

のれんの会計処理をめぐる認識の違いを探る
—アナリストと学界関係者の認識ギャップを生み出しているものは何か—

米山 正樹
徳賀 芳弘
浅見 裕子
宮宇地 俊岳
山下 知晃

I はじめに 一問題の所在—

本稿は、2022 年 9 月から同年 12 月にかけて、会計実務に詳しいアナリストを対象として行ったインタビュー調査の結果をとりまとめたものである(詳細は文末資料を参照)¹。

著者が所属している研究グループでは、長年にわたり、のれんの望ましい会計処理をめぐる証券市場関係者間の対立は何に起因しているかを主題として研究を進めている。この主題に関わる検討の一環で、同研究グループは、以前のアンケート調査およびその調査結果にもとづくインタビュー調査を通じて、日本の市場関係者に限れば、のれんの規則的償却(減損処理を伴うもの)に幅広い支持が集まっていることを解き明かしてきた。これと併せて規則的償却を支持する理由も尋ねたところ、収益と費用の適切な対応、適切な期間損益計算の追究、あるいは投下資金に係る回収余剰の把握という類いの、日本で広く支持されてきた会計観に根ざした回答が多くみられた²。

これらの調査結果は合理的な説明が可能であり、また興味深いものでもあった。一方、回答を詳細に分析してみたところ、研究グループ(質問を行う側の主体)が暗黙のうちに想定している専門用語の定義に関して、回答者と適切に共有されているかどうかについての疑問が生じた。例えば、規則的償却を支持する理由のひとつに、「たとえのれんが総額として維持されていたとしても、総額のうち買い入れのれんに相当する部分は減少しているはずである。総額が維持されているのは、買い入れのれんの自己創設のれんへの置き換えが生じているためである。」というものがある。学界関係者がこうした議論を行う場合、企業結合以前に期待されていた超過収益と、企業結合後の営業努力によって追加的に生み出された超過収益では、利益計算に及ぼす影響が異なる、という観点が強調される。他方で同じ議論を行う場合であっても、実務家は、両者の区分が実践面で困難だという点を強調していた。

上記の例が示している通り、実務家を対象としたアンケート調査やインタビュー調査においては、設問に際し、調査を行う側と受ける側が認識を共有できるように慎重な配慮が求められる。著者が所属している研究グループもその必要性を認識しており、アンケートやインタビューに際しては当

¹ インタビューを行ったのは、これまでこの研究主題について研究を進めてきた本稿の著者 5 名である。インタビューを行った時点における勤務先と職位は以下のとおりである。徳賀芳弘(京都先端科学大学教授)、米山正樹(東京大学大学院経済学研究科教授)、浅見裕子(学習院大学経済学部教授)、宮宇地俊岳(追手門学院大学経営学部准教授)、および山下知晃(福井県立大学准教授)

² 徳賀他(2018)、徳賀他(2021)、浅見他(2021)、米山他(2021)、および浅見他(2022)を参照。

事者間で認識のギャップが生じないように心がけてきた。しかし実際に調査を行ってみると、質問を行った側の認識にもとづく解釈が難しい(少なくとも一義的な解釈を引き出せない)回答が散見された。

こうした経緯をふまえ、著者が属する研究グループは、のれんの会計処理をめぐる国際的な対立の源泉は何かという主要な研究主題からスピノフしたテーマとして、のれんの会計処理とそれを支える論拠に関わる議論において、(a)実務家と学界関係者の認識ギャップはどこに現れているのは、(b)それはなぜか、また(c)そのギャップは相互理解をどう妨げているのか、に取り組むこととした。具体的には、認識ギャップがとりわけ顕著に感じられたアナリストを対象とした追加のインタビュー調査を行い、認識のギャップの原因と影響の探究に努めた。本稿はその結果をとりまとめたものである。

本稿の構成は以下の通りである。第2節で調査の趣旨を簡単に再述したうえで、調査目的を達成するために行った具体的な質問を記述する。併せてインタビューを行った日時やインタビュー形式、さらにはインタビュー対象者の選定方法などにも言及する。続く第3節では、インタビュー結果をとりまとめ、研究主題に関わる含意を得る。そこでは、インタビュー対象者から得られた共通項を括り出すとともに、回答が分かれた場合については、分かれた理由を回答者の属性などに帰することに努める。これらの検討作業をふまえ、第4節で全体を総括する。

II インタビュー調査の概要および質問項目の趣旨

(1)インタビュー対象者の選定とインタビューの実施概要

第1節に記した通り、過去行ったアンケート調査(自由回答欄の記述など)やインタビュー調査にてらしてみたと、調査を行う側の学界関係者との認識のギャップを強く感じたのは、証券アナリストを中心とする財務諸表の利用者であった。こうしたことから、著者が属している研究グループは、利用者を対象として追加的なインタビュー調査を行うこととした。具体的な対象者の選定に際しては、著者が参加している日本証券アナリスト協会・企業会計研究会の委員(アナリストとして参加している委員)に打診した。著者にとって既に知己であることに加え、同研究会に属する証券アナリストは、委員会の性質上、企業会計にとりわけ精通していると考えられたためである³。

条件に該当する企業会計研究会の委員に打診したところ、連絡が付いた全員から受諾の回答を得た。受諾した対象者に対しては、専門的な知見を著者達と共有する手段・方法として(a)インタビュー形式と(b)セミナー形式のいずれが一方を選択してもらうこととした。その結果、調査手法はセミナー(1名)とインタビュー(その他の対象者)に分かれた。この希望調査をふまえ、日程調整を経て、2022年9月から12月にかけてセミナーを開催し、またインタビューを実施した(詳細は末尾の【資料2】を参照)。

インタビューの趣旨についての理解を深めてもらうため、著者達はインタビュー対象者に対し、事前に質問票を配布した(末尾の【資料1】を参照)。多くの対象者から質問票に対する回答が事

³ 企業会計委員会については https://www.saa.or.jp/apps/list/com_meibo_57.html を参照。なお現在のメンバーは、インタビュー調査を行った当時とは異なっている。

前に寄せられたため、インタビュー当日は事前の回答内容を深掘りする趣旨でインタビューを進めた。

(2)質問事項の概要

次にインタビューの核となる質問事項を記述する。末尾の【資料 1】にあるように、質問内容は

1. 財務諸表利用者と学界関係者の認識のギャップについて
2. のれんの会計処理について
3. かつて受けられた会計教育などと会計情報の利用方法について

に大別される。このうちインタビュー調査の目的を達成するために最も重要な項目は 1.であり、2.はその内容をのれんの会計処理をめぐる対立という具体的な文脈に適用したものである。一方、3.に含まれるのはやや質の異なる質問群である。日本の利害関係者を対象として実施した第一次インタビュー調査の際、財務諸表の作成者や監査人とくらべたとき、財務諸表の利用者は、のれんの望ましい会計処理に関する見解がばらついていて、具体的には、減損を伴う規則的な償却が圧倒的に支持されている監査人や作成者との比較において、利用者においては非償却(減損処理のみ)という選択肢にも一定の支持がみられた。

第一次インタビュー調査において財務諸表の利用者にこの理由を尋ねたところ、のれんの会計処理に係る選好は、勤務先企業が分析に用いている手法(従業員として利用可能な分析ツール)が利益を基礎とした分析を指向しているのか、それともキャッシュフローを指向しているのかに影響を受ける、という趣旨の回答を得た。これは大いにありうるシナリオといえるが、インタビュー対象者が限られていたため、そこで得た回答を一般化するのは困難であった。こうしたことから、今回のインタビュー対象者にも同様の質問を行い、かつて得たものと同様の心証が得られるかどうかを確かめることとした。

(3)具体的な質問項目とその趣旨

(a)財務諸表利用者と学界関係者の認識のギャップに関する質問項目

のれんの規則的償却に合理的な解釈を与える説明の中には、議論が単純ではなく、ある前提のもとでいくつかの推論を積み重ねることによってようやくのれんの規則的償却が望ましい、という結論に達するものもみられる。のれんの規則的償却を支えている論拠を学界関係者同士で語る場合は、議論の前提や推論の方法に関する認識を共有している、という推定が働く。一方、ある種の「参入障壁」を伴う学界の議論が、実務家との対話においても学界関係者同士の対話と同様の共通認識に支えられているかどうかは実証命題である⁴。学術的な知見が精緻化していく過程で、学

⁴ 敢えて稚拙な表現を用いるが、ここでは決して学界の常識は学界外でも同様に受け入れられるべきである、という類いの「上から目線」の議論を行うつもりはない。むしろ今回の調査は、著者を含む学界関係者が jargon に頼り、実務家との相互理解に向けた努力を怠っているのではないか、という問題意

