

投資家フォーラム 第2回オープンセッション 概要

日時： 2016年1月21日（木）18:30～20:30

会場： 株式会社 QUICK QUICK Square

東京都中央区日本橋室町 2-1-1 日本橋三井タワー14F

テーマ： 「業績ガイダンスについて～本当に有用な開示とは～」

出席者： 投資家フォーラム第3回、第4回会合の参加者のうち8名（司会を含む）および上場企業関係者等 51名

資料： 投資家フォーラム第3・4回会合報告書

議事概要は以下のとおり。

まず、投資家サイドの参加者各自の自己紹介を行い、続けて、第3回・第4回投資家フォーラムにて行った開示についての議論および報告書の概要について主催者側から説明を行った。

報告書概要：

- ✓ 第1回・第2回会合の際よりも、参加した投資家の中で意見の分かれた点が多かった。報告書では、できるだけ両論併記の形で、議論の内容をそのまま記載した。
- ✓ 参加した投資家は対話やエンゲージメントを積極的に行う長期の投資家であり、短期売買中心の投資家とは意見が異なると思われる。
- ✓ 開示書類全体について、その重複について、また公表のタイミング、事業の概況などでの利用価値の低い定型文章、統合報告書での開示などが議論された。
- ✓ 四半期開示については、ショートターミズムを助長する、サイレント期間が長期化するなどの理由から不要だという意見が出た一方、進捗状況や経営不振会社の状況把握には必要という意見もあった。ただし、四半期ごとの業績予想については、必要性に疑問を呈する意見が多かった。
- ✓ 中期経営計画については、全体的に達成率が低く信頼性に乏しいなどの批判があり、単年度ごとの売上、利益の目標値ではなく、ロードマップ、ビッグピクチャーを示した上で、予測の助けとなるような情報を充実させた方が良いという意見が多かった。
- ✓ 業績予想については、業績ガイダンスがないと企業と議論する際に不便だという意見もあったが、予想をすべきは投資家やアナリストであり、会社予想に安易に頼るべきではないという意見もあった。
- ✓ アナリスト、投資家による決算期直前の取材であるプレビュー取材については、必要性に懐疑的な意見が多かった。メディアによるプレビュー取材については、ノイズになるのでやめて欲しいという意見もあり、また正当な取材行為だという意見もあった。
- ✓ 望ましい開示の日程としては、カバーしている項目の多い有価証券報告書は株主総会

の前に開示して欲しいという意見があった。モジュール型で順次開示する方法については検討の余地があるという意見が出された。また、事業の概要の記載については、日本の会社の場合はわかりにくいという指摘があった。

司会 投資家フォーラムの第3回・第4回会合では、投資家だけでざくばらんに話し合い、出された意見を原則、そのまままとめたので、上場企業の担当者にとって納得がいかないところもあると思う。今回のオープンセッションでは、「その認識は違う」、「何故そう考えるのか」という点について上場企業の皆様からフィードバックをいただき、投資家側である私たちも理解を深めたい。また、報告書の内容について疑問があればお答えしたい。

ディスカッション：

Q1： 報告書で意外感があった点があれば、ご意見をいただきたい。

企業 CSR 担当としてみると、あまり違和感は覚えず、こうした内容がこれまでちゃんと議論されていなかったことに驚きを感じた。

企業 企業の業態によって開示の頻度は半期か年に1度でいいのではないかという意見に共感した。当社のように開発に時間がかかる会社では四半期ごとに開示といっても内容はさほど変化しない。

Q2： 四半期開示が必要だという意見の方はいないか。

企業 担当者レベルだと四半期開示は面倒でやりたくないと感じるが、当社には上場海外子会社もあり、グローバルな調達などを考えると四半期開示をやる意義は絶対ある。ただ、同業種内で開示の頻度と量を競う傾向にあり際限がない。四半期でもフルに近い財務報告書を作っている。競合他社への情報提供になってしまう点からも際限ない開示競争は問題だと感じる。

投資家 アナリストの立場からすれば四半期開示はあった方がよい。連結の主要な財務諸表を定期的に確認するには四半期がちょうどいいタイミングだ。ただ、週次や月次の開示は不要だと思う。

投資家 四半期開示を確認する必要があるか否かは、中期のシナリオの説得力や、過去の計画の達成具合などのトラックレコードなどによって変わる。バランス次第だ。開示量が多ければよいというものではない。他方で、ハイイールド債を発行している会社や経営状況が安定していない会社などにおいては頻繁な開示が重要だ。

