

研究所 レポート

■ 第6回プロネクサス懸賞論文優秀賞

役員報酬開示の実態と有用性向上への提言

■ 第6回プロネクサス懸賞論文佳作

どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか—SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究—
金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』と『記載すべき重要な事項』の意義

■ クローズアップ

株主通信 実態調査報告Vol.11の概要

■ 2014年 研究所活動記録

PRONEXUS

PFDI

PRONEXUS FINANCIAL DISCLOSURE INSTITUTE

はじめに	1
第6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	
役員報酬開示の実態と有用性向上への提言 高崎 祥徳 野中 菜央（一橋大学 商学部 4年）	5
佳作受賞論文	
どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下 げるのか —SAAJによるディスクロージャーランキングを利用 した実証研究— 栗田 奈津希 宮内 拓郎（北九州市立大学 経済学部 3年）	18
金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等と して禁じられる『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』 と『記載すべき重要な事項』の意義 松尾 剛行（桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士）	30
表彰式開催模様	40
第7回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ	41
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告	43
クローズアップ	46
株主通信 実態調査レポートVol.11の概要	
2014年 研究所活動記録	51

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日に開設いたしました。その後2007年3月29日に常設の研究会として「ディスクロージャー基本問題研究会」を設置することにより、その活動を本格化させました。それから今年の4月で9年目を迎えます。この間、当研究所は、本目的の趣旨に基づき、大変お忙しい中、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、多大なるご支援とご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

2014年における当研究所の活動としましては、「ディスクロージャー基本問題研究会」を4回（累計では47回）開催いたしました。そのなかで、企業会計基準委員会（ASBJ）に対して、『修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）（案）』の意見表明を行いました。そして「ディスクロージャー研究会議」として、企業会計基準委員会（ASBJ）副委員長の新井武広氏を講師に招き「企業結合や連結財務諸表に関する会計基準等の改正概要と実務への影響」をテーマに開催しました。

また、企業ディスクロージャーに関する実態研究としては、上場企業を対象に、2013年4月期決算から2014年3月期決算までの1年間を対象とする株主通信の記載実態調査および分析をとりまとめ、調査報告書として発行しました。さらに、2014年3月期決算2,450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488社についての詳細調査レポートを発刊しました。

さらに、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、今回第6回目となる「プロネクサス懸賞論文」の論文募集を行い、2014年12月に受賞作品に優秀賞1本と佳作2本、あわせて3本を決定し公表しました。そこでこの度、当研究所の2014年の1年間に亘る活動報告をとりまとめ、「研究所レポート」第9号として発行することといたしました。

2015年度の会計・ディスクロージャーを巡る環境は、いわゆる「三本の矢」として昨年6月に改訂されました「日本再興戦略」の中に「IFRSの任意適用企業の拡大促進」が盛り込まれ、また、昨年12月、企業会計審議会に「IFRS任意適用の拡大促進を図るとともに、あるべきIFRSの内容について我が国としての意見発信を強化する検討」を行うための「会計部会」が新たに設置され、IFRSの任意適用企業数が増加することが想定されます。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。

2015年1月
プロネクサス総合研究所
理事 齋藤 良治

「第6回プロネクサス懸賞論文」

「役員報酬開示の実態と有用性向上への提言」が優秀賞を受賞、他に2作品が佳作を受賞。

株式会社プロネクサスは2009年5月から、CSR活動の一環として「プロネクサス懸賞論文」の募集を開始し、2014年にその第6回目を実施しました。当懸賞論文は、当社が企業のディスクロージャー・IRにおける実務サポートを提供する専門企業であり、事業そのものが資本市場と密接に関わる重要な社会的責任を負っていることから、資本市場の健全な発展に寄与することを目指して実施しております。

当年度は、「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」というテーマに対して、6件の論文の応募があり、優秀賞1本、佳作2本の論文を選定しました。

「プロネクサス懸賞論文」募集も今回で第6回目となりました。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ります。来年度も同じテーマおよび募集要領で第7回目の募集をすることになっていきますので、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いたします。

「プロネクサス懸賞論文」募集も今回で第6回目となりました。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ります。来年度も同じテーマおよび募集要領で第7回目の募集をすることになっていきますので、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いたします。

【審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 1本

高崎 祥徳 (たかさき よしのり)

野中 菜央 (のなか なお) (一橋大学 商学部4年)

「役員報酬開示の実態と有用性向上への提言」

佳作 2本

栗田 奈津希 (くりた なつき)

宮内 拓郎 (みやうち たくろう) (北九州市立大学 経済学部3年)

「どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか
—SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究—」

松尾 剛行 (まつお たかゆき) (桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士)

「金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる
『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』と『記載すべき重要な事項』の
意義」

第6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、6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2本の論文を選定した。審査委員会を代表して、審査委員会で各委員から出された意見等を紹介しつつ講評を行う。

優秀賞は、高崎祥徳氏と野中菜央氏の共著『役員報酬開示の実態と有用性向上への提言』である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。

本研究の目的は、有価証券報告書における役員報

酬の決定方針に関する記述の実態を明らかにし、役員報酬開示への積極的な取り組みが取締役選任議案の賛成率を高めるか否かを検証することで、役員報酬開示を充実させていく意義を提示することである。役員報酬開示が義務づけられて4年経過したことから、平成24年度決算に関する国内すべての上場企業の有価証券報告書を分析対象に、その記述内容を「5類型+その他」から構成されるものと想定して、独自の分類基準(これを「大項目」と呼ぶ)を設定し、記述内容を定量的な情報に変換してデータベースを作成した。大項目とは、「対象者」(5分類)、「限度額」(4分類)、「決定要因」(12分類)、「報酬の内訳」(7分類)、「決定機関」(5分類)と「その他」(2分類)である。なお、括弧内が各大項目のなかの具体的記載内容の分類(これを

「小項目」と呼ぶ)の数(種類)である。次に、記述内容の各分類項目に情報内容の重要性を判断して評点をつけ、開示の積極性についての合計点数を企業ごとに計算した。また、役員報酬開示に要した文字数についてもデータベースに取り込んだ。

これらの作業により完成した、役員報酬の決定方針を開示していた全上場会社(2,422社)のデータベースを用いて分析した結果、第1に、文字数と点数とは正の相関関係があるが、文字数の増分にもとづく点数の増分は減少していく傾向があった。また、業界ごとに分析すると、文字数が多い順に保険、電力、銀行、証券と続き、社会への説明責任が重い(ポリティカル・コストが大きい)業界ほど、役員報酬の決定方針について長く説明する傾向がある。一方、陸運、倉庫、繊維などのいわゆるBtoB業界は文字数が少ない傾向にある。点数が少ない業界は、空運輸、陸運、証券、その他金融、倉庫となっている。なお、証券業界は、文字数は多くとも点数は低い。このように、文字数・点数の分布は、業界ごとに特徴が異なることが分かった。