界の常識は実務の常識から乖離している可能性がある。設問 1「学界関係者の議論で、『市場関係者からみて現場の肌感覚とずれている』と感じることがあればお聞かせ下さい。」は、こうした問題意識を最も端的に反映したものである。

この質問に関しては、事前に明確な回答を想定しているわけではない。この設問に続く 2.から 4.までは、学界関係者と実務家との間に認識上のギャップが生じるとされる典型例を取り上げ、そのケースにおいてどのようなギャップが生じているのかを確かめている。総括的な設問 1.は、具体的なテーマに関わる質問から漏れている「インタビューを行う側が見過ごしているギャップ」をとらえるために設定したものである。

次の設問 2.は以下の通りである。「例えば学界では、財務諸表利用者のスタンスを「主としてキャッシュフローにもとづき企業価値を評価する立場」と「主として会計情報にもとづき企業価値を評価する立場」に二元的に分けて考えるのが一般的です(この立場は、さらにフローの損益情報を重視する立場と、ストック情報を重視する立場に分かれます)。このような区分をどうお考えになりますか。(企業価値の評価に際し、会計情報を実際にどのように利用しておられるのでしょうか。)

会計情報の有用性を問う学界関係者の議論において、分析上の枠組みとして一般にどのようなものが想定されるのかを説明したうえで、そのような分析上の枠組みが実務家としての肌感覚に合うかどうかを問うているのがこの設問である。会計現象を単純な要素に還元して理解しようと努めるのが、学界関係者の基本的な発想といえる。そのような枠組みで会計現象をとらえること自体は非難されることではない。ただ、キャッシュフローの情報と損益やストックの情報が混然一体のまま利用されているのであれば、それぞれの情報を主として用いる意思決定モデルに還元しようとする学界関係者の努力は、実務家にとって理解が困難かもしれない。第一次インタビュー調査でキャッシュフロー情報と損益情報を併用している旨の回答が多数寄せられたこともあり、日常的な業務においてどのような意思決定モデルが暗に想定されているのかを改めて尋ねることにした。

続く設問 3.は以下の通りである。「一般に企業を取り巻く競争環境は厳しく、特定の企業だけが有している優れた知識やノウハウも、政府などによる保護や制限がない限り、およそ 5 年から 7 年で消滅する」というのは、学界関係者がかなり広く受け入れている知見です。この考え方は実務感覚に適うものでしょうか。またこの事実から「買い入れのれんは時の経過とともに減価する以上、規則的な償却が望ましい」という結論を引き出すことができる、とお考えでしょうか。

この設問は、利益率の平均回帰という現象が実務家にどれだけ広く知られているのか、またその現象に係る認識を学界関係者と実務家が共有しているかどうかを確認するためのものである。加えて、共通認識が図られているという前提のもとで、利益率の平均回帰という現象がのれんを規則的に償却することの根拠となるかどうかを併せて問うている。利益率が業界平均に回帰するということは、買い入れのれんのみならず、自己創設のれんを含めた総体としてののれんが一定期間で失われてしまうことを意味する。減損の兆候がみられない限りのれんを簿価で据え置く非償却処理に、

識に根ざしている。

こうした事実と整合的な解釈を与えるのは難しい。むしろ上記の事実は、規則的償却と親和的である。こうした説明が実務家としての肌感覚に合うかどうか、平均回帰を規則的償却の論拠とすることに関して実務家と学界関係者で共通認識が得られるかどうかをこの設問で尋ねている⁵。

さらに設問 4.では、以下の内容を問うている。『『平均的な投資家像』を念頭に置いて基準を開発しなければならない、と言われることがあります。他方で、投資家は会計情報をきわめて多様な形で利用しており、そもそも「平均的な投資家像」に関する意見集約などできない、とも考えられます。これまでのご自身の体験にてらしてみたとき、会計基準のあり方に関する財務諸表利用者の見解は集約不能なほどばらつくものでしょうか。それとも何となく『最大公約数』がみえてくるものでしょうか。利用者の間で見解が大きく割れた事例がありましたらお聞かせ下さい。』

また設問 6.は以下の通りである。「ある会計処理の賛否(良い例ではないかもしれませんが規則的償却 vs. 非償却)が、財務諸表利用者の間で先鋭に対立する、ということはあるのでしょうか。かつて起きたことがあれば、どのようなケースにおいてでしょうか。双方の立場に一定数の支持が集まっている場合、アナリスト協会のように利用者の声を集約する団体は、どのような形でロビーイングを展開するのでしょうか。」以下で論じるように、上記ふたつの設問には共通項が多い。ゆえにここでは、ふたつの設問をまとめて扱うことにする。

設問 4.および設問 6.で尋ねようとしているのは、財務諸表の利用者、なかでもアナリストの間で「望ましい会計処理や開示の方法」に関する対立がどのようなケースで生じやすいのか、あるいは実際に生じたのかであり、かつ、生じた対立が収束するメカニズムはどのようなものか(もしあれば)である

基準開発をめぐる議論では、暗黙のうちに「平均的な投資家像」が想定され、その意思決定モデルに合う会計基準の開発が目指される。一方で、のれんの会計処理をめぐる第一次アンケート調査によれば、のれんの規則的償却に対する支持と非償却に対する支持は、とりわけアナリストにおいて拮抗していた。前者が優越しているものの、後者に対する支持も無視できない水準であった。

ふたつの処理はいずれか一方を採用した場合、他方は採用しえないという意味において二元的に対立している。このように一方を採用すれば他方を採用する余地が残されていないタイプの対立においては「平均的な投資家像」を想定することが難しい。とすれば、「平均的な投資家像」を前提とした基準開発は機能しない⁶。設問 4.および設問 6.は、そのような機能不全に陥らずに済んでいるのはそもそも目立った対立が存在しないからなのか(のれんの会計処理に関する対立は例外であって、アナリストの考えは概ね均質的なのか)、それとも対立を緩和するのに資する慣習や組織、制度が存在しているためなのかを尋ねるために準備したものである。

⁵ 利益率の平均回帰については、Lundholm, and Sloan(2019)、Palepu, et al.(2013)、Penman(2013)、および大日方(2013)などを参照。なお利益率の平均回帰という現象をのれんの減衰に関連づけて解釈することについては、福井・高橋(2022)を参照。

⁶ 「平均的な投資家像」にもとづく基準開発は、暗黙のうちに、大多数の投資家が支持する会計処理や開示方法の存在を想定している。

最後の設問 5.では、「非常に抽象的で恐縮ですが、財務諸表利用者にとって『会計基準の善し悪し』はどのような尺度で測られるものでしょうか。」と尋ねることにした。学術的な厳密さを追及する学界関係者にとって、この質問は事実上回答不能であろう⁷。一方、会計情報を実際に日々の業務で利用している実務家は、現行基準が生み出す会計情報の問題点(使い勝手の悪さ)に根ざした形で、具体的な要望や改善提案を有していると考えられる。おそらくそうした要望は、学界関係者が十分な情報を得られていない「意思決定にとって有用な情報」の具体的な内容を把握するうえでの手がかりとなるはずである。この設問はこうした期待にもとづき準備したものである。

(b)のれんの会計処理に関する質問項目

このセクションには、のれんの望ましい会計処理をめぐる議論において、実務家と学界関係者の認識にギャップが生じるのはどのようなケースか、またそのギャップは実務家と学界関係者の対話にいかなる影響を及ぼしているのかを確かめるのに資する質問項目が集められている。このうち設問 1.では、「私どもはのれんの即時償却(剰余金チャージ)も想定可能な選択肢のひとつと考えています。これは財務諸表利用者の方々にとって想定可能な方法でしょうか。」を尋ねている⁸。

のれんの会計処理に関心を持つ研究者の多くにとって、かつてのれんを剰余金にチャージする実務が海外において存在していたことは既知と考えられる。他方で学界関係者とは関心が異なることから、実務家の間でも剰余金チャージという選択肢が浸透しているかどうかは定かでない。潜在的にどのような選択肢が視野に収められているのかという点に関する認識の違いは、のれんの望ましい会計処理に関する判断に影響を及ぼすであろう。「即時償却、とりわけ剰余金にチャージして行う即時償却は想定していない」という回答を事前に予測しつつ、この質問を行うことにした。

次の設問 2.は以下の通りである。「企業経営者が主観的に期待しているキャッシュフローにもとづく使用(利用)価値と、何らかの形で客観的な事実に基づけられた価値との差額を主観のれんと呼びます。このとき、何との差額が主観のれんになるのかについては見解が分かれています。時価との差額を主観のれんと呼びますか。それとも主観のれんは簿価との差額でしょうか。あるいは、そもそもこうした問題には関心が寄せられないのでしょうか。」

