

2017年3月14日

【投資家フォーラム 第10回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：「投資家が求める企業情報開示 ①決算短信の変更」

日時：2017年1月23日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：28名

目的：

- 東証は、決算短信について、所定の様式の使用強制を撤廃する事を決めた。
- これは、開示の『自由度を高めるとともに「速報」としての役割に特化』することを目的としている。
- この東証の決定について、決算短信に財務諸表が添付されなくなる可能性を懸念する声が多いため、投資家がどの程度の自由度を許容し、決算短信がどうあるべきかを探る議論を行った。

以下では、投資家フォーラム 第10回会合にて参加者から提出された主な意見をなるべくそのまま列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

1. 背景

- 昨年11月の「決算短信の様式の見直しについて」において、東証は、連結財務諸表について、原則として従来通りの開示を要請するが、「投資判断を誤らせるおそれがない場合には、開示可能となった段階であとから開示」することでも構わないとしている。
- 公認会計士協会による昨年11月の意見書においても、サマリー情報の開示だけで十分としている。
- 投資家の観点から今回の見直しについて意見をまとめた。

2. 問題点の整理

東証に対し意見書を提出したスチュワードシップ研究会代表理事、木村祐基氏に問題点の整理をお願いした。

- 今回の東証による決算短信の様式の見直しを巡る動きに関しては3つのポイントがある。
 - ① 決算短信の開示に監査は不要であることを明確にしている。
 - ② 速報性が求められない項目、たとえば経営方針などについては、決算短信に掲載を

要請せず、有価証券報告書に移そうとしている。

③決算短信の簡素化と様式の自由化を進めようとしている。

- ①については問題はない。②については、経営方針を有価証券報告書で開示することになると、有価証券報告書が株主総会前に開示されないかぎり、議決権行使の検討に間に合わなくなる点が問題だと考えている。
- ③の簡素化、様式の自由化が進むと、投資家が取れるデータに企業によるバラツキが生じる。さらに、簡素化・自由化によってサマリー情報である売上高、経常利益、税引き後利益などが、連結財務諸表の他の項目の数字の開示を伴わずに発表されると、サマリー情報自体を十分検証できないため、受け止める側の判断を誤らせることになりかねない。株価操作的な意図も働き易くなる。
- 公認会計士協会の意見書では、決算短信の意義は速報性だとされている。本来、決算短信に求められるのはサマリー情報で、添付書類は不要だとされている。財務諸表の有用性を会計士が否定しているようで問題だ。

3. 議論

【3つの開示】

- 金融審議会のもともとの議論は、制度開示（決算短信、事業報告、有価証券報告書）の開示内容を整理・共通化・合理化するという問題意識から始まった。ところが、東証ルールの変更で対応可能な決算短信に議論が集中し、他のことは先送りになった。
- 本来的には、事業報告と有価証券報告書の統合化の方が重要だ。
- 四半期決算短信と四半期報告書の役割の重複も解消されていない。

【簡素化・早期化と連結財務諸表】

- 海外ではプレスリリースでまず売上と利益を公表し、財務諸表は後から開示ということが、普通に行われているマーケットがある。今回の変更はそうしたやり方も考える余地があるということだろう。
- 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの提言では、投資判断を誤らせる恐れがない場合には、サマリー情報を連結財務諸表に先行して開示できるようにするとある。しかし、何が投資判断を誤らせる恐れなのかを判断できるのは投資家だ。企業ではない。
- 投資判断を正しく行わせるために財務諸表は作成されている。財務諸表が欠けていても、投資判断を誤らないということは、そもそも考え方としておかしい。
- 開示の早期化といっても、あとで訂正されるような数字では意味がない。開示時期が遅くてもいいからきちんとした開示の方がよい。
- 利益等を公表できるということはその背景となる百万円単位の細かい数字も把握しているということだ。その時点で財務諸表は作られているはずだ。

- 四半期決算短信と四半期報告書との公表時期のずれは1週間程度だが、本決算では決算短信と有価証券報告書の公表時期に相当なギャップがある。本決算についての決算短信に連結財務諸表が添付されないというようなことはない、という認識が今回の変更の前提となっているのだろう。
- 大企業は決算短信を簡素化することはないだろうとの見方が多いが、それ以外の企業で連結財務諸表の開示が遅れることは考えられる。

