

第7回 ディスクロージャーワーキング・グループ

「論点整理」へのコメント

平成30年6月8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. 総論

「論点整理」に示された考え方、方向性に賛同する。近年世界的に、「財務情報」に加えて「記述情報」等の「非財務情報」に注目が集まっているのは、企業の経営実態を理解したり、将来キャッシュフロー、企業価値を算定するにあたって、企業の目的、経営戦略、ビジネスモデル、リスク情報、経営成績に関して、企業経営者の考えを経営者自身の言葉で語ることを、株主・投資家が期待するようになってきたからである。また、ガバナンス情報や会計監査に関する情報の充実もまた、企業と投資家との建設的対話促進という観点から避けて通れない。

本「論点整理」においては、「我が国の開示内容の充実を図る上でも、開示に関するルールやプリンシプルベースのガイダンスの整備に加え、適切な開示実務の積み上げを図る取り組みが必要ではないか。」と指摘しているが、こうしたプリンシプルベースのガイダンス、開示に関するルールに相応の規範性を持たせ、我が国において「公正で妥当と認められた開示原則」として機能するように育てていくことが重要であると考えている。

2. 「論点整理」破線ボックス内における提案について

基本的に破線ボックス内において、「～ではないか。」「～必要ではないないか。」という形の提案については、全て同意する。

「未来投資戦略2017」では、「2019年前半を目途とした、国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現」が我が国開示制度改革の目的として掲げられている。本「論点整理」における問題提起、提案は、諸外国においてはすでに法定開示書類において実現されてい

るものも多い。諸外国で行われている開示実務を、我が国開示制度において、そのまま採り入れる必要はない。しかし「国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現」を目指す以上、英国の「戦略報告書」や米国の10-Kの「MD&A」等、諸外国の法定開示において実現している程度の開示は、我が国企業においても実現に向けた努力を怠るべきではないと考える。

こうした開示は、すでに我が国企業においても任意開示資料である「アニュアル・レポート」で実現している、との指摘もある。しかし、そうした開示が実現しているのは、残念ながら一部の上場企業に留まっている。全ての上場企業の経営者は、株主や投資家への説明責任上このような情報の開示を行うことが求められていると考える。こうした情報開示を、法定開示においてミニマム・スタンダードとして実現している国の資本市場と、任意開示に委ねられている国の資本市場とでは、前者の方が資本市場としての質、競争力が高いと考える。

また、ボックス内で提案されているレベルの開示は、現在の金商法の規定でも十分に可能である。こうした開示が、我が国でも任意では行われている例があるにもかかわらず、法定開示である有価証券報告書では何故実現できていないのかが問題である。当ワーキンググループの問題意識や議論をもとに、その実務上の問題を解決し、有報等法定開示におけるベストプラクティス確立に向けた、さらなる分析と具体策の検討、提示が望まれる。

そうした観点から、開示に関するルール、プリンシプルベースのガイダンスは、企業が実務を変えていく際に参照されるべき指針として整備されるべきである。こうしたルール、プリンシプルベースのガイダンスの策定にあたっては、実務上、記述情報等非財務情報開示充実に対する障碍となっている金商法開示に係る罰則規定についても整理することを期待したい。

3. 「論点整理」破線ボックス内における問題提起について

「論点整理」破線ボックス内の論点の幾つかは、「～についてどのように考えるか。」という問題提起となっている。以下では「II. 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供」、「V. その他」において示された当該論点について、簡単に筆者の意見を述べる。

II. 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供

- 連結報酬総額1億円以上の役員に関する報酬総額等の個別開示を求める現行制度について (p11)。

役員の報酬総額の個別開示の目的は、役員の業績と報酬が適切か否かのチェックにある。役員は、企業価値増大という目的に照らして適切なインセンティブが与えられるべきであ

る。そうした観点から、報酬スキームや個々の役員の報酬水準が適切であるかというのはコーポレートガバナンス上重要な論点であり、役員の報酬プログラムや役員に関する報酬総額等の開示の充実が望まれる。

