

「ディスクロージャーの改善に関する提言」

—投資家にとって有意義な企業情報の充実に向けて—

2010年3月

一般社団法人 日本取締役協会

ディスクロージャー委員会

内容

要旨	3
1 ディスクロージャー（企業情報の開示）とは	5
2 上場企業にとってのディスクロージャーの意義	6
3 ディスクロージャー制度と IR の範囲・質及び補完関係	7
4 現在のディスクロージャー制度の問題点	8
5 望ましい IR 活動と情報	9
6 証券アナリストの役割と問題点	10
7 ディスクロージャーに関するインフラ整備の必要性	11
8 まとめ：ディスクロージャー委員会としての提言	12
「付」日本取締役協会 ディスクロージャー委員会の活動記録	13

要旨

「日本取締役協会ディスクロージャー委員会」では、ディスクロージャー制度と IR (Investor Relations) に関して 2 年半 (委員会開催回数 21 回) にわたり、検討を行ってきた。

法定開示や東証が要請する適時開示は社会的インフラである。しかし、これらによって提供されるのは、最大公約数としての企業情報の提供にすぎない。さまざまな投資家の要望に対応しつつ、より適切な情報提供を実現するため、IR の活用が重要な課題となる。

現在のディスクロージャー制度を次の観点から見直すべきである。

第一に、法定開示と適時開示の重複感の軽減を図るべきである。

第二に、四半期情報は現在よりも簡略なもので十分である。

第三に、適時開示としての決算短信が要請している数値的な業績予想の見直しを行うべきである。むしろ、IR を活用し、業績予想に資する十分な情報を提供することが望ましい。

IR 情報として重要なのは、証券アナリストを含めた投資家自身が将来の企業業績を予想するための具体的な情報である。これが提供されれば、数値的な業績予想の必要性は乏しくなる。少なくとも数値的な業績予想を開示するかどうかは企業の判断に委ねることが望ましい。

証券アナリストの役割にも問題がある。長期的な視点に立ち、企業価値の評価を行っている証券アナリストが少ない。証券アナリスト自身の能力の問題もあるが、一方で証券アナリストが企業業績を予想するための情報提供の工夫や、短期的情報に過ぎる四半期開示の見直し等によって対応できる部分もある。

証券取引所は、投資家向けにより充実した情報提供を行うべきである。上場企業に関する長期的な株価情報、時系列的な業績情報、証券アナリストの予測情報等を、とくに個人投資家向けを意識してとりまとめ、提供することが望まれる。

まとめ：「ディスクロージャー委員会」として、以下を提言したい。

- ① 四半期開示の簡素化
- ② 適時開示（決算短信）の簡素化
- ③ IR情報の充実（投資家自身が企業業績の長期予想を行える観点から）
- ④ 証券アナリスト機能の充実
- ⑤ 証券取引所の情報提供機能の強化

以上

1 ディスクロージャー（企業情報の開示）とは

ディスクロージャーとは、投資家の投資判断に資するため、主に上場企業が事業活動に関する情報を提供することである。投資家の投資判断に必要十分かどうかは、ディスクロージャーによって提供される情報の内容、伝達手段、時期、頻度に基づいて評価される。

上場企業のディスクロージャーに関しては、主に金融商品取引法によってディスクロージャー制度が定められている。

このうち金融商品取引法が定めるものが法定開示の制度である。証券を発行する企業にとっての法定開示として重要なのは、発行開示と継続開示である。また、上場企業の場合、証券取引所が上場企業に対して決算短信の公表をはじめとする重要な会社情報の適時開示を義務づけている。

このように、ディスクロージャー制度は、法律もしくは自主規制団体によって規定され、発達してきた。

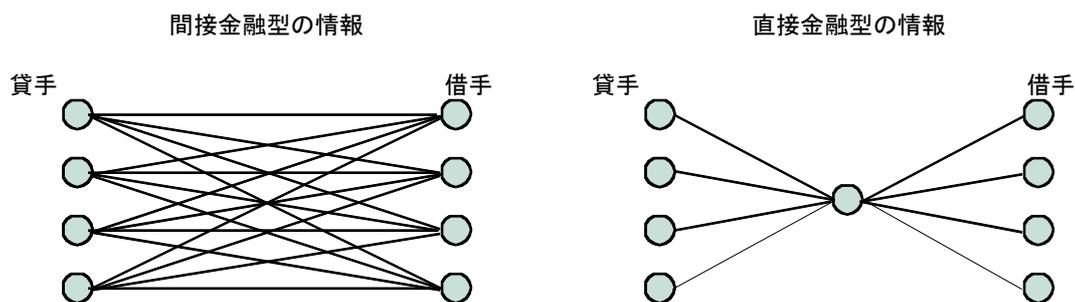
一方、広い意味でのディスクロージャーとして、企業が任意に行うディスクロージャー、いわゆる IR 活動（Investor Relations）の役割は無視できない。現在は、インターネットの発達もあり、その役割と重要性が増してきている。

