

SPEの連結と開示

NAKAN0, Takayuki / 中野, 貴之

(出版者 / Publisher)

法政大学キャリアデザイン学部

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

Bulletin of the Faculty of Lifelong Learning and Career Studies / 法政大学キャリアデザイン学部紀要

(巻 / Volume)

8

(開始ページ / Start Page)

117

(終了ページ / End Page)

139

(発行年 / Year)

2011-03

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00007385>

SPE の連結と開示

法政大学キャリアデザイン学部教授 中野 貴之

1 研究目的

本研究の目的は、SPE⁽¹⁾ (special purpose entity：特別目的事業体) の連結と開示をめぐり、財務諸表利用者がいかなる情報需要をもつとともに、SPE を利用する企業側はいかなる課題に直面しているかを、日本の実態に即して考察することである。

連結会計の出発点は連結の範囲を画定することであり、それは連結企業グループの境界線を引くことに相当する。ある企業が、グループの内側・外側のどちらに置かれているかを識別する規準は親会社によって支配されているかどうかであるが、ある企業が他の企業に及ぼしている力は、本来、ほとんど影響力を及ぼしていない状態から、完全に支配下に置いている状態までの連続線上の1点として捉えられるものである(秋葉、2008、p.23；桜井、2008、p.68)。

連結範囲画定の難しさは、この連続線上のどこか1点をとって、「支配している」、「支配していない」という1か0かの判断を迫られることである。この連続線上のどこか1点に、「支配している」、「支配していない」という境界線を引かなくてはならない以上、その周辺はグレーゾーン、すなわち1か0かの判断を一概に下すことは難しい領域として位置づけられる。

ここで検討するSPEは、グレーゾーンに位置づけられる典型例である。SPEの連結問題がこれまでなかなか決着をみなかったのはグレーゾーンのどの1点に線を引くかが難しいことにあるが、後述のとおり、現在の国際的動向から見て、今後、広い範囲のSPEに対して連結が強制されていくことは間違

いない。グレーゾーンに含まれる SPE の連結を慎重に判断するのではなく、むしろ積極的に連結の範囲に取り込もうとする動向にあるのである。

ただし、SPE の連結が進展していくとしても、SPE をめぐる問題はそれだけですべて解消に至るほど生易しいものではないと考える。たとえば、日本企業の中にはすでに SPE の連結を積極的に行っているところが見られるが、一部財務諸表利用者はそれによって連結財務諸表が企業の実態を示さなくなり、むしろ理解しにくくなったと指摘している⁽²⁾。SPE 連結の目的は、企業の実態を開示し、企業・投資家間の情報非対称性を緩和することにあるが、SPE の連結によって緩和するどころか、むしろ拡大してしまっている、というのである。

SPE の分析において、財務諸表利用者はどのような問題に直面しているのか、また SPE の連結は、連結会計情報の有用性を高めるのかどうか、高めるとすればどのような意味においてであろうか。

本研究では、これらの点を明らかにすべく、財務諸表利用者に対する調査を行い、かかる知見をもとに考察を行っていく。

本研究の構成は以下のとおりである。まず、SPE の連結および開示をめぐる動向を整理した上で、本研究において検討すべき課題を識別する。続いて、調査の方法および結果を述べ、最後に本研究を通じて得られた知見を纏めるとともに、それらのインプリケーションについて言及することとしたい。

2 SPE の連結および開示をめぐる動向

2-1 SPE の特徴

まず、簡単に、SPE の特徴と現状を確認しておきたい。

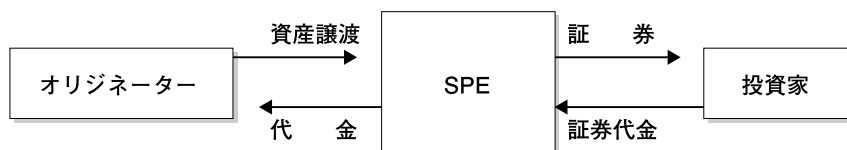
日本において、SPE は、1998年に「資産流動化に関する法律」（以下、資産流動化法）が施行されて以降、本格的に利用されるようになった。同法は企業の所有資産の流動化を促進することを目的として制定されたものであり、資産の流動化の際、SPE は次のように利用される。

以下、不動産の流動化を例として説明する（図表1参照）。まず、オリジネーターたる企業が、本社ビル等の原資産を SPE に譲渡する。それを受け、SPE は、同資産の代金を支払うため、投資家への証券販売（株式および社債）なら

びに金融機関からの借入によって資金調達を行う。投資家に対して高い利回りを確保すべく、SPE の負債比率は高く設定し、しかも、通常の借入金ではなく、当事者に出資額以上の訴求義務が生じない、いわゆるノンリコース債務（非遡及型債務）を通じて借入を行うのが一般的である。

オリジネーターに対して原資産の代金が支払われた後、オリジネーターは、本社ビルの借り手として家賃を SPE に支払っていき、投資家に対する配当金および社債利息の支払、ならびに、借入金の返済が自動的に行われていくという仕組みである。

【図表 1 資産流動化のプロセス】



この仕組みを通じて、オリジネーターたる企業にとって本社ビルの流動化が可能にある。流動化を行う以前、オリジネーターの貸借対照表には、資産およびそれに相応する負債が計上されているが、流動化後、固定資産が現金化され、負債の返済に充当されることから、オリジネーターの財務内容は改善する。負債比率が低下するとともに、総資産額が圧縮することから、ROA も上昇することになる。

