

<研究ノート>

国際会計基準（IFRS）採用企業による公正価値測定に関する調査（2）

— Cambium（ブラジル森林地投資企業）グループ 2019 年度アニュアルレポートを対象として—

戸田 龍介

目次

- 1 はじめに
- 2 Cambium グループの概要と基本戦略
- 3 Cambium グループの取締役および業務管理責任者
- 4 Cambium グループの連結財務諸表
- 5 Cambium グループの公正価値測定
 - グループにおける基本原則の確認，および投資不動産・プランテーションに対する測定方法について—
- 6 Cambium グループの公正価値測定
 - Agua Santa, Ribeirao do Gado, Forquilha および 3R Tocantins におけるその実態について—
- 7 おわりに

1 はじめに

周知の通り，現在，国際会計基準（IAS または IFRS。本稿では，以下原則的に IFRS と称す。なお，必要に応じて IAS 表記も使用する）を採用する上場企業が，適用が強制される地域のみならず，例えば日本においても増加している。IFRS の特徴の1つとして，測定属性のうち公正価値（fair value）を重視していることが指摘される。しかしながら，IFRS 採用企業がどのような公正価値測定を行っているのか，その実態については未だ詳しくは知られていない。筆者は，本稿を含む一連の研究において，IFRS の特徴が顕著に表れている IAS 第 41 号「農業」の適用企業による公正価値測定に関する調査を行ってきた。本稿で取り上げる IFRS 採用企業も，プランテーション（plantation）を資産として所有し，これを生物資産（biological assets）として位置づけているため，IAS 第 41 号「農業」が必然的に適用され公正価値測定が行われている。

ただし，プランテーションそのものよりそれが位置する土地（land）の比重が高いため，特に公正価値測定に関しては，IAS 第 41 号「農業」より IAS 第 40 号「投資不動産」の影響が高くなっている。よって本稿では，論文表題として，本紀要における論文表題で既に使用した「国際会計基準（IAS）第 41 号『農業』適用企業による公正価値測定に関する調査」ではなく，「国際会計基準（IFRS）採用企業による公正価値測定に関する調査」を用いることとした。なお，一

連の調査研究の一環であることに変わりはないので、通し番号については前回の(1)に続き(2)を使用することとした。

2 Cambium グループの概要と基本戦略

本稿で取り上げる企業グループは、Cambium（カンビウム）グループと言い、親会社は、Cambium Global Timberland Limited である。本稿では、当該 Cambium グループの「2019 年度 アニュアルレポート」⁽¹⁾を対象として調査研究を行うものである。なお、当該アニュアルレポートの引用表記については、以下「CB2019」という略称を用いることとする。

本章ではまず、Cambium グループの事業内容について、「取締役報告 (Directors' Report)」の一部である「当社の事業 (Business of the Company)」から、重要と思われる部分を次に示すこととする。「当社の当初の戦略は次のとおりであった。まずは、森林地不動産投資および多様な場所・樹齢・種への森林地関連投資に対する、最適化されたポートフォリオを効果的に管理することで、投資家に優れたトータルリターンを生み出すこと。次いで、環境的および社会的に持続可能なベースに基づき、各々の資産を管理すること。最後に、新興の環境市場に対し、価格変動リスクにさらされている木材生産用諸資産を管理すること。なお、2012年11月に完了した戦略見直しの後、現在の当社の戦略は、まずは株主価値を最大化し、次いで臨時特別の資本還元 (ad hoc returns of capital) を通じて株主に余剰現金を還元する (returns surplus cash) 方法で、グループ投資の秩序だった実現 (orderly realisation) を実施することである」(CB2019, p.5)。

ちなみに、2021年現在において、Cambium Global Timberland Ltd. のHPのトップにおいて、同社は次のように説明されている。「Cambium Global Timberland Ltd. (“Cambium”) は、ブラジルにプランテーション森林 (plantation forests) を所有している。当社の戦略は、まずは株主価値を最大化し、次いで臨時特別の資本還元を通じて株主に余剰現金を還元する方法で、グループ投資の秩序だった実現を実施することである。Cambium は、環境的に持続可能なベースで森林を管理している」⁽²⁾。これらの記述により、これまでに基本戦略の変更はあったものの、Cambium グループの主たる事業は、社名の通り森林地 (timberland)、それも特にブラジルのプランテーション森林に対する不動産投資であったし、現在もそうであることが理解されよう。さらに言えば、こういった事業を通して株主価値を最大化し、かつそこから生み出される余剰現金を株主に還元することが、2012年11月以降の Cambium グループの変わらぬ基本戦略であることが理解されよう。

事業内容に次いで、Cambium グループの親会社の概要について、先に取り上げたものと同様、「当社の事業」における該当部分を次に示す。「当社は、2007年1月19日、有限責任のクローズドエンド型のジャージー登録投資会社 (closed-ended Jersey-registered investment company) として設立された。株式は、ロンドン証券取引所の市場であるオルタナティブ・インベストメント・マーケット (「AIM」) に首尾よく上場許可されるとともに、チャネル諸島証券取

引所 (「CISE」) にも二重上場された。2014 年 10 月 20 日、当社は CISE への上場をキャンセルした。当社は、1988 年共同投資ファンド (ジャージー) 法 (Collective Investment Funds (Jersey) Law) の下、ジャージー金融サービス委員会 (Jersey Financial Services Commission) から証明を受けており、かつ規制されている」(CB2019, p.5)。

上記記述からまず注目されるのは、Cambium グループの親会社本社は、実際の業務活動はブラジルで行われているにもかかわらず、ジャージー (Jersey) という英国王室属領チャネル諸島に置かれていることである。また、同グループは、ロンドン証券取引所の新興企業向けの市場である AIM に上場はしているが、規制を受けるのは英国法でも EU 規則でもなく、ジャージー内の法律でありジャージー内の委員会であるということである。なお、ジャージーはタックスヘイブン地としても有名であり、Cambium グループも税金を全く負担していない。課税 (taxation) に対する事情については、次のようである。「当社は税率 0% のジャージー所得税法 (Jersey income tax) の適用下にある。ジャージーの課税は、キャピタルゲインに対しても発生しない」(CB2019, p.22)。つまり、Cambium グループは、AIM に上場はしているが、本社所在島の独特な規制下⁽³⁾にある特異なグループであると指摘できよう。

Cambium グループの特異性は、先に触れた同グループの戦略にも表れているため、ここで改めて確認しておきたい。Cambium グループの戦略については、先述した「取締役報告」以外に、アニュアルレポート冒頭の「取締役議長声明 (Chairman's Statement)」において端的に語られているため、次にその部分を確認していく。なお、通常のアニュアルレポートであれば、その冒頭は、「親愛なる株主の皆さん (Dear Shareholders)」あるいは「株主の皆さんへ (to Shareholders)」であることがほとんどだが、取締役議長声明は、いきなり「資産および価値 (Assets and values)」という項目が掲げられ、次の記述が続く。「2019 年 4 月 30 日現在の当社の 1 株当たり純資産価値 (Net Asset Value per share) ("NAVPS") は、2018 年 4 月 30 日現在の 20.2 ペンスから 6.7% 減少して 18.8 ペンスである」(CB2019, p.2)。

ここに、Cambium グループの最重要戦略でありかつ最重要財務指標は、株主資本利益率 (ROE) でも一株当たり利益 (EPS) でもなく、1 株当たり純資産価値 (NAVPS) およびその上昇であることが確認される。なお、2019 年度の当該数値は前年 2018 年度より下落してはいたが、それでも、当該数値を上昇させたものとして、「自社株買い (buying back shares)」(CB2019, p.2) が挙げられ、さらに、「地価に関する取締役会の見解 (Board's view on land values) は、合計で 0.4 百万 £ の (純資産価値一戸田) 増加をもたらす結果となっている」(同) と説明されている。

