

国際会計人材ネットワーク第2回シンポジウム Nick Anderson IASB 理事によるご講演 「基準設定プロセスへの利用者の関与」

はじめに

皆様こんにちは。国際会計人材ネットワークの第2回のシンポジウムに参加できることを非常に光栄に思います。財務会計基準機構（FASB）と企業会計基準委員会（ASBJ）は、IFRS 財団及び国際会計基準審議会（IASB）と友好関係にあります。昨年、それぞれの組織が、単一のセットの高品質のグローバルな会計基準が共通の目標であることを再確認しました。

東京は今回で3回目ですが、IASB の理事としては初めての訪問です。私の経歴の大半はアセット・マネジメントであり、顧客のために資金を管理するか調査チームを指揮するかのいずれかでした。昨年 IASB に加入しましたが、

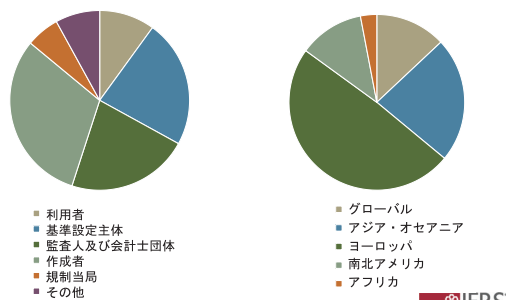
IASB がアセット・マネジメント業界出身の理事を入れたのは初めてです。その前は、Janus Henderson でグローバル・サステナブル・エクイティ・ファンドを運営していました。しかし、基準設定は私にとって完全に新しいものではありません。長年にわたり、他の投資家と協力して、IASB の協議に積極的に参加しており、英国の会計基準審議会の非常勤の理事を6年間務めました。ですから、私の経験は、今日の最初のトピックである「基準設定プロセスへの利用者の関与」にふさわしいと皆様に思っています。

公開企業に投資する際に存在する構造的な問題の1つは、会社の経営者と投資家との間の情報の非対称性です。監査済みの財務諸表を公表することは、公開企業の業績を伝達する上での、また、会社の経営陣に自らの行動に対する



説明責任を持たせるための、中心的な教義（tenet）です。IASBの「概念フレームワーク」では、「現在の及び潜在的な投資者、融資者及び他の債権者の多くは、情報提供を企業に直接に要求することができず、必要とする財務情報の多くを一般目的財務報告書に依拠しなければならない」としており、それに続いて、「したがって、彼らは一般目的財務報告書が対象とする主要な利用者である」と述べています。

2015年アジェンダ協議



しかし、IASBの主要な利害関係者のうち、財務報告の将来を形作ることに對して関心が最も低いのは、財務諸表を作成してもらっている利用者なのです。IASBの2015年アジェンダ協議は、今後5年間の作業計画を設定するものであり、IASBが行った最も重要な協議の1つです。この協議に対して119通のコメント・レターが寄せられましたが、これらのうち財務諸表利用者からのものは10%だけでした。これに対し、作成者はコメント・レターの31%を占め、さらに22%が監査人及び会計士団体からのもので、これらを合わせると、利用者からのコメントの5倍を超えています。

利用者が他の利害関係者よりも基準設定の議論に関与してこなかった理由を検討する前に、2つの関連する論点についてお話しします。それは、投資の専門家が購入・保有・売却の意思決定を行う投資プロセスと、私たちが利用者と

いう場合に実際に誰を意味しているのかということです。それから、利用者が他の利害関係者よりも基準設定プロセスにおいて積極的でない理由を考え、IASBが利用者の参加を促進するためのIASBの取組みを紹介します。最後に、財務報告の目的適合性について、また、新しいテクノロジーが進展する中での利用者の役割について考えます。

利用者としての投資の専門家

様々なタイプの財務アナリスト

セルサイド・アナリスト	バイサイド・アナリスト
ブローカー及び投資銀行	アセット・マネジメント会社
スペシャリスト	ゼネラリスト及びスペシャリスト
6～10社の企業をフォロー	20社以上の企業をフォロー
手数料を得ることに焦点を当てる	顧客のリターンに焦点を当てる
活動指向	より長期的な視点
日々のニュース、四半期決算	株主総利回り（TSR）
1株当たり利益（EPS）、 利息・税金・償却前利益（EBITDA）、 株価収益率（PER）、PEGレシオ	キャッシュ・フロー、 投下資本利益率（ROIC）、 フリー・キャッシュフロー・イールド

投資の専門家の間でも、利用者を区分する方法は数多くあります。投資するのが株式か債券か、アプローチが定量的なのか会社のファンダメンタルズを基礎とするのか、ポートフォリオ・マネジャーなのかアナリストなのか、などです。また、平均的な保有期間や、成長や価値などの基本姿勢を考えることもできます。ゼネラリストもいれば、特定の地域や業界に専門化している投資家もいます。投資の哲学やプロセスは機関ごとに異なり、時には、同じ組織でも投資家によって異なる場合があります。

私が投資家としての経歴の大半を過ごしてきたアセット・マネジメント会社は、バイサイドと表現されます。バイサイドの投資の専門家には、ポートフォリオ・マネジャーやリサーチ・

アナリストが含まれます。ブローカー会社、投資銀行、独立の調査会社は、セルサイドと呼ばれます。セルサイドで働くリサーチ・アナリストは、バイサイドの人々に投資の提言や助言を提供します。歴史的には、セルサイドの専門家のほうがバイサイドよりも基準設定において大きな役割を果たしてきました。セルサイドの組織には、自前の会計の専門家や鑑定の特 門家がいる場合があります。こうした人たちは、基準設定に関与するにあたり、証明された専門的スキルを持ち、国際的な会計基準の動向を注意深くモニターし、影響を与えようとします。

セルサイドとバイサイドの両方が同じ会社を追いかけるのはなぜかと質問される方もあるかもしれません。確かに、これは投資チェーンの中の不必要な重複なのかもしれません。しかし、個々のアナリストの役割と動機は、バイサイドとセルサイドでは非常に異なる傾向があります。