現行の会計基準では、企業結合に際して被結合企業の資産や負債は時価で再評価され、再評価後の純資産(純資産時価と呼ぶもの)と対価の差額がのれん(または負ののれん)とされる。つまり現行基準は、設問の記述のうち時価との差額をのれん(または負ののれん)とみる考え方に支えられている。

ある投資プロジェクトから期待される将来キャッシュフローの現在価値がそのプロジェクトのために投下された資金(そのプロジェクトに拘束されている事業資産の時価)と一致している場合、当該プロジェクトからは資本のコストにみあう正常なリターンだけが見込まれることになる。もし結合対価のうち超過利潤に対する期待を反映した部分という性格を付与するのであれば、のれんを時価純

⁷ 回答が強いられるのであれば、きわめて多くの制約条件や留保条件を付すこととなる。

⁸ この問題に関する新たな考察として斎藤・福井(2002a / 2002b)を参照。

資産の超過額として定義することが必要となる。学術的には厳密なこの議論は、被結合企業から受け継ぐ純資産をどのように評価するのかに依拠して、結合後に計上される(会計上の)利益に異なる意味が付与されることの理解を前提としている。やや複雑な論理展開を前提としたこの議論が実務家にも広く浸透しているかどうかは定かでない。こうした考えから、実務家と学界関係者の間に認識のギャップが生じていないかどうかをこの文脈でも確かめることにした。

これに続く設問 3.は以下の通りである。『『買い入れのれんに係る減損スイッチが入りやすい状況のほうが、有用な情報を期待できる』という議論があります。他方で『permanent income の推定が究極の goal だとすれば、利益の年度ごとのばらつきを生み出す減損スイッチは入らない方がよい』という議論もあります。どちらの考え方のほうが広く支持されているとお考えでしょうか。』これはおそらく学界関係者の間でも見解が分かれる問題である。

投資家の意思決定に有用な情報の提供という目的を与件としたとき、その目的にとって最も重要なのは、減損処理に関連する諸情報のうちのいずれか、という問いに対しては、減損損失そのものが有用性の源泉だという立場と、減損損失の計上を通じて平準化された利益を主たる源泉だとみる立場を想定できる。

このうち前者は、投資の失敗に関する内部情報は一般に不十分にしか公表されない、という前提に立っている。そこでは、減損損失が体现している業績悪化の程度や原因についての新たな情報(客観的な事実に基づくもの)に価値が見出される。これに対し後者では、減損処理に関して、将来安定的に生み出される利益を予測するための手段としての役割が強調される。つまり減損損失そのものの価値を重視するのではなく、減損処理によって適正化が図られた償却負担にもとづく期間利益が(減損処理を伴わない期間利益との比較において)permanent income のより良い代理指標となることを重視する。この質問を準備したのは、実務家に広く支持されているのはいずれの考え方なのか、それとも偏りはみられないのかを確かめるためである。

さらに設問 4.では以下の内容を尋ねている。「基準開発の現場で『企業価値の評価に際し、のれんの償却費は足し戻されている』という議論が行われています。実際に足し戻されている方が多いのでしょうか。また足し戻されている方は、どのようなモデルで企業価値を評価しようとしているのでしょうか。またこの点に関するご自身の立場はいかがですか。」この議論は、IASB がのれんの非償却(減損のみ)を支持する利害関係者の見解としてしばしば取り上げるもののひとつである。財務諸表の利用者がのれんの償却費を足し戻すのは、利用者がのれんの償却費を企業の業績評価に際して「控除する必要のないもの」とみているからである。そうであれば、最初からのれんを非償却とするのがよい、というのがそこで想定されているシナリオである。

かりにのれんの償却費を足し戻す実務が広く観察されるとして、その理由については文脈次第で多様な選択肢を想定できる。どのような理由が想定されているのかに依拠して、のれんを規則的に償却すべしという議論、あるいは減損が生じない限り簿価で据え置くべしという議論との関係性は変わってくる。

例えばのれんを足し戻す理由が「主としてキャッシュフローを意思決定モデルのインプットとしており、現金支出を伴わないのれんの償却費を足し戻すのは利益の情報からキャッシュフローの情報を引き出すため」だとする。この場合、そもそも利益に関連する情報を主要なインプットとしていない以上、のれんの償却費を足し戻すのは、それを足し戻さなかった場合との比較において足し戻した場合の利益情報が意思決定モデルにとってよりレリバントだからではない。そうであれば、かりにのれんの償却費を足し戻す実務が観察されても、それはキャッシュフローを主要なインプットとして意思決定を行う利用者が一定水準を超えて存在することを意味するだけであって、のれんを規則的に償却すべきかどうか(純損益をどう測定・開示すべきか)の判断には影響が及ばないはずである。

一方、利益情報を意思決定モデルの主要なインプットとしている利用者(あるいは利益情報とキャッシュフロー情報の双方を主要なインプットとしている利用者)までもがのれんに係る規則的な償却費の足し戻しを求めているとすれば、話は違ってくる。利用者のそうした行動は、のれんの規則的な償却費が評価対象企業(企業集団)の業績を適切に反映していない、とかれらが考えていることを示唆する。その場合は、利益をどう測定・開示すべきかという文脈でのれんを規則的に償却することの可否を検討する必要があるが生じる。設問 4.を準備したのは、利用者がどのような意思決定モデルを想定しているのかに関して著者らが十分な知見を有していないためである。

最後の設問 5.は、以下の通りである。「公表されたのれんの減損損失(の情報)にもとづき、業績予測や企業価値の評価を修正するのはよくあることでしょうか。かりにそれがあるとして、減損損失は期待の改訂にどのような形で活かされるのでしょうか。」

この設問は、先に記した設問 3.と密接に関わっている。かりに減損損失の計上を通じて平準化が図られた将来の利益(permanent income の予測に資するもの)よりも減損損失の情報そのものが有用とみなされているのであれば、減損処理が行われた際、将来見通しの改訂に関わるさまざまな現象が観察されるはずである。一方、減損処理はあくまでも permanent income の予測精度を高めるための手段に過ぎず、損失そのものに主たる有用性が見出されるわけではないとするなら、減損損失の計上は、必ずしもアナリストによる業績予測の修正などに結びつかないこととなる。この設問は、設問 3.に関わる傍証を得るきっかけとなることを期待して準備したものである。

(c)かつて受けられた会計教育などと会計情報の利用方法に関する質問項目

最後のセクションには、インタビュー対象者がこれまで受けてきた教育の履歴を尋ねる質問項目が集められている。教育履歴を問うていることの背景には、「キャッシュフロー情報を重視するアナリストと利益情報を重視するアナリストを分けているものは何か」という問題意識(著者が属してる研究グループが共有しているもの)がある。

以前行ったインタビュー調査(第一次のインタビュー調査)の際、個々のアナリストとしての分析手法は、勤務先企業が有しているデータベースや分析ツールに依存している、という回答をあるインタビュー対象者から受けた。キャッシュフロー(利益)を基礎とした分析が容易な環境に置かれて

いればキャッシュフロー(利益)を重視するスタイルが身に着く、ということである。この回答がアナリスト一般に受け入れられているかどうかを確かめるために準備したのが設問 3.である。そこでは以下の内容を尋ねている。「かつてのインタビューで、アナリストが用いる投資判断の手法は、勤務先が有しているシステムやデータベースに依存しており、個人の信念に依存するものではない、という趣旨のお話を伺いました。勤務先が有している分析ツールやデータベースは、アナリストの方などが踏襲する意思決定モデルを大きく制約するのでしょうか。」

他方で著者の属する研究グループは、アナリストとしての分析スタイルについての代替的なシナリオとして、大学までに受けてきた会計教育、あるいは入職後のリカレント教育が個々のアナリストによりいっそう大きな影響を及ぼしているのではないかと、いうものを想定していた。自身の体験にてらしてみても、会計学あるいは財務会計論の科目で最初に学習した内容は、善し悪しはともかく記憶に根付いており、それを払拭するのは困難である。勤務先企業が備えている分析環境の影響を否定するものではないが、それとは独立に、当初の学習内容(商学部、経営学部あるいは経済学部出身者以外にとっては、勤務先企業による社員研修がこれに相当するかもしれない)が意思決定スタイルに影響を及ぼしている可能性に鑑み、以下の設問 1.および 2.も準備した。