以上の不動産流動化は資産の流動化の一種であり、金融業では金融資産の流動化に利用されている。不動産の流動化と同様、SPE に債権等を譲渡し、それらを裏付けとして証券を発行し、流動化する仕組みをとっている。

さらに、現在、資産の流動化に限らず、SPE の利用はより広範囲に拡大している。とくに、日本において目立っているのは、不動産開発事業と投資運用事業（ファンド）における利用である。

前者に関しては多様な形態が見られるが、たとえば大型不動産開発において SPE が利用されている。不動産開発目的の SPE を設定し、そこに不動産会社、建設会社および投資家が資金提供を行い、土地開発、建物建設および完成後の運用主体としての役割を果たしていく。一方、後者に関しては、不動産投

資等を目的とした SPE を設定し、そこに投資家が資金提供を行い、投資収益を分配する器としての役割を果たしていくのである⁽³⁾。

資産流動化と同様に、投資家に対する高利回りを確保すべく、一般的に、多額のノンリコース債務を調達し、高い負債比率の下で事業を実施している。ノンリコース債務である以上、SPE の事業が破綻しても、SPE の当事者、たとえば不動産会社および建設会社本体には、契約上、借入金の返済義務は出資額を超えて及ばないことになっている。

2-2 金融危機以前の連結・開示規制と開示状況

前述のとおり、日本において SPE が本格的に利用されるようになったのは資産流動化法施行以降のことであり、同法の下、国の政策として企業資産の流動化の促進が図られる中、SPE はその器 (vehicle) として利用されてきた。

かかる背景の下、当初、SPE は出資企業の財務諸表には連結しない、むしろオフバランス化を促進することを前提として制度設計が進められてきたといつてよい。したがって、当初、会計基準が SPE の連結除外を明確に認め、補足開示も要求しなかったのは当然のことといえる。日本では、これまで、資産流動化法に基づく SPE およびこれに類似の事業体は、子会社の範囲画定基準を満たしていたとしても、親会社の支配は及ばないと認定し⁽⁴⁾、連結の範囲に含めないことを認めてきたのである⁽⁵⁾。

ところが、近年、かかるあり方は一変しており、出資企業が SPE を事実上支配下に置く場合には積極的に連結し、併せて補足開示も行うべきであるという方向で規制の議論が進展している。かかる転換を促した要因としては、第1に、米国エンロン社事件あるいは日本のライブドア社事件等において、SPE およびそれに類似の事業体が不正の器として利用されていたこと、第2に、不動産開発事業等において SPE と開発主体とが独立ではなく、むしろ一体となって事業が実施されている実態が見られることなどがあげられる。

かかる状況下、IFRS (国際財務報告基準) および SFAS (米国財務会計基準) は、程度の差こそあれ、連結すべき SPE の対象を拡大するとともに、補足開示の水準を徐々に引き上げてきたのである (FASB, 2003; IASB, 2004)。

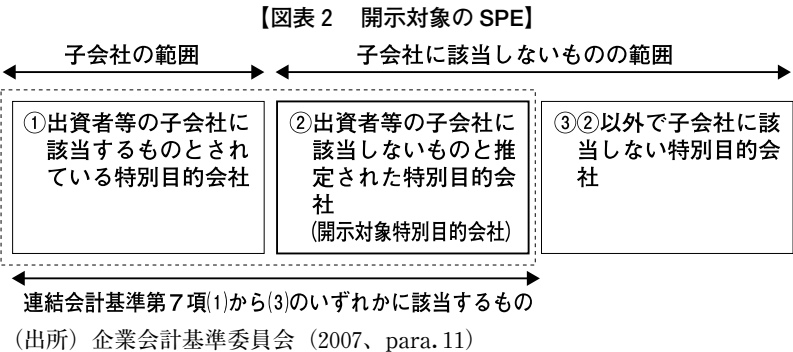
同様に、日本でもライブドア社事件において投資事業組合が不正の手段とし

て利用されたことから、2006年、ASBJ（企業会計基準委員会）は実務対応報告第20号「投資事業組合に対する支配力基準及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱い」を公表し、投資事業組合、民法上の任意組合および商法上の特定組合等の連結方針の明確化を図った（企業会計基準委員会、2006）。

本実務対応報告を受け、2007年9月期以降、とくに不動産投資顧問会社が数多くの投資事業組合等を連結範囲に含めるようになった。これらの会社は、不動産投資ファンド組成のため、数多くの投資事業組合等を運営しており、それらの活動およびノンリコース債務等がそれらの会社の連結財務諸表に含まれるようになったのである。

数多くのファンドを連結した結果、連結財務諸表の内容が激変する様相を呈しており、投資家側はファンドによる活動の全貌が明らかになった一方で、本来の投資顧問業務とファンドの活動とが渾然一体となってしまう、むしろ連結財務諸表の内容を理解しにくくなったとも指摘されている⁽⁶⁾。

投資事業組合の連結方針明確化に加えて、ASBJは、2007年、企業会計基準適用指針第15号「一定の特別目的会社に係る開示に関する適用指針」を公表し、SPEに関する包括的な連結規準を規定する前段階として、一定のSPEについて補足開示を義務付ける措置を講じた。本適用指針の適用対象となるのは、図表2のとおり、子会社の範囲画定基準を満たしているものの、資産流動化法に基づく機構であるなどの理由により、親会社の支配が及ばないと判断されたもののみである。したがって、開示対象となるSPEは、上場企業が関与するSPEのうちの一部に留まると推測される。



