

企業の資金調達の円滑化に関する協議会 御中

投資家の国際会計基準への対応に 関する調査報告書

平成 22 年 1 月 29 日

株式会社大和総研

1. 要約

国際会計基準(正式には国際財務報告基準、IFRS)に関し、投資家の対応を探った。本音に迫るため投資家を直接訪問し、当方から「仮説」を提示した上で議論を行った。「仮説」ではIFRSの資産負債アプローチに着目し、「IFRS導入後も企業価値評価の実務に大きな変化はない(実務家が注目する「利益」への影響、表面化する「リスク要因」の影響は限定的)」とした。

調査を通じ、投資家からは様々な意見が聞かれた。業種・企業等により異なる、とする意見が多かったが、仮説の結論を概ね支持する声が大勢を占めた。IFRS導入を機に企業価値評価が大きく変わることはなく、投資家に対する業績報告の視点からは、IFRSに対して過度に神経質になる必要はないと言える。一方で、リスク要因が多少なりとも影響する可能性を指摘する声が多く聞かれた。欧米の投資家の多くが日本企業の株主に対する姿勢に疑問を持っており、加えてIFRSへの対応をこの姿勢と関連付けて捉える傾向があること、及び日本の会計基準・慣行に対する評価が低いこと、も考慮する必要がある。投資家は持合株や退職給付といったリスク要因に対して漠然とした「負のイメージ」を持っており、これが日本株全体のディスカウント要因として既に織り込まれていると考えれば、IFRS導入により持合株や退職給付等のリスク要因が表面化した場合でも株価の下落要因にはならない可能性がある。本業の業績向上と同時に、その成果が株主に還元される(と市場が考える)ことで、ディスカウントが低減・解消されることも可能性もあるのではないかと、貴協議会会員にとっては、IFRSを投資家との対話のツールとしてポジティブに捉え、IR等の業績報告を通じてリスク要因の合理性を説明し、株主重視の姿勢を投資家に印象付けていくことが課題と考えられる。

また、会計基準に関しては、仮説が概ね支持されたことが示す通り、投資家の主たる関心は本業の収益力にあること、純利益の意義は概ね支持されたこと、から(純利益と包括利益の両方を表示する)デュアル・インフォメーションの考え方自体は投資家の視点と大きく乖離していない、と判断される。従前からのスタンスを大きく変える必要はないと考えられる。一方で日本の会計基準・慣行に対する評価が低い、資産負債アプローチに対して肯定的な見解が多い、及び仮にコンバージェンス/アダプションの動きを止めた場合にはネガティブに捉える投資家が多い、といった点にも注意する必要がある。

2. 調査における事前の問題意識

国際会計基準に関し、投資家の対応を探る必要

- 株式市場における外国人投資家のプレゼンスが高まる中、国際会計基準(正式には国際財務報告基準、IFRS)への対応は日本企業にとって軽視し難い課題となっている。
- IFRS の本分は投資家に対する業績報告のツールであり、最も重視すべきは企業業績を巡る投資家との対話に変化が生じる可能性と考えられる。この視点から企業が IFRS 対応を検討する際にカギを握るのは投資家側の IFRS 対応であり、これを探ることは有意義と考えた。

資産負債アプローチへ

- 日本の会計基準(J GAAP)から IFRS への移行の最大のポイントは、純利益を重視する収益費用アプローチから包括利益を重視する資産負債アプローチへの移行にあると言える。
- 包括利益には、(a)企業固有の事業(本業)から得られる損益と(b)持合株式の損益等、本業における活動・取組みとの直接的な関連の薄い損益が混在する。
- 企業は投資家に対して(a)と(b)の区別や(b)の意義を合理的に伝えることが求められよう。

投資家の合理性には限界

- 現行の J GAAP は国際的に遜色ない内容になっている。J GAAP 準拠の財務数値を用いて包括利益等の算出は可能だから、「合理的な投資家にとって IFRS の影響は限定的」とする見方もある。
- しかし、(1)現実には投資家の合理性には限界があること、(2)IFRS では資産負債アプローチに則った情報開示が拡大するから資産や負債、或いは包括利益に関して現状では困難な分析が容易になること、(3)市場には「美人投票」の側面があるから合理的な投資家であっても IFRS への移行に伴う市場の変化と無関係ではいられないこと、から IFRS の影響は看過し難いと考えべきだろう。

3. 調査の目的と手法

調査の目的:

投資家の IFRS への対応を探り、業績報告の視点から貴協議会会員の IFRS 対応に資する。

調査の手法

アンケート方式では投資家の本音を聞き出すことは困難と考えられる。直接訪問(一部は電話会議)し、当方から以下に示す「仮説」を提示した上で双方向の議論を通じて本音に迫る手法を採用した。

当方が提示した「仮説」

IFRS はバリュエーション(企業価値評価)の実務に対し、重大な変化をもたらさない。

- ・ 投資家は本業の利益を「(a)本業の利益」と「(b)リスク要因から生じる損益」に分割。
- ・ 投資家は(a)本業の利益を重視。(a)本業の利益は J GAAP における経常利益と大差ないと考えられることから、企業価値評価は IFRS 導入後も大きく変わらない。
- ・ (b)リスク要因が変化を引き起こす可能性もある*が、重大でない。

* (b)は(a)本業の利益を得るために必要なリスク・テイクであり、(a)との対比で過大と判断されれば株価のディスカウント要因になる。

4. 調査結果

質問に対する回答が同じでもニュアンスが大きく異なる、或いは議論の中で意見に変化が生じる、といったことが多く見られた。アンケート方式では捉えられない「本音」に迫るという本調査の趣旨に合う結果が得られたと考えられる。反面、時間の制約から回答を得られない項目があった。

質問事項¹は計 19 項目だが、1～7 は基礎情報のため、第 6 章で言及することとし、本章では 8～19 に関して順にまとめる。なお、集計上、複数回答の場合には按分してカウントしている。グラフの単位は全て回答数。

質問 8.

会計基準の異なる企業間の比較はどのように行っているか？

基準の相違に関し、数値の修正を行っている

基準の相違の影響が大きい場合に限り、数値の修正を行っている

基準の相違に関し、数値の修正は行っていない。キャッシュフロー等、基準の相違の影響を受け難い数値を重視しているため。

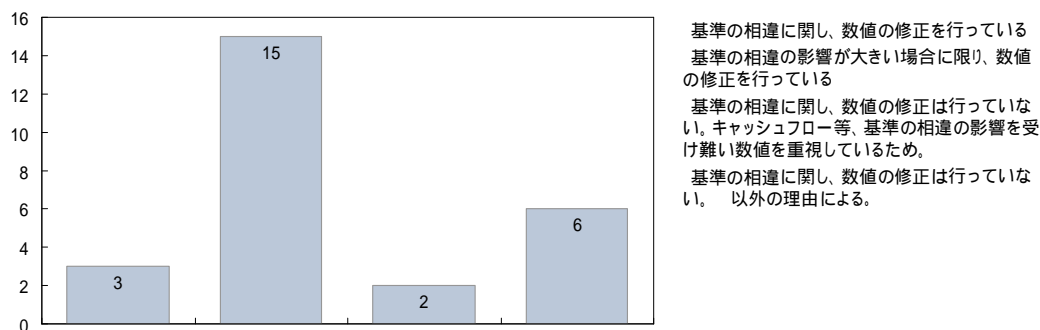
基準の相違に関し、数値の修正は行っていない。 以外の理由による。

質問の趣旨

世界共通の会計基準を目指す IFRS の最大の目的は企業間の比較分析を容易にすること。質問 9. と併せ、異なる基準が並存する現状における投資家の対応を探る。米国基準(US GAAP)を採用する日本企業もあるため、グローバルな投資家だけでなく、日本株のみを対象とする投資家も「会計基準の異なる企業間の比較」を行っている点に注意。

投資家からの回答

質問8. 会計基準の異なる企業間の比較はどのように行っているか？



大半の投資家が会計基準の相違に関連して何らかの修正を行っていることが分かる。「修正している(又は)」と回答する投資家の多くが修正項目として挙げたのがのれん代の償却。次いで退職給

