

ディスクロージャー制度の在り方 ～投資家に何をどう伝えるか



2019年7月8日

株式会社資本市場研究所きずな

ディスクロージャー制度の概要

日本市場(上場企業)を強化する目的で、コーポレートガバナンス強化が持続的に取り組まれており、上場企業の行動規範としてコーポレートガバナンス・コードが2015年3月に策定され、2018年3月にはその改定と共に、機関投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」が示されている。また、個人投資家などから運用資金を委託される機関投資家などに対しては、日本版スチュワードシップ・コードが「責任ある機関投資家」の諸原則として2014年2月に策定され、2017年5月に改訂され、本年5月初め時点では248社が受け入れを表明している。

このコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが両輪の如く日本企業のガバナンス改革を進め、企業価値向上を目指すのだが、投資家にとって重要なのは両コードを受けて企業から提供される情報発信ということになる。

市場におけるディスクロージャーとは、投資家、株主、

債権者などの意思決定のために、経営実績、財務内容、業務状況などの企業情報を開示することだが、制度としては概ね以下の3つに分かれる。

【法定開示】

企業の状況や戦略・リスクを開示するのは有価証券報告書だが、四半期毎に財務状況など変化のある部分を報告する四半期報告書・半期報告書を含めて継続開示制度ともいう。なお、重要な事項などがあれば適時に臨時報告書を作成する。また、一定額以上の株式や債券を発行する場合は、有価証券届出書等(発行登録書を含む)が求められ、発行後、未上場の発行者でも、上記の継続開示義務を負う。上場会社のガバナンス関連情報については、内部統制報告書が求められる。これらは企業側が作成する開示書類だが、上場企業の株式を大量に取得する場合は、取得者が大量保有報告書を、更に公開買付まで進む場合は公開買付報告書を作成する必要がある。以上は、金融商品取引法に基づく開示制度で、各書類は内閣総理大臣に提出することとなる。また、会社法による開示としては、