さらに、取締役議長声明によると、Cambium グループは上記 1 株当たり純資産価値と並び、現金準備高 (cash reserves) を重視する戦略をとっていたことが明らかになる。この点を次に確認する。「取締役会 (Board) は、土地を売却する現実的な機会 (realistic opportunities to sell the land) を追求し続けている。取締役会は、グループの現金の状況を継続的に監視している」

(CB2019, p.2)。なお、現金準備高は、「実際の販売、特に土地売却 (actual sales, in particular land sales)」(同)により大幅に増加するが、2019年度は地価に関する「市場の回復は期待されたようにはならなかった」(同)。なお、取締役議長声明は、最後に次のように結ばれている。「私 (Antony R Gardner-Hillman 取締役議長—戸田) の変わらぬ継続的な役割は、実用的に達成可能な最良の条件で、その結論 (土地売却による現金準備高確保—戸田) を達成することであり、またその間支出を抑え続けることである。いずれ、さらに報告することを楽しみにしている」(同)。

上記「取締役議長声明」で確認された戦略は、先述した「取締役報告」で確認された2012年11月以降の戦略(「まずは株主価値を最大化し、次いで臨時特別の資本還元を通じて株主に余剰現金を還元する方法で、グループ投資の秩序だった実現を実施すること」(CB2019, p.5))と併せて考察してみれば、Cambiumグループの基本戦略がより明確なものとなろう。つまり、2019年度アニュアルレポートから確認されるCambiumグループの基本戦略は、まず第一に、1株当たり純資産価値という株主価値を最大化することであり、次いで、森林地売却により増加した現金準備高を株主に還元することである。本章の最後に、この点を確認しておく。

3 Cambiumグループの取締役および業務管理責任者

前章ではCambiumグループを概観しその基本戦略を確認したが、本章では、グループ運営の鍵を握るキーパーソンに注目する。キーパーソンと目される人物は、取締役会(Board of Directors)を構成する3名の取締役、およびアニュアルレポートの中でたびたびその名前が挙がる1名の業務管理責任者(Operations Manager)である。

ここでまず、3名の取締役について、アニュアルレポート4頁および5頁に掲載されている略歴および任命歴から、抜粋翻訳したものを以下に示す。

Antony R Gardner-Hillman : 独立・非業務執行取締役議長 (Independent Non-executive Chairman) : 2015年7月31日任命 (2018年9月20日再任命)

Tony⁽⁴⁾ Gardner-Hillman は、オックスフォード大学で法学の名誉学位を取得したイングランドとウェールズの上級裁判所の弁護士である。1987年に、Jersey Trust Companyグループを共同設立し、21年間取締役および株主であった。また、ジャージーの法律事務所ならびに様々な国際法律事務所でもジャージー在住の非常勤パートナーを務めてきた。2008年以来、AIM上場企業を含む多様な企業と関係してきた。

Svante Adde : 独立・非業務執行取締役 (Independent Non-executive Director) : 2013年7月23日任命 (2016年9月21日再任命)

Svante Adde は、1979年にストックホルム商科大学で学士号を取得し、その年にアカウントオ

ファイサーとしてストックホルムの Citibank に入社。1983 年にロンドンに移り、M & A と企業金融に従事。1989 年にロンドンの Lazard Brothers（バミューダ諸島、資産運用会社、NYSE 上場）に入社し、北欧のビジネスを率い、2003 年までマネージングディレクター/パートナーとして主導した。2003 年から 2013 年にかけて、様々な会社で CFO、マネージングディレクター等を務めた。2019 年現在、スウェーデンの製材（saw milling）事業を営む Rörvik Timber の会長を務めている。

Roger Lewis : 独立・非業務執行取締役（Independent Non-executive Director）：2013 年 7 月 23 日任命（2016 年 9 月 21 日再任命）

Roger Lewis は、不動産セクターで豊富な経験を持っており、2019 年までに 15 年以上 Berkeley Group Holdings Plc の取締役を務め、2007 年 7 月末に引退した。2012 年 12 月まで Berkeley Group のコンサルタントとして、Berkeley Group のジャージーに本拠を置く 3 つの子会社の取締役を務めていた。それ以前は、1983 年から 1991 年まで Crest Nicholson Group PLC の英国グループ最高経営責任者を務めていた。現在は、Picton Property Income Limited という不動産投資会社の取締役も務めている。

以上が、Cambium グループの取締役 3 名の略歴紹介である。議長の Antony R Gardner-Hillman 氏については、森林地投資のプロと言うわけではなく、Cambium グループのような AIM 上場企業に対して弁護士として関係を結ぶプロと見なし得よう。Svante Adde 氏については、M & A や企業金融のプロであり、Cambium グループのようなタックスヘイブンに本社を置く投資運用会社の運営に詳しく、かつ森林関連事業についても経験値が豊富だと見なし得よう。Roger Lewis 氏については、不動産および不動産投資のプロであると見なし得よう。なお、上記 3 名の取締役は同時に監査委員会の委員であり、Roger Lewis 氏が同議長のようなのだが、その事情は次の通り。「取締役会は、すべての取締役で構成される監査委員会を運営する。Roger Lewis 氏が議長を務める」（CB2019, p.6）。

ところで、Cambium グループの実物資産であるプランテーションや土地（投資不動産）は、2019 年度はその全てがブラジルにあったが、ブラジルの地におけるいわば実業の業務管理は誰が責任を担っていたのであろうか。先に見た 3 名の取締役達は、その経歴からも適任とは言い難いであろう。ここで、Cambium グループの実業業務管理の責任を負う者は誰であり、かつ取締役 3 名から構成される取締役会はそれに対しどのような責任を負うのかを明確に示した記述があるので、次に確認する。「取締役会は会社の投資戦略（investment strategy）と業績（performance）に責任を負うが、当社の投資ポートフォリオ（investment portfolio）に対する管理監督は業務管理責任者（Operations Manager）に委ねられている」（CB2019, p.9）。本稿では「業務管理責任者」と訳した Operations Manager については、次のような記述も確認される。「業務管理責任者

である Robert Rickman は、森林管理の監督 (oversight of forest management)、および当社の子会社が所有する木材資産の実現プロセス (realisation process for the timber assets) に責任を負っている」(CB2019, p.8)。これらの記述から、Cambium グループの実業を統括するのは業務管理責任者であり、2019 年度その職にあったのは Robert Rickman 氏だったことが明らかとなる。Robert Rickman 氏の経歴については、2019 年度アニュアルレポートには掲載されていないため、本年 2021 年における Cambium グループ HP (PEOPLE) から、抜粋翻訳したものを以下に示す。

Robert Rickman⁽⁵⁾

Robert Rickman は、多くの林業企業で常勤および非常勤の様々な役職を歴任してきた。2021 年現在も、英国および国際的な多くの林業および森林産業会社の取締役および顧問を務めている。例えば、2001 年から 2007 年までは、英国とニュージーランドで林業を営む AIM 上場企業である Highland Timber Plc の取締役であり、後に議長まで務めた。また彼は、世界中でテクノロジーベースの投資および管理業務を行っている Rockley Group の創業パートナーでもある。彼は、農林科学の MA (文系修士号) および森林管理および森林地管理 (Forestry and its relation to Land Management) の MSc (理系修士号) を、オックスフォード大学から授与されている。彼は現在、英国勅許林業士協会 (UK Institute of Chartered Foresters) の会員である。

上記の経歴からも分かるように、Robert Rickman 氏は、3 名の取締役達とは異なり、林業を中心とした森林業管理のプロである。特に注目されるのは、森林地管理の学位を修得している点である。Cambium グループの中心的な事業はブラジルにおける森林地投資にあるため、同氏の専門知識や経歴はグループにとって貴重なはずであり、だからこそ業務管理責任者 (Operations Manager) という、取締役とは異なるが重要な役職に就いてきたことが指摘され得る。

