

第 554 回 企業会計基準委員会(第 2 回「のれんの非償却の導入及びのれん償却費計上区分の変更」に関する公聴会)(後半) 議事録

I. 日 時 2025 年 9 月 3 日(水) 13 時 00 分~14 時 40 分

II. 場 所 財務会計基準機構 会議室

III. 議 題

「のれんの非償却の導入及びのれん償却費計上区分の変更」に関する意見聴取

(説明者: りそなアセットマネジメント株式会社 株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャー 井浦広樹様)

(説明者: 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 会長、株式会社東京大学エッジキャピタルパートナーズ 代表取締役社長 CEO/マネージングパートナー 郷治友孝様)

(説明者: 一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会 会長 飯沼良介様)

IV. 議 事

「のれんの非償却の導入及びのれん償却費計上区分の変更」に関して、一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会 会長 飯沼良介様、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 会長、株式会社東京大学エッジキャピタルパートナーズ 代表取締役社長 CEO/マネージングパートナー 郷治友孝様、りそなアセットマネジメント株式会社 株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャー 井浦広樹様よりご説明をいただき、質疑応答が行われた。

○川西委員長

それではお時間となりましたので、第 554 回の企業会計基準委員会を再開したいと思います。後半の出席状況ですけれども、佐藤委員がオンラインで参加されておりまして、残りの委員の皆様は会議室にお越しいただいております。したがって、引き続き委員会の開催要件を充足しております。前半の繰り返しになりますけれども、今一度、この主旨を確認しておきたいと思います。この第 554 回企業会計基準委員会は第 2 回ののれんの非償却の導入及びのれんの償却費計上区分の変更に関する公聴会として開催をしております。7 月 24 日に開催されました第 551 回企業会計基準委員会において、企業会計基準諮問会議からの依頼を受け、当委員会は、のれんの非償却の導入及びのれんの償却費計上区分の変更の提案により、会計基準として改善が見込まれるかどうかについて関係者から意見聴取を実施することとなりました。意見聴取は当委員会の通常の審議とは異なり当委員会及び委員がのれんの非償却の導入及びのれんの償却費計上区分の変更に関して判断や評価を行うものではなく、関係者からの意見聴取の結果を企業会計基準諮問会議に報告することを目的として実施するものになります。意見聴取は公聴会の形式で実施し、通常の審議を行う当委員会の会議とは明確に区別して行います。公聴会は公益財団法人財務会計基準機構の会議室において対面で行い、Zoom ウェビナーを通じてライブ配信を行うことで一般



に公開し、傍聴可能とします。なお、意見聴取の様子の録画及び意見聴取時に関係者が使用した資料等につきましては公聴会の実施後ウェブサイトにおいて公開いたします。本日の意見聴取の対象者は次のお三方で、当財団の会議室にお越しいただいております。ご紹介したいと思います。まずは、りそなアセットマネジメント株式会社 株式運用部 チーフ・ファンド・マネージャーの井浦広樹様、よろしくお願ひします。それから、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 会長、株式会社東京大学エッジキャピタルパートナーズ 代表取締役社長 CEO/マネージングパートナーの郷治友孝様、よろしくお願ひします。それから、一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会 会長 飯沼良介様、よろしくお願ひします。

### ○飯沼良介様

飯沼です、よろしくお願ひします。

### ○川西委員長

本日の進め方ですけれども、お三方にご説明をいただいた後、当委員会の委員から質問させていただきたいと思います。それでは早速ですけれども、ご説明をお願いいたします。

### ○飯沼良介様

早速説明をさせていただきます、日本プライベート・エクイティ協会の飯沼でございます。まず、なぜプライベート・エクイティ協会がこののれんの非償却を提言しているのかということ、そもそもPEとは何ぞやというところがあると思いますので、我々の業界含めて少しご紹介をさせていただければと思います。日本のプライベート・エクイティ・マーケットというのはこの10年で実は5倍から6倍に拡大しています。2015年前後というのは大体マーケット規模というのが、大体5,000億円から6,000億円でした。この4、5年は実は3兆円を超えています。2023年には東芝みたいな大きな案件もございましたので2023年に6兆円を超える規模まで拡大してございます。当協会のメンバーは、グローバルファンドですと、カーライルでありますとかKKRでありますとかBain Capital、それからCVCという、グローバルに本当に名の知れた代表的なファンドが入っている、もしくは、我々のようなドメスティックなファンドも入って、現在、80社弱で組織化されている団体でございます。大体マーケット規模が先ほど3兆円規模というお話をしましたけれども、10年前から比べれば件数が2.5倍に増えてございます。これは、150件前後、毎年やっております、案件の規模を大体平均しますと200億円前後、10年前はこれの2分の1でしたので100億円前後です。そうしますと実は中堅企業から東芝みたいな大きな案件まで入れますと、大企業までをターゲットにして投資をしてございます。

こういう投資をする中で、我々は、のれんの定期償却は、常日頃から大きな課題であると感じてございます。我々の提言書をお配りしているかと思ひますけれども、こちらの2ページ目の課題をご覧いただければと思います。5つほど課題を掲載させていただいております。1番目と2番目の課題は、同じテーマですので、併せて私の方でご説明させていただきますと、いわゆるのれんの定期償却は皆様ご案内のとおり、J GAAPを採用しています国内企業につきましては、いわゆるEPSの圧迫要因になっている

ということで、J GAAP を採用している国内企業が買収をするときに、我々の投資先を買うときに、もしくは、他の事業会社が事業会社を買うときもそうなのですけれども、やはり皆さんが定期償却の金額で営業利益や当期利益が下がることを非常に気にされていらっしゃるという実態がございます。なので、我々が投資をする際にまず何を気にするかというと、のれんがどのくらいになるということ必ず気にします。そうしないと、エグジットする際にのれんの償却が課題であると、買う事業会社がないのではないかという懸念があります。なので、必ず私はのれんを最初に議論を行います。

実態として我々はこれを議論するのですけれども、フィナンシャル・アドバイザーと言われる、いわゆる M&A のアドバイザーをやっておられる方々に、中立的な立場としてのれんが実際 M&A をするときに障害になっていますかということヒアリングいたしました。補足資料の方に移っていただきまして、12 ページをまずご覧いただければと思います。実は、我々がヒアリングをしたのが、皆様ご存じのとおり日本を代表する証券会社さん 4 社にヒアリングをしてございます。ヒアリングの仕方としてはニュートラルに会社を、個人の意見ではなくて、会社を代表してお答えくださいということで、のれんについて M&A のときにどうなりますかということ聞いています。まず、12 ページ証券会社、トレードセール、いわゆる私たちの事業会社の売却のことをトレードセールと言いますが、トレードセール時に J GAAP の採用の買手との関係では、買手が J GAAP である場合には非常に大きな問題になります。のれん償却後利益が低くなることから買えなくなること、企業の成長にはトレードセールそのものが効果的であることが多い中で会社の収益力にかかわらず高い評価を受ける会社であればあるほどのれんが大きくなり買収できる買手が減るといった構造的な問題が発生していると仰っています。続きまして 14 ページ B 証券会社、M&A チームのコメントの 4 つ目のブレット、M&A に実務における観点というところですが、国内においてのれん非償却の IFRS 採用企業とのれん償却の J GAAP 採用企業が混在し、J GAAP 採用企業は M&A によって生じるのれんの償却によって EPS が下がり得るので、IFRS 採用企業と比較して買収価格の競争上不利となるケースがある。これは特に、次のところが大きなポイントだと思うのですが、クロスボーダー案件、いわゆる売手を我々国内だけではなく海外の方々、いわゆるクロスボーダーで考えていく際にも、J GAAP 採用企業がのれん非償却の海外企業との買収価格の競争となった場合も、同様に J GAAP 採用企業が不利となるケースが想定される。日本企業が買収できない結果として、日本企業の国際競争力が低下するおそれがあるというふうに記載ございます。さらに、C 証券会社、15 ページでございまして、こちらにも、ほぼ同じことが書かれています。償却費が与える利益・EPS の圧迫要因、また B/S の負荷は、M&A 検討時に大きな影響を与える要素と認識しているということが書かれています。さらに面白いことが書かれています。2 つ目のブレットの J GAAP を採用している事業会社が行う M&A 案件の中で、のれん償却前のキャッシュ EPS ベースでのコミュニケーションを資本市場と持つことを事業会社に対してアドバイスするケースもあるとのコメントが寄せられたが、どこまで投資家が apple to apple での比較検討の観点で、追加作業を実施するか、少し飛ばしますが、との論点は残るものと認識しています。また、IR の観点でも M&A 実施時に事業上の意義・シナジーとセットでのコミュニケーションをアドバイスしているが、やはり J GAAP 企業におけるのれん償却費に伴う EPS dilution は、M&A 検討におけるブレーキ要素になっているものと思料という記載がございます。続いて最後になりますけれども、17 ページの D 証券会社。M&A アドバイザリーチー

ムのコメントでございますけれども、最初のブレットで、J GAAP を採用する上場企業が買収を検討する際、買収後に発生する「のれんの償却費」、それを踏まえた連結 P/L への影響を理由に買収を断念するケースは過去に何度も見たことがあります。次のブレットは飛ばしますけど、3つ目のブレットですが、採用する会計基準によって買収判断が変わり得ることは合理的ではなく、グローバルに会計基準が統一されることが望ましいものとする。いわゆるすべての証券会社のフィナンシャル・アドバイザーの方々は、のれんの定期償却に課題があると、いわゆる M&A について行うときに、阻害要因になっているということを述べておられています。

