値会計の動きは、ファイナンスリゼーションの一環であると捉えることもできる。わが国における過去の主張においても、金融活動や金融商品の役割の増大に伴う経済構造の変化に応じて、会計理論も柔軟に変化すべきとの主張が見られた。「金融経済に属する時価基準の適用に関連して、実体経済と金融経済とは、その素性が異なっているのであるから、実体経済に属する会計手法である「原価・実現アプローチ」に足を取られたのでは話には進まない (武田, 2008, 10頁)」だろう。

次に検討すべき課題は、上記でも提示したように、非上場株式の評価に多くの評価技法が併存している問題点である。当該問題は、複数の会計処理方法や見積りが容認されているという点において、利益操作 (アーニングス・マネジメント) の問題とも関連すると考えられる。また、上記のファイナンス型会計理論は、デリバティブ等多くの金融商品を保有する金融業を対象とした議論であるが、非上場株式は金融機関だけでなく多くの事業会社も保有していると考えられる。次節ではこういった点も考慮して検討することにした。

11) ただし非上場株式に関しては、後者のフィージビリティ (換金可能性) はさほど高くないと思われる。

4. ファイナンシャルリゼーションから捉えた 非上場株式評価の多様性をめぐる問題

4. 1 非上場株式の評価の困難性や主観性を 示すデータ

本節では、実際に非上場株式を評価する際に検討しなければならない評価の多様性や主観性について、一定のデータをもとに検討することにした。上記の表1で示したように、非上場株式の評価には、マーケット・アプローチやインカム・アプローチなど多様な評価技法が用いられる。その際に問題になるのは、そういった評価の多様性・複雑性を利用した会計数値の操作（アーニングス・マネジメント）が意図的に行われていないかどうかであろう。例えばIFRS第7号は、公正価値会計をレベル別に3つに分類して詳細な開示を規定しているが¹²⁾、特にレベル3に分類される評価は、観察可能な市場データではなく、仮定やモデルに基づく非常に主観的な評価技法に基づく。これに関してGebhardt (2012) は、2009年から2010年にかけてのストックス・ヨーロッパ・ラージ200指数（STOXX Europe Large 200 Index¹³⁾）に含まれる企業の財務諸表情報2年分（サンプル数

215¹⁴⁾）におけるレベル別の金融商品の開示の詳細を分析した。以下の表3に特に評価が主観的であると考えられる、レベル3に分類された金融資産の内訳（平均値のみ）を抜粋して示した。レベル1とレベル2については、全体割合だけを示している。

表3に示した結果によると、まずレベル3に分類される評価額は最も客観性の程度が低いと位置付けられるが、その割合が最も低い。逆にレベル2に分類されるものが過半数以上、レベル1は3割弱を占めている。ここで注目すべきは、レベル3の中でもいかなる金融商品の評価が具体的に含まれているかである。デリバティブ資産の割合を大きく上回り、7.64%と一番割合が大きいのが資本性金融商品であり、この中には相場価格のない非上場株式が相当割合含まれていると考えられる。この結果からも、非上場株式の評価に付与される客観性の程度は低いと多くの事業会社が判断していることが伺える。

次に、わが国の状況にも目を向けることにしたい。これまで日本企業は非上場株式を時価で評価してこなかったため、既にIFRSを早期適用している企業の会計処理に注目する。表4

表3 レベル別の公正価値の金融商品別（資産）の割合¹⁵⁾

測定手法	採用社数
レベル1全体	28.40%
レベル2全体	52.95%
レベル3全体	10.26%
レベル3内訳	
資本性商品	7.64%
負債性商品	1.12%
デリバティブ資産	2.22%
現金及び現金同等物	0.00%
その他の金融資産	4.18%

(出典：Gebhardt (2012), Table 4を参考に作成した)

12) レベル1は活発な市場における観察可能な参照価格を指し、レベル2は同種又は類似する資産の観察可能な価格や情報に基づく。

13) 欧州を代表する指数算出会社のSTOXX社が算出・公表する、欧州経済通貨同盟（EMU）加盟国の優良企業200の株価を組み入れた指数である。

14) 93の財務諸表には十分な比較すべき情報が欠けていたため除外した。

15) 全ての情報が均等数開示されているわけではないので、平均値の合計は一致していない。

表4 IFRS早期適用企業16社による非上場株式の公正価値測定手法（複数カウント可）

測定手法	採用社数	採用割合
第三者による鑑定価格	2	13%
類似企業評価法	9	56%
割引将来キャッシュフロー法	9	56%
(修正) 純資産法	7	44%
その他	6	38%
明示なし	1	6%