第2に、投資家から評価される開示が何かを検討するため、記載内容の分類項目の中からとくに、「計算式の記載」(46社)、「報酬委員会の有無の記載」(195社)、「社外取締役についての記載」(210社)に注目し(括弧内は該当企業数)、これらの項目に当てはまる開示を行なっている企業と同業他社企業とを、取締役選任決議案賛成率(同業他社企業についてはその業種平均)によって比較した結果、前者の企業の賛成率が同業他社企業の賛成率の平均値よりも高い値である企業の割合が、計算式で63.0%、報酬委員会で62.1%、社外取締役で59.5%程度となり、これらの記載がある企業の取締役選任決議案賛成率が記載のない同業他社企業よりも高い傾向であることが分かった。

本研究は、わが国上場企業の役員報酬開示の実態を全数調査によって明らかにしたものであり、また、記述情報を統計的に分析するために、記述内容を独自の類型・分類項目を設定してデータベース化したことで、極めて説得的かつ独創的内容を持つ研究となった。海外の投資家は日本企業のガバナンスの程度を判断する上で、役員報酬の開示に注目しており、わが国のガバナンス・コードにも導入される役員報酬問題をテーマに選んだことは、時宜を得たもので、実務界への示唆に富んでいる。

なお、投資家からの評価の程度を議案賛成票だけで測定して良いのか、配当を含めた投資利回りに投資家の評価は反映されているのではないかというコメントもあった。しかし、既存のデータを用いて統

計調査する実証研究が多い中で、他に追従を許さない知見を得た独創性に富む研究を学部4年生が2人で行なったことは驚き以外の何者でもない。指導教授の丁寧な教育とそれに応えた学生の努力の結晶であろう。論文の体裁及び記述は、実証研究であることを全面に出さず、実務者にも読み易いものになるような配慮が感じられ、さらに、研究の限界についても言及しており、優秀賞に相応しい研究である。

佳作の1本目は、栗田奈津希氏と宮内拓郎氏の共著『どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか—SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究—』である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。

株主資本コストの代理変数としてCAPMの β を用い、これを被説明変数とする。分析モデル(1)では、説明変数として、日本証券アナリスト協会(SAAJ)が公表する「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」報告書中の「総合評価点」と、サンプル企業の属性に関する変数として、「企業規模」、「5年間のROAの標準偏差」、「5年間の売上高変化率」、「負債比率」、及び業種ダミーを選び、重回帰分析を行なう。また、分析モデル(2)では、同報告書中の「経営陣のIR姿勢・IR部門の機能・IRの基本スタンス」(ranking1)、「説明会、インタビュー・資料等における開示」(ranking2)、「フェア・ディスクロージャー」(ranking3)、「コーポレートガバナンスに関連する情報の開示」(ranking4)、「各業種の状況に即した自主的な情報開示について」(ranking5)の各ランキング及び上記の属性変数を説明変数として重回帰分析を行なう。その結果、モデル(1)からは、総合評価点が高いほど β は低い。また、モデル(2)では、ranking1と3の係数は、有意に負の値となり、それらのランクが高いほど β は低い。一方ranking2と5の係数は正の値となり、仮説と反対の結果となった。Ranking4の係数は有意でなかった。

本論文は、典型的な実証研究であり、過去に行なわれた研究モデルを参考にコントロール変数(企業属性)を決定し、サンプルデータを最新のものに変えて過去の結果との異同を確認したものである。本懸賞論文の趣旨に照らすと、これらの実証結果から類推される考察部分に審査の関心がある。例えば、フェア・ディスクロージャーに関してみると、米国のそれは企業ごとによりバラつきが見られるが、日本のそれは比較的均質なものとされているが、それと今回の結果との関連はどうか。また、仮説に反したranking2と5からどれほどの知見が得

られるのかが期待されるが十分な検討がなされているとは言い難い。SAAJ報告書以外の独自の調査や分析があればもっと良かったのではないか。

とはいえ、非財務情報の有効性について、資本コストに着目した研究は、最近のコーポレートガバナンス情報の強化などの方向性からして、ますます重要性が増すテーマであり、これまでの研究に新たな実証結果を追加した。学部3年生が2人で行なった研究としてはレベルの高い実証研究であり、優秀賞論文と同様、指導教授の丁寧な教育とそれに応えた学生の努力は佳作論文に十分に値する。

2本目の佳作論文は、松尾剛行氏の『金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」と「記載すべき重要な事項」の意義』である。論文の要旨及び評価結果の要点は以下の通りである。

金融商品取引法では、ディスクロージャーの信頼性を増進するため、虚偽記載等を禁止し、これに違反する場合には民事・行政・刑事の責任を負わせることにしている。虚偽記載等の具体的該当事項として、「虚偽記載」、「記載すべき重要な事項」の不記載、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載の3類型があるが、「虚偽記載」にはある程度の解釈の収斂がみられるものの、「記載すべき重要な事項」と「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」との意義の異同については不明確であった。そこで、本論文は、平成20年のアーバン社の転換社債型新株予約権付社債の発行時の「臨時報告書」の記載が虚偽記載等に当たるとされた判例を分析し、「投資家等市場関係者の投資判断等にとって重要な情報の不記載のうち、その不記載の結

果誤解を招くのであれば、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載、それ以外の場合は「記載すべき重要な事項」の不記載と分類すること」を提案している。

法学的な論文の是非を判断するのは、当審査委員会の能力をかなり超えるものであるが、一般的な論文の体裁、過去の判例の分析、論理の整合性・説得性という点から評価すると、本論文の提案するいわゆる「控除説」、すなわち「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」をまず確定し、これに該当しない事例を「記載すべき重要な事項」と分類する」という結論にいたる考察とその結論自体の妥当性に関して、多いに評価することができると思われる。しかし、これらの3分類で罪の重さに差が生じるのかといった結論の持つ意義、ならびにディスクロージャー制度に関する提言は何かなどが必ずしも明確とはいえない。しかしながら、非財務情報についても慎重に記載をしないと刑事はともかくとして、民事訴訟の対象になることを明示した点は、実務界への警鐘として貢献する研究であり、佳作とするのが妥当と考える。

「プロネクサス懸賞論文」募集も第6回目となり周知度も上がってきたが、テーマ設定の探索が難しくなってきたかもしれない。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り、その点では順調な進展がみられる。来年度も同じテーマ及び募集要領で第7回目の募集をすることになっているので、今回の優秀賞及び佳作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。