さらに実例としまして、最近日経がよくのれんについての記事を書かれておりますけれども、7月4日の記事です。たまたまここで私のコメントも掲載されておりましたけれども、私のコメントの後に、商船三井の橋本社長のコメントがございます。橋本社長はそこで何と仰っているかということ、彼ら J GAAP でやっておられるのですけれども、のれん償却後の利益を考慮し買収を進めていくということが書かれています。ただし、2年後は IFRS に対応するので、いよいよ大規模な買収ができると書かれています。さらに日本大手のリース企業、上場企業でございますけれども、こちらはですねフロントの部長さんと話をしている際にお話をいただいたのは、彼らは J GAAP ですけれども、M&A をしたいということで上程をすると、経理からストップがかけられてしまうと。なぜならば、中計を発表しているのです、償却費が重たくなると、中計の経常が下がってしまうのでやめてくれという発言があるということです。さらに、本当に個人的なお話ですけども、私の知人の会計士がおりまして、彼は IPO 請負人として数社、ベンチャー企業の CFO として入って上場を何社かされているのですけれども、彼が言っていたのですが、飯沼さん、実は私は、のれんは定期償却派でした。ところが、事業会社に移って M&A をする毎に、のれんの非償却派になりましたということをお仰りされました。

つまり、たまたま今回スタートアップというキーワードで議論されておりますけれども、実は我々 PE 業界というのはスタートアップとは実はほとんど関係なくて、中堅企業から大企業の M&A をやっています。実はスタートアップで話をされているのは大企業でも同じ構図であるということをご認識いただければと思います。

さらに、先ほど FA さんでもう 1つ面白い話、そこに記載はなかったのですけれども、実はロングリストというのを彼らは作ります。どのようなことかということ、例えば我々が会社を売却したいという話をするを買手候補先のリスト、これをロングリストと言うのですが、このロングリストを作られる。その際、彼らは、社内用語で仕分作業というのがあると。実は今回ヒアリングして初めて知ったのですが、何の仕分作業するのかということ。実は J GAAP の会社はどうせ価格がつかないだろうから劣後するだろうから、J GAAP と IFRS の企業をまず分けなければいけないのだということも仰っておられました。

さらに、前回の第 1 回目の公聴会で、プライベート・エクイティ・ファンドのエグジットで IPO という話があったと思いますが、これも切実です。我々原則のれんが大きかったりするので、証券会社さんと話中で、やはり IFRS に変えてほしいという話をされます。

実際、いわゆるのれんの償却がどのくらい株価に影響するかはなかなか難しいですけれども、たまたま面白いデータがありましたので、ご紹介させていただきますと、今年の 8 月 14 日の日経の記事でございますが、8 月 14 日、いわゆる四半期決算のちょうど開示のタイミングなのですが、この日は日経平

均が 1.4%落ちています。この中で大幅に落ちた会社があります。トライアルホールディングスです。これは、純利益が 11.3%下落されているのですけれども、純利益が 96%減と発表されていて、純利益は 5 億円になる見込みであるということです。失望売りで 11.3%落ちたという記事がございました。ところが、当期利益 5 億円なののですけれども、EBITDA は 660 億円なのです。のれんの償却が 150 億円あるのです。やはり、実は、マーケットというのは、我々の専門家が見るようにキャッシュ・フローで見ているというよりは、まさしく EPS・PER で見ているのということがこれでわかると思います。実はこの日も 1 個面白い事例がありまして、のれん償却なののですけれども、次の事例は、負ののれんを計上して株価が上がった会社がございます。マブチモーターです。こちらは年初来最高値を途中 9%の上昇をつけました。純利益は 90%増です。同じ日にのれんの償却を発表している会社と負ののれんで利益が上がった会社が出ていまして、如実に、株価が下がった会社と株価が上がった会社が出ています。もちろん、のれんがすべてではないですし、フェアに言うと、マブチモーターはこの日に株式の分割発表されておられるのでこの効果もあると思います。なので、すべてではないと思いますが、実際のマーケットは我々が考えるより専門家が考えるより、実態的には当期利益をかなり見ているということであると考えています。

最後にもう 1 点だけ、実は我々レバレッジ、投資をする際に銀行から借入を行ってレバレッジを引いて参ります。ところが、参考資料、ページでいきますと、銀行なので、18 ページを見ていただければと思います。A 銀行、日本を代表する大手銀行メガバンクではございますけれども、あくまでもキャッシュ・フローであり、ノンキャッシュアイテムであるのれん償却は本質的なクレジット判断においてはニュートラルに捉えるべき事項と整理しています。しかしながら、銀行の信用格付上は、「P/L 赤字」や「実態債務超過」は要注意先を検討する外形基準であり、結果として与信コスト・引当が発生することがあり得るとということが書かれています。特に下から 2 番目のブレットです。地銀において、いわゆるのれんのバリュエーションをこの銀行はちゃんとやっているという話ですけれども、地銀においては、そういうプロセスがなく定期償却がなくなれば、その必要性が高まり可能性もあるので、極端な例として分からないので全額償却と債務超過となる判断もあり得るとことです。次に、B 銀行、19 ページになりますけれども、のれんの取扱いはレンダーとしても、IFRS と J GAAP で、アモチの違いや減損等も含め長年の課題であると。少し飛ばします。2 行目の後半に行きますけれども、P/L は償却前では順調なもの、当期利益がマイナスになることも散見され、結果的に、現行の銀行、日本の多くの銀行の内部格付では要注意先以下を推定する課題もあるという記載がございます。実はこれについては昨年 3 月 25 日、全銀協報告書にも出ておりますけれども、彼らとしても課題というふうに考えていて、今後色々考えていかなければならないということが書かれております。これは、何が我々に関わってくるかという、我々、のれんが大きくて償却が大きい場合、銀行から、IFRS に移行してくださいと言われます。会社のキャッシュ・フロー何も変わらないのに、IFRS に移行してくださいと言われます。ここも 1 つ大きなポイントで、そうであれば、もう IFRS そのものでいいのではないかという考えもございます。

ということで、我々 EP 協会としましては、この 3 月に提言を行ったのですが、J GAAP におけるのれんの定期償却をぜひ廃止の方向でご検討いただいて、なるべく IFRS に沿った考え方に、のれんの考え方を移行していただければありがたいと考えています。学術的にどうのこうのというわけではなくて、

このグローバル・スタンダードですね、海外では、もう IFRS でやっている中で、我々もグローバルスタンダードで企業が成長していくには M&A をやはりやっていかなければならない。色々な上場企業の中計にも、ほとんどの企業が M&A を 1 つの戦略に掲げておられますし、実際 PE 業界でもこれほど M&A は伸びているということは、日本の大企業及び中堅企業も M&A をかなり行っているという実態でもございますので、1 つ日本の経済成長にも M&A は欠かせない。その上でも、ぜひ J GAAP の考え方を改めていただくことによって、さらなる M&A の活性化を図っていただければということで提言をさせていただきますので、グローバル・スタンダードということと、プラグマティックに、ぜひこの問題を考えていただければと思います。

ただ、もう 1 つ付け加えたいのは、移行に際しましては、移行期間というのは当然設けた方が良いということと、もう 1 つは減損処理です。これについては、やはり透明性を高め、ルールの徹底をすることによって、なるべく恣意性をなくしていくということも重要かと思えます。

実は現行の定期償却においても、私はかなり恣意性があると思っていて、20 年償却の中で、5 年でも良ければ 10 年でも良いし 15 年でも良い。これ私たちの世界では「交渉する」と言うのです。会計士の方々と交渉してなるべく長く取れるか取れないかと。これはやっぱり売却する際に、先ほどの話ではないですけれども、のれんの償却が大きくてそのまま買われると、そののれんが引き継がれて償却もそのまま引き継がれることとなりますので、なるべく長い期間で我々拾っておくということがすごく大事になります。ここも実は恣意性があるので、違う監査法人と話せば違うことが出てきますので、実はフリップサイドと言うか、減損の恣意性があるというところの逆サイドでも、実は定期償却の中でも恣意性があるということを、最後に強調させていただければと思います。以上でございます。ありがとうございました。

## ○郷治友孝様

では、続けて日本ベンチャーキャピタル協会の郷治から説明させていただきます。本日はお招きをいただきましてありがとうございます。今お話をいただいたプライベート・エクイティ協会の飯沼様は、中堅企業から大企業の未公開企業の投資をされるということですが、私どもは名前のとおりベンチャー企業ということで、最近スタートアップと言いますが、投資をしている VC、いわゆるベンチャー・キャピタルとコーポレート・ベンチャー・キャピタルの協会でございます。会員数はおよそ 400 社でございまして、その中でベンチャー・キャピタル専業でやっているところが 175 社くらい。あと CVC と言われているところが 130 社くらいあるという協会でございます。

