

# 研究所 レポート

■ 第4回プロネクサス懸賞論文優秀賞

業績予想の開示戦略と経済的帰結

■ 第4回プロネクサス懸賞論文佳作

有価証券報告書における情報開示の課題と改正案

—第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—

■ クローズアップ

個人投資家を対象とした株主総会および株主総会招集通知に関する意識調査レポート

PRONEXUS

PFDI

PRONEXUS FINANCIAL DISCLOSURE INSTITUTE

プロネクサス総合研究所  
研究所レポート2013  
第7号 目次

---

---

はじめに .....	1
第4回プロネクサス懸賞論文	
審査委員会委員長講評 .....	2
優秀賞受賞論文	
業績予想の開示戦略と経済的帰結	
鈴木 智大（亜細亜大学経営学部専任講師） .....	5
佳作受賞論文	
有価証券報告書における情報開示の課題と改正案	
—第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度	
の展望—	
飯泉 潤（東京経済大学経済学部）	
木村 大樹（東京経済大学経営学部） .....	17
授賞式開催模様 .....	29
第5回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ .....	29
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告 .....	30
クローズアップ .....	33
個人投資家を対象とした株主総会および株主総会招集通知に関する意識	
調査レポート	
トピックス .....	45
2012年 研究所活動記録 .....	47

## はじめに

プロネクサス総合研究所は、「企業ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を行い、その研究成果等を社会に還元することにより、資本市場の発展に貢献する」ことを目的として、2006年10月1日に開設され、今年の4月で7年目を迎えます。この間、研究所顧問及び研究会委員の方々をはじめ多くの関係者の皆様には、大変お忙しい中、多大なるご支援とご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

2012年における当研究所の活動としましては、常設の研究会としての「ディスクロージャー基本問題研究会」を5回（累計では37回）開催いたしました。国際会計基準（IFRS）関連の項目としては、企業会計基準委員会（ASBJ）が公表した「IASBの改訂公開草案『顧客との契約から生じる収益』」に対する意見表明を行いました。さらに、大学教授や弁護士の方々を講師としてお招きして、「旧商法『公正なる会計慣行』と監査人の判断」、「地方公営企業会計制度の特徴と改正点の概要」、「会社法制見直しの概要」および「配当政策とIR」についても議論いたしました。

また、企業ディスクロージャーに関する実務研究としては、時価総額50億円以上500億円未満（2012年1月時点）の全上場企業の、2011年4月から2012年3月の間に終了した本決算に関して発行された年次株主通信のうち、データを入手できた1,116件を対象にした調査・分析を行い、『株主通信実態調査報告Vol. 9』として発刊しました。さらに、2012年3月期決算上場企業2,507社の株主総会招集通知実態調査を行い、ビジュアル的に工夫のある208社についての詳細調査レポートや、銀行・生損保のディスクロージャー誌の実態調査レポート、さらに個人投資家を対象とした、株主総会および株主総会招集通知に関する意識調査レポート等を発行しました。

その他に、当社のCSR活動の一環として、若手研究者の支援等を目指し2009年よりスタートした「プロネクサス懸賞論文」では、第4回の論文募集を行い、優秀賞と佳作の受賞作品2本を決定し公表しました。そこでこの度、当研究所の2012年の活動報告をとりまとめ、「研究所レポート」2013第7号として発刊することといたしました。

当研究所といたしましては、今後も、ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究に係る活動状況や、セミナーにおける講演内容を、「研究所レポート」として逐次刊行することにしております。

2013年1月  
プロネクサス総合研究所  
常務理事 内藤 弘利

## 「第4回プロネクサス懸賞論文」

「業績予想の開示戦略と経済的帰結」が、優秀賞を受賞。

株式会社プロネクサスでは、資本市場の健全な発展に寄与することを目指し、2009年度からCSR活動の一環として「プロネクサス懸賞論文」を開始しました。

2012年度においても第4回募集を実施し、「上場会社のディスクロージャー・IR（インベスター・リレーションズ）をより効果的、効率的なものにするための研究および提案」というテーマに対して、4本の論文の応募がありました。審査委員会による厳正な審査の結果、優秀賞1本、佳作1本の論文を選

定しましたが、最優秀賞は残念ながら該当なしとなりました。なお、審査委員会事務局はプロネクサス総合研究所が務めました。

当社では、来年度以降も引き続き本懸賞論文を実施する予定としております。4回目となる今回は論文の内容の充実が印象深い結果となりました。2013年度も2012年度と同じテーマ及び募集要領で第5回の論文募集を行い、より多くの論文の投稿を期待するものです。

### 【審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 1本

鈴木 智大（すずき ともひろ）（亜細亜大学経営学部 専任講師）  
業績予想の開示戦略と経済的帰結

佳作 1本

飯泉 潤（いづみ じゅん）（東京経済大学経済学部 4年）  
木村 大樹（きむら だいき）（東京経済大学経営学部 4年）

有価証券報告書における情報開示の課題と改正案

—第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—

## 第4回プロネクサス懸賞論文 審査委員会委員長講評

「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案（但し、実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法の工夫を提案することも可とする）」というテーマに対して、4件の論文の応募があり、審査委員会は、厳正かつ多面的に検討を行い、優秀賞1本、佳作1本の論文を選定した。残念ながら今回も最優秀賞に該当する論文はなかった。

優秀賞は、鈴木智大著『業績予想の開示戦略と経済的帰結』であり、本論文の要旨は以下のとおりである。

経営者の利益予想情報のもつ株価に対する価値関連性が大きく、かつ、経営者予想には実績に比べ過大、過小といった傾向がある場合があり、アナリストはこの経営者の傾向を加味して予想情報を利用していることは、これまでのインタビュー調査やアンケート調査等で指摘されてきた。本研究は、このような経営者の利益予想開示の実態を統計的に確認し、

さらに株式市場の反応との関係を、開示傾向によってグループ分けした企業ダミー変数を加えた残余利益モデルによって検証したものである。データは、2005年から2011年の7年間の国内事業会社である。

その結果、第1に、MFI（（期初時点の経常利益予想－前期経常利益）÷前期末総資産）指標による対前期増益予想企業の割合は、分析期間の平均でみると73%であり、同期間の実績としての増益企業の割合が58%であったので、全体としては過大（強気）予想の傾向にあったことが判明した。なお、分析期間の平均（2009年を除く）でみると増益予想企業の業績予想達成率が約50%であるのに対し、減益予想企業の達成率は約60%であった。また、増益予想企業は、平均的には期中に下方修正を行っていた。

第2に、MFIの自己回帰分析を行うと正の相関があった。つまり、ある期のMFIは、1期前、2期前、3期前、4期前のMFIと正の相関を持つことから、MFIには持続性があることになる。

第3に、MFIと業績予想達成率の2つの軸により、企業を3×3の9分割し、グループごとの予想誤

差・精度（予想精度は誤差の絶対値）をみると、業績予想達成率の高い3つのグループは正の誤差、それ以外の6つのグループは負の誤差であった。またMFIの大きい増益予想グループの予想精度は低く、MFIの小さいグループの予想精度は高かった。

第4に、株式時価総額を被説明変数として企業グループのダミー変数（厳密には予想経常利益との交差項）を加えた残余利益モデルによる分析を行った。その結果、予想利益の株式時価総額（株価）への価値関連性を示す係数は、業績予想達成率の大きいグループの方が、達成率の小さいグループよりも大きい。また、達成率が同程度の場合には、MFIが大きい（増益予想）グループの方が係数は大きい。さらに、業績予想達成率の係数への効果よりもMFIの大きさの係数への効果の方が大きいことが分かった。

本論文は、先行研究を踏まえ、業績予想と実績データに基づき、開示側（情報の送り手）と投資家側（情報の受け手）の双方の傾向をみるという着眼点が面白い。また、業績予想開示の在り方が問われ、証券取引所の規定の緩和もなされたところでもあり、タイムリーなテーマであった。データの収集も幅広く、グループ分けのアイデアも良い。得られた結果は、おおむね説明が付くもので妥当と言える。なお、業績予想の達成率よりもMFIの大きさに市場がより反応するのではないかという結果は、投資家（情報の利用者）のヒューリスティックを示唆するもので興味深い等の点が評価できるものである。

他方、次のような問題点も指摘された。第1に、MFIの日本語訳がないことに象徴されるように、MFI自体が何を示すものなのかが明確ではない。経営者予想の過大、過小の傾向は、業績の予想達成率の指標の方がそれを示しているとも考えられる。MFIは、分析期間を通じて増益基調にあった企業か減益基調にあった企業かを含む指標ではないか。とくに、MFI指標の自己回帰結果は、予想の傾向性ととともに、分析期間を通じての企業業績の増益—減益基調の傾向性も含む結果ではないかと思われる。

第2に、当研究のインプリケーションとして、企業の開示戦略に関する提案があるが、研究結果からは直接導出できないのではないか。さらに、予想利益の開示戦略なるものを企業にそもそも提案すること自体が、資本市場が企業に求める開示方針とは異なるものではないかとの疑問がある。

第3に、論文の記述内容が実証分析の方法とその結果で占められ、本懸賞論文募集の趣旨であるところの、「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案」に関する記述が少ない。この研究で得られた結

果を洞察し、開示側には予測の精度を高めるインセンティブを与え、投資家側にはヒューリスティックな判断を避けるために、開示方法や開示制度にどのような対策があるのかの考察をして欲しい。例えば、「利益予想達成率」あるいは「実績と予想との誤差の正負と大きさ」について、企業ごとに過去の傾向を一覧にするなどしてウェブ上で公開すると、企業に対する影響と投資家に対する意思決定への貢献は大きいのではないかというアイデアを評者は持つ。

以上の問題点はあるものの、研究テーマと方法の面白さ、分析結果から得られる示唆を評価し優秀賞に決定した。

佳作は、飯泉潤、木村大樹共著『有価証券報告書における情報開示の課題と改正案—第2「事業の状況」の統括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—』である。

本研究は、非財務情報の記載が多く記載されている有価証券報告書第2「事業の状況」に着目し、現行制度および実務の課題を明らかにするとともに、一般投資家に対してわかりやすく、かつ有用な情報開示方法を提案することが目的である。

そのために、まず先行研究をレビューするが、「事業のリスク」に関する研究と「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」を対象にした研究成果がわずかにある限りで、研究の蓄積が進んでいないことがわかった。次に、現行の開示内容について武田薬品工業を例にしながら分析する。さらに、「事業の状況」の記載内容の変遷について、制度改正に留意しつつ、武田薬品工業を例に記載項目を整理する。そして、東証1部上場の医薬品業界37社を対象に問題点を探した結果、第1に、「研究開発活動」などが、文章による記載が中心で理解しにくい。第2に、「業績等の概要」と「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」などに、同じような内容・文章が記載されるという二重記載がある、ことが分かった。そこで、第1の課題については、図表の作成・挿入を提案し、第2の課題については、各項目に関する記載事項の明確な定義を付けて二重記載といった冗長を防ぎ、闇雲に分量を増加させない工夫を提案している。

研究の着想は本懸賞論文募集の趣旨に適ったものであり、先行研究のレビュー、制度の変遷と現行規定および実務の状況を確認し、医薬品業界37社を分析して課題を発見している。このような、実際の記載を丹念に見ていくことは、非常に手間暇がかかり、忍耐が必要な方法であり、その努力は評価できる（プロネクサスのeolデータを利用している）。

しかし、論文の構成として、せつかく37社を対象

にしたのであるから、その全体的な分析結果の記述が欲しかった。また、さらなる研究として、「事業の状況」の記載内容の実態に関して、業種や上場の違いによる記載内容の傾向性・多様性があるのかなどの統計的分析や、「国際財務報告基準」の提案とわが国の現状とを比較し、両者の長所・短所の分析や、現行制度上の限界に関する考察などを期待したい。

以上の問題は点あるが、提案された内容は適切なものであり、学部学生の研究としては高水準のもの

と評価し、研究の奨励も含め佳作とした。

「プロネクサス懸賞論文」募集も第4回目となり周知度も上がり、応募数の増加を期待していたが、期待に反して応募論文が4件に減少した。懸賞論文を募集する趣旨の一つに若い研究者や学生の研究の支援がある。来年度も同じテーマおよび募集要領で第5回目の募集をすることになっているので、今回の優秀賞受賞論文等を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待するものである。

#### **【第4回プロネクサス懸賞論文 審査委員会】**

- |       |                            |
|-------|----------------------------|
| 審査委員長 | 黒川 行治 (慶應義塾大学商学部 教授)       |
| 審査委員  | 川村 義則 (早稲田大学商学学術院 教授)      |
| 審査委員  | 小宮山 賢 (早稲田大学大学院商学研究科 教授)   |
| 審査委員  | 佐藤 明 (株式会社バリュークリエイト パートナー) |
| 審査委員  | 多賀谷 充 (青山学院大学大学院 教授)       |
| 審査委員  | 上野 守生 (株式会社プロネクサス 代表取締役会長) |

## 業績予想の開示戦略と経済的帰結

鈴木 智大（亜細亜大学経営学部 専任講師）



### 1. はじめに

本稿の目的は、投資家との良好な関係を構築する開示戦略・方針について示唆を得ることを狙いに、経営者が公表する期初時点の業績予想の積極度について実態分析を行うとともに、その帰結の一端を明らかにすることにある。そのために、本稿では前期業績をベンチマークに用いて、前期実績と比較して、どの程度増益であるかあるいは減益であるかに焦点を当てて分析を実施する。具体的な算出式を示せば、 $(\text{期初時点の経常利益予想} - \text{前期経常利益}) \div \text{前期末総資産}$ となる。以下ではこの変数をKato et al. (2009)にならい、MFI (Management Forecast Innovation)と呼ぶ。なおMFIの正の程度が大きいことを積極的な予想と呼び、負の程度が大きいことを保守的な予想と呼ぶ。また帰結については、業績予想の達成・未達成、期中における修正の方向性、および株式市場の反応を確認する。

こうした分析を行う動機は大きく3つある。1つは、これまでに日本企業を対象とする経営者業績予想に関する研究は数多くなされてきているが、予想値の水準に焦点をあてた研究はほとんど実施されてこなかった点にある<sup>1</sup>。数少ない先行研究に後藤 (1997)があるが、同研究以降に開示制度は大きく変わってきており、またIR活動の広がりなど日本企業を取り巻く開示環境も大きく変化している。こうした制度・環境の変化があることから、近年の実態を把握することは、情報を開示する企業にとっても、その情報を活用する投資家にとっても有意義なものと考えられる。

いま1つは、投資家にとって経営者が公表する業績予想情報は非常に有用な投資情報である(太田・姜, 2011)にもかかわらず、当該情報を公表する企業の開示戦略あるいは開示方針については、あまり研究が進んでいないという点である。本稿では、開示戦略あるいは開示方針を、ある企業が情報を開示する際に継続的に有する方向性と定義する。実務ではスポットで戦略的に情報を開示することもあると思われるが、証券取引所の要請により決算短信内で每期開示される業績予想情報に関しては、一貫性のある開示姿勢を見せる方が、投資家の当該情報に対

する理解は促進すると考えられる。本稿では、日本企業は開示戦略・方針を有しているのか、有している企業はどのような特徴を持っているのかといった点を分析で明らかにしていく。

最後に、開示戦略・方針を有していると考えられる企業が公表する業績予想情報を投資家はどのように捉えているかである。証券アナリストや機関投資家など投資家サイドにインタビューを行うと、“公表される業績予想値に関して企業には癖がある”という。こうした指摘を踏まえると、投資家は企業が公表する業績予想情報を鵜呑みにしているわけではなく、当該企業の開示戦略・方針を加味して情報を活用していると考えられる。そこで開示戦略・方針を基にグルーピングを行い、業績予想情報に対する反応がグループごとに異なるかを分析することにする。こうした検証を行うことにより、経営者がどのような開示戦略・方針のもとに業績予想を開示することが、投資家との良好な関係を構築する上で有効であるかを明らかにすることができると考えられる。

次節以降の構成は、以下の通りである。2節では、MFIに焦点をあてて近年の業績予想の実態を分析する。3節では業績予想情報の開示戦略・方針を分析する。具体的には、まずMFIに持続性が観察されるか否かを明らかにし、その後、MFIの水準と業績予想達成率を軸にとり、グルーピングを行う。4節では、前節で行ったグルーピングを活用して、グループごとに業績予想情報に対する反応が異なるかを、残余利益モデルで検証する。そして、5節で分析のまとめを行うとともに、課題を提示する。

### 2. 実態分析<sup>2</sup>

#### (1) 増益予想企業の割合とMFIの水準

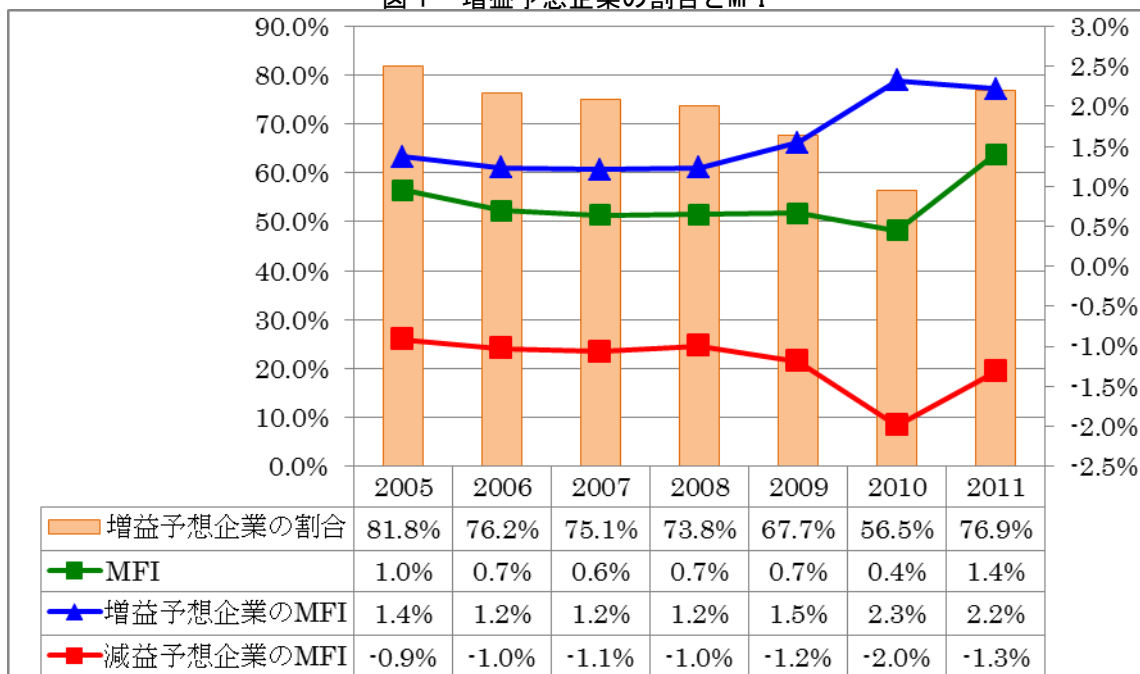
日本企業が開示する期初業績予想は、実績に比して増益予想を公表する企業の割合が高く、率で見ても実績値より予想値ベースでの増益率が高いことが先行研究で指摘されている(後藤, 1997)。こうした傾向が近年も続いているを確認するために、まずは増益予想企業の割合についてみていくことにしよう。図1は増益予想企業の割合と、MFIの平均値を示したものである。リーマン・ショック後にその