4 Cambium グループの連結財務諸表

本章では、Cambium グループの連結財務諸表を中心に、グループの経理・開示状況について確認していく。まず、財務諸表の作成責任について、さらに Cambium グループが準拠する会計基準について、「財務報告に関する取締役の責任 (Directors' responsibilities with regards to financial reporting)」における次の記述から確認する。「適用される法律および規制に従って、取締役は財務諸表を作成する責任がある。会社法 (ジャージー会社法—戸田) は、取締役に対し、会計年度ごとに財務諸表を作成することを義務づけている。当該法律の下で、彼ら取締役は国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards) および該当適用法を遵守して財務諸表を作成することを選択した。ジャージー会社法の下 (Under Jersey company law)、取締役は、グループの状況およびその期間のグループの利益または損失について、真実かつ公正な概観

(a true and fair view) が与えられていると納得しない限り、財務諸表を承認してはならない」(CB2019, p.9. 傍点筆者挿入)。

上記記述より、財務諸表の作成責任は取締役であり、財務諸表作成にあたり準拠せねばならぬ強制法規はジャージー会社法なのであり、その下において、IFRS はあくまで取締役の自由意思により選択された財務諸表作成基準であることが確認される。よって、財務諸表が何に準拠して「真実かつ公正な概観 (a true and fair view)」を与えていると判断されるかという点、それはあくまでジャージー会社法であり、IFRS ではないことに注意を要しよう。さらに、「財務諸表の作成と伝達を規定するジャージーの法律は、他の法域の法律とは異なる場合がある」(CB2019, p.9) と明言されているように、会社法を含むジャージーの各種法律は、資本や配当金に対する規制が一般に常識とされてきたものとは異なる可能性があることに注意を払う必要がある。

なお、ジャージー会社法により取締役に負わされた財務諸表の作成責任についてであるが、これはより正確に言えば、財務諸表作成の最終的な責任を負わされたということであり、もちろん途中の経理事務を担わなければならないというわけではない。この事情について、次の記述から確認する。「(取締役により構成される一戸田) 取締役会は、会社の管理活動や、独立した監査を受ける年次報告書および財務諸表の作成を請け負ってもらうため、外部のサービス業者 (external providers) と契約している」(CB2019, p.8)。会社の管理業務や秘書業務については、実際に Praxis IFM Trust Limited や Praxis Fund Services Limited といった外部サービス業者に委託しており、またそうすることが内部統制にとっても好ましいはずであることが、2019年度アニュアルレポート 8 頁に記されている。つまり、Cambium グループの「管理機能は、すべて独立した第三者サービス業者 (independent third parties) に委託されている」(CB2019, p.8) のである。

作成された 2019 年度連結財務諸表は、最終的に、「2019 年 7 月 24 日、取締役会によって承認および発行が承認された」(CB2019, p.16)。取締役会は取締役 3 名によって構成されるため実質的な相違は認められないものの、形式的には、財務諸表の作成責任は取締役 (Directors) が、当該「財務諸表の承認 (approval of financial statements)」(CB2019, p.6) は取締役会 (Board) が担うという役割分担がされている。なお、監査については、2007 年の Cambium Global Timberland Limited 設立以来、12 年連続で KPMG Channel Islands Limited が外部監査法人に任命されてきた (CB2019, p.10)。

ここで、2019 年度の Cambium グループの連結財務諸表 4 表を、アニュアルレポート掲載順に次に示す。

連結包括利益計算書

2019年4月30日に終了する一会計期間

	継続事業 ⁽⁶⁾	注記	2019年4月30日 £	2018年4月30日 £
金融費用		10	(97,510)	(33,805)
純外貨換算損失			(2,501)	(1,650)
純金融費用			(100,011)	(35,455)
管理費用		7	(574,990)	(460,223)
当期継続事業損失			(675,001)	(495,678)
<u>非継続事業</u>				
収益 ⁽⁷⁾		6	-	116,557
売却目的保有資産の処分差益(差損)		15	(72,556)	709,845
売却目的保有資産および同処分グループの公正価値評価増 ⁽⁸⁾		5, 15	587,773	691,396
			515,217	1,517,798
管理費用		7	(74,077)	(168,987)
森林管理費用 ⁽⁹⁾		8	(6,349)	(3,750)
その他の森林関係営業費		9	(615,322)	(691,785)
引当金変動額 ⁽¹⁰⁾		26	-	3,191,119
			(695,748)	2,326,597
非継続事業からの営業利益(損失)			(180,531)	3,844,395
金融費用		10	(3,350)	(3,265)
外国子会社処分による前年度財産譲渡利得調整		17	-	615,145
純外貨換算利得			-	13,239
純金融収益(費用)			(3,350)	625,119
税引前非継続事業利益(損失)			(183,881)	4,469,514
租税額		11	-	-
当期非継続事業利益(損失)			(183,881)	4,469,514
当期純利益(損失)			(858,882)	3,973,836
その他の包括損失				
利益または損失に再分類される、あるいはその可能性がある諸項目 (税引後)				
非継続外国事業の財産譲渡による外貨換算損失		17	(816,903)	(2,465,983)
外国子会社処分に関する前年度財産譲渡利得の再分類		17	-	(615,145)
その他の当期包括損失			(816,903)	(3,081,128)
当期包括利益(損失)合計			(1,675,785)	892,708
基本および希薄化後一株当たり利得(gain)		12	(1.07) pence	4.84 pence
基本および希薄化後継続事業一株当たり損失		12	(0.84) pence	(0.60) pence
基本および希薄化後非継続事業一株当たり利得(損失)		12	(0.23) pence	5.44 pence

継続事業および非継続事業からのすべての損益は、親会社の株主に帰属する。非支配株主持分はない。

(出所：CB2019, p.15)

連結財政状態計算書

2019年4月30日現在

	注記	2019年4月30日 £	2018年4月30日 £
流動資産			
売却目的保有資産 ⁽¹¹⁾	15	14,292,311	14,774,260
売掛金およびその他の未収債権	16	208,641	391,800
現金および現金同等物		1,137,281	3,071,863
資産合計		15,638,233	18,237,923
流動負債			
売却目的保有負債	15	74,072	165,731
関係団体への未払債務	18	1,539,237	1,444,272
買掛金およびその他未払債務	19	77,529	63,923
負債合計		1,690,838	1,673,926
純資産（Net assets）⁽¹²⁾	13	13,947,395	16,563,997
持分（Equity）			
資本金	22	2,000,000	2,000,000
分配可能準備金 ⁽¹³⁾	23	82,648,243	83,589,060
海外事業統合為替差額準備金	23	2,802,225	3,619,128
繰越損失		(73,503,073)	(72,644,191)
持分合計		13,947,395	16,563,997
一株当たり純資産価値	13	18.8 pence	20.2 pence

(出所：CB2019, p.16)

連結持分変動計算書

2019年4月30日に終了する一会計期間

	資本金 £	分配可能準備金 £	換算準備金 £	累積損失 £	合計 £
2018年4月30日現在	2,000,000	83,589,060	3,619,128	(72,644,191)	16,563,997
当期包括損失合計					
当期損失	-	-	-	(858,882)	(858,882)
その他包括損失					
非継続外国事業の外貨換算損失（注記17）	-	-	(816,903)	-	(816,903)
包括損失合計	-	-	(816,903)	(858,882)	(1,675,785)
所有者との取引					
自社株買い（注記22） ⁽¹⁴⁾	-	(940,817)	-	-	(940,817)
所有者との取引合計	-	(940,817)	-	-	(940,817)
2019年4月30日現在	2,000,000	82,648,243	2,802,225	(73,503,073)	13,947,395

(出所：CB2019, p.17. 2018年度は省略)