このスタートアップと言われている企業群ですが、どれくらいのインパクトが日本にあるのかということを目視化していこうということで、昨年、政府の方をお願いをいたしまして、岸田総理に去年第 1 回の公表していただいたのですけれども、その 2 回目のアップデートを、この資料 4 にお付けしておりますが、直接効果・間接効果合わせて、GDP に対して 22 兆円くらいのインパクトがあるというふうに試算をいただいております。約 4% くらいです。まだまだ小さいわけですが、ただ伸び率で言いますと、第 1 回目の調査よりも 15% くらい伸びているということで、日本の GDP 全体の成長率 3% と比べますと、伸び率の大きいセクターであるということございまして、こういうところに投資をしている業

界であるということをご認識いただければありがたいと思います。

このスタートアップでございますが、当然投資なので、いずれエグジットを目指していくことになるのですが、従来、日本のスタートアップというのは IPO を志向することが多いと言われておりました、皆様もご存じかと思いますが。ただ、日本のスタートアップの IPO の比率が高いというのは、海外と比べても、少し特殊な状況でございます、米国等では 9 割以上がスタートアップ投資のエグジットは M&A であるのに対して、日本の方は、M&A はまだまだ少ないということでございます。そうは言っても、M&A は非常に意義が増えていると伸びているということでございまして、2 ページ目でございますけれども、これ 2013 年と 2022 年のスタートアップによるスタートアップの M&A と、それが赤なのですが、あと大企業によるスタートアップの M&A の件数を書いておりますが、スタートアップ同士の M&A は非常に増えているというのに対して大企業はあまり伸びていないというところでございます。実際のスタートアップの M&A の事例をいくつか表にまとめておりますが、2 ページと 3 ページにまとめておりますけれども、ご覧いただきますと、大きなものになると海外の企業による M&A が多いというのが実態であると。日本の企業によるそれなりの規模感の問題もあるのですけれども、金融系・通信系にとどまっているのかなと。伝統的な大企業、例えば製造業とかそういったところによる M&A があまり見られないのかなということでございます。

近年、政府はスタートアップ支援非常に力を入れていただいておりますが、その中でも特に、ディープテックのスタートアップと言われている大学の技術などを使った研究開発型の企業への支援というのは非常にいただいているのですけれども、そのディープテックの分野の M&A を見ると、3 ページの 2 つ目の図ですが、事例の数が少なくて恐縮ですけれども、いずれも米国企業であるとかヨーロッパの企業に買われているということでございます。実はその 1 社目のこのオリシロジェノミクスという会社は、私の経営しております東大エッジキャピタルパートナーズという VC の投資先だったのですが、当然買収のときの交渉を私もしましたけれども、米国企業以外にも日本企業も候補にいたのですが、やはりこののれんの問題も 1 つの理由だと思うのですけれども、日本企業が競り勝つというか、技術の立脚したスタートアップでのれんが非常に大きいような会社を、日本の大企業がアメリカなどの研究開発型企業に伍して買うというのは非常にやりにくい状況だなということは本当に実感をした次第でございます。

3 ページの下のグラフがありますが、これは日本のベンチャー・キャピタルのファンドのファンドレイズの総額の推移でございます、2023 年には 1 兆円くらい、9,000 億円強のレイズがありましたが、24 年には下がっているのですが、これは IPO マーケットがグロス市場においては非常に不調であったということで、このように下がっているということがあるのですけれども、そういった中でも M&A を通じたエグジットというのは、ベンチャー・キャピタル業界であるとかスタートアップの業界にとっても非常に重要であるわけですけれども、それをいかに円滑にしていけるのかというのが業界全体の課題認識というところでございます。

4 ページに課題認識をいくつか書かせていただいておりますけれども、まず 1 点目として書かせていただいているのは、特にスタートアップは、PE 協会が投資しているような中堅企業や大企業に比べても、純資産が非常に低いことが多いと。特に研究開発型の企業の場合は売上がない状態が当初しばらく続くということもございますので、そのような中で、当然買収価格と純資産の差というのは非常に大きな

る可能性が高いわけでごさいます、こののれんの問題は非常にダイレクトにヒットしているということでごさいます。

また、大企業も、IFRS に移行することができればのれんのは考えなくてもいいと言っても、わざわざレアケースのM&Aのためにそのような移行をするインセンティブは乏しいのかなということからすると、海外の大企業と比べるとどうしても不利といいますか消極的にならざるを得ないということでごさいます。

あと、成長するスタートアップの立場から見ても、当然研究開発型の企業の場合には、売上とかキャッシュ・フローが評価されてM&Aに至るというよりは、研究開発力とか事業ポテンシャルが評価されてM&Aに至るということが多いのがベンチャー・キャピタルの世界ですので、営業利益にヒットするようなのれん償却というのは非常にインパクトが大きいです。それに伴って、及び腰にならざるを得ないというのは直に効いてきてしまっているというところでごさいます。

私のような者が申し上げるのも釈迦に説法ですけれども、そもそも損益計算書というのは、投資家などの適切な意思決定に資するために作っていると、経営成績を適切に開示することで作っているということですが、理論的にはのれん償却を削除して企業価値評価をするということをやっている方もいるわけですが、そういうことからするとそもそものれん償却というのは、本来の財務諸表の経営成績を適切に開示するという上でどういう正当性があるのかなというところも疑問を感じる点がないわけではないと、ノイズとすら言えるという考え方もあるというところでごさいます。

そういった中で、先ほど飯沼さんが仰ったように、のれん償却について償却を捨象して考えられない一定の投資家の方の影響が無視できないことからすると、こういったのれん償却がマストというのは、あることによって色々なスタートアップのM&Aへの悪影響というのは否定できないのかなというふうに考えております。

そういった中でご提言としては、私どものベンチャー協会としても、必ずのれん償却がマストという現行会計制度は見直していただけないかと考えておりまして、のれん償却について非償却できるようにするというについてもぜひ考えていただきたいですし、それによって他の会計基準を取っている場合と比較可能性が低下するのではないかとということについてはきちんと開示を義務付けるなどすれば問題ないのではないかと考えておりますし、そこをもし手当できれば、ディープテックスタートアップのような会社についても、せっかく育てても海外の会社にしかM&Aされないという状況を脱して、日本の大企業様にもきちんと買収していただいて、我が国の経済に裨益すると、国際競争力の強化に繋がるといったことになるのではないかなと考えております。以上で、私からの発表とさせていただきます。ありがとうございます。

## ○井浦広樹様

では、続きまして、私の方からご説明させていただきたいと思ひます。今回資料が準備できてなくて申し訳ございませぬ。口頭の方でご説明させていただきたいと思ひます。私はりそなアセットマネジメントで上場株のアクティブ・ファンドのファンド・マネージャーをしております井浦と申します。私は過去約20年にわたって中小型株銘柄中心に投資を行って参りました。最近ですと、未上場株投資を含

むクロスオーバーファンドですとか、インパクトファンド、それから海外株式なども投資をしております。やはり 20 年間やってくる中で色々こう思うところ感じるところもございましたので、今回このようなご機会をいただきまして誠にありがとうございます。では、説明させていただきたいと思います。

まず、大前提といたしまして、のれんの非償却について私は賛成という立場を取らせていただきたいと思います。やはり、のれん償却というのが国富を減じさせていると、国際競争力低下の一因であるというふうに課題意識を持ってございます。

まず、海外につきましては、M&A というのは成長戦略の大きな柱でありまして、かつ生産性向上に寄与していると言われてございます。前者の成長戦略につきましては、成長スピードの加速、シェア向上、一方、生産性向上につきましては、管理コスト、販管費削減による収益性の向上といったところが期待されておまして、海外においてはコンパウンダーと呼ばれるダッソー・システムズのように時価総額 10 兆円に近い企業がどんどん生まれてきているという状況にあります。一般的に M&A を発表すると株価は買収される企業ばかりでなく買収する側の方もポジティブに反応することが多いと感じてございます。ご案内のとおり GAF A 等も、M&A を積極的に投与することによって新しい技術・サービスをアドオンすることで、持続的な成長を実現していると考えてございます。こうした動きは社会全体としても、経済の新陳代謝を促し、成熟した企業は市場から退場して、競争力の高い企業に集約されていく、結果として、国全体としての生産性が向上していくというふうに思います。実際米国におきましては、上場の企業数はどんどん減少していると言われておまして、そこで生じたお金であったり、人であったり、そういった余剰リソースというのは、新たな産業へ循環していきます。その結果、また新しいイノベーションが生まれる土壌になっていると感じてございます。アメリカでは、シリアル・アントレプレナーが多いというのもこうした背景があるのではないかと思います。

翻って日本ですけれども、やはりいまだに PBR1 倍が目標になっているというのは、それだけいかに非効率な企業が多いかということだと思っております。古い企業が退場しないために新しい企業も出て来づらい状況があるのかなと感じています。

スタートアップ企業も出口戦略が、先ほどもお話がありましたけれども、IPO に偏っているというところがございまして、まずは上場して、上場ゴールではないですけれども、孤立無援の状況になって成長が止まっていってしまうというような課題があります。やはりここ数十年間ですね、日本のスタートアップから世界的な企業が生まれづらくなっている要因の 1 つには、こういったところにあるのではないかと感じてございます。

海外企業の場合は、のれん償却がないということですので、手元にあるキャッシュですとか、自己株式を使って、平たく言えば同等の価値の B/S・P/L を手に入れて 1+1 が 2 となるというところですが、そこにシナジーですとか成長戦略を乗せることによって、1+1 が 3 になったり 4 になったりする。その結果、株価が上昇しているということが言えると思います。

