

第6回 ディスクロージャーワーキング・グループ 「提供情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組」へのコメント

平成30年5月11日
みずほ証券株式会社
市場情報戦略部・上級研究員
熊谷 五郎

本日は所用により出席できませんので、書面により本日の論点につきましてコメントさせていただきます。

1. 会計監査に関する情報提供の充実

① 総論—株主・投資家による会計監査人の独立性監視の重要性

本来、企業外部の独立した会計監査人に会計監査を依頼するのは、株主と企業経営者の間にプリンシパル・エージェント関係があり、企業経営者からは独立した会計監査人による会計監査を通じて、経営者の作成する財務諸表の適正性に関する保証を得るためである。しかし、「独立監査法人」と言いつつ、企業から会計監査人に報酬が支払われると言う監査法人のビジネスモデルの現実を考えると、会計監査人の独立性を監視することが必要になる。

企業内部の監査役等に監視機能の一部委託するにしても、会計監査の最終的な受益者であって、株主総会において会計監査人の選解任を最終的に決定する役割を担うのは株主である。従って会計監査人の独立性や会計監査の質を監視するのもまた、株主および投資家の自己責任である。

有価証券報告書、事業報告等と言った年次開示制度における会計監査に関する情報提供の充実、監査報告書における「監査における主要な検討事項 (Key Audit Matters, KAM)」の導入等、現在進行中の会計監査制度改革と対をなす改革であると考えている。コーポレートガバナンス改革の実効性を高める上でも、投資家、株主も企業における会計監査の実態について理解を深めることは極めて重要である。

② 会計監査に関する情報提供充実

残念ながら、事務局資料 4 ページ目にもある通り、株主、投資家による会計監査人の独立性の監視機能を担保する上で、我が国有価証券報告書等における会計監査に係る情報開示

は、米英に比較して著しく貧弱であると言わざるを得ない。米英において開示されている事項はどれも、外部監査人の独立性を評価する上で極めて重要なものであり、我が国においても、会社法開示書類の事業報告等および金商法開示書類である有価証券報告書双方における開示が求められてしかるべきであろう。

③ 監査役会等の活動状況

また、エンロン・ワールドコム事件やグローバル金融危機等を経て、国際的に観ても監査委員会等企業統治責任者の役割、機能が著しく強化されてきた。我が国におけるコーポレートガバナンス改革においても、同様の政策意図があるものと理解している。監査役会等が、会計監査人の選定および評価などの機能を実質的に株主に代わり代行しているという事実を踏まえるなら、英国年次報告書で開示されている監査役会等の活動状況に関する情報もまた、株主総会において、株主がその権利と責務を果たす上で極めて重要な情報であると考えられる。よって、我が国においても、監査役会等の活動状況に関して、年度開示において情報提供するのがあるべき姿である、と考える。

④ 有報の総覧性向上および事業報告等との一体化

会計監査人の選任は、株主総会の重要な決議事項の一つであり、これらの情報は、株主総会前に提供されることが望まれる。また、有価証券報告書の総覧性向上や、事業報告等との一体化を見据えて、会計監査に関する情報に関しても、今回の検討を機に、有価証券報告書と事業報告等における開示事項、記載内容を完全に共通化すべきである、と考える。

2. 開示書類の提供の時期

① 年度開示のあり方について

年度開示に係る最大の論点は、事業報告書等と有価証券報告書の一体的開示であり、それによって、株主総会前に有報または有報と同等の開示をいかに実現するかである、と考えている。それは、株主・投資家から見れば株主総会前に提供される情報が飛躍的に充実する、ということであり、企業と投資家との建設的対話促進という観点からも極めて重要である。

また、事業報告書等と有価証券報告書の一体的開示により、作成者や会計監査人の負担も軽減すると期待される。軽減された負担の一部をもとに、MD&A や ESG 情報等の非財務情報の開示充実に、社内リソースを振向けることも期待できよう。こうした効果も、企業と投資家との建設的対話促進という視点から極めて重要である。事業報告書等と有価証券報告書の共通化は、その第一歩として重要であり、関係省庁における共通化に向けた検討の成果に期待している。

ただし、共通化は一体的開示に向けた第一歩でしかなく、上に述べた恩恵は、一体的開示が達成されることで初めて実現する。現行制度上でも、株主総会前の有報提出は可能であるが、そうした実務を実践している企業は、残念ながら極めて少数である。共通化から一体的開示に向けた動きを随時モニタリングし、一体的開示が阻害されているとすればその要因を究明し、その改善に向けた努力を、政策当局主導で継続的に行っていくことが重要である、と考える。

② 重要情報の公表タイミングについて

重要情報公表のタイミングであるが、それが引け後に集中するのであれば、海外における市場外取引へのアクセス手段を十分に持たない国内投資家から不満が高まる一方、引け前の公表であれば国内取引所の取引時間中に取引しづらい海外投資家からの不満が高まるかもしれない。基本的には割り切りの問題ではないかと考える。

その上で、決算情報を含む重要情報の公表タイミングの分散化が望ましいとしても、その実現のためには企業サイドの意識改革が必要であると思われる。しかし企業の立場に立てば、現行実務を変えるインセンティブはあまりないのではないかと。従って、公表タイミング分散化に向けた「仕掛け」が必要である、と思われる。

例えば証券取引所の「強い要請」として、分散公表を促すことはできないか。特に公表が引け後に集中する傾向の強い決算情報については、例えば上場企業向けページにおいて、時間帯ごとの公表予定社数を示して、大引け前の空いている時間帯へ誘導するなどの対応はできないか。