割合はやや低下しているものの、その他の期間では約75%の企業が増益予想を行っていることがわかる。全期間を通じて73%程度であり、同期間の実際の増益企業の割合（約58%）に比すると、増益予想企業の割合が高いことがわかる。

MFIの平均値は、2010年に0.4%、2011年に1.4%とリーマン・ショック後にやや乱れているものの、それ以前の期間では、概ね1%弱で推移している。

このことから、平均すると日本企業は総資産に対して1%弱の増益を予想していることがわかる。なお増益予想企業（正のMFI企業）と減益予想企業（負のMFI企業）に分けて見ると、増益予想企業のMFIは、2010年・2011年はやや高い水準にあるが、前年総資産に対して約1%強であることがわかる。一方で、減益予想企業のMFIは2010年に低い値を示しているが、傾向としては-1%程度である。

図1 増益予想企業の割合とMFI



※MFIは右軸、Yearは予想期を示している。

## (2) 予想の達成・未達成

では、実際に期初時点の業績予想をどのくらいの企業が達成できているかを増益予想企業と減益予想企業で比較していこう（表1 Panel A）。両者ともリーマン・ショックの影響を受けた2009年は非常に低い値となっているが、その期間を除けば増益予想企業の達成率は50%程度である（2009年を含めると、43%程度）。一方で、減益予想企業の達成率は、60%程度（2009年を含めると、53%程度）であり、期初予想の達成率という点では、統計的にも減益予想企業のほうが高いことがわかる。

予想誤差<sup>3</sup>（予想値と実績値の差異）でも、増益予想企業は達成率が50%を割っていることもあり、負の値を示しているが、減益予想企業は正の値を示している（表1 Panel B）。また両者の平均値の差も統計的に1%水準で有意である。

## (3) 期中修正の方向性

最後に、期中の予想修正<sup>4</sup>について分析しよう（表1 Panel C）。増益予想企業は平均的には期中に下方修正を行っており、その値は期初予想での予想誤差を少し下回っていることがわかる。一方で、減益予想企業はリーマン・ショックの影響を受けている年を除けば、基本的にわずかではあるが、上方修正を行う傾向にあるといえる。



表 1 増益予想企業と減益予想企業の差異

Panel A : 期初予想達成企業の割合

予想期	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
増益予想企業	49.40%	49.26%	50.08%	35.16%	18.52%	47.54%	57.14%
減益予想企業	65.63%	63.12%	59.08%	49.86%	26.23%	56.93%	66.07%
両者の差	-16.23%	-13.86%	-9.00%	-14.69%	-7.71%	-9.39%	-8.93%
t値	-6.70	-6.23	-4.03	-6.75	-4.43	-4.84	-4.06
p値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Panel B : 期初予想の予想誤差 (MFE : Management Forecast Error)

予想期	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
増益予想企業	-0.20%	-0.34%	-0.37%	-1.04%	-2.84%	-0.74%	0.08%
減益予想企業	0.45%	0.43%	0.37%	-0.18%	-2.40%	0.17%	0.47%
両者の差	-0.64%	-0.77%	-0.75%	-0.87%	-0.45%	-0.91%	-0.39%
t値	-5.93	-7.22	-6.87	-8.30	-2.99	-7.33	-3.29
p値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Panel C : 期中修正 (MFR : Management Forecast Revision)

予想期	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
増益予想企業	-0.25%	-0.38%	-0.36%	-0.79%	-2.62%	-0.89%	0.02%
減益予想企業	0.21%	0.15%	0.07%	-0.18%	-2.44%	-0.35%	0.13%
両者の差	-0.46%	-0.53%	-0.44%	-0.61%	-0.18%	-0.53%	-0.11%
t値	-5.47	-6.02	-5.14	-7.23	-1.30	-4.84	-1.13
p値	0.00	0.00	0.00	0.00	0.19	0.00	0.26

※t値はいずれもWelchのt値。

実態分析の結果をまとめると、近年も増益予想を行う企業の割合は約73%と高く、実際の増益企業の割合（約58%）を大きく上回っていることが確認された。ただし、増益予想企業（正のMFI企業）と減益予想企業（負のMFI企業）を比較すると、期初予想の達成率は前者で50%程度（2009年を含めると、43%程度）、後者で60%程度（2009年を含めると、53%程度）となっており、前者のほうが10%ほど低いことが判明した。さらに、増益予想企業は、平均的には期中に下方修正を行っており、その値は期初予想での予想誤差を少し下回っていることがわかる。つまり、このことは期中に下方修正することで、最終的に予想を達成している企業が一定の割合で存在することを示唆している。一方で、減益予想企業はリーマン・ショックの影響を受けている年を除けば、基本的にわずかではあるが、上方修正を行う傾向にあるといえる。

### 3. 業績予想の開示戦略・方針と特徴

#### (1) MFIの持続性

前述のように、本稿では、開示戦略あるいは開示方針を、ある企業が情報を開示する際に継続的に有する方向性と定義する。継続的にある方向性を持つということは、当期のMFIとそれ以前のMFIの間に正の相関関係が観察されることを意味する。そこで、予想誤差の持続性を発見したOta（2006）や清水（2007）などに倣い、MFIの自己回帰分析を実施することにする。その結果をみると、ある期のMFIは、1期前、2期前、3期前、4期前のMFIと正の相関を持つことが観察された（表2）。換言すれば、MFIには少なくとも4期前から持続性があるといえる。ここから、日本企業は平均的には継続的にある方向性を持って業績予想情報を開示することが示唆される。つまり、多くの企業は業績予想について明示的・暗黙的になんらかの開示戦略・方針を持っている可能性がある<sup>5</sup>。

表2 MFIの持続性

	予測符号	係数	t値	係数	t値	係数	t値
Intercept (切片)	?	0.00	[10.87]***	0.00	[0.63]	0.00	[2.18]**
MFI t-1	+	0.21	[10.52]***	0.20	[10.37]***	0.21	[12.17]***
MFI t-2	+	0.14	[5.69]***	0.14	[5.50]***	0.13	[6.24]***
MFI t-3	+	0.05	[2.30]**	0.05	[2.04]**	0.06	[2.84]***
MFI t-4	+	0.12	[7.57]***	0.11	[7.54]***	0.11	[6.96]***
MFI t-5	+	0.01	[0.70]	0.01	[0.58]		
INDDUM		NO		YES		YES	
YEARDUM		NO		YES		YES	
adj. R <sup>2</sup>		0.110		0.138		0.142	
#obs		12,792		12,792		15,733	

※1 t値はWhite (1980) のt値。

※2 \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01。

## (2) グルーピング

これまでは日本企業の平均像を見てきたが、以下では個々の企業の開示戦略・方針に焦点をあてて分析を行っていく<sup>6</sup>。ただし、MFIのみに着目すると、実力に見合った予想を公表した企業とそうでない企業を同一視してしまう可能性があるため、もう1つの軸として期初予想を達成できたか否かを導入することにする。なおこの期初予想の達成・未達成の軸は、情報利用者の観点からいえば、業績予想情報に対する信頼性を示す指標の1つと捉えることができる。

1つ目の軸であるMFIについては、まず各年ごとにMFIの上位30%の企業に3点を、中位40%の企業に2点を、下位30%の企業に1点を付与した。そして、企業ごとに過去10年間の平均得点を算出し、平均得点の上位30%を積極的な予想を行う企業、下位

30%を保守的な予想を行う企業とした。

もう1つの軸は、業績予想達成率を基に3つのグループに分類した。この軸では、過去10年間における各社の期初予想達成率を計算し、達成率の上位30%を高達成企業、下位30%を低達成企業とした。

その結果、各社は図2にあるように9つのグループに分類される。グループ3・6・9に属する企業は、積極的な予想をしている企業群である。ただし、グループ3に属する企業の業績予想達成率は相対的に低く、継続的に達成が難しい水準の予想を公表している企業群といえる。一方、グループ1・4・7に属する企業は、保守的な予想をしている企業群である。その中で、グループ7に属する企業の業績予想達成率は高く、長期にわたり達成可能な水準の予想を公表している企業群といえる。

図2 グルーピング

		保守的	MFI	積極的
業績予想達成率	低い	グループ1	グループ2	グループ3
		グループ4	グループ5	グループ6
	高い	グループ7	グループ8	グループ9

グルーピングを行った結果が表3である。なおサンプル数を確保するために、8年以上データを入手することができる企業を分析対象としている。

積極的な予想を行っている企業（グループ3・6・9）のうち、業績予想達成率が高い企業（グループ9）は68社（1.7%）と非常に少なくなっている。一方で、業績予想達成率が低い企業（グループ3）は405社と10%ほど存在した。

保守的な予想を行っている企業（グループ1・4・7）のうち、業績予想達成率が低い企業（グループ1）は30社（0.7%）と非常に少ない。長期にわたるデータを用いてグループ化を行っているので、サバイバル・バイアスがかかり、グループ1に属する企業数が少なくなっている可能性がある。一方で、業績予想達成率が高い企業（グループ7）は520社（12.8%）であった。

表3 各グループの観測数

グループ1	グループ2	グループ3	グループ4	グループ5	グループ6	グループ7	グループ8	グループ9	ALL
30	253	405	636	1,248	658	520	238	68	4,056
0.7%	6.2%	10.0%	15.7%	30.8%	16.2%	12.8%	5.9%	1.7%	100%

### (3) 各グループの特徴

ここでは、各グループに属する企業がどのような特徴を有しているかを分析することにする。まずグループリングに用いたMFIと業績予想達成率について見ていこう。各グループのMFIを示したものが、図3である。グループ3は、平均値で0.026、中央値で0.019となっており、この値はグループ6やグループ9に比べても高いことがわかる。言い換えれば、業績予想の達成率が低いほど、MFIが大きくなるという傾向が観察される。こうした傾向は、グループ1・4・7、グループ2・5・8の間でも見

て取れる。なおグループ7は、平均値・中央値とも負であり、減益予想を行うことが多い企業であることがわかる。

次に、業績予想達成率について見ていこう（図4）。業績予想達成率の低いグループ1・2・3は15%前後となっており、10年間のうち期初予想を達成する回数は2回未満であることがわかる。業績予想達成率の高いグループ7・8・9は、10年間で7回強達成している。特にグループ7は、78%とほぼ8回達成している。

図3 各グループのMFI（過去10年平均）

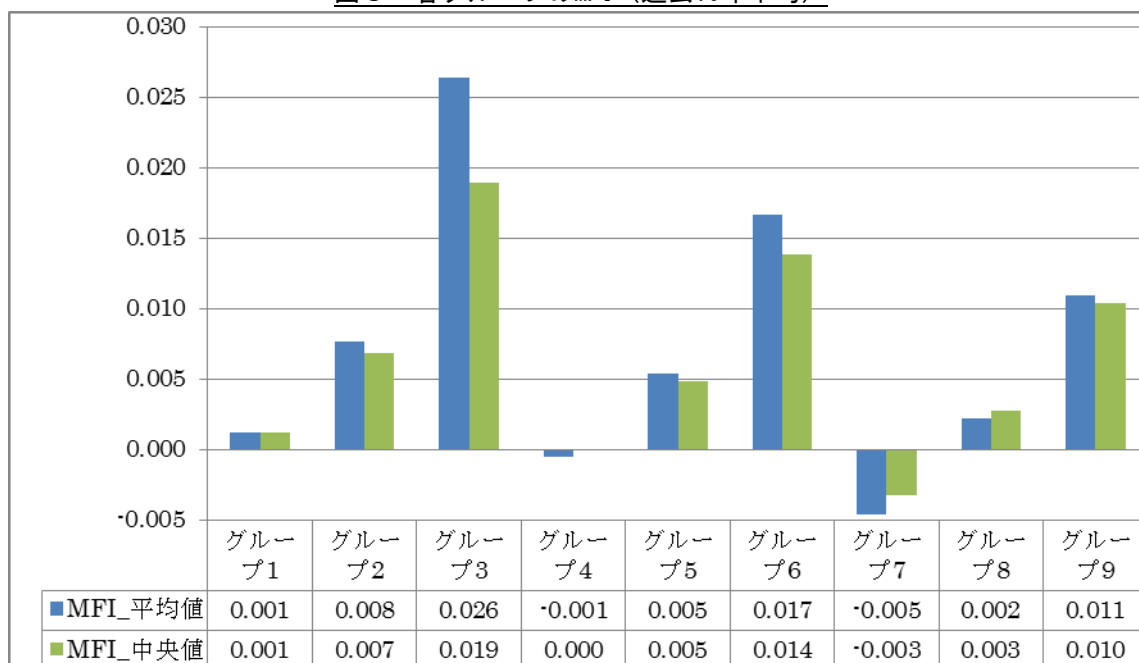
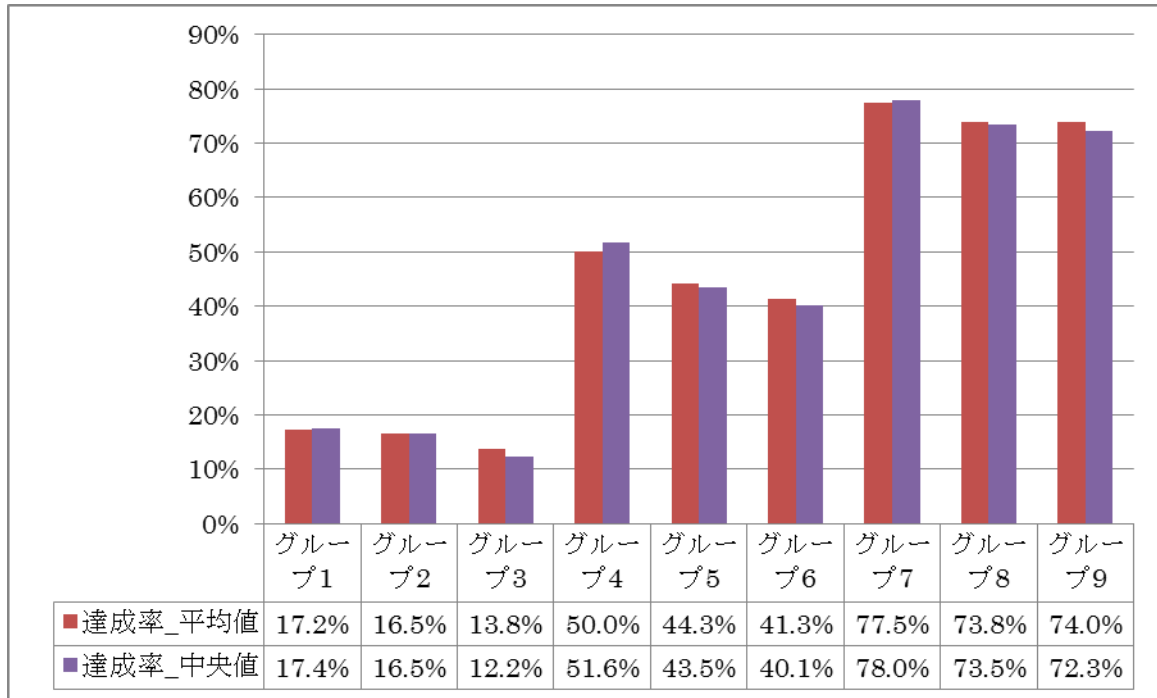


図4 各グループの業績予想達成率（過去10年）



最後に、各グループの予想誤差・精度について見ていこう（表4）。予想誤差の変動は、各社ごとに10年間の予想誤差の標準偏差を計算したものである。予想誤差がどの程度ぶれるのかを表す指標といえる。また予想精度は予想誤差の絶対値である。まず予想誤差を見ると、業績予想を達成できない年が多いことから、グループ1から6までは負の値となっている。達成率が同程度であっても、グループ3・6といった積極的な予想を行うグループでは、負の誤差が大きくなっていることが確認できる。一方で達成率の高いグループ7から9を比較すると、平均値で

はグループ9が最も高いものの、グループ7との差は僅かであり、中央値では逆転が生じている。

次に予想誤差の変動について見ていこう。最も変動が大きなグループは6であった。その後をグループ3・9が続いており、積極的な予想を行うグループは、予想誤差がぶれやすいことがわかる。逆に保守的な予想を行うグループは相対的に予想誤差が安定していることがわかる。この点は予想精度という観点からも確認できる。やはり保守的な予想を行うグループは予想精度が相対的に高く、積極的な予想を行うグループは低いという結果が確認される。

表4 各グループの予想誤差・精度（過去10年）

	グループ1	グループ2	グループ3	グループ4	グループ5	グループ6	グループ7	グループ8	グループ9
予想誤差_平均値	-0.006	-0.010	-0.028	-0.001	-0.005	-0.014	0.006	0.003	0.007
予想誤差_中央値	-0.005	-0.009	-0.022	-0.001	-0.005	-0.012	0.005	0.002	0.004
予想誤差変動_平均値	0.012	0.015	0.032	0.015	0.022	0.037	0.016	0.023	0.032
予想誤差変動_中央値	0.008	0.012	0.025	0.012	0.019	0.032	0.013	0.020	0.030
予想精度_平均値	0.010	0.013	0.032	0.011	0.017	0.028	0.014	0.017	0.024
予想精度_中央値	0.007	0.012	0.025	0.009	0.014	0.024	0.012	0.015	0.021