(出典：山田(2014)における図表3-13を加筆・修正し抜粋した)

に、山田(2014)によるIFRS早期適用企業16社を対象とした調査結果を示した。

表4から判断できる特徴として、多くの企業が複数の公正価値評価方法を併用しているということが挙げられる。特に類似企業評価法と将来割引キャッシュフロー法の採用割合が高いが、16社による採用手法が34もあることから、単純計算1社あたりで最低2つ以上の異なる手法を用いていることになる。つまり、非上場株式の公正価値評価に関して、優劣の付け難い複数の評価手法が存在し、最終的な評価額は主観的な判断に委ねられる可能性が高いと言えるだろう。

では、実際にこのようなレベル別の公正価値会計基準を適用する際、その分類を裁量的かつ偏った観点から行い、アーニングス・マネジメントを行うことはあり得るのか。例えばモーゲージ・サービシング権(MSR)の公正価値評価に関して、Altamuro and Zhang(2013)は、企業(主として銀行)間でレベル2もしくは3に分類する相違が有意に生じ、場合によってはレベル3に基づく推定や解釈の方が、資産の経済的実体を適切に表す場合もある点を指摘している。当該問題に関して、次節で理論的な考察を加える。

4. 2 複数評価技法の鏡の中の公正価値—討議的公正価値会計に向けて

ファイナンシャルゼーションや金融技術の発達及び関連知識の普及により、金融商品を評価する技法やモデルも複数発展してきたと考えら

れるが、それ自体には大きな問題はない。検討すべき課題は、そのような採用すべき複数の評価技法による異なる評価額が存在する際、評価者が会計情報利用者のためにどのような評価選択手続きを踏むかである。一般的に会計の認識対象(対象・取引・環境の属性等)が異なれば、異なる手法が必要になり、それによって異なる結果が求められる(武田, 2008, 161頁)が、非上場株式の公正価値会計に関しては、同一の認識対象に多くの異なる評価手法が存在する。前節の検討からも、実務上は投資先の様々なファクターを考慮して最適な評価技法を選択することになり得るが、そこには裁量的・主観的判断が介入すると推察される。

ファイナンシャルゼーションが進展したファイナンス型市場経済にあつては、信用創造機能が存在するため、「コピーのコピー」が容易に作り出され、際限なく拡散する世界が繰り広げられることとなる(武田, 2008, 8頁)。例えば、デリバティブがそれに拍車をかけた金融商品の典型であろう。会計がかかる「複製の複製」を金融商品として認識対象の射程内に取り込む以上、「即時決済的に清算」を行い、どれほどの「投資成果」を挙げたかにより、経営成果(財務成果)が問われることとなった(武田, 2008, 9頁)。デリバティブは元をたどれば原資産が存在しているが、2007年以降に表面化した金融危機やサブプライム問題では、証券化が繰り返され、鏡の中に映し出された複製がさらに複製となって映し出される状況をもたらした(武田, 2008)、原資産の存在を見え難くし、

リスクが積み上げられていった。非上場株式の公正価値評価についても、類似企業の情報や複数の評価モデルとしての鏡の中に映し出された情報をいかに選別していくかが問題となる。

その際、評価者は公正価値会計基準（や教育マテリアル等の文書）に依拠することになるが、他に会計制度に関わる者¹⁶⁾として、少なくとも会計基準セッター、財務諸表作成者（評価者）、投資家、監査人の存在を考慮することが必要になる。彼等も少なからずファイナンスシャリゼーションの影響を受けていると考えられるが、そういった各関係者がそれぞれ互いにかなる評価技法の意図（または目的・意義）を共有しているか熟慮して評価額を算出する必要があると思われる¹⁷⁾。その過程において、特定の主体の意向を優先するような判断が下されるのは好ましくないと考えられる。重要なのは、他の主体が同様に会計制度に参加することにより、制度の恩恵に与っていると各主体が考える互酬性（reciprocity）の規範に基づき、公正な評価額を算定することである¹⁸⁾。互酬性は、社会的信頼を支える最も重要な規範であり、一般化すれば「ある時点では一方的あるいは均衡を欠くとしても、今与えられた便益は将来には返礼されるという、相互的期待を伴う交換の持続的關係¹⁹⁾」と定義される。例えば、監査人も判断基準の曖昧なグレーゾーンにおいて重要な監査判断を下す際、財務諸表作成者の意向のみを重視した判断を下すのではなく、基準セッターや規制監督機関ならびに財務諸表利用者が相互に期待し共有する基準の意図や目的を熟慮し、最終的な判断を下す必要がある。また、会計基準セッターも同様に他主体との関係を考慮し、倫理的な会計基準設定を行う必要性