Q3： 投資家は四半期開示をどう利用しているのか。

投資家 四半期、月次については、投資家等からの個別の質問にいちいち答えていくよりも、開示してしまった方が面倒がないというスタンスの会社もあるだろう。長期の投資

家としては、四半期開示は、長期の方向性に沿って会社が進んでいるかの確認に用いている、いわば体温計や健康診断のような役割を果たすものだと捉えている。

Q4: 投資家の目を長期に誘導しようとする企業が日本経済新聞で取り上げられている。

企業 当社は、もともと短期的な経営指標のデータを非常に細かく開示していた。最近の取り組みの中では、長期的な観点からの開示を増加させる一方で、短期的なデータの開示量を少しずつ減らしていった。これにより短期についての細かい質問はなくなり、その一方で少なくとも半期もしくは一年後の業績やその方向性に関する議論が多くなっている。長期の投資家との間では本当に長期の観点からの議論が交わされている。ヘッジファンドとのミーティングでも、細かい開示がなく質問の取っ掛かりがないためか、短期の質問が減り、非常に良い傾向にある。

企業 当社は将来こうなりたいという理想形、会社としての志を示している。これに対し、投資家の中には、長期投資だと言いながら、四半期を細かくチェックする向きもある。中期経営計画を公表したからといって短期的な質問が減るという実感はない。

Q5: 投資家に聞きたいことはあるか。

企業 長期経営計画について、当社の経営者は10年先の具体的な数字のような誰にもコミットできない数値目標を公表することは無責任だという考えをもっている。

投資家 経営者が重要だと思う鍵となる業績指標（KPI）の方向性や、キャッシュの比率など、確保したい最低ラインに関する経営の意思を表明する余地はあるのではないかと。そこにコミットしていくことは可能かと考えている。他方で、何年何月に営業利益はいくらということを述べる必要はないだろう。ヒントは与えるが、最後にそれを予測するのは投資家側のアナリストの仕事でしょう、と突っぱねる姿勢があつてしかるべきだろう。

投資家 売上、利益などの目標値を並べてもらうよりは、今後3年間、5年間、10年間の環境変化の予測、前提に対する対応方針を示して欲しい。中期経営計画の説明会などは、社長の生の声を聴き、質問できる良い機会になる。

企業 アストラゼネカのような経営の方向性に絞った開示については、企業のIRとして評価していた。ところが日本のアナリストの受けは総じてよくない。

Q6: (企業から)「目標」というと必ず達成すべきだと投資家に捉えられかねないといったおびえが企業側にはあり、「ゴール」といった表現と使い分ける動きもある。投資家側は、そうした表現の違いをどのように捉えているのか。

投資家 「目標」と「ゴール」の表現の差異については特に重視していない。いつも強気だとかいつも弱気だとか、中期経営計画の作成スタンスに企業によって違いがあり、

そうした傾向を重視している。

投資家 「目標」か「ゴール」といった表現の違いを細かく気にする人は多くない。どのように中期経営計画が作られたのかを面談の中で企業側から聞くと、ただの「夢」なのか「目標」なのか「コミットメント」なのか、具体性の差のようなものが大体わかる。そうした作成の姿勢に会社の特徴が表れる。それを探るのがアナリストの仕事かとも思う。

Q7: 日本の中期経営計画は海外企業に比べ達成率が低いと論文などで指摘されることがあるが、どのような対応が考えられるか。

投資家 近年、輸出企業だと、為替レート次第で中期経営計画が大幅上方修正と大幅未達のいずれかとなるケースが多いように思われる。外部環境がこのように変動すると計画がこう変わるといった形で、今後の見方を場合分けして示す工夫をすればよいのではないか。

投資家 海外企業は経営計画の達成の如何が報酬に関わってくるため、達成しようとするこだわりが強い。日本では経営計画を達成しないと怒られるからあらかじめ低めの数字を出すという企業も多い。経営目標達成のためにどう資金を使っていくのかも含めて、まっとうな計画を出してもらいたい。

投資家 公表した経営計画をきちんと達成できる会社は経営者の質が高いと見ている。ただし、マクロ状況によって達成できなくなることは当然ある。その場合、状況に応じて、論拠を示しつつ計画を見直していくことも大事だ。投資家との対話も実り多くなるだろう。

