

## ベル投資環境レポート

# アナリストから見た IFRS 導入のインパクト

## ～経営者の経営判断と投資家の投資判断にどう影響するか～

2011年1月29日

鈴木 行生

国際会計のルールが変わろうとしている。IFRS(国際財務報告基準)を日本の上場企業は取り入れていくことになる。また、IFRS 自体がどんどん進化している。会計基準が変わるということは、企業のもっている財産や儲けた利益の測り方が変わる可能性がある。基準が変わると、それを使う経営者の意思決定が今までと違って来るかもしれない。それを見ている投資家の投資判断も変化して来る可能性がある。まだ変化の過渡期にあるが、IFRS についてはその原則を理解しておく必要がある。

### 1. アナリストによる IFRS (国際財務報告基準) の理解

#### コミュニケーションの要件

・会計の基準が変わったからといって、もともとの企業の本質や中身は変わらない、という考えには基本的に賛成である。しかし、必ずしもそうとは言えない可能性がある。形式が変わると見えてくるものが変わってくるからである。そうであるならば、何が変わるのかについて、その内容をよく理解しておく必要がある。

・一般的に人びとは形式にとられる。よって、形式の違いで評価が変わることがありうる。その場合大事なことは、会社の意思決定が変わるかかどうかである。もし会計基準によって意思決定が変化するのであれば、投資家は会社の何を実態利益として捉えればよいのか。我々はそこを知りたいと考える。

#### IFRS で変わること

・まず経常利益がなくなる。税引き前利益がそれに代わるものになり、その後に当期利益

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

と、その他包括利益(OCI)が出てくる。米国会計基準を適用している日本企業には、既に経常利益はなく、包括利益(=当期利益+その他包括利益)も包括利益計算書に載っているため、さほど違和感はないかもしれない。

・バランスシート(貸借対照表)上の評価損益を反映した OCI(その他包括利益)が明示されることは便利であって、何ら不都合ではない。

・大事なのはキャッシュフロー(CF)であって、会社の実態はどのくらいキャッシュフローを生み出す力があるかという点にある。したがって、EBITDA(減価償却前営業利益)をみればよいという考えも有力である。ただ、減価償却の方法が今までのやり方から変化してくる可能性があるため、EBITDAの数字も変わってくる。とすると、M&Aなどの時に重視するEBITDAも変わってくるため、企業の価値評価に影響してくる。

・研究開発費(R&D費用)の扱いも変わる可能性がある。研究費と開発費は分けて、開発費は一旦資産計上するという考えだ。

・無形資産の評価も変わる。M&Aを行った時ののれんの償却は一定期間で均等償却するのではなく、実際に価値が減価したと判断した時に減損(impairment)すればよくなる。これをもって、M&Aがやりやすくなるという見方がある反面、下手をすれば大きな減損が一気に出るため、経営者のアカウンタビリティ(説明責任)は一層重くなるのである。

・日本企業はどんどん海外に出ていく。グローバル経営を実践する上で、海外子会社との会計上の整合性や経営の一体化はますます必要になる。新たなグローバル管理会計も必要になるだろう。

・IFRSは、考え方が今の日本が使っているルールベース(細かいルールがきちんと決められた細則主義)ではなく、原則のみをきちんと決めるプリンシプルベース(具体的にどうするかは経営者の意思を反映して決める原則主義)である。プリンシプルというやり方に馴染んでない日本は戸惑うことも多いとみられる。

## アナリスト協会のアンケートをみると

・当然であるが意見が一つにまとまっているわけではなく、さまざまな懸念や要望が込められている。大勢としては、国際比較が容易になるためIFRSは全面的に採用した方がよいとみているが、原則主義が各国、各企業でどの程度妥当性をもつのかについて、心配する向