セルサイドのアナリストはスペシャリストです。少数の株式銘柄をフォローすることに責任を負っています。彼らが働く企業は、株式が売買される時の手数料や、会社への他のサービスを通じて収益を稼ぎます。彼らは活動本位の傾向があり、手数料を生み出すためにバイサイドの顧客に売買を促します。ニュースの流れや四半期の利益に焦点を当てる傾向があります。これに対し、バイサイドのアナリストは、一般に、もっと多くの企業をフォローしています。彼らが働く企業は、顧客のために管理しているファンドの運用が好調である時に繁栄します。投資期間が長期となる傾向があります。彼らの利害は顧客の利害とより密接に整合しています。

こうした特徴は、もちろん一般論です。バイサイドのアナリストの中にはセルサイドで働いているかのような人もいますし、セルサイドのアナリストが、通常はバイサイドに関連付けら

れるような特性を示す場合もあります。しかし、セルサイドはエッジ（強み）を維持する必要があります。そうでなければ、どうしてバイサイドが彼らのリサーチにお金を払うのでしょうか。多くのセルサイドのアナリストは、フォローしている業界の真のエキスパートであり、長年の経験と、その業界の会社についての包括的な知識を持っています。

IASBの「概念フレームワーク」は、利用者を定義する際には非常に具体的で、「財務報告書は、事業及び経済活動についての合理的な知識を有し、情報を入念に検討し分析する利用者のために作成される」と述べています。また、「規制者や一般大衆などの他の関係者も、一般目的財務報告書を有用と考える場合がある。しかし、一般目的財務報告書はこれらのグループを主たる対象とはしていない」とも明記しています。

この具体的な利用者グループへの焦点は狭すぎると主張し、IASBの使命はより広範囲の利用者を包含すべきだと主張する人たちもいます。しかし、焦点を絞ることは重要であり、さらに、個々の証券についての価格決定メカニズムは、ほとんどの状況において、一般大衆ではなく専門の投資家の集合的な行動によって決定されます。

これから、この論点をバイサイドの投資家の目を通じて、私が最もなじんでいて開発に関わってきた投資プロセスのいくつかの要素を論じることによって、さらに検討していきます。このプロセスの構成要素は、他の個々の要素と比較して、特有のものはありません。違いが出てくるのは、どの領域に重点を置くのか、プロセスの個々の要素をどのように同調させるのか、そしてもちろん、投資の判断からです。

バイサイドの投資プロセス

基礎的なリサーチ

定性的評価と定量的評価の組み合わせ

IFRS

まずプロセスからのアウトプットの話から始めましょう。調査メモと統合的な財務モデルという形での明確に文書化された投資案件です。書くことは、私にとって常に投資プロセスの重要な要素でした。調査メモは長いものでなくてもかまいません。主要な論点のすべてが考慮されていることを確認するためのチェックリストを提供するものです。私の場合、分析を文書化することは思考を体系化するのに役立ちます。投資は時にはうまくいかないことがあります。当初の投資案件の記録が、これが一時的な性質の短期的な問題なのか、それとも投資案件が永久的に減損していて証券を売却すべきなのかを評価するのに役立つ可能性があります。調査メモは投資案件の定性的評価を提供します。しかし、数字、つまり財務モデルを使用した定量的評価が、同じストーリーを描写していることが不可欠です。

業種のトレンドと企業のポジショニング

競争上のポジショニング

- ・ 企業は、成長している業種で事業を行っているか？
- ・ 企業の戦略は何か？
- ・ 企業は、業種の成長よりも早く、持続的に成長することが可能か？
- ・ 企業の競争上の優位の基礎は何か？

IFRS

投資案件を構築する際に扱う質問には、業界の成長性、業界の中での会社の地位、会社が競争優位を維持できるかどうかに焦点を当てることが含まれます。

経営及びガバナンスに関する視点

現代の企業の役割は何か？

経営者報酬を生み出す器	持続的な経済的価値と株主価値の創出
売上高及びEBITDAに焦点を当てる	長期的戦略ビジョン
早い成長	賢明な資本配分
四半期ごとの目標達成	イノベーション及び自律的成長
多くの買収	長期のキャッシュ生成及びリターン
株式とオプションの発行の多用	持分の所有
短期の業績に対する報酬	経済的利益に頼る

IFRS

もう1つの重要な検討事項は、会社の経営陣の性質と動機です。調査の一環として、私は個々の会社が分布のどこに位置しているのかを理解しようとしていました。一方の端には、主として経営者が報酬を得るための手段のような会社があり、反対側には、持続可能な経済的な株主価値を生み出すことに重点を置いている会社があります。日本では経営陣が短期ベースで報酬を受けていないことを私は評価していますが、この枠組みには、経営陣についての判断を形成する際に考慮する多数の要因が含まれます。

資本の配分は公開企業の経営陣の最も基本的な責任です。フリー・キャッシュ・フローを用いた再投資のリターンは、長期的な株主リターンの主要な決定要因です。1987年のBerkshire Hathaway社の株主向けレターの中で、Warren BuffettとCharlie Mungerは次のように書きました。「ほとんどの社長は、何かの領域で人より優れていたためにトップに上る。マーケティング、生産、エンジニアリング、管理、場合によっては社内政治などである。CEOになると、彼らは新しい責任に直面する。資本の配分に関する意思決定をしなければならなくなる。これは、それまで取り組んだことがなく、簡単には習得できない重大な職務である」。資本を活用する機会の1つは、他の事業を買収することです。M&A活動は価値を創出する可能性がありますが、多数の研究で、大半の買収取引は株主にとっての価値を創出しないことが示されています。しかし、ほとんどすべての取引は、買収によって1株当たり利益(EPS)が増えるとの経営者の自信を伴っています。

しかし、切り離して考えると、取引によりEPSが増えるであろうということは、資本が賢明に活用されたかどうかについての洞察をほとんど提供しません。EPSが増えることは一期間の指標にすぎません。資本構成や会計方針の相違を考慮していません。また、投資家に利益の持続可能性に関する情報を伝えるものでもありません。その数字は投資家の所要リターンとは関係がありません。要するに、EPSがどれだけ増えるのかの計算は単に、取得企業及び被取得企業のPERの比の関数です。私が使用することの多い代替的なアプローチは、投資に対する期待リターンを計算し、これを会社の資本コストと比較する基準とするというものです。投資に対するリターンは、買収した事業のサイクル途中の税引後の正味営業利益の見積り