以上

【第6回プロネクサス懸賞論文 審査委員会】

委員長 黒川 行治（慶應義塾大学商学部 教授）

委員 小宮山 賢（早稲田大学大学院商学研究科 教授）

委員 佐藤 明（株式会社バリュークリエイト パートナー）

委員 多賀谷 充（青山学院大学大学院 会計プロフェッション研究科 教授）

委員 上野 守生（株式会社プロネクサス 代表取締役会長）

役員報酬開示の実態と有用性向上への提言

高崎 祥徳（一橋大学 商学部 4年）

野中 菜央（一橋大学 商学部 4年）



1. はじめに

本稿の目的は、日本企業の役員報酬開示を調査し、その実態を明らかにすることである。その上で、企業が役員報酬開示の意義を見出し、開示の充実化を図ることが重要である証拠を提示する。

昨今、企業の持続的成長を達成するため経営者の報酬体系見直しの議論が起こっている。経済産業省の「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～」プロジェクトが2014年8月に公表した最終報告書（伊藤レポート）では「企業価値の持続的向上の観点から、経営者にはどのような役割が期待されるのか。また、経営者の金銭的・非金銭的インセンティブ構造や任期はそれに合致した形になっているか」という論点が挙げられた（論点4.2）。また、生命保険協会が発表する生命保険協会調査（平成25年度版）の投資家向けアンケートでは、企業がコーポレートガバナンスの向上に向けて取り組むべき課題の中で「業績連動型の役員報酬制度の導入・拡充」が上位に入る結果となった。このような背景の中で日本企業の中にも徐々に固定給偏重の報酬体系を改め、賞与やストックオプションの比率を高めて経営者の業績向上へのインセンティブを強めるような役員報酬体系の設計を行う企業が現れている。その一方で、「これらの賞与やストックオプションの付与がどのような働きに応じてなされたかについては、理解することが難しい。言い換えると業績と報酬の関係が明示されていない。」（久保 [2014] ,58項）といった日本企業の役員報酬開示の不備を指摘する声があがっている。例えば報酬制度を業績連動比率の大きいものに変更しても、その内容を投資家に高い透明性を持って開示し、新たな報酬制度が外部から適切に評価されなければ企業は投資を呼び込むことはできない。そして、投資家も役員報酬開示において十分な情報が公開されていなければ投資判断を行うことができない。この点において、日本企業にとって役員報酬開示の見直しは役員報酬制度の再設計と同時に取り組むべき課題であると言えよう。

本稿では日本企業の役員報酬開示の実態を明らかにした後、どのような内容の開示を行えば投資家か

らの評価を獲得することができるかを考察し、そして投資家からの評価はどのような影響を企業にもたらすか確認する。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では本稿の概要を確認する。続く第3節および第4節で日本企業の役員報酬開示の実態を明らかにした後、第5節ではどのような役員報酬開示が効果的であるかを考察する。第6節では役員報酬開示の透明性を高めることが企業にどのような影響を与えるか検証する。第7節は総括にあてている。

2. 調査概要

コーポレートガバナンスに関する開示内容の充実を図って2010年3月に施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正により、上場会社は有価証券届出書・有価証券報告書において、【1】役員報酬等の総額、報酬等の種類別総額【2】役員ごとの提出会社と連結子会社の役員としての報酬等の総額・連結報酬等の種類別の額等【3】報酬等の額又はその算定方法の決定方針がある場合、その内容及び決定方法の3つの役員報酬に関する情報を開示することを義務付けられた。同改正が適用されてから4年が経過したが、報酬の決定方針に関する開示は各企業の裁量によるところが大きく、その開示内容は企業ごとに様々である。よって、本稿では【3】に焦点をあてて見ていくこととする。日本企業の役員報酬開示の実態を解明するにあたり、本稿では全上場会社を対象として以下のような方法で実態調査を行っている。

- (1) 国内の全上場会社の平成24年度決算の有価証券報告書において、「コーポレートガバナンスの状況等」にて「役員報酬等の内容」の開示の有無を確認する。
- (2) 役員報酬開示が確認できた企業の記載内容を抽出する。
- (3) 記載内容を手入力で独自の項目別に分類し、データベース化する。
- (4) データベースをもとに、全対象企業の開示内容を点数化する。

本稿の分析対象企業は、国内で平成24年度決算の

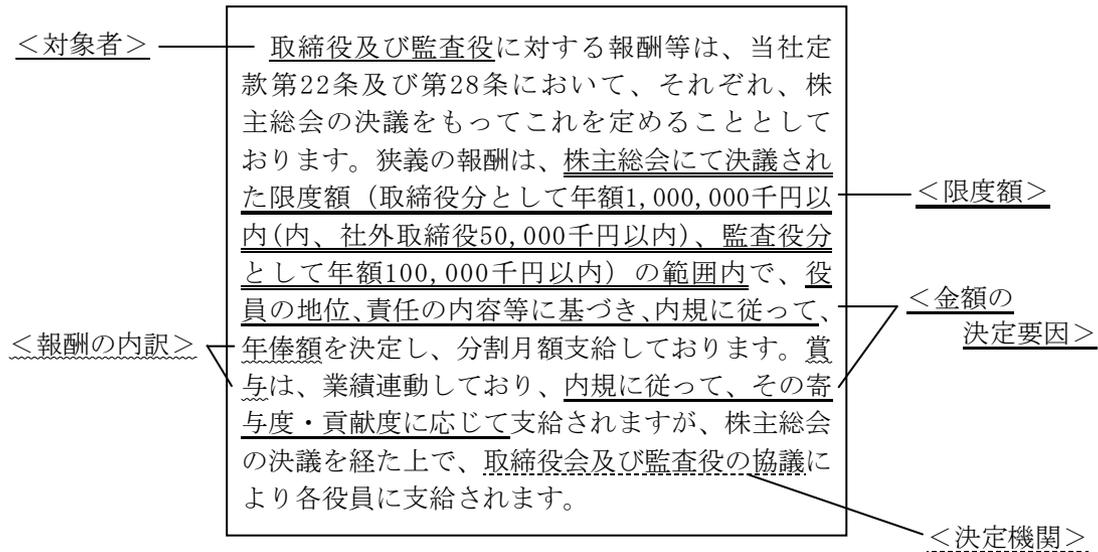
有価証券報告書を提出した上場会社全3,530社である。そのうち上記(1)によって役員報酬の決定方針に関する情報を開示していた2,422社がデータベース化の対象となった。役員報酬の開示内容について分析した先行研究は他にもあるが、これほどの数の企業を調査対象としたものは存在しない。ここに本稿の特徴がある。また、データベース化は独自の基準で行っているが、観測数を多くすることである程度恣意性を緩和できたものとする。なお、役員報酬開示は全て各企業が提出する有価証券報告書から収集した。また、本稿に記載する業種分類は全て日経業種分類を使用している。