¹ 質問事項に関しては「7.参考資料」参照。

付。少数だが減価償却、在庫評価(例:石油関連企業)、工事(進行/完成基準)、株式保有を指摘する投資家もいた。要修正項目を決めて全ての企業に関して機械的に修正するより、影響の大きさや市場の注目度を勘案して適宜修正するケースが多い模様。 に関連して「基準の相違の影響を受け難い数値」として挙げられたのは、(営業)キャッシュフローや配当。「注記情報を含め徹底的な分析を行っている」とする投資家から複雑な会計基準(退職給付会計等)に関して質問が出るケースもあった。主なコメントは以下の通り。

- 1) 担当者により異なる(多くのアナリストを擁する投資家)。「BPS(1株当たり純資産)を計算する時に退職給付の未認識債務に関して修正。企業によってはのれん代の償却費も修正(ハイテク担当)。「好業績が続いたので、差異が縮小し、修正の必要が薄れた(自動車担当)」。
- 2) できる限り修正する。今後の方向性に合わせる。例えばのれん代は償却しない方に合わせる。年金も修正可能だが、手が回らない。
- 3) 証券会社が提供する修正ツールを用いる。
- 4) 証券会社のアナリストが指摘した場合のみ修正する。
- 5) 退職給付に関して修正していたこともあったが、市場の注目度が薄れてきたので止めてしまった。利益予想の際には本業の見通しによるブレが大きく、それに比べると基準の相違の影響は重要でないことが多い。「見た目」の数字で動く部分が大きいのも現実。
- 6) 社内における議論の中で必要になれば修正することもあるが、社内モデルでは修正していない。例えば、BS がトピックになった時期に退職給付の負担の重い企業に関して修正する等。
- 7) 修正しているが、米国企業に比べれば日本企業はアグレッシブな会計処理をしないので、要修正項目は比較的少ない。
- 8) 修正は行わず、大まかな傾向の把握に止めている。
- 9) 投資対象を限定している(中小株や割安株²等)ため、US GAAP 採用企業を分析するケースは少ない。
- 10) グローバルに共通のモデルで利益予想をしており、四季報等と異なる値になることもある。

また、(修正作業の前提となる)注記情報の利用状況に関する議論を行ったところ、投資家によって大きく異なることが分かった。主なコメントは以下の通り。

- 1) 徹底的に分析している(複数の投資家)。
- 2) 有価証券報告書は全ての頁に目を通している。
- 3) BS や PL よりも注記に記載されている情報の方が重要。
- 4) 注記はよく見る。リスクを発見するため(複数の投資家)。
- 5) EV/EBITDA を計算する際には退職給付の積立不足を EV に含めるなど、工夫している。
- 6) US GAAP で平行開示するケースもあるが、タイミングが遅すぎてパリュエーションに使用できない。
- 7) (注記に開示されている)年金等の分析は証券会社のアナリストに委ねている。
- 8) 注記情報を分析する余裕は乏しい。自分で分析するのはイベント(M&A 等)の時くらい。

² 好例は含み益を抱えており、解散価値が株式時価総額を上回るケース。

質問9.

会計基準の違いは財務分析や投資判断の妨げとなっているか？日本企業に関し、会計基準が原因で財務分析や投資判断が困難になるケースはあるか？

質問の趣旨

世界共通の会計基準を目指す IFRS の最大の目的は企業間の比較分析を容易にすること。質問 8. と併せ、異なる基準が並存する現状における投資家の対応を探る。

投資家からの回答

多くの投資家(11 件)から「分析に手間と時間がかかる」「同じ土俵で比較したい」といった声が聞かれた。逆に「会計基準の違いは問題でない」と述べる投資家は 2 件に止まり、世界共通の会計基準としての IFRS の意義を支持する結果となった。また、日本の会計基準・慣行に対し不信感を示す投資家も見られた。主なコメントは以下の通り。

- 1) 公表されている情報・数値を使うだけ(複数の投資家)。
- 2) 諸外国と違う基準、というだけで日本株のディスカウント要因になっているのではないか。
- 3) 実際の市場は J GAAP ベースの数値で動いている。
- 4) 日本株とアジア株(韓国等)に投資しているが、市場特性が異なるため、国際比較の意義が乏しい。例外は銀行。米銀を中心に比較を行っている。
- 5) 英文情報の開示が不足しているのではないか。
- 6) 日本企業の会計慣行に疑問。連結決算における開示不足等。
- 7) 営業損益に計上すべき項目を営業外損益や特別損益に計上するケースが多い(複数の投資家)。毎年のようにリストラ費用を特別損失で処理する等。
- 8) J GAAP は信用できない。営業・経常利益ともに緩い。細かいことは分らないが、J GAAP の利益は約 20% 割引いて考えている。
- 9) J GAAP は良くない。年金等で分り難くなっている(数理計算上の差異の償却ルールの相違を想定)。IFRS になれば、クリーンな ROE(純資産利益率)を計算可能。J GAAP は開示も不十分。単体並みの開示が連結で欲しい。大量のディスクロージャーの中から投資家が重要と思うものを選んで分析するのが理想。
- 10) J GAAP は BS に緩く、PL に厳しい。
- 11) J GAAP では減損が不十分なケースがあるのでは？(複数の投資家)
- 12) セグメントの変更は止めて欲しい。
- 13) 過去との比較数値を多く開示して欲しい。有価証券報告書には過去 5 年の数値が出ているが、もっと長い期間の数値が欲しい(当該投資家が分析時に想定する期間は 15 年程度)。

質問 10.

IFRS への対応状況は？：

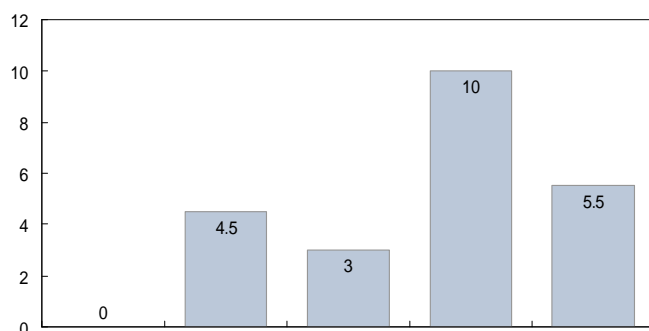
- 概要は把握しており、既に対応を固めている
- 概要は把握しているが、対応に関しては検討中
- 概要を把握していない。調査中
- 概要を把握していない。これから調査する
- あまり注目していない

質問の趣旨

投資家の IFRS 及び会計基準全般に対する知識・関心の深さにより、その発言の解釈は異なり得るため、知識・関心の深さを確認する。

投資家からの回答

質問10. IFRSへの対応状況は？



概要は把握しており、既に対応を固めている
概要は把握しているが、対応に関しては検討中
概要を把握していない。調査中
概要を把握していない。これから調査する
あまり注目していない

IFRS の内容を把握していない投資家が大半。のれん代の償却がなくなる程度の知識に止まることが多い。主なコメントは以下の通り。

- 1) 調査中。公開草案などは関心を持って見ている。
- 2) 新たな基準が公表されれば、都度、フォローしている。とは言え、実際に数字が出てきて驚かされることもある。
- 3) 記事等は一通り目を通している。
- 4) 関心は高いが、本来行うべき準備が出来ていないのが実状(複数の投資家)。
- 5) 与えられた情報で分析するだけ(複数の投資家)。
- 6) IFRS 導入まで時間がある(複数の投資家)。
- 7) 実際に市場でテーマになった段階で勉強する(複数の投資家)。
- 8) IFRS に関しては、今回のミーティングで聞いた知識が全て。これから勉強する(複数の投資家)。
- 9) 関心は低い。既に注記情報の分析を徹底的に行っており、IFRS 導入の影響は小さいと考えられるため(複数の投資家)。
- 10) IFRS の内容よりも市場の反応が気になる(複数の投資家)。

- 11) 証券会社のアナリストやデータベンダー(Bloomberg や四季報等)やマスコミ(日経等)の対応次第という面もある(複数の投資家)。
- 12) 投資家としては先走らない方が賢明。
- 13) グローバルな投資家は IFRS に関して知らない人が多いのではないか。
- 14) 隠れ債務が出てくるなら問題だ。
- 15) 対応が遅れ、取り残されると問題と認識。

質問 11.