を基礎とし、これを例えば、リストラクチャリング費用や取得した負債を含めた取得のコスト全体と比較します。

日本の投資家も含めて、多くの利用者が、M&A取引に関するより良い会計情報を要望してきました。特に、買収した事業の中の債務の金額です。IAS第7号の最近の修正を受けて、企業は財務活動による負債の変動を利用者が評価するための十分な開示を提供することを要求されます。この開示は、債務の調整表によって提供できますが、他の事業の取得を通じて引き受けた債務を反映します。このため、IAS第7号の修正は有用な進展となります。この修正の影響は、日本の会社が2018年3月終了年度の決算を公表する時に見られるはずです。

資本配分能力の評価

- 長期の株主総利回り
- 資本に対する経済的リターン(HOLT, CROCI)
- 増分リターン
- M&A取引の分析
- 実証的な指標
 - 資本的支出 vs トレンド
 - 配当の成長
 - 株式数の変動
- その他の指標 – ESGの考慮、インセンティブ契約

IFRS

会社の経営陣が資本の配分を上手に行っているかどうかを評価できる方法が他にも多くあります。経営陣は良好な長期の株主リターンをもたらしたのか。資本に対する経済的リターンについて、M&Aにおける総支出を捕捉して分析することができます。増分リターンのトレンドに注目することができます。他の実証的指標や行動論的指標も、資本を配分する能力の評価を行う上で役立つ可能性があります。なぜここで環境、社会、ガバナンス(ESG)の要因を含めたのか不思議に思われるかもしれませんが。事業に影響を及ぼす可能性のある、重要性のある

ESG 問題に十分な注意を払っている経営陣は、資本の配分も上手に行っている傾向があることを示唆している証拠があります。彼らは事業の長期的な戦略的なマネジャーなのです。

分析全体を通じて、純利益や EPS に過度に焦点を当てるのではなく、キャッシュ・フローの生成、再投資の機会及びリターンに特に注目します。事業の基礎にある経済実態を評価するため、損益計算書、貸借対照表及びキャッシュ・フロー計算書に表示されている情報を注記からの追加的な開示と組み合わせます。

EPSと価値の創造

「多くのエグゼクティブたちは、報告されるEPSを引き上げる方法を見出すことができれば、たとえ利益の増加が基礎となる経済的変化を表すものではないとしても、株価は上昇するであろうと信じているようである。」

ウォールストリートジャーナル、
1973年10月

「利益目標を達成できなかったことに対するマーケットの反応が激しいため、短期的な利益目標を達成するために、企業は経済的価値を犠牲にしている。平準化された利益に対する嗜好は非常に強く、調査対象のエグゼクティブの78%が『平準化された利益と引き換えに経済的価値を放棄する』としている。」

企業の財務報告に関する経済的な含意、
Graham, Harvey & Rajgopal, 2004年6月

45 年前に、ウォール・ストリート・ジャーナルが、「経営陣は、報告される EPS を引き上げる方法を見出すことができれば、たとえ利益の増加が基礎となる経済的変化を表すものでなくとも、株価は上昇するであろうと信じている」と観察しました。約 30 年後に、Graham, Harvey and Rajgopal の研究により、その間にほとんど変わっていないことが示され、「調査対象となった企業幹部の 78% が、利益の平準化と引き換えに経済価値を放棄するであろう」と結論づけています。

指導

大手の米国企業: 疑惑のテキスト・メッセージのやりとり

CEO:
なんとかして6を目指そう。

CFO:
それを確実にする方法があるとは思えません。
5を得ることすら奇跡です。

CEO:
選択の余地はない。6が必要だ。
方法を見つけよう。

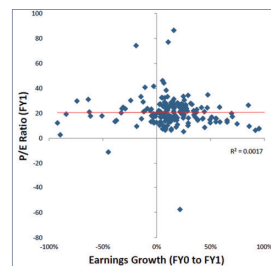
IFRS

さらに心配になるのが、ある大手の米国企業の CEO と CFO との間の 2014 年の会話が翌事業年度のための EPS のガイダンスを議論していたことです。

これは極端なケースであり、このような行動が一般的であることを示唆しているわけではありません。しかし、報告されている利益だけに依拠するのは、会社やその株式の評価について十分なストーリーを語れないという理由が数多くあることは明らかです。

限定的な説明力

株価収益率と利益成長率との間に相関関係はほとんどない



出典: Credit Suisse HOLT

IFRS

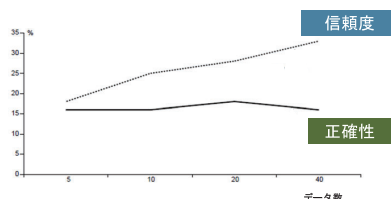
一部の利用者は、株価の EPS に対する比率 (PER) を、会社が投資を選択する際に提供すると見込まれる利益成長の水準と比較しています。しかし、実証的な証拠によれば、PER と利益の成長との間にほとんど相関がありません。

何が欠けているのでしょうか。問題は、PERに反映されない多くの価値要因（バリュー・ドライバー）があることです。PERは、事業の財政状態や、現在の利益成長の水準が維持できるのかどうか、利益がキャッシュ・フローと対応しているのかどうか、一定期間にわたる利益の変動可能性について、何も語ってはくれません。考慮すべき他の要因として、債務の満期構成、流動性分析、運転資本のダイナミクス、年金関連の負債、配当の潜在能力などがあります。しかし、EPSの数値やPERにメリットがないわけではありません。EPSは業績測定の直感的で素早い手段であり、PERは有用な手っ取り早い評価指標です。しかし、これらの数値だけに依拠することは誤りとなるでしょう。

鑑定は投資プロセスの重要な一部分です。高品質の事業に投資するのが私たちの方針ではありましたが、良い会社に対するポジションを購入することは、良い投資を行うことと同じではないことを理解していました。潜在的なポートフォリオ保有のリスクとリターンの属性を評価しなければなりません。つまり、現在の株価が魅力的な入口となっているのかどうかについて考えました。リスクを取る上で十分な支払を受けることが見込まれていたのでしょうか。多数の異なる評価技法が使用されました。割引キャッシュ・フロー、株価収益率、フリー・キャッシュ・フロー利回り、企業ベースの比率などです。競合する投資機会との比較をするため、重要数値を常に標準化していました。