3. 役員報酬開示の実態

本節では、まず各企業の公開する役員報酬の開示内容を項目ごとに分類して独自のデータベースを構築し、それを用いて日本企業の役員報酬開示の実態を明らかにする。

役員報酬開示内容のデータベースを構築するにあたりランダムに200社を選出してパイロット調査を行ったところ、その記載内容は大きく<対象者>、<限度額>、<金額の決定要因>、<報酬の内訳>、<決定機関>の5つの情報により構成されていると捉えることで大半の企業の記載内容を項目別に分類していくことが可能だと判明した。図1はある企業の実際の開示と、これら5つの情報との対応を例示したものである。

図1 役員報酬開示の一例
(東証一部 小売業)



(出所 当該企業の有価証券報告書より作成)

本稿ではこの5項目に<その他>を加えた6項目を大項目とし、各大項目の中で頻出するキーワードをさらに小項目として細分化した。小項目の数は、<対象者>で5個、<限度額>で4個、<決定要因>で12個、<報酬の内訳>7個、<決定機関>で5個である。<その他>には各大項目には該当しないが特に頻出した項目2個をまとめた。各項目を判断基準とともにまとめたものが表1である。この分類表を利用して、該当する項目が記載内容に含まれているかを1社ずつ調査することでデータベースを構築した。

表1 データベースの分類項目と判断基準

大項目	小項目	判断基準
対象者	取締役について個別に記載	記載があれば該当
	社外取締役について個別に記載	記載があれば該当
	監査役について個別に記載	記載があれば該当
	執行役員について個別に記載	記載があれば該当
	役員について一括で記載	記載があれば該当
限度額	株主総会で決定された金額内で決定という記述	対象者及び具体的金額が記載されていなければ該当
	取締役報酬は〇〇円以内という具体的な記述	記載があれば該当
	社外取締役報酬は〇〇円以内という具体的な記述	記載があれば該当
	監査役報酬は〇〇円以内という具体的な記述	記載があれば該当
決定要因	経営成績を勘案して決定	業績、経営内容、経営状態等類似表現も含む
	経済動向を勘案して決定	経済情勢等類似表現も含む
	社内規定により決定	内規等類似表現も含む
	各役員の職責を勘案して決定	役位等類似表現も含む
	各役員の在任年数を勘案して決定	職務経歴等類似表現も含む
	個人の功績を勘案して決定	経営貢献度等類似表現も含む
	従業員給与とのバランスを勘案して決定	株主配当水準等類似表現も含む
	配当性向とのバランスを勘案して決定	配当政策等類似表現も含む
	他社の報酬水準を勘案して決定	世間水準等類似表現も含む
	具体的な定性情報（目標値がないもの）	売上高、当期純利益等
	その他定量情報	記載があれば該当
	計算式に記載	記載があれば該当
報酬の内訳	固定給のみ支給	記載があれば該当
	業績連動給のみ支給	記載があれば該当
	（固定給＋賞与）を支給	記載があれば該当
	役員持株を支給	記載があれば該当
	ストックオプションを支給	記載があれば該当
	ストックオプション以外のインセンティブ給を支給	記載があれば該当
	退職慰労金に関する記載	記載があれば該当
決定機関	報酬委員会を設置	記載があれば該当
	代表取締役が決定	記載があれば該当
	取締役会で決定	記載があれば該当
	報酬委員会で決定	記載があれば該当
	監査役会で決定	記載があれば該当
その他	設計の狙いを記載	記載があれば該当
	固定給の減額可能性について言及	記載があれば該当

(筆者作成)

データベース化した全対象企業2,422社の結果を
まとめたものが以下の表2である。

表2 データベース分類作業の結果

大項目	小項目	該当企業数	割合
対象者	取締役について個別に記載	2,076	85.7%
	社外取締役について個別に記載	234	9.7%
	監査役について個別に記載	1,388	57.3%
	執行役員について個別に記載	66	2.7%
	役員について一括で記載	241	10.0%
限度額	株主総会で決定された金額内で決定という記述	1,833	75.7%
	取締役報酬は〇〇円以内という具体的な記述	786	32.5%
	社外取締役報酬は〇〇円以内という具体的な記述	90	3.7%
	監査役報酬は〇〇円以内という具体的な記述	562	23.2%
決定要因	経営成績を勘案して決定	1,217	50.2%
	経済動向を勘案して決定	179	7.4%
	社内規定により決定	323	13.3%
	各役員の職責を勘案して決定	1,046	43.2%
	各役員の在任年数を勘案して決定	117	4.8%
	個人の功績を勘案して決定	701	28.9%
	従業員給与とのバランスを勘案して決定	259	10.7%
	配当性向とのバランスを勘案して決定	42	1.7%
	他社の報酬水準を勘案して決定	324	13.4%
	具体的な定性情報（目標値がないもの）	156	6.4%
	その他定量情報	53	2.2%
	計算式の記載	4	0.2%
	報酬の内訳	固定給のみ支給	63
業績連動給のみ支給		64	2.6%
（固定給＋賞与）を支給		715	29.5%
役員持株を支給		62	2.6%
ストックオプションを支給		270	0.7%
ストックオプション以外のインセンティブ給を支給		18	11.1%
退職慰労金に関する記載		362	15.0%
決定機関	報酬委員会を設置	225	9.3%
	代表取締役が決定	264	10.9%
	取締役会で決定	1,099	45.4%
	報酬委員会で決定	114	4.7%
	監査役会で決定	1,014	41.9%
その他	設計の狙いを記載	100	4.1%
	固定給の減額可能性について言及	69	2.8%
全体		2,422社	—

（筆者作成）

表2から読み取れることは大きく次の3点である。
1点目は、全体の57.3%の企業（1,388社）が取
締役の報酬に加えて監査役の報酬に関しても併記し

ている一方で、社外取締役の報酬内容に関して記載
している企業は234社と全体の9.7%程度にとどまっ
ていることである。

2点目は、報酬限度額を設定されていることを記載している企業が全体の75.7%を占めているにもかかわらず、具体的な数値を提示している企業は786社で、全体の32.5%程度にとどまっていることである。