IFRS 導入により、市場は変わるか？

変わる

変わる。特に日本市場

変わる。但し日本市場以外。

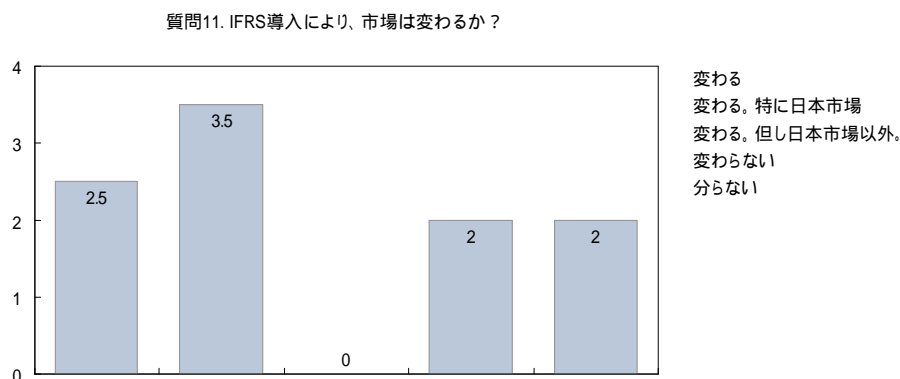
変わらない

分らない

質問の趣旨

IFRS の影響は多岐にわたる可能性がある。企業価値評価への影響に限定せず、大まかな方向性につき意見を引き出す。

投資家からの回答



議論の展開の都合上、言及できないことが多く、回答数はやや少なめ。主なコメントは以下の通り。

- 1) 市場は完全情報に基づき効率的であるべきだが、実際はそうでない。IFRS によりそれに近付くのではないか。
- 2) 透明性が向上するだろう。
- 3) 過去 20 年の経験から日本の会計基準は徐々に良くなっている。コンバージェンスは良いことではないか。
- 4) 投資家はしっかり見ており、変わらない。経営者は(会計数値の)ボラティリティを気にする必要

は無い。

- 5) リスク³が高まるだろう。良いことか悪いことかは分らないが、比較可能性が高まることは重要だ(グローバル株式投資家)。
- 6) 株式や為替の影響が大きくなるのではないか。
- 7) 企業が事業以外のリスクに配慮するようになるのではないか。
- 8) 持合や年金等に好ましい影響があるのではないか。
- 9) 見せ方の問題でもある。持合等に関して説明が必要になる。
- 10) 企業によるだろう。企業が同じような行動をとる可能性もある。
- 11) IFRS に関して騒ぐのは閉鎖的なコミュニティの発想ではないか。ノイズを除き易くなるということに過ぎない。

質問 12.

「仮説：企業価値評価の実務に大きな変化はない(実務家が注目する「利益」への影響、表面化する「リスク要因」の影響は限定的)」に対する賛否とその理由は？：

概ね賛成。市場は「リスク要因」を重視しない

概ね賛成。市場は既に「リスク要因」を織り込んでいる

概ね賛成だが、包括利益導入により、市場が「本業の利益」を見誤る懸念もある

概ね賛成だが、「リスク要因」の影響も見逃せない

反対。包括利益導入により、市場が「本業の利益」を見誤る可能性が高い

反対。「リスク要因」の影響は大きい

反対。他の根拠による

質問の趣旨

本調査において、最も重視した項目。「仮説」に基いて包括利益を(a)本業の利益と(b)リスク要因(政策保有株や退職給付等)から生じる損益の 2 つに分けて議論した。(b)に関する情報の多くは、現行の J GAAP の注記等に開示されている点に注意が必要。投資家の回答は、市場の効率性に関する考え方に大きく依存する。上記の各選択肢は効率性に対する考え方と以下のように関連付けられる。

市場は非効率であり、IFRS 導入後も(a)のみに注目

市場は十分に効率的なため、既に注記に開示されている(b)は織り込んでいる

市場は非効率であり、(a)と(b)を混同する可能性があるが、その影響は限定的

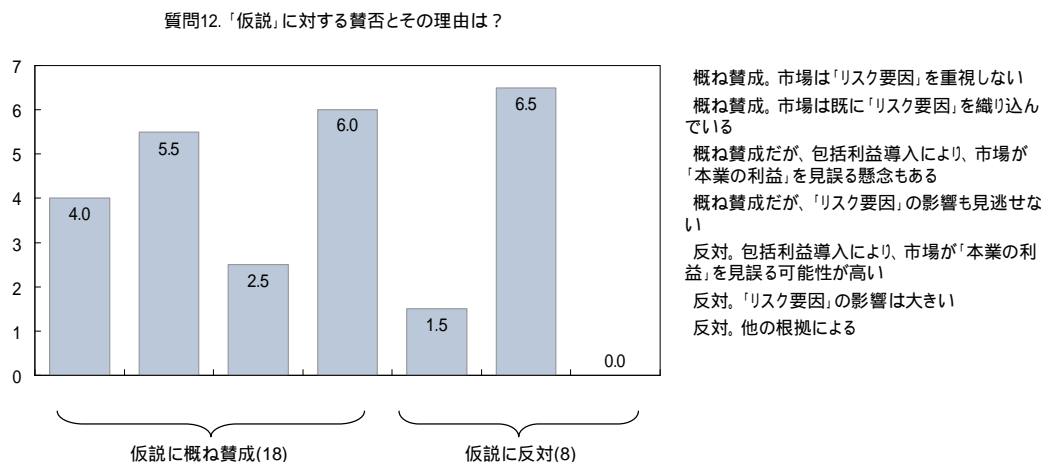
市場は非効率だが、IFRS 導入により改善。(b)を織り込むようになるが、その影響は限定的

市場は非効率であり、(a)と(b)を混同する可能性がある。その影響は大きい(考え方は と同様、程度の違い)

³ 投資家は「リスク」の内容に関し詳細なコメントをしなかったが、会計数値の変動が増すこと、それを反映して市場の変動が増すこと、両方をイメージしていたと解される。

市場は非効率だが、IFRS 導入により改善。(b)を織り込むようになり、その影響は大きい(考え方は同様。程度の違い)

投資家からの回答



企業価値評価は大きく変わらない、という仮説を概ね支持する投資家(~ と回答)が 18 件と過半を占める一方、リスク要因の影響を指摘する投資家(又は と回答)が 12.5 件に達しており、リスク要因が(多少なりとも)影響を与える可能性を指摘する結果となった。市場の効率性に関する微妙な判断で回答が分かれるため、明快な回答を避ける投資家が少なくなく、複数回答や理路整然としないコメントも聞かれた。回答時の文脈や投資対象・手法の違いを考慮して真意を推し量る必要がある。以下、全投資家のコメントを列挙する。

- 1) 回答は 。今日でも退職給付の数理計算上の差異を一括計上している企業はある。一時的なショックはあるかもしれないが、結局、投資家は PER を見るのではないか？巨額の特別損失を計上するケースもあるが、市場はそれを過去のものとして捉える傾向がある。
- 2) 回答は 。横比較が目的なので、(IFRS が既に導入されている)欧州と同様になるのではないか。当社の米国株担当者は包括利益を使っていない。「EPS(1株当たり利益) is everything」と言う人もいる。(a)でも(b)でも儲かれば良い。最後はコミュニケーションの問題。海外でも包括利益が使われることはない。独りよがりの IR も意味が無いだろう。
- 3) 回答は 。(b)に関する考え方について理論的には同意するが、実際にはアノマリー⁴狙いのクオンツ⁵やグローバルな資産配分決定時のように表面的な指標が意味を持つケースを除けば((b)のような)ノイズは影響しないのでは？日本株はリスクに対するプライシングが弱い。(事業)リスクが高い企業は過去最高だった時期を想定して株価は高水準を維持するが、安定株はつまらない、との評価を受ける。配当が低いためか。
- 4) 回答は 。会社として本業からの収益力に注目してモデルを作っているため、営業利益に注目

