

# 有価証券報告書の改正と 資本コスト対話



東京海上アセットマネジメント 責任投資部 ESGスペシャリスト

菊池 勝也

## 1. はじめに

2018年6月、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—資本市場における好循環の実現に向けて—」が公表された。有価証券報告書（以下、有報）における開示を念頭に包括的な検討がなされ、報告の骨子は、①「財務情報」及び「記述情報」の充実、②建設的な対話の促進に向けたガバナ

ンス情報の提供、③情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組みなどとなっている。

この報告を踏まえ、2019年1月、金融庁は改正「企業内容等の開示に関する内閣府令」を公布・施行し、「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」も併せて改正された。

本稿では、「記述情報」に注目し、改正が行われる有報にスポットを当てた後、期待される企業情報開示や、企業と投資家の対話の在り方について議論したい。

なお、本稿の意見に関わる部分については、筆者個人の見解であり、筆者が過去に所属した組織及び現在所属する組織の見解を示すものではない。また、途中言及する企業に関して投資を推奨するものではない。

### （目次）

1. はじめに
2. 企業ディスクロージャーの進化と有価証券報告書の現状
3. 有価証券報告書の改正
4. 資本コストをいかに対話に活かすか
5. 財務報告から価値創造報告へ
6. 説明力が求められる日本企業
7. おわりに

## ■ 2. 企業ディスクロージャーの進化と有価証券報告書の現状

日本における企業情報の開示媒体は多様である。その中で有報は「バイブル」と位置付けられ、有報に記載されている財務数値を分析することがアナリストやファンドマネージャーになるための登竜門であった。しかし、IR活動が充実してきたことに加え、有報が速報性の点で劣後していることも要因となり、その存在感は希薄化してきた。

有報が株主総会後に提出されることが基本である限り、求められるものは大きく次の2点になるのではないか。すなわち、企業の財務情報や経営の方向性といった企業概要がワンストップで把握できる網羅性と、開示内容の比較可能性を担保することである。「記述情報」の充実を目指す今回の改正は、網羅性を意味のあるものにすることに加え、記述内容を比較できるようにするという点において大きな意味を持っていると考えられる。

そこで、改正後の規定が適用された有報をサンプル調査し、変化の現状と今後への期待を探りたい。

## ■ 3. 有価証券報告書の改正

### (1) 府令等の改正

2019年1月に、「企業内容等の開示に関する内閣府令」と「企業内容等の開示に関する

留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」の改正が行われた。改正の概要は、下記のようになっている。

### 【改正の概要】

- ① 財務情報及び記述情報の充実
  - ・経営方針・経営戦略等について、市場の状況、競争優位性、主要製品・サービス、顧客基盤等に関する経営者の認識の説明を含めた記載を求める。
  - ・事業等のリスクについて、顕在化する可能性の程度や時期、リスクの事業へ与える影響の内容、リスクへの対応策の説明を求める。
  - ・会計上の見積りや見積りに用いた仮定について、不確実性の内容やその変動により経営成績に生じる影響等に関する経営者の認識の記載を求める。
- ② 建設的な対話の促進に向けた情報の提供
  - ・役員の報酬について、報酬プログラムの説明（業績連動報酬に関する情報や役職ごとの方針等）、プログラムに基づく報酬実績等の記載を求める。
  - ・政策保有株式について、保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現状の30銘柄から60銘柄に拡大する。
- ③ 情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組
  - ・監査役会等の活動状況、監査法人による継続監査期間、ネットワークファームに対する監査報酬等の開示を求める。

（出所：2018年11月2日金融庁発表資料を基に作成）

(表1)

改正される主要項目	2019年3月期	2020年3月期
主要な経営指標等の推移	適用	
経営方針、経営環境及び対処すべき課題等	早期適用可	適用
事業等のリスク	早期適用可	適用
経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析	早期適用可	適用
役員の報酬等	適用	
株式の保有状況	適用	

(出所) 2018年11月2日金融庁発表資料を基に作成

上記以外にも、最近5年間の株主総利回りの推移や、監査公認会計士等の選定理由と方針なども求められており、抜本的な改正が行われたと言って良いであろう。

改正の適用時期(表1)については、上記②の「建設的な対話の促進に向けた情報の提供」等に関しては、2019年3月31日以後に終了する事業年度に係る有報等からの適用とされており、その他については、1年後からの適用とされているものの早期適用も可とされている。従って、今年を含めた2年間で移行期間となり、開示内容の変化や充実度に注目が集まることになる。