具体的な質問内容は下記の通りである。「アナリストとしての教育・研修履歴をお聞かせ下さい。とりわけ財務会計のしくみと財務情報の投資判断における利用方法、あるいは買い入れのれんの会計処理についての(ご自身の)教育履歴をお聞かせ下さい。」「会計基準は絶えずアップデートされています。時には会計基準の体系を支えているかなり根本的な考え方の次元で変化が生じることもあります。財務諸表利用者の方々には、会計学に関するリカレント教育の機会としてどのようなものを利用しておられるのでしょうか。」

インタビュー調査に際して尋ねた具体的な質問項目と、質問の趣旨に関する解説は以上である。これをふまえ、次節では、調査結果と結果の分析に考察を進める。

Ⅲ 回答結果と結果の分析

(1)財務諸表利用者と学界関係者の認識のギャップに関する回答

まず実務に携わっている利用者とその実務を俯瞰的に分析している学界関係者の認識上のギャップに関して尋ねた総花的な質問に対しては、投資家の意思決定に有用な情報の提供という文脈の議論において、短期的なミスブライズを見抜くための分析と、長期的な視点に立ったファンダメンタル・バリューの分析の違いが認識されていないのではないかと、という指摘があった(A氏)。

実証分析においては、公表された財務情報に対する株価の短期的な変動を対象としたものもあれば、より長期的なインパクトを対象としたものもみられる。その一方、分析のスコープ(短期か、それとも長期か)に応じたアナリストの着眼点や分析手法の相違が必要とされる会計情報にどのような影響を及ぼすのかは、会計基準や概念フレームワークを対象とした学術研究においてほとんど論じられていない。上記の指摘は、投資家の意思決定に有用な情報の提供というきわめて抽象的

な目標しか掲げなかった場合、会計処理や開示のあり方に関する含意は得られないのではない
か、という趣旨ととらえることができる。

これとは別に、多くの学界関係者が財務情報に主要な(ほぼ排他的な)関心を寄せており、非財務情報、とりわけサステナビリティの係る情報に十分な関心を寄せていないとしたら、財務情報と非財務情報の双方を統合して企業の価値を評価するのが一般的な実務家との間にギャップが生じてしまうのではないか、という指摘も受けた(C氏)⁹。学界関係者は、広く受け入れられている仮説にてらして事実上自明と考えられる場合を除き、新たに開示されることとなった情報の有用性については客観的な事実の裏付けが得られるまで判断を留保する。こうした対応は学界関係者にとっての「生命線」に関わるものであって不可避だが、迅速な判断が求められる現場のアナリストには優柔不断、あるいは環境変化に対する不作為と受け取られてしまうかもしれない。上記の指摘には、こうした背景があると考えられる。

また別の対象者からは、ほとんどのアナリストは学界関係者の研究成果にふれる機会が乏しく、したがって超過収益力に対する期待を反映したものとしてのれんを位置づけ、その期待が事実へと転化する過程でのれんの価値が失われていくことを与件として学界関係者が議論を行うのであれば、そうした前提を置くこと自体がギャップの源泉となるのではないか、という指摘を受けた(F氏)。インタビュー対象のアナリストは例外なく企業会計に精通しており、質問項目に対して的確な回答を寄せられたが、今回のインタビュー結果をアナリストの総意とみるべきではないことに注意を向けさせられる指摘であった。なお当該対象者からは、おそらく上記の文脈に沿う形で、基準開発に際して「平均的な投資家」を念頭に置くのであれば、そこでいう平均とは何かに関して慎重な検討が必要だという指摘も受けた。

さらに別の回答者からは、設問 2.(アナリストとして分析を行う際、キャッシュフローと利益のいずれを重視するのか)にも関連づけて、以下の指摘を受けた。すなわち学界関係者の議論では、将来にわたり安定的に生み出されるキャッシュフローや **permanent income** を予想する第一段階の分析の後、それらにもとづき企業価値を予測する第二段階の分析がこれに続く。実際の分析に際しては、キャッシュフローそのものでも、**permanent income** でもない尺度で企業が生み出した付加価値をとらえ、それらにもとづき直接(安定的に生み出されるキャッシュフローや **permanent income** を介在させることなく)企業価値の評価を行う場合もある、ということであった(G氏)。

ここでインタビュー対象者から指摘を受けた分析手法は、暗黙のうちに、安定的なキャッシュフローや **permanent income** に関する予測に根ざしたものとなっている。というのも、それらに裏付けられていない付加価値を想定できないからである。会計現象に関わる因果の解明を目指すことから、学界関係者は、観察されている事実を単純な要素に分解・還元して理解しようと努める。安定して生み出されるキャッシュフローや **permanent income** の強調は、そうした着眼点から導かれてくるものである。学界関係者による分析結果は、還元した要素が実際には組み合わされて、より複合的

⁹ 本稿を執筆している 2024 年末においては、サステナビリティ情報や統合報告書の重要性は市場関係者に広く浸透しているが、このインタビューが 2022 年の秋に行われたことに鑑みると、インタビュー対象者には先見の明があったという評価が妥当であろう。

なモデルとして実務で利用されている事実を否定するものではない。とはいえ、「要素還元主義」とでもいうべき発想自体が、実務家とのコミュニケーションを妨げている可能性があることに気づきを与えた点で、当該インタビュー対象者の指摘は重要である。

次はキャッシュフローと利益のいずれを重視するのか、あるいは双方なのかを尋ねた設問 2.である。この質問に対し、あるインタビュー対象者は、短期の株価変動を予測するアナリストは、会計上の利益をベースに分析するのに対し、長期の企業価値を分析するアナリストは、キャッシュフローを基礎とする旨の回答を寄せられた¹⁰(A氏)。

また別の回答者からは、キャッシュフローと利益のいずれを重視するのかは主体により異なるものの、いずれにせよ、双方を意思決定のインプットとして、分析目的や分析局面により使い分ける多角的な分析が支配的ではないかという指摘を受けた(F氏)。

この回答者は併せて、(a)利益情報は業績を評価するうえで不可欠の情報であること、またそこで用いる利益としては純損益が支配的と考えられること、(b)将来キャッシュフローの予想は、キャッシュフローの実績から直接予測するのではなく、損益情報から間接的に推定する手法のほうが支配的と考えられること、(c)外資系の証券会社と日経の証券会社でキャッシュフローと利益を尊重する程度やバランスがかりに異なっているとしても、それは相対的なものであって絶対的な相違ではないこと、(d)信用格付に携わるアナリストについては、日系であれば損益計算書と貸借対照表に関わる安全性指標を、外資系であればこれにキャッシュフロー情報も組み合わせた安全性指標を重視する、という類いの違いがみられることなども指摘した。

この回答者はさらに、著者が属する研究グループの「アナリストの投資スタイルは勤務先企業が日系か外資系かに大きく規定されるのではないか」という質問に対し、むしろ所属するセクターやチームの違いが影響を及ぼしているのではないかというコメントや、アナリストはのれんの減損処理が及ぼす多面的な影響を視野に収めており、減損損失の計上年度における情報価値や、減損損失計上後の将来利益のいずれも考慮している旨のコメントも寄せている。前半部分は著者が属する研究グループの「投資スタイルは勤務先企業が有する分析ツールやデータベースに依存している」という事前予測に、後半部分は「アナリストはキャッシュフローと利益のいずれを重視しているのか」という問いにそれぞれ密接に関わる有益なものであった。

もうひとりの回答者は、利益情報だけで投資判断を行うアナリストはほとんどおらず、多くのアナリストが利益情報から将来キャッシュフローを予測し、それにもとづき企業価値を評価しているのではないか、という回答を寄せた(G氏)。この回答者はまた、期待の次元で変動する企業価値と、事実に変化した時点ではじめて計上される利益に係る認識時期のズレにも言及し、両者をどう結び付けるべきかが多くのアナリストを悩ませる問題であることも指摘している。

続いては企業間の競争を通じて買い入れのれんだけでなく、自己創設のれんもまた減価し、利

¹⁰ これと併せて、与信を審査する金融機関やクレジットアナリストもまたキャッシュフローを重視する旨の指摘を受けた。

益率は一定期間経過後に産業平均に回帰する、という議論を受け入れられるかどうかに関する設問 3.である。この点については、すべての回答者が賛同する旨のコメントを寄せた(A氏・C氏・F氏・G氏)。付帯的なコメントとして、ある回答者は、総じて平均回帰が生じているというのは実務経験に適うものだが、一方で、例外的な存在とはいえ、長期にわたって超過利潤を生みだし続けている企業も存在している旨を指摘した(G氏)。こうした現象は、利益率が平均に回帰するかどうかを主題とした先行研究においても観察されていることであり、例外的なケースも含めて実務経験と学術的な研究成果が整合していることを示唆するコメントと位置づけられる。