122 法政大学キャリアデザイン学部紀要第8号

同適用指針に基づく開示は、2008年3月期決算から開始されている。ここでは、どの程度の会社が開示しているのかを把握すべく、当該注記情報を調査した。調査対象は、全国の証券市場（新興市場を含む）に上場する3月決算企業全社であり、該当するデータは2008年3月決算期の有価証券報告書から収集した。調査結果は図表3のとおりである。

はじめに目に付くのは、4,000社弱に及ぶ上場企業のうち、SPEに関する開示を行っているのは34社に過ぎないということのである。開示企業が比較的多いのは、不動産業（7社）、その他金融業（6社）および銀行業（5社）である。1社当たりのSPEを見ると、不動産会社が群を抜いているが、これは大手不動産会社によるものである。

建設および不動産業では、SPEを利用している企業が多いといわれているが、大手不動産会社を除きほとんど開示を行っていない。上述のとおり、本適用指針の適用対象は限定的であり、実際の状況も、上場企業が関与する一部SPEが開示されるに留まっている、と推測される⁽⁷⁾。

ただし、本適用指針によって、SPE全般の状況が明らかにならないまでも、それに向けて一歩進展したことはたしかである。

2-3 金融危機以降の規制動向

SPEの連結および開示規制は、2008年の金融危機発生以降、一段と強化される方向で進展している。サブプライムローン問題に端を発した金融危機が拡大する中、SPEに関与する企業のリスクが強く認識され、SPEの連結および開示規制を強化する必要がある、との認識が世界的に共有されるに至ったのである。

かかる問題意識の下、とくにIASB（国際会計基準審議会）とFASB（米国財務会計基準審議会）は、SPEの連結および開示基準の策定を、コンバージェンスを念頭に置いた協力関係の下、進めてきている⁽⁸⁾。連結問題は両会計基準のコンバージェンスに関するMoU（覚書）に含まれており、金融危機対応プロジェクトとして優先的に取り組まれる課題の1つとなっている。

IASBは、2003年以来、連結およびそれに関連する開示に関する包括的会計基準の策定を進めてきており、SPEの問題は当該プロジェクトの中で検討さ

【図表 3 一定の SPE の開示状況】

	SPE の利用目的				1 社あたり SPE 数
	債権 流動化	不動産 流動化	不動産 開発・投資	計	
繊維	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	1.0
パルプ・紙	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	1.0
機械	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	2.0
電気機器	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	1.0
建設	0 0.00%	1 50.00%	1 50.00%	2 100.00%	3.0
商社	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	1.0
銀行	5 100.00%	0 0.00%	0 0.00%	5 100.00%	9.2
その他金融	6 100.00%	0 0.00%	0 0.00%	6 100.00%	8.8
不動産	0 0.00%	1 14.29%	6 85.71%	7 100.00%	21.7
鉄道・バス	0 0.00%	2 100.00%	0 0.00%	2 100.00%	10.0
陸運	0 0.00%	0 0.00%	1 100.00%	1 100.00%	4.0
倉庫	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	1.0
通信	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	2.0
電力	0 0.00%	1 100.00%	0 0.00%	1 100.00%	1.0
サービス	0 0.00%	3 100.00%	0 0.00%	3 100.00%	1.0
計	11 32.35%	15 44.12%	8 23.53%	34 100.00%	67.7

(注)

・全上場企業のうち、2008年3月期決算企業を集計している。

124 法政大学キャリアデザイン学部紀要第8号

れている。2008年、公開草案第10号「連結財務諸表」(IASB, 2008a; 2008b; 2008c)を公表後、コメントレーターの検討およびFASBとの協議を重ね、2010年9月に、スタッフによる暫定的結論として、「スタッフ草案」(IASB, 2010)を公表している。同草案によれば、SPEを含む連結企業全般に適用可能な支配概念を提示し、当該支配概念に基づいて、すべての連結企業を一元的に捕捉するという枠組みが採用されている⁽⁹⁾。この一元的な支配概念の採用には、SPE固有の概念ではなく、連結企業全般に適用可能な一元的概念を示すことによって、SPEの連結外しを防ぐ狙いがある。併せて、連結の有無に拘わらず、企業が関与するSPEに関し、詳細な開示が要求される見込みである。当該連結および開示に関する最終基準は2011年第1四半期(1月～3月)に公表される予定であるが、SPEに関し、従来よりも連結および開示範囲が拡大することは必至である⁽¹⁰⁾。

一方、米国においても、金融危機発生以降、SPEに関する規制強化が確実に進展している。まず、金融危機への緊急対応として、2009年、SFAS第166号「金融資産の移転に関する会計処理——SFAS第140号の改訂」(FASB, 2009a)を公表しQSPE(適格SPE)の概念⁽¹¹⁾を廃止するとともに、SFAS第167号「FIN(FASB解釈指針)第46号(R)の改訂」(FASB, 2009b)を公表し、定量分析のみならず定性分析も含めてSPE連結の有無を判断することを要求するなど、SPEの連結基準の改訂を行った⁽¹²⁾。

現在、IASBとFASBは引き続き連結基準のコンバージェンスの協議を重ねているが、ファンドを扱う等の投資企業については被投資企業の連結は行わず、当該投資を公正価値によって評価することが双方において検討されている。

前述のとおり、日本では、事実上、SPEの連結除外が認められるとともに、開示対象のSPEも非常に限られている。ただし、かかる国際動向の下、ASBJはIASBと歩調を合わせつつSPEの連結および開示基準の策定を進めており、同基準策定後、日本企業についても広範囲のSPEについて連結が要求され、併せて開示水準が引き上げられるのは間違いないといえる。