司会 ここまでの議論をまとめると、中期経営計画等については、長期投資家は計画の作り方、考え方、前提などを、着地点としての数字自体より重視している。それは、計画の前提が分かれば、アナリストや投資家は外部環境の変化に応じ計画達成の程度や計画の軌道修正の必要性などを分析・評価することができるからである。また、欧米のように経営者のインセンティブと経営計画が連動している場合は、計画達成の可能性が高い。日本でも、経営者の賞与がもっと業績に連動している方がよいという声が増えている。今後、業績連動型の賞与体系の導入が進めば計画の達成度が高くなるかもしれないが、達成度だけを重視すると本末転倒な結果にならないともいえない。

Q8: プレビュー取材について。そもそもプレビュー取材とは何か。

投資家 決算数字が未発表だが社内では数字が固まっている時期に、その前に公表している業績予想等とどのくらい乖離があるかについて、企業側の感触を探りに行くものだ。

投資家 レポートをいかに早く出すかというブローカーの中のサービス競争という面もあ

った。

投資家 プレビュー取材において一番重要なポイントは形式でなくタイミングで、決算発表が出る前、すなわちサイレント期間に入る直前に聞きに行く。証券会社は新聞に書かれてしまうと自分たちの予想の意味がなくなるから、ぎりぎりまで待つて精度の高いものを出そうとする。

Q9： 投資家側はプレビュー取材の機会は不要だと言っているが、企業側として意見はあるか。

企業 意外感があった。IR 業務の一貫として、あるいはサービスとして投資家側にニーズがあるから行っているという認識をしていた。

企業 これまでプレビュー取材への投資家側のニーズが強く、これに対し対応を行っていた次第だが、当局の動きもあり、最近潮が引くようにさっとなくなった。証券会社、投資家が当局の動きを忖度して自主規制し過ぎているのではないか。電機業界で業況の変化も激しく月次の開示も詳細にしている立場からすると、プレビュー取材を含め、継続的なアップデートは必要だと思う。

Q10： 投資家側はサイレント期間についてどう考えているか。

投資家 異様にサイレント期間が長い会社もある。サイレント期間だから投資家と会ってはいけないという規制があるわけではなく、長期的な方向性や現在感じている懸念などについてサイレント期間中でも議論をすることができれば良いと感じる。あまり厳格に運用すると、企業との対話の機会が減ってしまう。なお、プレビュー取材についての証券会社からの案内は前四半期くらいから激減した。

Q11： ある証券会社での問題を契機としてプレビュー取材のあり方が問題になっているが、それ以前にプレビュー取材対応を止めている会社もあるが？

投資家 予期せざるタイミングで情報が公表されることは投資家として好ましいことではない。メディアによるプレビュー取材も同様だ。プレビュー取材により五月雨式に、しかも一部の人に、重要情報が不完全な形で流れることは好ましくない。

投資家 一昨年くらいからか、プレビュー取材対応を止める企業が増えてきた。ショートターミズムを助長する、開示の公平性を損なうといった観点で問題視している投資家や企業もいる。取材をしたタイミングによる公平性や、取材ごとの中身の公平性も問題だ。

投資家 短期の情報については、予想数字そのものではなく、その前提の変化などの質問や説明にとどめるべきだ。企業側の工夫次第で、あるいは投資家側の質問方法の工夫次第で、プレビュー取材の問題にも対処できると思う。

企業 一昨年の12月からプレビュー取材対応をやめた。それ以前から、廃止について社内で議論していた。プレビュー取材後に結構株価が動く実態を踏まえ、Fair Disclosureの観点から、最終的にはIR部門の判断で止めた。

Q12: もともとプレビュー取材対応は企業のIRのサービスとして行われてきたが、どんどんエスカレートしてきた。IRの判断として止めているということか。

企業 プレビュー取材が広がった背景には、証券会社のアナリストがプレビュー取材の機会を設定して投資家を集めていたことも挙げられる。世の中や会社の動きからみても四半期開示は必要だと思うが、プレビュー取材は来たタイミングによって説明内容が変わってしまうので、Fair Disclosureとして問題だ。なお、メディアからの取材については、受けても受けなくても予想で記事が書かれる。

企業 当社もサイレント期間中は取材は受けませんが、メディアはその前に取材をして溜めておいて決算発表が近くなると、いかにもその時期に取材したかのように記事を書く。

アナリストも新聞に記事で抜かれると社内の対応に苦勞するであろうし、そうするとまたプレビュー取材対応が必要ということに戻るのではないかと思う。

Q13: 経営計画の公表時期をどのように設定するのがよいか。

企業 中期経営計画の公表タイミングについて、IR部門は本決算の公表時にあわせて中期経営計画を公表すればいいと考えているが、広報部門は決算と同時に公表すると足許の決算についての報道がメインになり中期経営計画が十分に注目されなくなると考えていた。

