

## 投資家フォーラム 第4回オープンセッション 概要

日時： 2017年3月28日（火）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： 「投資家が求める企業情報開示 ①決算短信の変更

②ビジネスモデルの開示のあり方」

出席者： 投資家フォーラム第10回、第11回会合の参加者のうち6名（司会を含む）および上場企業関係者等49名

資料： 投資家フォーラム第10回・11回会合報告書

東京証券取引所(2017年3月10日)「企業価値向上のための決算短信の見直し」

「投資家が求める企業情報開示」について、議論の前半において決算短信の変更を議題とし、後半はビジネスモデルの開示のあり方について、それぞれ、司会を分け、議論を行った。

### ① 決算短信の変更

まず、第10回投資家フォーラムにおける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。

#### 概要報告：

- ✓ 金融審議会のディスクロージャー・ワーキング・グループ（「DWG」）で、決算短信、事業報告、有価証券報告書の3つの制度開示の整理共通化、合理化の話合いがなされたが、決算短信については、記載内容の削減や要請事項の限定という方針が示されるにとどまった。その後、DWGの報告を受けて、東証から決算短信の様式変更が公表された。
- ✓ この決算短信の様式変更では、3つの論点がある。
  - ① 決算短信は監査不要であることを明確化。
  - ② 速報性がないものについては有報で構わない。
  - ③ 簡素化、様式の自由化。 サマリー情報だけでよい。
- ✓ 新しい東証規則の下では、連結財務諸表なしにサマリー情報だけを先行して開示できる。しかし、サマリー情報だけで投資家が適切な投資判断を行えるか、という懸念がある。サマリー情報だけを先行して開示できる条件として、判断を誤らせる恐れがないときとあるが、そもそもその判断をできるのは企業でなく投資家だ。
- ✓ 決算短信発表の際に、サマリーや一部のデータだけが先行して開示され、詳細情報の開示が後回しになった場合、先行する情報に反応して株価がひとり歩きする懸念があ

る。また、詳細に関する情報が企業から開示されていない状態では、フェア・ディスクロージャー・ルールとの関連で、アナリストが企業に対して取材をかけにくい、という問題もある。結果として、かえって対話を後退させるリスクがある。

- ✓ 様式の自由化により比較可能性が失われる恐れがある。データ収集も不便になる。
- ✓ 決算データを集める上で決算短信は投資家に非常に重宝されており、これを企業分析のベースにしている投資家が多い。速報性よりも情報の充実が大事だ。

#### ディスカッション：

企業 決算短信における財務情報の監査は不要というが、一旦公表した数字を訂正するのは大変だという実務面の事情もある。これまで通り、事実上監査を受けてから決算短信を公表するという選択もありうる。

企業 決算短信に盛り込むべき内容については、投資家やアナリストから意見を聴取し、社内で議論している。

企業 東証のルール変更を受け止めるうえで、大元の方針を討議した DWG の中に投資家の意見を代表する人の数が少なかったということも考慮に入れなければいけない。

企業 決算短信の発表により株価が大きく動いたことがあった。今後フェアディスクロージャーの観点から、もう少し詳しい内容を決算短信に盛り込むことを検討している。アナリストにカバーされなくなると、決算短信の内容でアピールするしかない。

企業 既に自分たちが言いたいことを書くという姿勢で取り組んでいるので、様式の自由化については大きなメリットを感じていない。ルール変更によって開示が後退するとの懸念があるようだが、企業も常識外れなことはしないはずだ。過度に心配する必要はない。

研究者 決算短信の見直しに関するアンケートを行った。添付資料については取引所が要請する事項のみを開示する、すなわち開示内容を減らすと回答した企業が全体の 47%、従来通りが 17%、未定が 36%だった。財務諸表本表を遅れて出す、と回答した企業は 3 社(1%)のみだった。開示時期については、早めるとの回答が全体の 4%で、変わらずとの回答が 88%だった。

