

# 日本におけるIFRSに依拠した評価の適用

プライベート・エクイティ投資家にとって機会となるか、コストとなるか？

日本においてもIFRSに準拠した会計基準が導入されることで、プライベート・エクイティ・ファンドはファンド資産の公正価値を適切に評価することが求められます。この要件を満たすことで、評価の透明性が高まり、アセットクラスとしてのプライベート・エクイティの位置づけが高まるといえるでしょう。プライベート・エクイティが、すべてのアセット・アロケーションのコア・ポートフォリオの一部として、正当な地位を占めることができるよう、関係者はこの機会を活用する準備ができていますでしょうか？

企業会計基準委員会(ASBJ)は、数回の起草、公開協議等を経て、国際財務報告基準(IFRS)の公正価値原則を取り入れた金融商品会計基準の改正を公表しました。

ASBJの目標は、国内および国外の企業間の財務報告の比較可能性を改善し、また、米国の対応機関である国際財務会計基準審議会(IASB)および財務会計基準審議会(FASB)と一貫性のある公正価値測定に関する詳細なガイダンスを提供することにあります。

2021年6月に公表された、投資信託やパートナーシップへの投資に関する追加的事項を含む改訂ガイドラインの施行は、2022年4月からとされています。新会計基準への対応に追われる中、運用会社はコストに気を取られ、公正価値会計の導入によるメリットを見失ってしまう危険性があります。

本レポートの第一部では、日本におけるプライベート・エクイティの投資、会計、評価の状況について簡単に歴史的背景を振り返り、第二部では、新しい会計規制がファンド・マネージャーに与える影響について考察しています。

## 1. 日本のプライベート・エクイティ市場

日本は世界第3位の経済大国であるにもかかわらず、プライベート・エクイティ市場の発達は比較的遅く、世界の取引総額のわずか1%に過ぎません。日本にプライベート・エクイティの浸透が遅れた一つの理由は、日本経済のかなりの部分を支配する巨大なコングロマリット(財閥)が現れた明治時代にまで遡ることができます。第二次世界大戦後、連合軍によって財閥が解体されようと、財閥は系列企業として再浮上し、今日まで日本企業に対する影響力は大きいといえるでしょう。

近年、日本を投資対象としたプライベート・エクイティの運用資産額(AUM)は、世界的に見れば低水準ではあるものの、過去最高を記録しています。調査会社のPreqinによると、2020年12月時点のAUMは過去最高の680億米ドルであり、わずか3年前の2倍以上を記録しています。Preqinのデータによると、2008年か

ら2018年のファンドのヴァンテージにおいて、ネットIRRの中央値は21%、標準偏差は12%未満と、当アセット・クラスがもたらす魅力的なリスク/リターン特性が投資家の強い需要の一因となっています。これは、北米の17%のリターン、16%の標準偏差と比較しても遜色ありません。

日本を拠点とするプライベート・エクイティの  
ファンドタイプ別運用資産額、2010年から2020年



■ バイアウト ■ ベンチャーキャピタル ■ グロース ■ その他  
出所: Preqin Alternative Assets in Asia-Pacific: Japan (September 2021)

バイアウトは伝統的にプライベート・エクイティ市場の中で最も取引が活発な分野であり、世界有数の大企業を擁しながら公的資金が大半を占める日本の経済がそれを後押ししてきました。外資系プライベート・エクイティの参加は、特に注目度の高いカーブアウトで増加しています。中堅企業(オーナー系企業)のバイアウト分野では、事業承継がプライベート・エクイティにとって最大の機会を提供しています。少子高齢化の影響もあり創業経営者の後継者不足は国内で問題となっており、この傾向は新型コロナウイルスの感染拡大もあって加速し、多くの経営者が他の方法よりも早く退任することに拍車をかけています。

また、ベンチャーキャピタル投資は、日本国内の安定した政治・経済環境、世界レベルの研究開発、技術革新、テクノロジーに精通した企業や人材、出口戦略など、魅力的なエコシステムを背景に過去3年間で2倍に増加しています。