3 検討課題

以上の SPE の連結および開示をめぐる動向を踏まえ、本節では、本研究において検討すべき課題を識別する。

上述のとおり、SPE の連結が一段と進展していくことが見込まれるが、一部財務諸表利用者は、SPE の連結によって、連結財務諸表の内容が理解しにくくなったと指摘している。かかる指摘に従えば、SPE を積極的に連結していくことは、企業の実態開示、すなわち企業・投資家間の情報非対称性を緩和するどころか、むしろ拡大させる、ということになる。SPE を積極的に連結していくことは、本当に、財務諸表利用者に資するものであるかどうか。

以上の問題意識に基づいて、本研究では、第 1 に、次の点を調査・特定することとする。

検討課題 1：財務諸表利用者は、SPE の連結が進展することによって、連結

財務諸表が利用・分析しにくくなるとの認識をもっているのかどうか？

かかる認識をもっているとすれば、具体的に、どのような点で利用・分析しにくくなるのかどうか？

もし、財務諸表利用者にとって SPE に関する情報は必要不可欠であるものの、SPE の連結を行うことには問題がある、ということならば、SPE の連結を行わず、補足開示のみに留めておくことが適切な対応といえよう。しかしながら、現在の国際的動向としては、SPE の連結と開示双方を要求している。SPE の連結を実施すると、連結財務諸表は利用・分析しにくくなると指摘されているにも拘わらず、補足開示のみに留めず、SPE の連結まで求めていることは適切なのかどうか。

これらの問題意識に基づいて、本研究では、第 2 に、次の点を調査・特定することとする。

検討課題 2：財務諸表利用者にとって、SPE に関する補足開示に加え、SPE

を連結対象とする必要があるのかどうか？必要があるとすれば、それはどのような理由によるのかどうか？

本研究では、専門的財務諸表利用者に対する調査を実施し、これらの課題を明らかにしていく。

4 調査方法

調査の概要は以下のとおりである。

- 方法
 - 個別訪問に基づく聞き取り調査
- 対象
 - 証券アナリスト30名

担当	アナリストとしての立場	所属
株式担当者 (16名)	セルサイド・アナリスト (9名) バイサイド・アナリスト (7名)	証券会社、調査研究所、信託銀行、 投資顧問会社
債券担当者 (14名)	セルサイド・アナリスト (6名) バイサイド・アナリスト (3名) 格付アナリスト (5名)	証券会社、投資顧問会社、格付会社

● 実施期間

2007年7月26日～2008年3月7日

本研究では、財務諸表利用者の真意を深く聞き取ることが意図したため、大量サンプルを対象とした質問紙調査ではなく、聞き取り調査を選択した。

調査対象者は、財務諸表分析およびIRに精通した証券アナリストとし、個別株式および債券担当者で構成した。投資家層は株式（純資産）および社債券（負債）に二分でき、両投資家層の問題意識および分析方法は異なることから、両担当者を半々程度とした。なお、SPEは、格付上、どのように扱われているのかについても把握するため、債券担当者には証券会社および投資顧問会社等のアナリストの他、格付会社のアナリストも加えた。

上記検討課題に従い、調査対象者には主に次の質問を行った。

主な質問事項

① SPE 連結の問題点

SPEを含んだ連結財務諸表は利用・分析しにくいかどうか？とくに、どのような点が利用・分析しにくいかどうか？

② SPE 連結の意義

補足開示を行った上で、SPE を連結対象とする意義はあるのかどうか？

5 調査結果

5－1 全般的傾向

以下、調査結果である。

最初に、調査対象者の基本スタンスを把握すべく以下の選択肢を示し、回答を求めた。

- Q. SPE の連結と開示についてどのように考えるか？**

 - (a) SPE を連結すれば十分であり、補足開示の必要はない（連結のみ）
 - (b) SPE は連結せず、補足開示に留めるべきである（補足開示のみ）
 - (c) SPE を連結した上で、補足開示も行うべきである（連結＋補足開示）
 - (d) その他

【図表 4 SPE に関する回答結果】

	(a)連結のみ	(b)補足開示のみ	(c)連結＋補足開示	(d)その他	(e)無回答
株式担当者	0	4	7	1	4
債券担当者	0	4	8	2	0
計	0	8	15	3	4

回答結果を見ると、一見して、「(b) 補足開示のみ」と「(c) 連結＋補足開示」の 2 つに集中していることがわかる。「(a) 連結のみ」を選択した者はいない⁽¹³⁾。

回答結果によれば、調査対象者は、補足開示が必要であるという点では意見の一致をみているが、補足開示に加え、連結まで行った方が良いのかどうかという点で見解を異にしている。数の上では、「(b) 補足開示のみ」に比して「(c) 連結＋補足開示」の方が多く、本調査の意見分布としては、SPE の連結を積極的に捉える見解が比較的多いといえる。

5-2 SPE 連結の問題点

本調査対象者のうち、とくに上記選択肢（b）「補足開示のみ」を選択した者が、SPE 連結の問題点を強く主張した。

調査対象者が指摘した主な問題点は以下のとおりである。

SPE を連結すると、まず連結損益計算に関して、SPE における賃料収入、配当収入および（ノンリコース債務に対する）支払利息が上乘せされることによって、連結財務諸表を通じて、企業グループ自体の損益状況が把握できなくなる⁽¹⁴⁾。同じく、資産運用を目的とする SPE に関しては毎期の損益の変動が大きく、実際、当該 SPE の連結を行っている企業においては、連結財務諸表を通じて、とても企業グループ本体の損益状況を把握できる状況ではなくなっている。これらの企業に関しては、自主的に提供されている、SPE に関する補足開示資料を用いて、「SPE の活動」と「企業グループ本体の活動」とを切り分けて分析作業を行っているが、容易ではない分析を強いられている（株式担当者3名、債券担当者2名）。