また別の回答者は、個人的にはこの考え方を受け入れられるものの、将来における超過収益に対する期待を反映したものとしてのれんを意義づける学界関係者の議論は、必ずしも多くのアナリストが受け入れているとはいえないのではないか、という回答を寄せた(F氏)。この回答者は、アナリストの多くにとって、買い入れのれんは投下資金の一部を構成するものという前提に立った議論のほうがわかりやすいのではないかと述べた。すなわち利益は投下資金の回収余剰であるから、のれんに対する投資額のうち収益の発生という形で効果が発現した部分については収益と費用を適切に対応させる必要から費用に振り替えなければならない、という議論のほうが、多くのアナリストにとって理解しやすいのではないかと、このことであつた。さらにこの回答者は、実務経験として、買い入れのれんのすべてが超過収益力を反映しているとは言い切れず、楽観的な評価にもとづく過払いに相当する額も含まれているのではないかと、とも述べた。

今度は平均的な投資家像を尋ねた設問 4.に対する回答である。ある回答者は、多くの投資家は最終化された会計基準を与件として受け入れているだけであつて、会計基準の違いがアナリストとしての業務にどのような影響を及ぼすのか、という観点から会計基準のあり方に関心を寄せているアナリストはそもそも少ない、と回答した(A氏)。この回答者によれば、上記のような現状ゆえ、代替的な会計処理間の優劣に関するアナリストの見解は一般にバラついており、作成者や監査人との相違は顕著である。自分が踏襲している意思決定モデルにとってどのような会計情報の使い勝手が良いのか、という観点ではなく、自身の業務にとってメリットがあるかどうかという類いの判断を下すアナリストの存在(例えば M&A の成否と自身のペイオフがリンクしているアナリストが、M&A を助長する処理を望む場合を指す)が、バラツキをさらに助長しているのではないかと、というコメントも併せて寄せられた。

また別の回答者は、少なくとも伝統的には、セルサイドのアナリストは短期志向なのに対し、バイサイドのアナリストは総じて長期志向であつて、スコープの違いに応じて望ましい会計処理に関する見解が分かれる可能性があつた、と回答した(C氏)。ただしセルサイドのアナリストも近年は長期志向に転じており、その意味において両社の差異は解消されつつあるのではないかと、とも述べた。

さらに別の回答者は、国内の利用者に限れば、望ましい会計処理に関して見解が対立することはほとんどない、と述べた(F氏)。この回答者の実務経験によれば、主要な対立は利用者と他の利害関係者の間で、あるいは国内外の利用者間に生じるものであつた。

もうひとりの回答者は、一般事業会社とは異なる会計処理が数多く求められる業界(保険業な

ど)では、当該産業で行われている会計処理に関する知識や理解がアナリストの間でも大きく異なることを指摘した(G氏)。そうしたケースにおいて、業界固有の慣行に精通していない、その意味でナイーブなアナリストの考えを考慮して平均をとると、その業界に精通したアナリストの見解が十分には反映されないこととなる。そう考えると、平均的な投資家像を想定して会計処理のあり方を検討することは常に最善とはいいきれないのではないかと、というのが当該回答者の見解であった。

他方、本節第3項で設問4.とひとくくりにした設問6.に対しては、ロビーイングという行為に関する回答者から、ともに利用者を代表する組織でありながら、日本証券アナリスト協会と日本証券業協会ではロビーイングの要否に関するスタンスが大きく異なる旨の指摘があった(A氏)。別の回答者は、設問6.にある「先鋭な対立」という表現に関連づけて、のれんの会計処理に関する回答を寄せてきた。そこでは、財務諸表の本体で買い入れのれんに関する費用を計上することが何よりも重要だとみるアナリストが存在する一方で、規則的な償却費に代わる十分な情報が注記の形で開示されれば、必ずしも規則的償却に固執する必要はない、と考えるアナリストも存在しており、両者の間の対立は先鋭的とみなせるかもしれない、という見解が示された(C氏)。

また別の回答者は、2021年にIASBが行った提案(貸借対照表においてのれんを除いた資本の合計額を表示すべきかどうかについては日本証券アナリスト協会でも見解が分かれた記憶が残っているものの、企業会計の根幹にこれ以上深く関わる問題で先鋭な対立がみられたという記憶はない、と回答した(F氏)。この回答者は、望ましい会計処理に関して意見が求められたアナリストの間で見解が分かれた場合、多数派の見解だけを利用者の見解として対外的に公表するのではなく、少数意見もできるだけ反映するように努めていることを述べた。さらに、アナリストの間で見解が分かれるのは **implementation** に関わる問題だけであって、その背後にある理論に関心が寄せられることはほとんどないのではないかと、とも指摘した。

もうひとりの回答者は、公表された財務情報を自身の分析にてらして自由に加工し、組み替えられるアナリストにとって、多くの場合、コストを要するロビーイングは「割に合わない」選択肢に留まる旨を指摘した(G氏)。アナリストにとって使い勝手の悪い会計基準は、その他の利害関係者にとってもそうである可能性が高い。そうであれば、アナリストが具体的なアクションを起こさなくても、ロビーイングの能力に長けている別の主体が働きかけることによって、会計基準は修正されていくはずである。アナリストが組織として会計基準の変更を強く主張する機会乏しいのは、そういう事情によるのではないかと、というのがこの回答者の見解であった。

最後は、きわめて抽象的に「会計基準の善し悪し」を尋ねた設問5.である。この設問に対しある回答者は、事実裏付けられた成果と、期待の次元にとどまる成果を明確に区分する会計基準が望ましい、と回答した(A氏)。別の回答者は使い易さを強調した。ここでいう使い易さは多義的であり、長期的な業績予想にとっての使い易さ、配当余力を分析する際に必要な金融資産時価総額の入手しやすさ、さらには見積りに大きく依存している会計数値の算定根拠に係る情報が広く提供されており、作成者の見積りプロセスを追体験できること、などが幅広く念頭に置かれていた(C氏)。

また別の回答者は、利益調整に関して過度に大きな裁量の余地が作成者の側に与えられてい

る会計基準は望ましくないと指摘した(G氏)。この回答者はさらに、現行基準では事業投資の成果と金融投資の成果が必ずしも統一的に区分されておらず、その結果、事業活動の実態が把握しにくくなっているのではないかと述べた。もうひとりの回答者は、資本利益率の算定に資する諸情報を把握しやすいことが、良い会計基準の要件ではないかと述べた(F氏)。これに関連して、時価やその変動が企業価値の評価において不可欠な項目に関して時価情報が揃っていることや、企業間・国際間での比較可能性が担保されていること、代替的な会計処理間の差異を埋めるのに必要な補足情報が適切に開示されていること、さらには GAAP 利益を意思決定モデルのインプットに変換する際、少ない調整手続きで済むことなどを、良い会計基準であるための具体的な条件として挙げた。

(2)のれんの会計処理に関する回答

(1)において既に一部の回答は紹介済みとなっているが、ここで改めてのれんの会計処理に関する回答を集約する。最初はのれんの即時償却(剰余金チャージ)という会計処理をアナリストとして受け入れられるかどうかを尋ねた設問 1.である。この質問では、即時償却したのれんを期間費用ではなく、資本剰余金や利益剰余金と相殺する会計処理を念頭に置いていたが、前者の処理と受け止められたケースもみられた。以下では、剰余金チャージという理解のもとで得られた回答だけを集約する。

ある回答者は、のれんには価値があり、とりわけ買い入れのれんについては第三者との取引において当該のれんの公正な評価額が顕在化している以上、それをただちにオフバランスしてしまうと、資産の過少計上になってしまうという理由から剰余金にチャージした即時償却には否定的であった(C氏・F氏)。もうひとりの回答者は、前二者と同様の見解を述べたうえで、アナリストは必要に応じて GAAP 利益とは別に、のれんを as if で即時償却した場合の仮想的な財務報告にもとづき分析を進めることができると述べた。ただしすべての M&A において即時償却を前提とした財務諸表への修正が必要なわけではなく、のれんを資産計上したまま分析を行うケースもある。ゆえに、すべての企業を対象として一律にのれんを即時償却すべきではない、という見解を示した(G氏)。

次は主観のれんの定義を尋ねた設問 2.である。この設問についても、著者を含む研究グループの趣旨に沿った回答だけを集約する。この設問は、はからずも学界関係者と実務家の認識ギャップをもっとも端的に反映したものであった。すなわち、期待した文脈に沿った回答は少なかった。ただし少数の回答はいずれも、買収対価と識別可能な資産・負債にもとづく純資産時価総額との差額をのれんとみる考え方を支持していた(C氏・F氏)。なおある回答者は、買収対価をのれんの算定基礎とすることに疑義を寄せた。実務経験にもとづくと、無視できない数の企業結合で過払いが生じている。超過収益に対する期待を反映したものとしてのれんを位置付けるのであれば、買収対価のうち実態の裏付けを伴った部分だけをのれんとみるべきではないかというのが、コメントの趣旨であった(G氏)。