本当に重要なことを引き出す

重要な論点と異論のある論点に焦点を当てる



出典: Slovic (1973年) 意思決定方針に固執する行動上の諸問題

IFRS

投資プロセスの課題の1つは、増大する情報フローを管理することです。広範囲の情報源からの情報が判断を形成するために利用されます。このような情報源として、財務報告、記述的な報告書、会社の発表、経営者との会合、セルサイドの調査及び会話、業界レポート、ニュース記事、報酬報告書、競合他社の分析などがあります。結論に至るために、こうした情報のすべてをどのように加工するのでしょうか。基準設定のコミュニティでは、利用者は、開示に対する欲求が貪欲だと認識されています。しかし、バイサイドの投資家にとっての主要な問題は、本当に重要な情報と問題に焦点を当てることです。重要性は大事です。このチャートは行動ファイナンスの世界からのもので、意思決定の心理学についてのものです。

これは競馬への賭けの研究に基づいています。オッズ（賭け率）を決めるブックメーカーが情報をどのように利用するのかに注目します。そこで示されているのは、一定水準を超えると、情報が増加しても予測の正確性は改善されず自信が増すだけであるということです。株式分析の不可欠の要素は、それぞれの会社について何が主要な問題なのか、何がリスクなのか、株式市場において論争がどのように解決される可能性があるのかを見抜くことです。大半の会社では、重要な問題というのは5つか6つ

しかありません。問題なのは、これらが会社ごとに同じであることがめったにないということです。

会社の分析と証券の選択は、複雑な仕事です。事実の入念な検討、複数の情報源からの情報の利用、市場の反応に影響を与える論点の理解、それに大量の判断が必要となります。科学であるのと同じくらいに芸術です。基準設定の焦点を「事業及び経済活動についての合理的な知識を有し、情報を入念に検討し分析する利用者」の要求に当てることは、監査済みの財務報告書において伝達される情報の質と効用の点で高いハードルを設定するものです。一般大衆を含む他の人々はこの情報を有用と考えるかもしれませんが、基準設定の焦点を他の利用者を含めるように拡大することは、矛盾する要求を持ち込む可能性があります。一般大衆は、企業業績の要約を伝える厳選された数のデータ項目の方に関心を示す可能性があります。こうした状況において、基準設定主体は、EPSや帳簿価額などの数値に反映される情報により多くの関心を払うのでしょうか。しかし、前にお話ししたように、EPSは有用な手っ取り早い数値ですが、それに反映されない多くの重要な価値要因があります。帳簿価額にも同じことがいええます。基準設定主体が一般大衆を支援するための要約数値の精緻化に焦点を当てる場合、これは投資の専門家の広範囲の情報ニーズと矛盾する可能性があります。個々の証券についての価格決定プロセスを動かしているのは投資の専門家の集合的な行動であることを考えると、このグループを一般目的財務報告の主要な利用者とみなすことが適切です。

利用者の基準設定への参加

利用者の関与に対する障壁

1. 利用者は、得たり失ったりするものが他の利害関係者よりも少ない
2. 基準設定における技術的な性質に対して不快感がある
3. 新基準の開発に長い時間がかかる
4. 役割の他の側面として、会計は面白くない
5. フリー・ライダーの懸念及びその他の行動的要因



ここで利用者の基準設定への参加と、なぜ資本市場の参加者が他の利害関係者ほど大きな役割を果たしてこなかったのかという疑問に注意を向けてみましょう。利用者の参加があまり広範囲ではなかった5つの理由をまとめてみたいと思います。

1. 多くの要因が、個々の証券に対する投資からの短期と長期の両方のリターンに影響を与えます。投資家には、会計基準の影響以外に、考慮すべき（むしろ心配すべき）潜在的な問題がたくさんあります。これに対し、企業のCEOやCFOは、会社が報告する財務業績を維持することに強い関心を持っています。経営陣は、会社の強みを適切に伝える監査済みの財務諸表を望んでいます。また、財務諸表で報告される数字に基づいて報酬を受ける場合もあります。
2. 会計、より具体的には基準設定には、利用者にとって混乱を招く可能性のある独自の言語を用います。議論の中には極めて技術的なものもあり、利用者は、主題となる事項について完全な自信がない場合には、参加することに慎重になります。協議文書は、たいてい、長大で手に負えません。

3. 一部の利用者は、過去の対話では期待したよりも考えが伝わらなかったと感じています。グローバルな投資家にとって、少なくとも2つの基準設定主体と接触する必要があることは、さらに困難を増すものです。
4. 会計は一般に面白いものと思われていません。マネーの管理には、もっと面白いと感じる可能性のある他の側面が数多くあります。中には、無形資産が生み出す価値の成長がある中で、財務報告は目的適合性が低くなってきていると論じる人々もいます。
5. 考慮すべき多数の行動論的な問題があります。ライン・マネジャーは、この領域への関与を推奨するのではなく我慢して行っているのかもしれませんが。会計やコーポレート・ガバナンスのスペシャリストでない限り、基準設定主体に影響を与えることに時間を費やすことが、自分の報酬に直接の影響を与える可能性は、少なくとも短期的にはなさそうです。財務報告が複雑な領域でさえ、現状維持を望む一部の利用者がいます。彼らは、基礎にあるビジネスと会計の複雑性の両方を理解していることが、他の投資家に対する自分の優位性になっていると感じています。

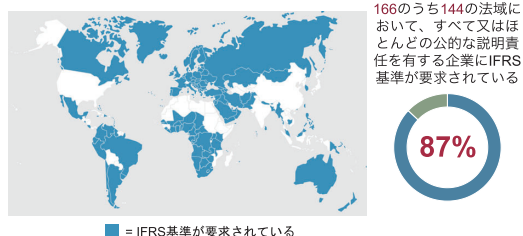
これらの問題をさらに詳しく扱いたいと思います。いくつかの長期的な視点を示して、なぜ将来について楽観する十分な理由があるのかや、利用者がIFRS基準の開発に影響を与える上で果たすことのできる役割についてご説明したいと思います。