一方、連結負債に関しても、企業本体が直接負う義務のないノンリコース債務まで含むことは負債の過大表示であり、少なくとも理論的には信用評価に影響しないといえる部分まで負債に含めてしまうのはミスリーディングである（株式担当者3名、債券担当者3名）。

以上のとおり、SPE 連結の問題点として調査対象者が指摘している点は、損益計算書（損益計算）および貸借対照表（負債額の表示）両面に及ぶ。SPE は通常の企業活動とは一線を画す特異な機構であるため、それらを含むことは連結企業グループの理解にとってノイズになる、ということを調査対象者は指摘しているのである。

これら調査対象者の意見に基づけば、財務諸表利用者は、SPE の連結が進展することによって、連結財務諸表が利用・分析しにくくなるとの認識をもっている、と判断するのが妥当である。

5-3 SPE 連結の意義

SPE の連結によって連結財務諸表が利用・分析しにくくなることはたしかであるとしても、調査対象者のうち、上記選択肢（c）「連結+補足開示」を

選択した者はそれでも SPE を連結する必要がある、との見解をもつ。SPE の連結は問題を孕んでいるにも拘らず、なぜ連結が必要と考えるのか。

SPE の連結を否定する者と、肯定する者との考えの相違点は、主に、①ノンリコース債務の捉え方および②連結財務諸表のあり方、の2点に関わっている。各論点別に、SPE の連結を肯定する者の見解を見ていくことにする。

①ノンリコース債務の捉え方

債券担当者の約半数（7名）が概ね以下に述べることを理由として、SPE の連結が必要であると強く主張した。

たとえば、不動産開発事業の SPE を前提とすると、仮に事業が失敗に終わったとしても、SPE のノンリコース債務に不動産開発会社が責任を負わないとは到底考えられない。なぜならば、一度でも責任を負わないようなことがあれば、二度と銀行からの借入（リファイナンス）を行えなくなり、事実上、不動産事業の継続が不可能になるからである。したがって、不動産開発会社は、事実上、SPE のノンリコース債務を含めてリスクを負っていると見做すことができ、当該債務を連結負債に含むのが妥当である。

ただし、ノンリース債務のすべてを不動産開発会社の事実上の債務と見做すことができる、というわけではない。すなわち、不動産開発会社の信用力が低い場合、SPE のノンリコース債務に一切の責任を負わず、不動産業から撤退する可能性もある。したがって、SPE のノンリコース債務が、真に、連結会社の債務に相当するかどうかは、投資家が実質的に判断を下していくべきものである（債券担当者7名）。

債券担当者の見解は、「連結負債」には、事実上の債務に相当するかどうかではなく、企業側に裁量を与えず、債務になりうる「最大値」を含めてしまって、事実上の債務になりうるかどうかの判断は投資家に委ねるべきであるという考え方に基づいている⁽¹⁵⁾。SPE に関する補足情報の開示は、かかる投資家の判断に資するという点で意味をもっていることから、さらに開示の拡充を図る必要がある、というのである⁽¹⁶⁾（債券担当者5名）。

なお、格付アナリストからの聴き取りによれば、格付会社はまず債務になりうる事象のすべてを足し上げ、そこから事実上の債務に該当しないものを引き

130 法政大学キャリアデザイン学部紀要第8号

ていくという方法をとっており、債券担当者がここで示した見解と類似している。ただし、格付会社の場合、公表情報以上の情報を発行体から直接入手しており、SPE に関しては個々の案件ごとに、事業内容および財務状況を把握できている。したがって、発行体が SPE に関する情報を格付会社に提供している限り、格付けの際、SPE は完全に考慮されている⁽¹⁷⁾、ということができる。

②連結財務諸表のあり方

ノンリコース債務に関する以上の意見の他、SPE の連結を肯定する者の多くは、ノイズになるかどうかに関わらず、連結財務諸表には、被支配企業のすべてを機械的に含めるべきである、という考えを根底に置いている。連結財務諸表は、利用・分析し易いかどうかによって対象を決めるのではなく、支配が成立している企業群すべてを機械的に含め、そのことで生じるノイズの除去・整理は補足情報を用いて各投資家・財務諸表利用者が行うべきものである、という見解をとっているのである。

このような考え方をとる理由としては、第1にこれまで何度も同種の不正事件が生じてきたように、非連結の余地を認めるとそれらが不正の温床になりうること、第2に補足開示のみに留めておくと、いつの間にか開示が取り止められるケースが少なくなく、補足開示の拡充にとっても連結範囲に含めておくことが重要であること⁽¹⁸⁾、の2点をあげている（株式担当者2名、債券担当者4名）。

SPE 連結の意義に関する見解では、全般的に、債券担当者が要請している傾向が強い。

6 発見事項とインプリケーション

6-1 発見事項

以上の調査結果の発見事項を纏める。

本研究の第1の検討課題は、「財務諸表利用者は、SPE の連結が進展することによって、連結財務諸表が利用・分析しにくくなるとの認識をもっているかどうか？ かかる認識をもっているとすれば、具体的に、どのような点で利用・分析しにくくなるのかどうか？」を特定することであった。