## (2) 実例にみる有価証券報告書の変化

2019年3月31日に事業年度が終了する企業の中から、時価総額で上位にあり、政策保有株を有する約100社の企業を選択し、サンプル調査を行った。対象とした項目は、今期から改正が適用される政策保有株に関する開示とし、前期からの記述内容に変化があるか否かを中心に調査した。(ただし、サンプル数が限定的であることに加え、前期との差異は

筆者の個人的な判断によるため、全体的アプローチによる研究と異なる点に留意いただきたい。)

当サンプル調査の結果は、下記の通りである。

- ① 保有理由について前期有報から変化が見られたのは約30%
- ② 定量的な保有効果を説明した企業はない
- ③ 資本コスト等の勘案は多くの企業で実践されている
- ④ 保有効果・理由の最終的な検証と確認は取締役会で行われる

以下、結果について補足説明を行う。まず、①に示した変化であるが、大きな変化とは言えない。前期までは、「取引」や「協業」関係の維持強化といういわゆるボイラープレート化した理由説明が主流であったが、今期は「取引」や「協業」がどの分野で行われているのかについて記載されている例が散見された。しかし、同様の記載を前期以前から実施

している企業が少数ながら存在していることに加え、該当するセグメント名を示すのみに留まる例も多く、期待に応える変化と評価するには至らない。

②に示す定量的な保有理由については、極めて難しい課題であることが確認された。保有理由については、記載や測定することが困難とのみ開示する企業と、取引上の理由や機密保持のため開示しないとする企業に大別することができた。いずれにしても定量的な保有理由を正面から説明している企業は存在しなかった。

③と④に示した保有効果の検証については、多くの企業で説明されている。資本コスト等を勘案しつつ取締役会で検証するという記載が多く、政策保有株に関するガバナンスは概ね共通したプロセスとなっているようである。

以上とは別の論点となるが、関西地区、中京地区の企業の一部で、保有理由に地域経済というキーワードが記載されている。以前から行われている説明であり、存立基盤としての地域の重要性や歴史的な経緯を全て否定するものではないが、なぜ株式を保有する必要があるのかについて説明不足感は否めないであろう。

### (3) 変化の兆し

今期の有報における開示内容は残念な結果となったが、いくつか変化の兆しは感じられる。政策保有株式全体に関する方針として、

金融などで削減の方向が示されているほか、SUBARUでは過去の政策保有株式の状況がグラフで示されており、情報開示に対する積極的な姿勢が伺われる。

定量的な保有効果の開示は皆無であったが、その中でも旭化成や富士フイルムなどが配当に関しては定量情報を開示している。説明すべきは資本コストに見合う保有効果であり、求められている課題をクリアしている訳ではないが、一步踏み出しているとは言えるであろう。

また、保有理由に関して、いすゞ自動車で「鉄鋼の最大取引先」との記載があった。関係性の記述としては明確かつ具体的であり、「資材の安定的調達」と記載していた前期に比べ評価できる変化と思われる。

## ■ 4. 資本コストをいかに対話に活かすか

### (1) 資本コストに関する認識ギャップ

政策保有株式の保有理由に関して、資本コストと関連付けた定量的な説明を見出すことができなかったが、この資本コストについては、企業と投資家の間に深い溝があるように思われる。

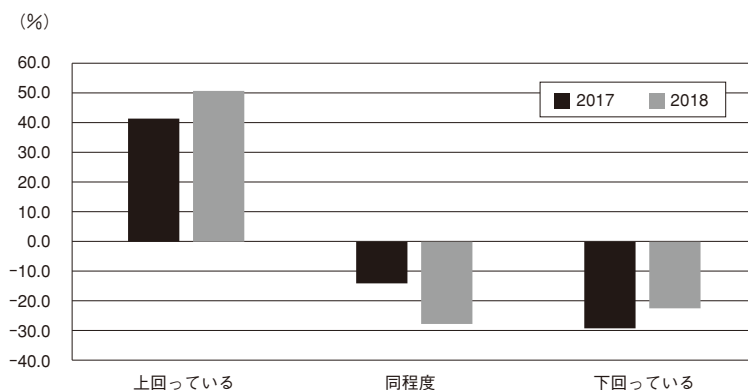
まず、内外の機関投資家が、日本企業の収益性を資本コストとの対比においてどのように見ているかを確認しておきたい。表2に示しているのは、内外の機関投資家に対するグローバルサーベイの結果である(柳(2019))。