過去の経験

利用者は、新しい基準を開発するために要す

る時間の長さ、財務報告の改善を求める提案への私たちの反応の遅さに不満を感じている可能性があります。しかし、一歩下がって、全体像を眺める必要があります。IASBとIFRS財団の歴史、直面している課題、それに何を達成してきたかを考えるためです。IASBは2001年に国際会計基準委員会(IASC)に代わるものとして設立されました。他の国際機関に比べて、IFRS財団(IFRSはその一部です)は若い組織です。また、比較的小さい組織でもあります。国際金融危機とUS GAAPとコンバージェンスする戦略は、私たちの資源に対しての有意義な要望でした。これにかかわらず、IASBは最近数年間で、金融商品、収益認識、リース、保険に関する主要な基準を完成させました。同様に印象深いことは、私たちの基準の国際的な採用です。

IFRS®基準の適用



IFRS®

IFRS財団は166の法域を分析しており、これは合計で全世界のGDPの99%を占めています。この166の法域のうち、2019年にIFRS基準の使用を開始するアフリカの17か国を含めて、144がIFRS基準の使用を要求していて、そのほかに、日本を含む12か国がIFRS基準の使用を認めています。2012年には、日本企業は7社しかIFRS基準を使用していませんでした。日本取引所グループが今月発表したデータによると、東京証券取引所の上場会社のうち

140 社が IFRS 基準を現在使用しています。1 年前は 111 社でした。最近、投資家としての 31 年の経験の中で、何が財務報告の最も大きな変化だったかと質問されました。挙げることのできる進展はいくつかありました。時価の使用の拡大、無形資産の出現、記述的報告の進化などです。しかし、疑いなしに、私の投資経歴の中での財務報告の最も大きな変化は、国際的な会計基準の採用でした。これは投資家と企業に利益をもたらしただけでなく、世界中の貯蓄者や国の経済にも便益を与えてきました。

これらの成果にもかかわらず、利用者を含めた利害関係者は、変化のペースに不満を感じている可能性があります。昨年、IASB のガバナンスと監督に責任を負っている IFRS 財団の評議員会が、IFRS 財団の評判についての報告書を公表しました。良いニュースは、この調査で、IFRS 財団がグローバル会計基準の調和化への探求において利害関係者からの強い支持を得ていることが示されたことです。利害関係者は、IFRS 財団の独立性、デュー・プロセス、協議、関係の管理を肯定的な点として強調していました。全体的なメッセージとしては、すでにうまくいっていることを、やり続けるということでした。しかし、調査ではさらに改善の余地のある領域もいくつか示されました。これには、代表者をあまり出していないと考えられるグループとの接触を多くすること、単純で運用可能な基準の必要性を認識すること、適時に運営することなどがありました。

適時性に関して、報告書はいくつかの具体的な提言をしています。ディスカッション・ペーパーや公開草案などの公開の協議文書を公表する際に、利害関係者のためのコメント期間を短縮することなどです。私たちは、このような変更だけは行いません。高品質の会計基準を設定するためのプロセスの 1 つの重要な要素は、あらゆる変更案について関係者の意見を聞くこと

です。厳しい日程と企業報告サイクルの影響を考えると、コメント期間の短縮は役に立たないでしょう。究極的には、私たちは、利害関係者の継続的な支持がなければ成り立ちません。新しい基準を開発し、既存の基準の変更を検討する中で、利害関係者、特に利用者の意見を理解することが非常に重要です。しかし、私たちは、適時性を改善するために、多数の変更を行うことを公約しています。これには、プロジェクト日程についてのコミュニケーションの改善、内部の技術的プロセスを再設計し、それがより効率的、効果的、整合的な方法で適用されるようにすることが、デュー・プロセス・ハンドブックの変更とともに含まれます。

IASBの基準設定プロセスへの利用者の関与



IFRS

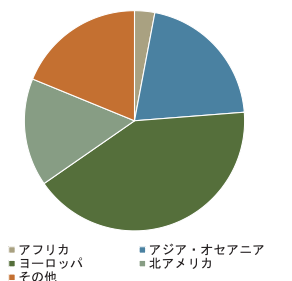
利用者の関与に関して考慮すべき 2 つ目の論点は、基準設定プロセスの技術的性格です。私のように、正式な会計の訓練を受けていない者にとっては、基準設定は、たくさんの頭文字や馴染みのない概念に困惑する世界です。会計基準は固有のスタイルで書かれ、精密な用語と語句を使って表されています。正式な会計の資格を持つ投資家でさえ、用語で苦勞することがあります。長年にわたり、IFRS 財団は相当の資源を投入して、基準書や新基準の開発をめぐる協議プロセスを利用者コミュニティにアクセスしやすくしてきました。いくつか例を挙げてみましょう。

コメント・レターの提出は、大半のアセット・マネジャーにとって面倒な仕事であり、これは個人的な経験から知っています。最大規模のアセット・マネジメント会社にしか、ディスカッション・ペーパーや公開草案への書面での回答の作成を助けてくれるリソースはありません。このため、IASBは、利用者の意見を効果的に集めるために、異なる戦略が必要でした。投資家に先手を打って接触することが、今では私たちの活動の中心部分になっています。投資家関与チームの指揮で、IASBメンバーとテクニカル・スタッフの支援を受け、基準開発プロセスのあらゆる段階で投資家と接触しています。

開示原則

アウトリーチの概要

- 2017年4月から10月までのアウトリーチプログラム
- 35回の会合で190名の投資家・アナリストが参加
- IASBの諮問グループとの公式の会合
- 各国基準設定主体との協働



IFRS

開示原則に関するディスカッション・ペーパーの公表に関する投資家へのアウトリーチが昨年、最も活発に行われたアウトリーチ活動となりました。プロジェクト・チーム及び投資家関与チームと協力して、6か月ではほぼ200の投資家と会合しました。日本では、ASBJにアウトリーチを支援していただきありがとうございました。私たちの活動がバランスの取れたものとなり、幅広い投資家グループの意見を反映することは重要です。公開のアウトリーチ、各国の基準設定主体との協力、それに私たちのプログラムの組合せを通じて、特にバイサイドの投資家について、私たちが受け取るフィードバック