この点に関する調査結果は、財務諸表利用者は、SPE の連結が進展することによって、連結財務諸表が利用・分析しにくくなるとの認識をもっている、と判断するのが妥当である。利用・分析しにくくなるのは損益計算書および貸借対照表両面に及ぶ。「SPE の活動」と「企業グループ本体の活動」とを切り分ける必要上、補足開示情報は必要不可欠であると位置づけられているのである。

続いて、第2の検討課題は、「財務諸表利用者にとって、SPE に関する補足開示に加え、SPE を連結対象とする必要があるのかどうか？ 必要があるとするれば、それはどのような理由によるのかどうか？」を特定することであった。

この点に関して、調査対象者の見解は、「連結すべきでない」と「連結すべきである」とに二分されており、意見の一致を見ていない。ただ、数の上では、後者の見解をとる方が比較的多い。

SPE の連結を否定する者と、肯定する者との考えの相違点は、主に、①ノンリコース債務の捉え方および②連結財務諸表のあり方、の2点に関わっている。

連結を否定する者は、①企業本体が直接負う義務のないノンリコース債務まで含むのは負債の過大表示である、②SPE 連結によって企業グループ自体の損益状況が把握し難くなる、という見解をとっていた。それに対して、連結を肯定する者は、①ノンリコース債務の多くは不動産開発会社等の事実上の債務と見られる、②連結財務諸表には被支配企業のすべてを機械的に含め、そのことで生じるノイズの除去・整理は補足情報を用いて各投資家・財務諸表利用者が行うべきものである、という見解をとっていたのである。

以上の SPE の連結を否定する考え方、肯定する考え方の妥当性を、ここで一概に評するのは適切ではない。なぜならば調査対象者の担当業種は一様ではなく、想定している企業群が異なっているからである。

ただし、前述のとおり、SPE に関する会計基準の動向は、連結を肯定する考え方に沿って進展している。連結・非連結の裁量的選択の余地を狭めるとともに、非連結扱いの SPE を含め、詳細な補足情報を要求する動向にある。

6-2 インプリケーション

以上の知見を踏まえ、最後に SPE の連結と開示に対するインプリケーションを述べる。

SPE の連結をめぐる問題の本質は、連結の結果、著しいノイズあるいは情報ロスが生じるということにある。

かかる課題が生じるのは、異質な企業を合算する、連結会計のある種宿命といえる。過去の類似問題として、事業会社における金融子会社の連結問題を指摘することができる。以前は、製造業を本業とする企業グループに、金融業の子会社を連結することは弊害が大きいことから連結の範囲から除外する、という考え方が支配的であった。SPE は金融子会社にも増して特異な機構であることから、合算の結果生じるノイズも大きく、連結による問題点が先鋭的に表れているのである。

現在、全金融子会社の連結が指示されているとおり、現在の会計基準のスタンスは、ノイズになるかどうかにかかわらず、連結財務諸表には被支配企業のすべてを機械的に含め、ノイズの除去・整理は補足情報を用いて財務諸表利用者自身が行う、というものである。SPE に対する規制のあり方も当該アプローチによっており、とくに金融危機発生以降、SPE に関与するリスクが強く認識されたことによって一層連結の範囲が拡大する方向に進んでいるのである。

しかしながら、当該アプローチが決して万能ではないことは、本調査対象者が指摘したとおりである。分析企業が SPE に深く関与しているとき、財務諸表利用者は困難かつ不確実性の高い分析を強いられることになる。

このため、投資家は SPE に深く関与しているほど、あるいは SPE に深く関与しているとの疑義をもたれているほど、負の評価を下す可能性が高い。事実、米国では、2003年に SPE の連結対象が拡大して以来、投資家は SPE のリスクを新たに認識し、SPE に深く関与する企業ほど、株式および債券双方の評価に負の影響が及んでいることを、数多くの実証研究が明らかにしている⁽¹⁹⁾。とくに、多数の SPE に関与している企業の場合、投資家にとって透明性が低く、企業との情報非対称性が埋めがたいとき、株主資本コストの上昇や信用評価の低下を招いている可能性がある。

SPE に関与する企業は、連結会計情報は決して万能ではないことを十分に

理解した上で、積極的な開示行動をとり、自ら投資家との情報非対称性を緩和していく必要がある。SPE に関与すること自体が証券評価に負の影響を及ぼす可能性が高い以上、そのことを十分に認識の上、不透明性の解消に積極的に取り組む必要がある。

また、本研究では、SPE の連結問題を中心に検討してきたが、自社が関与する重要な SPE のすべてが連結対象になる、ということはない。別の会社が SPE を支配し、自社は重要なパートナーの一員として関与している場合には、連結対象ではなく、持分法適用対象となる。その意味では、IASB が提案しているとおり、連結の有無に拘わらず、自社が関与する重要な SPE 全体を開示していく、という視点をもつことが重要である。

ただし、問題の核心は、外部者にとって分析しがたく、実態を掴みがたい機構（SPE）に関与しているということにある。本研究で明らかにしてきたとおり、いくら積極的な開示行動を採ったとしても、ノンリコース債務の評価等、投資家は、SPE による経済活動の実態を踏まえた実質的判断を迫られることになる。SPE の連結および開示基準が整備され、企業側が自発的に開示項目を増やしたとしても、数多くの SPE に深く関与すること自体、自社の評価に負の影響を及ぼす可能性が高い。SPE 利用企業はこの点を十分認識した上で、SPE の利用戦略および開示戦略を決めることが求められている。

[注]