本節の分析結果をまとめると、MFIには少なくとも4期前から持続性があることから、平均的な日本企業は業績予想についてなんらかの開示戦略・方針を有していることが示唆された。この点を踏まえて、MFIと業績予想達成率を軸にグルーピングを実施し、各グループの特徴について分析を行ったところ、業績予想の達成率が低いほど、MFIが大きくなるという傾向が観察された。この点は、保守的な予想を行うグループにおいても同様の傾向が見られた。また積極的な予想を行うグループは、予想誤差が大きくさらにぶれやすいことが観察された。

#### 4. 開示戦略・方針と投資家の反応

本節では、前節で得られた各グループの特徴を踏まえて、公表された業績予想に対する投資家の反応がグループ間で異なるか否かを検証する。その狙いは、投資家との良好な関係を築き上げるにあたって、どのような開示戦略・方針が望ましいのかを分析することにある。

分析にあたっては、Ota (2010) を参考に残余利益モデル (Residual Income Model) を活用することにする。残余利益モデルとは、①クリーンサープラス関係が成立していると仮定し、②企業が獲得した利益から、標準的な利益を差し引いたものを異常利益と定義し、これらを配当割引モデルに代入することで得られる理論モデルである。

具体的な回帰式を述べると、決算情報が十分に反映されたと考えられる決算3ヵ月後の時価総額を被説明変数とし、これを自己資本と利益（本稿では経常利益を用いる）の2変数で説明するというモデルを構築する。これに、次期予想経常利益を説明変数として加える。これらの変数については、Ohlson (2001) に従い自己資本 (BV) および予想利益 (MFOI) の係数は正を、利益 (OI) の係数は負を予想する<sup>7</sup>。

さらに本分析の主眼であるグループ間での予想利益に対する反応を分析するために、当該グループに属しているならば1とするダミー変数を作成し、グループダミー変数と予想利益の交差項の係数を見ることにする。ただし、基準となるグループが必要となることから、グループ5を基準グループとする。この結果、各グループの予想利益の係数は、グループ5の係数と交差項の係数を合計したものになる。明示的な予測は行わないが、MFIが正に大きくなればなるほど、業績予想達成率が高くなればなるほど、予想利益の係数は大きくなると考えられる。

表5の①は、オーソドックスな残余利益モデルの結果である。①に経営者の予想情報を追加した結果

が②である。経営者の予想経常利益を追加すると、決定係数が10%以上も上昇することが観察され、同情報は価値関連性が非常に高いことが示唆される。なお予測通り、予想利益を追加すると、実績利益の係数は負で有意となった。

グループダミー変数と予想利益の交差項を追加した③の結果を見ていこう。係数が有意となったのは、グループ1・2・4・6・8・9であった。グループ1・2・4の係数は負である。グループ1・2は達成率が低いグループであることから、投資家は公表された経営者予想を割り引いて見ているものと推測される。達成率が同レベルであるグループ4と6は対照的な結果となった。グループ4よりもグループ6のほうが過去10年平均の予想誤差は低い（負に大きい）ことを考えると、投資家はある程度の達成率がある企業の場合、積極的な予想をする企業の予想情報を好感している可能性がある。

グループ8・9の係数は正であった。これらのグループは、達成率も高く予想誤差も正であることから、投資家は過去の実績から判断して、公表された予想値よりも実現する値は高くなると予測していると推測される。

一方で、グループ3および7の係数は双方とも負であるものの、有意ではなかった。つまり、予想利益の価値関連性について基準グループとの差異はないことになる。予想の達成率あるいは予想誤差といった点を考慮すると、予想情報の内容や信頼性を比較的に容易に推測することができるグループであるにもかかわらず、意外な結果である。

表5 予想利益情報の価値関連性

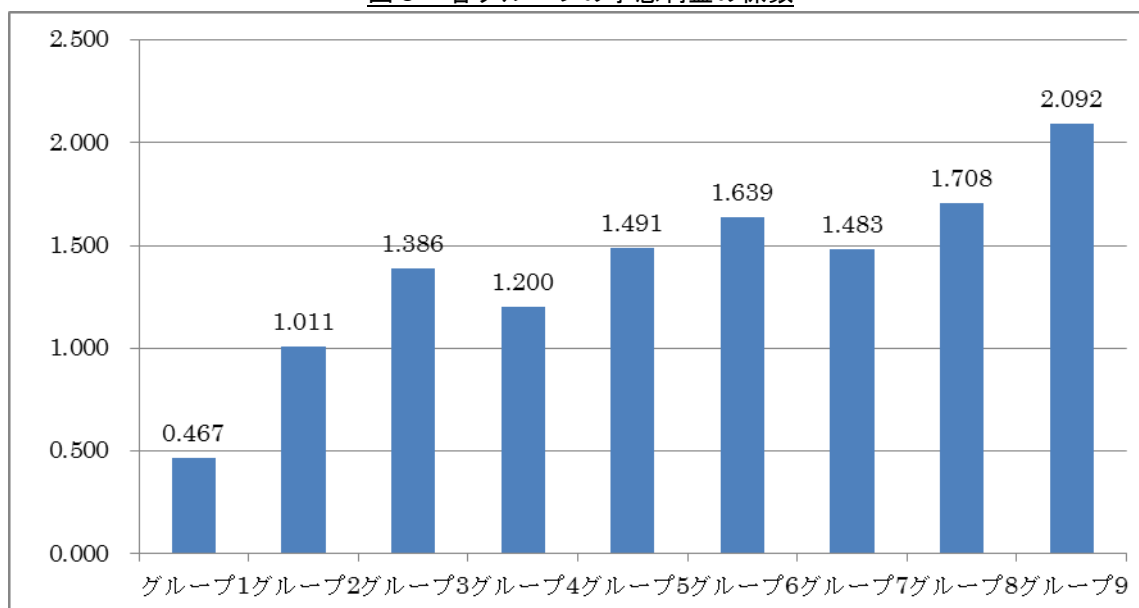
	①		②		③	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
Intercept (切片)	0.968	[23.66]***	0.856	[23.98]***	0.870	[23.63]***
BV (純資産)	0.054	[10.28]***	0.031	[6.01]***	0.038	[7.48]***
OI (経常利益)	0.602	[14.15]***	-0.154	[-2.69]***	-0.161	[-2.77]***
MFOI (予想次期経常利益)			1.529	[19.17]***	1.491	[16.49]***
グループ1×MFOI					-1.024	[-3.06]***
グループ2×MFOI					-0.480	[-4.65]***
グループ3×MFOI					-0.104	[-0.95]
グループ4×MFOI					-0.291	[-3.76]***
グループ6×MFOI					0.148	[1.74]*
グループ7×MFOI					-0.007	[-0.08]
グループ8×MFOI					0.217	[1.73]*
グループ9×MFOI					0.601	[2.31]**
産業ダミー	YES		YES		YES	
年度ダミー	YES		YES		YES	
adj. R <sup>2</sup>	0.187		0.293		0.303	
#obs						4,056

※1 t値はWhite (1980) のt値。

※2 \* p<0.1, \*\* p<0.05, \*\*\* p<0.01。

図5は、各グループの予想利益の係数を図示したものである。予測通り、MFIが正に大きくなればなるほど、業績予想達成率が高くなればなるほど、係数の値は正に大きくなっていることが確認される。ただし、グループ3と4、グループ6と7を比較すると、業績予想達成率は低い積極的な予想を行っているグループのほうが係数が大きいことがわかる。ここからも、投資家は相対的に積極的な予想を好感していることが示唆される。

図5 各グループの予想利益の係数



## 5. 分析のまとめとインプリケーション

本稿は、投資家との良好な関係を構築する開示戦略・方針について示唆を得ることを狙いに、経営者が公表する業績予想情報に焦点を当て、大きく3つの分析を実施した。第1にMFI（前期実績比でみた業績予想の増益・減益幅）について実態分析を行った。その結果、近年も増益予想を行う企業の割合は約73%と高く、実際の増益企業の割合（約58%）を大きく上回っていることが確認された。なお増益予想企業（正のMFI企業）は、平均的には期中に下方修正を行っており、その値は期初予想での予想誤差を少し下回っていることが判明した。つまり、期中に下方修正することで、最終的に予想を達成している企業が一定の割合で存在することが示唆される。一方で、減益予想企業（負のMFI企業）はリーマン・ショックの影響を受けている年を除けば、基本的にわずかではあるが、上方修正を行う傾向にあるといえる。

第2に、企業の業績予想に関する開示戦略・方針について分析を実施した。本稿では、開示戦略あるいは開示方針を、ある企業が情報を開示する際に継続的に有する方向性と定義している。そこで、この定義に平均的な日本企業は合致するのかが確認するために、MFIの自己回帰分析を実施した。その結果、少なくとも4期前からMFIには持続性があることが統計的に確認された。

この点を踏まえて、個々の企業についてMFIと業績予想達成率の2つの軸でグルーピングを実施し、各グループの特徴を分析した。業績予想達成率の軸を導入したのは、実力に見合った予想を公表した企業とそうでない企業を区別するためである。なお同

指標は、情報利用者の観点からいえば、業績予想情報に対する信頼性を示す1つの指標と捉えることができる。

グループの特徴は以下の通りである。積極的な予想を行うグループで比較しても、相対的にMFIが大きくなると業績予想の達成率が低くなるという傾向が観察された。この点は保守的な予想を行うグループでも同様の傾向が見られた。また積極的な予想を行うグループは、予想誤差が大きくさらにぶれやすいことが観察された。

第3に、残余利益モデルを活用して、業績予想に対する株式市場の反応がグループ間で異なるかを検証した。MFIが正に大きくなればなるほど、業績予想達成率が高くなればなるほど、次期予想経常利益の係数の値は正に大きくなると予測したが、結果もまさにその通りであった。ただし、意外な点もあった。平均程度の達成率がある場合、相対的に予想誤差が負に大きくても（未達成の幅が大きくても）、投資家は積極的な予想を好感する傾向にあることが観察された。達成率は低い継続的に積極的な予想を行うグループと達成率は高い継続的に保守的な予想を行うグループの予想利益の係数は、双方とも平均的なグループの係数と同程度であったのも、こうした投資家の嗜好に起因しているのかもしれない。

これら3つの分析から得られた実務へのインプリケーションは大きく2つある。1つは、投資家のヒューリスティクスを把握することが重要である点である。検証結果から、投資家は予想誤差を加味すると結果的に同水準となる業績変動に対して、期初の業績予想の水準によって異なる反応を示していることがわかる。ヒューリスティクスを完全に取り除



くことは困難であるが、自社に対して正しい認識を形成するためには、投資家の情報ニーズに応えるだけでなく、これまでの自社の情報開示活動とその結果について共有することが重要となる。

いま1つは上記とも関連するが、情報開示活動の見える化を行うことである。情報開示活動の場では、開示される情報が中心となるため、開示活動そのものの質が見えにくくなっていると思われる。また情報利用者との間に意識ギャップがあると、コミュニケーションが思うように進まなくなる。こうした状況を打破するためには、仮説検証型の実務に移行する必要がある。

想定される手順を示せば、まず社内で開示戦略・方針を具体的なレベルで議論し、統一的な見解を作成する。本稿の分析結果に照らすと、企業はなんらかの開示戦略・方針を有していることが示唆されるが、それらが暗黙知となっている企業も存在すると思われる。その場合、自社の開示戦略・方針を明示することがスタート地点となる。次に、株主（大株主やモノを言う株主など）にヒヤリングを行い、自社の開示戦略・方針をどのように理解しているかを

確認するとともに、他社と比較して自社の開示活動を評価してもらう。低評価あるいは株主との意識ギャップがあるならば、過去の情報開示を紐解き、低評価・誤解が生じた要因を丹念に追及することが求められる。そして、課題や問題点を発見したら、仮説を立てて具体的な改善策を作成し、施策を実施・検証する。こうした一連のプロセスを繰り返すことが重要である。

最後に、本稿の課題について述べたい。まず本稿で扱っている開示戦略・方針の定義およびそれに基づくグルーピングが限定的である点である。本稿では期初時点での業績予想情報に基づいて分析を行っており、期中での修正情報の開示戦略・方針については触れていない。また短期の将来業績情報のみを扱っており、中期経営計画などで開示される中長期の将来業績情報、あるいはESG情報に代表される非財務情報についても言及していない。さらに、グルーピングにおいても業績予想達成率以外にも取り得る軸は多数ある。こうした点は今後の課題としたい。

#### <文末脚注>

<sup>1</sup> Kato et al. (2009) も分析にMFIを用いているが、彼らの研究の主眼は予想誤差 (MFE : Management Forecast Error) にある。なお日本企業の業績予想に関する研究は、Ota (2006) や太田 (2008) に詳しい。

<sup>2</sup> ここでは、国内事業会社を対象に2005年から2011年までの7年間を分析期間とし、①決算月数が12ヵ月である、②財務データと経営者予想データ（期初予想、期中修正予想）の連単が一致する、③決算後、3ヵ月以内に経営者予想データを公表している、④業績予想の期中修正に関するデータが入手できるサンプルを抽出して分析を実施している。なお分析に用いた財務データ・株価データ・経営者予想データは、日本経済新聞デジタルメディア社が提供する「NEEDS-FinancialQUEST」から入手している。

<sup>3</sup> 予想誤差は（経常利益－期初時点の経常利益予想）÷前期末総資産にて算出している。

<sup>4</sup> 期中修正は（経常利益最終予想－経常利益期初予想）÷t期末総資産にて算出している。なおプレアナウンスを避けるために、期中の修正は決算期末に最も近い修正予想を使用している。

<sup>5</sup> なおOta (2006) や清水 (2007) によって発見された予想誤差の持続性の一部は、MFIの持続性に起因している可能性がある。つまり、予想誤差の持続性は、経営者がなんらかの開示戦略・方針を持っていて、その開示戦略・方針によってもたらされている可能性がある。

<sup>6</sup> これ以降の分析もサンプルの抽出方法はこれまでと同じであるが、2001年から2011年までの11年間をデータ収集期間としている。過去10年分のデータを用いてグルーピングを行っているため、実際には2010年と2011年がサンプルとなる。

<sup>7</sup> 予想利益が存在するもとの実績経常利益は、将来利益の成長性を暗示するもの (implied earnings growth indicator) であり、理論的な予測は負である (Ohlson, 2001、Hand, 2001)。

## <参考文献>

- Atiase, R. K., Li, H., Supattarakul, S. and Tse, S. 2005. Market Reaction to Multiple Contemporaneous Earnings Signals: Earnings Announcements and Future Earnings Guidance. *Review of Accounting Studies* 10 (4): 497-525.
- Baginski, S. P., Hassell, J. M. and Kimbrough, M. D. 2004. Why Do Managers Explain Their Earnings Forecasts? *Journal of Accounting Research* 42 (1): 1-29.
- Baginski, S. P. and Rakow Jr., K. C. 2012. Management earnings forecast disclosure policy and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies* 17 (2): 279-321.
- Hand, J. R. M. 2001. Discussion of "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective". *Contemporary Accounting Research* 18 (1): 121-130.
- Hirst, D. E., Koonce, L. and Venkataraman, S. 2008. Management Earnings Forecasts: A Review and Framework. *Accounting Horizons* 22 (3): 315-338.
- Houston, J. F., Lev, B. and Tucker, J. W. 2010. To Guide or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance. *Contemporary Accounting Research* 27 (1): 143-185.
- Kato, K., Skinner, D. J. and Kunimura, M. 2009. Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated. *The Accounting Review* 84 (5): 1575-1606.
- Mastumoto, D. A. 2002. Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *The Accounting Review* 77 (3): 483-514.
- Mittendorf, B. and Zhang, Y. 2005. The Role of Biased Earnings Guidance in Creating a Healthy Tension between Managers and Analysts. *The Accounting Review* 80 (4): 1193-1209.
- Ohlson, J. A. 2001. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. *Contemporary Accounting Research* 18 (1): 107-120.
- Ota, K. 2006. Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan. *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*: 267-294.
- Ota, K. 2010. The Value Relevance of Management Forecasts and Their Impact on Analysts' Forecasts: Empirical Evidence From Japan. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies* 46 (1): 28-59.
- Ota, K. 2011. Analysts' Awareness of Systematic Bias in Management Earnings Forecasts. *Applied Financial Economics* 21 (18): 1317-1330.
- Skinner, D. J. and Sloan, R. G. 2002. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies* 7 (2-3): 289-312.
- Tan, Hun-Tong., Libby, R. and Hunton, J. E. When Do Analysts Adjust for Biases in Management Guidance? Effects of Guidance Track Record and Analysts' Incentives. *Contemporary Accounting Research* 27 (1): 187-208.
- 伊藤邦雄. 2011a. 「業績予想開示の意義と見直しの方向性 (特集 これからの業績予想開示を考える)」 『企業会計』 63(11) : 1602-1611.
- 伊藤邦雄. 2011b. 「財務報告の変革と企業価値評価 (特集 財務報告の変革のあり方と展望)」 『企業会計』 63(12) : 1776-1785.
- 太田浩司. 2005. 「予想利益の精度と価値関連性—I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較」 『現代ファイナンス』 (18) : 141-159.
- 太田浩司. 2006. 「経営者予想に関する日米の研究: 文献サーベイ」 『武蔵大学論集』 54(1) : 53-94.
- 太田浩司・姜理恵. 2011. 「米国における経営者予想開示の推移とわが国へのインプリケーション (特集 わが国適時開示制度の再検討)」 『証券アナリストジャーナル』 49(6) : 30-40.
- 後藤雅敏. 1997. 『会計と予測情報』 中央経済社.
- 清水康弘. 2007. 「経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスプライシング (特集 証券アナリストの役割と情報)」 『証券アナリストジャーナル』 45(8) : 80-96.
- 野間幹晴. 2008a. 「経営者予想とアナリスト予想—期待マネジメントとハーディング(1)」 『企業会計』 60(5) : 756-762.
- 野間幹晴. 2008b. 「業績予想とモメンタム」 『會計』 174(4) : 569-583.