本報告書でのディスクロージャーには、ディスクロージャー制度と同時に IR を含めることとする。すなわち、投資家に対して企業が提供する情報を幅広くとらえ、そのあり方を検討する。

2 上場企業にとってのディスクロージャーの意義

ディスクロージャーが制度として法的に整えられてきたそもそもの理由は、直接金融市場（債券市場、株式市場）の成立のために必要不可欠だからである。この意味で、ディスクロージャー制度は社会的なインフラである。ディスクロージャー制度がなければ、一般投資家が資金調達者に関する正確な情報を得ることは困難だろう。

ディスクロージャー制度が整うことにより、資金調達と資金供給に関して必要となる情報のコストが軽減され、金融市場が発展し、経済資源としての資金が生産活動ひいては社会経済の発展に役立つ。このため、ディスクロージャー制度は、先進各国において共通して発達してきた。



ディスクロージャー制度は、多数の企業が多数の投資家を相手として資金調達を行う直接金融市場において、情報の流れを集約化、単純化することで、投資家の情報収集を公平かつ容易にしている。また社会的に必要となる情報コストの低減をディスクロージャー制度が担保してきたといえる。

投資家は、ディスクロージャー制度が確立することによってはじめて、上場企業を客観的に評価できるための情報を、いつでも、簡単かつ安価に得ることが可能となる。とくに、長期的な観点に基づいて企業を評価する投資家が上場企業の情報を適時かつ適切に得ることは、証券市場の発展に資することになる。

もともと、インターネットの発達により、ディスクロージャー制度の役割が変化しつつある。投資家が個々の企業の IR 情報に直接アクセスすることが容易になった。現在、企業としても、ホームページに IR 情報をアップロードするだけで、いつでも

投資家に情報提供できる。言い換えれば、公的なディスクロージャー制度を用いなくとも、資金調達者である企業と投資家が直接情報を交換することが、簡単かつ安価に行えるようになった。

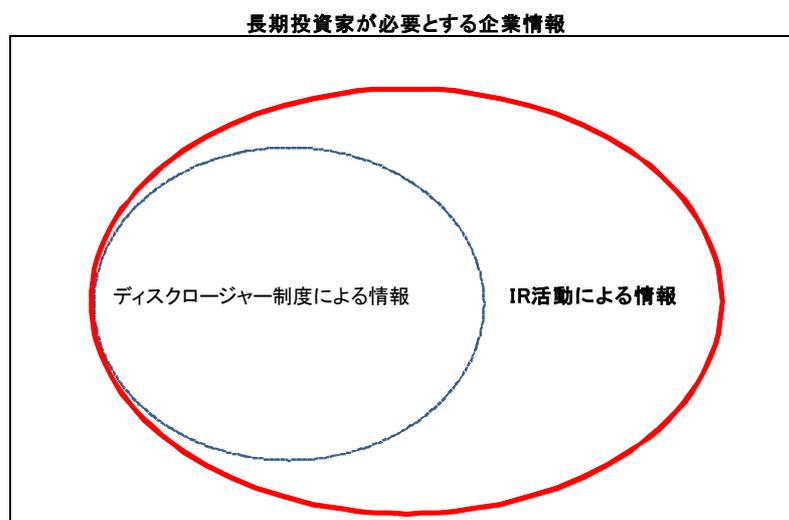
このことは、インターネットを一種の社会的インフラとして活用し、ディスクロージャーのより一層の発達を図ることが重要な課題となっていることを意味する。

3 ディスクロージャー制度と IR の範囲・質及び補完関係

法定開示や東証が要請する適時開示は、最大公約数としての企業情報の提供にすぎない。最大公約数とは、どの上場企業を評価する場合にも投資家として最低限必要な情報という意味であり、どの企業も投資家に提供してもかまわない（企業秘密に属さない）情報という意味でもある。制度として、投資家に提供すべき情報を一律に定めざるをえないから、最大公約数としての情報提供が法律などによって規定されている。