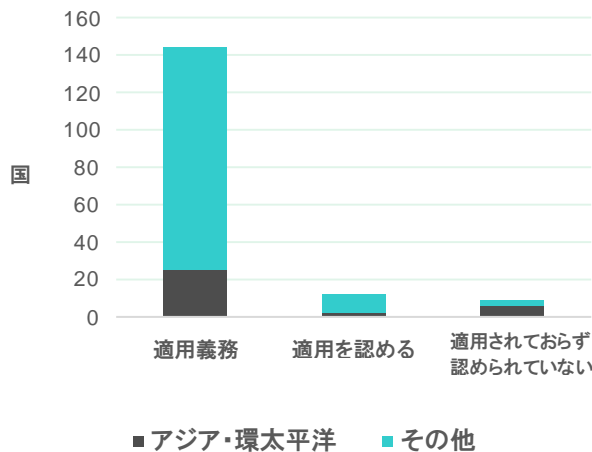
2022年にはディール活動や資金流入が過去最高を記録すると予想され、プライベート・エクイティ市場の見通しは全体的に明るいと言えます。良好な市場環境を背景に、国内外のプライベート・エクイティ・ファームは、財団や年金基金などの国際的な投資家を引

き付けようと競い合っています。公正価値評価への移行は、国内市場の進化における重要なマイルストーンであるとともに、日本企業へプライベート・エクイティ型のビジネスモデルの浸透を加速させることが期待されます。

### 日本における会計及び評価のフレームワーク

IFRS の導入に関して、日本は歴史的に世界から遅れをとっています。2018 年に IFRS 財団が分析した 166 の国と地域のうち、144(87%)が IFRS 基準の適用を要求しているのに対し、日本は2010年3月から任意での IFRS の使用が認められているにすぎません。アジア太平洋地域内では、インドネシア、ベトナム、中国、インドなどが IFRS の非採用国として注目されています(ただし、インドと中国は IFRS と実質的に同等の現地会計基準を採用しています)。アジアで IFRS を認知しながら、要求していない国は2つだけ、日本と東ティモールです。

### 国際会計基準(IFRS)の適用状況、2018年時点



出所: IFRS.org

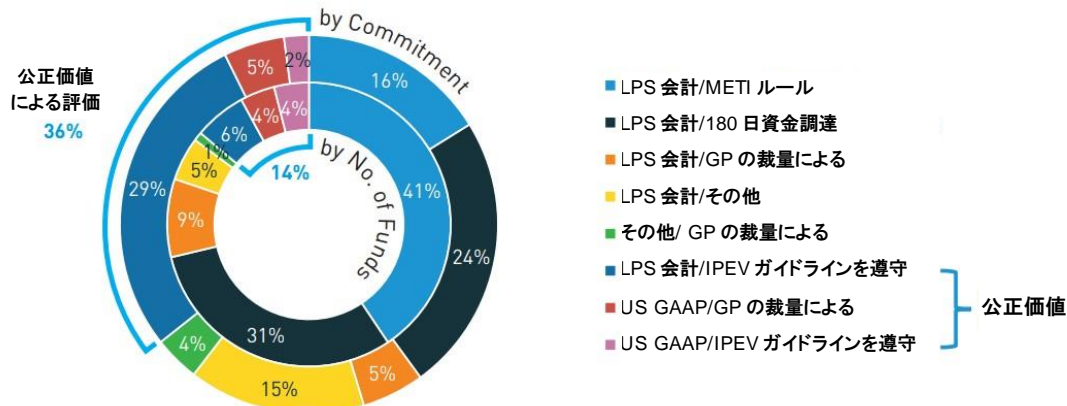
ASBJ が承認した 4 つの会計フレームワークは右図のとおりです。2005 年以降、IASB と ASBJ は、IFRS 基準と J-GAAP のコンバージェンスを実現するために協働してきました。この作業は、2007 年の「東京合意」で正式に決定されました。日本政府も「成長戦略 JAPAN 2018」の一環として、IFRS の任意適用を推進しました。これを受けて金融庁は、IFRS を推奨する報告書や通達を多数公表しています。東京証券取引所によると、2012 年 12 月時点で IFRS を採用している日本企業はわずか 10 社でしたが、2020 年 6 月時点では 234 社となり、加えて 172 社が IFRS への移行を明らかにしています。