有価証券報告書における情報開示の課題と改正案

—第2「事業の状況」の総合的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—

飯泉 潤 (東京経済大学経済学部 4年)

木村 大樹 (東京経済大学経営学部 4年)



## 1. はじめに

本稿の目的は、企業の将来的な目標や活動といった非財務情報の記載が行われている、有価証券報告書 第2「事業の状況」(以下「事業の状況」という)に焦点を当て、その課題を浮き彫りにすると共に、非財務情報を利用する一般投資家に対して分かり易く、かつ有益な情報の開示を促すと同時に、企業のマネジメント効果を生み出す改正案を提言することを目的としている。

国際会計基準審議会(International Accounting Standards Board; IASB)は2010年12月8日に、国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards; IFRS)に準拠して作成された財務諸表本体以外(非財務情報)の情報の開示に対するフレームワークを提供することを狙いとした、マネジメント・コメンタリーの声明文を公表した(IFRS Practice Statement Management Commentary)。マネジメント・コメンタリーは、経営者の視点から分析した企業の戦略や目標を、その情報の利用者(一般投資家等)に説明する機会の提供を目的とした意見書であり、米国などではその提供の場として「財務状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の項目にあたる。

実際に米国のF-20の「財務状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」には、経営者の視点から分析した企業の戦略や目標が記載されている。これは日本の有価証券報告書の項目に置き換えると、本稿でも焦点を当てている「事業の状況」内の「業績等の概要」「対処すべき課題」「事業等のリスク」「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」が最も当てはまると考えられる。しかし、現行の日本の有価証券報告書内の上記の項目は、複雑な記載や情報の重複が見受けられるため、マネジメント・コメンタリーのフレームワークの提供を享受することができない。日本の有価証券報告書の開示状況は、より簡略化し一般投資家などの利

用者に分かり易い開示を行うべきであろう。

また、(株)三菱総合研究所が2009年12月10日に行った、「これからのIR活動の方向性」のアンケート結果によると、IR活動を通して、投資家に効果的に伝わっていると認識している項目として、「決算・業績説明」、「経営方針・中期計画」が挙げられる一方で、投資家に効果的に伝わっていないと考える項目としては、「人材の質」、「研究開発・新技術」、「環境・温暖化対策」、「リスク情報」等、いわゆる無形資産を始めとする項目が挙げられた。

上記の2つの結果から、これからの日本企業に求められる対応は、将来的な情報の記載が多くみられる「事業の状況」の項目において、一般投資家にわかりやすい記載を行うことではないだろうかと考える。理解しやすい情報を記載することで、投資家からのフィードバックを通じた企業のマネジメント向上にもより良い影響を与えられらるからである(金・安田(2012))。

本稿では、経営者の目標や戦略、事業の活動状況といった将来的な情報を含む、「事業の状況」の項目に焦点を当て、現行の問題点を浮き彫りにし、一般投資家及びその他の利用者によりわかりやすい記載の形式を提案していくこととする。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、「事業の状況」に関する先行研究を整理した上で、当該開示情報の規制がどのように変わってきたかを時系列で考察する。そして第3節では、実際に近年の企業の開示状況を参照しながら現行の開示状況の課題点を浮き彫りにする。第4節では、前節の課題点に対する具体的な改正案を提言していく。最後に第5節では本稿をまとめ結びとする。

## 2. 「事業の状況」の歴史的変遷と開示実態

### (1) 先行研究の整理

近年では、有価証券報告書の大幅な改正に伴い、「事業の状況」内の各項目の研究が進められている。

以下に「事業の状況」内の各項目に係る先行研究とその内容を整理する。

まず比較的多くの研究が進められているのが、「事業等のリスク」に関する研究である。本稿ではいくつかの研究の中から張替（2008）と金（2012）をとりあげる。まず、張替（2008）では、株主が背負うべきリスクであると理解させるIR活動がリスクIRであり、それを定量的に評価した。その結果、最も重要視されるべきプライベートリスクが、経営陣から楽観視されていることが分かった。プライベートリスクは情報の非対称性が大きいと、楽観予想バイアスが継続と投資家から高いリスクプレミアムを要求される。つまり、経営陣が楽観的に見ている投資家などのプライベートリスクは、投資家と経営陣で情報の非対称性が起こっており、傷害などの犯罪が起こった場合、高い対価を払わされる可能性がある。そのことを踏まえて具体的な対策を実行し、そのリスクマネジメント体制を情報開示・アピールしていくことが大切であるとしている。

金（2012）では、規模が大きく、市場ベータが高い企業、負債依存度が高い企業、研究開発投資を多く行っており海外への売が多い企業ほどリスクを多く開示していることが明らかにされた。また、リスク情報開示に積極的な企業は、他の企業に比べて業績マネジメントの有効性が比較的低下していないことがわかった。これを受け情報開示は、投資家に有効な情報を提供し、情報の非対称性を低減するだけでなく、企業行動をも変える可能性があるとして金（2012）は結論付けている。つまり、企業は自らのリスクを多く開示することで、投資家に有効な情報を提供し、情報の非対称性を低減するだけでなく、自社のリスクマネジメントも同時に行っていると考えられると解釈しているのである。

リスク情報の開示に関する上記の2つの論文では、リスク情報の開示の重要性が増してきていることを

示唆している。同時に、企業によって開示内容の形式並びに開示内容・量にも差が存在することも読み取ることができる。

「事業の状況」の中で研究が進められているもう一つ分野は「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に関するものである。たとえば、伊藤（2010）は日経225を対象とした財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー（いわゆるManagement Discussion and Analysis; MD&A）情報の実際の開示状況について調査し、日本企業の開示傾向について述べている。MD&Aに関しては、開示は義務付けられているものの、開示する内容に関する詳細が規定されておらず、企業側が戦略的かつ自由に記載することができる項目であり、企業によってその記載内容に差が現れる項目であることが読み取れる。

私たちが調べた中では、「事業の状況」の中で研究が進められている分野は上記の2つのみであると考えられた。すなわち、「事業等のリスク」、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に関する研究は少なからず研究が進められているが、その他の項目についての研究については見つけることができなかった。さらに、「事業の状況」の各項目を総合的に研究した論文も存在しなかった。そこで本稿では、先行研究の見つからなかった項目も含め「事業の状況」を総合的に研究し、その問題点を明らかにしていくことで今後の日本企業の情報開示がより分かり易く、かつ有益なものとなるのではないかと考えた。

## (2) 現行の開示様式

表1は、現在の「事業の状況」の項目をまとめたものである。日本の企業は2010年の項目の追加訂正以降、この形式に基づいて有価証券報告書の作成、開示を行っている。

表1 現行の開示項目	
第2 事業の状況	
1. 業績等の概要	⇒2000年3月期より改正
2. 生産、受注及び販売の状況	⇒2000年3月期より独立
3. 対処すべき課題	⇒2000年3月期より独立
4. 事業等のリスク	⇒2004年3月期より追加
5. 経営上の重要な契約等	
6. 研究開発活動	⇒1987年3月期より追加
7. 財政状態、経営成績及び キャッシュ・フローの状況の分析	⇒2004年3月期より追加 2009年4月期より項目名変更

上記の「事業の状況」内の各項目に関して、以下に企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意と現行の開示状況について項目ごとに説明していく<sup>1</sup>。また、具体例として医薬品業界のA

社の有価証券報告書（2012年3月期）の開示例を取り上げる<sup>2</sup>。なお、改正に関する具体的な変更点などは次節で詳細に説明する。

### ① 「業績等の概要」

#### 業績等の概要

- a 最近連結会計年度及び(61)ただし書により四半期連結貸借対照表を掲げた場合にあっては当該四半期連結貸借対照表に係る四半期連結累計期間（四半期財務諸表等規則第3条第7号に規定する四半期連結累計期間をいう。以下この様式において同じ。）・・・〔中略〕・・・以下この様式において同じ。）又は中間貸借対照表を掲げた場合にあっては当該中間貸借対照表に係る中間会計期間（以下この様式において「最近事業年度等」という。）における業績及びキャッシュ・フローの状況について、前年同期（前年同四半期累計期間又は前中間会計期間を除く。）と比較して分析的に記載すること。

第二号様式記載上の注意(30)より抜粋。

#### 1 【業績等の概要】

##### (1) 業績

- 〈研究開発活動関連〉
- 〈販売活動関連〉
- 〈グローバルでのワクチン事業の強化にむけて〉
- 〈コーポレート・ガバナンスの強化について〉

##### (2) セグメントの状況

##### (3) キャッシュ・フローの状況

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、「業績等の概要」は、平成9年6月に企業会計審議会から公表された「連結財務諸表制度の見直しに係る意見書」による有価証券報告書等の記載内容の見直しにより、2000年3月期から「営業の状況」と「企業集団の業績」が統合され、連結ベースで記載するようになった。また、連結キャッシュ・フロー計算書が連結財務諸表の一つとして追加されたことにより、キャッシュ・フローの状況についても、定量的・定性的な開示を行う事とされた。キャッシュ・フロー状況については、前年同期と比較し分析的に記載することになった。連結会計年度における業績については、事業の種類別セグメント及び所在地別セグメントの区分により、その内容を含めて記載する。

実際A社の開示例をみると、業績やセグメントおよびキャッシュ・フローの状況について説明が行われていることがわかる。

## ② 「生産、受注及び販売の状況」

### 生産、受注及び販売の状況

- a 最近連結会計年度等における生産、受注及び販売の実績について、前年同期（前中間連結会計期間を除く。）と比較して事業の種類別セグメントに関連付けて記載すること。ただし、業種・業態によりこれによりがたい場合には、「業績等の概要」の記載に含めて生産、受注及び販売の状況について記載することができる。〔中略〕
- d 主要な販売先がある場合には、最近2連結会計年度等（連結財務諸表を作成していない場合には最近2事業年度等）における相手先別の販売実績及び当該販売実績の総販売実績に対する割合を記載すること。ただし、当該割合が100分の10未満の相手先については記載を省略することができる。

第二号様式記載上の注意(31)より抜粋。

### 2【生産、受注及び販売の状況】

- (1) 生産実績
- (2) 商品仕入実績
- (3) 受注状況
- (4) 販売実績

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、生産・受注及び販売の状況について、連結ベースで開示することになり、当連結会計年度における生産、受注及び販売の実績について、前年同期と比較して業種別セグメントに関連付けて記載することが求められている。だが、これらの定量情報の記載を連結ベースで全ての企業に対して画一的に求めることは現実的ではないと考え

られるため、業種・業態によって難しい場合「業績等の概要」の記載に含めて、生産・受注及び販売の状況について、前年同期と比較して定性的に記載することが理想とされている。実際A社の開示例をみると、生産や仕入など製品に関係する説明が行われていることがわかる。

## ③ 「対処すべき課題」

### 対処すべき課題

最近日現在における連結会社（連結財務諸表を作成していない場合には提出会社）の事業上及び財務上の対処すべき課題について、その内容、対処方針等を具体的に記載すること。なお、基本方針を定めている会社については、会社法施行規則（平成18年法務省令第12号）第127条各号に掲げる事項を記載すること。

第二号様式記載上の注意(32)より抜粋。

### 3【対処すべき課題】

- <経営方針>
  - ・革新への挑戦（Innovation）
  - ・活力ある企業文化の創造（Culture）
  - ・持続的な成長（Growth）
- <経営方針を実現するための戦略>

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、今までは「営業の状況」の「概況」において、提出会社の対処すべき課題について説明するものとされてきたが、独立の項目として記載されることになった。「事業の状況」に「対処すべき課題」の項目が新設され、事業上及び財務上の対処すべき課題について、その内容、対処方針を具体的に記載することとした。会社の対処すべき課題としては様々な事項が考えられるが、企業の経済環境等を踏まえて、事業上及び財務上の課題

となっている事項について幅広く記載することが期待される。実際にA社の開示例をみると、経営方針とその実現のためなど、将来の目標についての説明がみられた。

#### ④ 事業等のリスク

##### 事業等のリスク

- a 届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フロー（連結財務諸表規則第2条第13号及び財務諸表等規則第8条第18項に規定するキャッシュ・フローをいう。）の状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特有の法的規制・取引慣行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること。
- b 提出会社が将来にわたって事業活動を継続するとの前提に重要な疑義を生じさせるような事象又は状況その他提出会社の経営に重要な影響を及ぼす事象が存在する場合には、その旨及びその具体的な内容を分かりやすく記載すること。
- c 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は届出書提出日現在において判断したものである旨を記載すること。

第二号様式記載上の注意(33)より抜粋。

#### 4【事業等のリスク】

- (1) 研究開発に関するリスク
- (2) 知的財産権に関するリスク
- (3) 特許権満了等による売上低下リスク
- (4) 副作用に関するリスク
- (5) 薬剤費抑制策による価格引き下げのリスク
- (6) 為替変動による影響
- (7) 企業買収に関わるリスク

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

阿部（2004）によると、事業等のリスクに関して、開示府令の記載上の注意は定義されていない。このため、開示する内容に関しては各社が事業等のリスクを自ら定義し、その内容を自主的に判断して記載することになっている。各社グループの経営成績、株価及び財務状況等に影響を及ぼす可能性のある項目を主な事項としている会社が多い。

事業等のリスクの記載内容として、有価証券報告書の記載上の注意では①財政状態・経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動、②特定の取引先・製品・技術等への依存、③特有の法的規制・取引慣行・経営方針、④重要な訴訟事件等の発生、⑤役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等が記載されている。

事業等のリスクについての開示項目は上記の5点が主だったものだと考えられるが、これらの項目に限らず開示が行われている。記載上の注意でも、「具体的に分かりやすく、かつ簡潔に記載する」と規定されていることもあり、具体的な記載は投資家への積極的な情報提供だと考えることもできるだろう。

会社はリスクに対して積極的に対処していく行動をとるものだと考えられるので、会社によっては、自社の事業内容に対して分かる範囲のリスクを記載し、さらにそれに対してどういった対策をしていくかを記載している会社の例もある。その他にも会社

によっては全ての事業に対するリスクを記載するのではなく、コアとなる事業についてのリスクを中心に記載している会社もある（阿部（2004））。A社の開示例をみると自社の努力だけでは回避しにくいリスクについて説明されていることがわかる。

## ⑤ 「経営上の重要な契約等」

### 経営上の重要な契約等

- a 最近連結会計年度（連結財務諸表を作成していない場合には最近事業年度。以下この(34)において同じ。）の開始日から届出書提出日までの間において、吸収合併又は新設合併が行われることが、・・・〔中略〕・・・新設分割の後の吸収分割承継会社となる会社（吸収分割会社に割り当てられる財産が吸収分割承継会社となる会社が発行する有価証券以外の有価証券である場合には、当該有価証券の発行者を含む。）又は新設分割設立会社となる会社の資本金・事業の内容等について記載すること。

第二号様式記載上の注意(34)より抜粋。

### 5【経営上の重要な契約等】

- (1) 技術貸与
- (2) 共同研究
- (3) 技術導入
- (4) クロスライセンス
- (5) 販売契約
- (6) その他

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、経営上の重要な契約等についても、連結ベースで記載することとされた。なお、記載内容は、従来の記載内容と同様である。A

社の開示例をみると、他企業との技術や販売に関する説明がされている。

## ⑥ 「研究開発活動」

### 研究開発活動

最近連結会計年度等（連結財務諸表を作成していない場合には最近事業年度等）における研究開発活動の状況（例えば、研究の目的、主要課題、研究成果、研究体制等）及び研究開発費の金額を、事業の種類別セグメントに関連付けて記載すること。

第二号様式記載上の注意(35)より抜粋。

### 6【研究開発活動】

（医療用医薬品事業）

- ① 自社製品に関する取り組み
- ② 合剤等に関する取り組み
- ③ 導入品（アライアンス）に関する取り組み
- ④ 研究開発体制の整備・強化

（ヘルスケア事業）

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

兼田（1999）によると、「事業の概況」及び「企業集団の状況」のそれぞれに記載されていたものが統合され、当連結会計年度における研究開発活動の状況を事業別セグメントに関連付けて記載する。研究開発活動に関する情報は、企業の経営方針や将来の収益予測に関する重要な投資情報であるため、自発的、積極的に開示することが求められている。A社の開示例をみると、開発している医薬品についての取り組みについて説明されていることがわかる。



## ⑦ 「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」

### 財政状態及び経営成績の分析

- a 届出書に記載した事業の状況、経理の状況等に関して投資者が適正な判断を行うことができるよう、提出会社の代表者による財政状態及び経営成績に関する分析・検討内容（例えば、経営成績に重要な影響を与える要因についての分析、資本の財源及び資金の流動性に係る情報）を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。
- b 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は届出書提出日現在において判断したものである旨を記載すること。

第二号様式記載上の注意(36)より抜粋。

## 7 【財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】

- (1) 当連結会計年度の経営成績の分析
  - ① 売上高
  - ② 営業利益
  - ③ 経常利益
  - ④ 当期純利益
- (2) 当連結会計年度の財政状態の分析
  - [資産]
  - [負債]
  - [純資産]
  - [キャッシュ・フロー]
- (3) 将来の見通し
  - ① 売上高の見通し
  - ② 営業利益・経常利益の見通し
  - ③ 当期純利益の見通し
  - ④ 見通しの前提及び見通しに関する注意事項

A社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

開示府令では「財政状態及び経営成績の分析」に関する記載上の注意として「投資家が適正な判断ができるよう、提出会社の代表者による財政状態及び経営成績に関する分析・検討内容を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること」としている。その例として、①経営成績に重要な影響を与える要因についての分析と②資本の財源及び資金の流動性にかかる情報があげられる。開示府令では記載すべき事項について詳細に定めているわけではないため、各社が記載事項を適切に判断した上で、記載することとなる。

上記のように「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」における記載項目としては様々なものが考えられるが、「経営成績の分析」についてはほとんどの会社が記載しており、「キャッシュ・フローの分析」「資本の源泉及び資金の流動性についての分析」についても記載している会社が多い。次いで「財政状態の分析」について記載した会社も多い。A社の開示例をみると売上高や営業利益などの数値情報、将来の見通しについて説明していることがわかる。

## (2) 有価証券報告書の歴史的変遷から見る「事業の状況」

我が国の有価証券報告書の開示制度の実施は、昭和23年に遡る。以降、近年にかけて有価証券報告書の開示形式や内容に関しては何度か改正が行われてきた。以下に、有価証券報告書の開示制度の成立と、近年にかけての改正や変更点を時系列にまとめ、実際にどのような改正が行われてきたのかを具体的に示していくこととする。