連結キャッシュ・フロー計算書
2019 年 4 月 30 日に終了する一会計期間

	注記	2019 年 4 月 30 日 £	2018 年 4 月 30 日 £
営業活動キャッシュ・フロー			
当期純利益 (損失)		(858,882)	3,973,836
修正:			
売却目的保有資産および同処分グループの公正価値評価増	15	(587,773)	(691,396)
引当金の減少 (Decrease in provision)	15	-	(3,191,119)
売却目的保有資産の処分差益 (差損)	15	72,556	(709,845)
外国子会社処分による前年度換算差益の再分類		-	(615,145)
純金融費用 (外貨換算差額除外) - 継続事業	10	97,510	33,805
純金融費用 (外貨換算差額除外) - 非継続事業	10	3,350	3,265
引当金の決済 (Settlement of provision)	26	-	(1,413,874)
売掛金およびその他の未収債権の減少 (増加)		161,274	(344,831)
買掛金およびその他の未払債務の減少		(78,053)	(65,769)
		(1,190,018)	(3,021,073)
税金支払		-	-
営業活動キャッシュ・フロー		(1,190,018)	(3,021,073)
投資活動キャッシュ・フロー - 非継続事業			
売却目的保有資産の売却による純収入		353,801	2,621,100
土地およびプランテーションへの資本化コスト	15	(151,776)	-
投資活動キャッシュ・フロー		202,025	2,621,100
財務活動キャッシュ・フロー			
関連団体からの借入収入	18	-	1,413,874
自社株買い	22	(940,817)	-
外貨換算差額を除く、純金融費用		(5,895)	(37,070)
財務活動キャッシュ・フロー		(946,712)	1,376,804
現金および現金同等物の純増加 (減少)		(1,934,705)	976,831
外貨換算差額		123	(176,996)
当期期首残高		3,071,863	2,272,028
当期期末残高		1,137,281	3,071,863

(出所: CB2019, p.18)

本章の最後に、上記に掲げた Cambium グループの基本財務 4 表を概観する。まず、連結包括利益計算書からは、すでに確認したように税額がゼロであったばかりでなく、収益もゼロであったこと、さらに包括利益を上昇させたのは、非継続事業における「売却目的保有資産および同処分グループの公正価値評価増」ただ一項目のみだったこと等が確認される。連結財政状態計算書からは、総資産の約 91% を「売却目的保有資産」が占めていること、繰越損失が巨額のマイナス (-73,503,073 £) であるにもかかわらず純資産額がプラス (13,947,395 £) を維持できているのは、「分配可能準備金」の金額 (82,648,243 £) が大きいこと、さらに Cambium グループの最重要戦略である「一株当たり純資産価値 (NAVPS)」は、2018 年度より 1.4 pence 減少し 18.8 pence という結果であったこと等が確認される。連結持分変動計算書からは、自社株買いが行われ、持分 (純資産) を 940,817 £ 減少させたことが確認される。最後に、連結キャッシュ・フロー計算書からは、営業活動キャッシュ・フローと投資活動キャッシュ・フローと財務活動

キャッシュ・フローとが、マイナス (-1,190,018 万)・プラス (+202,025 万)・マイナス (-946,712 万) という、通常の健全な企業であれば見ることが稀なキャッシュ・フローの状態であったことが確認される。

5 Cambium グループの公正価値測定—グループにおける基本原則の確認、および投資不動産・プランテーションに対する測定方法について—

本章以降では、Cambium グループの公正価値測定の実態を明らかにしていくが、その前に、そもそもいったい誰が、どのようにして公正価値測定を行っていたのかという点を確認しておきたい。この点に関しては、「監査意見報告書」における、次の記述が明確に語っている。

「Cambium グループは、投資不動産およびプランテーションを公正価値により会計報告している。市場価格または同等の観察可能な市場取引がない場合、取締役は、評価方法 (valuation methodology)⁽¹⁵⁾を用いて投資不動産およびプランテーションの公正価値を見積もる必要がある。これには、判断の適用および注記 14 に記載されているような仮定の使用が必要である。取締役は、評価プロセスを支援するために第三者の価値評価人 (third party valuer) と契約を結び、当該第三者による評価 (third party valuation) に割引を適用して、投資不動産およびプランテーションの公正価値を見積もっている」(CB2019, p.12)。

上記記述から確認できることは、まず、公正価値測定は Cambium グループの投資不動産とプランテーションに対して行われ、かつその主体は取締役だということである。さらに、最終的な公正価値を取締役が決定する際に、第三者の価値評価人 (valuer) による評価により支援を受けていることも確認される。こういった公正価値測定に関する Cambium グループの基本原則については、「注記 14 投資不動産およびプランテーション」における次の記述により、さらにより詳細に確認することができる。「投資不動産およびプランテーションは、2019 年 4 月 30 日現在において、売却費用控除後の見積公正価値で繰越される。当該見積公正価値は、外部の独立した専門的価値評価人の評価 (external independent professional valuers' valuations)、投資不動産およびプランテーションに対して受け取った最新のオファー、および潜在的購入者 (prospective purchasers) に影響を与えるかもしれないその他の要因に対する取締役の評価等を、取締役が考慮することによって決定されたものである。投資不動産およびプランテーションの公正価値測定は、使用された評価技法への重要なインプットが観察不能 (unobservable) な性質に基づいていることにより、レベル 3 公正価値として分類される。なお、独立した価値評価の結果如何にかかわらず、取締役は、業務管理責任者や他のアドバイザーの見解や最新の受取オファーを参照して、グループの投資不動産およびプランテーションの (最終的な公正価値—戸田) 評価について彼ら自身の判断を下す (the Directors make their own judgement on the valuations)」(CB2019, p.29)。

Cambium グループにおける公正価値測定の基本原則については、上記記述から、さらに詳細

に確認することができる。まず、売却費用控除後の見積公正価値を最終的に決定するためには、先に確認した外部の独立した専門的価値評価人の評価だけでなく、受け取った最新のオファーや、潜在的購入者に影響を与えるかもしれない要因までもが、取締役によって考慮される。また、投資不動産およびプランテーションの公正価値は、インプット情報が観察不能な性質のため、レベル3公正価値として分類される。さらに、投資不動産およびプランテーションに対する公正価値の決定に際し、取締役は、Cambiumグループ内部の業務管理責任者等の見解までも参考にしながら、彼ら自身の判断を最終的に下しているのである。

これまで確認された以上の基本原則に基づき、Cambiumグループの投資不動産およびプランテーションは公正価値測定されることになる。両資産に対する測定については、「注記3 重要な会計方針」において、「投資不動産およびプランテーション」という項目の下、さらに詳細に記述されているので、以下にその翻訳全文を確認していく。

「投資不動産およびプランテーション

a) 投資不動産

土地は、資本増価 (capital appreciation) の目的で保有されているため、投資不動産に分類される。投資不動産は、不動産に関連する将来の経済的便益が企業に流入する可能性が高く、かつ不動産の取得原価 (cost) を信頼性をもって測定できる場合に、資産として認識される。投資不動産は当初、取引費用を含む取得原価で測定される。

投資不動産は、公正価値で再測定される。公正価値とは、現在の市況の下における測定日において、市場参加者間で投資不動産を売却するための秩序ある取引が行われる際の価格のことである。公正価値は、受け取った最新のオファー、現行の木材に対する値付け (current wood pricing)、および独立した専門家の評価を参照して、取締役によって決定される。投資不動産の公正価値の変動または処分から生ずる利得損失は、包括利益計算書の損益として認識される。

b) プランテーション

プランテーションは、過去の事象の結果として当グループがその資産を支配し、将来の経済的便益が当グループに流入する可能性が高く、資産の公正価値または取得原価を信頼性をもって測定できる場合、生物資産 (biological assets) として認識される。プランテーションは、当初認識時に測定され、さらに各報告日に売却費用控除後の公正価値で測定される。公正価値は、受け取った最新のオファーおよび独立した専門家の評価を参考にして、取締役によって決定される。プランテーションの公正価値の変動またはプランテーションの処分から生じる利得損失は、包括利益計算書の損益として認識される。グループのプランテーションは、消費可能で成熟した生物資産として分類される。プランテーションから収穫された農産物 (agricultural produce) は、収穫された木材 (harvested timber) として分類される。プランテーション (農産物一戸田)