続いては減損損失そのものに情報価値を見出しているのか、それとも減損処理を伴う純損益のほうが **permanent income** の予測に資することを評価しているのか、いずれなのかを尋ねた設問 3. である。この設問については、大きな減損損失を計上することで特定年度の純損益は歪むかもしれないが、減損損失自体には分析にとって有用な情報が含まれていることからその計上は許容される、という回答が支配的であった(A氏・C氏・F氏・G氏)。これは必ずしも期待した文脈に沿った回答ではなかったが、**permanent income** の予想と関係づけた回答がみられなかったことは、減損損失の計上によって補正された純損益と、補正を行わない純損益との間で、**permanent income** の予想のし易さが異なるかどうかという発想自体、学界関係者と実務家の間で共有できていないことを示唆している。その意味でいうなら、実務家は減損損失それ自体の価値だけを問題にしている、ということができそうである。

今度は設問 4.に対する回答を集約する。設問 4.は「アナリストがのれんの償却費を足し戻す」という事実がみられるかどうか、またかりに償却費が足し戻されているとして、それはのれんの規則的な償却を否定する理由になりうるのか、を尋ねたものである。

ある回答者は、長期的な視点で企業の価値を分析する際、そのインプットとしてキャッシュフローにもとづくデータを用いることから、足し戻しを行っている、と回答した。その一方で、短期的な視点での分析は利益を基礎として行っており、そこで用いる利益情報はのれんの規則的な償却にもとづくものが望ましい、とも回答した。つまり足し戻しは行っているものの、それは必ずしものれんの償却費が不要だということを意味しない、という趣旨であった(A氏・C氏)。

また別の回答者は、のれんの償却費を足し戻すのは、償却前利益のような代替的業績指標(**APM: Alternative Performance Measure**)や企業価値・償却前利益倍率(**EV/EBITDA**)を企業分析の際にしばしば用いるからであり、また日本企業を前提とした場合には、**IFRS** を適用している他法域企業との比較を行うからだと回答した(F氏)。この回答者は、投下資金の回収余剰と位置づけた純損益を算定するためにはのれんの償却が必要であり、のれんを足し戻す実務の存在は、のれんの規則的な償却を否定する論拠にはならない、と述べた。

最後の設問 5.は、会計上でのれんの減損処理が行われる以前に、アナリストは、会計以外の情報チャンネルを通じていまだ顕在化していない減損を企業評価に織り込んでいるため、減損情報が実際に公表されても、そのニュースに驚きは無い、といえるかどうかを尋ねたものである。ある回答者は、多くの場合、会計上の減損処理を待たずに業績不振の事実は企業分析の過程に反映されている、と回答した(G氏)。もっともその回答者も、減損損失に一切のサプライズがないとは述べておらず、事前の分析に織り込めなかった減損情報が株価の下落を引き起こすことはある、と述べた。

また別の回答者は減損処理を、企業の経営者が投資の失敗を正式に認めるプロセスと位置付けていた(A氏)。減損処理が実行されるまでは、たとえアナリストの間である間の業績不振が公然の秘密となっていたとしても、当該企業の経営者は、業績不振を前提としたアナウンスメントをアナ

リスト向けに行わない。これに対し減損処理が行われた後は、投資が失敗したという前提を作成者と利用者で共有したうえで、的確な質問を企業に投げかけることが可能となる。こうした影響を加味すると、たとえ業績不振が事実上明らかになっていたとしても、減損のスイッチが入ることで必要な情報を入手しやすくなるというメリットが得られる、というのが回答の趣旨であった。別の回答者も、減損処理は経営計画の変更などに伴うことが多く、修正された経営計画を減損と組み合わせることで得られた情報にもとづき、長期業績予想の修正を行うことがあると回答している(C氏)。この段落で記した2名の回答は、減損処理の付随的な影響に価値を見出している点で共通している。

なお、もうひとりの回答者は、この設問に関連して、減損が生じた年度の利益が大きく落ち込むことが問題ではない、としたうえで、減損損失は、当期以降の業績修正に織り込まれる、と回答している(F氏)。これはどちらかというと設問3.に関して想定していた回答である。設問5.に関して「減損処理に関連して提供される諸情報の中で減損損失そのものが最重要というわけではなく、将来安定的に見込まれる利益の流列に係る見積りの修正に役立てられる」としたこの回答者は、設問3.では同様の趣旨で回答していない。この事実は、設問3.の具体的な質問事項が、その背後にある質問の意図とマッチしていなかったことを示唆しているのかもしれない。

(3)かつて受けられた会計教育などと会計情報の利用方法に関する回答

最後に、回答者がかつて受けた会計教育の分析スタイルに及ぼしている影響に関する回答を回答者から実際に得た回答をふまえ、ここでは設問1.と設問2.を統合し、入職後のリカレント教育を含む教育履歴に関する質問(設問1.および2.)と、勤務先企業の環境が意思決定スタイルに及ぼす影響(設問3.)に分けて回答を集約する。

教育履歴に関する設問に対して、ある回答者は、会計基準と密接に関わる業務を通じて会計基準に係る知識を得て、それを継続的にアップデートしていると述べている(A氏)。もうひとつの回答者も基本的には同じ立場だが、具体的な研修機会として、財務会計基準機構による会計人材開発支援プログラムを挙げている(C氏)。もうひとりの回答者によるOJTと自己研鑽という回答もまた、前二者と同様の教育機会を示唆しているものと考えられる。この回答者は、社内勉強会のほか、大きな会計基準が公表されるつど監査法人や日本公認会計士協会主催で行われるサポートセミナーの存在も挙げている(F氏)。さらに別の回答者は、上記のさまざまなチャネルに加え、作成者である企業のサポートを受ける場合もあると述べた(G氏)。

続いては勤務先企業の環境が及ぼす影響に関する回答である。この設問に対しては、影響があるという回答をすべての回答者から得た。興味深かったのは、アナリスト・レポートの均質化(一定水準以上の品詞保証がなされたレポートの提供)を図るため、勤務先企業が所属アナリストに対して、共通のデータベース・分析ツールの利用を促している、という回答であった(C氏)。その一方、勤務先企業が準備しているツールは汎用的なものであり、金融機関などを分析対象とする場合には必ずしも使い勝手が良いわけではない、という指摘もみられた(G氏)。そういうケースでは、個々の企業が直面している環境の違いを考慮した独自の分析ツールを開発し、それにもとづき業務を

遂行した、という趣旨の回答を得た(G氏)。

IV 要約と課題

(1)回答から得られた知見:財務諸表利用者と学界関係者の認識のギャップに関して

前節まで記してきた通り、第二次インタビュー調査を通じて多くの有益な知見を得ることができた。最後にそもそもの問題意識、すなわち実務家と学界関係者の認識上のギャップという観点から、とくに重要な知見をとりまとめる。

まずアナリストとしての意思決定モデルのインプットに関する質問項目への回答では、短期の予測なのか、それとも長期の予測なのかに応じて利益とキャッシュフローの重要性は異なる旨の回答が支配的であった。長短いずれの分析においても、利益とキャッシュフローの双方を組み合わせた独自の用いられるという指摘もみられた。

のれんの償却・非償却をめぐる基準設定主体の議論では、時として、利益とキャッシュフローのいずれか一方だけが主要なインプットとして強調される。その典型例が、「のれんの償却費はアナリストの分析において足し戻されているから、のれんの償却費は有用性に欠ける。したがって規則的な償却は行うべきでない」という類いの議論である。今回のインタビュー調査によれば、アナリストは、投下資金の回収余剰と位置づけた利益にもとづく分析も行っていた。「償却費を足し戻すこともあるが、足し戻さない指標も必要とされている」というのは、基準設定主体で行われている議論の相対化を図るうえできわめて重要な知見であった。

次に、一定期間内に企業の利益率が(一部の例外を除き)平均に回帰する、という議論が広く受け入れられたことも重要な知見である。利益率の平均回帰は、自己創設のれんを含めたすべてののれんを対象とした議論にもとづくものであり、この現象を与件とする限り、原則としてのれんの価値は毀損しないという前提に立つ非償却は受け入れられない。そうすると、学術的な先行研究のみならず、実務に携わるアナリストの肌感覚からしても利益率は平均に回帰しているにもかかわらず、それと矛盾してしまう減損のみ(非償却)という処理に一定水準の支持が集まっているのかが今後の検討課題となる。