⁴ 合理的な説明の付かない市場の変動。

⁵ 定量的な分析に基づく運用手法。「アノマリー狙いのクオンツ」とは表面的な会計数値に対する合理性の乏しい株価変動を捉えようとする運用手法、と解される。

している。金融セクターに関しては事情が異なる。証券投資で損益が出れば織り込んでいるようだ。IFRS で織り込むのが早まれば、ボラティリティが増すかもしれない。リスク要因は外部要因であり意識していない。IFRS 導入により市場が変われば社内で「変えよう」という議論が出るかもしれないが、現時点では分らない。

- 5) 回答は 。自分達は徹底的に分析し、全て織り込んでいる。市場は美人投票の側面もあるが、自分達はそれに加わる気は無い。
- 6) 回答は 。企業の財産価値に着目している。将来的にカネを生み出せるか？そのための技術があるか？それだけの価値(バリュー)があるか？退職給付に関しては債務計算方法を理解している投資家は少ない。その意味で影響があるかもしれない。
- 7) 回答は 。自分達は既にリスクに対してディスカウントしているが、大きな問題としては捉えていない。もっと重要なこと(事業等)がある。市場は非効率であり、良い時はクレバーなリスク・テイキングでリターンを得た、と考えるだろうし、悪い時は逆だろう。私達は隠れているものを可能な限り探し出し、必要に応じて企業価値評価を修正するが、それができていない投資家もいるのではないか。(b)に関しては、一時的なショックはあるかもしれないが、大きなディスカウント要因にはならないだろう。投資家は損益に関して一定期間のモデルを持っており、その中で循環は考慮しているはずなので。
- 8) 回答は 。自分達は開示されたリスク情報を見ている。自分にとって、市場は十分に効率的だ。IFRS になればより効率的になるだろう。(b)のリスク・テイクに対し(a)をリワードと捉える考え方には納得感がある。短期的な収益を追求する投資家には一時的な変動は重要だろう。
- 9) 回答は 又は 。(b)が表面化することで、多少は変わるかもしれない。自分達は注記情報も含め分析を行っているため、影響は無いが、サプライズを受ける投資家もいるのではないか。
- 10) 回答は 又は 。社内でも担当者によって意見が異なる。感覚的には、リスクは既に開示されていること、EPS が注目され易いこと、から今とあまり変わらない気がする。今日でも、BPS の変化を反映することが多く、その意味ではリスク要因を事後的に織り込んでいると言える。リスク要因が表面化すれば事前に織り込むようになるか、は分からない。環境が悪い局面では織り込むが、そうでない局面では織り込まないかもしれない。
- 11) 回答は 又は 。グローバルな投資家は細かいところまでは見ないので、(b)が表面化すれば影響を受けるかもしれない。のれん代に関してもチェックできていない投資家もいるだろう。本当の利益を見る必要がある。日本企業はコングロマリット化(多角化?)しており、子会社にリスクを抱えているケースもある。為替次第で株価が大きく変動しており、為替差損益以外では稼げていないのでは?という印象も持ってしまう。
- 12) 回答は 。(a)と(b)を分けるのは日本企業の都合。実際に資本が増えたか減ったか、が重要なはずだ。例えば韓国企業との比較でそんな分割はしない。(ベータ)⁶が上昇するのではないか。当社はリスク要因も加味して利益予想をしており、その意味で(a)と(b)を分けていない。
- 13) 回答は 又は 。自分達はBS を良く見ているので、あまり変わらない。包括利益に反応して市

⁶ 市場全体の変動に対する個別銘柄の株価の感応度を表す。

場変動が大きくなる。それが続く企業に関しては市場がリスクを意識するようになるのでは？現状では、市場はリスクを織り込んでいない。リスク要因の内容も重要。年金や持合株はコントロールできるので重要だが、為替換算調整勘定はコントロールできない。

- 14) 回答は 又は 。証券会社のアナリストがどうやって数字を作るか？等、市場が注目する数値は何か、が重要。(b)のようなノイズが見え易く(visible)なることで、悪い方向に出た時に短期的に反応するようになり、 が上昇するのでは？(a)と(b)の混同に関しては、説明が下手な場合には特に影響が大きいだらう。
- 15) 回答は 又は 。 が上昇するかもしれない。
- 16) 回答は 。市場は本来行うべきことを行っていない。(b)がvisibleになれば影響があるだろう。最も重要なのはビジネス・リスクだが。
- 17) 回答は 。(b)に何を含めるのかが論点。証券投資の中には事業投資に近いものもあれば、単なる持合もある。
- 18) 回答は 。リスク要因は無い方が良いし、自分達の銘柄選択はそうになっている。(b)の内容も重要だ。
- 19) 回答は 。他の投資家の対応が気になる。現在、市場はリスクを織り込んではいない。リスクに関して納得のできる説明がなされるのであれば良いが、そうでないケースが多い。特に資産や投融資の内容に関して開示・説明が必要。
- 20) 回答は 又は 。また包括利益に実感が無い。外人投資家では、日本株専任の担当者が減り、アジア株の一部、という扱いが増えている。表面的な数値に反応するケースもあるのではないか。持合の意義が改めて問われよう。リスクとリワードの関係がはっきりするのは良いことではないか。
- 21) 回答は 。日本の投資家は目に見えないと動かない。注記情報を分析しないで投資するのは悪い投資(bad investment)と思う。
- 22) 回答は 。日本企業の収益力は分っている。問題はBSにあり、そのボラティリティこそがリスク。それが表面化すれば影響有り。
- 23) 回答は 。(株主資本)簿価(BV)の変化に対し、市場がどう反応するか、注目している。IFRSにより、持合株の評価方法は変わるのか？
- 24) 回答は 。リスク要因に関して十分なチェックはできていない。利益のブレに関しては修正を行った上で分析している。プロの投資家を信用して欲しい。
- 25) 回答は 。市場は効率的ではない。情報を織り込むのにかかる時間が短縮化されるのではないか。特にスクリーニングを定量的に行っている投資家に影響ありか。透明性が増すことも影響するかもしれない。
- 26) 回答は 。フリー・キャッシュフローの割引率に影響しよう。(b)はキャッシュを伴わないが、経営がリスク要因への対応に時間を割かれるのもマイナスだ。(b)リスク要因に何を含めるかも論点となろう。

質問 13.

6.及び7.で挙げた指標を、IFRS 導入を契機に変更する予定はあるか？

質問の趣旨

IFRS 導入前後での実務の変化を探る。

投資家からの回答

指標を変更する、と回答した投資家はなかった。利益指標に関しては、営業利益を上げる声が多く、経常利益に言及する投資家はいなかった。IFRS 対応が進んでいないこともあり、議論の展開の都合上、言及できないことが多かった。

質問 14.

「仮説」では資産負債アプローチと市場リスクに注目した。これ以外に重要と思われる点は何か？

- ・ 個別基準(日本企業全体に関わるもの、或いは特定業種等に限定)
- ・ 全体観

質問の趣旨

会計基準に関し投資家の関心の高い論点を探る。「仮説」の解説の中で財務諸表の表示、退職給付、金融商品に言及しているため、この3つ以外のものにフォーカス。

投資家からの回答

不動産関連、M&A 関連(特にのれん代の償却)、開発費(の資産化)に関しては、複数の投資家が興味を示した。他には挙げられたのはリースや収益認識(販売促進費の扱い)。

質問 15.