<p><b>J-GAAP</b></p> <p>会社法で義務付けられており、最も広く採用されている。米国会計基準や IFRS と異なり、J-GAAP はのれんの償却を要求しているため、企業の買収や統合による利益を認識することが難しくなっている。</p>	<p><b>IFRS</b></p> <p>一定の基準を満たす企業が自主的に採用することができる。J-GAAP より IFRS を選好する海外投資家が多い大企業が取り入れることが多い。</p>
<p><b>日本版 IFRS (JMIS)</b></p> <p>IFRS の修正版で、J-GAAP の面影を残す。JMIS は、のれんの償却を望まない関係者の意見から ASBJ が作成したが、十分に普及しているとは言い難い。</p>	<p><b>US-GAAP</b></p> <p>適用には金融庁の許可が必要。J-GAAP は、日本のグループの米国子会社(米国会計基準で報告)を連結することを認めている。一方、IFRS では認められていない。</p>

資産運用の世界では、日本ベンチャーキャピタル協会(JVCA)と Preqin が行った調査によると、日本におけるポートフォリオの評価は、国内基準か国際基準、あるいはその2つの組み合わせに従っている(GPの裁量による)ことがわかりました。

- **国際基準** 世界で用いられる評価基準。バリュエーションは、IFRS、GAAP、IPEV(International Private Equity and Venture Capital Valuations)ガイドラインに準拠して実施されます。
- **国内基準** これらは以下に要約されます:
  - I. 投資事業有限責任組合(以下、「LPS 会計」という。)日本の多くの組合で使用され、資産を原価で評価することができる。
  - II. 180 日以内の直近の資金調達(以下「180 日資金調達」)。日本ベンチャーキャピタル協会は、原価評価や減損会計を採用しているファンドに対して、適切な評価減を行うためのガイドラインとして、このガイドラインを提供した。180 日以内の取引に基づき、基準価額を再評価することができる。
  - III. 経済産業省評価ガイドライン(以下「経済産業省ルール」)。日本のベンチャーキャピタルファンドで広く使われている。適切と判断される場合には、最新のファイナンス価格を用いて資産を評価し、最新のファイナンス価格と、以下の区分に従って見積られる「回収可能価額」のいずれか低い金額に基づいて評価減を行うことを認めています。

## 会計基準/評価ガイドラインに基づくファンドの構成



出所: Preqin Alternative Assets in Asia-Pacific: Japan (September 2021)

- ランク A-取得価格の 75% でマーク。投資に対する短期的な懸念(例:業績が予想より悪い、等)。
- ランク B- 取得価格の 50% に相当する金額でマーク。投資に対する長期的な懸念(例:経営成績が改善する見込みがない)。
- ランク C- 取得価格の 25% でマーク。投資コストを回収するために追加融資が必要(例:3 年後に負債が資産を上回る)。
- ランク D: 残存価額で評価。投資額回収の見込みがない(例:倒産)。

出所: www.meti.go.jp

Preqin-JVCA の調査結果によると、日本のファンドのうち、国際基準に準拠しているのはわずか 14% であるのに対し、国内基準を採用しているファンドは 86% と過半数を占めています。

## II. 新たな会計基準による影響

ASBJ が公表した新しい会計規則により、運用会社は公正価値の原則を用いたポートフォリオの再評価を行う必要があります。非上場金融商品を原価で測定できる日本会計基準とは異なり、IFRS では公正価値が原則とされ、原価は例外とされています。

IFRS では、市場価格のない金融商品の公正価値を見積もるために、測定日における市場参加者間の秩序ある取引で資産を売却するために受け取るであろう出口価格、あるいは、負債を移転するために支払うであろう出口価格を見積もることが要求されます。

この点で、取得原価(または償却原価)は、測定日において投資対象が秩序ある取引で売却された場合に受け取るであろう価額を表していない可能性があります。同様に、取得原価をそのまま公正価値の代替と見なすべきではないと言えるでしょう。各測定日において、市場環境および投資パフォーマンスの変化を評価する、適切な公正価値の測定が必要です。

プライベート投資に関連する JGAAP と IFRS の差異の詳細については、Appendix をご参照ください。

### 未公開証券の公正価値評価に関する留意点

非上場株式(プライベート・エクイティ、ベンチャーキャピタル、グロースエクイティなど)や非上場クレジット(プライベート・ローン、ローンプール、ストラクチャード商品など)に投資するファンドの場合、取引があったとしても市場参加者間で非公開に行われ、直接的または間接的に観察できないため、公正価値を決定することがより困難となります。企業会計基準適用指針第 31 号では、このような投資の各測定日における公正価値の決定には、以下の点を考慮する必要がありますとされています。