株主に提出する事業報告書や法定公告などがある。

【適時開示】

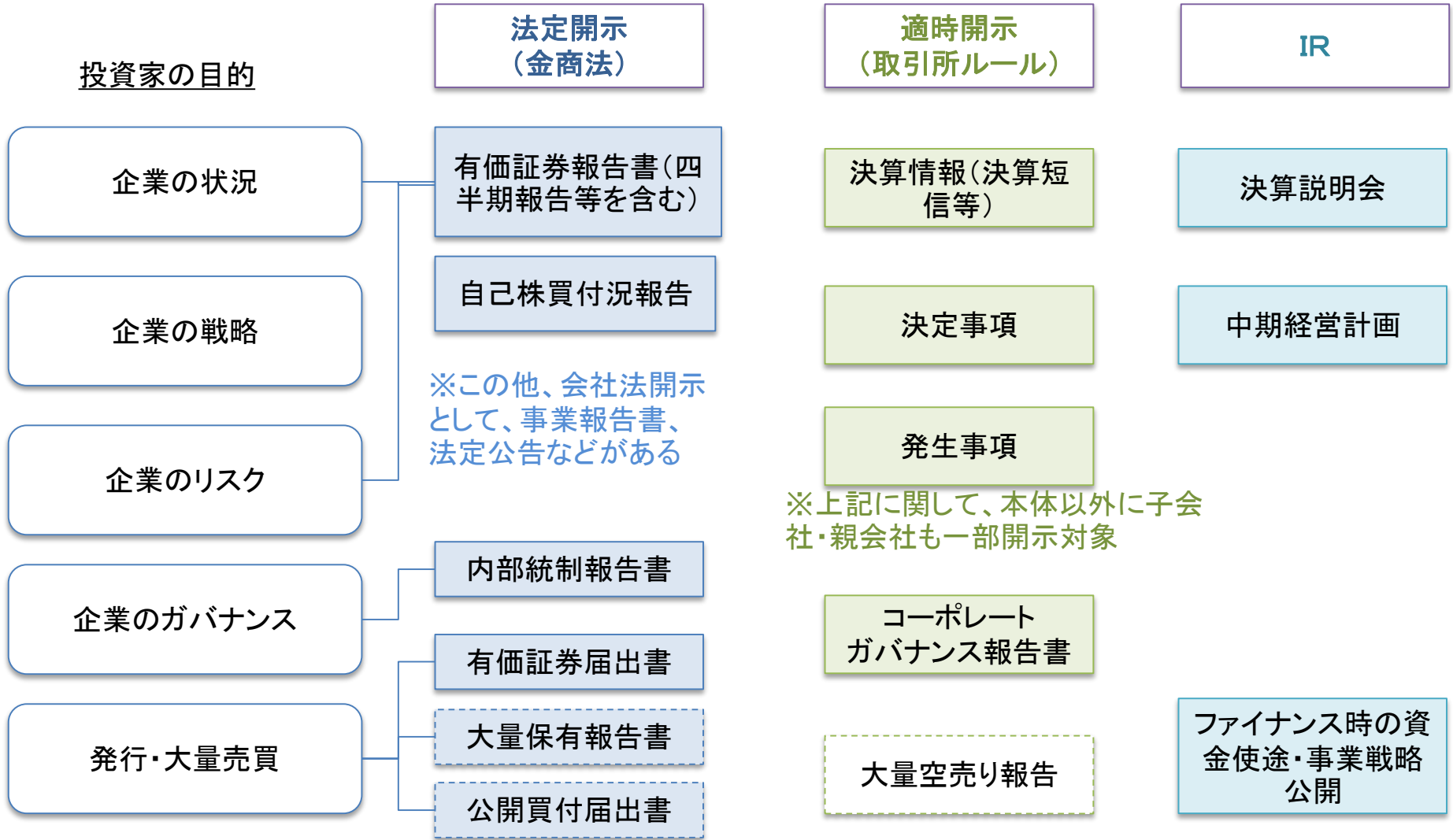
証券取引所のルールによる開示制度は、市場で株式が取引されていることを前提に、事象が起こった時、速やかに公表することが原則だ。その開示内容については、決算短信など決算情報に関するもの、ファイナンスやM&Aなど決定事項などに関するもの、事故やトラブルなど発生事項に関するものなどがあるが、これ等に関しては本体以外に子会社・親会社も一部開示対象となる。基本的な開示に関する考え方は、投資判断に影響するような重要事実であれば、適時に公表することだ。また、ガバナンス情報に関してはコーポレートガバナンス報告書を取引所に提出する必要がある。なお、内閣府令で定められた空売り報告制度では、空売りが発行済みの0.25%以上になった場合に、証券会社は取引所へ報告義務がある。

【IR】

Investor Relationsの略で、企業が投資家に向けて経営状況や財務状況、業績動向に関する情報を発信する活動の

総称だが、投資家にとって重要なのは、中期経営計画の公表や決算説明会における資料などだ。また、スチュワードシップ・コードに基づいてヒアリングを行う機関投資家やアナリストに対応することも含まれる。但し、フェアディスクロージャー・ルールに配慮する必要がある。

ディスクロージャーの目的と、その体系



最近の問題事例と開示規制等の改正

企業のディスクロージャーに関して、最近起きた問題で社会的にも影響が大きかったのは日産自動車の前CEOの報酬問題だが、これは金商法上では開示規制違反で、個別役員の総報酬及び金銭報酬の過少記載での虚偽有価証券報告書提出が違反項目となり、2回の事件告発処分（2018年12月10日処分対象は2015年3月期まで5年間、2019年1月10日処分対象は2018年3月期まで3年間）がなされている。2018年からみると、開示規制違反で事件告発処分となったのは、他に11億円の借入金を売上代金として偽装した上場企業の1件だけだ。

同期間の開示規則違反でのその他の処分事例は11件あり、多くは売上の過大計上で、貸倒引当金の不計上も多い。売上高や利益を過大（あるいは損失を過少に）に計上するこれらの違反に対しては、証券取引等監視委員会による課徴金納付命令勧告が行われている。

一方、開示規制の改正については、昨年前半に金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループで検討され報告書（2018年6月28日：内容は次章で説明）を受けて、