- (1) SPE とは、証券化の管理業務等、事業の範囲を明確に限定した事業体のことであり、会社、信託およびパートナーシップ形態を総称するものである。通常の企業と異なり、日々の経営意思決定を下していく必要はなく、「器」としての機能を果たしているに過ぎないことから、特別目的ヴィークル（special purpose vehicle：SPV）とも呼ばれる。また、SPE のうち、とくに会社形態をとった事業体は特別目的会社（special purpose company：SPC）と呼ばれる。
- (2) この点について、たとえば、「SPC 連結問題、対応に苦慮」（日経金融新聞 2007年7月17日付、4面）を参照のこと。
- (3) これらのスキームについて、詳しくは、岡内（2007）を参照のこと。

134 法政大学キャリアデザイン学部紀要第8号

- (4) たとえ、SPE が子会社の範囲画定基準を満たしていたとしても、親会社による支配が及ばないと判断する根拠は次のとおりである。

資産流動化法に基づく証券化の場合、SPE の投資家の観点から重要になってくるのが「倒産隔離」を図ることである。倒産隔離とは、オリジネーターが倒産したとき、オリジネーターの債権者が譲渡資産を差し押さえることができないようになっていることをいう。倒産隔離が確保されていない場合、証券化の源泉たる資産がオリジネーターの債権者に差し押さえられてしまい、投資家は、損失を蒙ることになる。したがってオリジネーターと SPE との間で真性売買が成立しているかが重要であり、真性売買が成立しているとすれば、親会社の支配は及ばない、すなわち子会社には該当しない、ということになる。

- (5) 「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」三 特別目的会社の取扱い（企業会計審議会、1998）に以下の規定があり、連結除外が明確に認められている。

「特別目的会社（特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（平成10年法律第105号）第2条第2項に規定する特定目的会社及び事業内容の変更が制限されているこれと同様の事業を営む事業体をいう。以下同じ。）については、適正な価額で譲り受けた資産から生ずる収益を当該特別目的会社が発行する証券の所有者に享受させることを目的として設立されており、当該特別目的会社の事業がその目的に従って適切に遂行されているときは、当該特別目的会社に対する出資者及び当該特別目的会社に資産を譲渡した会社（以下「出資者等」という。）から独立しているものと認め、上記一にかかわらず、出資者等の子会社に該当しないものと推定する。」

- (6) この点について、たとえば、次を参照のこと。

「出資ゼロで連結扱いも」（日本経済新聞朝刊 2007年4月14日付、14面）

「投資事業組合の連結——実務対応報告第20号の適用で財務諸表はこう変わった——」（『週刊 経営財務』No. 2817、pp. 6－7）

- (7) 金融庁では、2008年3月期有価証券報告書の重点審査の1つとして、SPE に関する開示状況を取り上げ、2008年3月期決算企業3,148社が調査票を提出した。調査対象は有価証券報告書提出会社全般であるため、本研

究の調査対象と同じではないが、金融庁の調査結果によれば、開示対象の SPE が存在する会社は89社、当該開示対象 SPE の数は476社であった。ただし、重要性が乏しいことから、一定の SPE の記載が省略された結果、実際の開示対象 SPE の数は389社であった。

開示対象 SPE との主な取引の目的は不動産または金銭債権の流動化であり、SPE の主な法形態は、株式会社、特例有限会社、合同会社、資産流動化法上の特定目的会社またはケイマン諸島に設立された法人などである。また、開示項目の記載不備については、開示対象 SPE の法形態および開示対象 SPE との取引を記載していない会社が各々1社あっただけであり、概ね適正に記載されている（金融庁、2009）。

- (8) 以下、IASB および FASB の動向に関する記述については両機関のホームページを参照している。IASB：<http://www.ifrs.org>、2011年1月17日閲覧、FASB：<http://www.fasb.org>、2011年1月17日閲覧）。

- (9) 同草案では、支配概念を次のように定義している。

「投資企業は、被投資企業に関与していることによってリターンの変動に晒され、または変動しうるリターンに権利を有しており、かつ、被投資企業に対する権限を通じて当該リターンに影響を及ぼす能力を有しているとき、被投資企業を支配している。」（para. 6）

- (10) IASB の連結プロジェクトの動向について、詳しくは、木村（2011）を参照のこと。

- (11) SFAS 第140号（FASB, 2000, para. 46）によって、SPE が金融資産の譲渡人と明確に隔離されているなど、SPE と譲渡人との関係が明確に隔離されている場合には QSPE と認定され、連結除外が認められていた。

- (12) 米国における動向について、詳しくは、川西（2009）および杉本・西澤（2008）を参照のこと。

- (13) 株式担当者のうち4名は、担当企業が SPE に関与していないことを理由に、「(e) 無回答」であった。

- (14) SPE には、通常の企業と異なる特徴が2つある。第1は証券化の器として賃料受取、利息・配当金支払および借入金返済等が自動的に行われるようになっていること、第2に、投資家に対する高利回りを確保するため、一般的に負債比率は高く、しかもその大半は出資者に出資額以上の返済義務が及ばない、いわゆるノンリコース債務によっている、ということ

である。

- (15) ただし、債券担当者の中には、このような保守的な方法に対して、アナリストがリスクを見損じる可能性を減らすことに目的を置き過ぎていると指摘する者もいた。
- (16) ASBJ による開示基準（企業会計基準委員会、2007）の意義について、次の見解が示された。

● 債券担当者（格付アナリスト）

SPE の開示は、緒に就いたばかりであり、SPE の連結問題の決着を見るまでは、試行段階にあるといえよう。投資事業組合の連結も、企業によって、対応が分かれており、これと類似した状況といえる。