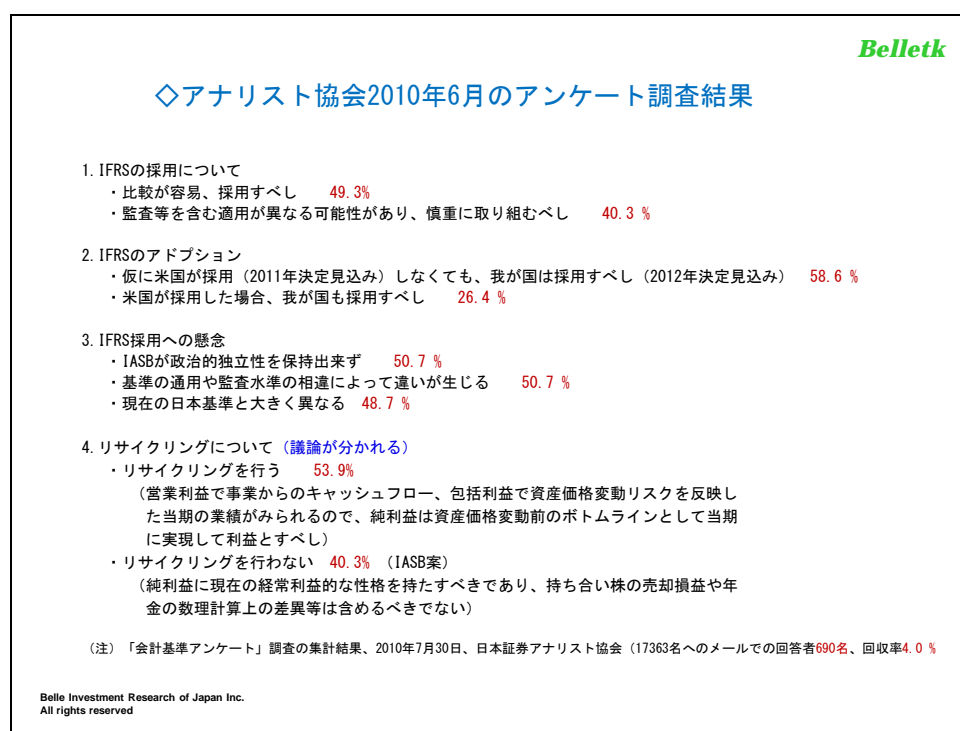
---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

きもある。

・特に意見の違いが出ているのはリサイクリング（組替調整）を行うかどうかについてである。IASB(国際会計基準委員会)の案では、純利益には現在の経常利益的な性格を持たせるべきであり、持ち合い株の売却損益や年金の数理計算上の差異は含めるべきではないとして、リサイクリングを行わない。

・一方、アナリストの太宗は、営業利益で事業からのキャッシュフロー、包括利益で資産価格の変動リスクを反映した当期の業績をみることができるので、純利益は資産価格変動前のボトムラインとして、リサイクリングを当期利益に実現すべきであるという。



・IASB の案では当期利益が今までみていた当期利益とかなり変わってくるので、継続性を重視したいアナリストには違和感がある。

・具体的には、金融商品について、OCI(その他包括利益)で認識した負債の信用リスクの変動から生じた損益が実現した場合は、これを純利益にリサイクリングすべきであるとしている。また、確定給付制度については、退職給付債務の変動のうち再測定部分を OCI に表示し、リサイクリングしないとしているが、そうすると当該給付を資本から直接支払うこ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

とになるので、これはリサイクリングすべし、と主張している。

・このように、OCIの項目については、期間損益と純資産の増減が等しくなるようなクリーンサープラス関係は維持してほしいという考えである。

## METI(経済産業省)での論点

・METIの企業財務委員会では、企業にとって過度の負担とならない中で、いかに望ましい企業財務のあり方を実現するかという点で、いくつかの論点をあげている。

・アナリストサイドは、豊富な投資判断材料があればそれに越したことはない通常考える。一方、財務情報の作成者である企業にとっては、開示することの負担はできるだけ避けたいところである。IFRSは連結に関する適用が前提であるが、単体の開示はどうか。単体の会計情報は従来そのままあったほうが、情報としては有益であるが、それはIFRS基準か日本基準か、あるいは単体情報の開示はなくてもよいのかなど、議論に分かれるところである。単体情報はあればそれにこしたことはないが、なくてもよいと考えている。企業の経営実態は多様化しており、単体の情報が個別企業ごとにあればよいが、それよりも連結で全体が見えるようにすることの方がはるかに重要である。

**Bellek**

**◇欧米機関投資家・アナリストはIFRS包括利益をどう扱っているか**  
**～IFRS包括利益への対応～**

—欧米の機関投資家・アナリスト—

- ・2005年より欧州上場企業の連結財務諸法については、IFRSに基づく作成が義務化
- ・2009年9月「アナリスト・フィールド・テスト」公表 (IASB、FASB共同)
  - \* 主要なパフォーマンス指標は何か
  - 営業利益 31%、EBITDA 27%、EBIT 13%、純利益 10%、**包括利益 6%**
  - 57%が純利益を基点する指標 (EBITDAなど)
- ・投資家は、企業の事業パフォーマンスの要因を特定したい
- ・経営陣が事業活動にどのようなリソースを配分し、何を生み出したかを知りたい
- ・事業活動に関する情報と、評価や一時的な損失により生ずる歪みを区別したい
- ・2009年3月、欧州財務報告諮問グループ (EFRAG) の「パフォーマンス報告」(調査結果)
  - \* 欧州大手企業がステークホルダー向け財務ハイライトで表示するパフォーマンス指標 (会社がみせたい情報)
  - 純利益 87% EBIT 40% EBITDA 40% EPS 60%
  - 包括利益は言及されなかった**
- ・2006年2月、PWCサーベイ
  - \* IFRSは個別企業の見方に影響を与えたか
  - 少し与えた 46% それなりに与えた 21% 大いに与えた 6% (計73%)
  - 全く与えなかった 25%