企業内容等の開示に関する内閣府令の以下の改正が1月31日に公布・施行された。

①財務情報及び記述情報の充実

- 経営方針・経営戦略等について、市場の状況、競争優位性、主要製品・サービス、顧客基盤等に関する経営者の認識の説明を含めた記載。
- 事業等のリスクについて、顕在化する可能性の程度や時期、リスクの事業へ与える影響の内容、リスクへの対応策の説明。
- 会計上の見積りや見積りに用いた仮定について、不確実性の内容やその変動により経営成績に生じる影響等に関する経営者の認識の記載。

②建設的な対話の促進に向けた情報の提供

- 役員の報酬について、報酬プログラムの説明（業績連動報酬に関する情報や役職ごとの方針等）、プログラムに基づく報酬実績等の記載。
- 政策保有株式について、保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現状の30銘柄から60銘柄に拡大。

③情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組

- 監査役会等の活動状況、監査法人による継続監査期間、ネットワークファーム（グローバルにグループ化された監査法人グループ）に対する監査報酬等の開示

上記の適用時期については、②が平成31年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から、①と③が令和2年3月31日以後に終了する事業年度に係る

有価証券報告書等から適用される。

また、企業のディスクロージャーのゲートキーパーとなる監査法人に対して、「監査法人の組織的な運営に関する原則」(監査法人のガバナンス・コード)が2017年3月に策定されている。監査法人が求められているのは、次の様なことだ。

