

会計と長期投資——「買って保有する (buy-and-hold)」を「買って願う (buy-and-hope)」という意味にすべきではない

Hans Hoogervorst 2013年4月9日 ロンドン

元政治家として、私は短期主義の落とし穴に非常になじみがあります。ハロルド・ウィルソン（訳注：1960年代から70年代の英国首相）のかつての有名な発言ですが、一週間は政治の世界では長期なのです。彼がこのコメントをしたのは、インターネットや24時間のニュース・サイクルの時代になる前でした。不幸なことに、短期主義は経済の世界でも同様に大きな問題です。2つの関連する要因が短期主義の原因になっています。第一に、現代の市場経済では、かつてないほどに、人々は他人のお金で仕事をしています。第二に、経済が複雑化するにつれて、投資家と投資先との間の距離が劇的に拡大しています。

コーポレート・ガバナンスと規制は、金融仲介の複雑性とその多くの誘惑に対応するために苦闘してきました。自分が資金を任せた経営者をずっと監視する能力のある投資者は、そう多くはありません。さらに、利害の対立が至るところにあります。投資先の経営者の説明責任を求めるべき投資会社が、投資先の年金基金の管理にも関心があるという場合があります。こうした投資家がどうすれば投資先に批判的になれるのでしょうか。

こうしたことすべてが、短期主義にとっての理想的な背景なのです。資金運用者たちには、市場の勢いに乗った投資意思決定をすることへの大きなインセンティブがあります。実際に、最近の研究で、それが非常に儲かる行為であることが確認されています<sup>1</sup>。短期的には、流れがいかにも不合理であったとしても、その流れに乗るのが最も安全な賭けです。状況がうまく進んでいる限り、資金運用者たちは批判に遭うことはありませんし、音楽が止まった時には、市場のせいにすることができます。

それに加えて、マクロ経済政策は現在、長期的な見方をしたい投資家にはありがたくなっているものになっています。世界中の中央銀行が、きわめて拡大的政策を採用して、明日もまだ経済が続くことを確保しようとしています。こうした政策が明後日には何をもちたらずのかは全くはつきりしませんが、涙で終わることも十分にあり得ることです。

多くの観察者が心配しているのは、金融市場で短期的な視点が優勢となることで、長期的な投資や経済成長にとって有害だということです。最近、金融安定理事会、G30 (Group of Thirty)、欧州委員会が、それぞれこの問題に関する報告書を公表しています<sup>2</sup>。会計基準は中心的な主題ではありませんが、これらの報告書の中には、会計基準を長期的な視野を

<sup>1</sup> A market strategy that keeps on rolling, Financial Times, 8 March 2013

<sup>2</sup> FSB: Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance, 8 February 2008

Group of 30: Long-term Finance and Economic Growth

European Commission, Long-Term Financing of the European Economy, 25 March 2013

<http://www.ft.com/cms/s/0/077de35e-93bc-11e2-b528-00144feabdc0.html#axzz2OUkkNNrf>

持つ投資家にもっと役立つようにすることができると一部の人々が考えている提案が含まれています。

健全な長期投資を促進する上での IASB の役割は何でしょうか。それが私たちの仕事の本質的な部分だと申し上げます。会計基準の目的は、資本主義の正直さを保つことです。これは私の前任者のデイビッド・トウィーディーがよく言っていたことです。財務報告は、経営者に、会社の資源を効率的かつ効果的に利用するという責任をどのように果たしたのかを示すことを要求します。これが受託責任 (stewardship) の原則です。本質的には、これは説明責任 (accountability) を意味します。

数年前に、私たちは「受託責任」という言葉を概念フレームワークから削除しました。受託責任という言葉の削除を残念がり、これを批判している方々があります。中には、これを IASB が長期的な投資家の利益を十分に重視しようとしなくなることを示すものだと見る人々もいます。こうした批判に対して、私たちはいつも、受託責任という言葉が削除したのは他の言語への翻訳が難しかったというだけの理由だと答えています。私たちは、この原則の本質は依然として概念フレームワークでカバーされているとも指摘しています。概念フレームワークを綿密に読めば、これが本当であると分かります。それでも、受託責任の原則の本質を見つけるのが困難だという人々がいるかもしれないことは想像できます。

経営者に説明責任を求めることが財務報告の非常に重要な目的であることは間違いありません。経営者は、投資家に、どのような資源を企業が取得したのか、なぜ取得したのか、そうした資源をどのように利用したのかを、伝えなければなりません。経営者は、どのような義務が会社に発生したのか、なぜ発生したのか、そうした義務をどのように履行したのかを伝えなければなりません。この種の情報は、購入・保有・売却の意思決定に役立つだけでなく、投資家が経営者の行動に対してどのように投票すべきかを決定するのに役立ちます。受託責任が翻訳できないのであれば、もっと適切な用語、例えば、説明責任に置き換えることも考えられます。