法定開示や適時開示が投資家として最低限必要な情報でしかないとすれば、さまざまな投資家の要望に対応しつつ、より適切な情報提供を実現するためには、IRの活用が重要な課題となる。

資金調達者である企業にとって、社債投資家に社債を保有してもらうために信用等级付けの取得がほぼ必須なことと同様に、投資家を味方に付けて長期的に株式・社債を保有してもらうためには IR 活動もほぼ必須ということである。



言い換えれば、法定開示や適時開示の役割は、投資家が自己責任で投資できるための情報の提供であり、公正かつ公平な投資環境の提供にある。一方、企業のホームページを用いることで、IR情報を機関投資家と個人投資家に対して公平に提供できるようになるのなら、投資家にとっては情報の質が高まることを意味する。同時に、企業が投資家に対して自己の魅力度を訴え、長期的に投資家を味方に付けることが可能となる。

投資家にとっての情報の観点から付言すれば、法定開示や適時開示が「最大公約数としての情報提供」の役割を満たしているのかどうかは、社会的に常に評価し、見直していく必要がある。一方、IRについては、任意のディスクロージャーであるから、質の担保に留意する必要がある。IRに関するレピュテーションが長期的には情報の質を担保するとはいえ、最低限の必要事項を定めることも望まれる。

4 現在のディスクロージャー制度の問題点

ディスクロージャー制度としての法定開示、適時開示の意義は、最大公約数としての情報提供である。この最大公約数としての情報の具体的なあり方は、経済や社会の状況に応じて変化していく。この観点からディスクロージャー制度を常に見直していかなければならない。

本委員会において企業側から提起された現在のディスクロージャー制度の問題点は、次の3点である。

第一に、法定開示と適時開示の重複感をいかに軽減するのかである。適時開示として必要な情報は、直前の状況と比べて「大きく変化した」もしくは「大きく変化しようとしている」情報である。変化しておらず、かつ当面変化しないものについては、法定開示に全面的に委ねてもいいだろう。

第二に、四半期開示の位置づけである。頻繁かつ詳細な情報の提供がどこまで必要なのか、再度検討する必要がある。従来のように詳細な情報（それに対する監査）は半期ごとで十分であり、四半期情報はもっと簡略なもので間に合うとの意見である。

この問題は投資家側の問題でもある。四半期ごとに企業業績をフォローすること

が正しい投資行動に結びつくのかどうか、少なからぬ投資家が疑問視している。アナリストが表面的、短期的な企業業績を追いかけることで手一杯となってしまう、より重要であるはずの長期的な企業価値の評価を行えなくなっているとの批判である。つまり、短期的な業績の変動に一喜一憂する投資家が増加してしまい、長期的な株価の位置を見失う危険性でもある。さらにいえば、現在のディスクロージャー制度が、株価動向を通じて、景気のサイクルを増幅してしまいかねないことを意味している。

第三に、適時開示（決算短信）において強く要請されている「数値的な業績予想」への疑問である。少なくとも、業績の変動の大きな企業の場合、業績予想を開示することが適切だとはいえないだろう。この点は、どのような情報を投資家に提供することが望ましいのか（すなわち、業績の予想数値そのものか、業績予想に資するような情報なのか）という議論と表裏一体である。同時に、証券アナリストの役割とも関連している。

業績予想のあり方に関して、ディスクロージャー委員会としての結論は次のとおりである。すなわち、アナリストが本来期待されている役割を発揮するためには、企業側として、業績の予想数値そのものを提供するのではなく、業績予想に資するような十分な情報を提供することが望ましい。

5 望ましい IR 活動と情報

最大公約数の範囲を超える、投資家向けの多様な情報の提供は IR 活動に委ねるべきである。

どの程度の IR 活動によって、より多くの投資家を味方に付けることが可能なのかどうか。その結果として企業価値を正当に評価してもらい、企業にとっての資金調達コストを安価に保ち、企業買収のリスクを回避することは、本来的には上場企業の自己責任に委ねるべきである。

IR 活動によって提供される情報として、公平性やコストを考えれば、インターネットを活用したホームページ情報がベースとなる。このため、IR 活動として具体的

に必要な内容が何なのかは、IRの観点から、優れた企業のホームページを分析することに尽きる。とくに、見やすさのための工夫は、コンサルタントなどを交えて、優れた企業のホームページを分析することによって明らかになるだろう。