(出所)「欧米機関投資家・アナリストはIFRS包括利益をどう扱っているか」野村亜起子、服部孝洋、資本市場クォーターリー、2010winter

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

・四半期決算制度はどうか。企業の経営実態を知る KPI（重要経営成績指標）として、四半期の売上高、利益、部門別の状況など簡単なものがあれば十分であろう。

・包括利益はどうか。バランスシートの評価をベースにした包括利益は、損益計算書からフローの利益をみようという従来のアプローチとはかなり異なる。実際は両サイドから企業の財務実態を見るのが適切なので、包括利益にも重要な意味がある。しかし、投資家は従来の一株当たり利益を重視するので、一株当たり包括利益が通常の投資判断で意味をもつ場面は、当面極めて少ないであろう。

## 2. IFRS は経営の意思決定に影響を与えるか

### 企業の見え方はモノサシによって変わる

・企業の中身を何らかのモノサシで測る時、モノサシが変われば見え方も変わる可能性がある。通常、企業のビジネスの活動の成果としての価値は、価格を通じて見る。取得原価から時価へ、さらに公正価値（フェアバリュー）へという流れの中で、価値に対する認識も変わりうる。公正価値が入るので、将来キャッシュフローを現在価値に直す見積もりの余地が存在するからである。

・売上げの立て方に関わる収益認識では、リスクとリワードがこちらの手を本当に離れ、相手方に移行した時に、売上として計上される。リース資産はその利用権のみ借り手がバランスシートに計上する。退職後給付の積立不足は、すぐに認識する必要がある。金融商品の中で、持ち合い株は公正価値で評価し OCI に入るので、それを売却してもリサイクルできないので、損益計算書上で益出しなどは出来ない。これらの例のように、その企業の特性によるとしても、経営の意思決定には影響してくるのである。

### 意味のある実態利益の捉え方

・企業を見る人の目的によって、その実態が異なる可能性がある。従来は損益計算書の経常利益がベースであり、税引き利益は特別損益を含んでいたが、特別損益という考え方がなくなる。一時的な費用も同じ費用であるという認識である。

・OCI がリサイクルしないので、従来の税引き利益とは異なってくる可能性がある。M&A の視点からの EBITDA（減価償却前営業利益）が重視されるが、IFRS の影響は EBITDA にも

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

出てくる。

・アナリストは将来の業績を予想するが、厳密にやろうとすれば、売上からの利益予想では不十分である。資産、負債の予測も求められる。バランスシートの予測は今までもそれなりに行って来たといっても、時価や公正価値の予測も必要になってくる。たぶん、実際にはかなり難しい作業になろう。とすると、一定の前提を置くしかなく、その前提が変化した時の感度分析(センシティブティ・アナリシス)が大事になる。

・資本コストを上回る収益力が発揮できるかどうかという蓋然性が問われる。長期間に亘って持続力のある(サステナブルな)利益をあげられるかどうかをみていく必要があり、そのためには、単なる財務諸表の予測では無理なのである。

### 経営の考え方に影響

・もう一度、経営にどう影響するかを考えてみる。今までよりも損益計算書(P/L)、貸借対照表(B/S)、キャッシュフロー計算書(C/F)の関係が明らかになるので、投資家にとっては企業の動きが分かり易くなる。一方で、バランスシートの変動が大きくなる可能性があるため、プレを適切にみていくことも求められる。

・何が本業で、何が本業に関わりのない資産(遊休資産)であるかが分かるようになる。売上高も自らのリスクをとって取り引きしたものに限られるので、在庫リスクのない取引は、代理店取引と同じように、<売上げ-原価>が収益として認識される。値引きやインセンティブ、アフターサービス、信用リスクなども、売上高から差し引いて計上する必要がある。