どのような名で呼ぶにしても、受託責任が財務報告の中心的な目標の1つであることに關して迷いはないはずです。一般原則以外に、私たちの基準が長期的な投資家に影響を与える方法が他にあるのでしょうか。IFRS は公正価値や他の形態の現在測定に過度に依拠しており、これにより長期的な投資が妨げられていると言われることがよくあります。公正価値の過度の使用は、おそらく財務エンジニアリングと短期的利益獲得を助長するでしょう。

それでは、何が事実なのでしょう。実際には、金融業界以外では、大部分の会社が公正価値会計とあまり関係がありません。資産及び負債の大部分が取得原価ベースで測定されています。私たちの概念フレームワークに関する議論の動向に注目している方々は、これが変わりそうにないことを御存知でしょう。金融業界でも、償却原価は依然として重要な測定基礎です。銀行の伝統的な資産の大部分、例えば、貸付金などは、償却原価で測定

されていて、現在も将来もそうです。ほとんどの学術調査で、公正価値会計は金融危機の間のボラティリティ（変動の激しさ）の主要な発生要因ではなかったとされていることは意外ではありません。

それでも、金融業界では経済の他の部分よりも現在測定技法が大きな役割を果たしています。多くの金融商品は時々刻々、活発な市場で取引されていますので、市場価値は多くの場合、最も目的適合性の高い情報を提供します。公正価値が金融危機の間に使用されていた領域では、多くの場合、システムに入り込んだ有害な金融商品に関して適時性のずっと高い情報が提供されました。公正価値のシグナルに注意を払った作成者や投資家は、多くの場合、そのシグナルを無視することを選んだ人々よりも、ずっと巧みに損害を限定することができました。金融業界における現在測定技法の使用は、私たちが公表しようとしている保険の基準により大幅に拡大することになります。ご存知と思いますが、IASBは保険契約に関する公開草案をもうすぐ最終確定します。この基準案は、保険負債の現在測定を定めることになりますが、多くの保険会社は現在のところ取得原価を使用しています。この基準に関する世間の議論は、長期投資と短期主義に関する論争の縮図となっています。

保険業界の多くの人々が今後の成り行きを懸念しています。彼らは、新基準が生じさせるボラティリティが大きすぎると批判しています。また、このボラティリティにより、長期投資を行うことや結果を保証した商品の提供が妨げられると主張しています。それでは何が事実で何が嘘なのでしょう。最初にお話ししておきたいのは、保険業界はきわめて重要な投資家だということです。欧州だけでも、保険業界には5.4兆ユーロの投資ポートフォリオがあります。生命保険は長期負債の事業ですので、この業界は堅実な長期投資への非常に大きな意欲を潜在的に持っています。

不幸なことに、現在の貨幣政策は保険業界にとって非常に辛いものとなっています。欧州の保険規制当局であるEIOPAは最近、持続的な低金利状態がこの業界に与える影響について警告を発しました。負債サイドでは、低金利により保険会社の債務が現時点で増大する一方、資産に対する収益は圧迫されています。別の言い方をしますと、低金利が続くと、保険会社は、自分の資産から契約者の保険金を払うのに必要なキャッシュ・フローを生み出せなくなる可能性があります。

EIOPAは、相当数の保険会社が自己資本規制を満たせなくなることを懸念しています。EIOPAは日本のことに言及していますが、日本では低金利が続いたことにより何社かの保険会社が破綻し、顧客に約束した予定利率を引き下げなければならなくなった保険会社も出ました<sup>3</sup>。保険業界が金融危機の犠牲者だとすれば、これまではむしろ無言の犠牲者でした。これがあまり見出しになっていない理由の一つは、適切な会計基準がないために問題点が見えていないことです。

<sup>3</sup> EIOPA: Supervisory Response to a Prolonged Low Interest Rate Environment, 28 February 2013

多くの法域で、保険会社は保険負債を原価で測定しています。彼らは依然としてほどほどの業績を示していますが、こうした業績は、例えば 10 年前の完全に時代遅れの金利に基づいたものである可能性があります。EIOPA は、これらの会社についてこう言っています。「低金利の影響が貸借対照表に現れるのがゆっくりだからと言って、問題がそこにはないわけではなく、隠れた問題点が企業に積み上がっている可能性がある。」

私たちの新しい基準は、こうした問題点に光を当てるものとなります。負債の測定を現在の金利で行うことを要求するからです。これにより、投資家が保険業界の真の業績について信頼性のずっと高い視野を得ることができます。市場は、保険会社が負債と資産を対応させる総合管理をどれだけ有効に行っているのかについて、ずっと深い洞察を得ることになります。批判的な人たちは、金利や他の市場変動はあらゆる方向に動くものであり、私たちの基準は無用な短期的なボラティリティを生じさせることになると言っています。