日本の株式市場に対するIFRS 導入の影響として、以下が挙げられる。賛否は？：

国際比較が容易になることがポジティブな影響を与える。

より精緻な財務分析が可能になることがポジティブな影響を与える。

IR 等での業績報告が分り易くなるものがポジティブな影響を与える。

透明性が増すことでコーポレート・ガバナンスが向上することがポジティブな影響を与える。

会計基準は企業分析等に影響しない。IFRS の影響はニュートラル。

(市場)リスク要因が表面化することがネガティブな影響を与える。

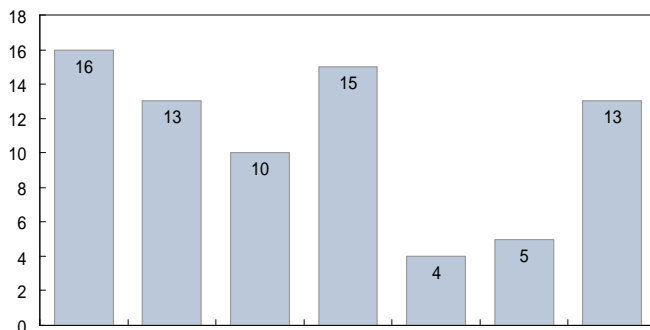
持合解消や年金運用リスク低減に伴う株式売却が進み、需給を悪化させることがネガティブな影響を与える。

質問の趣旨

仮説の議論を踏まえ、IFRSの影響を探る。

投資家からの回答

質問15. 日本の株式市場に対するIFRS導入の影響



国際比較が容易になることがポジティブな影響を与える。
より精緻な財務分析が可能になることがポジティブな影響を与える。
IR等での業績報告が分り易くなるがポジティブな影響を与える。
透明性が増すことでコーポレートガバナンスが向上することがポジティブな影響を与える。
会計基準は企業分析等に影響しない。IFRSの影響はニュートラル。
(市場)リスク要因が表面化することがネガティブな影響を与える。
持合解消や年金運用リスク低減に伴う株式売却が進み、需給を悪化させることがネガティブな影響を与える。

比較可能性向上に異論は少なかった。の「ガバナンス向上」は、持合解消と同義で捉えられるケースが多かった。のマイナス効果は短期にとどまり、中長期的には持合解消のプラス効果の方が大きい、との意見が多かった。を上げる声は少なかった。～に関して1つ1つ賛否を問うよりも、議論の中で適宜言及することが多かった。の回答数が少ないのは議論の中で言及し難いことも影響。主なコメントは以下の通り。

- 1) ～に同意。現行基準で、全ての投資家がリスク要因をチェックできているわけではない。
- 2) ～に同意。資産効率がより問われるようになる。持合の戦略的意義を見直す契機になるのではないかと。情報が増えるのは良いが、肝心の利益予想等でどこまで使えるかは、出てみないと分からない。利益とは何か、を考え直す契機になるのではないかと。従前と見るところが変わるかもしれない。企業とのコミュニケーションが大事。持合解消で需給悪化するかもしれないが、影響の大きさは分からない。
- 3) に関してはIRの現場における混乱を懸念。
- 4) に同意。会計基準とは別の理由で金融機関が持合株を売り始めるだろう。そうすれば事業法人も売り易くなるはず。
- 5) に同意。企業内部の人間がリスク要因について理解する必要がある。持合解消によりM&Aが活発になればポジティブな影響があるだろう。
- 6) に関し、透明性向上は同意できるが、ガバナンス改善は期待薄。
- 7) に関し、ガバナンス改善は時間を要するのではないかと。
- 8) に同意しない。会計基準が持合解消につながるという発想が理解できない。資本規制から金融機関は持合株を売却するだろうが、売却された企業は取引先に株式を引き受けてもらうのでは？年金に関しては、開示して説明する企業と、リスクを落とす企業に分かれるのでは？
- 9) 理論上は だが、実際は かもしれない。
- 10) に同意しない。リスク要因が表面化すれば透明性が増す。ポジティブに捉える。

- 11) に同意。ガバナンス改善効果が無い限り、リスク要因の表面化はネガティブな影響をもたらすだろう。
- 12) に同意しない。持合解消に合わせて自社株買いすれば需給への影響は相殺されるはず(複数の投資家)。
- 13) に同意するが、持合解消の影響は短期に止まる。透明性向上・ガバナンス改善の好影響の方が大きい(複数の投資家)。
- 14) に同意するが、持合解消は徐々に進むため影響は限定的ではないか。
- 15) に同意。ポジティブな要因もあるだろうが、アジアの成長にかき消されるのではないか。株式持合はもっと複雑な要因が背景にあり、会計基準を契機に解消に向かうことは期待できない。
- 16) に同意。金融庁が6月にIFRSに関する案を公表してから、市場が変わった。金融機関が先回りして持ち合い株を売っているのではないか。持合解消が進む期待はあるが、企業が動くかは疑問。
- 17) に同意。 に関しては、透明性が増すのは事実だろうが、企業側の対応が気になる。持合解消や確定給付型年金制度の廃止に動くかもしれない。日経新聞等の扱いが変われば、企業が経常利益より下の情報に注意するようになるだろう。金融業界(特に損保)ではリスクに対する議論が活発化している。事業会社でもリスク要因に関する社内の議論が深まるのでは？

質問 16.

IFRS 導入を受け、貴殿の日本株投資に変化はあるか？：

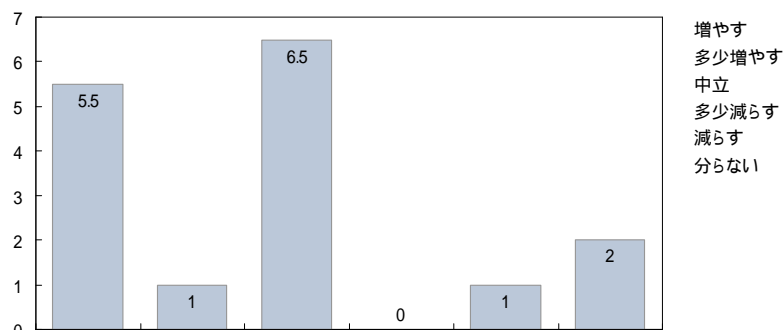
- 増やす
- 多少増やす
- 中立
- 多少減らす
- 減らす
- 分らない

質問の趣旨

質問 15 に引き続き、IFRS の影響を探る。日本株専任の担当者の場合にはIFRS 導入は日本株にポジティブか、ネガティブか、という質問に置き換えた。

投資家からの回答

質問16. IFRS導入を受け、貴殿の日本株投資に変化はあるか？



「増やす」或いは「多少増やす」と「中立」がほぼ半数。主なコメントは以下の通り。

- 1) 回答は 。透明性が向上するなら。
- 2) 回答は 又は 。持合解消が進めばガバナンス改善や BS の効率性向上が期待できる(複数の投資家)。
- 3) 回答は 。持合解消が進むにしても、未だ時間がある(複数の投資家)。
- 4) 回答は 。IFRS 導入時に生じるノイズを捉える、或いはノイズから逃れる、といった行動をとるかもしれないが。

質問 17.

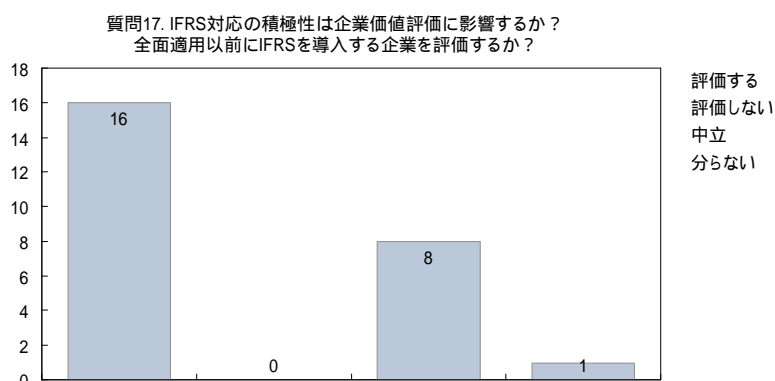
IFRS 対応の積極性は企業価値評価に影響するか？ 全面適用以前に IFRS を導入する企業を評価するか？

- 評価する
- 評価しない
- 中立
- 分らない

質問の趣旨

IFRS の早期導入を検討する日本企業もあることから、投資家の反応を探る。

投資家からの回答



概して早期導入にはポジティブな反応が多かったが、「株主重視の姿勢の一環としてなら」といった条件付の回答や「あえて言うなら」という程度の回答が多かった。主なコメントは以下の通り。

- 1) 回答は 。株主フレンドリーな印象を与える
- 2) 回答は 。ポジティブな選択ならば評価する。
- 3) 回答は 。重要な意思決定だろう。BS の変動は増すと思われる。
- 4) 回答は 。のれん代の償却費用が無くなることで利益が増える企業は早く導入するべき。
- 5) 回答は 。基準を統一することが重要。任意適用期間は平行開示して欲しい。
- 6) 回答は 。ズルズルと時間をかけるよりはマシ、という程度。会計数値をお化粧する必要から J GAAP に逃げ込んでいる企業が早期導入するならばポジティブ。
- 7) 回答は 。早めの対応という理解。企業側・投資家側双方が混乱する可能性もあるので、一定程度の時間は必要だろう。
- 8) 回答は 又は 。敢えて言うならポジティブ(複数の投資家)。
- 9) 回答は 。タイミングのズレは気になる。
- 10) 回答は 。早期導入する企業は、その時期を早めにアナウンスして欲しい。
- 11) 回答は 。配当の方が重要。
- 12) 回答は 。重要なポイントではない。株主重視のマインドを表すなら良いが。
- 13) 回答は 。先行して混乱を招くのは困るのでは？
- 14) 回答は 。のれん代の償却費用が無くなることで利益が増える企業は導入を急ぐだろう。

質問 18.