3点目は、報酬金額を当該年度の会社全体の経営成績（業績）を勘案して決定していると記載する企業が全体の50.2%（1,217社）を占めていることである。その一方で指標として具体的な定性情報を挙げている企業や、計算式を開示している企業はそれぞれ全体の6.4%、0.2%と少数である。

これらの結果から、多くの日本企業の役員報酬開示の内容が必ずしも十分な情報をもったものとは言えないと判断できる。そのため、現状役員報酬開示が投資家の投資判断の意思決定に十分に資する情報を与えているとは考えにくいだろう。また、他社の報酬水準を勘案していると記述している企業が全体の13.4%（324社）存在しているが、これについては後ほど詳述することとする。

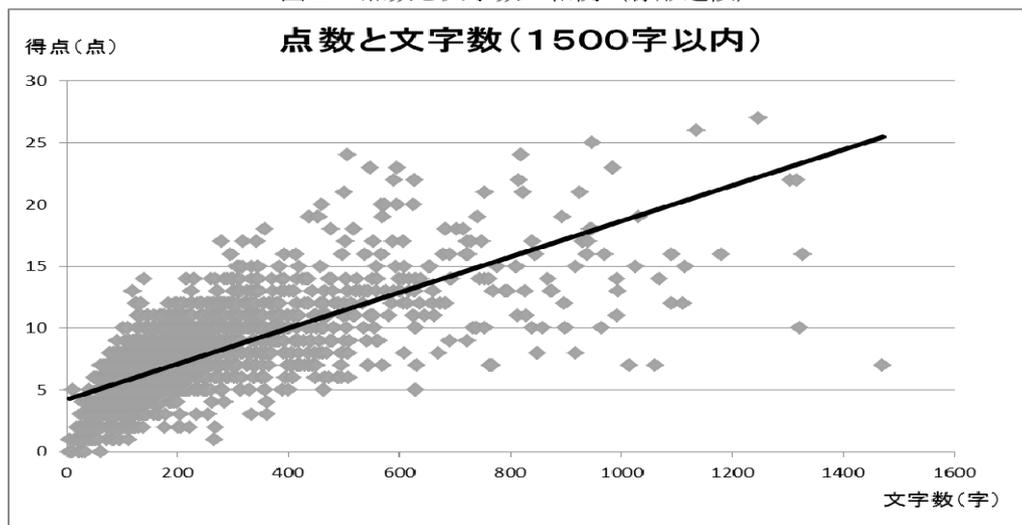
4. 開示内容の点数化による実態解明

本節では、まず構築データベースをもとに各企業の開示内容を点数化したデータを用いて、点数と文

字数の関係を調査する。この調査の目的は、役員報酬開示を形式面と実質面とから分析することにある。具体的には、文字数が増えれば点数が向上するかどうかを検証する。なぜなら、もし文字数と点数の間に正の相関関係が見られるのであれば、文字数を増加させる施策が有効ということになるが、そうでない場合には実質面を開示させる制度的工夫を施すことが必要ということになるからである。この調査の結果を受けた後、点数と各業界の関係を調査し、日本企業の役員報酬開示における特色を明らかにする。

データベースをもとに各企業の役員報酬開示の内容を点数化する。基本的に項目1つごとに1点として加算するが、「計算式」に関しては他項目よりも提供する情報の有用性が高いと判断し5点を加算した。また、「設計の狙い」に関しては、会社の独自性を他項目よりも色濃く反映して後述する横並び開示とは一線を画していること、他項目よりも記載に要する文字数が多いことを理由として5点を加算した。その結果、得点の分布は最大が28点、最小値が0点、平均が7.3点となった。なお、文字数については最大が3,414文字、最小が5文字であり、平均は215文字であった。

図2 点数と文字数の相関（線形近似）



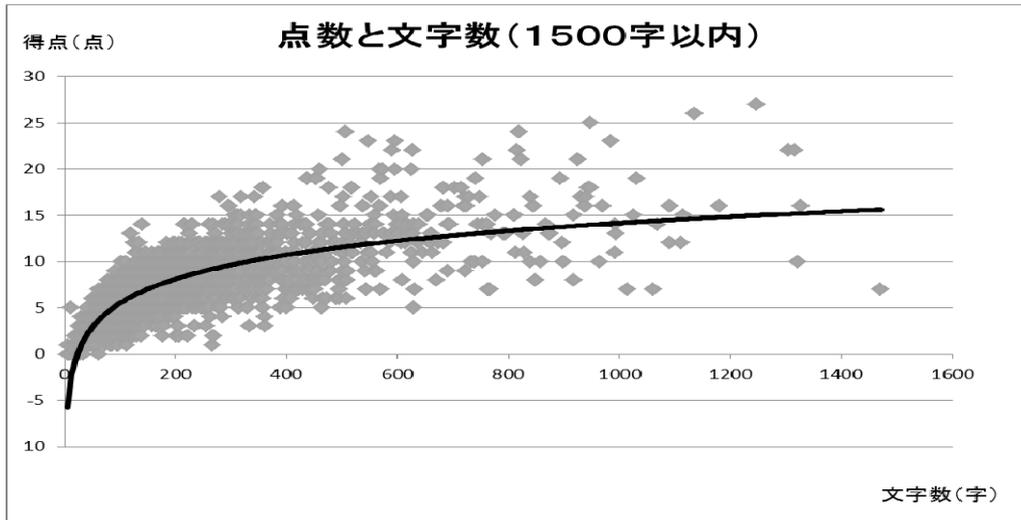
（筆者作成）

図2は、2,422社全体から1,500文字以上の企業5社¹を外れ値として除外し、2,417社のデータで線形近似をとったグラフである。図2から分かるように、文字数が多ければ多いほど点数が高くなるのは明らかである。ディスクロージャー研究の中で長く