残念なことに、開示義務を回避するために、役員の報酬を抑えるなどの実務が散見されると聞く。1億円以上という閾値には、便宜上設定されたという以上の意味はないために、こうした閾値は廃止すべきである。それよりも役員のうち、CEO・CFO・エグゼクティブオフィサーなど報酬の大きい者について、報酬プログラムに基づく報酬実績について、当期の報酬額に決定した理由、当期のKPIの目標値と実際の達成度等の開示の充実を図るべきである。その際、開示対象となる役員の選定方法については、海外における事例も参考にしつつ、明確なガイダンスを示す必要がある。

- 開示対象となる銘柄数を増やすべきであるとの意見があったことから、例えば、日経500種企業が保有する政策保有株式数の中央値が約60銘柄であることを踏まえ、開示対象を拡大することも考えられるが、この点についてどのように考えるか (p12)。

我が国において、政策保有株式いわゆる「持合い株式」の存在によって、少数株主の議決権が希薄化し、コーポレートガバナンス上の阻害要因となってきたことについては、様々な実証研究がある。その意味で、政策保有株式の開示対象拡大は、株主・投資家による政策保有株式への監視を強めることを通じ、安易な持合いへの抑止効果も期待できよう。

企業からは、開示コストの増大に繋がるとの反対も予想される。しかし、コスト故に、開示ができない銘柄というのは、そもそも戦略的投資としての意味合いの小さな銘柄である。まさに安易な持合いでしかないため、こうした銘柄は売却対象とすべきである。逆に戦略的投資として重要な意味合いを持つ投資については、保有目的、期待されるビジネス上の効果、その実績について、開示コストの如何に拘わらず、上場企業の経営者は、株主・投資家への説明責任を有すると考える。

- 純投資の対象である株式・債券・その他有価証券についても、一定の開示を求めることが考えられるが、この点についてどのように考えるか (p12)。

機関投資家、アナリストであれば、政策保有株式に係る適切な開示があれば、バランスシートと組み合わせて分析することで、企業の行っている純投資を相当程度把握することが可能であり、投資家・アナリストへの情報提供という意味では開示の必要性は低いと考える。

ただし、そのような純投資を行っている事実自体が、企業経営者の資本コストに対する理

解に問題があることを示唆している^注。そうした観点からは、純投資の内容やその目的は、株主・投資家に対して建設的対話のための重要な論点となり得るため、一定の開示を求めることに意味はある。

注：コーポレートファイナンス理論上は、企業は純投資を行う余裕資金があるのであれば、配当等を通じて、株主に還元すべきとされる。企業の行う金融商品への純投資は、企業の資本コストを超えることはできないためである。企業は、その資本コストを上回る事業投資によって企業価値向上を目指すべきであって、例外的に金融商品の保有が容認されるのは、運転資金に余剰が生じて、安全確実かつ銀行預金より有利な短期金融商品で運用する場合程度である。

V. その他

- 特に海外投資家の関心の高い情報であって、現在、英語での開示が進んでいない情報については、まずは企業に任意での開示を促すことも考えられるのではないか。例えば、海外投資家の要望の強い政策保有株式について、上位 30 社の株式保有状況を企業のウェブサイトにおいて英訳して公表することを促すことについて、どう考えるか (p25)。

上位 30 社の株式保有状況を、企業のウェブサイトにおいて、英訳して公表することを促すことに賛成する。我が国企業の株式持合いという慣行について、合理的な説明が困難と感じている海外投資家は多いと思われる。海外投資家の日本株保有比率が 30% を超える中、我が国資本市場の競争力を担保する意味でも、政策保有株式に対する説明責任は果たしていく必要があると考える。そうした説明責任を果たすという努力を示すこと自体が、我が国コーポレートガバナンス改革の本気度を海外投資家に示すことになる。そうしたベネフィットに比較して、この程度の開示はコスト面でも十分容認可能であると考えられる。