そうした誘導があまりに不調な場合には、各時間帯について **first come, first served** を徹底し、特定時間帯における公表希望が一定数を超えた場合には、東証の権限で翌日回しにするなどの対応はできないか。こうした対応は、公表者のスケジュール確保の面から、当初企業から強い反発も予想される。しかしそうした強い要請を行うにあたって、十分な周知期間を取れば、企業としても対応可能ではないか。また、こうした制度が定着する過程で、企業としても公表時間の変更・時間指定措置を免れるために、公表タイミングの分散化を自発的に行うインセンティブが生じるのではないかと。

③ 四半期開示について

証券取引所における四半期決算短信の見直しを踏まえ、一部の企業においては、すでに四半期決算短信の大幅な簡素化が進められていると理解している。従って、四半期開示対応への作成者業務負担は相当軽減される可能性があるのではないかと。つまり制度上は、企業の対応や工夫次第で、業務効率改善を進める機会はずでに与えられている。また投資家・アナリストも、四半期決算公表から四半期報告書提出までのラグが短いことを考えれば、四半期決算短信における開示量の減少をもって企業の開示姿勢の後退と捉えるべきではな

い、と考える。

金商法上の四半期報告書作成義務は残るが、それは上場会社としての最低限の責任である、と考える。必要な開示資料作成に係るコスト負担に耐えられない企業は、資本市場から退出する自由は確保されている。また逆に、企業は必要性和企業体力に応じて、決算説明会資料という任意開示資料によって、追加開示を行うことができる。そうした開示姿勢の良い企業の資本コストが下がれば、それはまさに企業の資本市場における対話戦略の成果であると同時に、資本市場の効率性向上にも資する、と考えられる。

それに対して、四半期開示制度廃止は意味合いが大きく異なる。ショートターミズム抑制の観点から、制度そのものを廃止すべきという声があるが、四半期開示制度自体がショートターミズムの源泉ではない。四半期開示制度を維持している米独の経済成長及び企業業績が、長期的、総体的に観て我が国を凌駕していることの説明が付かない、と思われる。四半期開示制度は、投資家等による企業業績のモニタリングの機会として有効である、と思われる。また、新興企業を中心とする会計不祥事を契機の一つとして、すなわちコーポレートガバナンス上の必要性もあって四半期開示制度が誕生した、という歴史的経緯も忘れるべきはなからう。

我が国資本市場の国際的な競争力維持という観点からは、四半期開示制度を維持することが極めて重要であると考え。一連のコーポレートガバナンス改革が国内外の投資家から高い評価を得ている中で、企業や監査人の業務負担軽減の観点から四半期開示制度を廃止し、完全に任意開示に委ねることは、企業業績の向上や株価上昇に伴い、我が国が CRIC (Crisis, Response, Improvement, Complacency) サイクルの Complacency (自己満足による慢心) の段階に入り、建設的対話促進姿勢が後退しているという誤ったメッセージを国内外の市場関係者に発信しかねない。「失われた 20 年」とは、まさに我が国政治・経済・企業経営における CRIC サイクルの歴史であった。こうした先例を踏まえれば、四半期開示制度を廃止した場合、特に海外投資家が、我が国コーポレートガバナンス改革に対して与えてきた好意的評価を、一夜にして覆しかねないことを強く懸念する。

④ 決算期末における企業と投資家とのコミュニケーションのあり方について

決算期末における企業と投資家とのコミュニケーションのあり方という観点では、FD ルールの施行や、それに先行して公表されたプレビュー取材を禁止する日証協自主規制ルールが、必ずしも導入意図通りに機能してないのではないかと危惧している。

残念ながら、投資家やアナリストの現場では、FD ルールの導入以降、決算期末～決算発表までに、どのような内容であれミーティングを受け入れて貰えなくなることや、開示の質量が後退することが懸念されているようである。しかし、FD ルールによって禁じられているのは、決算の確定情報や重要情報を、決算公表前に一部の投資家やアナリストに選択的

に開示することであって、企業と投資家のあらゆる対話が禁じられている訳ではない。

また日証協の自主規制ルールもプレビュー取材を禁止しているだけであり、それ以外の取材を禁止している訳ではない。それにも拘わらず、「李下に冠を正さず。」の精神で、証券会社・運用会社の社内ルールや、投資家・アナリスト自身の自主的な配慮により、決算期末前後の対話を自粛しているケースもあるようである。さらに実態はともかくとして、FDルール施行以前から「沈黙期間」の設定によって、決算期末前後において企業との対話機会が著しく制約されている、という不満も根強い。

一方、FDルールの導入を機に、その趣旨を踏まえた、ベストプラクティスとも言うべき事例も散見されるようになってきた。例えば、FDルールの施行によって、決算期末前後の期間において、決算の着地予想に係る質問が行われなくなったことにより、企業と投資家との間で事業戦略、中期経営計画等目的を絞って議論している事例もあるようである。ルール導入の趣旨を踏まえれば、企業や投資家・アナリストは、決算期末前後であっても、対話を自粛すべきではなく、中長期的な価値創造に関する議論を積極的に行っていくべきであろう。

FDルールにせよ、日証協自主規制ルールにせよ、資本市場における誠実さ（integrity）、ひいては資本市場に対する信頼を確保するために導入されたルールであり、企業と投資家の建設的対話を阻害することを意図している訳ではない。むしろ健全な資本市場を育成するために、決算期末前後における企業と投資家の建設対話に係るベストプラクティスを確立することがその導入の趣旨である、と考える。

制度導入初期である現在、ある程度の誤解、混乱は避けられない。しかしそのような混乱の早期解消に向け、FDルールを所管する金融庁、自主規制ルールを所管する日証協にあつては、新しいルールの趣旨を周知徹底すると同時に、上に紹介したような、決算期末前後における建設的な対話に係るベストプラクティスの事例紹介等を通じて、企業、証券会社等の過剰な警戒感を解く努力も必要である、と考える。

以上