格付会社は、本注記以上の情報、すなわち SPE 案件の一覧表を、発行体を通じて入手していることから、本注記情報が、格付に影響を及ぼすことは原則としてない。ただし、発行体が SPE を利用し、当該事実を格付会社に知らせていないことも可能性としては否定できないかもしれない。本注記情報の強制を通じて、これまで明らかではなかった事実が把握できるというケースが生じうることは否定できないであろう。

● 債券担当者

アナリストの立場からは、リスク要因は、オンバランス、オフバランスに拘わらず、すべてを足し戻して、評価を行う必要がある。本注記情報を通じて、潜在的リスクが明らかになったことは意義がある。

5 年程前であれば、SPE に関する情報は、格付会社に対してさえ提出されていなかった。発行体側も、ノンリコース債務であるため報告の必要はないという認識をもっていたと思われる。本注記情報は、現在、格付会社が得ている情報ほど詳細に及ぶものではないが、SPE に関する情報が一定の基準に基づき公的に開示されるに至ったことは意義のあることであり、今後、さらに開示が進んでいくのではないと思われる。

- (17) この点に関して、格付アナリストは次のように述べている。

SPE のノンリコース債務を、格付の際、実質的に、発行体の負債と看做すかどうかはまさしく格付業務そのものであり、実質的に判断すべきものである。たとえば、発行体にとって、放棄できないような重要プロジェクトであり、プロジェクトが失敗しても、最後まで責任を負うと見込まれるならば、ノンリコース債務であるとしても、実態上、負債の一部と見な

くてはならない。他方、重要度の低いプロジェクトであり、プロジェクトが失敗した場合には放棄してしまうであろうと見込まれるならば、実質的な負債を構成しないと考える。格付においては、オフバランスとなっているものがあれば、第1段階としてすべてを合算してみて、そのうち実質的に負債にならないと判断されたものを外していくというのが基本的な考え方である。これは、リース等についても該当する。すなわち、一度合算してみて、リスクフリーのものを外していくのである。

- (18) SPE の連結のノンリコース債務が連結されると、企業側はノンリコース債務であることを強調するために、SPE に関する補足開示を自ら積極的に行うであろうとの見解を示す者もいた（債券担当者）。
- (19) この点について、詳しくは、中野（2010）を参照のこと。

[参考文献]

Financial Accounting Standards Board [FASB] (2000), *Statement of Financial Accounting Standard [SFAS] No. 140, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*, FASB.

— (2003), *Interpretation No.46, Consolidation of Variable Interest Entities*, FASB.

— (2009a), *SFAS No. 166, Accounting for Transfers of Financial Assets – An Amendment of FASB Statement No. 140*, FASB.

— (2009b), *SFAS No. 167, Amendments to FASB Interpretation No. 46 (R)*, FASB.

International Accounting Standards Board [IASB] (2004), *Standing Interpretations Committee Interpretation (SIC) 12, Consolidation: Special Purpose Entities*, IASB.

— (2008a), *ED10 Consolidated Financial Statements: Exposure Draft*, IASB.

— (2008b), *ED10 Consolidated Financial Statements: Draft Illustrative Examples*, IASB.

— (2008c), *ED10 Consolidated Financial Statements: Basis for Conclusions on Exposure Draft*, IASB.

— (2010), *Staff Draft, Consolidated Financial Statements*, IASB.

秋葉賢一（2008）、「連結の範囲をめぐる会計基準の動向」、『企業会計』60（10）：18

岡内幸策 (2007)、『証券化入門 (第3版)』日本経済新聞社

川西安喜 (2009)「会計 証券化及び特別目的事業体に関する米国の新会計基準」、
『会計・監査ジャーナル』21 (10)：55-60

企業会計基準委員会 (2006)、実務対応報告第20号「投資事業組合に対する支配力基準及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱い」

——— (2007)、企業会計基準適用指針第15号「一定の特別目的会社に係る開示に関する適用指針」

——— (2009)、「連結財務諸表における特別目的会社の取扱い等に関する論点の整理」

企業会計審議会 (1998)、「連結財務諸表制度における子会社及び関連会社の範囲の見直しに係る具体的な取扱い」

木村奈美 (2011)、「IASB『連結』プロジェクトの全体像と日本基準の動向」、『企業会計』63 (1)：116-120

金融庁 (2009)、「平成20年3月期有価証券の重点審査結果について」(http://www.fsa.go.jp/policy/m_con/20090213-2.html、2011年1月18日閲覧)

桜井久勝 (2008)、「連結会計基準の国際化をめぐる論点」、『企業会計』60 (1)：65-71

杉本茂・西澤芳隆 (2008)、「米国の金融資産をめぐるSPE連結基準の最新動向」、
『旬刊経理情報』1200：36-40

中野貴之 (2010)、「SPE (特別目的事業体) の連結拡大が利用企業に与える影響」、
『会計・監査ジャーナル』22 (8)：90-96

ABSTRACT

Consolidation and Disclosure of SPE

Takayuki NAKANO

The purpose of this study is to discuss what kinds of information are demanded by the users of financial statements and what kinds of problems plague the companies using SPE (special purpose equity), while considering the actual situations of the consolidation and disclosure of SPE in Japan.

At present, there is the trend of consolidating a broad range of SPE in Japan, etc., but some users of financial statements point out that it became difficult to understand consolidated financial statements after the consolidation of SPE. In order to clarify what kinds of problems financial statement users are faced with when analyzing SPE, whether and how the consolidation of SPE improves the usefulness of consolidated accounting information, the author interviews investors and make discussions based on their knowledge.