◇公益的な役割を果たすため、トップがリーダーシップを発揮すること

◇会計監査に対する社会の期待に応え、実効的な組織運営を行うため、経営陣の役割を明確化すること

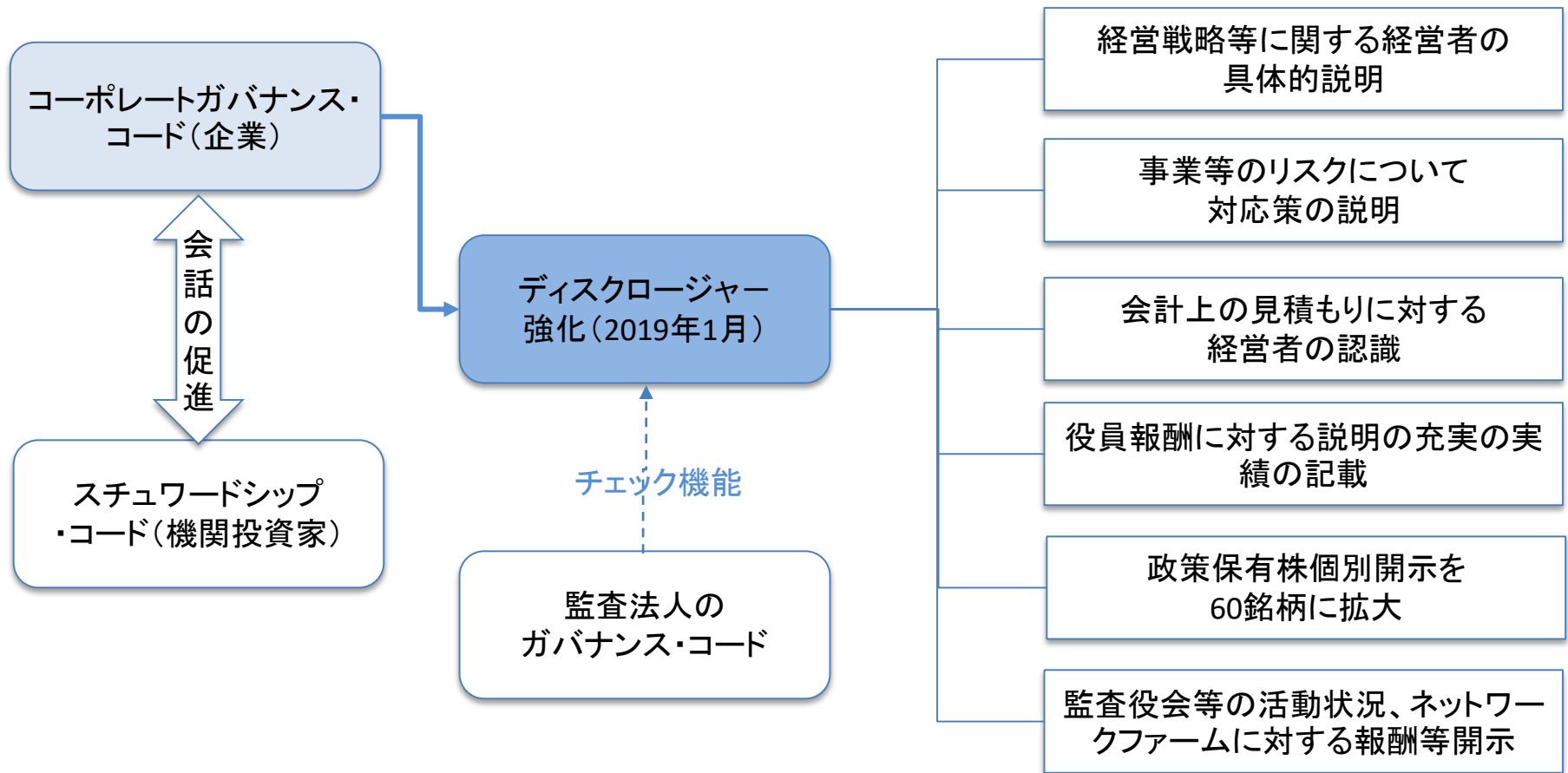
◇監督・評価機能を強化し、そこにおいて外部の第三者の知見を十分に活用すること

◇業務運営において、法人内外との積極的な意見交換や議論を行うとともに、構成員の職業的専門家としての能力が適切に発揮されるような人材育成や人事管理・評価を

行うこと

◇これらの取組みについて、分かりやすい外部への説明と積極的な意見交換を行うこと。

強化されるディスクロージャー



どうあるべきか～主な課題

今回のディスクロージャー強化の根拠となったディスクロージャーワーキング・グループ報告書(2018年6月28日)において、何が日本企業のディスクロージャーの課題となっているかについて、その概要を示したい。(※以下は、法定開示の主に有価証券報告書に対する課題認識である。)

◆「財務情報」及び「記述情報(非財務情報)」についての課題

日本企業の経営戦略に関する開示については、全体としてみると、企業の中長期的なビジョンに関する具体的な記載が乏しい、MD&A (Management Discussion and Analysis: 経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析) やリスク情報との関連付けがない等の企業が相当程度みられる。また、MD&A 開示については、全体としてみると、諸外国における開示と比べて、計数情報をそのまま記述しただけの記載や繰り返し使われる定型化した記載が多い。リスク情報については、一般的なリスクの羅列となっている記載が多く、外部環境の

変化にかかわらず数年間記載に変化がない開示例も多いほか、経営戦略やMD&A とリスクの関係が明確でなく、投資判断に影響を与えるリスクが読み取りにくい。また、非財務情報の開示内容が冗長な情報の羅列となるケースもあり、個人投資家にとって分かりにくい。記述情報の開示に当たっては、取締役・経営陣が開示の内容や開示のあり方についてどのように認識しているかが極めて重要であることから、その開示内容に経営トップが責任を持って早期から関与することや、取締役会において開示の方針が十分に審議されることが重要である。

◆建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供の課題

役員報酬の開示については、固定報酬と業績連動報酬の構成割合や、業績連動報酬の額の決定要因等、報酬プログラムの基本的内容が分かりづらい。必要な経営戦略の達成度と報酬のつながりが、報酬決定の際のKPIを含めて十分に説明されていない。連結報酬総額1億円以上の役員に関する報酬総額等の開示について、企業価値の向上に貢献した経営陣に対してそれに見合った報酬を

提供していくべきとの考え方に合ったものとなっていないのではないか。などの指摘がある。

政策保有株式に係る開示の現状をみると、保有目的の説明が定型的かつ抽象的な記載にとどまっており、保有の合理性・効果が検証できないとの指摘があった。特に投資家からは、政策保有株式が中長期的な企業価値向上につながる可能性が必ずしも高くない一方で、少数株主軽視や資本コストに対する意識の低さにつながるリスクが高いことから、保有の目的、効果、合理性等について詳細な開示を求める意見が多く出された。