理論的根拠とされてきたmore is betterの関係がここでも観察できる。しかし、分析の視点を変えると違った結果が見えてくる。

¹ 1,500文字以上の開示の文字数は、順に1,550字、1,747字、2,037字、2,168字、3,414字である。

図3 点数と文字数の相関（対数近似）



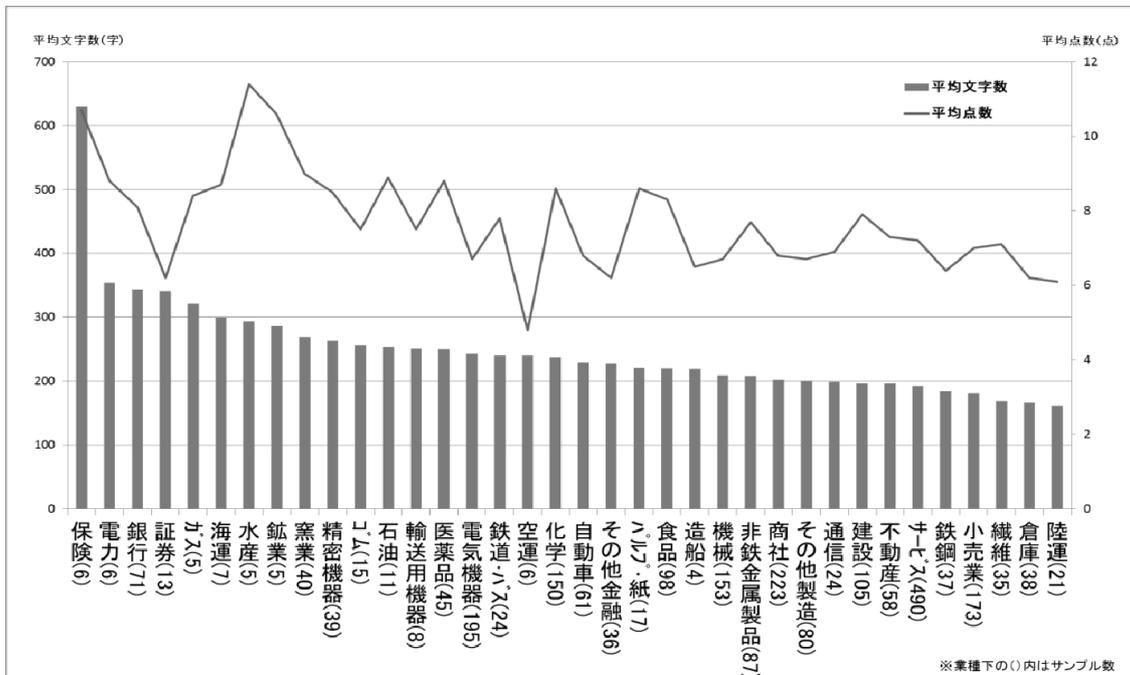
(筆者作成)

図3は、図2の線形回帰の方法を変えて対数近似をとったものである。近似曲線の形状を見ると300字程度までは文字数とスコアの相関が強いが、それ以上の文字数においてスコアの伸びが緩やかになることが分かる。ここから、役員報酬の開示内容はmore is betterを基本とするが、やみくもに文字数を増加させることが必ずしもディスクロージャーの充実に直結するとは限らない、ということが示唆さ

れる。

次に、業界ごとに特徴が出ているのかを調べるために、日経業種分類に基づき業種別の文字数と点数の平均値をそれぞれとってみた。それをまとめたものが図4である。左軸に業界別の平均文字数、右軸に平均点数を示しており、各業種名の後ろのカッコ数字はサンプル数となっている。

図4 業種別の点数と文字数の関係



(筆者作成)

図4から読み取れることは大きく次の3点である。

1点目は、文字数が多い順に保険、電力、銀行、証券と続いており、社会への説明責任が重い企業ほど役員報酬の決定方針について長く説明しているということである。また、サンプル数との関連性で見ると、寡占状態の業界（業界の企業数が少ない、または古くから寡占状態が続いてきた業界等）は文字数が多い傾向にあることがわかる。

2点目は、文字数が少ない順に、陸運、倉庫、繊維、小売業となっていることから、いわゆるBtoBを基本とする業種はあまり説明に文字数を割いていないということである。

3点目は、点数が少ない順に、空運、陸運、証券、その他金融、倉庫となっているが、証券業界は文字数が上位に位置するのにも関わらずスコアが低く、他業種に比べて特色があることである。

グラフを見ると全体的に文字数が多いほど点数が高くなる傾向があるように思われるが、業種別に見てみると文字数が多い業種と点数が高い業種は必ずしも一致しないことが読み取れる。例として、証券業界のように文字数では上位に位置する一方で、点数は下位に位置するような業種も見受けられる。ま

た、保険業界と水産業界を抜き取って比べてみると、文字数では保険業界が水産業界の倍以上あるため、単純に考えると倍の点数がついてもいいのに対して、点数の平均値は水産業界が上回っている。保険業は文字数、点数の両者ともに上位にあるが、効率の良いディスクロージャーを行っているとは言えない。その一方で、水産業界のように文字数が多くなくても高いスコアをとっている企業が存在することがここからもわかる。

ここまで、データベースを用いて開示の充実度をスコア化することで、役員報酬開示には業界ごとに特色があること、すなわち同一業界に所属する企業での横並び行動が見られることを確認した。開示情報の中で役員報酬額の決定において「他社水準」を勘案していると明示した企業が324社、全体のおよそ13%存在したが、役員報酬開示においても同業他社の開示内容を参考にしている企業が存在するためにこのような結果が生じたと推測できる。実際、データベース構築の際には特定の業種でのみ用いられている開示方法も散見された。以下は他社水準を参考にしていると記載している役員報酬開示の例である。

東証1部 機械業

取締役の報酬等は、・・・外部専門機関が調査した他社水準を考慮して決定しております。・・・

以下は特定の業種でのみ見られた開示方法の一例で、銀行における業績連動報酬支給額の決定に関する記述である。

銀行A

連結当期純利益水準	報酬枠
210億円超	80百万円
180億円超～210億円以下	70百万円
150億円超～180億円以下	60百万円
120億円超～150億円以下	50百万円
90億円超～120億円以下	40百万円
60億円超～90億円以下	30百万円
30億円超～60億円以下	20百万円
30億円以下	—

(当該企業の有価証券報告書より抜粋)

銀行B

当期純利益水準	報酬枠
20億円以下	ゼロ
20億円超～ 40億円以下	30百万円
40億円超～ 60億円以下	50百万円
60億円超～ 80億円以下	60百万円
80億円超～100億円以下	70百万円
100億円超	80百万円

(当該企業の有価証券報告書より抜粋)

銀行C

連結当期純利益水準	報酬枠
100億円超	7,000万円以内
80億円超～100億円以下	6,000万円以内
60億円超～ 80億円以下	5,000万円以内
40億円超～ 60億円以下	4,000万円以内
20億円超～ 40億円以下	3,000万円以内
20億円以下	0円

(当該企業の有価証券報告書より抜粋)

業績連動報酬額を当期純利益水準によって機械的に決定していることを表を用いて開示している。計算式を用いた業績連動報酬の決定は各業種で見られたが、このような決定手法及び開示方法は金融業界、しかも銀行業にしか見られなかった。

また、点数が低い企業、すなわち開示の充実度が

低い企業ほど他社の役員報酬開示を模倣したような開示を行っているところが見られたことも発見として述べておく。以下の3社は業種も規模も異なるが、一字一句記載内容が同じである。他社を模倣して書き写しているとしか考えられない。