投資家 このアンケート結果によると、開示量を減らす一方で開示時期の早期化は行わない会社が相当程度存在するよう見受けられる。投資家が懸念しているように、単に開示の後退となってしまうおそれがあるのではないか。

企業 開示時期を早めず、記載が任意となった項目は決算短信から外すことを実際に検討している。開示が後退しているか否かは、招集通知の早期発送やウェブ開示など、決算短信以外の開示への取り組みも含めて評価して貰いたい。他の開示への取り組みも進める中で、決算短信の作成だけに社内のリソースを割けない。

企業 決算明けから株主総会までのスケジュールを考えると、開示時期の早期化は難しい。3つの開示を一つにまとめてもらうのが一番効率が良い。その場合には多少発表を

遅らせる必要があるように思う。

企業 会計士が内容を全く検証していない状態で数字を出すのは難しい。会計士のチェックに1ヵ月+αくらいの時間はどうしてもかかってしまう。今回の決算短信の簡略化で経営方針などを外してよいことになったが、そうした項目はむしろ事業年度内に作成しており、3月時点で確定している。決算短信から外せたとしても作成時間の短縮には繋がらない。

企業 当社では3つの開示を同一のセクションが受け持っている。3つの開示で重複している部分はコピー&ペーストで対応できている。

企業 業績予想は通期だけにしたいと思っている。しかし、そのことにより足元の業績予想を非常に気にする投資家からネガティブな評価を受けると困る。

投資家 業績予想を通期だけにする場合、そうする理由や、その背景となるフィロソフィーを丁寧に説明しないと、開示の後退だと受け止める投資家との間で不必要な軋轢を生むかもしれない。

## ② ビジネスモデルの開示のあり方

後半は、司会を変更、第11回の会合の概要説明から、議事を進めた。

### 概要報告：

- ✓ ビジネスモデルは、企業分析の出発点とされている。
- ✓ ビジネスモデルの開示は、ビジネスのプロセスの開示とは違う。なぜビジネスがうまくいっているか、維持可能性はどうか、といった問いに答えることだ。
- ✓ ビジネスモデルは投資家と経営者が長期的な経営の話をする共通の言語ともなりうる。
- ✓ ビジネスモデルを知りたいということと、企業秘密を知りたいということとは違う。そもそも企業のビジネスモデルは、百ページあまりの統合報告書等を読んだだけでまねできるようなものではない。
- ✓ 企業がビジネスモデルをうまく整理整頓して説明すると、投資家の信頼感が増す。
- ✓ 別の企業が同じことを言っても通用するのでは、ビジネスモデルの説明とは言えない。その企業しか言えないことが求められている。

### ディスカッション：

企業 ビジネスモデルの説明なしには、そもそも当社は投資の対象とならないと認識している。投資家との対話でも、シェアが低いとか、主力事業が厳しいとか、ROEが低いとか、そうした話題だけで終わってしまいかねない。そうならないよう、ホームページにビジネスモデルのページを設け、また説明会でも参考資料にビジネスモデルの記載を必ず入れている。