一方日本のようにのれん償却をすると、キャッシュを使って M&A をすると、キャッシュが減ってしまいますと、財務体質が悪くなる。一方 P/L の方は、当然売上が伸びるのですけれども、利益は変わらなかつたり減じたりしますので、結果的に収益性は落ちて見えます。表面的には、非常にネガティブに見えてしまうということですね。シナジー効果が出るまでは数年間、耐え忍ぶ期間というふうになってし

まいります。

当然、会計を理解しているアナリストですとか、機関投資家の皆様は、本質的に価値を理解して投資行動を行ってはいるのですけれども、一方で、最近新規で日本市場に参入してきたような外国人投資家や個人投資家がどこまで考慮しているのかというのは疑わしいところがあると思います。また、最近ですと、ロボット投資というのも非常に増えてきておりまして、表面的な数字に瞬間的にアクションを起こして株価形成がされるということも含めると、そのコンセンサス形成が非常に表面的になってきているのではないかと、近視眼的になってきているのではないかと感じています。ちなみに、上場の大企業のセルサイドカバレッジ人数というのは、平均すると 14 名ほどいます。一方で、小型株についてはわずか 1 人です。1 人もついてない企業というのも多数あります。これではやはり本質的な価値が反映されているとはとても言いがたいと私は考えておりまして、私たち投資家も、本質的な問題はさもありなんとしてもですね、他の投資家がついてこなければ、結局は多数決の論理で負けてしまいますので、やはりそういったところを考慮しつつ、様子見でディスカウントせざるを得ないというような現実があります。

実態に即するために、IFRS に移行する企業が大企業中心にありますけれども、やはり IFRS に移行すると株価が上昇するというケースが多いと考えておりまして、ということは、結果的に、本質的な価値は大企業であってもやはり 100%織り込まれていないのではないかと感じています。ちなみに、IFRS があるので、中小型銘柄も含めて移行していったらいいのではないかとというような話もあるのですが、我々が普段取材をして投資をしているような企業ですと、大体時価総額 1,000 億円程度の企業であっても、人的リソースですとか、コストを考えると二の足を踏まざるを得ないというふうに仰っていますので、日本経済全体で見た場合に、やはり現実的なソリューションではないのではないかと感じています。

少し話を戻しまして、バリュエーションの話です。結果的にバリュエーションが表面的であっても低下するという事は非常に重い問題であると感じています。多くの M&A を行う海外企業は、キャッシュと同等に株式交換で企業を買収するケースって多いのです。つまり、バリュエーションの優劣というのはそのまま M&A の購買力に直結するという事になります。日本企業は優良企業を買い負け続けているという実態があると感じてございまして、仮に実質的な実力は同じ 2 社があったとしても、実態に即した評価によって、次々と成長のポジティブループを回していく海外企業と、保守的に会計制度を使ってやっている日本企業では、複利的に将来大きな実力差が結果的に生じてしまうと感じてございます。

私は今年発足いたしました M&A 研究会というところにも参加しているのですが、そこでも色々な学術研究が始まっています。その中で、M&A を行った社長のアンケート結果では、M&A は成功であったと答えている割合が実に 80%に上っていたということが言われていました。この結果を見ればのれん償却が実態に即していないのではないかと感じています。確かに以前であれば、M&A で失敗するケースって多いのがやはり目につきましたので、そういったことも理解はできたのですが、最近ですと、少子高齢化ですとか、後継者不足によって、優良企業が廃業を選択せざるを得ないケースが増えています。そのような企業は、廃業するよりは、M&A による買収で事業を存続することを望みますので、つまり、以前よりも優良企業がリーズナブルな価格でマーケットに出てくることによって、M&A の

成功確率が高まっているとも感じてございます。現に上場企業を見ましても、成熟産業である地方のゲームセンターを次々と買収して成長を続けている GENDA ですか、それから町工場を買収して成長している技術承継機構といった、M&A を成長戦略に据える企業が高い成長を実現して、かつ、株式マーケットにおいても、おそらく日本の歴史上初めてコンパウダーというカテゴリーで高い評価を得始めているというふうに感じてございます。こうした機運を拡大して、日本の産業競争力を復活するためにも、ぜひ、のれんの非償却の推進に賛成したいと思います。私からは以上になります。

### ○川西委員長

ご説明は以上でよろしいですか。それではただいまのご説明につきまして、委員の皆様からご質問等あればお受けしたいと思いますがいかがでしょうか。米山先生お願いします。

### ○米山委員

貴重な情報を私どもと共有していただきまして誠にありがとうございました。心より御礼申し上げます。午前中と同じ類の質問が1つと別件でもう1つ、ご質問させていただきたく存じます。1つ1つ区切りです。最初に、私どもが皆様にあらかじめ情報提供をお願いしたことの1つは、償却か非償却かということだったと思いますけれども、それ以外に、例えばのれんの非償却に一元的に移るのか、それとものれんの償却とのれんの非償却の選択を認めてよいのかということもお尋ねし、かつ、少し次元の異なる話でありますけれども、のれんの償却費を、営業利益に影響させないように、営業外損益以下へと区分を変更することについてのご意見も頂戴したいと思っていたところです。私の質問の前半部分について、郷治様は選択に関して言及しておられましたし、飯沼様ご本人は言及されていなかったと思いますが、飯沼様の資料の方では選択適用ということが記されていたように理解しています。全般的に、選択適用を支持しておられるのか、ご意見頂戴できれば幸いです。

### ○飯沼良介様

ご質問ありがとうございます。まず、のれんの非償却に関する選択制については、プライベート・エクイティ協会は選択制を取っていません。のれんの非償却の一本化です。選択制を取るとやはりばらばらな企業が出てくるのでグローバル・スタンダードの観点からもよく分からないということになってしまっているので、プライベート・エクイティ協会としては、選択制ではなくてのれんの非償却の一本化でございます。ただし、移行期間というものがあると思いますので、いきなり一本化ってなかなか難しいかもしれませんから移行期間の間は選択制という1つのソリューションがあってもいいのかなと考えてございます。それから、もう1つ最後のご質問の中で、償却費の区分を変えるというお話がありましたけれども、仰るとおり営業外損益に移すということで1つはソリューションにはなるかと思うのですが、先ほどマーケット自体がやはり EPS に反応しているところを見ると、営業外損益に移すだけでは不十分であると考えますので、あまり良いソリューションではないと考えてございます。

### ○郷治友孝様

はい、VC協会の郷治ですけれども、選択制か一本化かということで言うと、現状でもIFRSとJGAAPの選択制であることを考えると、私はJGAAPの中の選択制ということでもよいと考えております。ただし、比較可能性ができるように開示などの義務付けは必要かと思っております。区分の問題については、私も飯沼さんと同じ考えでして、やはり営業外利益に移せばいいというものではないのかなと、企業価値全体へのインパクトというのを考えるとそもそもそのような問題ではないのではないかなと考えております。

#### ○井浦広樹様

まず1つ目のご質問ですけれども、私も選択制につきましては基本反対と考えてございます。やはりわかりやすく一本化というのが、市場が効率的に回っていくためには重要であるということを考えますと、基本的には反対ですが、移行期間というものもございますので、現行よりはまだよいということもありますので、段階的に変わって行って、最終的に一本化していくというのが望ましいと思っております。2つ目の質問ですけれども、営業利益以下のところというのも、やはりこちらも基本的には反対というふうに考えさせていただきます。やはり本質的なところで考えますと、実際この会社の本質的価値はどのようなのだといったところが一番の重要な問題になってきますので、そういった意味でいきますと営業段階なのかそれより下なのかといったところは本質的ではないというふうに考えますので、基本反対というふうに考えてございます。以上になります。

#### ○米山委員

ありがとうございました。1点目についてはよく理解できました。2点目ですが、飯沼様の資料についてお尋ねしたいことがございます。先ほど学術研究が、必ずしも基準開発のあり方に影響を及ぼすものではないということについてご提言をいただいていたけれども、資料を拝見すると少なくとも2点学術研究がリファーされていますので、その点についてお尋ねしたいと思います。「日本会計基準におけるのれん定期償却の見直しによる日本のM&Aマーケットの更なる成長に向けた提言」の資料ですと、参考6に、中国のマーケットを対象にした研究成果が、おそらく非償却支持の根拠として挙げられています。この主題については、様々な研究成果があろうかと思いますが、その中で、必ずしもランクが最上位とはいえないPLOS Oneというジャーナルに掲載されている論文で、かつ、中国のマーケットを対象としたものをなぜ敢えてリファーされているのかなと感じました。その理由をできるだけ合理的に考えようとすると、中国のマーケットと日本のマーケットで制度的な差異があまりなくて、中国市場を対象とした研究で得られた知見が日本のマーケットでもそのまま活きるのであろうという前提でお話をされているのかと忖度しているところですが、そのような理解でよろしいかどうかということが1点。

それから、もう1つ「J-GAAPにおける「のれん定期償却」の現在地とM&Aプレイヤーの声」という資料では、冒頭で川本先生の著作がリファーされていて、この文脈ですと、規則的償却を認めないことにしたのはM&Aの促進が目的だったと川本先生が仰っているように、少なくとも私にはそう見えました。ただ、今急いでこの論文（の原文を）確認してみると、川本先生の主張は、私には、「のれんの非償却と