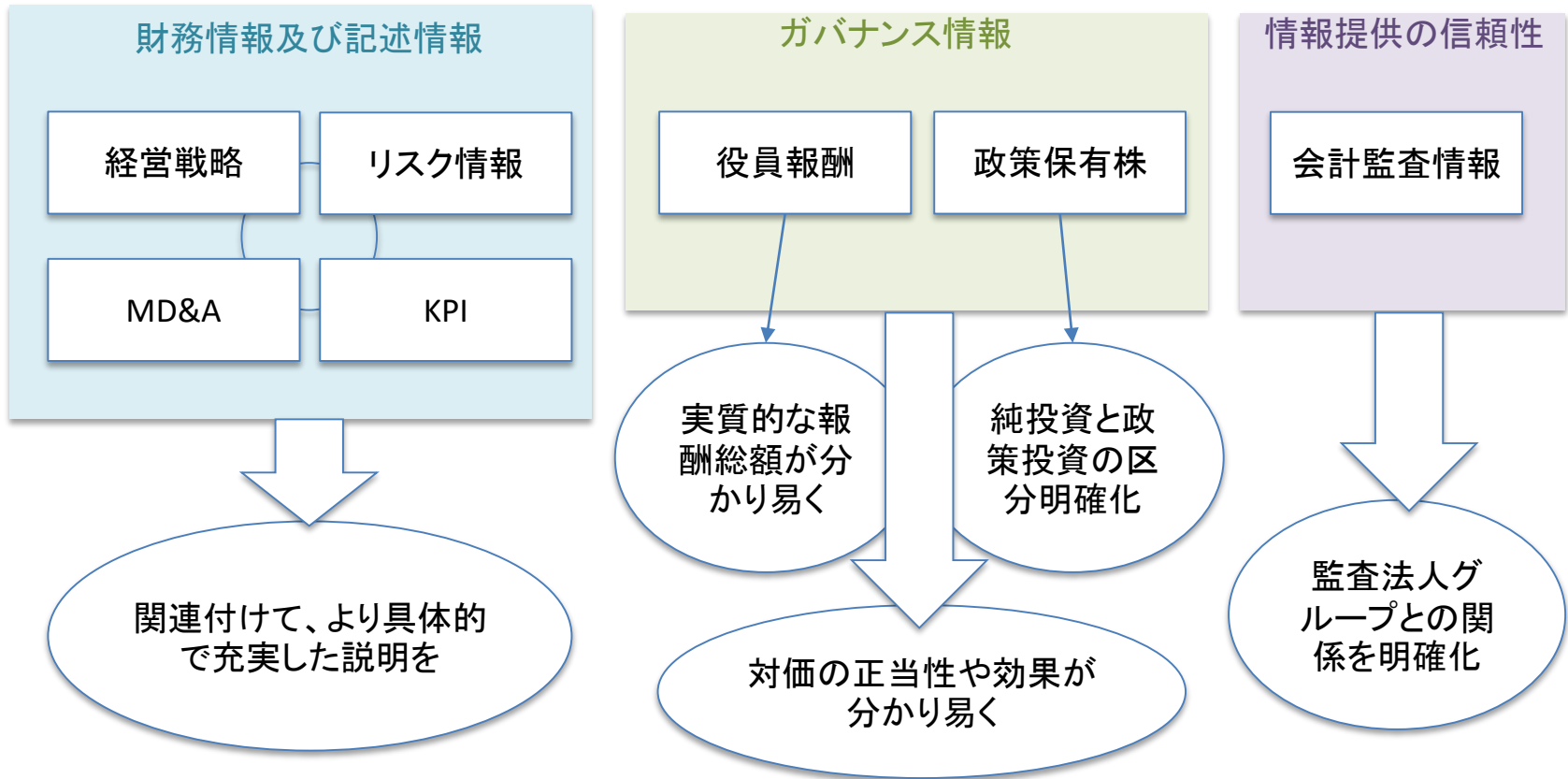
◆ 提供情報の信頼性・適時性の確保の課題

会計監査に関する情報の充実に向け、監査人とどのような取り組みを行っているかに加え、米英において開示が求められている、監査役会等による監査人の選任・再任の方針及び理由並びに監査人監査の評価、監査人の継続監査期間、監査業務と非監査業務に区分したネットワークベースの報酬額・業務内容が、我が国でも開示されるべきである。