(表2) 日本企業のROEに対する満足度

満足度	回答率
資本コストを大幅に上回っており、大いに満足している	2%
資本コストを多少は上回っており、満足している	25%
資本コスト以下のレベルであり、不満である	56%
資本コストを大幅に下回っており、大いに不満である	15%
ROE自体が重要でない	1%

(出所：「ROEを超える企業価値創造」(柳(2019))

(図1) 資本コストに対するROE水準の見方  
(企業回答比率－投資家回答比率)



(出所) 生命保険協会発表データを基に作成

これによると、日本企業のROEで見た収益性に改善はみられるものの、水準に対する満足度が低いことがわかる。同様の傾向が、生命保険協会が公表している「企業価値向上に向けた取り組みについて」でも確認できる(図1)。このアンケート調査によると、企業と投資家の回答に大きな差異があることが明確である。全体として企業はROEを楽観的に見る傾向が強く、ここ数年の改善傾向も、企業はポジティブだが投資家はニュートラルと評価している。企業と投資家の対話が進んで

きたはずの現時点においても、企業と投資家の認識ギャップは埋まっていないのである。

## (2) キャッシュの説明に関する課題

資本コストが、現在のように注目を集めるようになった背景の一つが「伊藤レポート」(経済産業省(2014))であろう。このレポートでは、『投資家が株式を購入するインセンティブは何か。それは「期待」である。』としている。

(1)で示したように投資家の「期待」が企業

(表 3)

問：一般論として日本企業の保有するバランスシート上の広義の現金（定義；現金及び現金同等物＋持ち合い株式を含めた投資有価証券）100を概ねいくら位で投資家としては価値評価（ディスカウント評価・プレミアム評価）しますか？あるいは評価すべきとだと考えますか。

(回答)

評価	回答率
ゼロまたはマイナス	6%
0－50	13%
概ね50前後	27%
50－100	31%
額面通り概ね100	23%
プレミアム評価する	0%

(出所)「ROEを超える企業価値創造」(柳2019)

に届いていないのであれば、政策保有株の効果と適切性を検証する資本コスト等も投資家が考えているものとは乖離している可能性が高い。

また、日本企業に積み上がる現金（広義で現金を捉え、現金及び現金同等物に政策保有株を含めた投資有価証券とする）に関する投資家の認識を見ると、企業と投資家間の認識ギャップはさらに深刻化する。柳のサーベイによると、日本企業の保有する現金について、77%の投資家がディスカウント評価している。また、プレミアム評価をしている投資家は0%であった（表3）。

以上のように、多くの投資家が保有キャッシュは企業価値のディスカウント要因であると考えているにも拘わらず、キャッシュの一部を構成する政策保有株に関する説明は変化していない。かかる事実を認識し、改善に向けた努力をしなければ、日本企業全体としての評価は低迷を続ける懸念がある。

### (3) 実効的な資本コスト対話とは

では、どのような努力が求められるのか。政策保有株の開示には、ガバナンス、資本効率、キャッシュの用途など様々な論点が絡んでいるものの、まずは資本コストについて問い直すことが企業と投資家の双方にとって必要なのではないだろうか。投資家は自らの「期待」を企業に適切に伝え、企業はその「期待」を十分に念頭に置いたうえで経営と情報開示を行う義務があるということになると考えられる。双方の努力がなければ、資本コストをめぐる認識ギャップが完全に埋まることはないであろう。

とはいえ、資本コストの対話は大変厄介である。資本コストを計算するにあたっては、実務的にCAPM<sup>(注1)</sup>を用いることが多いが、リスクフリーレートが現時点の長期金利を用いると低くなりすぎるという問題やベータ値が安定しないといった様々な課題を抱えている。結果として、CAPMを用いて計算した



数値が実態と乖離していることも少なくない。また、対話についても「6%程度のはず」、  
「いや8%超と考えています」といったやりとりが建設的な帰結につながると思えない。