ということになったけれども、のれんは通常減価するものであって、非償却にする理屈については慎重な検討が必要だ」としか思えないものですから、川本論文を飯沼様の結論に結びつけられた背景をお聞かせいただければ幸いです。以上よろしく願いいたします。

#### ○飯沼良介様

はい、ありがとうございます。すみません、ちょっと私の言葉の選び方がちょっと失敗したかもしれません。学術的というか会計論ということでございます。学術的っていうところでは先ほどの中国のお話と川本先生のところをリファーしたとことでは、我々としましてまず海外の事例を探しました。その中で、このジャーナルがどれくらいのランクに位置付けされているのかというところまでは把握はしていない中で、中国でこのような状況があったということのリファーさせていただいたというそれだけの話でございます。

それから川本先生の論文につきまして、私も一通り拝見させていただきまして、仰るとおり川本先生の論調はそのようになっていたかと思えます。ただ川本先生のところで、まず使用させていただいたところというところ、2001年が変わっていったというところ、アメリカが変わっていったというところ、グローバルの流れがどのようになったかというところをリファーさせていただいたというところでございますので、そこが誤解を招くようなことになっているということであれば、お詫び申し上げますし、そういう世の中の的に流れがこういう流れだったっていうことだけのリファーとお考えいただければと思います。以上でございます。

#### ○川西委員長

はい、ありがとうございます。他いかがでしょうか。はい、熊谷さん。

#### ○熊谷委員

はい。今回のどうも貴重なインプットありがとうございました。大変勉強になりました。今回のこののれんの非償却の導入の議論はもともとスタートアップ支援というところから始まったと理解しているのですが、先ほど、郷治様はベンチャー・キャピタルなのでお立場が少し違うかもしれませんが、飯沼様のお話ですと、スタートアップに限らず、大企業も含めてM&Aの活性化が必要であるということと、あと、そのようなときにスタートアップの方々はIFRSへの移行を、コストが高くてリソースがないことを理由にされているのですが、大企業の場合、逆に、そこまでM&Aをするインセンティブのある会社、あるいはモチベーションのある会社というのは、IFRSに移行できると思うのですが、その辺りはお見解はいかがなんでしょうか。

#### ○飯沼良介様

はい、ご質問ありがとうございます。実は我々が投資をして、のれんはまず銀行が先ほどのレンダーのところヒットしますのでIFRSに移行しますが、特に私自身はアント・キャピタルというファンドでやっているのですが、我々はどちらかと中堅よりちょっと小さいくらいを対象にしている、従業員数

も下手すると 100 人強で実は IFRS 対応しています。やろうと思えばやれる話なので、実はできないという話は僕はちょっと違うのではないかと考えていますので、もちろん大企業はそれだけの体力もリソースもありますし、ただ、我々のレベルでも百数十人レベルの会社ですらできるので我々としてはどちらかという、原則上場企業は IFRS に全部移行していくのがいいのではないかと、我々の論調の中にも書かせていただいています。

#### ○熊谷委員

どうもありがとうございます。その点に関して少し確認させてください。そうしますと考え方としては、会計基準のどれを採用しても、M&A についてある種イコールフィッティングで闘うために、国際基準に合わせてというご意見ということによろしいでしょうか。

#### ○飯沼良介様

仰るとおりです。グローバル・スタンダードで先ほど井浦さんからコメントあったとおり、やはり僕らクロスボーダーの案件があったときにどうしても外資系がどうしても強い、もう少し言うと IFRS の会社の方が高い数字が出てきたりするし、本来であればこの会社を日本企業が買ったらいいところかなかなか買えないという実態もあるので、そういうところも考えると、グローバル・スタンダードに合わせていった方がいいのではないかとこの考え方でございます。

#### ○熊谷委員

おそらく、飯沼様の会社であれ、あるいは郷治様のところであれ、ご自身が M&A をされる、あるいは、出資される時は、利益ももちろん見るのかもしれませんが、やはりキャッシュ・フローで判断されているのではないかと思います。そのような意味では、よくある議論なのですけれども、日本基準であってもキャッシュ・フローを足し戻してしまえば問題ないというところがよく指摘されるところです。ただ、お2人の、あるいは井浦さんのご指摘もそうなのかもしれないですけれども、実は論理的と申しますか、そうであるけれども、マーケットに歪みがあって、必ずしもそれほどディスカウント・キャッシュ・フローのロジックで動いている人たちもいる、そういう制度的な枠組みがある中で、実際に差が出ているのであるから、会計基準も合わせて欲しいというご主張という理解でよろしいでしょうか。

#### ○飯沼良介様

全く熊谷様が仰るとおり歪みが生じているのだと思います。なので、当然私たちは完全にキャッシュ・フローで見えています。だから、まず B/S を見る前に、まず EBITDA を見ます。EBITDA がどれぐらい出ているのか、それが継続的に出るのか、成長するのか、改善の余地があるのかというように見て参りますので、そこが、すべての価値基準になる中で、のれんがどれくらいになって、そのあと気にするのが、のれんがあると次に私たちが売却する際に事業会社がヘジテイトしてしまうと、これは私たちと投資家が当然いて、投資家にリターンを返さなければならぬ中で、価格がつかないかもしれないということは買えなくなるというジャッジにどうしても繋がってしまいます。そうであれば、買う側は J GAAP の

方々も IFRS に全部統一してしまえば、のれんの非償却という形、減損は当然あって、これは私たちとしては明確なルールできっちり厳格に行う必要がある。海外はそうやっているわけなので、ここに躊躇してはいけないと思います。減損が怖いと言っている場合ではなくて、やはり投資した責任として PMI をしっかりして企業価値を上げていって、減損の処理に対して闘っていくということをやること自体は日本企業を強くするということだと思っていますので、そういう意味ではグローバル・スタンダードにすべて合わせていくべきであると考えています。

### ○熊谷委員

あともう 1 つだけお願いします。飯沼さんのご資料で参考 5 という Thomson Reuters の資料があります。US GAAP ののれんの非償却化、それから IFRS ののれんの非償却化でもって、M&A 増えているということと、あと、アメリカの M&A の割合がのれんの非償却化を契機に、まず US の比率が上がって、IFRS ののれんの非償却化に伴って IFRS の比率、アメリカの比率が下がっていますので、会計基準におけるのれんの非償却化の影響というご主張かと理解したのですが、一方で、統一した後 2009 年、2010 年くらいから、長い目で見たとときに、ある種、アメリカとヨーロッパでイコールフィッティングになったにもかかわらず、継続的にアメリカの M&A の比率が高まっています。そうしますと、これは会計基準というよりは、もっと M&A を巡る色々な Institutional なセッティングといいいますか、環境要因の方が大きいようにも見える資料ではないと見たのですけれども、そのあたりのご見解はいかがでしょうか。

### ○飯沼良介様

仰るとおりであると思います。ただ、1 つ 1 つの要因が色々違うので、すべてイコールでは見ることはできないと思います。実は、第 1 回の公聴会のときに日本の M&A が GDP 比でアメリカに追いついたという話があるのですが、実はアメリカの金利がものすごく高いので今 M&A はものすごく落ちています。相対的に日本が上がっているように見えるということで、これは毎年毎年の要因を見ていかなければならないということがまず前提としてある中で、ただ、これを見ていくと、やはりグラフ的には見えているし、一方で、アメリカはやはりファンドがものすごく強いのです。ここがすごく実は M&A を行っているところもあつたりもしますし、規模も大きい会社が多いということで、結局合わせて、IFRS に移行している他の国々も増えたのだけれども、やはりマーケットシェアはアメリカが大きいということではないかと思います。ただ、これも私も学術的にすべて調べて言っているわけではないのですけれども、ここから読み取ったり、我々が日頃感じるところでは、そのように読み取れるのかなと思います。M&A には確かに会計だけではないと思いますし、ただ、のれんがかなりの障害になっていることについては、先ほどの証券会社さんすべてが同じことを仰る、これが事実だと思います。これはもう客観的な話であると思うので、そこをぜひご検討いただければと思います。実は、我々は、皆さんご存じのとおり 20 年前は、「ハゲタカ」と呼ばれておりました。でも、今は誰も「ハゲタカ」って言わないのですね。企業価値を上げる集団だということで、皆さんよくご存じのとある上場企業は、「絶対ファンドには売らない」って言っていたのに、事業会社をファンドにも売却するようになってきているという循環も生まれているので、ぜひそのようなこともご考慮いただければと思います。