IRによって投資家に提供する情報の質と範囲に関して重要なのは、証券アナリストを含めた投資家自身が将来の企業業績を予想するための具体的な情報である。

例示すれば、企業が長期的な目標数値をいかに設定しているのか、現在はその目標数値のどこに位置しているのか、企業が直面している市場環境はどうか、受注状況や販売仕入れ価格等の推移はどうか、意思決定した設備投資計画はどのようなものなのか等、である。

これらの情報をIR活動によって投資家に提供することが望まれる。かつ、複数の事業を、それもグローバルに展開しているのなら、これらの情報をセグメント別に提供することも求められるだろう。

このような投資家に投資判断に資する情報が提供されたのなら、適時開示で要請されている業績予想の必要性は乏しくなるだろう。むしろ、長期的な視点から投資を考えている投資家に対して、単純かつ短期的な業績予想よりも、上で例示したIR情報の方が格段に望ましい情報の提供となりうる。このような情報提供をしたうえで、さらに数値的な業績予想自体をIRの一環として提供するかどうかは個々の企業が自主的に判断すべきである。

6 証券アナリストの役割と問題点

証券アナリストの役割は、所属する資産運用会社のためか、顧客のためかの区別はあるにせよ、基本は理論的な株価を評価することである。その観点に立った場合、現在の証券アナリストの役割発揮は十分なのだろうか。

現在の証券アナリストの多くは、理論的な株価の評価を行うための基本的な情報としての今期の業績予想を、企業側が公表した数値に依存している。もう少しいえば、企業が公表する予想情報をベースに、修正を加えているケースが多く、証券アナリストとしての本来の能力が鍛えられない。また、長期的な視点に立ち、企業業績の流れを描き、企業価値の評価を行っている証券アナリストが少ない。この結果、

株価が短期的な視点から評価されてしまい、景気のサイクルを増幅してしまいかねない。

これらの要因の1つとして、証券アナリストが企業業績を予想するうえで、基本となる情報が不足していることを指摘できる。この点に関して、企業業績を予測するうえでのIR情報が充実できれば、カバーできていくだろう。

また、証券アナリストが四半期開示への対応に追われていることも指摘できる。この点に関しては、ディスクロージャー制度の改善が望まれる。

さらに、上場企業1社当たりの証券アナリストが極めて少ないため、特定の銘柄を除き、理論的な株価の評価が十分に行われていない。これは、企業自身が数値的な業績の予想情報を提供していることに1つの原因があるだろう。

7 ディスクロージャーに関するインフラ整備の必要性

証券市場の仲介機関である、証券会社、証券取引所がインフラ整備に努めることも求められる。

証券アナリスト機能に関して、主に個人投資家に向けて証券会社が証券アナリストの機能を充実させることを試みてもいいのではないだろうか。当面は先行投資になる可能性が高いものの、先行き証券市場の役割がより高まれば、先行投資したものの以上が回収できるはずである。

公的な役割を期待される証券取引所は、インターネットを用いることで、投資家に対してより充実した情報提供を行うべきである。アメリカの証券取引所と比べ、日本の証券取引所が無料で提供する情報は短期的であり、かつ量的にも少ない。上場企業に関する株価情報、時系列的な業績情報、証券アナリストの予測情報等を、とくに個人投資家向けを意識してとりまとめ、提供することが望まれる。

8 まとめ：ディスクロージャー委員会としての提言

本委員会の基本的なスタンスは、ディスクロージャーの充実と発展が、投資家のみならず、資金調達者である企業の便益をも高め、結果として社会全体の利益になるというものである。この認識に基づき、以下を提言したい。

- ① 四半期開示の簡素化
- ② 適時開示（決算短信）の簡素化
- ③ IR情報の充実（投資家自身が企業業績の長期予想を行える観点から）
- ④ 証券アナリスト機能の充実
- ⑤ 証券取引所の情報提供機能の強化