日本では、純利益と包括利益の 2 種類の利益情報を提示する、デュアル・インフォメーションを支持し、IFRS における「純利益」が一般的な日本企業を想定した場合の「本業の利益」と大きく乖離しないよう、IASB に求めている。支持するか？

質問の趣旨

IFRS において純利益廃止論も出ている。日本国内ではデュアル・インフォメーションを支持する姿勢で会計界、産業界、及び証券界(アナリスト協会)が一致している。これに関して投資家の見解を探る。

投資家からの回答

総じて会計基準の在り方に対する投資家の関心は低く、デュアル・インフォメーションに関して活発な議論はできなかった。「純利益」の意義を問う形に変えて議論を行うと、純利益の意義を支持する声が多く(10件)、支持しない声は1件に止まった。但し、「支持する」場合でも、「便宜上はあった方が良い」という消極的な支持が多い一方で、「どうしても必要」といった積極的な支持は聞かれなかった。

この他、一部の投資家(6件)とは昨今議論されている退職給付に関する未認識債務のオンバランス化についても議論を行なったが、全ての投資家がオンバランス化を支持した。当方から資産負債アプローチに対する賛否は問わなかったが、複数の海外投資家(4件)から「感覚に合う」とする声が聞かれる一方で否定的なコメントはなく、総じて肯定的に受け止められた。主なコメントは以下の通り。

- 1) 純利益はあった方が良い。経営者のメッセージでもある。
- 2) 純利益はあった方が良いが、本業の利益が分かり易く表示されることの方が重要。その意味では純利益にこだわらない。リサイクルに関する情報を開示して欲しい。
- 3) 税前利益を使うことが多い。税率を知る上で、純利益は重要だ。
- 4) 便宜上、純利益はあった方が良いのでは？(複数の投資家)「便宜上」として挙げられたのは、小計として、過去との比較のため、EPSの目安、など。
- 5) 純利益はなくても良いが、本業の利益に近いものになるのであれば使い勝手はあるかもしれない。
- 6) 包括利益を「利益」と呼ぶことに疑問。大切なのは本業(特に営業利益)。金融はやや異なる。利益処分(役員報酬や配当)への影響から純利益も重要では？(国内投資家)
- 7) 比較の問題。欧米がなくすと言うのならそれに従えば良い。継続性より比較可能性のほうが重要。
- 8) 純利益は見えていない。自分にとっては廃止されたも同然。
- 9) 市場が決めること。JGAAPの利益は信用されていない。
- 10) 「(資産負債アプローチの)BSを先に作る」考え方は感覚に合う(複数の投資家)。

質問 19.

仮に日本がコンバージェンス/アダプションの動きを止めてしまった場合、日本株への投資姿勢は変わるか？：

ポジティブ

ネガティブ

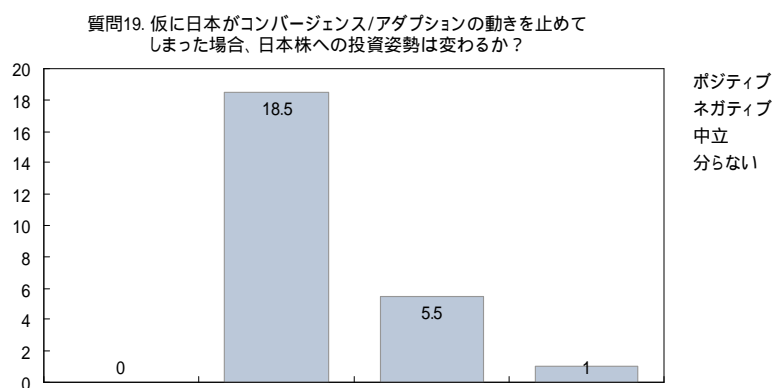
中立

分らない

質問の趣旨

国内には IFRS 導入に対する慎重論も聞かれる。投資家の見解を探る。

投資家からの回答



「ネガティブ」とする声が大勢を占め、逆に「ポジティブ」とする声は聞かれなかった。主なコメントは以下の通り。

- 1) ネガティブ。撤退は有り得ない。国際的な方向なのだから付いて行くべき。
- 2) ネガティブ。日本だけは違う、といったロジックは通用しない。
- 3) ネガティブ。アジアの中で日本だけがローカル基準なら、パッシングが進むだけ。2015 年まで待つ理由も無い。
- 4) ネガティブ。会計基準を巡って妙なロビー活動をすると、「何か隠しているのでは？」という印象を与える。
- 5) ネガティブ。株式取引の半分は外国人。撤退する場合、株価が半分になっても良い、ということ。
- 6) ネガティブ。IFRS 拒否は海外に出ない、とうこと。
- 7) ネガティブ。日本だけ独特の基準と言うのは変。日本だけ別の世界、ということか。人口が減るのに。
- 8) ネガティブ。日本が主体的に流れを止めるのは問題では。米国追随なら良いが。
- 9) ネガティブ。投資家にとって国際比較が容易になるメリットは大きい。

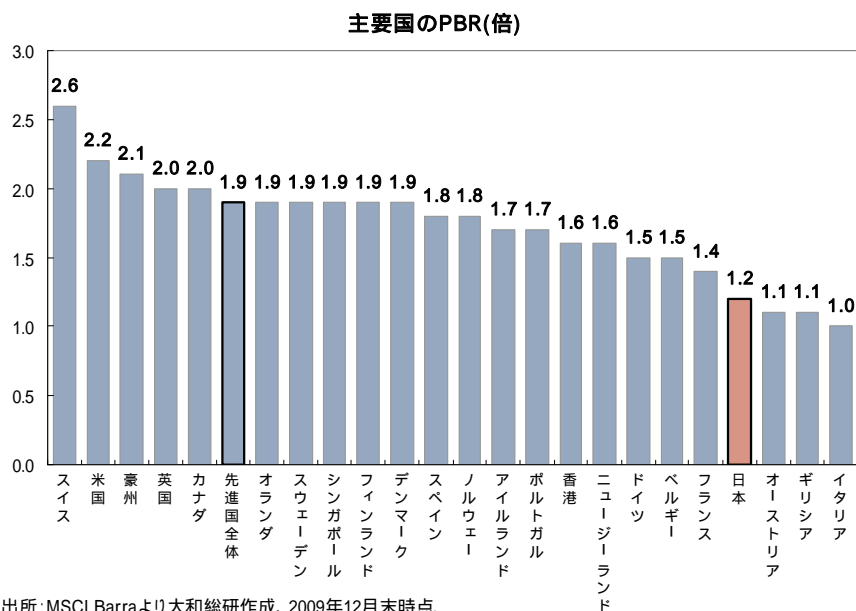
- 10) 中立。小国なら無視するが、大国なので無視できない。
- 11) 中立。「やると言ったのだから、やるしかないのでは？」という程度。外国投資家が逃げてしまうと、ジャパン・パッシングからジャパン・ナッシングになるかもしれないが。