年	内容
昭和23年	証券取引法が公布、施行され、日本企業には有価証券報告書及び有価証券届出書の提出が義務付けられる。
昭和28年	企業内容開示制度が実施されて以来の大幅な改正。数年間の行政運用の経験と実際に報告書の作成を義務付けられている企業側からの意見や要望を踏まえ、不備や不合理な点の改正が行われた。改正のポイントは、有価証券報告書と有価証券届出書の記載内容と範囲の一致であった。
昭和46年	昭和28年の改正以降、企業内容開示制度に関する大幅な改正は、この年の改正まで行われておらず、流通市場の拡大や国際化に伴い、投資者保護の徹底の為に大幅な改正が行われた。昭和28年の改正は主に開示内容の簡素化を目的としていたが、この年の改正に関しては、企業内容開示制度の充実・強化が目的とされていた。

浅地（1982）に基づき筆者作成。

表2は、日本の有価証券報告書の開示制度の元となる証券取引法の施行から、昭和28年、昭和46年の大幅な改正を簡単にまとめたものである。なお、上記までの改正で、本稿で取り上げたい記載様式の変更を確認することはできなかった。

次に、（株）プロネクサスの提供する企業情報データベースであるeolデータベースを参照し、eolで有価証券報告書が閲覧可能な1984年から直近までの「事業の状況」変更内容を時系列にまとめ、具体的に説明していく事とする。以下の表3は、医薬品業界A社の1984年から直近にかけての有価証券報告書の様式が変化した時点を中心にまとめたものである。

表3を見てみると、まず1984年3月期の有価証券報告書では現在の「事業の状況」にあたると思われる項目が「事業の概況」と「営業の状況」に分かれて開示されていることがわかる。さらに、その開

示項目は、「会社の目的及び事業の内容」「経営上の重要な契約」、「概況」「生産能力」「生産実績」「受注状況と生産計画」「販売実績」と、現在の開示内容とは多少様子が異なっていることもわかる。それが、1987年3月期になると「事業の概況」において「研究開発活動」の項目が追加されている。実際に、医薬品業界の企業の全てがこの年より「研究開発活動」についての記載を行っており、現在に至るまでその形のままほぼ変更点はない。

次に大きく変わったのが2000年3月期である。1997年6月に企業会計審議会による「連結財務諸表制度の見直しに係る意見書」が公表され、1999年3月30日付けで省令改正が適用された。従来の形式から一転し、「第2 事業の概況」と「第3 営業の状況」の2項目が訂正され、記載内容の多くが「第2 事業の状況」の項目にまとめられる形となっているのが分かる。

1984年3月期	1987年3月期	2000年3月期	2004年3月期	2010年3月期
第2 事業の概況	第2 事業の概況	第2 事業の状況	第2 事業の状況	第2 事業の状況
1 会社の目的及び事業の内容	1 会社の目的及び事業の内容	1 業績等の概要	1 業績等の概要	1 業績等の概要
2 経営上の重要な契約	2 経営上の重要な契約	2 生産、受注及び販売の状況	2 生産、受注及び販売の状況	2 生産、受注及び販売の状況
第3 営業の状況	3 研究開発活動	3 対処すべき課題	3 対処すべき課題	3 対処すべき課題
1 概況	第3 営業の状況	4 経営上の重要な契約等	4 事業等のリスク	4 事業等のリスク
2 生産能力	1 概況	5 研究開発活動	5 経営上の重要な契約等	5 経営上の重要な契約等
3 生産実績	2 生産能力		6 研究開発活動	6 研究開発活動
4 受注状況と生産計画	3 生産実績		7 財政状態及び経営成績の分析	7 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析
5 販売実績	4 受注状況と生産計画			
	5 販売実績			

A社の有価証券報告書から筆者作成。

2004年3月期から「事業の状況」において新しい項目の開示が始まる。この年にはディスクロージャー制度についての改正が行われ、「事業等のリスク」及び「財政状態及び経営成績の分析(MD&A)」の2項目が「事業の状況」内に追加されたのである。この新設の2項目に関しては、ここ数年で多くの研究が進められていることは、第2章の第1節で既に述べている。

以上から、1984年から直近の有価証券報告書の項目に関しては、いくつかの改正によってその形式は変わってきたことがわかる。しかし、私たちが調べていく中で各項目の記載状況に関してのいくつかの課題点が見つかった。次節ではその課題点に関しての具体的な説明を行っていくこととする。

### 3. 「事業の状況」の現状の課題点

先行研究によって「事業の状況」内の項目ごとの研究は進められていることが明らかとなったが、私たちが調べた中では、総合的に各項目を取り上げた内容の研究は進んでないことが見受けられた。しか

し、「事業の状況」内の各項目を総合的に読み解いていくと、多くの課題点の存在が明らかとなった。以下に、現行の開示状況と実際の企業の有価証券報告書第2「事業の状況」内の各項目についての課題点を実際の企業の記載例と共に論じていく。

まず、eolデータベースを利用し東証一部上場の医薬品業界37社をピックアップし、2011年度の有価証券報告書第2「事業の状況」内の各項目を分析し課題点を検出した。ここで医薬品企業をピックアップした理由として、米国での大型薬品の特許が切れりいわゆる2010年問題やジェネリックの台頭などここ数年のビジネス環境の変化や競争が激しい業界であるため、その開示内容をみることで「事業の状況」の課題を浮き彫りにできるのではないかと考えたからである。

検出結果より、1つ目の課題点として挙げられたのが「研究開発活動」をはじめとする各項目の複雑さであった。以下に実際の記載例として、医薬品業界B社の研究開発活動の項目を基に具体的な説明を行っていく。

表4 開示情報の複雑さの例

#### 6 【研究開発活動】

当社グループは、医薬品を中心に積極的な研究開発活動を展開しております。当連結会計年度の研究開発費の総額は〇〇〇円、対売上高比率は8.9%であります。セルフメディケーション事業分野では、いわゆる治療薬とドリンク剤のほか、健康食品を含む生活習慣病関連領域において、研究開発で蓄積した知識や技術を応用した有用性が高く、安全な新製品の研究開発に取り組んでおります。当事業の研究開発費は△△△円となりました。医薬事業分野では、国際的に通用するオリジナリティの高い新薬の研究開発に努めております。当事業の研究開発費は□□□円となりました。

薬剤開発の進捗状況は、あらかし次のとおりであります。

臨床試験第3相にありますのは2品目で、糖尿病の適応で開発しております「TS-071」、変形性関節症等の消炎・鎮痛の適応で開発しております「TT-063」（株式会社〇〇〇との共同開発品）であります。臨床試験第2／3相にありますのは1品目で、骨粗鬆症の適応で開発しております「CT-064（注）」（△△△株式会社との共同開発品）であります。

B社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

上記の記載内容を見てみると、内容は全て文章のみで記載されており、複雑で容易に読み取ることができない印象を受ける。多くの企業がこういった記載の形を採っており、複雑化している。

2つ目の課題点として挙げられるのは、開示内容の二重記載である。医薬品業界37社のうち、有価証券報告書第2「事業の状況」において二重記載の項目が見られた企業は、15社あった。二重記載が生じる原因としては、有価証券報告書内の記載内容に規定がなく、企業が比較的自由に情報の記載できるからであるが、二重記載は情報の整理ができていないという印象を与えかねないのではないかと考える。また、二重記載を行うことによって項目の量が増

加し、ほかの記載内容の見落としに繋がるのではないだろうか。以下に二重記載の実際の開示例として、医薬品業界C社の有価証券報告書（2012年）を載せる。

表5 二重記載例

<p>2【事業等のリスク】</p>
<p>(2) ○○○の事業活動に関するリスク</p>
<p>○○○の当社グループ入りによる「ハイブリッド経営」は、「Global Pharma Innovatorの実現」に向けた新たな一歩となり、グループの事業戦略上重要な役割を果たすこととなります。</p>
<p>しかしながら、○○○の事業環境や競合状況の変化、各国薬事当局等への対応状況、各国の法規制等の遵守状況如何により、当初の同社の事業計画遂行に支障が生じたり、同社の株式取得に際して当社が見込んでいたシナジーが実現できない可能性があります。そのような場合には、当社グループの事業計画や経営成績及び財政状態に悪影響が生じる可能性があります。</p>
<p>なお、平成24年1月26日に発効したFDAとの同意協定書は、品質保証・品質管理体制、データの信頼性保証のための体制、cGMP遵守及び監査体制等に対する是正措置が規定されており、また、5年間にわたり効力を有することになっております。同社の△△△社長が責任をもって当該是正措置を講じてまいります。○○○は、既に平成21年のAIP (Application Integrity Policy) 発動時からcGMP遵守体制等の改善に取り組んでまいりましたが、本協定書の締結後、さらに信頼性保証体制を充実させております。○○○による上記同意協定書に基づく是正措置を確実に講じることは、当社グループにおける新薬事業とジェネリック事業とのハイブリッドビジネスを推進していく上で、最低限の必要条件となります。</p>
<p>7【財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】</p>
<p>④ ○○○の事業活動の動向</p>
<p>○○○の当社グループ入りによる「ハイブリッド経営」は、「Global Pharma Innovatorの実現」に向けた新たな一歩となり、グループの事業戦略上重要な役割を果たすこととなります。</p>
<p>○○○の事業環境や競合状況の変化、各国薬事当局等に対する対応状況、各国の法規制等の遵守状況如何により、当初の同社の事業計画遂行に支障が生じたり、同社の株式取得に際して当社が見込んでいたシナジーが実現できない可能性があります。そのような場合には、当社グループの事業計画や経営成績は影響を受ける可能性があります。</p>
<p>なお、2012年1月26日に発効したFDAとの同意協定書は、品質保証・品質管理体制、データの信頼性保証のための体制、cGMP遵守及び監査体制等に対する是正措置が規定されており、また、5年間にわたり効力を有することになっております。同社の△△△社長が責任をもって当該是正措置を講じてまいります。○○○は、既に2009年のAIP (Application Integrity Policy) 発動時からcGMP遵守体制等の改善に取り組んでまいりましたが、本協定書の締結後、さらに信頼性保証体制を充実させております。○○○による上記同意協定書に基づく是正措置を確実に講じることは、当社グループにおける新薬事業とジェネリック事業とのハイブリッドビジネスを推進していく上で、最低限の必要条件となります。</p>

C社の有価証券報告書(2012年3月期)より抜粋。

上記の様に、似たような文面を別の項目に記載しているものが、私たちの考える二重記載である。さらに、こういった二重記載の問題は、特に以下の項目で見られることが本稿の研究で明らかとなった。第一に、「1. 業績等の概要」に他の項目と同じ記載がされている。第二に、「3. 対処すべき課題」と「4. 事業等のリスク」の記載分けが明確にされていない。最後に、「1. 業績等の概要」と「7. 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」の両項目でのキャッシュ・フローに関して二重記載が多くみられる。なお、この記載に関しては、企業によって記載の重複を避けるために、「当社グループの当連結会計年度のキャッシュ・フローの状況は、「第2 事業の状況 1. 業績等の概要 (2) キャッシュ・フロー」に記載のとおりであります。」のように省略している企業も存在する。

ではこの節で、明らかになった(1) 開示情報の複雑さ(2) 二重記載による文の多さを解消していくた

めに、次節で課題点に対する私たちができると思う解決策を提案していくことにする。

#### 4. 「事業の状況」の課題に対する改正案

本節では、第3節での課題を基に具体的な改正案を提案していく。具体的な改正案の説明に入る前に、再度本稿での目的を明確にしておく。

今回の論文では、前節であがった課題点を改善し、一般投資家により分かり易くかつ有益となるような情報開示の形を提案することを目的としている。私たちはこの目的を念頭に置き、以下に課題点に対する改正案を述べる。

(1)の開示情報の複雑さに対する改正案として、図表の作成・挿入を提案する。前節で例として挙げられた研究開発活動の開示情報の複雑さだが、図表を利用することによって簡略化を図っていきたいと思う。今回私たちが本稿で取り挙げた医薬品業界の研究開発活動は、特定の薬の名称、効果、適応箇所、

研究の進捗度合、海外での状況などが一文で複雑に明記されている事例がほとんどであった。しかし、表6で例として挙げる医薬品業界B社の「研究開発活動」の項目の記載形式は、私たちの考える投資家にわかりやすい開示例に最も適合していると考えられる形式の1つであり、すべての企業にはこのような図表によって文面の簡略化を図ることを、1つの改正案として提案する。

次に(2)の二重記載の文の多さに関する改正案としては、各項目に対する記載事項の明確な定義を付け、その定義によって項目ごとに分けていくことで、二重記載による文量の増加を防ぐことを提案する。

例えば、「業績等の概要」に数値情報を記載しないと定義する。その場合には各事業セグメントの1

年間の業績等を記載し、一切の数値情報を、「財政情報、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」に移行する、ということにする。これにより、売上高、営業利益など数値に係る情報は、ひとくくりにし、数値情報の二重記載を防ぐことが出来る。

また、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」には、数値情報以外は記載しないと定義する。これにより、この項目にあった非財務情報を種類に合わせ、「業績等の概要」「対処すべき課題」「事業等のリスク」「研究開発活動」の各項目にも定義を付け、それに合わせて非財務情報を分散していくことで、二重記載を防ぐことを、2つ目の改正案として提案する。

表6 開示情報の複雑さに対する改正案としての例

領域	製品名、一般名、または開発コード	状況
中枢神経領域	「○○○」	<p>&lt;グローバル&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・D社とグローバル・アライアンス契約を2011年11月に締結し、アリピプラゾール持効性注射剤の共同開発を世界で行います。</li> </ul> <p>&lt;米国&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・週一回経口剤という新しい製剤でのトゥレット障害に対する臨床試験が米国でフェーズⅢに移行しました。</li> <li>・米国で、アリピプラゾール持効性注射剤の統合失調症に関する承認申請がFDAにより受理されました。</li> </ul> <p>&lt;アジア&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・韓国で経口剤が、慢性チック障害およびトゥレット障害の承認を受けました。</li> </ul> <p>&lt;日本&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・双極性障害における躁症状の改善の追加適応症および新剤形「○○○0D錠」の承認を日本で2012年1月に取得しました。</li> </ul>
	△△△	<p>&lt;グローバル&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・D社とグローバル・アライアンス契約を締結し、△△△の共同開発を世界で行います。</li> <li>・大うつ病を対象とした臨床試験が、米国でフェーズⅢに移行しました。また、統合失調症を対象とした臨床試験が米国および欧州でフェーズⅢに移行しました。</li> <li>・統合失調症を対象としたフェーズⅡ試験結果が、2011年11月に開催された第24回米国精神医学と精神衛生会議（USPMHC<sup>*</sup>）にて発表されました。<sup>*</sup>USPMHC：U.S. Psychiatric and Mental Health Congress</li> </ul> <p>&lt;日本&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・統合失調症を対象とする臨床試験が、日本でフェーズⅢに移行しました。</li> </ul>
	□□□	<p>&lt;日本&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・●●●経皮吸収型貼付剤として開発してきた□□□貼付剤は、パーキンソン病とレスストレスグス症候群2つの適応症で2011年12月に同時に承認申請を行いました。</li> </ul>
	「×××」	<p>&lt;日本&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・てんかん部分発作の単剤療法でのフェーズⅢ試験を日本で開始しました。</li> </ul>

B社の有価証券報告書（2012年3月期）より抜粋。

上記の2つの提案は、有価証券報告書作成側に、より具体的かつ見やすく分かりやすい情報の開示を求めることができ、また、定義づけることで投資家や非財務情報利用者にも分かり易くかつ有益となるような情報開示の形を提供することが出来るだろう。

## 5. おわりに

本稿では、有価証券報告書第2「事業の状況」を総括的に取り上げ、現状の開示状況とその課題点を分析し、その課題の改善のための具体的な提言を行った。私たちの提言した企業内容開示制度に対する改正案は、有価証券報告書の複雑化した内容の簡略化を促すものであり、一般投資家がより分かり易くかつ有益な情報を得られる開示が行われることを期待すると同時に、分かり易い開示により可能となる第三者からのフィードバック効果<sup>3</sup>による、企業のマネジメントが期待されるのではないかと考え

る。

最後に本稿では十分に触れられなかった論点に関して指摘する。本稿における研究対象は有価証券報告書第2「事業の状況」内の各項目に範囲を絞り研究を進めてきた。その際に浮き彫りとなった課題点は、実際に他の有価証券報告書内の各項目にも見られる課題であり、研究範囲を広げ総括的に有価証券報告書の開示状況について研究していく必要性があると考えられる。近年、研究が進められている統合報告開示においてもこの点は重要な論点になり得る。

有価証券報告書の総括的な研究は、非常に時間がかかり多くの情報を読み取らなければならないが、本稿でも参考文献として活用したいくつかの先行研究を掛け合わせていくことで、総括的な研究が可能なのではないかと考える。本稿の研究とその結果を1つのきっかけとし、有価証券報告書の総括的な研究が進められることを期待し、本稿のむすびとする。

## <文末脚注>

<sup>1</sup> 記載上の注意については紙幅の関係上、内容を省略・簡略化している。

<sup>2</sup> 具体例については紙幅の関係上、内容を省略・簡略化している。

## <参考文献>

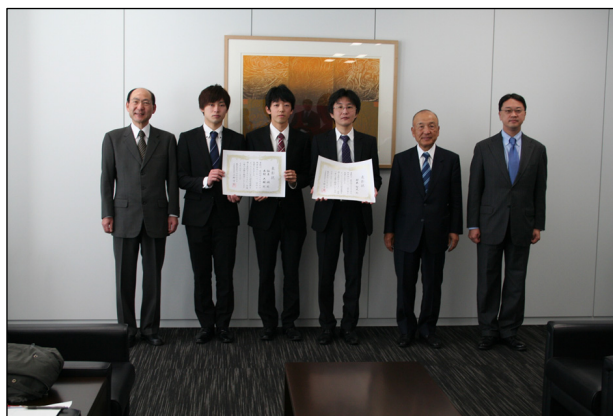
- 浅地芳年. 1982. 「わが国有価証券報告書の成立経緯・変遷について」『企業会計』Vol. 34 No. 5, 644-651頁.
- 油谷成恒. 2000. 「有価証券報告書の変更点」『企業会計』Vol. 52 No. 3 340-348頁.
- 阿部光成. 2004. 「事業等のリスク」『企業会計』Vol. 56 No. 10 1386-1395頁.
- 伊藤健頭. 2012. 「MD&A情報と株主資本コスト」伊藤邦夫還暦記念論文編集委員会〔編〕『企業会計研究のダイナミズム』257-277頁.
- 伊藤健頭. 2011. 「MD&Aにおける将来志向情報開示の決定要因」『インベスター・リレーションズ』第5巻, 25-44頁.
- 兼田克幸. 1999. 「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る省令改正について(上)」『企業会計』Vol. 21 No. 10, 1540-1551頁.
- 金鉉玉. 2007. 「リスク情報の事前開示が投資家の意思決定に与える影響—情報流出リスクの顕在化ケースを用いて—」『一橋商学論叢』Vol. 2 No. 2, 102-113頁.
- 金鉉玉. 2012. 「リスク情報開示のマネジメント向上効果」伊藤邦夫還暦記念論文編集委員会〔編〕『企業会計研究のダイナミズム』279-297頁.
- 谷口義幸. 2003. 「ディスクロージャー制度の整備に伴う政令、内閣府令等の改正について」『企業会計』Vol. 55 No. 7, 102-112頁.
- 中野貴之. 2010. 「財務諸表外情報の開示実態—事業等のリスクおよびMD&Aの分析—」山崎秀彦編著『財務諸表外情報の開示と保証—ナラティブ・リポーティングの保証—』133-150頁.
- 張替一彰. 2008. 「有価証券報告書事業リスク情報を活用したリスクIRの定量評価」『証券アナリストジャーナル』第46巻第4号, 32-44頁.
- 保坂圭作. 2004. 「財政状態及び経営成績の分析(MD&A)」『企業会計』Vol. 56 No. 10, 1396-1406頁.