また、早期の年度開示情報を目指す為、事業報告等と有価証券報告書の一体化への取組みや、四半期開示の必要性、重要情報の公表タイミングなどが議論された。

上記のいずれの課題・論点であっても、開示情報を受け取る機関投資家と個人投資家の判断格差を埋めていく企業側の取組みも、ディスクロージャー制度改革において必要ではないかと考える。

ディスクロージャー制度上の主な課題



投資家にとってのディスクロージャー

ディスクロージャー制度の改革動向について、今一度投資家視点で見直してみたい。

まず、投資家が企業の情報開示に最初に接するのは取引所の適時開示制度による。株価に影響を及ぼす重要情報については、適時(リアルタイム)に公表することが原則だ。適時開示情報は、取引所のTDnet(Timely Disclosure network)を使って登録され、取引所への事前説明(開示内容の説明)、報道機関への開示(記者クラブや報道機関の本社の端末への開示資料の伝送)、ファイリング(開示資料のデータベース化)、公衆縦覧(開示資料の適時開示情報閲覧サービスへの掲載)の一連の適時開示プロセスが行われる。なお、取引所での適時開示資料はXBRL(extensible business reporting language)対応となっていて、報道機関や情報ベンダーへの適時開示情報は、これによりリアルタイムで情報伝達される。

一方、法定開示(金商法開示)では、企業の状況や発行する有価証券の内容を投資家へ正確に知らせる必要が

ある。その為、有価証券報告書や有価証券届出書などの法定開示書類の虚偽記載や不提出は、金商法上の刑罰や課徴金の対象となる。なお、法定開示書類の提出、閲覧とも金融庁が運営するEDINET(Electronic Disclosure for Investors' NETwork)システムで行うことができる。こちらもXBRL対応となっているが、2013年より導入されたインラインXBRLによって事業の状況や大株主の状況などの非財務情報などや監査報告書での利用も進んだ。

この様に取引所及び金融庁でのディスクロージャー内容のデータ化が進み、投資家はリアルタイムで適時開示情報及び法定開示情報を入手し比較検討することが可能となっている。但し、現時点では機関投資家と個人では、このXBRL化されたディスクロージャー・データ利用について差がある。その一つは、このデータを比較したり分析する個人向けツールが余り整っていない(ベータ版などはあるが)こと、もう一つは、Tdnetなどのデータ利用期間が限られていること(個人が無条件に利用できるのは1ヵ月)だ。もともと、機関投資家と個人では、企業の分析力に差があるが、ディスクロージャーのデジタルデータ化が進む中、この分析力の差を埋める情報サービスがあっても良く、かつ

情報を管理する取引所・行政側にとっても、個人の情報利用を前提にした情報提供方法の工夫が必要ではないかと考える。

投資家から見た上場企業のディスクロージャーは、次の3点が重要視されている。

○情報のスピード: 基本的に企業の変化を早く把握したいとのニーズがあり、適時開示の様にタイムリーな情報発信が重要だが、法定開示においても有価証券報告書の早期の提供が望ましい。(現状は、ごく少数の企業が株主総会前の提出を行っている。)