も指摘されている（Williams and Young, 2009）。

そのために重要なのは、公正価値会計の目的は何か、各評価手法の意図は何か、各主体間で共有できるような討議（deliberative）の場である¹⁹⁾。このような討議の場には、Ijiri (2005) が主張するように、手続的公正に重点を置く必要があるだろう²⁰⁾。

5. 要約及び今後の研究へ向けた課題

わが国における公正価値会計をめぐる議論は長期間に及ぶが、特に近年のIFRS適用拡大の動きと相俟って検討すべきと考えられるのが、非上場株式（相場価額のない資本性金融商品）の評価をめぐる問題である。本稿では当該課題に対し、特にファイナンスシャリゼーションの観点から、2つの問題点を浮き彫りにした。

第1に、なぜ非上場株式まで公正価値で評価しなければならないのかどうかである。これについて解釈的にファイナンスシャリゼーションと会計制度の関係を考察し、特に前者のマクロ的な動きが、ファイナンスの知識及び理論の発展と並行して後者の動きに影響を与えていると指摘した。第2に、非上場株式の公正価値評価の多様性及び主観性をめぐる問題である。基本的に客観的な市場価格の入手が困難であるため、非上場株式には複数の評価技法が存在する。そのため、レベル別（レベル1から3）に分類する公正価値会計基準の柔軟性を利用した意図的・裁量的な評価額の算定及び分類の可能性がある。本稿では、当該問題に対して会計制度に関わる者の互酬的な判断を考慮した評価額算定が重要であると指摘した。評価方法が複雑になればなるほど、この点は重要になり得ると思われる。

本稿における先行研究の分析は網羅的ではな

16) これは岩崎 (2015) によれば、「企業情報チェーンにおけるプレーヤー」と表現される。

17) その論拠の前提となる考察については岡本 (2009) を参照されたい。

18) 会計専門家の倫理的判断に関する論考については、Flanagan and Clarke (2007) や Dunn et al. (2003) を参照されたい。

19) Putnam (1993), p. 172.

19) 金融商品の評価に関する人間同士の相互作用の重要性については、Okamoto (2014) を参照されたい。

20) Ijiri (2005) は、「手続的公正」を「純粋な公正」と対比させ、財務諸表の作成に関する純粋な公正さの追求に疑問を投げ掛けている。

く、依拠した調査結果も2次資料からの引用であるため、今後さらなる研究を推し進める必要がある。ただし、ファイナンスリゼーションと会計制度の連関を検討し、これまでのわが国の先行研究との接点を見出した点は、今後の研究に少なからず参考になるとと思われる。また本稿では取り上げていないが、非上場株式の評価は事業承継の問題等と絡み、税務会計領域において、実務的及び法的な議論が盛んに行われている²⁰⁾。そのような知見を領域横断的に財務会計領域に生かしていくことも、ある程度有益ではないかと思われる。