### ○熊谷委員

どうもご丁寧な説明、ありがとうございました。

### ○川西委員長

ありがとうございます。他はいかがでしょうか。小出先生。

### ○小出委員

小出と申します。大変重要で有益な情報をいただきましてありがとうございます。まず一般論として、日本における M&A の意義、また、望ましい M&A を進めていくことの重要性はよく理解いたしましたし、個人的にも非常に強い関心を持っております。私は、法律が専門なのですが、M&A には、良い M&A ももちろんあるのですが、逆に悪い M&A というものが出てきてしまうという状況もどうしてもあると思います。経営者の皆さんが M&A をしやすくして欲しいというときに、基本的には望ましい M&A になることが多いと思うのですが、中には望ましくないオーバー・バリュエーションみたいなことが起こっていますというような M&A の実態もあるし、M&A の場面では経営者の利益相反的な状況も最も出てきやすい場面ではないかと思っています。そうなりますと、償却が是か非かというのはこれからの議論によるものかと思っておりますけれども、実態として too late といいますか、減損というものを適切に行うというインセンティブをきちんと経営者が持っているかどうか非常に重要な問題である気がしております。今日伺った話ですと、投資家の方から見ると、そこはあまり心配はされていない。すなわち、日本の M&A において仮に非償却を導入した場合、減損が適切になされるであろうという信頼があるというご理解でよろしいかということと、もしそうであるとすれば、どのような理由でそうであると言えるのか教えていただければと思っています。よろしく願いいたします。

### ○飯沼良介様

登板回数が多すぎて申し訳ございませんが、実は、我々自身も投資した後、減損テストを毎年やっています。正直我々も冷や冷やししながらやっていますが、それ以上に減損されないように投資先のバリュエーションをどのように上げていくかということにもすごく注力してやっています。同じように、企業も努力してそれをやっておられると思いますし、一方で減損のテストに関しましても、きっちり監査法人がついてやっておられるというところを信じるしかないと思います。ただ、我々の提言、これも具体的な提言にはなっていないので申し訳ないのですが、やはり、減損テストの明確なルールを、実際今もあるのですが、より分かりやすいというものにするということを、開示も含めてやる必要があると考えてございます。

### ○郷治友孝様

私どもベンチャー・キャピタルでも、投資先の時価評価は四半期に 1 回行って、会社側がこういう評価ですと言ってきたとしてもファンドとして 1 社 1 社のポートフォリオに対して本当にそうである

かというのを監査法人さんも入れてやっていて、もし齟齬があれば、相当やはり我々指導というとなのですが、会社に対しても色々質問をしたり、直さないのであればやはり直すようにということはかなりリクエストしたりということをやっておりますので、未公開企業であっても VC の投資先にはそういうことをやっているの、当然上場企業であれば、その discipline は、よりしっかりやっていただければならないし、のれんの非償却も認めるのであれば、その減損テストをより厳格にすべきというのは当然やらなければならないことであると思っております。

#### ○井浦広樹様

私のところでは、まず上場企業に対しては、しっかりと社会的インフラがまず整備されていて監査法人を含めて、ヘルシーなマーケットが行われているという大前提で考えていますので、監査法人さんを含めてしっかりとやっていただけると期待しています。ただ一方で、当然投資家として投資をするからには、お客様の資金を預かって投資をするわけですから、そこに対しての結果につきましては、一身にリスクを背負っているという覚悟でやっておりますので、そういった観点でいくと、のれんを償却しようがしまいがやはり買収した企業の現状ですとか、ハンドリング、今後の状況につきましては逐一確認をして、その上で、適正な価格を評価しているといった観点でいきますと、プロセスに変化はございませんので、その意味で、減損については特段の懸念はしていないというふうに考えておりますし、そのような投資家が増えていけば市場は効率化するはずですので、そのようなリスクにつきましても低減していくと考えてございます。

#### ○川西委員長

ありがとうございます。他いかがでしょうか。丹さんお願いします。

#### ○丹委員

どうもご説明ありがとうございました。お考えなど非常によく分かりました。先ほどの質問とも関係して1点だけ確認させてください。飯沼様の資料のご提言の中で、先ほどコメントにもありました「減損処理の透明性を高めるべくルールの特化」ということが提言の中に含まれていると理解しておりますが、のれんの非償却とするのであれば、減損テストにつきましても IFRS と同じように厳格な減損テストが必要であろうと考えているところではあるのですけれども、ここでいう「透明性を高めるべくルールの特化」というのは、ただ IFRS と同じ減損テストをするだけではなく、さらに透明性を高めるような何か工夫をするということまで含んでいると理解してよろしいでしょうか。

#### ○飯沼良介様

ここもわかりづらくて申し訳ございませんけど、そのような意味では、IFRS と同じレベルの減損テストをしっかりと行うということと理解いただければと思います。

#### ○川西委員長

ありがとうございます。栗原さんお願いします。

#### ○栗原委員

ご説明ありがとうございました。大変貴重なご意見を頂戴し、参考になりました。つまるところ、日本基準と IFRS あるいは米国基準との差異を理解されておられる方々にとっては、キャッシュ・フローは基本的に同じですから、結果的に調整を行えばバリュエーションも同じになるところ、実際には、基準の差異が理解されていない方々がおられることによって不都合が生じているというかギャップが生じているというように理解をしました。特に井浦さんの説明が分かりやすかったのは、海外投資家であるとか個人投資家であるとかロボット投資家とか、アナリストのカバレッジの話も出てきたと思いますが、要は、センスのある方あるいは知見のある方がいらっしゃるかどうかというところが非常に大事なのかなと理解しましたけれども、そのような理解でよろしいでしょうか。結果的にイコールにしていくということが大事だということがポイントであると理解したのですが、コメントいただければありがたいです。

#### ○井浦広樹様

ありがとうございます。基本的には仰っていただいたとおりであるというふうに認識しておりまして、やはり海外企業と国内企業のギャップが生じていると、それによって不利益が生じている、アンフェアな状況になっているということは、誰にとっても決してプラスには働かないと思いますので、そこは合わせた上で、グローバル基準で、ディスカッションすべき問題であって、そこをあえて日本だけがディスカウントをして不利益を被るとというのが合理的ではないのではないかと考えています。

#### ○飯沼良介様

よろしいでしょうか。今の点、私の資料の 16 ページに FA さんの声ということで、補足資料の方に C 証券会社が 3 つ目のプレットで書かれているのですけれども、海外市場に比べてリテール投資家の多い日本市場において、資産運用立国を目指す方向性も踏まえると制度設計の分かりやすさ・統一された基準に基づく開示を行っていくことの重要性が増すというように、まさしくここであると思います。結局、J GAAP の方々がどこを気にするかというと、ここを気にしていちゃって、結局、マーケットがリテールの個人投資家が多い中で、しかもどちらかというと素人の個人投資家が多い中で、さきほどの私が 8 月 14 日の事例でトライアルホールディングが、西友さんを買って、のれんでドンと株価が落ちたとお話をして、普通に IFRS で当期利益を上げていると、もしかすると株価が変わってないか、もしくは、上がっていたかもしれない。これはもちろんわからない話なのですけれども、こういうことだと思うのですね。皆さん気にしておられるというところが一番のポイントだと思う。

#### ○川西委員長

ありがとうございます。他はいかがでしょうか。安宅さん。

#### ○安宅委員

ご説明ありがとうございます。何点か、よろしいでしょうか。まず、井浦様のご説明の中で、冒頭の方にポイントとして、確か、国際競争力に加えて、生産性向上、そして管理コストの差に繋がっているというようなご説明があったのですが、もう少し詳しく教えていただいてもよろしいでしょうか。

#### ○井浦広樹様

単純には、M&A をして、2 つが 1 つになると間接コストの本社機能は 1 つでよくなるので、それによって効率化が図られて生産性が向上するという単純な話なのですがけれども、日本企業を全般的に見て何百万社あって、それが経済のバッファーになっているという美談みたいな話で言われることもあるのですが、裏返してみるとそれぞれが非効率に走っているがゆえに、全体で見たときの生産性の低さ、日本で先進諸国の中でも日本の生産性の低下っているのは非常に問題になっていると思うのですが、そういったところの 1 つに小さいところがそれぞれに動いていて非効率であるというところは言えるのではないかと感じています。

#### ○安宅委員

ありがとうございました。クリアに分かりました。次にもう 1 つ、郷治様のご説明資料に関して、お考えをお聞きしたいと思います。2 ページの下データでは、伝統的な製造業等では買手になることが少なく、IFRS の企業におそらく日本全体が競り負けていて、日本企業のうち金融や通信は何とか残っているようなご説明がございました。改めて拝見して、日本の企業 300 社くらいが、今、大企業は IFRS に移行していて、時価総額ベースでは半分くらいが移行していて、実はそれなりに製造業の方々も IFRS を採用されている状態で、日本の銀行は違うのですが、多分、会計基準以外にもっと本質的な問題が他にあるとも思われますが、もしお気づきでしたらご教示ください。

#### ○郷治友孝様

その点もあろうと思います。意思決定の裁量とかです。やはりスタートアップの経営者と大企業のトップが、直接交渉するというのはなかなか日本だと稀だと思います。そうすると、どうしてもその部門の担当者がやっているわけですが、100%買収するとなるとそれなりの規模感になることもありますので、それができるような意思決定の仕組みになっているかということ、海外の企業と比べるとそうではない事例が多いと思います。

#### ○安宅委員

なるほど。

#### ○郷治友孝様

だから、のれんの話だけが悪いということではもちろんないです。それは仰るとおりです。

#### ○安宅委員

ありがとうございます。でも、その交渉を含めて、そこまでクリアにはこれが原因という感じのものはなかなか難しいということでしょうか。他にも原因はあるのでしょうか。

#### ○郷治友孝様

ただし、のれんの話が原因で M&A の交渉の際に、我々の投資先のディープテックの場合、日本の J GAAP の企業と話がこれ以上できないというか、時間がかかるのであれば、もう海外の企業の方が話が早いと言ってやっている例もあるので、のれんの話がディスインセンティブになっていることは確かではあります。