がバランスがとれたものとなるよう努めています。株式投資家と債券投資家、異なる地域、バイサイド、セルサイドあるいは格付機関などの異なるタイプの間での意見のバランスです。2015年アジェンダ協議に対して投資家から寄せられた12通のコメント・レターに加えて、86名の利用者がオンライン調査を通じてインプットを提供してくれました。

IIFRのメンバー



一部のバイサイドの投資家は基準設定の議論に非常に積極的でしたが、作成者のコミュニティは、「真の投資家」からのインプットをもっと求めるようにIASBに促してきました。2014年の終わりに、IFRS基準の開発へのバイサイドの関与の増大を促進するための革新的なプログラムを始めました。これは「財務報告における投資家 (Investors in Financial Reporting ; IIFR)」プログラムと呼ばれており、日本からの2社を含む18社が参加しています。このプログラムは、「高品質の透明性のある財務報告は、資本市場への信認の構築及び投資意思決定の土台となるものである」という共有された信念の表明に基づいています。これらの資産管理者は、投資家の視点が明確に表現され、基準設定プロセスにおいて考慮されるようにするため、IASBと協力することを約束しています。もちろん、すべての利用者及び他の利害関係者からのフィードバックを引き続き歓迎して

います。

それが協議プロセスです。私たちのアウトプットに利用者がアクセスしやすくなるように改善もしてきました。2010年以降に作成された基準には、それぞれプロジェクト・サマリーの公表が付属しています。これは、利用者に容易に理解できる方法で書かれた基準の概要を示したハイレベル文書です。IASBの一番最近の基準であるIFRS第17号「保険契約」の例を見ましょう。保険会計は複雑な主題ですが、プロジェクト・サマリーは、新基準の主要な特徴をたった12ページで説明しています。IFRS基準への認知度を高め、IFRSへの専門知識をさらに発展させるため、いくつかの投資家教育イニシアティブにもリソースが投入されています。この資料の大半を、IFRSウェブサイトの投資家エリアで見つけることができます。これには、刊行物やワークショップ資料が、具体的なトピックに関するウェブキャストとともに含まれています。カンファランスや対面方式の会合が、IFRS基準についてもっと多く学ぶための機会を提供しています。

個人的な視点から、私は、会計と基準設定プロセスへの参加について能力開発の機会として考えることを利用者にお勧めします。私は投資意思決定を行う際に会社の財務諸表を広範囲に利用してきましたが、正式の会計の資格は持っていません。会計について、日常の財務報告書の利用と他の人たちとの協力のほか、基準設定プロセスへの参加も通じて、学んできました。疑いなく、これによって、私はより良い投資家になりました。そこで投資家の皆様に申し上げたいのですが、基準設定への参加を負担と考えるのではなく、機会と考えましょう。会計のより良い理解を友とし、マネー管理という非常に競争的な世界での優位性を得ることに役立てましょう。

目的適合性

基準設定への利用者の関与に関してお話しする最後の論点は、会計の目的適合性が低下しているのかどうかです。テクノロジーが与える影響については後ほど触れますが、まず、アメリカの2人の学者が2016年に出した『会計の終焉』という名の本の論点のいくつかを取り上げたいと思います。この本の中心的な主張は、財務報告が多くの無形資産を認識できていないために、財務報告の目的適合性が最近数十年で大きく低下しているというものです。

無形資産の増大

無形資産のかたち

電子化された情報	革新的資産	経済的競争能力
ソフトウェア	研究開発	ブランド構築のための広告宣伝
データベース	鉱物探査	市場調査
	著作権及び創造的資産	スタッフの研修
	金融サービスにおける新商品開発	経営コンサルティング
	新しい建築設計及び工学的設計	自らの組織への投資

出典: Corrado, Hutten and Sichel, 2006年



無形資産と、それが価値を生み出す上での重要度が増大していることは、議論の余地がありません。もちろん、現実には、無形資産は多くの異なったかたちで現れます。ソフトウェア、研究開発、特許権、ブランド、顧客との関係、労働力、企業風土などです。有形の性格のより強い無形資産から無形の性格のより強い無形資産までの分布があります。一部の投資家が、企業風土をより体系的な枠組みの中で分析しようとしていることは注目に値します。私の経

験では、組織全体に埋め込まれた強固な風土は、良い事業を卓越した事業に変化させることができます。しかし、同様に、風土は負債にもなり得ます。金融商品の不適切な販売や、自動車の排出物について考えてみればお分かりでしょう。

財務報告の影響の測定

『会計の終焉』の著者たちは、財務報告書の目的適合性の低下を、会社が業績を報告した時の株価の反応を通じて測定しています。しかし、「財務報告」と「目的適合性」についてのこの視点は、非常に狭い指標です。財務報告は、その全体で、会社が業績を報告する日に利用可能なデータポイントよりもずっと豊かな情報セットを提供します。バイサイドの投資家として、新しい担当会社の分析を始めるのが3月であれ11月であれ、最初に手を伸ばす文書は財務報告書と財務諸表です。

新しい情報源

財務報告は依然として投資プロセスの中心であり、絶対的な意味では目的適合性がありますが、新しい価値のある情報源が開発され続けています。企業は、投資者向け広報活動（IR）の専門的技術や、資本市場の日などの定期的なイベントを通じて、競争力を高めてきました。テクノロジーが主要な要因となっています。インターネットは、伝達のメカニズムとなるとともに、それ自体がデータ源となっています。小売活動を評価するために駐車場の上を飛ぶドローンは、最近の技術革新の一例です。最近の環境・社会・ガバナンスのデータの急増とともに、経営陣の報酬についてどれだけ多くのこと

が分かるようになったのかを考えてみてください。

新しい価値のある情報源の開発を考えると、財務報告が相対的に目的適合性を維持すると予想すべきではありません。しかし、多くの投資家にとって、監査済みの財務報告書は、依然として投資プロセスの不可欠の要素です。投資判断を形成する際に、多くの異なる源泉からの情報が混合されていますが、そのプロセスの土台と将来予測の基礎は、依然として財務報告の枠組みです。各情報源の間に相互依存性があるだけでなく、監査済みの報告書は依然として中心的な要素です。