企業 初対面の投資家とのミーティングが Q&A から始まってしまうと、ビジネスモデル

- を説明する機会をもてず、議論がピント外れで終わってしまうこともある。
- 企業 ビジネスモデルの開示にあたり、数字にもっと言及して欲しいという要望があることは理解したが、海外の例で参考になるものはあるか。
- 司会 英国でビジネスモデルの説明を評価した報告書ではブリティッシュペトロリアム(BP)が良い例とされている。
- 投資家 反対に悪い例だが、人を大切に会社を成長させていくと言いながら、何年も人員の採用がなく、その結果、社員の平均年齢が毎年1才ずつ上がっていく会社があった。企業が目標として掲げている内容と、開示された数字の動きが整合していなかった。
- 投資家 これは大型プロジェクトのリリース時期次第で業績が大きく変動する会社の例だ。プロジェクトのリリースの予定日から逆算して計画的に人員を投入している旨を説明し、あわせて計画の進捗状況を KPI として開示している。ビジネスモデルが機能しているかを社外からモニターでき、良い開示のあり方だと思った。
- 投資家 企業が主体性をもって投資家との対話をリードすることも必要ではないか。特に自社への理解が乏しいと思われる投資家、アナリストには企業の方から説明する必要がある。「私たちの会社を一言で言うとどんな風に見えますか」と聞き、回答が良くなければ、「勘違いされやすいので、まず説明させてください」と言って説明するとよい。
- 企業 投資家はビジネスモデルを説明して欲しいと言うが、投資家の本来的な役割は、優れたビジネスモデルを擁する企業をいち早く見抜いて投資をすることにあり、それこそが腕の見せ所ではないか。企業が一律にビジネスモデルを開示することを、投資家は期待しているものなのか。
- 投資家 会社がどのような情報を開示するかによって、寄りつく投資家が違ってくる。短期の業績に重点を置く会社には、それに関心のある投資家しか寄り集まってこない。ビジネスモデルを開示していくとは、自分達が何者であるかを企業が自ら明らかにすることだ。これにより、そのような会社なら投資したいという投資家を引き寄せることができる。
- 企業 当社では、ビジネスモデルがバリューチェーンと混同されていて、ビジネスモデルの概念を社内ですましく共有できずにいた。「競争優位」という概念は社内でも共有されているので、今ではビジネスモデルという言葉の代わりにこの用語を使うようにしている。
- 企業 自社ではうまく言語化できないことを、外部の人がよく把握しているということをしつばしば経験する。内部者と外部者という立ち位置が異なる者同士のコミュニケーションを通じて、最大公約数を導くことで、企業の競争優位のより適確な把握に近づくことができるのではないか。
- 企業 企業が自社のビジネスモデルやブランド価値を語ることには違和感がある。これら

は外部の人が企業を評価する言葉ではないか。

投資家 ビジネスモデルを意識しないでビジネスができるか、という素朴な疑問がある。意識せずに、何となくやっている会社もあるとは思いますが、ビジネスモデルを意識化し、自分で語れることが必要だ。

司会 ビジネスモデルは外部からの評価の視点だという指摘は、経営の本質がそうしたもので捉えられないところにあるということか。アニマルスピリットのようなものが先あって物事が動くのであって、うまく行ったときの後講釈がビジネスモデルということなのか。

企業 投資家と良い議論ができたと経営者が感じるのは、自分はこう思うと説明して、それに対して意見を返してもらえて、そこから何らかの示唆を得られるときだ。IR担当の立場で経営トップに日頃から言われていることは、市場関係者の要求に一方的に応える形で何でも開示という安易な姿勢をもつべきでないということだ。それがどのように経営に役立つかという観点を忘れてはならないと言われている。

投資家 現在の高収益が一時的でなく今後も持続可能であることの原因や、一見似たような会社は何社かあるかもしれないが、こういう理由から我々を選んで欲しい、ということの説明してほしい。

企業 企業は資本市場から資金を得ているのだから、少なくとも自分の会社がどうやって収益を上げているかを明確に示すべきだ。他方で、投資家がビジネスモデルの説明を必要としているなら、投資家が知りたいことを明確にして企業の開示を後押しして欲しい。有報の中に事業内容と収益を上げる仕組みを書けと要求していただきたい。

投資家 正直に言えば、利益率が例えば 2%で低迷し、成長率の見通しも暗い企業のビジネスモデルに興味はない。だから、すべての会社が有報にビジネスモデルを書く必要はないと思う。とはいうものの、どこかにビジネスモデルの記載があれば、それを読んだ投資家が面白いとか、本当にそうなのかと反応し、そこから対話が始まるということもある。

以上

### <投資家フォーラムについて>

- ・ 日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。
- ・ 一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。
- ・ こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。
- ・ このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘<sup>(注1、2)</sup>するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。
- ・ そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

**\*投資家フォーラムの活動内容については下記のHPをご覧ください。**

<http://investorforum.jp>