・減価償却は定率法か定額法という区分ではなく、実際の価値減少に見合っただけで償却方法や償却年限を決める。そこには経営の意思が入るのである。のれんの定期償却もなくなる。のれんに価値があるかないかを客観的に経営の意思として判断する。このように重要な費用項目の見方にも影響が出てこよう。

・リースのオンバランス化(資産計上)、負債の時価評価、退職給付債務の即時認識など、バランスシート(B/S)の数値も大きく変わってくる企業が続出してこよう。

### 3. 投資家はIFRSをどう活用するか

#### 利用者であるアナリストからみたIFRS

・何とんでもグローバルな比較可能性が高まり、投資がしやすくなる。のれんの償却する必要がなくなるのでM&Aはますます活発化しよう。一方で減損の影響も拡大する。企業を買収してもうまく経営出来るとは限らないからである。

・オンバランス化が進むので、B/Sを圧縮しようというデレバレッジ化が進もう。株式の持ち合いは歴史的にみると大幅に下がってきたが、これからもさらに減少しよう。持ち合いが悪いわけではない。持ち合いを実行し、続けるならその理由をきちんと証明すればよい。それでも評価損益を避けたいと思えば、減らす方向に力は働く。

・親子上場も減少しているが、これからもさらに減少しよう。親子上場が悪いわけではない。子会社の自立を目指すのであれば上場して広く投資家を募ってよい。但し、子会社の自立性を高めようとするれば、それは子会社でなくなる。自らの影響力を強め、一体経営を行いたいのであれば上場している意味はない。親子間の株式売却益も損益とは認識されない。

・SPC(特別目的会社)もオンバランス化される。SPCを使って連結からはずしていたとすれば、その意味が問われよう。その分B/Sが膨らむので形式上も責任は重くなる。なぜ、SPCを使っているのか、ここでも経営者の説明責任は一段と高まるのである。

#### 財務情報の限界と非財務情報の重要性

・財務情報と非財務情報は、企業の実態を見抜く時の車の両輪である。財務情報が企業の実態を映しているとしても、それをどのように理解し、解釈していくのかという点では、数字の背景になる経営のフレームワークや実行戦略を知り、経営者の意見決定がどのように作用しているかを知る必要がある。これが非財務情報である。

・非財務情報とは企業の有する知的資産、人材、仕組み、ネットワークなどをいう。最も大事なものは、会社の儲ける仕組みであるビジネスモデルと、それを示唆するKPI(重要経営成果指標)である。ビジネスの成り行きを示す信頼できる定量的なKPIをどのように設定するかが、事業の成否を左右することにもなる。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

**Belletk**

**◇企業が市場で適切に評価されるための非財務情報とは**

- ・重要な3つの視点
  - ①経営者の経営力
    - ・ビジョン、ESG
    - ・リーダーシップ
    - ・経営戦略
  - ②事業の持続性、成長性
    - ・ビジネスモデル
    - ・中期計画
    - ・イノベーション
  - ③業績の下方修正リスク
    - ・業績の安定度
    - ・中期業績見通し
    - ・歴史的に見た業績リスクと収益力
- ・この3つを投資家に訴えている  
企業評価のベル・レーティング法と名付けて、個人投資家にも活用をアピールしている
- ・3つの中身をどう見るか、分析するかということになると、多様でまとまりがないかもしれない  
さてどうフォーマット化するか
- ・IASBのマネジメントコメンタリー案は有意義  
FASBのMDA（マネジメントディスカッション&アナリシス）で既に開示
- ・日本の先進的企業では、会社計画、中期計画でその内容はかなり盛り込まれてきている  
まだまだ問題の企業が多い

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

・CG（コーポレートガバナンス）報告書、CSR（企業の社会的責任）報告書、ESG（環境人権統治等）報告書、IP（知的資本）報告書など、さまざまな報告書が企業から出されている。さまざまな社会的要請があるにしても、本当に必要なのか。ニーズを満たすほどに内容が充実しているのか、ステークホルダーに読まれているのか、投資家に役立っているのか。もしそうでないとなれば徒労にすぎないことになるが、企業のサステナビリティを知るにはどうしても欠かせない資料なので、ぜひとも充実してほしい。

・さらにいえば、経営の根幹に据えてほしいと思う。それも含めて、IFRSのマネジメントコメンタリー（MC、経営者が表明する自社の経営に対する見解）のあり方や、ビジネスレポートの形が問われている。