基準設定主体の役割

『会計の終焉』の著者たちは、基準設定主体は彼らが描写しようとしている財務報告の見かけ上の終焉に責任をとらなければならないと論じています。基準設定主体は、「資産評価を支持して伝統的な利益モデルを放棄する」責任があるとしています。

この主張は、事実の合理的な評価に反するものです。IASBの「概念フレームワーク」改訂の公開草案は、収益及び費用に関する情報は「資産及び負債によって提供される情報と同じく重要である」と明確に述べています。IASBは非常に明確です。その役割は、会社を評価することではなく、利用者に自分で評価を行うための情報を提供することです。

IASBは、歴史的原価と現在価額（時価）測定のいずれかについての選好を示さずに、描写しようとする経済活動の具体的な性質を考慮するように注意してきました。例えば、事業モデルの役割が、IFRS第9号の中での金融商品の測定を決定する際に考慮されています。事業モデルが、契約上のキャッシュ・フローを回収す

るために資産を保有することであれば、測定は償却原価であり、売買することであれば、測定は純損益を通じた公正価値です。

さらに、利用者は、伝統的な発生主義アプローチの使用との組合せで、時価が財務報告において役割を有していることを認めています。年金負債と株式に基づく報酬の会計処理は、基礎にある経済実態のより適切な描写を時価が提供していると投資家が評価している2つの事例です。

今 後

財務報告に改善の余地がないといっているではありません。『会計の終焉』の著者たちは、投資家には事業の戦略的資産に焦点を当てること、会社には自らの戦略的資源に関する新たな報告書を作成することを助言しています。多くの投資家は、すでに会社の戦略的資産を注意深く考慮していますが、より多くの会社が戦略的資源報告書のようなものを作成することは歓迎されるでしょう。無形資産の普及の拡大は、IASBが昨年11月に、経営者による説明の実務記述書を更新するプロジェクトを追加することに合意した理由の1つでした。

テクノロジー

Excelが登場する前の財務モデリング

IFRS

ここでテクノロジーが及ぼす可能性のある影響に話題を移しましょう。私たちの大半が人生の中で見てきたテクノロジーの変化は驚くべきものでした。1980年代の半ばに私が働き始めた時には、インターネットはなく、Excelもありませんでした。会社の財務数値をモデル化するためには、A3の用紙が必要でした。文書をファクシミリで送信することは、最先端のことと思われたものです。今日では、世界中の20億人以上が手のひらに載るコンピュータを持っています。バッテリー効率や自動運転能力の急速な進歩により、輸送と移動における技術的変化が間近になっています。変化と陳腐化の速度を考えると、新しいテクノロジーが会計と投資に今後どのように影響を与えるのかを自信をもって予測することは困難です。

ウェブによって、私たちが情報にアクセスする能力が変化しました。過去の財務報告書、会社の発表文書、会議のウェブキャストが容易に入手できます。データをウェブから抽出できるさまざまな方法があります。

会社をモデル化するために必要なツールには、もはや年次報告書の山や、大きな紙、鉛筆や消しゴムは含まれません。会社の数字や証券

コードを Excel のテンプレートに入れば、過去の基本財務諸表が数秒でダウンロードできます。完全に統合された損益計算書、貸借対照表及びキャッシュ・フロー計算書と、主要な業績数値及び評価数値は、私の予測の基礎となります。提供された生産性の増大は驚異的なものです。

しかし、紙から電子ファイルへの移行に不利はありますか。現在、データをスプレッドシートにダウンロードする時に、私には数字のすべてが正確であることを検証する手段がありません。私が組み込んでいる数値チェックにより、時には数字の一部に誤りがあることは知っています。これは非常に基本的なチェックで、例えば、資産が資本と負債の合計と等しいことや、損益計算書の前半が後半と調整計算できることを確かめるというものです。IAS 第7号の修正の後では、ある年度から次の年度への純債務の変動は、キャッシュ・フローを使って調整計算することもできるようになります。一度指摘すると、Bloomberg や FactSet などのデータ集計業者は誤りを素早く訂正してくれますが、それでも時々誤りはあります。また、年次財務諸表の各セットを手で計算していた時に比べて、数値を詳しく把握してはいませんが、スプレッドシートへの移行には、便益とともにコストもあるのです。

開示原則プロジェクトに関する IASB の最近のディスカッション・ペーパーには、財務報告におけるテクノロジーの役割に関する質問は記載されていませんでした。しかし、多くのコメント提出者は、それを IASB がより深く検討すべき領域として強調していました。数か月前にエグゼクティブ・テクニカル・ディレクターとして加入した Nili Shah がこの領域での審議を主導する予定であり、私たちは、急速に変化している環境の中で主要な論点に対処するのに役

立つリソースを構築しようとしています。

新たに出現するテクノロジーは間違いなく会計と投資に影響を与えることでしょう。これに伴う変化を恐れる人もいるかもしれませんが、私たちが平凡な作業から解放して付加価値に重点を置くための時間を与えてくれるはずです。個人的には、投資家のために、財務報告書と財務諸表から写真を削除したり、注記を自分の好みの順番に並べ替えて、財務諸表から自分のモデルを直接作成できたりすることができるアプリを待ち望んでいます。

テクノロジーの影響

会計及び企業報告の将来

- ビッグ・データの入手可能性
- ブロックチェーン及びデータのアクセス可能性
- 実用知識の自動化

テクノロジーは、作成、配信及び分析を含む、情報サプライチェーンのすべての局面に影響を及ぼす可能性がある。



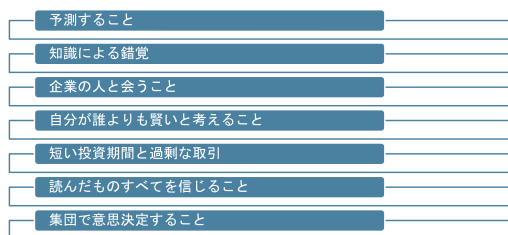
テクノロジーの潜在的な可能性をめぐる現在の議論の多くは、人工知能 (AI)、ビッグデータ、ブロックチェーン、マシンラーニングの役割に集中しています。これから少しの間、AI に特に焦点を当てることにします。AI ソリューションは、2つの主要な能力を獲得しています。データの入手と加工の能力とモデル化の能力です。AI とは、論理的な方法で学習し理解し思考する能力であり、その中でソリューションが当初の設計を超えて環境に適応し得るものと定義されてきました。AI は投資プロセスの中でどのような役割を果たす可能性があるのでしょうか。