私たちは、こうした批判を無視していたわけではありません。実際に、私たちの公開草案には、会計上のボラティリティを減らすための提案が数多く含まれることになりました。しかし、ボラティリティを人為的に減らす提案は却下してきました。一部の保険会社が、いくつかの提案を出してきて、それは先ほど述べた G30 の報告書で繰り返されています。その提案の一つは、保険負債の測定は、保険会社が保有している資産に対する予想収益を基礎とすべきだというものです。保険業界の一部はこの考えに熱心ですが、私たちは疑問を持っています。私たちはこれを「願望に基づく(hope-and-wish)」会計と呼んでいます。負債の測定を資産の不確実な利回りに基づいて行うことが慎重だとは思いません。「買って保有する(buy-and-hold)」が「買って願う(buy-and-wish)」になってはならないのです。

G30 の報告書の付録には、短期的な変動をなくすためのもっと過激な考えが記載されています。いわゆる「目標期日会計アプローチ」です。このアプローチでは、株式の分散化したポートフォリオを「目標期日ファンド」に入れて、それを長期間にわたり保有するという拘束力のある約束をします。そのファンドを、原価と市場価値を時間加重平均した金額で評価します。短期のボラティリティを平準化することが目的です。

この提案にも難点がたくさんあります。会社の帳簿が報告日現在の市場価値と異なる平均を基礎とするとした場合、財務報告に対する信用が深刻な危険にさらされるおそれがあります。市場参加者は、単純に目標期日ファンドの全体を市場価値に戻すことによって反応するでしょう。その手間は省くべきだと私は思います。私たちは、現在測定に基づくモデルが保険会社の財政状態についての最善の理解を与えるものだとして確信しています。私たちの新しい基準は、この点で非常に大きな改善となります。これによりボラティリティが増大する場合、それはおそらく現実の経済的リスクの反映です。適切な水準の自己資本でしか、このリスクには対応できません。会計基準がそれを隠す手助けをすべきではありません。

最後に、強調しておきたいのは、長期の投資家でも短期的な変動を無視するわけにはいかないということです。たとえその理由が、短期がどれだけ短いかが分からないということだとしてもです。中央銀行当局者たちは、現在の金利を「例外的に低い」と呼んでいます。実際には、例外的に低い金利が日本ではかれこれ 15 年も続いているのです。欧米では、低金利が 5 年以上続いていて、金利がいつ通常の水準に戻るのか誰にも分かりません。

ロンドンからニューヨークに飛ぶ飛行機が正しい方向に向いている時間は 10%しかないと推定されています。飛行機の向きを決めるのはパイロットだけではなく、風速や風向きなどの外部の要因にも影響されます。

パイロットは、長期的な目標、つまりニューヨークに安全に到着することを達成するために、絶えず短期的な修正を行う必要があります。ビジネスもこれと変わりありません。高名なスウェーデンの長期投資家のボリエ・エックホルム (Boerje Ekholm) 氏は最近、次のようなことを言いました。自分の会社は常に長期的な目的を持っているが、「事業をどのように運営するのかについては短期的にはテリア (猟犬) になる」。彼は、長期的な目的に到達する際には、毎日評価をしなければならないと強調しました<sup>4</sup>。事業を適時に調整しないと、そのうちにもっと大きな修正が生じるリスクが指数関数的に増大します。

ですから、長期のことしか気にしていないとか市場価値に振り回されたくないと言う人々には用心してください。会社が長期的な見方をするには、避けられない市場の短期的な気まぐれに耐える能力がなければなりません。本当の問題点は、私たちの経済に歴史上前例のないレバレッジが生じていることです。極端なレバレッジにより、金融業界の大部分が極限に非常に近づいています。バーゼル 3 の後でさえも、銀行は資産の 97%を負債で賄うことができます。この水準の負債がどのように長期的な成長に寄与するのかは、私には謎です。現在、保険会社さえも危険地帯に足を踏み入れています。彼らは債券市場に逃げ込んでいますが、これは会計のためではなく、株式投資を維持するのに十分な自己資本が残されていないからです。

IASB は、こうした問題点の解決に、こうしたリスクが存在しないふりをするることによって手を貸すことはできません。飛行機が風で進路を外れているのにニューヨークに飛んでいるとパイロットに伝えるようなものであれば、私たちの基準は正しくないこととなります。長期に関心のある者は、今日の状態も知っておくべきです。私たちの仕事は、短期と長期の両方について最大限の透明性を与えることです。私たちの貢献は、長期の投資家が必要とする最善の情報を常に提供することなのです。

---

<sup>4</sup> Scandinavia: Model Management, Financial Times, March 21 2013