#### ○安宅委員

ありがとうございます。とりあえず、クリアになりました。

#### ○川西委員長

ありがとうございます。他いかがでしょうか。吉岡さん。

#### ○吉岡委員

ご説明いただきまして、本当にありがとうございました。大変参考になりました。いただいた資料の中で、私が聞き逃したところもあるかもしれず恐縮ですが、2点ほどお伺いさせてください。1点目は、先ほど井浦様からご説明いただいた後半の方にバリュエーションの話をされていたかと思います。バリュエーションについて何かしらのれんの償却があると悪さがあるというところの観点でのお話であったのですが、その時のバリュエーションを誰の観点からのバリュエーションかというところが把握できなかったので教えていただけませんか。何も調整しない EPS・PER などを使ってバリュエーションをされるというところは、多分、井浦様自身の投資先へのバリュエーションではなくて、投資先が M&A するときのバリュエーションの話であるとも思ったのですが、もしそうであれば、井浦様側での投資のバリュエーションはどのようにされているかということも、差し支えない範囲でお伺いできればと思いますが、いかがでしょうか。

#### ○井浦広樹様

ありがとうございます。バリュエーションにつきましては、一般的な上場企業についてもそうですし、買収する側・される側についていずれについても、同じことはいえると思っています。そういった中で我々はプロ投資家として本質的な価値を見出して、当然のれんの償却の部分は割り戻してですね、将来的なキャッシュ・フローですとか、将来的な企業価値に即して、投資をしています。ただ、一方で、そのギャップが解消されるまでにやっぱり時間がかかると、実際にのれんの償却が終わってシナジーが出て業績が純粋に足し算的に上っていった初めて、市場のコンセンサスが形成されて、それに合わせて株価が上昇していくという観点でいけば、それは収益機会と考えますので、我々にとっては、決してネガ

タイプな話ではないはずではあります。ただし、それは長期間にわたってずっとディスカウント要因になってくるというのは、やはり我々にとっても我々のお客さんにとってもペイシメントを要しますので、なければならない方がありがたいというのがありますし、当然そういう低空期間のところにありますと、その投資先企業も、次の第2第3の打ち手を打つときに、1つディスカウント要因を持っていますのでレバレッジをかけた第2第3の次々のアクティブな経営戦略が打ちづらくなっていくということを考えると、憂慮すべき問題があるのではないかと考えています。

#### ○吉岡委員

一番目立つような利益のところ、何かしらずっと低空飛行が続いているとそれなりに大きな影響があるということでしょうか。

#### ○井浦広樹様

そうですね、投資家もペイシメントを要しますし、企業にとってもしっかりと投資したものが目に見える形で回収できて初めて次に行くという形になるので、もしそこに2つ3つですねビジネスチャンスがあっても、会計の問題でストレッチしづらいというところがあれば、それはやはり逸失利益になってしまうので、避けたい事情かなと考えています。

#### ○吉岡委員

ありがとうございます。もう1点は、郷治様の資料の1ページ目のエグジット環境についての図ですけども、日本はIPOが多くてM&Aでのエグジットは少ないという話を伺いましたけれども、韓国の状況が比較的似ていると思ひまして、韓国の要因は何かございますか。韓国ではあまりのれんの償却・非償却という話を聞かないので、何か特定の要因があれば差し支えない範囲でお伺いしたいです。

#### ○郷治友孝様

韓国の新興市場の整備はかなり日本を参考にして整備されてきたところもあって、IPOは比較的注目されている割合が高いのかなと。雑駁な印象ですが。

#### ○吉岡委員

ありがとうございます。

#### ○川西委員長

ありがとうございます。他いかがでしょうか。穴田さん。

#### ○穴田委員

ご説明ありがとうございます。大変クリアなご趣旨でよく理解できました。私から2点ほどご質問がございます。先ほどのれんの非償却の選択制の話になったときに、飯沼様と井浦様の方から反対だとい

うご意見であったと思うのですが、そのお考えを突き詰めていくと、現状日本が IFRS を任意適用しているという枠組み自体にも課題があるというようにもお感じなのかなと受け止めたのですけれども、現状の IFRS 任意適用自体は過渡的な枠組みとしてあるにしても、将来的には会計基準はやはり統一された方が望ましいという大きなお考えをお持ちなのかどうかというところをお伺いしたいということが 1 点目でございます。

2 点目が、そこに関連するのですけれども、仮にのれんの非償却が日本の会計基準として入ってきたときに、かつ、IFRS の任意適用の枠組みが残ると日本基準は何のためにあるのかという話になってくると思うのですけれども、一方で、現状で先ほどご説明があったとおり、なかなか IFRS の適用自体も難しいところがある中で、移行コストが大きいと思うのですけれども、移行コストやのれんの問題を置いたときに、日本基準を適用するメリットをお感じになっているところがあるのかどうかというところになります。その 2 点お伺いしたいと思います。

### ○飯沼良介様

ご質問ありがとうございます。原則は、我々プライベート・エクイティとしては M&A という軸足でいったときに、企業側が買いやすいか買にくいのか、それをどこでジャッジするかという、さきほどから同じことを言っているのですけれども、株式市場を気にしてしまうというところになります。そうであれば、もうすべてののれんの非償却、いわゆる IFRS に持っていく方がいいだろうと。これは過渡期というご説明であれば、これがすべて IFRS に向かっていくことは、私は正しいと思いますし、それをなるべく早くやっていただければと考えています。ただ、そうは言っても、未公開企業であれば上場しているわけではないので、それほど気にしないということもあります。なので、ある場合にはその上場企業については IFRS 適用、未公開企業については日本基準、という考え方もあっていいのではないかと考えております。

### ○井浦広樹様

私の考え方といたしましては、あくまでも上場株式に投資をするという立場で考えたときに、資本市場が効率的に一本化して分かりやすく、効率化ができるという状況が一番望ましいということを考えてみると、一本化の方が望ましいということでございまして、現状 IFRS と日本基準が分かれていることに対して課題意識を持っているかというところではないけれども、投資をする立場で何が一番理解が進みやすいかという観点であくまでもお答えさせていただきました。

### ○川西委員長

ありがとうございます。佐藤さんお願いします。

### ○佐藤委員

ご説明ありがとうございます。大変ためになる貴重なご講演をいただきましてありがとうございます。私から 1 点、飯沼様の先ほどのコメントもありましたように、減損の明確化ということについて

現状の IFRS レベルの明確化を考えておられるということでしたけれども、ご案内のとおり、現状 too little, too late の問題がございまして、のれんの残高が積み上がっているという気がしております。その点、何か問題意識等、もしございましたらお願いいたします。

#### ○飯沼良介様

質問の確認でございますが、今の IFRS 企業でのれんの残高が積み上がっていることに対する問題意識があるかというご質問と理解してよろしいでしょうか。

#### ○佐藤委員

はい。

#### ○飯沼良介様

ありがとうございます。これについては、問題意識がないかということと言うと、少し難しいのですが、適正に監査法人と議論された形として積み上がっているものと考えていますし、実はそもそも企業の無形価値をどう考えるかということかと思えます。私は費用ではなくて、会社には価値があってそれが伸びているのであれば、のれんはそのまま、もっと言うと、のれんが大きくなっても全然構わないという話であると思うので、積み上がっていること自体が問題ではなくて、しっかりと監査法人と減損テストが必ずきちり行われていて、それがルール変更なく、ある一定の同じ基準でずっとテストが行われているかということが重要であると考えています。

#### ○佐藤委員

ありがとうございました。

#### ○川西委員長

ありがとうございます。松下さん。

#### ○松下委員

ご説明いただきありがとうございました。あまり本質的ではないかもしれないのですが、飯沼さんに先ほどご説明いただいた、プライベート・エクイティ・ファンドで投資している投資先の会計処理なのですが、基本的にトレードセールになろうと IPO になろうと、やはりのれんが大きく出る会社さんに投資するときには、規模にかかわらず、IFRS を当初から導入するということを前提に、皆さんは投資の判断をされているという理解でよろしいですか。

#### ○飯沼良介様

ここは、まず銀行とのレバレッジ交渉です。やはり交渉の際に、IFRS に移行してくださいと言われたら移行しますし、そうでなければ移行しないということが原則論です。ただ、エグジットの際に、IPO を

選択する場合には証券会社さんからどうしてもれんが大きくなり EPS が小さくなってしまいますので IFRS に移行してくださいという話になっていくので、その選択肢の中で、まず、これは我々が選択するわけではなくて、レバレッジローンの議論の中で選択をせざるを得ない。その次に行くと、IPO を選択した際に、証券会社さんからレバレッジでは選択しなくてもよかったけれども、IPO の際には選択をしてくださいというようになっていくということです。我々が積極的に IFRS に対応しているというよりは、そういう要望に応じてやっているということです。

### ○松下委員

分かりました。ありがとうございます。あと先ほどトライアルのお話がありましたが、株価を見てみると、そのあと翌日にかなり戻しているというような状況もあって、ただ、仰るとおりやはり株式市場は分からない部分がありますけれども、公表の仕方で営業利益が落ちましたとか、当期利益が落ちましたということだけで反応するというようなことはあるのかなと思いますので、投資するという観点で、株式市場が色々見方によって動き方も変わるということに関して、何かご意見はありますか。ちょっと抽象的ではありますが。