の公正価値の変動あるいはその処分から生じる利得損失は、包括利益計算書の損益として認識される」（CB2019, p.22）。

以上で確認された通り、Cambium グループの投資不動産およびプランテーションは、それぞれの対象に応じた方法で公正価値測定されることになるわけだが、本章の最後に、それぞれの最終的な公正価値測定額について確認しておきたい。

なお、「当グループの投資不動産およびプランテーションは、売却目的保有資産および同処分グループとして分類される」（CB2019, p.29）ため、さらに、「売却目的保有資産はすべてブラジルにある」（CB2019, p.34）ため、以下のブラジル処分グループの構成表においては、Cambium グループのすべての投資不動産およびプランテーションの公正価値測定額が表示されていることになる。下記の表で確認できるように、投資不動産の公正価値測定額は9,505,966 ㎥、プランテーションの公正価値測定額は4,683,176 ㎥であった。なお、両公正価値の合計14,189,142 ㎥に、売掛金およびその他の未収債権103,169 ㎥を加えた総合計14,292,311 ㎥が、Cambium グループの売却目的保有資産なのであり、連結財政状態計算書における売却目的保有資産の金額と当然ながら一致する。

ブラジル処分グループの構成表

	売却目的保有資産 ㎥	売却目的保有負債 ㎥	2019年4月30日 ㎥	2018年4月30日 ㎥
投資不動産	9,505,966	-	9,505,966	9,111,848
プランテーション	4,683,176	-	4,683,176	5,581,128
売掛金およびその他の未収債権	103,169	-	103,169	81,284
買掛金およびその他の未払債務	-	74,072	(74,072)	(165,731)
	14,292,311	74,072	14,218,239	14,608,529

（出所：CB2019, p.34）

6 Cambiumグループの公正価値測定—Agua Santa, Ribeirao do Gado, Forquilha および 3R Tocantins におけるその実態について—

前章において確認されたのは、Cambium グループにおける公正価値測定の基本原則であり、投資不動産・プランテーションに対する公正価値の測定方法についてであった。本章においては、グループの事業が実際に展開されていたブラジルにおいて、具体的にどのような公正価値測定が行われていたのかを確認していく。なお、ブラジルにおける事業は、具体的には、Agua Santa, Ribeirao do Gado, Forquilha および 3R Tocantins の4地区で展開されており、投資不動産およびプランテーションの公正価値測定についても、この4事業地区ごとにその説明が行われている。そこで、2019年度アニュアルレポートにおける掲載順に従い、まずは、プランテーションの公正価値測定を4事業地区ごとに記述したものの翻訳文を次に示していく。

「プランテーション

(i) a) プランテーション— Agua Santa

当年度中、当グループは、Agua Santa 農場のプランテーションを売却する契約に合意した。年度末に引き続いて、当グループは、Agua Santa のすべての不動産 (entire Agua Santa property)⁽¹⁶⁾を同じ購入者に5.9百万£ (30.0百万BRL) で売却する契約に合意することについて協議中である。この契約は、それ以前に合意されたプランテーションだけ (plantations alone) の売却契約に取って代わるものであり、24ヶ月にわたり生じる決済を伴っている。取締役会は、協議中であるこの後からの契約に基づきプランテーションは評価されるべきであり、繰延決済のための適切な割引を差し引いた額を (最終一戸田) 決定した。結果的に、Agua Santa プランテーションは、財務諸表において、見積売却費用0.14百万£控除前であると2.9百万£ (14.6百万BRL) と評価される。

(i) b) プランテーション—Ribeirao do Gado

当年度中、当グループは、Ribeirao do Gado 農場のプランテーションを売却する契約に合意した。年末に引き続いて、当グループは、Ribeirao do Gado のプランテーションの購入者と、上記同様、プランテーション単独売却契約を1.5百万£ (7.8百万BRL) の不動産全体の売却へと転換することを協議中である。取締役会は、協議中であるこの後からの合意 (agreements) に基づきプランテーションは評価されるべきであり、繰延決済のための適切な割引を差し引いた額を (最終一戸田) 決定した。結果的に、Ribeirao do Gado プランテーションは、財務諸表において、見積売却費用0.04百万£控除前であると0.8百万£ (4.2百万BRL) と評価される。

(i) c) プランテーション—Forquilha

独立した価値評価人 (independent valuer) は、Forquilha のプランテーションを0.9百万£ (4.7百万BRL) (2018年: 0.8百万£ (3.8百万BRL)) と評価した。取締役は、当該評価額について、2019年4月30日現在におけるプランテーションの公正価値の、見積売却費用0.05百万£ (2018年度: 0.05百万£) 控除前の合理的な見積もりを表すものと信じるものである (believe) (CB2019, p.31)。

「(i) d) プランテーション—3R Tocantins

独立した価値評価人は、3R Tocantins のプランテーションにおける伐採後の再成長 (regrowth)⁽¹⁷⁾を、0.3百万£ (1.7百万BRL) (2018年4月30日: 0.6百万£ (2.6百万BRL))、伐採された丸太を含む) と評価した。取締役は、見積売却コスト0.02百万£ (2018年: 0.01百万£) 控除前の当該評価額を、2019年4月30日現在におけるプランテーション

の公正価値の合理的な見積もりを表すものと信じるものである。当年度中、当グループは、3R Tocantins に残存する樹木作物を、公営のブラジル紙パルプ会社である Suzano へ売却することを完了させた。売却された木材のほとんどは収穫済みであり、2018年4月30日に代金が支払われたものだった。木材の所有権は、収穫され3R Tocantins 不動産から除去されると同時に、Suzano に移転していた」(CB2019, p.32)。

以上の記述で確認されるのは、Agua Santa, Ribeirao do Gado, Forquilha および 3R Tocantins の4事業地区において、プランテーションの公正価値がどのように測定されていたのかという実態であった。次に簡潔に概観しておく。まず、Agua Santa および Ribeirao do Gado のプランテーションに対しては、驚くべき公正価値測定が行われていた。両事業地区のプランテーションは、当年度中に売却されていたにもかかわらず、年度末以降に協議中の新たな契約に基づき評価されるべきだと、公正価値測定の最終権限を有する取締役によって決定されたのである。しかもこの協議中の契約は、当年度中のプランテーションだけの売却契約と異なり、不動産全体（プランテーション+投資不動産）の売却契約であった。なお、両事業地区におけるプランテーションに対しては、前章で確認した「プランテーションに対して受け取った最新のオファー」を取締役が最重視して、その公正価値が決定されたことになる。次いで、Forquilha および 3R Tocantins の事業地区であるが、両事業地区におけるプランテーションは、Agua Santa および Ribeirao do Gado とは異なり、独立した価値評価人による評価を取締役が最重視して、その公正価値が決定されたことになる。

ブラジルの4事業地区におけるそれぞれのプランテーションの公正価値が、どのように実際に測定されていたのかについての実態確認は、以上の通りである。さらに、投資不動産の公正価値測定につき4事業地区ごとに記述した部分の翻訳文を、長文となるが以下示していく。

「投資不動産

(ii) a) 投資不動産— Agua Santa

当年度中、当グループは、Minas Gerais 州の Agua Santa 農場のプランテーションを売却する契約に合意した。年末に引き続いて、当グループは、Agua Santa の全資産を同じ購入者に5.9百万£ (30.0百万BRL) で売却する契約に合意することについて協議中である。この契約は、以前に合意されたプランテーションだけ (plantations alone) の売却契約に取って代わるものであり、24ヶ月にわたり生じる決済を伴っている。取締役会は、協議中であるこの後からの契約に基づき投資不動産は評価されるべきであり、最終評価額は繰延決済のための適切な割引をここから差し引いた額であると決定した。結果的に、Agua Santa 投資不動産は、財務諸表において2.2百万£ (11.5百万BRL) と評価される。