(付記) 本稿は、2014年度文部科学省科学研究費補助金(若手研究(B)(課題番号 26780254))の援助を受けている。

【参考文献】

- Altamuro, J. and Zhang, H. (2013), "The Financial Reporting of Fair Value Based on Managerial Inputs versus Market Inputs: Evidence from Mortgage Servicing Rights," *Review of Accounting Studies*, Vol. 18, No. 3, pp. 833-858.
- Collison, D., Cross, S., Ferguson, J., Power, D. and Stevenson, L. (2014), "Financialization and Company Law: A Study of the UK Company Law Review," *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 25, No. 1, pp. 5-16.
- Dunn, J., McKernan, J. F., O'Donnell, P. (2003), "Moral Reasoning and the Accountant: Rules and Principles," *Occasional Research Paper*, No. 36, Certified Accountants Educational Trust, London.
- Epstein, G. A. (2005) (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar: Cheltenham.
- Flanagan, J. and K. Clarke (2006), "Beyond a Code of Professional Ethics: A Holistic Model of Ethical Decision-Making for Accountants," *Abacus*, Vol. 43, No. 4, 488-518.
- Gebhardt, G. (2012), "Financial Instruments in Non-financial Firms: What Do We Know?" *Accounting and Business Research*, Vol. 42, No. 3, pp. 267-289.
- Gunnoe, A. and Gellert, P. (2011), "Financialization, Shareholder Value, and the Transformation of Timberland Ownership in North America," *Critical Sociology*, Vol. 37, No. 3, pp. 265-284.
- Harvey, D. (2006), *Spaces of Global Capitalism*, Verso: London.
- IFRS Foundation (2012), *Educational Material on Fair Value Measurement: Illustrative Example to Accompany IFRS13 Fair Value Measurement—Unquoted Equity Instruments within the Scope of IFRS 9 Financial Instruments*.
- Ijiri, Y. (2005), "US Accounting Standards and their Environment: A Dualistic Study of their 75-years of Transition," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, No. 4, pp. 255-279.
- Krippner, G. R. (2005), "The Financialization of the American Economy," *Socio-Economic Review*, Vol. 3, No. 2, pp. 173-208.
- Lucarelli, B. (2012), "Financialization and Global Imbalances," *Review of Radical Political Economics*, Vol. 44, No. 4, pp. 429-447.
- Okamoto, N. (2014), "Fair Value Accounting from a Distributed Cognition Perspective", *Accounting Forum*, Vol. 38, No. 3, pp. 170-183.
- Ordelheide, D. (2004), "The Politics of Accounting: A Framework," in Leuz et al. (eds.), *The Economics and Politics of Accounting*, Oxford University Press, New York, pp. 269-284.
- Preda, A. (2009), *Framing Finance*, Chicago University Press: Chicago.
- Putnam, R. D. (1993), *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton University Press (河田潤一訳(1993),『哲学する民主主義』, NTT出版)。
- Searle, J. R. (1995), *The Construction of Social Reality*, The Free Press, New York.
- Williams, P. F. and Young, J. (2009) "Sorting and Comparing: Standard-setting and 'Ethical' Categories," *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 21, No. 6, pp. 509-521.
- Zhang, Y. and Andrew, J. (2014), "Financialisation and the Conceptual Framework," *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 25, No. 1, pp. 17-26.
- 池尾和人・大野早苗編著(2014),『コモディティ市場と投資戦略—「金融市場化」の検証』勁草書房。
- 石原宏司(2012),「公正価値測定に関する教育マテリアル「IFRS第9号『金融商品』の範囲に含まれる相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定」ドラフトの概要」『会計情報』第436号, 19-23頁。
- 岩崎伸哉(2015),「企業情報チェーンの重層的変化と全体最適化への動向」『企業会計』第67巻第1号,

20) 例えば高沢(2011)を参照されたい。税務上も非上場株式には類似業種価額方式や純資産価額方式、配当還元方式など、企業の規模や支配の有無により様々な評価技法が用いられる。

- 72-74頁。
- 岡本紀明 (2013), 「国際的規範のダイナミクスとIFRS—ローカルな規範のグローバルな反映に向けて—」『国際会計研究学会年報』2012年度第2号(通号32号), 5-21頁。
- (2009), 「原則主義会計と細則主義会計—アメリカ・イギリス・カナダにおける動向」古賀智敏編著『財務会計のイノベーション』第14章所収, 中央経済社, 265-287頁。
- 河本一郎・濱岡峰也 (2014), 『非上場株式の評価鑑定集』成文堂。
- 企業会計基準委員会 (ASBJ) (2014), 公開草案「修正国際基準 (国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準)」2014年7月。
- 古賀智敏 (2001), 「金融商品とファイナンス型会計理論: 包括的公正価値評価とヘッジ会計」『国民経済雑誌』第183巻第5号, 31-43頁。
- 小林陽介 (2012), 「アメリカ経済の金融化と企業金融」『経済理論』第49巻第3号, 90-95頁。
- 高沢修一 (2011), 「事業承継における非上場株式の評価に関する問題点: 純資産価額方式の改正点を中心として」『会計』第180巻第6号, 845-858頁。
- 武田隆二 (2008), 「複製時代の会計手法」『企業会計』第60巻第6号, 4-13頁。
- 竹埜正文 (2013), 「IFRSでの非上場株式の公正価値測定のポイント(上)」『経理情報』第1346号, 44-47頁。
- 竹村光広 (2013), 「最近のIFRSに関する誤解」『会計・監査ジャーナル』第695号 (2013年6月号), 25-28頁。
- 山田善隆 (2014), 「IFRS任意適用企業の財務諸表を読む! 〈後編〉」『経営財務』第3182号, 12-21頁。