## 「第4回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

2012年12月6日午前10時より、弊社において授賞式を開催し、優秀賞を受賞された鈴木智大氏、佳作を受賞された飯泉潤氏と木村大樹氏に、表彰状の授与などが行われました。

はじめに、弊社代表取締役会長 上野守生より挨拶があり、表彰状の授与へ移りました。受賞者の方々には、弊社会長 上野より表彰状と懸賞金の目録がそれぞれ贈呈されました。

次いで、黒川行治審査委員長（慶應義塾大学商学部教授）から、受賞論文に関する講評についてお話がありました。



## 第5回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ —応募締切 2013年9月20日（金）当日消印有効—

弊社では、本年も引き続き「プロネクサス懸賞論文」を募集いたします。

日本の企業ディスクロージャー・IRをより効果的で効率的なものにする研究活動支援を目的に、学生、

若手研究者、社会人等の方々から、研究レポートやご提案をいただき、資本市場の健全な発展に寄与していきたいと考えております。

### 《募集要項（概要）》

#### ・テーマ

上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案。

（但し、実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とする。）

#### ・応募資格

40歳以下（2013年9月20日現在）の日本在住の方。  
大学生・大学院生・研究者・一般社会人等。  
個人または共同執筆（2名まで）。

#### ・懸賞金額

最優秀賞50万円（1名）、優秀賞30万円（1名）、佳作10万円（若干名）

◎詳細は、当研究所ホームページをご覧ください。  
<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/index.html>

#### お問合せ先

株式会社プロネクサス プロネクサス総合研究所  
懸賞論文係 原口（はらぐち）  
TEL:03-5777-3032（平日9:00～17:30）  
E-mail:souken@pronexus.co.jp

## ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告

ディスクロージャー基本問題研究会は、ディスクロージャーを巡る諸問題・論点を調査研究するための常設の研究会として、2007年3月に当研究所内に設置された。当研究会は、その都度の先端的テーマを中心に取り上げて外部講師なども招いた報告会を行い、知識の蓄積を図るとともに、その成果等を必要に応じて広報または提言していくことを目的としている。2012年においては、収益認識といった会計基準の国際的なコンバージェンスの観点から、基準の策定や検討の俎上にものぼっている項目や、会社法制見直しの概要を中心に研究会を開催した。なお、会計基準委員会（ASBJ）や金融庁の公開草案については、必要と思われるテーマに対し、意見表明も行うこととしており、2012年においては1件の意見表明を行った。

当研究会の委員は、複眼的な討議が行われるよう、研究者、公認会計士、事業会社というディスクロージャーに関わる様々な立場の方々に委嘱している。ご多忙の中、座長・委員をはじめ当研究所顧問の方々にも積極的にご参加いただいております、厚く御礼を申し上げる次第である。

### 第33回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2012年1月17日

議題 ASBJ「IASBの改訂公開草案『顧客との契約から生じる収益』」に対する意見審議

2011年12月22日にASBJから公表された、「IASBの改訂公開草案『顧客との契約から生じる収益』」

（意見締切：2012年2月17日）に対し、基本問題研究会において審議を行い、意見表明を行った。

### 第34回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2012年2月24日

議題 旧商法「公正なる会計慣行」と監査人の判断—長銀、日債銀、足利事件を中心として—

児嶋隆氏（中央大学商学部教授）を講師にお招きし、「旧商法『公正なる会計慣行』と監査人の判断—長銀、日債銀、足利事件を中心として—」をテーマに、ご報告いただいた。

#### 〈報告要旨〉

1999年に旧経営陣らが逮捕された、いわゆる長銀事件、日債銀事件では、いずれも無罪判決となった。（長銀は2008年に最高裁で逆転無罪判決、日債銀は最高裁が二審判決を破棄し高裁へ差戻しとなり、2011年に東京高裁で無罪判決となった。）

これらの事件の現代的意義として、「公正なる会計慣行」の条件としての3項目を挙げている。

①公正性の要件：当該銀行の利害関係人らに対し、営業上の財産および損益の状況を明らかにするという目的に照らし、社会通念上、合理的なものであること。

②慣行性の要件：その基準時点とされる時点以後、実務において広く反復継続して実施されることがほぼ確実であると認められること。

③唯一性の要件：抵触する従前の慣行に従った会計処理を廃止し、暫定的時限的にも例外的な取り扱いを許容しないことが、一義的に明確であること。

長銀の判決は「ある会計処理方法による結果が、有価証券報告書提出会社の財産及び損益の状況を必ずしも十分に示していない場合であっても、その会計処理方法についての明確なルールが存在しなければ、会社法・金融商品取引法違反であるとは言えない」という考えを前提にしているのではないかと結論付けている。

### 第35回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2012年6月26日

議題 地方公営企業会計制度の特徴と改定点の概要

「地方公営企業会計制度の特徴と改正点の概要」をテーマに、大塚成男委員（千葉大学法経学部教授）よりご報告いただいた。

#### 〈報告要旨〉

##### (1) 地方公営企業の資本制度の見直し

2011年4月に地方公営企業法が一部改正（2012年4月施行）され、資本制度の見直しが行われた。見直しの内容は、①利益処分、②資本剰余金の処分、③資本金の減少、の自由化であり、「地域主権」の確立を図ることが目的とされた。

##### (2) 地方公営企業会計制度の改正

2009年12月「地方公営企業会計制度等研究会報告



書」において、企業会計原則の考え方を最大限取り入れることが提案された。これを受けて、2012年1月地方公営企業法施行規則が改正され、2014年度から適用される予定である。

改正の内容は、①企業会計にはない制度の廃止〔借入資本金、みなし償却、繰延資産〕と、②企業会計にある制度の導入〔引当金、棚卸資産の低価法、減損会計、リース会計、セグメント情報、キャッシュ・フロー計算書〕である。

### (3) 新たな地方公営企業会計制度の意味

新たな制度では、①決算に基づいた事後評価の重視、②民間企業と同一の評価基準の導入、③地方公共団体の個別的な状況に基づいた評価の促進が目指されている。

民間企業との比較を容易にすることは改正の目的の一つであるが、今後は、地方公営企業のデータベースやリンク集の整備等の取組が望まれる。

#### 第36回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2012年9月24日

議題 会社法制見直しの概要

太子堂厚子氏（森・濱田松本法律事務所 弁護士）をお招きし、「会社法制見直しの概要」をテーマに、ご報告いただいた。

#### 〈報告要旨〉

会社法制の見直しが行われるに至った背景および法制審議会において「会社法の見直しに関する要綱」が決定されるまでの経緯について説明があったのち、レジュメに従って、今回の改正要綱の概要が説明された。

- ①社外取締役の選任の義務付けの見送り—社外取締役の選任の義務付けが審議されたが、義務付けは行われなかったこととなった。
- ②監査・監督委員会設置会社制度（仮称）の新設。
- ③社外役員の要件における独立性の強化・対象期間の限定—社外役員の「社外」の要件についての見直しがされた。
- ④会計監査人の選解任等に関する議案の内容の決定。
- ⑤多重代表訴訟制度が導入された。
- ⑥親会社による子会社の株式等の譲渡について、一定の条件の場合には株主総会の特別決議による承認を要することとされた。
- ⑦その他の改正点についても説明があった。

そして上記説明の後、各委員より質疑がなされた。

#### 第37回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2012年12月14日

議題 配当政策とIR ～株主価値最大化戦略とその説明責任の観点から～

「配当政策とIR ～株主価値最大化戦略とその説明責任の観点から～」をテーマに、柳良平氏（早稲田大学大学院兼任講師／エーザイ株式会社執行役員IR部長）が解説を行った。

#### 〈報告要旨〉

レジュメに従い以下の諸点につき説明した。

- ①日本では「配当と株価は相関関係が高い」
- ②また、日本企業では「安定配当志向が強い」（減益企業の7割が配当維持）
- ③日米の配当性向平均（約30%）は追いついたが、日本企業では横並び意識が強く、多くの企業が20～30%に集中。一方米国ではばらつきが大きい（特に成長企業は0%）
- ④今後は、企業価値最大化のための、配当政策、現金保有政策を行うべき。
- ⑤IR指標としては、「株主資本配当率（DOE）＝ROE×配当性向」。DOEはバランスシートマネジメントを表すので、配当性向より優れている。
- ⑥DOEは日本2%に対し、米国5%。この差はROEの違いとなっている。
- ⑦株主価値最大化のためには、コーポレートガバナンスの向上が必須。コーポレートガバナンスの弱い日本企業は、保有現金ですらディスカウント（50%減額）される。
- ⑧エーザイ㈱では、ROE：20%以上、DOE：8%以上を目指している。

最後は「IRの向上＝Comply or Explainの原則」が鍵になると結論付けた。

〈ディスクロージャー基本問題研究会 メンバー〉

座 長	黒川 行治	慶應義塾大学商学部 教授、当研究所顧問
委 員	上田 晋一	成城大学経済学部 准教授
委 員	大塚 成男	千葉大学法経学部 教授
委 員	金子 裕子	新日本有限責任監査法人、公認会計士
委 員	岸本 浩	日本板硝子株式会社 経理部部長
委 員	小林 伸行	名古屋商科大学大学院 教授、公認会計士
委 員	近藤 哲彦	日本無線株式会社 管理本部経理部主任
委 員	中條 祐介	横浜市立大学国際総合科学部 教授
委 員	山岡 信一郎	山岡信一郎公認会計士事務所所長、公認会計士
顧 問	川村 義則	早稲田大学商学学術院 教授
顧 問	小宮山 賢	早稲田大学大学院商学研究科 教授
顧 問	多賀谷 充	青山学院大学大学院 教授

研究所事務局

(2012年12月末現在、委員・顧問の氏名は五十音順)

個人投資家を対象とした株主総会および株主総会招集通知に関する意識調査レポート

I はじめに（調査の目的）

プロネクサス総合研究所では、個人投資家が、株主に対して事前に送付される株主総会招集通知および株主総会に対して、どのような考えをもっているかを意識調査しました。調査は、2012年7月にe-株主リサーチに登録された全国の個人投資家モニター2万人超を対象として実施し、3,130名から回答を得ました。

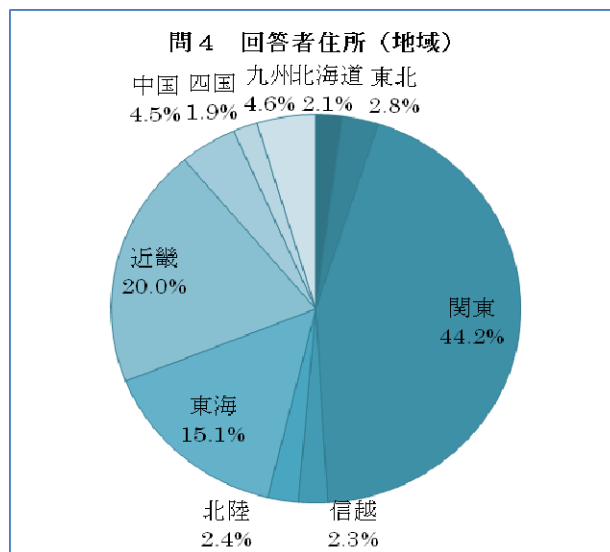
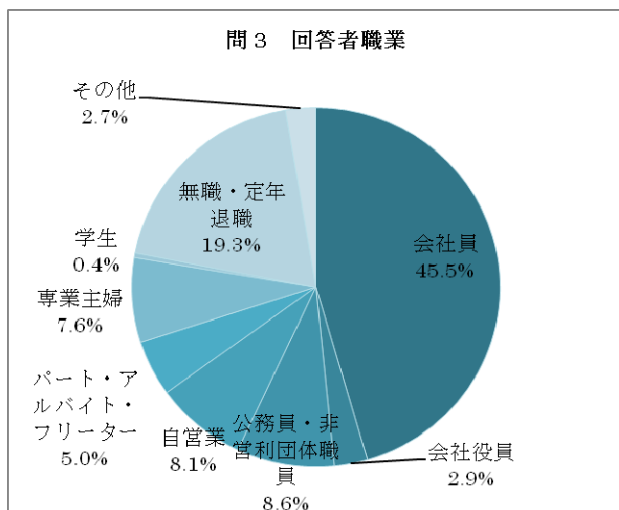
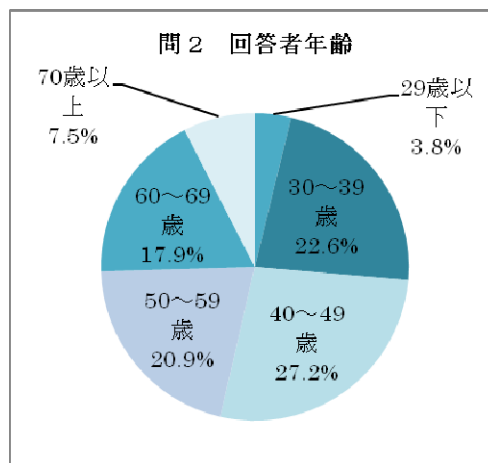
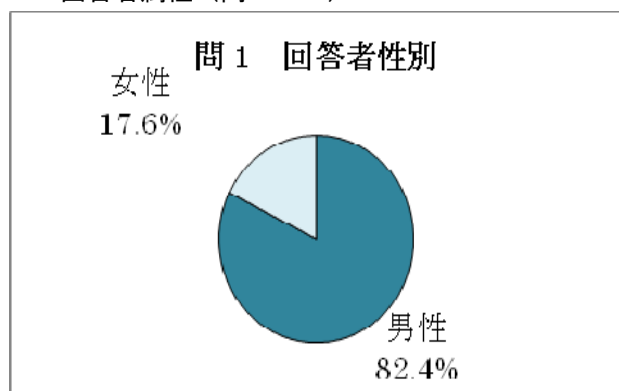
今回の調査は、特定の企業の株主または投資家に偏るものでなく、広く上場企業の全国の株主を横断的に対象として調査・分析したところに特徴があります。本誌においては、その調査結果のうち一部（設問24問中20問）を選び、要約してご報告し、皆様のご参考に供するものであります。

II 調査概要

調査実施期間 : 2012年7月12日～2012年7月25日

回答人数 : 3,130名

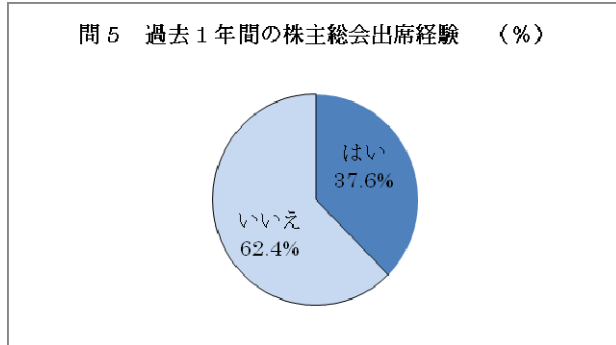
III 回答者属性（問1～4）



#### IV 調査結果

##### 問5 過去1年間の株主総会出席経験

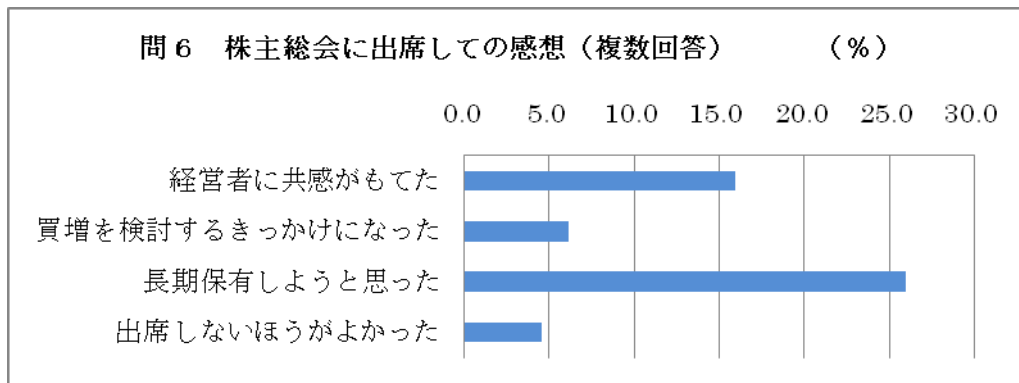
- ・回答者のうち約4割が、実際に株主総会に出席しています。



はい	1,176件	37.6%
いいえ	1,954	62.4
合計	3,130	100

##### 問6 問5で「はい」と回答した方の株主総会に出席しての感想（複数回答）

- ・「長期保有しようと思った」が、26.0%（問5で「はい」と回答した人に対する比率は69.2%）、「経営者に共感もてた」が15.9%（問5で「はい」と回答した人に対する比率は42.4%）など、おおむね会社に対して好印象をもった回答が目立っています。