強調したい2つの領域があります。前に、増加し続ける情報フローを扱う上で投資家が直面する課題についてお話ししました。スイスの資

産管理会社 Unigestion が発表した調査では、利用可能なウェブのデータの90%が過去3年間に作成されたものであると見積っていました。「モノのインターネット (Internet of Things ; IoT)」により、データポイントがさらに増大することとなり、インターネットに接続されているデバイスの数が2020年までに2倍以上となると予測されています。アセット・マネジャーは、このデータを無視するか、ノイズと考えるか、このデータを分析して推論を引き出すテクノロジーを構築するかを選択できます。また、スペシャリストからのサービスで第三者の分析を購入することを選択するかもしれません。日本では、ある大手のアセット・マネジメント会社が、投資チームの有効性を改善するために、ソーシャルメディアとニュース発表を体系的に分析するためのプロセスを開発しました。

James Montier'sによる行動批評

ファンド管理における7つの罪:



IFRS

考慮すべき第2の領域は、ブックメーカーの研究と行動ファイナンスの世界を連想させます。誰もが脳の中に2つの面、合理的な面と情緒的な面を持っています。行動ファイナンスでは、特定の状況において人々が情緒を論理的反応に優先させることを許してしまった事例は多数文書化されています。James Montier がこれらのいくつかについて、「ファンド管理における7つの罪」と題する研究論文に書いてい

ます。

これらの中で、「企業の人と会うこと」などは議論の余地があるかもしれませんが、確証バイアスや権威ある人に従ってしまう傾向などのいくつかの心理的要因があり、これらの会合の認知された価値を損なう可能性があるとは彼は主張しています。行動ファイナンスにおける最も一般的なシナリオは、損失回避のシナリオです。勝ち馬、つまり運用成績の良い株式を走らせ、負け馬を売るべきであることを示す大量の統計学的証拠があります。しかし、私たちの情緒的反応としては、平均的に、投資家は帳簿上の損失が生じるようなポジションの処分には非常に消極的です。損失を認識することは、悪い投資をしたことを強調することになります。また、株式を売却した後に回復するという恐怖感にも直面します。その場合、1回愚かに見えるだけでなく、2回愚かに見えることになります。私の経験では、最善の投資意思決定のいくつかは、新情報を合理的に評価し、見解の変化の情報を伝え、巨額の損失となる前に少額の損失を認識することを伴っています。したがって、人間の心が頭脳を支配する傾向のあるパターンを認識し、こうした状況でより合理的な反応を確保することがAIが役立つもう1つの領域かもしれません。

時には情緒が論理を負かしてしまうという私たちの傾向にもかかわらず、ファンダメンタルズの調査や証券選択において依然として大量の判断があります。投資意思決定プロセスは複雑であり、全く異なる情報源からの情報をまとめるものです。AIは評判（噂であっても）に関する情報をどのように捕捉する可能性があるのでしょうか。25年前に別の会社でCFOとして積極的な会計をしたという風評のある企業役員と、その人が統轄している会社の最近の会計方針の変更とをAIは結び付けることができるのでしょうか。演算能力は、経営陣に行動の責任を

取ってもらおうとしている時に、難しい質問を建設的な方法で行う助けとなるでしょうか。企業風土のような、定量化できないものの非常に重要な無形資産を理解する助けとなるでしょうか。私はまだ納得できていません。

もちろん、AI を伝統的な投資プロセスの文脈で考慮することによって、私が AI のポテンシャルを見誤っている可能性はあります。マシンラーニングを通じて、AI は、自身の投資プロセスを考案し洗練させ進化させ続けるでしょう。最終的に重要なのは、これが顧客に長期にわたってより良いリスク調整後のリターンを提供できるかどうかです。現在、意見を形成するための十分なデータがありません。しかし、過去数年間からの証拠では、完全自動化された AI ファンドの一部は、素晴らしいとまではいえなくともそこそこのリターンを生み出しています。

まとめ

ここでまとめに入ります。IFRS 基準の大規模な採用は巨大な成果でしたが、あらゆる組織と同様、成功の継続には適応と発展が必要です。過去数年間に、IASB は、利用者の意見をより適切に入手し、これが審議に反映されるようにするための変更を行ってきました。どのようにしてより適時に運営できるのかを検討していきます。

IASB の現在の作業計画によると、今後 12 か月から 24 か月の間に関係者、特に利用者からのフィードバックを求めることとなる、いくつかの主要トピックがあります。これには、基本財務諸表、のれんと減損、資本の特徴を有する金融商品、料金規制対象活動の各プロジェク

トが含まれています。その後には、次の 5 か年の作業計画に関するアジェンダ協議を開始することになります。

基準設定主体への関与

- アウトリーチやコメント・レターを通じて他者と働くことに前向きになろう。
- IASB だけではなく、各国基準設定主体やその他の利害関係者にも関与しよう。
- 基準設定プロセスを通じて議論に影響を与えよう。しかし、遅いよりも早い方がよい。
- アジェンダ協議プロセスは、非常に重要である。
- 専門能力を開発するための機会であると考えよう。



利用者への私のアドバイスは次のようになります。

- アウトリーチやコメント・レターを通じて他の人々と協力することに前向きになりましょう。
- IASB だけでなく各国基準設定主体や他の利害関係者とも関与しましょう。
- 基準設定プロセスの全体を通じて議論に影響を与えましょう。しかし、遅いよりも早い方がよいです。
- アジェンダ協議プロセスは非常に重要です。
- 基準設定への関与を専門能力を開発するための機会と考えましょう。

IASB と IFRS 財団にとって、利害関係者からのフィードバックが基準設定プロセスの不可欠の要素です。IFRS に対する皆様の関心に感謝するとともに、単一のセットの高品質のグローバルな会計基準という目標に向けた、IFRS への熱心なご支援にも感謝したいと思います。

ありがとうございました。