【対話への影響、フェアディスクロージャーとの関係】

- 東証は投資家との対話が重要だとしているが、簡素化・早期化で建設的な対話が進むのか疑問だ。
- 決算短信の前にP/Lの主要項目のみ適時開示をする中堅証券会社がある。それが発表されてから決算短信が開示されるまでB/Sなどについて聞きたくとも聞けず、その間の空白の1週間くらいはコミュニケーションをとりにくい。そうした中で株価が動いたりすると投資しにくい。
- 一部のデータだけが先に開示されても、アナリストが分析できず、短期志向の投資家だけが思惑で売買し決算短信が出るまでの間に株価だけ先に動くことが懸念される。業績修正が公表される場合、決算短信発表前のプレビュー取材ができないから、同じような現象が実際に起きている。開示が後退すると、普段の決算発表でも株価のボラティリティが上がり、リスクが増幅される。このような事態は健全ではない。
- 決算説明会の前に一部の情報開示があり、P/L、B/S、C/F等は開示されていない状態で、企業が説明会で投資家の関連する質問に答えると、フェアディスクロージャーの問題が生じ易い。
- 企業としては、サマリー情報だけ出した後に投資家からより詳細に立ち入った質問があっても、フェアディスクロージャーの観点から回答が困難になる。IR担当者のお話では、その場合、何も答えないわけにもいかず、板挟みに陥るだろうとのことだった。

【情報開示のあり方】

- 決算短信の様式の見直しを簡素化・早期化の技術論の次元で捉えず、開示のあり方についての全体像や、どのような目的で見直しを行うかを把握すべき。問題意識の出発点は、開示の一元化により、企業や監査法人の手間の負担が軽くなり、その分、生じた余力を情報の充実や投資家との対話などに振り向けるようにすることにあつた。この本来の趣旨に立ち返るべきだ。
- 今回の変更について検討していくと、何も変えない方がよいようにも思えるが、他方で、変えなくてよいのかという疑問も残る。例えば、仮に業種によってEBITDAが適切な指標だとして、現在の東証の枠組みのままではそれを発表する意欲がそがれる。
- 決算短信の変更において任意開示の幅が広がることは否定されていない。自由度が高ま

るのだから、企業にはより沢山の情報を開示して欲しい。

- とはいえ、定義がはっきりしない経営者の恣意性が強く入った情報が出されることは問題だ。
- 情報が多く開示される場合、その背景やアイデアの説明がなされ、投資家の判断を誤らせないことが重要だ。
- 建設的な対話につながるような、より深い内容の情報をもっと出して欲しい。決算短信の様式の自由度が高くなったのだから、この時点で持ち合い株の情報を出すことなども考えられる。
- 今回の変更は制度開示の自由度の向上ということだが、任意開示で個性を出して表現することと制度開示としてミニマムスタンダードを守ることは別だ。任意開示で個性を出すと同時に、制度開示の標準は遵守することが投資家に安心感を与える。

【データ処理の問題】

- 情報ベンダーは決算短信の財務諸表から数字を拾い、さらに有価証券報告書や四半期報告書が公表された段階で確定情報として洗い替える。決算短信が簡素化されると、各社のデータが穴だらけになり、さらに何処が穴かが会社によってバラバラということになる。情報ベンダーは決算短信のデータ処理を止めてしまうかもしれない。利用者の私たちの使い勝手が悪くなる。
- 決算短信の作成は現在、XBRL形式でまとめた数字を東証が作った短信作成マクロに取り込んで行う。各社のデータがバラバラになると、決算短信の作成にかえてって労力を要するようになるリスクはある。

【その他のコメント】

- 今回の変更でメリットがあるのは、公認会計士協会ぐらいだ。会計士は監査された財務諸表の開示をなるべく遅らせたい。
- 会社にとってもメリットは少ない。
- ワーキンググループの中で投資家の意見を代表できる人間の数が少ない。

【まとめ】

- 今回の様式変更により、東証は決算短信で企業が開示すべき情報内容のハードルを引き下げたが、投資家の期待はむしろ開示情報の内容を今までよりも少し引き上げて欲しいというところにある。規模の小さな企業だからといって、簡素化という名目で開示の水準を引き下げることが投資家は望んでいない。
- 今回の変更において重視されている決算短信の速報性について、投資家はあまり利点を感じていない。一部の情報が先に公表されても、会社とのコミュニケーションや分析に資することはない。充実した情報が迅速に開示されることはもちろん重要だが、断片的

な情報がいち早く公表されても、かえって株価の不要なボラティリティの原因となり、またフェアディスクロージャー・ルールとの関係で対話にもつながらない。

<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^(注1、2)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.j0070>