必要なのは、企業を取り巻くオポチュニティとリスクを整理し、企業と投資家が共通言語を用いて対話することなのではないだろうか。この観点から、資本コストを下記のようなマルチファクター関数として考え、企業毎に適切な変数を定義すれば、資本コストを建設的な形で対話に持ち込むことができるのではと考えている。

#### 【概念としての資本コスト】

資本コスト = f (事業ドメイン、ビジネスモデル、業種、規制、経営者、人材、ガバナンス、企業規模、上場市場…など)

この考え方のメリットは、ビジネスモデルに直結することである。現在のビジネスモデルの確認に加え、それを前提とした場合の資本コストについて議論することは企業にとってもプラスに働くと考える。

一方、実践するには投資家側にもかなりの調査と研究が必要であることに加え、数をこなすことが困難というデメリットがある。従って、多数の企業に横串をさすような対話には不向きであるが、アクティブ投資家には対応可能な考え方ではないだろうか。

## ■ 5. 財務報告から価値創造報告へ

### (1) 情報開示におけるパラダイム変化

論点を資本コストから対話の起点となる企業開示に戻すことにする。今日、企業の情報開示に関して念頭に置くべきは、企業情報開示のパラダイムが変わったことである。つまり、企業レポートは、単なる財務の報告ではなく価値創造の報告へと変化している。そのニーズを具現化すべく、統合報告書やサステナビリティ報告書といった様々な媒体が新たに登場したのである。

この文脈において、日本の制度開示はやや出遅れた感が否めない。社会・産業の変遷と共に「記述情報」のさらなる充実が求められる中、有報の存在感が希薄化したことで結果として核となる開示媒体が存在していない状況と言える。核となる開示媒体は、有報に求められる条件として挙げたように、情報の網羅性と比較可能性を担保し情報量に格差がないことが望ましい。従って制度開示の重要性はいささかも減少しておらず、有報の復権は喫緊の課題であろう。企業の自主開示に過度に頼ってはいは、作成するレポートの数だけが増えるという情報開示の生産性の面で問題となるほか、情報を活用する投資家も様々なレポートの参照が必要となり情報把握にかかる時間コストがかかり過ぎるという問題をクリアできない。

## (2) 英国における改革

ここで、企業レポーティング改革の手本ともなっている英国での変化を確認しておきたい。英国における企業情報開示が、企業レポーティングにおける価値報告への流れを制度設計の点でリードしてきたためである。

大きな変化は、2013年8月に起こっている。英国2006年会社法が改正され、アニュアルレポートの一部として、「ストラテジック・レポート」が義務化された。「ストラテジック・レポート」において、開示が義務付けられた主なものは、ビジネスモデルや経営戦略などである。

日本においても、経営戦略は来期の有報で改正項目となっており、開示内容の向上に期待したい。また、ビジネスモデル開示に対する期待も見逃せない。ビジネスモデルを開示することの重要性は、統合報告フレームワークでも知られているが、意外と説明できない企業が多い。単に売り上げ構成を示すだけに留まる企業や製品の説明に終始する企業も依然として散見される。

重要なポイントは、英国Financial Reporting Councilによる「ビジネスモデル・レポーティングに関する報告書」において指摘されている「ビジネスモデルの定義を明確化・共有することにより、企業内部の理解の足並みが揃う」（出所：Lab project report：Business model reporting（経済産業省訳））ということである。ビジネスモデルを適切に開示することは、投資家の正しい企業理解につながる

だけでなく、企業にもメリットがあることを強調したい。筆者も統合報告に関して企業と議論を行う際に、企業側のメリットとして内部情報の流通速度が上がるのではないかと提言している。

次に、財政状態及び経営成績の分析（MD&A等）への期待も付言しておきたい。

経済産業省が2017年に策定した「価値協創ガイダンス」を受けて、アクティブ運用者がこのガイダンスをいかに活用するかを議論する場が設けられ、「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」が発表されている。その議論内容を紹介する報告書の中に、財政状態及び経営成績の分析（MD&A等）の重要性に触れている箇所が複数ある。一部引用すると、

『対話のスタートは「財政状態及び経営成績の分析（MD&A等）」である。制度開示でも現在ここの記載を厚くしようと言われているにも関わらず、経営者がコミットしない企業も多い。その結果、「我が国経済は…」から始まるパターンとなる。ここを充実させない限り、中長期あるいは非財務の対話に進んでいかない。現在でも形式的には書いてあるが、分析になっていない。』（出所：経済産業省「アクティブ・ファンドマネージャー分科会報告書」（一部改変））