東証2部 窯業

取締役及び監査役の報酬の額は、取締役全員及び監査役全員の報酬総額の最高限度額を株主総会の決議により決定し、各取締役の報酬額は、取締役会の授権を受けた代表取締役が、業績貢献や業務執行状況を勘案して決定し、各監査役の報酬額は、監査役の協議により決定しております。

東証1部 小売業

取締役及び監査役の報酬の額は、取締役全員及び監査役全員の報酬総額の最高限度額を株主総会の決議により決定し、各取締役の報酬額は、取締役会の授権を受けた代表取締役が、業績貢献や業務執行状況を勘案して決定し、各監査役の報酬額は、監査役の協議により決定しております。

東証1部 サービス業

取締役及び監査役の報酬の額は、取締役全員及び監査役全員の報酬総額の最高限度額を株主総会の決議により決定し、各取締役の報酬額は、取締役会の授権を受けた代表取締役が、業績貢献や業務執行状況を勘案して決定し、各監査役の報酬額は、監査役の協議により決定しております。

以上の事実から、役員報酬の決定方針に関する開示が義務付けられてから年数が浅いため、各企業が他社を参考にしつつ手探り状態で開示をつくりあげている現状があるとも考えられるが、現状日本企業の中には残念ながら役員報酬開示に対する意識が低く、自社の役員報酬制度について投資家に積極的に情報を開示しようとする努力を怠り、他社の模倣をするにとどまる企業が一定数存在すると言わざるを得ない。では、逆にどのような開示を行っている企業が日本の役員報酬開示を牽引していると言えるだろうか。

5. 投資家から評価される開示とは

本節では投資家にとって有用性のある役員報酬開示とはどのようなものかを考察する。

前節で日本企業の役員報酬開示には同質化傾向があることを確認したが、その中にある他社とは一線を画し、透明性の高い役員報酬開示を目指す企業は存在する。では、どのような情報を開示している企業が投資家から評価されるのであろうか。すなわち、投資家が役員報酬開示において企業に公開を求めている内容とは何なのだろうか。先に述べたように、役員報酬開示においては文字数が多ければ当然その分情報量が多くなり開示内容は充実するが、文字数と情報量の関係に最適点が存在することが伺える以上、投資家にとって重要度の高い情報とそれほど必要のない情報が存在するはずである。

役員報酬とは株主から経営を委託された取締役、社外取締役、および監査役の報酬であり、その決定方針はあくまで株主からの評価に基づくべきであって、本来的に従業員給与の決定とは一線を画すものであるはずである。そのため企業が役員報酬の決定において何を基準にして、どのようにして決めているのか、という情報は投資家にとって興味のある内容であろう。そして、役員報酬の決定機関とそこでの決定プロセスについて投資家は役員報酬開示によってしか知ることができない。したがって、投資家の目線を見た時、役員報酬開示に求めることとして報酬の決定の仕方と決定プロセスの客観的かつ透明性の高い記述が挙げられるだろう。また、役員報酬開示がコーポレートガバナンスの一部として位置づけられている以上、ガバナンスの向上に寄与する

記載をしているかということも着目すべきだと考える。

以上の前提を踏まえて、今回筆者が特に投資家から評価され得ると考えたのは前述のデータベースにおいて「計算式の記載」「報酬委員会の有無の記載」「社外取締役について記載」の項目に当てはまる開示を行っていた企業である。

第1に、計算式を開示している場合である。この場合、企業外部の人間でも役員報酬額を算定することが可能になる。そして、各企業は報酬総額を公表する義務があるので、投資家は公表された計算式により算出される値と実際に支給された金額が合致しているかを検証することができる。よって計算式の開示は透明性と客観性の2点において優れていると考えられる。さらに、企業にとっても報酬を算出する金額内に収めなければならないという圧力が働いてお手盛りでの支給が抑制されるため、ガバナンスの向上にも寄与する記載内容だと考えられる。以上の点から計算式の開示は決定要因の開示の中で特に意味のある項目であると言える。

第2に、報酬委員会の有無を開示している場合である。この場合、社外取締役や有識者等第三者を交えた機関での公正な審査を確約するため、代表取締役や取締役会に一任して報酬額を決定している企業よりも客観性が高いためガバナンスが優れていると推測できる。そのため投資家にとって経営陣の信頼性を担保する有用な情報であると言える。

第3に、社外取締役について独立して記載している場合である。社外取締役は社内出身者から独立した視点で会社に関わる客観性の高い存在である。2015年4月施行予定の会社法の改正により社外取締役を設置しない企業はその理由を明記することを義務付けることが採択されている。また、近い将来全上場企業で社外取締役の設置の義務化が検討されており、コーポレートガバナンスへの意識が高まりを見せる中で社外取締役は企業のガバナンスを高める存在として注目を集めている。社外取締役の報酬の決定について独立して記載することは、コーポレートガバナンスの透明性を向上させ、投資家の要求に応えるという点で有用であると言える。以下は、これら3項目の具体的な開示例である。

【計算式の記載例】

東証1部 不動産

(前略) 取締役報酬の年間総額(7月から翌年6月まで)は、前連結会計年度の連結経常利益の1%と定められております。・・・

例え計算式を開示していても、そこから算出される報酬額が実際の支給額と異なっていたのでは投資家の評価は獲得できない。そこで、上記の企業が開

示している計算式に従った支給を実際に行っているかを検証する。

<報酬額の検証>

- ・平成24年度連結経常利益114,916百万円
この時の支給総額1,131百万円 【連結経常利益の0.984% (≦1%)】
- ・平成23年度連結経常利益107,912百万円
この時の支給総額1,075百万円 【連結経常利益の0.996% (≦1%)】
- ・平成22年度連結経常利益106,295百万円
この時の支給総額1,048百万円 【連結経常利益の0.986% (≦1%)】

念のため過去3年分の報酬額を実際に計算して確認したが、全て記載された計算式から算出される値を順守した金額であった。ここには載せないが、計算式を開示していた企業全53社のうち、報酬額の検

証に必要なデータをもれなく開示していた42社についても同様の検証を行ったところ、そのほとんどが計算式によって算出される値を順守していた。

【報酬委員会の記載例】

東証1部 電気機器

(前略) 指名・報酬会議」を設置し、代表取締役を含む各取締役の報酬を審議、決定しております。・・・

【社内取締役と社外取締役の分離記載例】

東証1部 食品

【取締役報酬の概要】 1. 取締役の報酬は、・・・ 2. 社外取締役の報酬は、・・・

6. 役員報酬開示を充実させることは市場からの評価につながるか

本節では役員報酬開示の充実が企業にもたらす影響について考察する。

他社が取り組んでいない透明性・客観性の高い情報の開示に乗り出し、投資家に対し積極的に情報を提供することが資本市場からの評価に繋がらなければ、企業側には開示の透明化に対するインセンティブは生じず、役員報酬開示の有用性は向上しない。そしてその結果日本企業のコーポレートガバナンスも発達しない。役員報酬開示に力を入れている企業は資本市場からどのような評価を受けているのだろうか。