以 上

「付」日本取締役協会 ディスクロージャー委員会の活動記録

委員長：井上雄二（リコーリース 社長）

共同委員長：東 哲郎（東京エレクトロン 会長）

副委員長：川北 英隆（京都大学大学院経営管理研究部 教授）

（2007年8月～2009年3月）

委員長：東 哲郎（東京エレクトロン 会長）

共同委員長：清水 雄輔（キッツ 最高顧問）

副委員長：川北 英隆（京都大学大学院経営管理研究部 教授）

（2009年4月～2010年3月）

◆設立趣旨

今日ほど企業と投資家との関係が問われている時代はありません。たとえば、欧米の買収ファンドが手がけた M&A は昨年 90 兆円に迫り、こうした動きに呼応するように、昨年の日本の上場企業の総配分性向（配当金と自社株買い金額の合計の連結純利益に占める割合）は 52% と過去最高を記録し、13 兆円を超えました。

現代はまさに「投資家の時代」と言えるかもしれません。企業活動を行ううえで投資家の意向は真っ先に聞くべき意見であるという風潮は世界的に広まっています。もし、そうしなければ買収ファンドの手に落ちることさえあるでしょう。

実際、わが国でも「株主義決権行使基準」や「企業買収防衛策に対する同基準」を発表した年金基金が影響力を増大させ、欧米の機関投資家の議決権行使を助言する会社がプレゼンスを飛躍的に高めています。

当委員会は、企業経営者や取締役として、こうした投資家との関係のあり方を、ディスクロージャー制度や経営者報酬制度をとおしてより良いものにしていきたいと考えています。また、格付機関、証券アナリスト、証券取引所、行政などディスクロージャーに関連する機関とも密接な議論をしていきたいと思えます。

◆活動方針

企業が投資家や社会に対してより良い説明責任（アカウンタビリティ）を果たすために必要な情報開示（ディスクロージャー）制度の検討を行う。決算発表、株主総会、企業買収や経営統合に関する情報等の投資家とのコミュニケーションについての提案を行います。

◆会合一覧

2007/08/03 第1回

【講師】川北英隆 副委員長 【テーマ】わが国のディスクロージャー制度の課題◇情報開示制度の社会的意義◇制度の変化◇制度の限界◇広義のディスクロージャー◇ディスクロージャーのあり方

【発表】境睦 (桜美林大学ビジネスマネジメント学群教授)「経営者報酬制度の実態調査」、阿部直彦 (タワーズペリン駐日代表)「経営者報酬ガイドライン中間報告」

2007/09/02 第2回

【講師】佐藤淑子 (日本 IR 協議会 首席研究員)

テーマ: IRとフェアネス◇公平な情報開示の意義◇公平性を規定する法・ルール◇IRにおける公平性

2007/10/04 第3回

【講師】大木一也 (新日本監査法人 代表社員)、Randall Anstine (新日本監査法人 US CPA)、沢木ニコラ (新日本監査法人 英国勅許会計士)

【テーマ】米・英・日の情報開示の比較——財務情報を中心に◇概要◇継続開示◇発行開示

2007/11/13 第4回

【講師】黒沼悦郎 (早稲田大学大学院法務研究科教授)

【テーマ】ディスクロージャーの実効性確保◇刑事責任◇民事責任◇課徴金

2007/12/14 第4回

【講師】張毓宗 (スタンダード&プアーズ 在日代表)

【テーマ】格付機関から見た企業の情報開示と透明性◇スタンダード&プアーズの概要◇ディスクロージャーにおけるスタンダード&プアーズの取り組み◇信用分析に有用な情報開示とは◇

2008/01/23 第6回

【講師】矢坂修 (日興アイ・アール社長)、J. レイノルズ (ISSディレクター)

【テーマ】外国人投資家の議決権行使について (ISSのコーポレート・ガバナンス基準) ◇日本企業の議決権行使環境における課題◇外国人投資家の最近の動きと今後の対策◇ISSのガバナンス指数 (CGQ) について

2008/03/04 第7回

【講師】蔵元康雄 (フィデリティ・ジャパン・ホールディングス 副会長)

【テーマ】機関投資家からみた情報開示の現状と改善点◇上場会社の重要な役割の1つは「経営の透明性と Full Disclosure」◇企業情報の開示状況◇機関投資家の求める企業情報◇今後の改善点