(ii) b) 投資不動産—Ribeirao do Gado

当年度中、当グループは、Minas Gerais 州の Ribeirao do Gado 農場のプランテーションを売却する契約に合意した。年末に引き続いて、当グループは、Ribeirao do Gado のプランテーションの同じ購入者と、上記同様、プランテーション単独売却契約を、24 ヶ月にわたり生じる決済を伴った 1.5 百万 £ (7.8 百万 BRL) の不動産全体の売却へと転換することを協議中である。取締役会は、協議中であるこの合意に基づき投資不動産は評価されるべきであり、最終評価額は繰延決済のための適切な割引をここから差し引いた額であると決定した。結果的に、Ribeirao do Gado 投資不動産は、財務諸表において 0.6 百万 £ (2.8 百万 BRL) と評価される。

(ii) c) 投資不動産—Forquilha

独立した価値評価人は、Minas Gerais 州の不動産の中で 3 番目の農場である Forquilha における販売目的保有投資不動産を、4.0 百万 £ (20.6 百万 BRL) (2018 年：5.0 百万 £ (24.0 百万 BRL)) と評価した。しかしながら、取締役は、不動産内における非生産的な土地の割合が高いことを考慮し、当該独立評価額を約 19% (3.8 百万 BRL (0.7 百万 £)) (2018 年：29% (6.9 百万 BRL (1.4 百万 £)) 割引くことが慎重な (prudent) 態度であると考えた。当該割引率は、2015 年 4 月 30 日に終了した年度における最新のオファー、および価値評価人が想定する生産性レベルの達成に必要な林業または農業ライセンスが付与される不確実性を考慮に入れたものであり、割引の結果、Forquilha の土地の帳簿価額は 3.3 百万 £ (16.6 百万 BRL) (2018 年：3.5 百万 £ (16.8 百万 BRL)) となった。

Forquilha の土地に対する調整された評価に到達する際に、取締役は、土地の経済的可能性の指標として、したがって暗黙裡にその価値の指標として、地域で普及している現在の木材価格を考慮した。これに関連して、取締役は、2009 年に土地が購入されてから (その当時はブラジルに活発な土地市場があった)、木材価格はまるで不振のままであったにもかかわらず、独立した価値評価人による土地の価値の見積もりが、Minas Gerais における購入価格を約 76% も上回っていることに注目した。このことと、さらに、土地評価額はグループが Agua Santa と Ribeirao do Gado の農場売却について協議できた価格にも内在しているので、独立した価値評価人が Forquilha の土地の経済的便益について楽観的すぎるという取締役の見解は支持されるものであり、また、その土地の価値は当初の購入価格とより近似を示しているという彼ら取締役の評価は、現在の市場における公正価値のより現実的な見方を示すと信じられる。取締役はまた、Forquilha の土地の特定の地域が植栽不能 (unplantable) なままであるという事実を考慮し、土地から価値を生み出すためにこれらの地域に可能な代替利用策を模索してきた。取締役は、上述のような種々修正された評価が、2019 年 4 月 30 日および 2018 年 4 月 30 日現在における Forquilha の土地の公正価値についての最善の見積

もりを提供すると信ずるものである（believe）。

しかしながら近年、この地域で同等の土地売却がほぼ完全に不足していることを考えると、取締役は、Forquilha 投資不動産の評価プロセスの継続的で固有の不確実性と、もしこれらが売却されるとして実現されるであろう実際の価値（actual value that would be realised if this were sold）と公正価値とが大幅に異なる（differ materially）であろうことを認識するものである。

(ii) d) 投資不動産—3R Tocantins

独立した価値評価人は、3R Tocantins における売却目的保有投資不動産を、6.8 百万 £（34.5 百万 BRL）（2018 年：7.0 百万 £（33.7 百万 BRL））と評価した。しかしながら、近年この地域で同等の土地売却がほぼ完全に不足していることや、2016 年 4 月 30 日に終了した年度における土地に対する最新のオファーをも考慮に入れ、取締役は、価値評価人により見積もられた裸地の価値（bare land values）を慎重に評価し直した。その結果、独立評価額に約 49%（17.0 百万 BRL（3.3 百万 £））（2018 年：48%（16.2 百万 BRL（3.4 百万 £））の割引を適用し、結果として、3R Tocantins の土地の帳簿価額は 3.4 百万 £（17.5 百万 BRL）（2018 年：3.6 百万 £（17.5 百万 BRL））となった。

3R Tocantins の土地に対する調整された評価に到達する際に、取締役は、土地の経済的可能性の指標として、したがって暗黙裡にその価値の指標として、地域で普及している現在の木材価格を考慮した。これに関連して、取締役は、2009 年に土地が購入されてから（その当時はブラジルに活発な土地市場があった）、木材価格はまるで不振のままであったにも関わらず、独立した価値評価人による土地の価値の見積もりが、3R Tocantins における購入価格を約 91% も上回っていることに注目した。このことと、さらに、土地評価額はグループが Agua Santa と Ribeirao do Gado の農場売却について協議できた価格にも内在しているので、独立した価値評価人が 3R Tocantins の土地の経済的便益について楽観的すぎるという取締役の見解は支持されるものであり、また、その土地の価値は当初の購入価格とより近似を示しているという彼ら取締役の評価は、現在の市場における公正価値のより現実的な見方を示すと信じられる。取締役はまた、3R Tocantins の土地の特定の地域が植栽不能なままであるという事実を考慮し、土地から価値を生み出すためにこれらの地域に可能な代替利用策を模索してきた。取締役は、上述のような種々修正された評価が、2019 年 4 月 30 日および 2018 年 4 月 30 日現在における 3R Tocantins の土地の公正価値についての最善の見積もりを提供すると信ずるものである。

しかしながら近年、この地域で同等の土地売却がほぼ完全に不足していることを考えると、取締役は、3R Tocantins 投資不動産の評価プロセスの継続的で固有の不確実性と、もしこれらが売却されるとして実現されるであろう実際の価値と公正価値とが大幅に異なるであ

ろうことを認識するものである」(CB2019, p.33)。

以上の記述で確認されるのは、Agua Santa, Ribeirao do Gado, Forquilha および 3R Tocantins の4事業地区において、投資不動産の公正価値がどのように測定されていたのかという実態であった。先のプランテーションの場合と同様、この点を簡潔に概観しておく。まず、Agua Santa および Ribeirao do Gado の投資不動産に対しては、両事業地区におけるプランテーションの公正価値測定と同様、当年度中にプランテーションだけが単独売却されていたにもかかわらず、年度末以降に協議中の不動産全体に対する新たな契約に基づき評価されるべきだと、公正価値測定の最終権限を有する取締役によって決定されたのである。なお、両事業地区における投資不動産に対しては、プランテーション部分と同様、「受け取った最新のオファー」を取締役が最重視して、その公正価値が決定されたことになる。次いで、Forquilha および 3R Tocantins の事業地区であるが、両事業地区における投資不動産は、独立した価値評価人による評価をベンチマークとして、それに対して、Forquilha および 3R Tocantins の土地に内在する固有の問題（土地売却不振、植栽不能地域の存在）、さらには産出木材価格の不振等を種々考慮に入れた割引を施し、最終的に取締役によりその公正価値が決定されたことになる。なお、土地売却不振や植栽不能地域の存在、さらには産出木材価格の不振等につき種々考慮した割引を実施するということは、前章で確認した「潜在的購入者に影響を与えるかもしれないその他の要因」を取締役が考慮して、その公正価値が決定されたということになる。

以上本章では、ブラジルで展開される4事業地区において、Cambium グループのプランテーションおよび投資不動産に対する公正価値測定が、具体的にどのように実施されていたのかについての実態を確認したことになる。