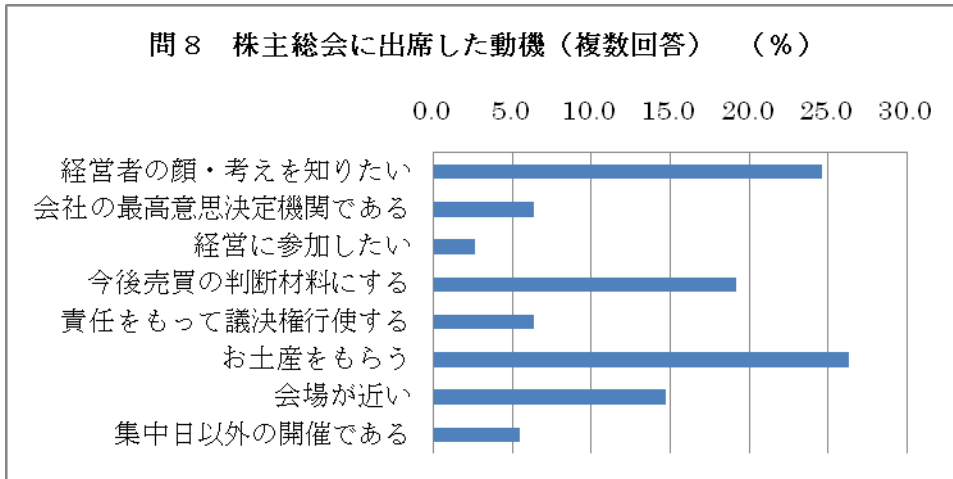


##### 問7 問6で「出席しないほうがよかった」と回答した方のその理由

- ・具体例の回答を自由にお願したところ回答者のうち165名が具体的に意見を述べ、参加しないほうがよかった理由がさまざまに挙げられています。
- ・挙げられた理由として、総会の審議が形骸化しているとするもの、総会での審議内容が「招集通知」の内容を超えていないこと、経営者が話す経営方針に納得できなかったとするもの、およびこれらの意見を複合的に取りあげたものが、その大半を占めています。
- ・そのほか、お土産が配布されないことや会場での茶菓等の接待が十分でなかった、などの回答もかなりの件数が挙がっていました。

問8 問5で「はい」と回答した方の株主総会に出席した動機（複数回答）

・最も多かった回答は、「お土産をもらう」（26.2%、なお、問5で「はい」と回答した人に対する比率は69.8%）でしたが、それにほぼ匹敵する比率を占める回答に「経営者の顔・考えを知りたい」（24.5%、同65.3%）、次いで「今後売買の判断材料にする」（19.1%、同50.9%）などがあり、株主総会を投資の判断材料として重視した意見も目立っています。



経営者の顔・考えを知りたい	768件	24.5%
会社の最高意思決定機関である	197	6.3
経営に参加したい	81	2.6
今後売買の判断材料にする	599	19.1
責任をもって議決権行使する	199	6.4
お土産をもらう	821	26.2
会場が近い	459	14.7
集中日以外の開催である	171	5.5
合計	3,295	—

問9 出席してよかった株主総会の具体例（社名）

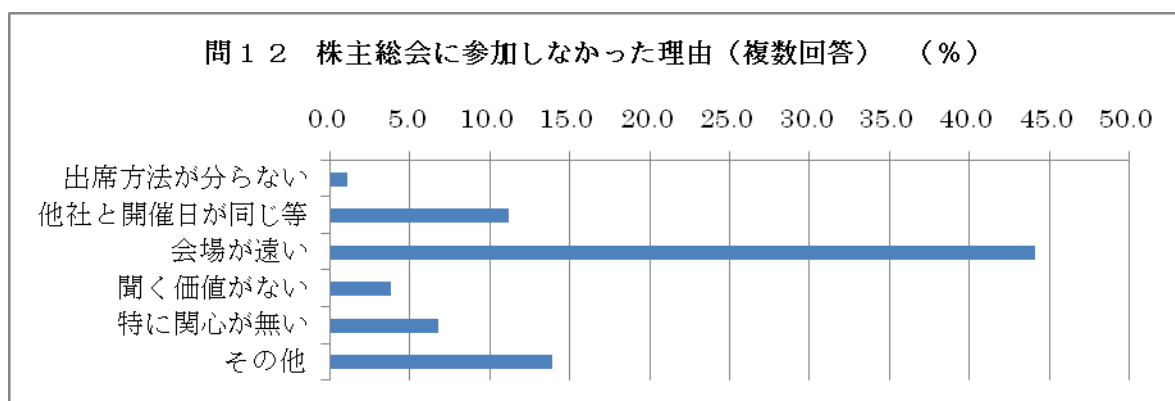
・回答者のうち1,017名（全回答者の32.5%）が具体的な会社名等を挙げています。回答者により1社から5社程度の回答があり、挙げられた会社数は全部で640社にも及びます。

・具体的に回答された会社および回答件数は、多い順に次のとおりとなっています。（カッコ内は証券コード/回答件数）

コロナイド (7616/28) ワタミ (7522/25) ソニー (6758/20) トラスコ中山 (9830/20) ダイオーズ (4653/17) スターバックス コーヒー ジャパン (2712/15) カゴメ (2811/15) 日清食品ホールディングス (2897/14) ドトール・日レスホールディングス (3087/14) マルシェ (7524/14) 武田薬品工業 (4502/13) ぴあ (4337/12) ファンケル (4921/12) JBイレブン (3066/11) アミューズ (4301/11) エーザイ (4523/11) モスフードサービス (8153/11) 日本水産 (1332/10) 東芝 (6502/10) 三菱商事 (8058/10) リンガーハット (8200/10) 角川グループホールディングス (9477/10)
(注：同順位の会社は、証券コード順に掲載しています。)

問12 問5で「いいえ」と回答した方の株主総会に参加しなかった理由（複数回答）

- ・株主総会に参加しなかった人が挙げた理由で最も多かった回答は「会場が遠い」というものであり、4割超となっています。（問5で「いいえ」と回答した人に対する比率でも70.6%と多くなっています。）
- ・なお、本調査では、回答者属性の調査で住所についても調査していますが（問4参照）、回答者住所と出席総会開催地との関連性は必ずしも明らかではありません。ただし、回答者の住所が、関東・近畿・東海以外である場合は、20.7%であり、総会開催地の多くが三大都市圏内であることを勘案すると、断定はできませんが、この「会場が遠い」は、住所と開催地とで地域が大きく離れていることばかりを意味するのではなく、日常の行動圏から外れている場合を意味することも多いように思われます。



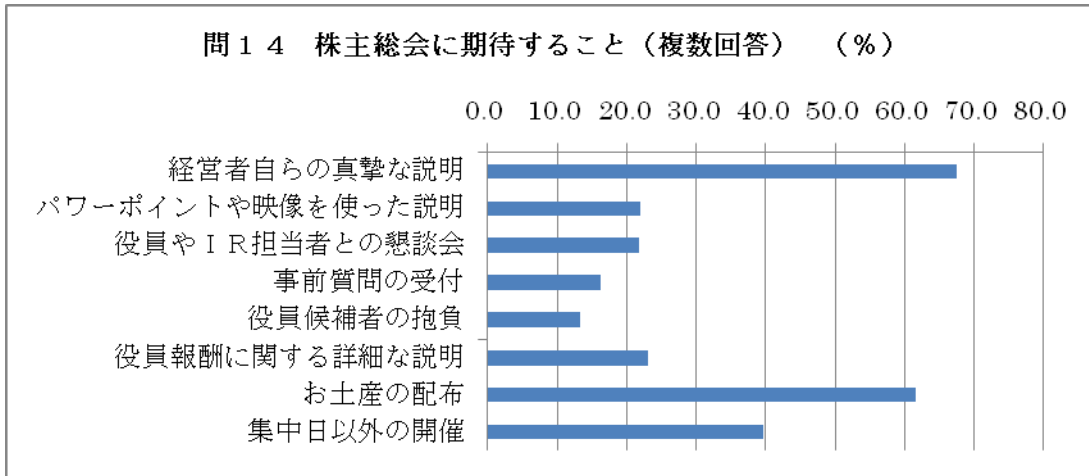
出席方法が分からない	33件	1.1%
他社と開催日が同じ等、出席しづらい	348	11.1
会場が遠い	1,380	44.1
以前出席したが、聞く価値のない内容だった	117	3.7
特に関心が無い	210	6.7
その他	434	13.9

問13 問12で「その他」と回答した方のその理由（複数回答）

- ・439件の具体的な回答が寄せられています。回答によりさまざまな表現がされていましたが、回答のうち345件（78.6%）はおおむね「株主総会が平日に開催されているため（勤務を休めない、日程の調整ができない）」というものでありました。
- ・その他には、「家庭の都合（育児・介護等のため）」「議決権行使は郵送（インターネット等）で十分である」「持株が少なく行使（出席）しても大勢に影響がない」といった趣旨の回答がほとんどでありました。

問14 株主総会に期待すること（複数回答）

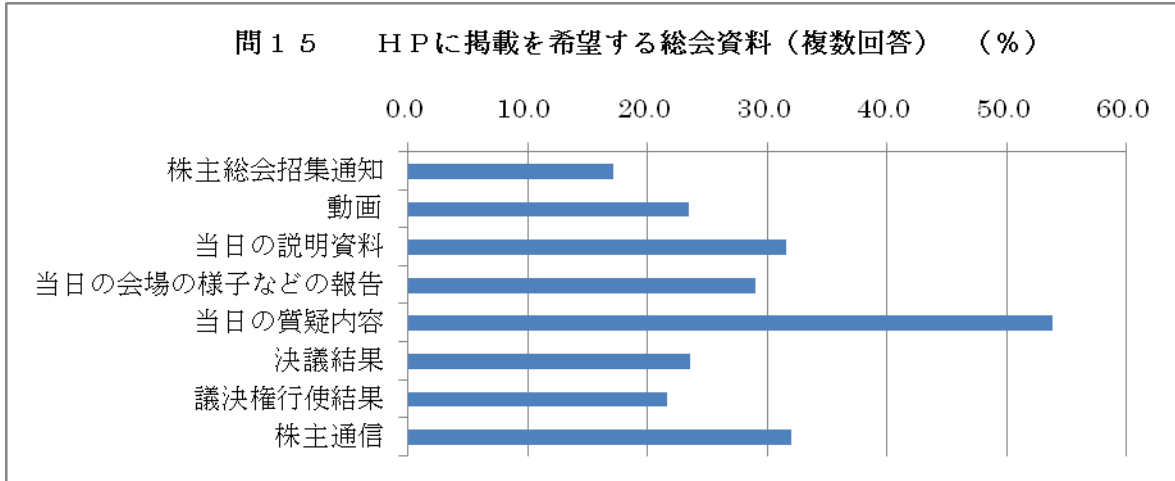
・最も多かった回答は、「経営者自らの真摯な説明」を求めるものであり、回答の約7割（67.4%）にも及んでいます。同様に「お土産の配布」もほぼ同じくらいの回答率（61.5%）で、この二つが他の回答より群を抜いて多くなりました。以下、「集中日以外の開催」に対する要望も依然として多くありました。



経営者自らの真摯な説明	2,109件	67.4%
パワーポイントや映像を使った説明	682	21.8
役員やIR担当者との懇談会	678	21.7
事前質問の受付	506	16.2
役員候補者の抱負	409	13.1
役員報酬に関する詳細な説明	717	22.9
お土産の配布	1,925	61.5
集中日以外の開催	1,238	39.6
合計	8,264	—

問15 ホームページに掲載を希望する株主総会資料（複数回答）

・「当日の質疑内容」（53.8%）、「当日のパワーポイント資料などの説明資料」（31.6%）、「当日の会場の様子などの報告」（29.0%）が上位に回答され、株主に直接送付される「株主通信」（32.0%）や「招集通知」（17.2%）などと比較しても高い比率となっています。これは、株主総会そのものについての関心が高く、また、出席した株主総会の状況をあとから再確認したり、出席できなかった株主総会の様子を知りたい、という潜在的な要望があることを示していると考えられます。

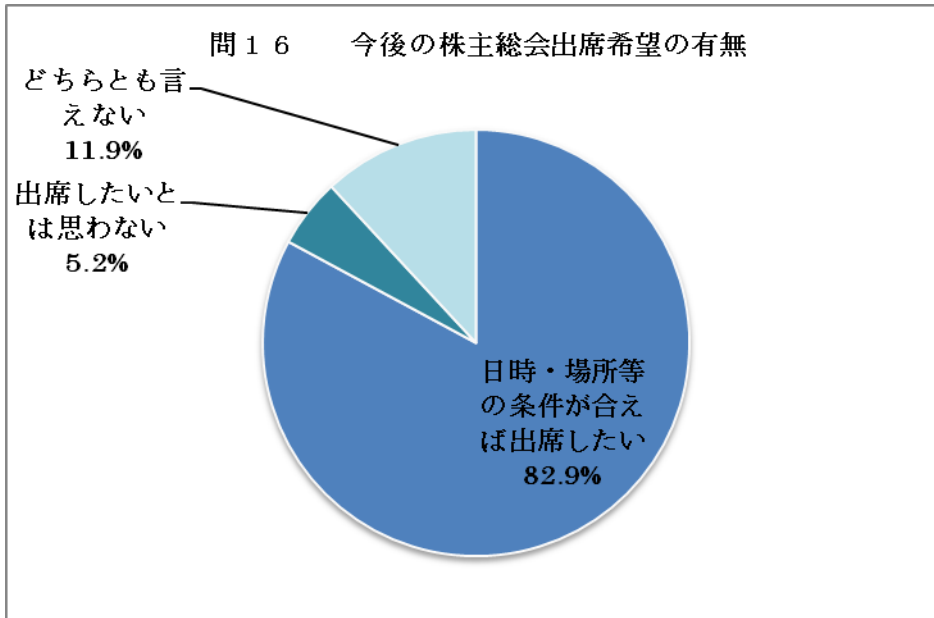


株主総会招集通知	539件	17.2%
動画	736	23.5
当日のパワーポイント資料などの説明資料	989	31.6
当日の会場の様子などの報告	908	29.0
当日の質疑内容	1,683	53.8
決議結果	739	23.6
議決権行使結果	678	21.7
株主通信	1,003	32.0
合 計	7,275	—



**問16 今後の株主総会の出席希望の有無**

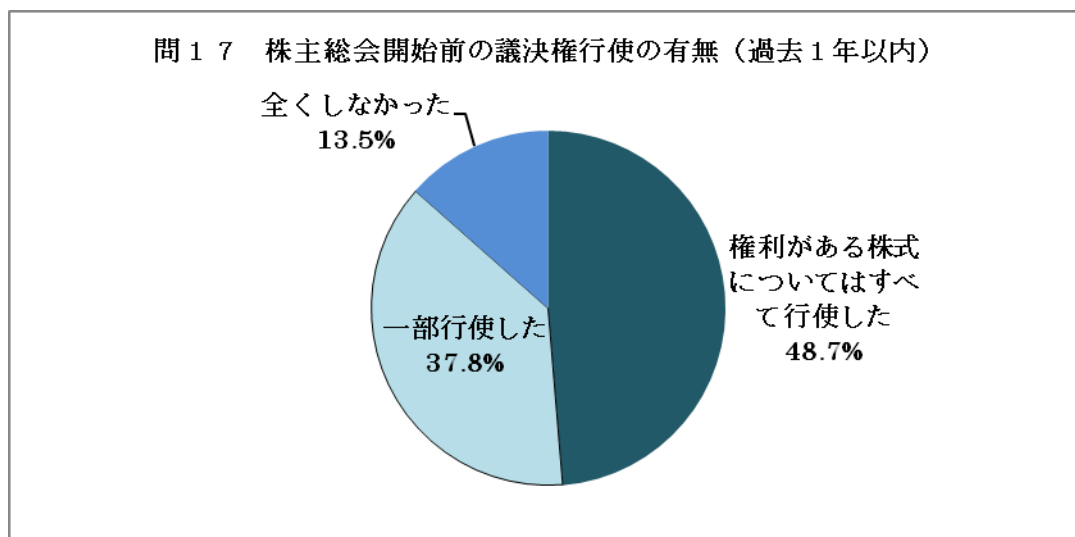
- ・回答は「日時・場所等の条件が合えば出席したい」とするものが圧倒的に多数で82.9%に達しています。他の設問の回答に照らしても、株主総会への関心が高いことを示していると考えられます。
- ・問題は「日時・場所等の条件」ですが、これは他の設問への回答結果から、日時に関しては「勤務を休まずに済む休日開催であること」（問13参照）、場所に関しては「会場が近くである」（問12参照）、といった条件が該当すると考えられます。（ほかにお土産がある、懇親会が開催される、なども考えられます。）



日時・場所等の条件が合えば出席したい	2,594件	82.9%
出席したいとは思わない	164	5.2
どちらとも言えない	372	11.9
合計	3,130	100

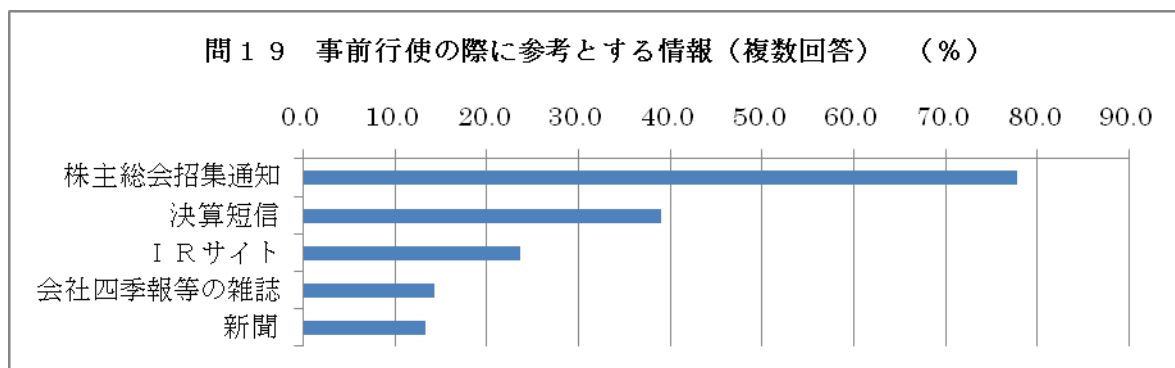
問17 株主総会開始前の議決権行使の有無（過去1年以内）

- ・「権利がある株式についてはすべて行使した」という回答が48.7%を占め、ほぼ半数が全保有株式について株主権を行使しています。「一部行使した」を含めると86.5%にも達し、株主・投資家として、株主総会への関心の高さとともに、議決権行使にも強い関心を持っていることがうかがえます。