投資家 中期経営計画の公表時期について企業側から相談を受けることが多い。扱う数字の中身は同じなので、投資家としてタイミングについて特に意見はない。

投資家 企業からすると、決算と同時に公表した方が自らのメッセージを打ち出しやすいのではないか。

企業 前回の中期経営計画の公表時に、社内で同じような議論をした。広報からは公表日を変えるべきという意見も出たが、いずれにしてもメディアは中期経営計画についてあまり書いてくれないだろうという見方もあり、中期経営計画とは投資家向けに公表するものだという考え方にもとづき、結局決算と同時の公表になった。その前の10年長期経営計画公表の時には、第一四半期についての開示の前に長期経営計画の説明会をした。長期経営計画には細かい数字がもともと含まれていないから先に公表しても問題ないが、中期経営計画だと具体的な細かい数字が目の前にあるので決算と同時の公表でもいいのではないかと、今でも毎回議論になっている。結論は社内でも出ていない。

投資家 経営計画の概略だけを先に公表して、翌月詳しく説明するという会社もある。

Q14： 望ましい開示の日程について、有価証券報告書は株主総会前に開示してもらいたいという声があるが、企業側から意見はあるか。

企業 有価証券報告書を作成する立場から言うと、公表前に社内の機関決定が要るので、総会前の開示は当社では無理だと考えている。

Q15： （企業から）有価証券報告書を株主総会前に開示したとしても、投資家側に内容を検討する時間はあるのか。

投資家 有価証券報告書のみに含まれている情報で重要なものとしては、例えば政策保有株式についての開示が挙げられる。現在は、前年度の有価証券報告書をチェックして政策保有株式の保有状況を把握しているが、できれば最新の情報を見たい。保有分が減少しているかの確認や、政策保有先から社外取締役を受け入れてはいないかの確認、資本の効率運用がなされているかの検討などに使いたい。

総会前に開示しても内容を検討する時間があるかという点については、一つ一つじっくり読む時間を確保することは難しいと思う。しかしXBRL等によりデータを抽出して把握するというような対応が可能とも思う。

投資家 政策保有株式の比率が高い会社については議決権行使の際に会社議案に反対している。直近の情報が開示されていれば、そちらを基に判断したい。

投資家 政策保有株式についての開示のほかにも、決算短信では詳しく書いていない減損の注記や担保に供している資産などについて有価証券報告書ではより詳しく書かれている。有価証券報告書が株主総会前に開示されたら、気になる点をピンポイントで見つけに行くことができる。

Q16： （企業から）セルサイドのアナリストと投資家とで開示に対するニーズが違うので、企業側は対応に苦慮している。長期投資家としてどう考えるか。

投資家 セルサイドのアナリストの中には「早耳情報」を顧客に伝えることで差別化を図る者もいる。また、自分のレポートによりどれだけ株価が動いたかで評価されるケースもあると聞く。投資家の開示に対するニーズとは違うところもある。

投資家 投資家フォーラムへの参加者は、ファンダメンタルを重視し比較的長期の観点で企業とじっくり相対する投資家層であるが、世の中には様々なタイプの投資家がいる。セルサイドのアナリストは特定の顧客層にサービスして完結するというものではない。我々と対極にいる人たちが稼ぐというビジネスモデルを取っている証券会社もある。市場に所与の多様性を受け止めるしかない。

投資家 私達は企業と継続して対話していくというスタンスを持つ投資家であり、私達のニーズにもなるべく答えて欲しい。私達は長期の観点から企業との対話を促進していくことが長期的に株式市場や日本企業全体に資するだろうという信念から、皆様に

も意見表明をしている。ただ、投資家によって違うタイプのニーズがあることも認識している。一方的に私達の価値観を押し付ける行動をとるつもりはない。

投資家 証券会社に取材の交通整理をアウトソースしている会社もある。皆さんが対話したいと思っている投資家と、証券会社が連れてくる投資家とは得てして一致しない。企業の方から直接投資家とコンタクトした方が、話したい、聞いて欲しい投資家を選ぶことができる。

おわりに(司会) :

- 今後もこうした機会を持っていきたい。企業に向けて発信していきたいし、企業の皆様からのフィードバックも頂きたい。
 - こういう議題を投資家フォーラムで議論して欲しいという意見も寄せて頂きたい。
- 宛先 : admin@investorforum.jp