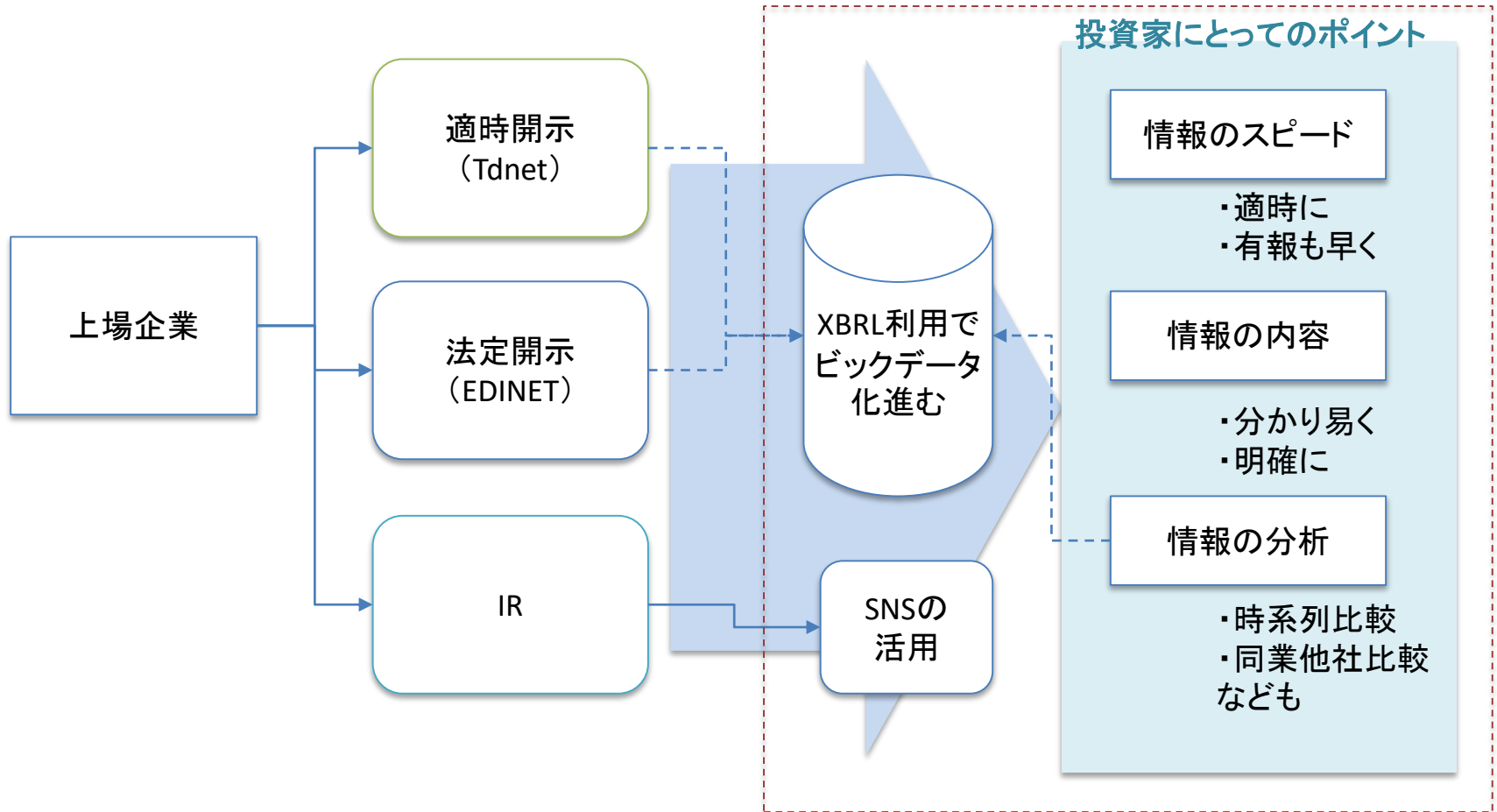
○情報の内容: 投資家にとって事業内容やその変化を分かり易く知ることが重要だ。特に、持ち株会社化されている上場会社については、持ち株会社の機能とセグメント別業務の状況及びその関係などを明確に記載すべきだろう。また、親会社などの事業への関与も同様に分かり易い記載が求められる。

○情報の分析: 企業から得た情報を、いち早く投資目的に沿って分析することが重要だ。時系列や他社比較などで

分析するのが一般的だが、今後企業は発信する情報のデジタル化が一層進むことを考えると、今までアナリストが行っていた分析をAIが代行するロボ・アナリストサービスなどが進む可能性もある。

今後、上場企業のディスクロージャー改革が進む一方、投資家がそれぞれの立場でビックデータとして利用できる開示システムを取引所や行政が柔軟に提供することとともに、そのビックデータを使った新たな投資情報サービスが生まれることに期待したい。

投資家にとってのディスクロージャー



個人向け情報サービス強化が待たれる