7 おわりに

本稿は、ブラジル森林地投資企業である Cambium グループの2019年度アニュアルレポートを対象として、IFRS 採用企業による公正価値測定の実態を調査したものである。調査にあたっては、まず、Cambium グループの取締役等を含めた概要や基本財務諸表と共に、グループの戦略を確認した。さらに、Cambium グループの公正価値測定について、グループの基本原則およびプランテーション・投資不動産に対する測定方法を確認した。その上で、ブラジルにおける4事業地区において、プランテーションおよび投資不動産の公正価値測定が具体的にどのように実施されたのかという実態を、調査・確認した。

ここで改めて、Cambium グループの特異性に触れておくとともに、最後に同グループのIFRS採用の意味について若干の考察を行いたい。Cambium グループの事業はブラジルで展開されているが、親会社の Cambium Global Timberland Limited の本社は、英国王室属領チャネル諸島ジャージーに置かれている。タックスハイブんで有名なジャージーに親会社本社があるため、

Cambium グループは英国の規制も EU の規制も受けず、ただジャージー会社法を中心とするジャージーの法律にのみ則ればよいことになる。よって、Cambium グループの連結財務諸表が真実かつ公正な概観を与えるのかどうかは、IFRS ではなく、ジャージー会社法にのみ準拠して判断されることとなる。

Cambium グループは、確かに財務諸表作成基準として IFRS を採用してはいるが、それは欧州の上場企業のように義務としてではなく、あくまでグループの自由意思によって選択しているのである。ここで重要なのは、IFRS はその当初から、測定属性として公正価値を重視する指向を有する会計基準であるということである。Cambium グループは、IFRS を財務諸表作成基準として選択することにより、事業展開の柱である生物資産としてのプランテーションや投資不動産としての土地に対して、大手を振って公正価値による測定を実施できたことになる。プランテーションや投資不動産に対する測定に対しては、外部の専門的価値評価人による評価の他、グループ内部の業務管理責任者の見解、さらには受け取った最新のオファーや潜在的な購入者に影響を与える可能性のある要因、果ては協議中の将来の契約までもが考慮され、最終的には取締役自身の判断に基づく決定が行われていた。取得原価と異なり測定の自由度が格段に大きくなった公正価値であるが、Cambium グループにとって重要なのは、公正価値測定によって計上されるプランテーションおよび投資不動産の評価増である。なぜなら、Cambium グループが最重視する戦略目標が、1株当たり純資産価値（Net Asset Value per share）であるからである。グループの最大資産であるプランテーションおよび投資不動産に対し、取締役自身の判断によりその測定額が決定できることは、2019年度の収益がゼロ⁽¹⁸⁾であったような Cambium グループにとって、欠くべからざるほど重要な戦略達成上の手段の一つだと考えられよう。

以上本稿では、ブラジル森林地投資企業である Cambium グループの2019年度アニュアルレポートを対象として、その公正価値測定に関する実態を様々な角度から調査・確認すると共に、公正価値測定の有する含意についても若干の考察を加えた。世界中の農林漁業企業による公正価値測定に関しては、未だ明らかになっていない点が多々あるため、当該調査を今後も引き続き進めていく予定である。

注

- 1) 原文表題は、Annual Report and Audited Consolidated Financial Statements: For the year ended 30 April 2019、である。本稿中における引用表記については、「2 Cambium グループの概要と基本戦略」でも記したように、「CB2019」という略称を使用している。
- 2) Cambium Global Timberland Ltd. の HP トップ（WELCOME）の URL は次の通り。
<https://www.cambium.je/>（最終確認：2021年7月27日）
- 3) ジャージーの島内法が独特である点については、例えば「取締役報告」の中の「コーポレート・ガバナンス（Corporate governance）」における次の記述も参照のこと。「（Cambium グループは—戸田）ジャージー法人として、また企業の AIM 規則に基づき、英国財務報告審議会が発行した英国のコーポレートガバナンスコード（「FRC コード」）に準拠する必要はない。2018年3月21日、1988年の共同投資ファンド（ジャージー）法に従い、ジャージー金融サービス委員会は、認定ファンドの最新の行動規範（「CF

コード])を発行した」(CB2019, p.6)。

なお、上記で触れられている AIM 規則、正確には AIM 規則 26 (AIM Rule 26) により、Cambium グループへの規制は、英国財務報告審議会でも国際会計基準審議会 (IASB) でもなく、共同投資ファンド (ジャージー、1988) 法に基づきジャージー金融サービス委員会がその任にあたることとなっている。

- 4) Antony R Gardner-Hillman のファーストネームについては、Tony と表記される場合もあるようである。
- 5) Robert Rickman の経歴については、次を参照した。 <https://www.cambium.je/persons/robert-rickman/> (最終確認：2021年7月27日)
- 6) 継続事業 (Continuing operations) と非継続事業 (Discontinued operations) の区分については、次の記述を参照のこと。「2019年4月30日現在、グループは地理的に2つの場所で事業を行っており、CODM (Chief Operating Decision Maker, 取締役会と同義—戸田) はそのうちジャージーを非事業 (non-operating) セグメントとして、もう1つのブラジルを事業 (operating) セグメントとして特定している。森林地はブラジルに位置する。当年度中において、ジャージーを除くすべてのセグメントは、非継続事業として分類されている」(CB2019, p.25)。つまり、親会社本社が置かれているジャージーの管理事業が継続事業に、森林地投資が実際に行われているブラジルにおける投資ポートフォリオ事業が非継続事業に、Cambium グループの全事業は二区分されていたのである。注意を有すのは、ブラジルにおけるグループ所有のプランテーションおよび土地は、すべて売却を目的として保有されているにすぎないという点である。
- 7) 2019年度のCambiumグループの収益は驚くことにゼロであったことを、2018年度の収益発生状況と共に、次の記述で確認する。「注記6 収益 (Revenue) : 2019年4月30日に終了した会計年度には収益はなかった (2018年4月30日: ハワイの不動産の購入者から、不動産売却終了日の延長に関して受け取った延長支払い)。利益は、関連する期間において発生主義に基づき認識される (Income is recognised in the period it relates to on an accruals basis)」(CB2019, p.26)。
- 8) 「売却目的保有資産および同処分グループの公正価値評価増 (Increase in fair value of assets and disposal group held for sale)」は重要な項目であるにもかかわらず、その金額 (587,773 英鎊) の算出過程については、Cambiumグループの2019年度アニュアルレポートからは確認ができなかった。
- 9) 森林管理費用 (Forestry management expenses) (6,349 英鎊) とは、「価値評価手数料 (Appraisal fees) (6,349 英鎊)」(CB2019, p.27) のことである。これは、外部価値評価人に対して支払われた手数料を意味するものだと考えられる。
- 10) 引当金変動額 (Movement in provisions) は、2019年度ではなく2018年度において巨額 (3,191,119 英鎊) に発生し同年度の純損益を大きく押し上げているが、これを発生させる引当金とその変動の実態について、「注26 偶発資産/引当金 (Contingent asset/Provisions)」における次の記述により確認しておく。「2017年12月21日にグループによって解決されるまで、3R Tocantins が所有する不動産に担保権が存在していた。これは、前の所有者と Banco da Amazonia (BASA) との間の負債をカバーするためであり、担保物件としての不動産を使用する前使用者にお金を貸す際の金融慣行であった。BASA に対する負債は前年度に決済され、以前に発生した3.2百万英鎊の引当金が戻し入れられた (reversal of the previously accrued provision)」(CB2019, p.43)。
- 11) 売却目的保有資産 (Assets held for sale) については、まずは次の記述を参照のこと。「資産は、継続使用ではなく主に売却を通して回収される可能性が高い場合、売却目的保有 (held-for-sale) として分類される」(CB2019, p.22)。売却目的保有資産 (14,292,311 英鎊) は、投資不動産 (9,505,966 英鎊) およびプランテーション (4,683,176 英鎊)、さらに売掛金およびその他の未収債権 (Trade and other receivables, 103,169 英鎊) から構成されているが (CB2019, p.34)、その実態はほぼ投資不動産とプランテーションであると言えよう。