とされている。投資家には、経営者による分析が極めて重要とする声は多いのである。

英国の取組みは示唆に富んでおり、それを参考に議論された今回の企業情報開示の改革は、投資家の求める方向性と合致しているこ



とに加え、企業経営の変革に結び付く可能性を秘めている。この点で、今年から始まった核となるべき開示媒体である有報の見直しを、日本企業と株式市場にとって重要な転換点としなければならないだろう。

## ■ 6. 説明力が求められる日本企業

日本企業は、望むと望まざるとに関わらず様々な面で多様化してきている。ガバナンス視点からの要請に加え、イノベーションを生み出すには多様性が必要であるとの考え方も広がっており、この流れは変わらないであろう。株主構成については金融機関や取引先が多くを占めた時代は過ぎ去り、外国人投資家のウエイトが過去最高水準にまで高まっている。今後は、国籍やジェンダーの点で経営陣や社員の多様性も急ピッチで進んでいくことが想定される。

日本企業はこのような状況への対応が遅れたのではないだろうか。文化論における分類では日本はハイコンテクストな国と定義されている<sup>(注2)</sup>。日本企業は高い同質性の下で、過度の説明は必要がない、空気を読む文化の中で成長してきた。しかし、現在は多様化の渦の中にいる。説明に対するスタンスを根本的に変えることが求められよう。「多分これくらいはわかってくれているはず」という考え方は通用しないのである。

政策保有株の開示はこの典型のように思わ

れる。説明ができなければ企業価値にマイナスに働いている可能性が高いにも関わらず、現在のところ有報の記載に変化はなく、制度開示の改正効果が十分に発現しているとは言えない。

開示不足がディスカウント要因になっているという傾向は、自主開示においても同様に見られる。統合報告書を発行する日本企業は拡大傾向にあり、取組みにおいて先進的というイメージもあるが、内容に関する評価は必ずしも高くない。研究によっては、下位評価に低迷している例も出ている<sup>(注3)</sup>。

しかし、改正は今年スタートしたばかりである。来期からは、経営戦略、MD&A、リスク情報など「記述情報」の極めて重要な部分に変化する。日本企業の説明力を高めるチャンスが到来しているといえるであろう。

## ■ 7. おわりに

有報の改正が始まったことを受け、変化の内容を示すとともに、変化することの意義を対話と結びつけることで論じてきた。今回の改正を上手く活かすことができれば、有報の復権を通して企業価値創造にプラス効果を生む期待が持てる。この機を逃すと、核となる開示媒体が存在しない状況が続き、様々な開示媒体が登場するものの情報の質は改善しないといった状況に陥るリスクもある。今こそ、日本企業の説明力を高める時である。有報が「バイブル」に帰還し、日本企業再生の起爆

---

剤として働くことに期待したい。

(注3) Robert G. Eccles, Michael P. Krzus, Carlos Solanoらの研究。



〔参考文献〕

- ・金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告—資本市場における好循環の実現に向けて—」（金融庁（2018））
- ・「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）（経済産業省（2014））
- ・「アクティブ・ファンドマネージャー分科会報告書 統合報告・ESG対話フォーラム」（経済産業省（2018））
- ・「英国における議論」（経済産業省（2017））
- ・「Lab project report: Business model reporting」（英国FRC（2016））
- ・「ROEを超える企業価値創造」（柳良平、広木隆、井出真吾著；日本経済新聞出版社（2018））
- ・「SDGs・ESGを導くCVO」（マーヴィン・キング著；東洋経済新報社（2019））
- ・「会計の世界史」（田中靖浩著；日本経済出版社（2018））
- ・「異文化理解力」（エリン・メイヤー著；英知出版（2015））
- ・「The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers」（Baruch Lev, Feng Gu；WILEY（2016））
- ・「A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries」（Robert G. Eccles, Michael P. Krzus, Carlos Solano（2019））

(注1) Capital Asset Pricing Model（資本資産価値モデル）。投資家の期待収益率を算出するモデル。

(注2) Edward T HallやErin Meyerなどの説による。日本をはじめとする東アジアの国や中東諸国がハイコンテクスト国に、欧米諸国などがローコンテクスト国に分類されている。