- 会計単位の特定 - 評価対象が何であるか(会社全体か個々の株式か)。
- 主要な市場(すなわち、最も取引量が多い)または最も有利な市場(すなわち、売却収入が最大となる)の決定。
- 1 つ以上の評価方法(例:再調達原価法、市場アプローチ及び/又はインカム・アプローチ)の適用。
- 観察可能なインプットを最大限活用すること。
- 評価で使用するインプットを調整すること。
- 評価結果のバックテスト。

プライベート・エクイティの評価は、通常、事業の企業価値を決定し、負債を差し引くことによっても行われます。IFRS、US GAAP および IPEV ガイドラインでは、非上場株式の評価方法および手法として、「マーケット・アプローチ」および「インカム・アプローチ」が定められており、それぞれいくつかのバリエーションがあります。

マーケット・アプローチは、類似の証券や事業に関する市場での取引から得られる評価指標を活用するもので、「ガイドライン公開会社」と「ガイドライン会社取引法」から構成されています。インカム・アプローチ(DCF 法)は、予測される経済的便益(フリー・キャッ

シュフロー)を投資家の要求利回りを反映した割引率で割り引くことにより、評価額を算出する方法です。

企業価値が推定された後、企業の資本構造内の株式に企業価値を割り当てるには、以下のような複数のアプローチが存在します。

- 現在価値法 : 各持分証券に、清算優先順位と転換価値のいずれか大きい方の価格を割り当てる。
- 普通株式等価法 : すべての種類の株式を普通株式に転換されたものとして扱い、完全希薄化率に基づき各有価証券に価値を配分する方法。
- オプション価格法 : 各株式を事業に対するコールオプションとしてモデル化し、権利行使価格は優先株式の清算価値に等しくする。
- 確率加重期待収益法(“PWERM”) : 将来の出口シナリオ(IPO、売却、清算など)を予測し、これらの異なるシナリオの下で各株式の価値を見積もり、それぞれのシナリオに確率を割り当て、リスク調整された割引率で測定日までの1株当たりの確率加重価格を割り引くというものです。

評価にあたっては、市場性、支配力、規模に対するディスカウント(またはプレミアム)、複雑な資本構造、取引・出口手数料(公正価値から除外)、業界慣行と評価に関する懸念なども考慮する必要があります。

期待利回りに基づいて投資が行われるプライベート・クレジットでは、市場ベースの割引率を用いたインカム・アプローチで公正価値を見積もることが一般的です。市場ベースの割引率の決定は、多くの場合、信用度の変化や市場環境の変化に基づくインプライド・スプレッドのキャリブレーション(類似の市場インデックスや類似の金融商品を考慮)、またはリスクフリーレートから始めて、市場参加者の仮定を用いて固有のリスクを反映する信用スプレッドを追加することによって算出されます。

あらゆる形態のプライベート・クレジットを評価する際に直面する課題は、市場ベースの割引率を構築するために使用する適切な比較可能な商品またはインデックスを選択することです。発行者のプロフィール、金利条件、期間、コベナンツ、その他の特徴が異なるため、完全に比較できる金融商品を見つけることはほぼ不可能です。金融商品の継続的なクレジットの質および全体的なポワワーのパフォーマンスを測定日毎に再評価し、クレジットの質が類似している比較可能なベンチマークを特定する必要があります。

投資家がクレジット投資を回収目標に基づいて評価している場合(不良債権や減損債権など)、公正価値は、基礎となる担保価値の回収可能性の分析、リストラチャリングまたは訴訟プロセスの結

果を用いて見積もることができます。観察可能な価格がある場合には、その価格も分析に含める必要があります。場合によっては、PWERM法またはオプション・ベースのアプローチが、起こりうる結果の広範な範囲を捉えるために有用な方法となることがあります。

### III. まとめ

日本のIFRSに依拠した評価への移行は、海外投資家、特にファンド・マネージャーがベスト・プラクティス<sup>1</sup>のフレームワークの一部として公正価値報告を取り入れることを期待している大規模な年金基金やアロケーターにとって、日本のプライベート・エクイティ市場をより身近なものにする上で歓迎すべき動きといえるでしょう。また、公正価値の利点は会計の枠を超え、ファンド・マネージャーが計算を利用し、投資家にタイムリーで比較可能な透明性の高い情報を提供することができ、以下のようなことが可能になります。

- 投下資本のモニタリングにおいて、受託者責任(Fiduciary Duty)を果たす。
- 最終受益者に定期的なパフォーマンスを報告する。
- 募集・償還における投資家の公平な取扱いを確保する。
- 資産配分の決定。
- 運用会社選定の決定。
- インセンティブ報酬の決定。