なお、当該資産の評価について、興味深い記述があるので、次に確認する。「このような資産 (売却目的保有資産—戸田) は一般的に、帳簿価額と売却費用控除後の公正価値とのいずれか低い方で (at the lower of their carrying amount and fair value less costs to sell) 測定される。ただし、以前に投資不動産お

よびプランテーションとして分類された売却目的保有資産は、当該再分類の前に適用されていた会計方針を引き続き使用して測定される」(CB2019, p.22)。つまり、売却目的保有資産の本来の測定は、帳簿価額と売却費用控除後公正価値との低価法によるのが本来の原則なのである。しかしながら、売却目的保有という分類前に、投資不動産およびプランテーションとして分類された土地や生物資産に関しては、分類前の測定方法、つまり公正価値測定が継続適用されることになる。

また、投資不動産およびプランテーション以外の、「その他の資産および負債の公正価値は、帳簿価額と著しい差はない」(CB2019, p.34)とされる。したがって、売却目的保有資産に関しては、売掛金およびその他の未収債権は回収不能見込額控除後の帳簿価額がその測定値であるのに対し、大部を占める投資不動産およびプランテーションは売却費用控除後の公正価値がその最終的な測定値であるというのが、Cambium グループの測定実態であったことが確認されよう。

12) 純資産 (Net assets) の金額 (13,947,395 万) の算定過程については、次の「注記 21. 純資産価値の調整 (Net asset value reconciliation)」を参照のこと。

純資産価値調整表

	2019年4月30日に 終了する一会計期間 万	2018年4月30日に 終了する一会計期間 万
前期繰越純資産価値	16,563,997	15,671,289
外貨換算差異	(816,903)	(3,081,128)
売却目的保有資産の処分差益 (差損)	(72,556)	709,845
売却目的保有資産および同処分グループの公正価値増加分	587,773	691,396
自社株買い	(940,817)	-
引当金の減少	-	3,191,119
外貨換算変動に含まれる純金融費用—継続事業	(100,011)	(35,455)
外貨換算変動に含まれる純金融収益—非継続事業	(3,350)	625,119
上記項目以前の損失	(1,270,738)	(1,208,188)
次期繰越純資産価値	13,947,395	16,563,997

(出所: CB2019, p.36)

13) 分配可能準備金 (Distributable reserve) は大変重要な項目の一つであるため、「注 23. 準備金 (Reserve)」の次の記述により、まずは確認する。「2007年6月、当社は資本金勘定を減額し、102,350,000 万の残高を分配可能準備金に振り替えた。この準備金は、自社株買い (2019年4月30日現在: 7,192,957 万、2018年4月30日現在: 6,252,140 万) および配当金支払い (当年度: ゼロ、2018年4月30日現在: 12,508,800 万) のため、当社によって利用されるものである。2019年4月30日現在の残高は 82,648,243 万 (2018年4月30日現在: 83,589,060 万) である」(CB2019, p.37)。つまり分配可能準備金は、配当金支払いおよび自社株買いのための原資たる位置づけの会計項目なのである。

当該分配可能準備金がどのように具体的に設定されていったのかを、「注 22. 資本金 (Stated capital)」についての次の記述により確認する。「当社の授權資本の合計は、無額面株式 250 百万株である。新規発行において、104,350,000 株式が一株 100 pence で発行された。…。2007年2月22日、資本金勘定を 104,350,000 万から 2,000,000 万に減少させる当社の特別決議案が承認された。この承認の認可については、ジャージー王立裁判所により求めがあり、2007年6月29日に認可が下された。102,350,000 万の残高は、その日に分配可能準備金に振り替えられた」(CB2019, p.37)。

上記記述から確認できることは、最初期の元入れによる拠出金 104,350,000 万のうち、2,000,000 万のみを資本金とし、残り 102,350,000 万の残高が振り替えられたのが、最初期の 2007年6月29日における分配可能準備金であったということである。当該分配可能準備金は、2019年までの自社株買いおよび配当金支払いのために、Cambium グループにより利用されてきたのである。驚くべきは、最初期の元入れによる拠出金のうち、実に約 98% の金額が振り替えられていたことと、純粋に株主拠出分である分配可能

準備金を原資として、自社株買いや配当金支払いが実施可能とされていることである。

- 14) 自社株買い (Share buy-backs) については、「注記 22. 資本金 (Stated capital)」についての次の記述により確認する。「当社は、2008年8月15日、株主によって、自社株を市場で購入する権限が付与された。この権限は、その後毎年更新され、直近では2018年9月20日に更新された。当社は、2009年4月30日および2012年4月30日に終了した事業年度においてこの権限を行使し、2,220,000株を買戻し、当該株式を消却した。2015年1月27日、1株当たり25 penceの株式公開買付けにより、5,000,000 英鎊の現金を分配する決議が株主により承認され、その結果、20,000,000株の買戻しと消却が行われた。当年度中、当社は1株当たり平均11.74 penceで自社株8,012,701株を市場で購入した。これらの自社株買いの総費用は940,817 英鎊であり、これらの費用は当社の分配可能準備金の勘定において処理 (charged to the Company's Distributable reserve) された。…。2019年6月6日、当社は1株当たり11.55 penceの価格でさらに389,015株を買戻した」(CB2019, p.37)。株主からの払込金額を原資として自社株買いを行ってよいのかという問題とは別に、一株の最初期払込額が100 penceであったことを考えると、上記買戻し額との差に注目せざるを得ない。
- 15) 公正価値測定を行うための第一歩は、まず「評価方法 (valuation methodology)」をグループ内部で決定し、それに基づいて外部の価値評価人による「評価 (valuation)」を得ることから始まる。この事情については、次の記述を参照のこと。「当グループの資産および負債は、連結財務諸表の注記3に詳細に記載されている会計方針に基づいて評価されている。評価方法 (Valuation methodologies) については、業務管理責任者と議論を重ねてきた。評価 (Valuations) は、外部の独立した価値評価人 (external independent valuers) から毎年取得され、監査委員会によってレビューされる」(CB2019, p.10)。
- 16) Cambium グループが売却を目論む対象が、「すべての不動産 (entire property)」なのか、「プランテーションだけ (plantations alone)」なのかは、注意を要する。「すべての不動産」という場合、プランテーションと投資不動産としての土地を「すべて」含んで売却対象とするということが含意されている。なお、同グループの売却対象についての説明に、「木材および/または土地 (wood and/or land)」(CB2019, p.2) という興味深い表現が見られる。これは、グループが売却するものとして、プランテーションのみか、プランテーション+土地 (投資不動産) か、あるいはアニュアルレポートでは確認できなかったが土地 (投資不動産) のみか、といった少なくとも数種類の対象があり得ることを含意しているよう。
- 17) 「再成長 (regrowth)」とは、3R Tocantins のプランテーションが一旦伐採された後、残った「雑木林 (coppice)」(CB2019, p.2) が再び成長した分である。
- 18) ただし、収益がゼロであること自体は、Cambium グループにとって大きな問題ではない。そもそも、グループの財務諸表は、「株主がグループの業績、ビジネスモデルおよび戦略を評価するために必要な情報を提供する (provide the information necessary for shareholders to assess the Group's performance, business model and strategy)」(CB2019, p.10) ためのものとされているのである。たとえ収益はゼロであっても、売却目的保有資産の公正価値評価増および自社株買いにより、基本戦略である1株当たり純資産価値は軽微な減少で済んだことを評価してもらえれば良いのである。また、2019年度のようにたとえ当該価値が減少したとしても、将来の価格上昇の気運を適宜捉えてプランテーションおよび投資不動産を売却し、その余剰資金で配当あるいは自社株買いを行おうとするビジネスモデルであることを、結果的に株主に評価してもらえれば良いのである。

(付記) 本稿は、科学研究費助成事業 (基盤研究 (C)、課題番号 21K01797) による研究成果の一部である。