問19 事前に議決権行使の際に参考とする情報（複数回答）

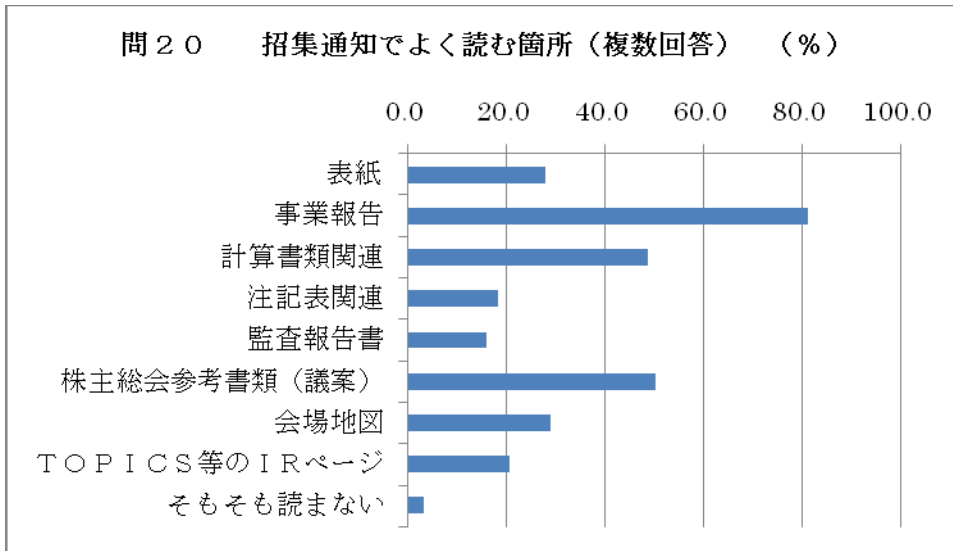
- ・77.7%の人が「株主総会招集通知」の情報を議決権行使の際に参考とすると回答しており、2位以下の「決算短信」（38.9%）、「IRサイト」（23.5%）も利用されていますが、「株主総会招集通知」に大きく引き離されています。



株主総会招集通知	2,433件	77.7%
決算短信	1,218	38.9
IRサイト	736	23.5
会社四季報等の雑誌	445	14.2
新聞	414	13.2
合計	5,246	—

問20 株主総会招集通知（以下「招集通知」）でよく読む箇所（複数回答）

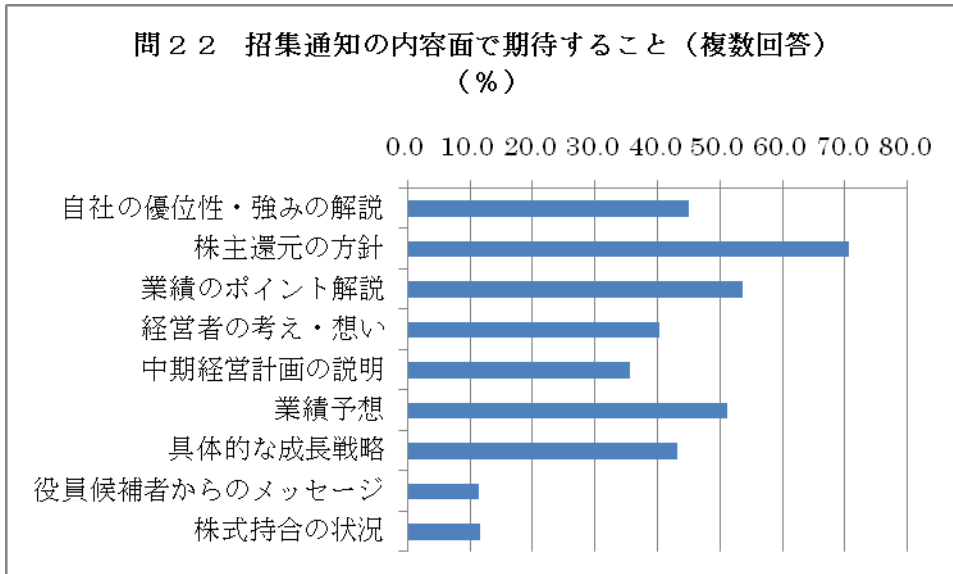
- ・招集通知で最もよく読まれている箇所は、「事業報告」（81.3%）で、ほとんどの株主が読んでいますと回答しています。次いで議案の内容を説明した「株主総会参考書類」（50.5%）、「計算書類関連」（48.9%）が読まれています。
- ・また、「そもそも読まない」との回答は3.3%しかなく、株主が何らかの形で招集通知に目を通してしている実態が見て取れます。



表紙	881件	28.1%
事業報告	2,544	81.3
計算書類関連	1,530	48.9
注記表関連	575	18.4
監査報告書	505	16.1
株主総会参考書類（議案）	1,581	50.5
会場地図	911	29.1
TOPICS等のIRページ	649	20.7
そもそも読まない	104	3.3
合計	9,280	—

問22 招集通知に内容面で期待すること（複数回答）

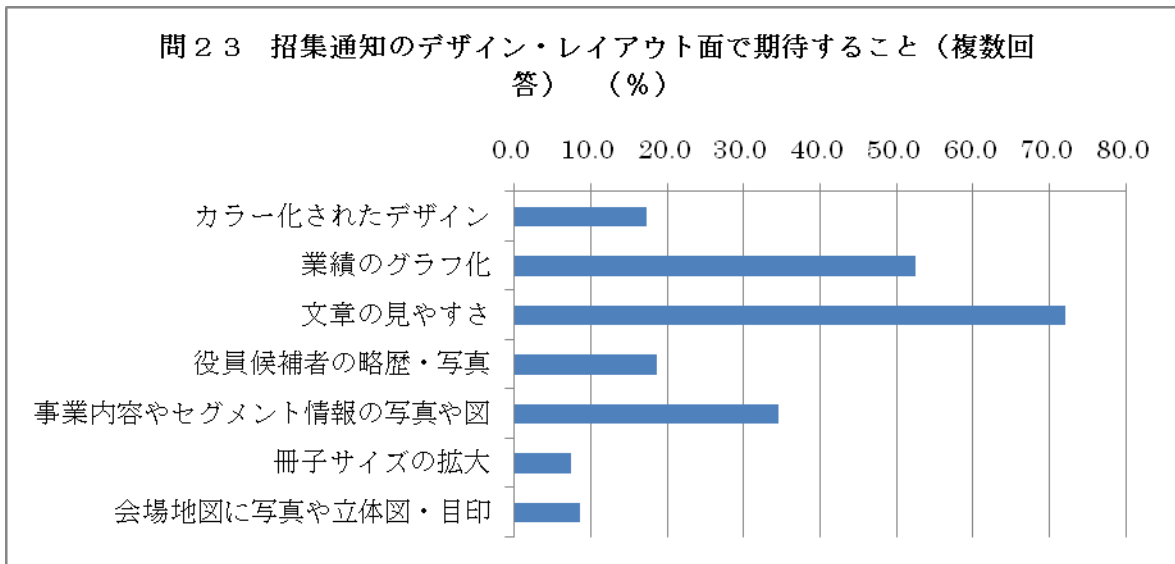
・最も多い回答は「株主還元の方針」（70.6%）であり、株主配当についての関心の高さがうかがえます。次いで、「業績のポイント解説」（53.6%）「業績予想」（51.2%）「自社の優位性・強みの解説」（45.0%）「具体的な成長戦略」（43.1%）と続いているなど、概して会社の将来性に対する会社の考え方を株主が読み取ろうとする意識がうかがえます。



自社の優位性・強みの解説	1,407件	45.0%
株主還元の方針	2,209	70.6
業績のポイント解説	1,677	53.6
経営者の考え・想い	1,264	40.4
中期経営計画の説明	1,112	35.5
業績予想	1,603	51.2
具体的な成長戦略	1,350	43.1
役員候補者からのメッセージ	360	11.5
株式持合の状況	363	11.6
合計	11,345	—

問23 招集通知のデザイン・レイアウト面で期待すること（複数回答）

- ・回答は、「文章の見やすさ」が71.9%で最も多く、また「業績のグラフ化などの工夫」（52.4%）、「事業内容やセグメント情報などを説明する写真や図などの工夫」（34.6%）、「役員候補者の略歴の分かりやすさや写真の掲載」（18.7%）、「カラー化されたデザイン」（17.3%）がこれに続いています。
- ・従来、株主総会招集通知は文章のみで構成され、読んでも無味乾燥なものであると一般的に考えられていますが、内容を読みやすく、分かりやすく充実させることに一層の創意工夫が求められ、さらにその期待が高まっていると考えられます。



カラー化されたデザイン	542件	17.3%
業績のグラフ化などの工夫	1,640	52.4
文章の見やすさ	2,251	71.9
役員候補者の略歴の分かりやすさや写真の掲載	586	18.7
事業内容やセグメント情報などを説明する写真や図などの工夫	1,082	34.6
冊子サイズの拡大	236	7.5
会場への地図に写真や立体図・目印となるものを載せるなどの工夫	272	8.7
合 計	6,609	—

#### 問24 実際に興味を引いた招集通知の具体例（社名）

- ・具体例の回答を自由にお願ひしたところ、実際に興味を引いた招集通知の具体的会社名がさまざまに挙げられました。
- ・具体的に会社名を挙げた回答者は1,057名（全回答者の33.8%）、挙げた会社数は全部で408社となりました。
- ・具体的に回答された会社および回答件数は、多い順に次のとおりとなっています。（カッコ内は証券コード／回答件数）

エーザイ（4523／64）オリエントランド（4661／37）トラスコ中山（9830／35）三菱商事（8058／33）カゴメ（2811／30）ワタミ（7522／30）全日本空輸（9202／24）タカラトミー（7867／22）三井物産（8031／21）トヨタ自動車（7203／20）ソフトバンク（9984／20）双日（2768／19）武田薬品工業（4502／19）アサヒグループホールディングス（2502／17）ホンダ（7267／16）ダスキン（4665／15）リコーリース（8566／15）ヤフー（4689／14）サンリオ（8136／14）野村ホールディングス（8604／14）

（注：同順位の会社は、証券コード順に掲載しています。）

## 次世代EDINETの概要と導入スケジュール（予定）について

2013年度から次世代EDINETが稼働することとなった。本稿では、その概要と導入スケジュールについて概説する。ただし本稿は、金融庁が2012年10月4日に公表した「次世代EDINETタクソノミ（案）第二版の公表及び提出者向け事前チェックテストの実施について」（<http://www.fsa.go.jp/search/20121004.html>）の内容に基づいて記述しているものであり、現時点で確定している情報ではない。また、本稿の意見にわたる部分は、筆者の私見である。

### 1. EDINETのこれまでの変遷

EDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork：金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）とは、開示書類の提出から公衆縦覧等に至るまでの一連の手続きを電子化したシステムであり、当初2001年6月以降の提出書類を対象として導入された。従来、提出、公衆縦覧とも印刷物で行われていたことからすると、開示書類がHTMLで作成され、Webブラウザでの閲覧が可能となったことで、利便性は飛躍的に増大したといえよう。

さらに、2008年4月以降開始事業年度からは、開示書類に含まれる財務諸表本表部分に関してXBRL（eXtensible Business Reporting Language）が導入された。XBRLは、各種財務報告用の情報を作成、流通及び利用できるように標準化されたXMLベースの言語である。XBRLの採用により、財務諸表中の勘定科目については、期別情報等を含む各勘定科目の金額情報が精緻に取得でき、転記等の人為的操作によることなく機械的に情報の二次加工処理を行うことが可能となった。

### 2. 次世代EDINETにおけるXBRL化の対象範囲

次世代EDINETではXBRLの対象範囲が拡大される。まず対象書類であるが、内国事業会社を例にとれば、有価証券届出書、有価証券報告書、四半期報告書、半期報告書のほか内部統制報告書、臨時報告書、発行登録書、発行登録追補書類、自己株券買付状況報告書、公開買付関係書類、大量保有報告書等ほとんどの開示書類がXBRLの適用対象とされる。

また、書類中の対象部分についても現行EDINETでは財務諸表本表に限られているが、次世代EDINETで

は基本的にその記載内容全体がXBRL化の対象範囲となる。たとえば、発行済株式総数や従業員数等の数値情報や注記情報もXBRL化される。これら対象範囲の拡大により今後XBRLデータの情報利用価値が大きく増大することが予想される。

XBRL化対象範囲に関する詳細については、2012年10月4日に金融庁から公表されている「EDINETタクソノミ新仕様の概要説明（次世代EDINET案）」等のガイドラインの内容をご参照願いたい。

### 3. 次世代EDINETで採用されるXBRLの特徴

#### ①インラインXBRLの採用

現行EDINETは、開示書類等提出者から提出されたXBRLデータをEDINETシステム側で画一的なフォームでHTMLに変換する表示変換方式が採用されているが、次世代EDINETにおける開示書類等の体裁表現（すなわち、Webブラウザを使用しての見栄え）は、提出者がXHTMLファイル（HTMLより文法上の制約が厳密化されたファイル形式）を作成することで実現する。XBRL情報は、そのXHTMLファイルの中に埋め込まれる形で作成される。この、XBRLデータの情報をXHTMLファイル中に埋め込んだ形式のファイルは「インラインXBRL」と呼ばれ、次世代EDINETにおける提出書類のファイル形式として採用される。

インラインXBRLの採用によりXBRLデータの体裁表現の自由度も高まることから、たとえば株主資本等変動計算書の体裁も縦横のマトリックス表形式に変更されることが予定されている。

一方、開示書類等の提出者は、Webブラウザでの表面上の見栄えとともに、その裏側で目で見えないXBRL情報を適切に記述する必要も生じることにご留意いただきたい。

#### ②XBRL化されるデータの粒度

開示書類の記載内容全体がXBRL化の対象になるといっても、すべてにおいて現行EDINETにおける財務諸表と同レベル（勘定科目ごと）の詳細さでのXBRLデータ化が求められているわけではない。内国事業会社の有価証券報告書を例にとると、財務諸表本表のほか、主要な経営指標等の推移、大株主の状況、セグメント情報等ほかの項目については財務諸表と同レベルの詳細データのXBRL化が求められるが、それら以外の項目については、基本的に【 】の付された目次項目等の単位で記述された文章、表等のか

たまりを包括的にXBRL化することとされ、必要とされるデータの粒度は項目ごとに異なる。

#### 4. 提出者事前チェックテスト及び総合運転試験の実施

次世代EDINETの本稼働に先立ち、金融庁は、次世代EDINETの事前チェック内容の把握とXBRL書類作成の理解促進を目的とし、2012年11月から2013年4月までを実施期間として提出者事前チェックテストをすでに開始している。

また、XBRL関連機能を含む次世代EDINETに関する総合運転試験の実施を2013年5月から7月の期間で予定している。なお、提出者向け事前チェックテストでは、テスト参加者による次世代EDINETの画面操作はできないため、総合運転試験にて確認することとなる。

#### 5. 次世代EDINETタクソノミを利用した書類提出の適用開始時期（予定）

次世代EDINETタクソノミを利用した書類提出の適用開始時期及びその詳細について、金融庁は、最終的には総合運転試験の後に公表する予定としているが、現時点での開始時期案を提示している。

この案によれば、有価証券報告書、四半期報告書及び半期報告書については、2013年12月31日以後終了する年度、四半期及び半期（たとえば3月末決算会社であれば2013年12月末に終了する第3四半期の四半期報告書）から適用されることになる。

また、有価証券報告書、四半期報告書及び半期報告書以外の開示書類についても、2014年1月1日以後に提出義務が発生するものから適用される案となっている。

次世代EDINETでは、2001年に当初のEDINETが導入された際の、3年間での段階的適用といった措置はとられない。開示業務を担当される各位におかれては、次世代EDINETにおける開示実務の概要を早い時期に掴んでいただくようお願いしたい。

以上



## 2012年 研究所活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2012年 1 月 17 日	第33回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：ASBJ「IASBの改訂公開草案『顧客との契約から生じる収益』」に対する意見 審議
2 月 24 日	第34回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：旧商法「公正なる会計慣行」と監査人の判断 —長銀、日債銀、足利事件を中心として— 講 師：児嶋 隆氏（中央大学商学部教授）
3 月 26 日	第38回ディスクロージャー研究会議 テーマ：「統合報告」 講 師：沢味 健司氏（新日本有限責任監査法人）
5 月 1 日	『株主通信（第2四半期）実態調査レポート』を刊行
5 月 25 日	『ディスクロージャー研究 第37号』を刊行
6 月 26 日	第35回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：地方公営企業会計制度の特徴と改定点の概要 講 師：大塚 成男氏（千葉大学法経学部教授）
8 月 9 日	第39回ディスクロージャー研究会議 テーマ：「業績予想開示に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」 講 師：柳 良平氏（エーザイ株式会社執行役員IR部長）
9 月 24 日	第36回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：会社法制見直しの概要 講 師：太子堂 厚子氏（森・濱田松本法律事務所 弁護士）
9 月 28 日	『ディスクロージャー研究 第38号』を刊行
10月31日	『株主通信 実態調査報告 Vol. 9』を刊行
11月30日	『個人投資家を対象とした株主総会および株主総会招集通知に関する意識調査レポート』を刊行
12月 6 日	「第4回プロネクサス懸賞論文」受賞者発表
12月14日	第37回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：配当政策とIR ～株主価値最大化戦略とその説明責任の観点から～ 講 師：柳 良平氏（エーザイ株式会社執行役員IR部長）
12月25日	『銀行業・保険業ディスクロージャー誌調査レポート』を刊行

---

研究所レポート 2013 第7号

---

2013年1月発行

©編集・発行 プロネクサス総合研究所

株式会社プロネクサス

〒105-0022

東京都港区海岸1-2-20 汐留ビルディング5階

代表メールアドレス：souken@pronexus.co.jp

電話：03-5777-3032

---

※本報告は当研究所の著作物であり、著作権法により保護されております。  
当研究所の事前の承諾なく、本報告の全部もしくは一部を引用または転載、複写等により使用することを禁じます。

# 研究所 レポート

株式会社プロネクサス  
プロネクサス総合研究所

PRONEXUS.90901.2013.1(150)