プライベート・アセットの評価は主観的な要素が加味される部分も多く、新基準の導入には困難な作業と専門的な判断を必要とするため、相応のコストがかかります。

しかし、運用会社は新しい評価基準の導入をきっかけに、レポート作成で直面している課題について投資家と有意義な会話をし、プライベート・エクイティ業界の透明性、コンプライアンス、堅牢性の向上に取り組む機会があると言えるでしょう。

執筆: ピーター・アレクソン、プライベート・エクイティ及びプライベート・デット評価サービス

### 脚注

<sup>1</sup> 評価に関するベスト・プラクティスには、一般的に、強固な評価方針の文書化、主要なインプット、仮定および価値の根拠に関する文書化、監督を行うための社内評価委員会の使用、評価プロセスの独立性をもたらす第三者サービスプロバイダーの使用などが含まれます。

## Appendix

課題	J-GAAP	IFRS
分類	金融資産は、その法的形態により、有価証券、債券、債権、デリバティブなどに分類されています。	金融資産はその法的形式に基づいて分類されておらず、(1) 公正価値-その他の包括利益(OCI)もしくは損益(PL)を通じて、または(2)償却原価のいずれかの定義にしたがって分類されています。
測定	非上場株式は、時価を把握することが極めて困難な有価証券として定義され、取得原価で測定されます。	負債性金融商品は、以下の条件の両方を満たす場合、償却原価で測定され、それ以外の場合は、その他の包括利益(OCI)またはPLを通して公正価値で測定されます。 <ul style="list-style-type: none"> <li>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を目的としたビジネス・モデルの中で保有されている。</li> <li>契約上のキャッシュフローが元本と利息の支払いのみであり、利息は貨幣の時間価値と信用リスクに対する補償として定義される。</li> </ul> <p>株式投資は、PL法を通じて公正価値で測定することが要求されています。まれに原価が公正価値の適切な見積りである場合があります。</p>
減損	測定が困難な負債証券については、①過去の貸し倒れ実績(正常)、②債務者の返済能力(危険)、③残存簿価(破綻)のいずれかに基づいて貸倒引当金を算出しています。  また、時価を把握することが極めて困難と認められる株式については、当該株式の発行会社の財政状態の悪化により、時価が著しく下落した場合には、当該株式の帳簿価額を減額し、評価差額を当期の損失として処理することとしています。	償却原価またはその他の包括利益を通じて公正価値で測定される負債性金融商品については、予想信用損失モデルに基づいて減損を認識します。すなわち、当初の認識以降に信用リスクが大幅に増加したかどうかにより、12ヵ月または生涯の予想信用損失を反映した引当金を計上しています。  持分金融商品については、公正価値の変動が自動的にPLに反映されるため、減損の要件は適用されません。

出所：PWC: A Comparison of IFRS and JP GAAP, April 2019

### Disclaimer

The information contained in this report is confidential. Any unauthorized use, disclosure, reproduction, or dissemination, in full or in part, in any media or by any means, without the prior written permission of IHS Markit or any of its affiliates ("IHS Markit") is strictly prohibited. IHS Markit owns all IHS Markit logos and trade names contained in this report that are subject to license. Opinions, statements, estimates, and projections in this report (including other media) are solely those of the individual author(s) at the time of writing and do not necessarily reflect the opinions of IHS Markit. Neither IHS Markit nor the author(s) has any obligation to update this report in the event that any content, opinion, statement, estimate, or projection (collectively, "information") changes or subsequently becomes inaccurate. IHS Markit makes no warranty, expressed or implied, as to the accuracy, completeness, or timeliness of any information in this report, and shall not in any way be liable to any recipient for any inaccuracies or omissions. Without limiting the foregoing, IHS Markit shall have no liability whatsoever to any recipient, whether in contract, in tort (including negligence), under warranty, under statute or otherwise, in respect of any loss or damage suffered by any recipient as a result of or in connection with any information provided, or any course of action determined, by it or any third party, whether or not based on any information provided. The inclusion of a link to an external website by IHS Markit should not be understood to be an endorsement of that website or the site's owners (or their products/services). IHS Markit is not responsible for either the content or output of external websites. Copyright © 2021, IHS Markit®. All rights reserved and all intellectual property rights are retained by IHS Markit.