5. 調査結果の分析と結論

日本の企業・株式市場：投資家の見解

各投資家は、最近の日本企業・株式市場の動向を踏まえて本調査に応じている点に注意が必要。調査結果を分析する前に、これに関して彼らの見解をまとめる。欧米の投資家から日本企業の株主への姿勢に関して疑問の声が多く聞かれ、特に持合、年金(退職給付)、低配当、子会社上場、及び公募増資等が槍玉に上がった。諸外国に比べると日本株式市場の低迷が際立っており、日本株の相対的なプレゼンス低下が背景にあると考えられる。

実際、日本株のPBR⁷は1.2倍と先進国平均1.9倍を大きく下回っている(下図)。市場は収益力よりも解散価値(会計上の純資産)に基づいて企業価値を評価している可能性が高く、株価が会計上の純資産に連動しやすい市場環境と言える。このことが投資家から資産負債アプローチに共鳴する声が聞かれたことに影響している可能性がある。



なお、「持合株のリスク = 減損」と認識している投資家も散見された。減損時を除けば評価損益は純利益に反映されないものの、持合株は既に時価評価されているから減損時以外でもそのリスクを把握することは可能である。持合株に関する精査が十分でないケースがあるのが実態のようだ。以下、主なコメントを列挙する。

- 1) 日本企業が持合の目的を理解しているとは思えない。リスク要因に関してもっと説明するべきだ。経済が成長を続けている時期であれば経営者は事業だけ見ていれば良いが、今日では年金の成熟化やグローバル化を踏まえ、事業だけでなく財務全体に目を広げなくてはならないはずなのに、何が問題か、分っていない。

⁷ 1株当たり純資産倍率。

- 2) 日本企業は持合のリスクを吸収するため、余分な資本を抱えている。持合解消により資本を圧縮すれば ROE は改善可能だ。収益に貢献する持合ならば問題ないが、実際には不稼働資産が多過ぎる。銀行は資本の割に株式保有が多過ぎる。
- 3) 外人に銀行との持合は理解されないだろう。
- 4) 戦略が明確なら良いが、そうでないなら持合株は保有すべきでない。持合解消の影響は短期に止まるだろう。むしろ公募増資の方が問題だ。
- 5) 持合が悪いというのは海外の発想(国内投資家)。習慣が違う。
- 6) リスク要因に関し、理解できていない投資家は少なくない。企業は彼らのために説明する必要があるのに、日本企業は開示が不足している。日本企業は配当が嫌いなのか。株主の地位が低いのではないか。企業年金に関し、考慮すべきことを考慮していないのではないか。
- 7) 低配当が株式の金融資産としての価値を損なっている。株価のボラティリティが高いのはそのため。子会社上場と持合も疑問。営業利益の大半が少数株主持分で差し引かれる企業もある。持合を解消した上で如何に協力関係を維持するか、が経営努力だ。
- 8) 日本企業はエージェンシー問題を軽視しているのでは？配当により正しく分配すべき。本業に投資したいのに、(持合株のような)不純物の影響が大きすぎる。リレーション云々は、国内だけの話。海外からの資金も含めた市場では国際的なスタンダードに合わせるべきではないか。商社は株式投資自体が事業だから理解できるが、低成長の時代に低成長の国内企業の株を持ち合うのは上場企業として疑問。IFRS ではこれが見えてくる。海外から評価されない理由を振り返るべき。企業年金の投資対象は国内株が中心。低成長により自分で自分の首を絞めている。
- 9) 日本企業は買収のタイミングが悪い。買収直後に減損を迫られるケースがある。
- 10) 日本企業は本当にリスクを理解して M&A をしているのか？買収した海外企業をコントロールできていないケースがあるのではないか。日本企業は成長性を営業利益で語るのに、純利益は全く違う値。減損の影響が大き過ぎる。
- 11) 日本だけは違う、と言うロジックは通用しない。世界の中で日本はそれほどの存在ではない。

調査結果の分析と結論

- 1) 会計基準に対する投資家のスタンス
 - 作成された財務諸表を使用する、受身の立場であり、会計基準の「あるべき論」に対する関心は低い。純利益の意義を支持する投資家は多いが「便宜上はあった方が良い」といった消極的な支持が多い。資産負債アプローチに対し積極的な支持が聞かれたのと対照的。
 - 会計基準を勉強してから分析を行うのではなく、分析を行う際に必要に応じて基準の勉強をする、という実務的な対応が大勢。この点では「注記情報を含め徹底的な分析を行っている」とする投資家でも同様。個別の基準に対する理解が不十分な例も散見されるが、当該投資家が関連する分析を行った経験が無いため、と解するべきだろう。
 - 表面的な会計数値を必要に応じて修正する意欲は強い。修正ベースで分析することが市場の

コンセンサスであること、修正が容易であること、が条件となろう。後者に関しては証券会社のアナリストやデータベンダーといった第三者の対応もカギとなり得る。

- 日本の会計基準・慣行に対する評価は低い。会計基準に関する知識が豊富な投資家ばかりではないことを考慮すると、漠然とした「負のイメージ」が定着している模様。
 - 調査対象がバリュー投資家に偏っていたことも考慮する必要があるものの、純利益に対する積極的な支持、資産負債アプローチに対する否定的な見解が聞かれなかった点は見逃せない。
- 2) 「仮説」に対する反応
- 「仮説」の考え方は概ね支持された。「企業価値評価の実務に大きな変化はない」とする結論に対しても支持する声が大勢を占めた。
 - 市場はリスク要因を重視しない、とする意見は少数に止まった点には要注意。「IFRS 導入によりリスク要因に対する見方が(多少なりとも)変わる」とする声が多かった。「既にリスク要因を織り込んでいる」との見解を示しているにも関わらず、減損時以外に持合株のリスクを認識していない投資家がいることも、IFRS 導入がリスク要因に対する見方を変える可能性を示唆している。本業とリスク要因が混同される可能性を指摘する声が聞かれる点も要注意。
 - 当方より日本企業が抱える代表的なリスク要因として持合株及び退職給付を例示したが、いずれに対しても投資家の関心は高かった。
- 3) 「投資家の見解」を踏まえて
- 多くの投資家が日本企業の株主に対する姿勢に疑問を持っている。「持合解消が進めば短期的な需給悪化を上回るプラス効果が見込まれる」とする投資家は多い。加えて、IFRS 早期導入に関しても「株主重視の姿勢を反映するのであればポジティブ」とする声が多い。
 - 各企業が抱える持合株や退職給付といったリスク要因に関して精緻な分析を行うことなく、批判する投資家が散見される。日本の会計基準・慣行に対する評価同様、漠然とした「負のイメージ」が定着しており、PBR1 倍前後という株価水準は、個別企業に関する精緻な分析ではなく漠然としたイメージに基いてディスカウントされた結果の可能性がある。
- 4) IFRS 導入に関して
- 投資家の IFRS に対する関心は高くない。
 - IFRS への対応を日本企業の株主に対する姿勢と関連付けて捉える傾向がある点は見逃せない。IFRS に対してネガティブな姿勢を見せれば株主軽視と捉えられかねない。

投資家からは様々な意見が聞かれ、業種・企業等により異なる、とする意見が多かったが、「IFRS はバリュエーション(企業価値評価)の実務に対し、重大な変化をもたらさない」とする仮説の結論を概ね支持する声が大勢を占めた。IFRS 導入を機に企業価値評価が大きく変わることはなく、投資家に対する業績報告の視点からは、IFRS に対して過度に神経質になる必要はないようだ。一方で、リスク要因が多少なりとも影響する可能性を指摘する声が多く聞かれた。欧米の投資家の多くが日本企業の株主に対する姿勢に疑問を持っており、加えて IFRS への対応をこの姿勢と関連付けて捉える傾向があるこ