・企業が市場で適切に評価されるための非財務情報とは何か。これについては3つの視点がある。①経営者の経営力、②事業の持続性と成長性、③業績の下方修正リスクである。これらを的確にフォーマット化していくことが求められる。日本を含め、グローバル企業を中心に非財務情報が充実している企業は増えているが、日本の多くの企業は、まだ不十分な状況にある。分かりやすくどう見せるか、という見せ方にも課題はあるが、それ以上に中身のあんこ（戦略的コンテンツ）を錬る必要があろう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 統合的ビジネスレポートへの挑戦

・インテグレイテッド・レポート(IR)への試みが始まっている。財務情報と非財務情報と統合して、より有益で分かり易いものにしようという挑戦である。グローバルな議論も本格化しつつある。

・我々、つまり様々なステークホルダーは、当該企業について何を知りたいのか。マネジメントコメントリー(経営者の見解表明)では、経営者(CEO)に自らの言葉で会社の経営をまとめて語ってほしい。ありきたりのマイルドな表現ではなく、経営者の思いと実行戦略の本音を率直に述べてほしいと思う。それが共感を呼び、実績がついてくれば、絶大な信頼となって行く。

・多くの経営者には、今一度、自社の経営を一から語ってほしい。多くの情報を発信しているようで、意外に伝わっていないからである。我々は、それを咀嚼して、さまざまな場面で活かしていきたいと願っている。

**Belletk**

### ◇投資家としての基本方針—マイケース

- ・企業価値に投資する
- ・割高、割安は市場価格の変動次第、ここに一喜一憂はしない
- ・投資判断する時は、自分が想定した仮説(付加価値の源泉)をはっきりさせる
- ・ROE、PBR、EPSの中期成長、FCF、そしてB/Sからの包括利益をみよ
- ・仮説が妥当なうちは、その投資を持続せよ
- ・その仮説が当てはまらなくなったら、売却せよ
- ・予測せよ、でも予測は当たらないと覚悟せよ
- ・現実には、予想以上に早く動くので、躊躇するな
- ・投資家は畢竟企業家と同じである、あらん限りの努力をせよ
- ・そのためには、意思決定の回数を増やして知識と感性を養う
- ・企業価値も変動する、市場価格に惑わされるな
- ・ミスにとらわれて、自滅しないように過去の間違いは記録として残しておく
- ・本当のリスクは、想定もしないことが起きることである
- ・その時どうするかは、よくよく考えておくこと
- ・その投資に自信のあるときだけ、勝負する
- ・自分の知っていることは、人も知っていると考えておく
- ・とりつかれて破滅しないように、バランスの取れた投資をする
- ・行き過ぎた分散や集中は避ける

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

・統合されたワンレポートがあれば、それをベースにワンバリュエーション(統合的な企業評価)がやり易くなる。但し、ここでいうバリュエーションは2ステップで行う必要

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

がある。会社そのものの評価と、その会社の株価評価とは別のデメンション(軸)なので分けて考えた方がよい。

・ここで投資家としての基本方針(マイケース)を挙げておく。これは私の経験を踏まえたものであるが、これにとられる必要はない。投資家1人ひとりが自分の基本方針を定め、それに従いつつ、時々基本方針を反芻し、見直していくことが必要であろう。

・そして、企業経営者には、ファーストリテイリングの柳井社長のよう、企業こそが世界を変え、付加価値を生み、雇用を作るということを肝に銘じて大いに挑戦していただきたい。投資家は、そういう企業を応援し、投資していきたいと考える。アナリストは企業の価値創造プロセスを分析・予測して、判断材料を提供していきたいと願っている。

**Belletk**

◇企業こそが世界を変える…FRの柳井社長

1. 未来に希望を持ってほしい
  - ・日本は過去20年間、ほとんど成長していない
  - ・経営者はできない理由をあげて、言い訳をするな
2. 誰でもどこでもチャンスあり
  - ・グローバル経済の中、誰でもビジネスが始められ、成功する可能性がある
  - ・然るに日本は内向き後ろ向き、懐かしむ老人と無気力な若者の国になるのか
3. どんなに不利でも成長できる
  - ・志と方向性、計画と工夫と実行があれば、成長できるはず
  - ・競争しない個人や社会に未来はない
4. 世界の中で勝とうと思え
  - ・経済はボーダレス、日本は閉じたらおしまい
  - ・日本にインフラは整っている、もっと革新的なことをやるべし
5. 心底思いを追求
  - ・何よりも理想を持ち、それを実行する覚悟を持つ
  - ・そうするとパートナーが現れ、良い社員が良い社員を呼ぶ

(出所)世界経営者会議講演、柳井正(ファーストリテイリング会長兼社長)、  
「未来にかける経営」、2009年10月16日

Belle Investment Research of Japan Inc.  
All rights reserved

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。