続いては、勤務先業が有する分析ツールやデータベースが従業員であるアナリストの意思決定モデルに影響を及ぼすかどうかである。この点については、事前の予測通り「影響がある」という回答が支配的であった。(おそらくアナリスト予想の均質化を図る観点から)企業自体が均質的な分析手法へとアナリストを誘っている、という指摘は予想外であったが、これもまた事前の予測と整合的な指摘であった。

さらに会計基準のあり方に関するアナリストの基本的なスタンスについては、踏襲している意思決定モデルが個人間でバラついているのに加え、特定の個人に限っても利益情報を多様な形で加工(調整)するのが一般的であることから、調整に必要な情報が提供されている限りにおいて、会計基準のあり方に寛容な回答(特定の会計処理に固執するのではなく、会計基準の新設・改廃に関して「受け身の姿勢」に根ざしたコメント)が目立った。こうしたスタンスに立脚していることから、ア

ナリストの間で会計基準のあり方に関する先鋭な対立がみられない、という回答が支配的だったのは、こうしたスタンスに由来するものといえるであろう。こうした回答は、基準開発の現場において、アナリストからしばしば、注記などのチャンネルを通じた追加的情報開示の要望が寄せられてきた事実とも整合的である。

(2)回答から得られた知見:のれんの会計処理に関して

多くのアナリストがのれんの償却費を足し戻しているという認識にもとづき、一部の基準設定主体がのれんの規則的償却を否定していることに関するコメントは、前節で既に検討済みとなっている。ここでは、それ以外の設問に対する回答を集約する。

まず全般的な傾向として、学界関係者と実務家の認識ギャップに関する総花的な設問とくらべたとき、のれんの会計処理に係るテクニカルな設問については、かみ合わない質疑となるケースが目立った。たとえ基礎概念と整合的な会計基準を目指す観点から重要な問題であっても、実務上の便益に直結しないものや実務において経験したことのないものについては、実務を担うアナリストの関心は低かった。これは常識に適う結論であり、例えばのれんを剰余金にチャージして即時に償却する代替的な処理などに関して今後実務家と対話を行う際には、丁寧な事前説明を通して共通認識をあらかじめ醸成しておくことが「かみ合った議論」のために不可欠となる。

同様の問題は、減損損失それ自体が分析にとって重要なのか、それとも減損損失控除後の純損益が **permanent income** のより良い代理指標となることが重要なのか、という設問においても生じていた。むしろ認識上のギャップは、この問題においていっそう深刻だったといえるかもしれない。減損のスイッチが何度も入るような会計基準(すなわち非償却)が望ましいのか、それとも規則的な償却を通じて平準化が図られ、減損損失によって純損益が歪む事態を避けることが望ましいのか、という問題は、即時償却が選択肢となりうるかどうかなどと異なり、実務家による分析にも密接に関わっている。ゆえに関心は高いはずである。

にもかかわらず、回答が減損損失そのものの有用性に偏り、**permanent income** の予測しやすさに関わる回答は乏しかった。これはおそらく、実際の株式価値や企業価値評価においては、**permanent income** 自体を明示的に予測するのではなく、**permanent income** を間接的に反映したモデルにもとづく分析が行われているためと考えられる。前節までにも言及した通り、学界関係者は企業価値の予測プロセスを個々の要素に還元しようと努めがちである。還元した結果が実務家の思考プロセスと合致する限り問題は生じないが、そこに不一致が生じると、今回著者が直面したような「かみ合わない議論」に陥ってしまう。学界関係者と実務家の間の認識ギャップが生じる原因のひとつとして、この点は指摘に値しよう。

最後に、ある企業が業績不振に陥っている事実は多くの場合、正式な減損処理を待つまでもなく市場が織り込んでいるとすれば、にもかかわらず会計上の減損損失に追加的な価値が見出されるのはなぜか、という趣旨の質問に係る回答である。この点については、経営者が正式に業績不振を認めることで、アナリスト向けの説明会において業績不振を前提とした質問が容易になるなど、実体を伴う間接的な影響に価値を見出している旨の回答が複数寄せられた。実務に携わっていな

い学界関係者はこうした因果のパスを見落としがちである。ゆえにこれもまた、実務家・学界関係者間における認識ギャップの源泉といえそうである。

今回のインタビュー調査を通じて、実務家と学界関係者の認識ギャップが生じる理由について断片的とはいえ、事実裏付けられた知見が得られたのはたしかである。その一方、得られた事実はきわめて断片的なものにとどまっていることも正直に認めなければならない。今回の調査を通じて得られた知見を橋頭保として、さらなる経験的事実の収集に努めることは、今後の課題として残されている。

【参考:B氏に対するインタビュー調査の概要】

1. アナリストとしてのキャリア

B氏は1984年からアナリストとして活動を開始し、長年にわたる経験を持つベテランである。同氏は、初期のアナリスト業務は手作業が中心であり、データベースや計算ソフトはほとんど存在せず、効率化のために自作プログラムを使用していたと述べた。手作業によりデータベースを作成し、業務効率化を進めた結果、レポートの迅速な作成と精度向上を実現できた、とも述べている。

2. 分析手法とデータ利用

B氏はファンダメンタルズ分析を徹底し、財務諸表の変化を綿密に分析するスタイルを貫いてきた。その際、例えば会計基準の変更や業績予測の変化が企業全体に与える影響を、他社や業界との比較を通じて検証してきた。企業の情報を鵜呑みにしたことで失敗した経験を契機として、企業から提供されるデータだけでなく、統計や業界ヒアリングも活用し、分析結果の信頼性向上を追求してきたことがB氏の特徴である。

3. アナリスト業界の進化について

B氏によれば、初期は手作業中心のデータ収集と分析が主流だったが、1990年代以降にデータベースの整備が進展した。これに外資系証券会社の影響で、スピードを重視するとともに多様な情報ソースを活用するアプローチが加わったと述べた。

4. IR(投資家向け広報)の変遷について

B氏のキャリア初期においては、企業はアナリストへの情報提供に不慣れだった。その後徐々にIR部門が発展し、アナリストが必要とする情報が提供されるようになった。そのような状況へと変化した後も、B氏は企業のトップと直接対話を重ね、情報開示の改善に努めてきた。

5. アナリストの業界が抱えている課題とその将来について

一部のアナリストが情報を鵜呑みにする傾向をB氏は憂慮していた。他方でB氏自身は企業から得たデータを独自に分析することを重視してきた。このほかB氏は生データの重要性も説き、加工された情報だけでは得られない洞察を追求することの必要性を強調していた。

【参考:E氏に対するインタビュー調査の概要】

1. のれんの評価と分析手法

E氏は、のれんを以下の2つの視点から評価すると説明した。

(ア) バランスシートの安全性:という観点 のれんの減損が生じると財務バランスが悪化するリスクがあるため、その影響を検討する、と回答した。

(イ) キャッシュフローの将来予測という観点: のれんの減損は、関連する事業の収益力や将来のキャッシュフローに影響する情報としても使用される、と回答した。

2. エクイティとクレジットの視点の違い

クレジットアナリストは、エクイティアナリストと比べて、財務の安全性や元本返済能力を重視する傾向があると述べた。また、企業の財務情報の詳細な調整を行う点で、エクイティアナリストよりも会計への理解度が高い場合が多いとも述べた。

3. のれん償却の是非に関する見解

E氏は、バランスシートの安全性を重視する必要から、適宜のれんの資産性を見直すことが重要だと述べた。

4. 教育や背景の影響

E氏は、アナリストの教育や職歴が、会計情報の解釈や分析スタイルに影響を与えると回答した。また、クレジットアナリストは、企業内部の情報や詳細なデータにアクセスする機会が多いため、エクイティアナリストと比べて分析の精度が高まる傾向があるとも述べた。

5. のれんに関する情報の活用

減損情報がサプライズとなるケースは稀で、多くの場合、業績が悪化している状況は事前に予測していると回答した。ただし、減損の金額が予想外であれば、減損情報が格付けに影響を与える可能性もあるとも述べた。

参考文献

浅見裕子・宮宇地俊岳・山下知晃・米山正樹(2021)「のれんの会計処理に係る包括的考察」学習院大学経済経営研究所(GEM) ディスカッションペーパーシリーズ 21-1, 2021

(https://www.gakushuin.ac.jp/univ/eco/gem/works/research/discuss/No21_1.pdf)