と、及び日本の会計基準・慣行に対する評価が低いこと、も考慮する必要がある。投資家は持合株や退職給付といったリスク要因に対して漠然とした「負のイメージ」を持っており、これが日本株全体のディスカウント要因として既に織り込まれていると考えれば、IFRS 導入により持合株や退職給付等のリスク要因が表面化した場合でも株価の下落要因にはならない可能性がある。本業の業績向上と同時に、その成果が株主に還元される(と市場が考える)ことで、ディスカウントが低減・解消される可能性もあるのではないかと。貴協議会会員にとっては、IFRS を投資家との対話のツールとしてポジティブに捉え、IR等の業績報告を通じてリスク要因の合理性を説明し、株主重視の姿勢を投資家に印象付けていくことが課題と考えられる。

また、会計基準に関しては、仮説が概ね支持されたことが示す通り、投資家の主たる関心は本業の収益力にあること、純利益の意義は概ね支持されたこと、から(純利益と包括利益の両方を表示する)デュアル・インフォメーションの考え方自体は投資家の視点と大きく乖離していない、と判断される。従前からのスタンスを大きく変える必要はないと考えられる。一方で 日本での会計基準・慣行に対する評価が低い、資産負債アプローチに対して肯定的な見解が多い、及び 仮にコンバージェンス/アダプションの動きを止めた場合にはネガティブに捉える投資家が多い、といった点にも注意する必要がある。

6. 調査日程・対象

調査日程

欧州(ロンドン)、米国(ニューヨーク、ボストン)、日本(東京)の投資家計 26 件を直接訪問した。国内よりも欧米の投資家を主としたのは、IFRS が欧州で先行していること、US GAAP が IFRS 同様に資産負債アプローチを強めていること、から欧米の投資家の方が本調査のテーマと親和性が高いと判断したため。

欧州 2009年 12月 9-11日 計11件

米国 2009年 12月 14-16日 計11件 (2件は電話会議)

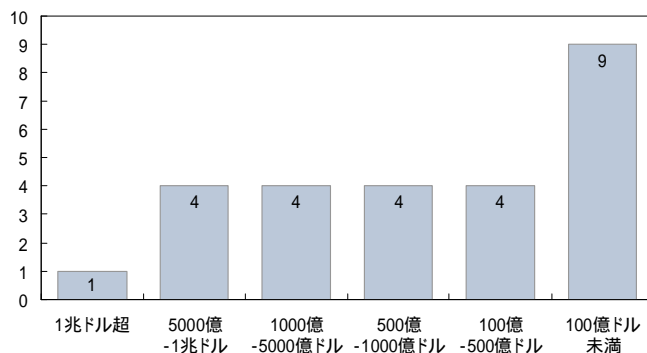
日本 2010年 1月 8-20日 計4件

調査対象

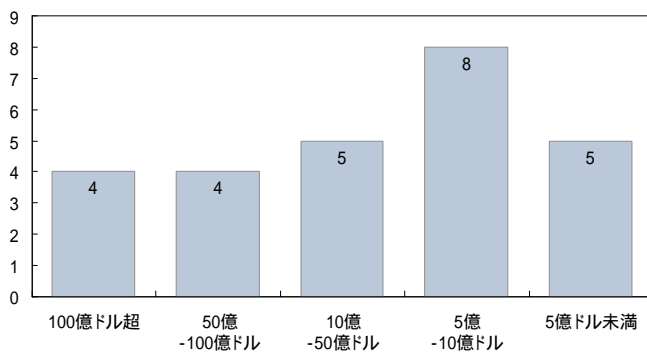
質問事項1～7にしたがってまとめる。基礎情報のため、議論の中で言及できないケースが多かったため、(訪問をアレンジした)大和証券グループのセールス担当者から聴取した情報で補足している。グラフの単位は全て回答数。

質問1. 運用資産額(全体、日本株)

質問1. 運用資産額(全体)

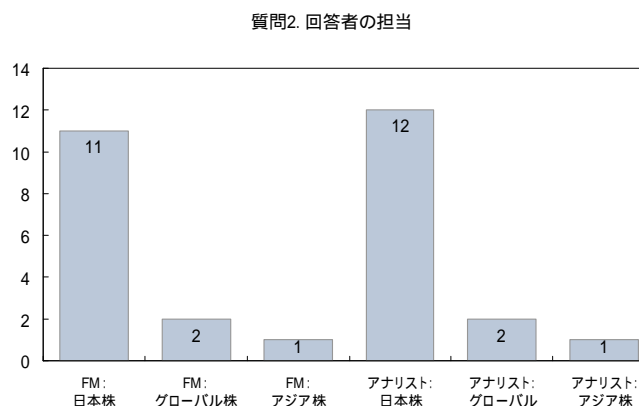


質問1. 運用資産額(日本株)



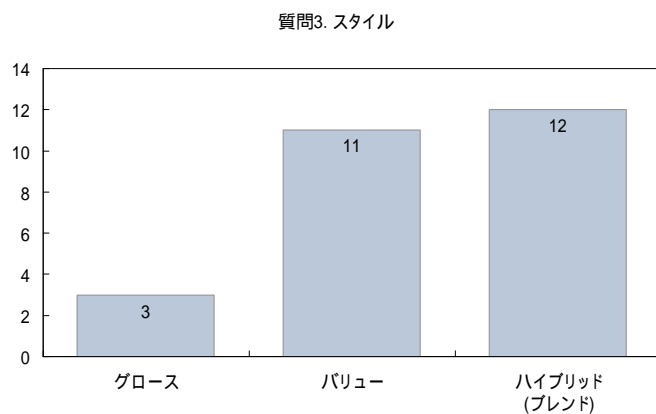
巨大運用機関から比較的小規模なブティック系まで幅広くカバー。大半(26社中22社)がセールス担当者からの情報だが、大きな誤差は無いと考えられる。

質問2. 担当:ファンド・マネジャー (FM)、アナリスト⁸



大半が日本株の担当者だったが、グローバル株の担当者も散見された。

質問3. 投資スタイル



グロス⁹よりもバリューに偏る傾向がある。会計基準に対する関心度を反映していると考えられる。バリューの場合、バランスシートを重視する傾向があることから、資産負債アプローチは比較的受け易いと考えられるが、本調査ではグロスの投資家からも「資産負債アプローチは感覚に合う」とのコメントが得られた。26件中21件がセールスからの情報だが、(特に海外では)スタイルを明確化するケースが多いことから、大きな誤差は無いと考えられる。

⁸ ヒアリング対象の「アナリスト」は運用会社に在籍してファンド・マネジャーによる投資判断に資するための調査を担う者。証券会社のアナリストとは異なる。

⁹ PBR等のバリュエーション指標が示す割安性を重視する投資家をバリュー、それ以外の要素(成長性等)を重視する投資家をグロスと呼ぶ。

質問 4. どの程度、財務分析を重視するか？付加価値の源泉として、どの程度の比率を占めるか？

議論の中で言及できないケースが多く、回答数が確保できなかったため省略。

質問 5. 財務分析において活用する資料は？

議論の中で言及できないケースが多く、回答数が確保できなかったため省略。注記情報を徹底的に分析する投資家から証券会社のアナリストに依存する投資家まで様々¹⁰。注記情報の多くはアニュアル・レポートで開示されるから、前者はアニュアル・レポートを活用していると考えられる。英文情報の乏しさから内外の情報格差を指摘する投資家も散見された。

質問 6. 重視している株価指標

議論の中で言及できないケースが多く、回答数が確保できなかったため省略。言及できたケースでは「指標は一通り見ている」との回答が多かった。

質問 7. 重視する利益指標

議論の中で言及できないケースが多く、回答数が確保できなかったため省略。言及できたケースでは「指標は一通り見ている」との回答が多かった。議論を通じて営業利益に言及するケースが多く、一方で経常利益・純利益に言及するケースは少なかった。包括利益に関しては「欧米でも使われていない」とするコメントが聞かれた。

¹⁰ 「4.調査結果」の質問 8 に関する投資家のコメントを参照。

7. 参考資料

- 別紙1. セミナー「投資家の国際会計基準への対応 ～ 資産負債アプローチに注目して」資料
(同セミナーは貴協議会会員を対象に11月13日、20日に開催。資料の内容は同じのため、13日付のものを添付)
- 別紙2. 投資家宛て協力依頼レター(英文)
- 別紙3-1. 訪問時に用いた資料(英文)
- 別紙3-2. 訪問時に用いた資料(和文)