2008/05/14 第8回

[講師] 杉浦秀徳 みずほ証券経営企画G経営調査室上級研究員 [テーマ] 株主還元～配当と自社株買い

[講師] 砂川伸幸 神戸大学大学院 経営学研究科 教授 [テーマ] 企業の現金保有とペイアウト：最近の学術研究とその活用

2008/07/29 第9回

[講師] 出井伸之 クオンタムリープ 代表取締役& 鈴木 裕 大和総研 経営戦略研究所主任研究員

[テーマ] ソヴリンファンドの実態と対応◇SWF の概要・各プロフィール◇今後の予想・懸念・動向◇日本における外資規制

2008/09/18 第10回

[講師] 若林秀樹 フィノウェイブインベストメンツ社長

[テーマ] ヘッジファンド、アナリストの視点◇ヘッジファンドの特性、長所短所、なぜ今必要とされるのか◇アナリストの投資判断◇アナリストを巡る環境変化

2008/11/11 第11回

[講師] ジョン カーニー／タワーズペリン 経営者報酬欧州統括プリンシパル、阿部直彦／タワーズペリン 駐日代表 [テーマ] 英国・欧州における経営者報酬の歴史・動向と展望◇欧州における現状◇これまでの歴史◇欧州における規制◇課題◇今後の動向

2009/01/16 第12回

[講師] 野村嘉浩 野村証券金融経済研究所 投資調査部制度調査課長

[テーマ] 時価会計の動向◇世界各国で I F R S が浸透◇日本の対応◇金融危機対応◇米国 S E C 報告書◇日本における公正価値会計の論点整理◇包括利益開示の重み

2009/02/18 第13回

[講師] 米山徹幸 大和インベスター・リレーションズ 取締役・海外 IR 部長

[テーマ] 企業 IR サイトの最新潮流◇日本企業の IR サイト、概況◇2008 年ベスト企業賞◇IR サイトの最小常識を知る◇ウェブ 2.0 時代の IR サイト◇水準を越す IR サイトのポイント

2009/03/27 第14回

[講師] 斉藤惇 東京証券取引所グループ社長 [テーマ] コーポレートガバナンスとディスクロージャー◇公平な市場取引を行い、株主に歓迎されるディスクロージャーとはどうあるべきか◇説明責任の強化は具体的にどう行うか◇日本固有の課題

2009/04/23 第15回

[講師] 東京ガス株式会社 常務執行役員 IR 部長 吉野和雄氏 [テーマ] 東京ガスの IR 活動◇活動の概要・特徴◇IR とは何か◇財務戦略と株主配分方針◇外部評価

2009/05/18 第16回

[講師]企業年金連合会 年金運用部 コーポレートガバナンス担当部長 木村祐基氏

[テーマ]年金運用の立場からみた日本企業の IR への期待◇わが国年金基金の資産運用◇企業年金連合会の資産運用◇投資家から見たわが国企業の問題点◇企業年金連合会の議決権行使基準◇日本企業に期待する IR—長期運用の視点から◇企業との対話◇《参考》ROEに関する考え方

2009/07/24 第17回

[講師]株式会社格付投資情報センター (R&I) 特別顧問 原田靖博氏

[テーマ]ディスクロージャーと信用格付の役割～最近の市場変化と格付会社規制を踏まえて～

◇ディスクロージャーの進展と格付けの役割◇格付けの役割◇格付会社の信頼確保に向けた取り組みと監督・規制の動き

2009/09/09 第18回

[講師]富士フイルムホールディングス株式会社 経営企画部 IR 室長 吉沢勝氏

[テーマ]富士フイルムの IR 活動◇IR 組織概要◇IR 室 重点課題◇トップマネジメントによる IR◇ウェブサイト等

2009/11/06 第19回

[講師]日本アイ・ビー・エム株式会社 専務執行役員 管理部門担当 リンドン・ロバートソン氏

[テーマ]IBM における IR 活動◇日本・米国における情報開示環境◇コミュニケーション◇情報開示を支える Capability

2009/12/11 第20回

[講師]株式会社プロネクサス IR推進部専任部長 細川修一氏

[テーマ]何を語るべきか～IR優良企業に学ぶ～◇アナリスト・機関投資家向けの IR 活動について◇個人投資家向けの IR 活動について

2010/02/18 第21回

[講師]京都大学大学院 経営管理研究部 教授 川北英隆氏

[テーマ]ディスクロージャー委員会報告書の公表に向けて◇報告書の構成イメージ

問い合わせ先

一般社団法人 日本取締役協会

〒105-6106 東京都港区浜松町 2-4-1 世界貿易センタービル 6 階

電話：03-5425-2861 FAX：03-5425-2862 email: info@jacd.jp

当協会ホームページ <http://www.jacd.jp>