### ○井浦広樹様

では、上場株投資している立場からお答えさせていただきます。そのような市場のボラティリティ自体は、アクティブ・ファンドマネージャーにとって決してネガティブな話ではないですし、多くの投資家にとっては収益機会というふうに考えるとそれ自体を忌避するものではないと考えております。しっかりとそのタイミングで収益機会を認識すれば、買えば、必然的に儲かるわけなので、それ自体は市場が健全にワークしているというふうに考えればいいのかと思います。ただ一方で、中小型銘柄になってくると、流動性も枯渇してきますし、まさに、東証のグロース市場改革の話でも時価総額 100 億円に 5 年で到達せよという話が出てきている背景にもありますけれども、やはりそのクラスになってくると流動性がまず少ないですし、そこで下がったものを買ったときに、その適正価格に基づいてですね、価格修正がなされるかという、かなり不安感のある状況になっておまして、我々プロ投資家としてもその火中の栗を自信を持って捨てるかという、しっかりと周りの人がついてくる自信がないとやっぱり躊躇してしまいます。その結果、歪んだまま放置されてしまうとそれがやはり常態化していってしまう状況があります。そのようなところも含めると、必ずしも特に中小型銘柄については、そのようなギャップが解消されないケースが散見されますので、そのようなところも含めて、解消していくというのが望ましいと思っています。

### ○川西委員長

ありがとうございます。他いかがでしょうか。米山先生。

### ○米山委員

ありがとうございます。郷治様の資料の 4 ページ目に関してお伺いしたいことがございます。上の方

に、「現状ののれん償却に関する課題認識」という項目がございまして、黒丸の、私どもが見ている資料ですと4つ目から読ませていただきますと、「本来、損益計算書の目的は、経営成績を適切に開示することで投資家などの適切な意思決定に資すること。しかしながら、投資家による企業価値評価の際にはのれん償却を削除して評価する実務が広く行われているなど、のれん償却は、本来の財務諸表の目的に合致した会計慣行とは必ずしもいえない。のれんの償却は企業価値を評価する上での本質的な情報ではなく、ノイズとすらいえる。」と、割とネガティブな評価を下しておられます。(この)延長線上でもう少しだけ読ませていただきますと、「そのうえ、J-GAAPでのれんの定期償却を損益計算書に義務付けていることの副作用として、①のれん償却を捨象して考えられない一定の投資家層への影響は無視できないことにより、のれん償却を考慮せざるを得ないがゆえにM&Aの企業評価が国際基準より低くされたり躊躇されたりする」云々とあります。私の読み方が間違っているのかもしれませんが、のれんを足し戻す必要性を理解していない一部の投資家層がのれんの償却を求めているから、会計に歪みが起きているというようなご発言のように見えます。その理解で良いかどうかともかくとして、この主張を敷衍すると、結局、利益の役立ちはキャッシュ・インフローの推定だけにある訳ですから、そもそも支出を伴わない費用項目を計上していくこと自体が、ますます会計利益を使いにくくしているとも読めます。もしそうであるならば、のれんに限らず、例えば最も典型的なものとしては減価償却までやめてしまうべしという話に繋がって、究極のところは、発生主義をやめて、キャッシュ・フロー計算書だけを開示するのがよいというような話にも聞こえるのですけれども、そういった理解でよいのかどうかを確認させていただきたいと思います。

#### ○郷治友孝様

そこまで申し上げたいということ在意図したものではありません。あくまでも特に私が直面しているディープテック企業なのですけれども、本当に研究開発費がどんどん出てくるタイプの投資、そのような企業においては、本当に売上もありませんし、我々が投資するときには、将来のキャッシュ・フローのポテンシャルだとか、ソフト資産といえますか、そのようなものだけで注目する投資のところでは、特にこのような問題が大きいということです。

#### ○米山委員

減価償却費とのれんの償却費で、違う対応を求めておられる理由の一番エッセンシャルな部分だけで結構なのですが、それを教えていただけると大変幸いです。

#### ○郷治友孝様

通常の減価償却については遍く、別にディープテックのようなスタートアップに限らず、どの企業でも直面している課題だろうと思います。ただし、M&Aのような、特にディープテックスタートアップのような企業のM&Aの企業価値評価というのは、これは非常にスタートアップに特有の、私の限られた領域だけのことかもしれませんが、非常にペインを感じている領域でございまして、そこにおいて、この課題が非常に大きいことから、このような書き方をさせていただいているというところでござい

す。すみません、十分お答えになってないかもしれません。

#### ○米山委員

これで最後にしますけれども、私自身が必ずしもそう思っているわけではないという前提で申し上げます。会計上、のれんと償却資産を区分計上していますけれども、結局のところは、いずれも投資原価の一部です。投下資金の回収余剰を利益として捉えていくというのが広い合意であるとする、いわゆる有形財だけではなく、のれんの部分についても見合いの成果が実現した段階で費用に落としていくということが必要だというのは、償却側の理屈としてしばしば聞かれるものだと思っています。この見解に対してどういう印象をお持ちかということだけお聞かせいただけますか。

#### ○郷治友孝様

そこについては私の立場からは違和感があります。有形資産の償却については違和感はありませんけれども、企業価値、特にまだ売上とかも上がらないような会社について、もし仮にそのポテンシャルが評価されて一定の価格がついたときに、それを費用としてみるということについては非常に違和感があります。それは、多分ベンチャー・キャピタルという立場なので、特にそう思うということだと思いますけれども。

#### ○川西委員長

ありがとうございます。他いかがでしょうか。安宅さん。

#### ○安宅委員

ほぼ終盤になってきていると思うので、改めてこの質疑の最初の方にあった考え方についての確認をさせていただきたいです。のれんの非償却の導入における償却・非償却の選択制についてはお考えが少しそれぞれでおありだったということと、2点目の計上区分の改正については、皆さんはどちらかというと反対でおられたと思います。改めてこの基本的な考え方ですけれども、のれんの非償却に向けて進む上で、1つの考え方としては、M&Aをより早く加速させたいので、差し当たって計上区分だけでも変えたいという意見もあれば、そうではなくて本質的にこの問題を捉えるべきであって、最終的な長期的なゴールである非償却に統一していく、ここに向けて丁寧に時間をかけてやるべきであると、拙速なことは避けるべきだという大きな2つの考え方があるとすると、どちらかというと、今回は、最終的に長期的なものを優先すべきで、拙速な、そして差し当たっての対応をするのは、あまり望ましくないという考え方ということで正しいでしょうか。

#### ○飯沼良介様

飯沼ですけど、全くおっしゃるとおりです。

#### ○安宅委員

ありがとうございました。

○川西委員長

他はいかがでしょうか。熊谷さん。

○熊谷委員

郷治様のディープテックのお話ですが、資料の3ページについて、先ほど米山先生も言及されていましたが、3例ではあるのですけれども、買手企業にはモデルナなども入っています。事業会社が買っている層という理解でよろしいでしょうか。

○郷治友孝様

そうです。

○熊谷委員

この場合、まだ本当にディープテックで有望ではあるけれども、相当専門家でないと評価が難しいような企業であると思いますが、のれん云々というよりも買収された企業が持っている技術なりを評価して、この買手は買われているようにも思うのですが、いかがでしょうか。

○郷治友孝様

そのとおりですね。

○熊谷委員

そこで、会計基準とそのような技術評価あるいは製品評価とどちらがより大きな要因で日本企業は買えなかったとお考えでしょうか。

○郷治友孝様

もちろん会計のせいだけではないですけれども、ただやはり、のれんのところは相当大きかったのかなと思います。技術評価だけで社内を通せない理由として非常に大きなものとしては作用しているのではないかなと思います。

○熊谷委員

郷治様としては、結局、少なくとも技術評価ではなくて、会計によって阻害要因があるのであれば、それを取り除いて日本発のベンチャーをやはり日本の企業が買収しやすくするのが望ましいというご主張と理解しました。

○郷治友孝様

はい、日本の企業が買うことを阻害するようなことにもし一因としてでもなっているのであれば、取り除いていただきたいと思います。

○熊谷委員

それを1つでも外していくと。そうすると、やはり会計基準だけではないように思います。

○郷治友孝様

そうです。それ以外の理由もあるのでは、というのは仰るとおりです。

○熊谷委員

ただ、会計基準がその大きな要因であるならば、その阻害要因を取り除いて欲しいということでしょうか。

○郷治友孝様

そうです。

○熊谷委員

はい、わかりました。

○川西委員長

ありがとうございます。そろそろ時間ですので、最後に何かあればという形でお受けしたいと思えますけれども、いかがでしょうか。よろしいでしょうか。それではこのあたりで質疑を終了したいと思います。本日は飯沼様、郷治様、井浦様大変ありがとうございました。他にも色々な方からお話を伺って、私どもとしましては、企業会計基準諮問会議の方にご報告をさせていただいて、企業会計基準諮問会議の方で方向性を定めていただきたいと思いますと考えているところでございます。以上をもちまして第2回のれんの非償却の導入及びのれん償却費計上区分の変更に関する公聴会を兼ねます第554回の企業会計基準委員会を終了したいと思います。大変ありがとうございました。

以 上