浅見裕子・宮宇地俊岳・山下知晃・米山正樹(2022)「企業結合におけるのれんの会計処理—実証分析及び調査票調査—」学習院大学経済経営研究所(GEM) ディスカッションペーパーシリーズ 22-1, 2022

(https://www.gakushuin.ac.jp/univ/eco/gem/works/research/discuss/No22_1.pdf)

大日方隆(2013)『利益率の持続性と平均回帰』中央経済社

斎藤静樹・福井義高(2022a)「のれんの会計認識と経済分析(1)」『會計』 201 (3), 2022-03

斎藤静樹・福井義高(2022b)「のれんの会計認識と経済分析(2)」『會計』 201 (4), 2022-04

徳賀芳弘・宮宇地俊岳・山下知晃(2018)「のれんの会計処理に関する調査」京都大学大学院経済学研究科 ディスカッションペーパーシリーズ No.J-18-004, 2018 (<https://www.econ.kyoto-u.ac.jp/~tokuga/wp-content/uploads/2019/05/No.J-18-004.pdf>)

徳賀芳弘・宮宇地俊岳・山下知晃・米山正樹・浅見裕子(2021)「のれんの会計処理に関する調査と

- その分析 —作成者・利用者・監査人の回答の特徴と比較」京都大学大学院経済学研究科 ディスカッションペーパーシリーズ No.J-21-002, 2021 (<https://www.econ.kyoto-u.ac.jp/dp/papers/j-21-002.pdf>)
- 福井義高・高橋美穂子(2022)「平均回帰—経済的実質なき統計的必然」『企業会計』第 75 巻 1 号 97-103 頁。
- 米山正樹・徳賀芳弘・浅見裕子(2021)「のれんの会計処理に関するインタビュー —質問票調査の回答結果に係る背景の探求—」学習院大学経済経営研究所(GEM) ディスカッションペーパーシリーズ 20-1, 2021
(https://www.gakushuin.ac.jp/univ/econ/gem/works/research/discuss/No20_1_20210811.pdf)
- Lundholm, R, and R. Sloan. 2019. *Equity Valuation and Analysis with e-Val*, Fifth Edition. Kindle Direct Publishing. (深井忠他訳『企業価値評価:eVal による財務分析と評価』(第 3 版)マグローヒル・エデュケーション)
- Palepu, K. G., et al. 2013. *Business Analysis and Valuation*, Fifth Edition, International Edition. South-Western. (斎藤静樹監訳『企業分析入門』東大出版会)
- Penman, S H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Fifth Edition. McGraw-Hill. (荒田映子他訳『アナリストのための財務諸表分析とバリュエーション』(有斐閣))

【資料 1】インタビュー調査で用いた質問票

インタビューにおいてお尋ねしたいこと

(*)冒頭、ご自身が会計情報をどのように活用しておられるのかについてお尋ねする予定です。

財務諸表利用者と学界関係者の認識のギャップについて

1. 学界関係者の議論で、「市場関係者からみて現場の肌感覚とずれている」と感じるものがあればお聞かせ下さい。
2. 例えば学界では、財務諸表利用者のスタンスを「主としてキャッシュフローにもとづき企業価値を評価する立場」と「主として会計情報にもとづき企業価値を評価する立場」に二元的に分けて考えるのが一般的です(この立場は、さらにフローの損益情報を重視する立場と、ストック情報を重視する立場に分かれます)。このような区分をどうお考えになりますか。(企業価値の評価に際し、会計情報を実際にどのように利用しておられるのでしょうか。)
3. 「一般に企業を取り巻く競争環境は厳しく、特定の企業だけが有している優れた知識やノウハウも、政府などによる保護や制限がない限り、およそ5年から7年で消滅する」というのは、学界関係者がかなり広く受け入れている知見です。この考え方は実務感覚に合うものでしょうか。またこの事実から「買い入れのれんは時の経過とともに減価する以上、規則的な償却が望ましい」という結論を引き出すことができる、とお考えでしょうか。
4. 「平均的な投資家」を念頭に置いて基準を開発しなければならない、と言われることがあります。他方で、投資家は会計情報をきわめて多様な形で利用しており、そもそも「平均的な投資家像」に関する意見集約などできない、とも考えられます。これまでのご自身の体験にてらしてみたと、会計基準のあり方に関する財務諸表利用者の見解は集約不能なほどばらつくものでしょうか。それとも何となく「最大公約数」がみえてくるものでしょうか。利用者の間で見解が大きく割れた事例がありましたらお聞かせ下さい。
5. 非常に抽象的で恐縮ですが、財務諸表利用者にとって「会計基準の善し悪し」はどのような尺度で測られるものでしょうか。
6. ある会計処理の賛否(良い例ではないかもしれませんが規則的償却 vs. 非償却)が、財務諸表利用者の間で先鋭に対立する、ということはあるのでしょうか。かつて起きたことがあれば、どのようなケースにおいてでしょうか。双方の立場に一定数の支持が集まっている場合、アナリスト協会のように利用者の声を集約する団体は、どのような形でのロビーイングを展開するのでしょうか。

のれんの会計処理について

1. 私どもはのれんの即時償却(剰余金チャージ)も想定可能な選択肢のひとつと考えています。これは財務諸表利用者の方々にとって想定可能な方法でしょうか。
2. 企業経営者が主観的に期待しているキャッシュフローにもとづく使用(利用)価値と、何らかの形で客観的な事実に基づけられた価値との差額を主観のれんと呼びます。このとき、何との差額が主観のれんになるのかについては見解が分かれています。時価との差額を主観のれんと呼びますか。それとも主観のれんは簿価との差額でしょうか。あるいは、そもそもこうした問題には関心が寄せられないのでしょうか。
3. 「買い入れのれんに係る減損スイッチが入りやすい状況のほうが、有用な情報を期待できる」という議論があります。他方で「permanent income の推定が究極の goal だとすれば、利益の年度ごとのばらつきを生み出す減損スイッチは入らない方がよい」という議論もあります。どちらの考え方のほうが広く支持されているとお考えでしょうか。
4. 基準開発の現場で「企業価値の評価に際し、のれんの償却費は足し戻されている」という議論が行われています。実際に足し戻されている方が多いのでしょうか。また足し戻されている方は、どのようなモデルで企業価値を評価しようとしているのでしょうか。またこの点に関するご自身の立場はいかがですか。
5. 公表されたのれんの減損損失(の情報)にもとづき、業績予測や企業価値の評価を修正するのはよくあることでしょうか。かりにそれがあるとして、減損損失は期待の改訂にどのような形で活かされるのでしょうか。

かつて受けられた会計教育などと会計情報の利用方法について

1. アナリストとしての教育・研修履歴をお聞かせ下さい。とりわけ財務会計のしくみと財務情報の投資判断における利用方法、あるいは買い入れのれんの会計処理についての(ご自身の)教育履歴をお聞かせ下さい。
2. 会計基準は絶えずアップデートされています。時には会計基準の体系を支えているかなり根本的な考え方の次元で変化が生じることもあります。財務諸表利用者の方々には、会計学に関するリカレント教育の機会としてどのようなものを利用しておられるのでしょうか。
3. かつてのインタビューで、アナリストが用いる投資判断の手法は、勤務先が有しているシステムやデータベースに依存しており、個人の信念に依存するものではない、という趣旨のお話を伺いました。勤務先が有している分析ツールやデータベースは、アナリストの方などが踏襲する意思決定モデルを大きく制約するのでしょうか。

【資料 2】インタビュー調査対象者等の基礎データ

対象者	著者との関係	形式	参考資料	回答文書	実施日
A氏	日本証券アナリスト協会 企業会計研究会所属	オンラインインタビュー	あり	あり	2022 年 9 月 26 日 12 時より 14 時まで
B氏	日本証券アナリスト協会 企業会計研究会所属	対面インタビュー	なし	なし	2022 年 9 月 29 日 11 時より 13 時まで
C氏	日本証券アナリスト協会 企業会計研究会所属	オンラインインタビュー	なし	あり	2022 年 10 月 6 日 16 時半より 18 時半 まで
D氏	日本証券アナリスト協会 企業会計研究会所属	CARF セミナー	N/A	N/A	2022 年 10 月 20 日 18 時より 20 時まで
E氏	日本証券アナリスト協会 企業会計研究会所属	オンラインインタビュー	あり	なし	2022 年 10 月 21 日 10 時より 12 時まで
F氏	日本証券アナリスト協会 企業会計研究会所属	オンラインインタビュー	なし	あり	2022 年 12 月 5 日 16 時より 18 時まで
G氏	日本証券アナリスト協会 企業会計研究会所属	ハイフレックスインタビュー	なし	あり	2022 年 12 月 26 日 14 時より 16 時まで