この調査では、前述の「計算式の記載」「報酬委員会の有無の記載」「社外取締役について記載」の

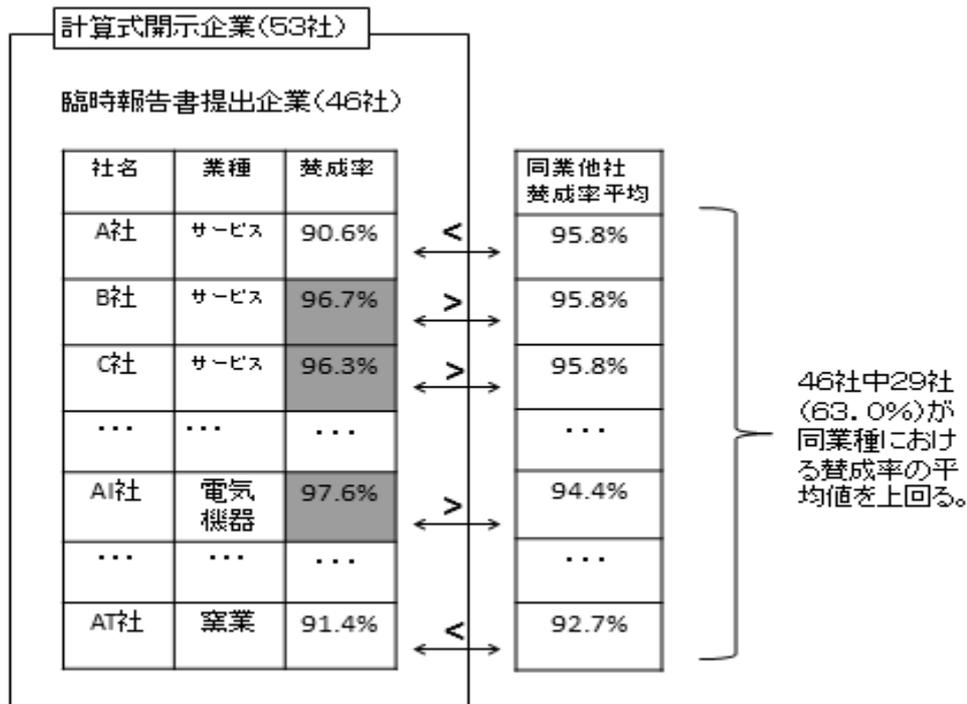
項目に当てはまる開示を行っていた企業を役員報酬開示に力を入れている企業のサンプルとする。今回はこの3項目の開示を行った企業の定時株主総会における取締役選任議案の賛成率²を各社の臨時報告書から入手し、これらの情報を開示していない同業他社の取締役選任議案の賛成率と比較して見ていくことで、開示の充実を図る企業は投資家からの評価を獲得し得るかを検証していく。なぜなら、取締役選任議案の賛成率は投資家からの取締役の業務執行状況に対する評価と捉えることが出来るため、透明性の高い開示を行って経営の透明性を高めている企業の経営陣は、投資家からの信頼を獲得して他の企業よりも平均的に高い賛成率を獲得していると推測することができるからである。

² 取締役候補者が複数いる企業は、それぞれの候補者の賛成率を単純平均している。

まず計算式を開示している企業の取締役選任議案の賛成率を、同項目を公表していない同業他社と比較して見ていく。計算式を開示していた企業は53社であった。このうち、当該年度の臨時報告書を提出しており、取締役選任議案の賛成率のデータを入手できたのは46社であった³。この46社の賛成率を同

業種における賛成率の平均と1社ずつ比較していくと、同業種における賛成率の平均値を上回っていたのは46社中29社で、割合にして63.0%という結果だった。

図5 取締役選任議案の賛成率の比較作業



(筆者作成)

次に報酬委員会を設置し、その審議を基に役員報酬額を決定していると記述した企業の取締役選任議案の賛成率を、同項目を公表していない同業他社の平均と比較して見ていく。報酬委員会の審議を経て役員報酬額を決定すると記載した225社のうち、当該年度の取締役選任議案の賛成率のデータを入手できたのは195社である。このうち、同業種における賛成率の平均値を上回った企業は121社で、割合にして62.1%という結果だった。同様に、社外取締役の役員報酬について開示していた企業の取締役選任

議案の賛成率を、同項目を公表していない同業他社と比較して見ていく。社内取締役と社外取締役の役員報酬についてそれぞれ独立して記載していた企業は234社であり、このうち当該年度の取締役選任議案の賛成率のデータを入手できたのは210社であった。そして同業種における賛成率の平均値を上回ったのは125社であり、割合にして59.5%という結果だった。以上の結果をまとめたものが表3である。

³ 報告事項のみのため、臨時報告書の未提出企業がある。

表3 取締役選任議案賛成率の比較結果 まとめ

	調査対象企業	同業他社平均以上の企業	平均以上を記録した企業の割合
計算式	46社	29社	63.0%
報酬委員会	195社	121社	62.1%
社外取締役	210社	125社	59.5%

(筆者作成)

以上、3つの項目を開示している企業の取締役選任議案の賛成率についてそれぞれ確認してきたが、どの項目を見ても開示を行っている企業は開示を行っていない同業他社の平均を上回る賛成率を獲得する傾向が強いという結果となった。もちろん役員報酬開示のみがきっかけとなってこのような結果が出たと言い切ることはできないが、開示に力を入れている企業の多くが同業他社を上回る支持を投資家から獲得しているという事実は示唆を与える結果だと言える。ここから導き出される結論は、開示内容を充実させ透明性の高い開示を行うことは、投資家から経営陣に対する信頼を高めて、企業が資本市場において高い評価を獲得することに繋がる可能性があるということである。

7. おわりに

本稿では開示が義務付けられて4年が経過した役員報酬の決定方針に関する記述の実態を明らかにすること、そして、役員報酬開示の充実を図ることが企業に正の効果をもたらすという事実を提示することの2点に焦点を当てた。開示内容の実態調査では、独自の手法を用いて大量データを分析し、多くの企業の役員報酬開示が投資家にとって有用性の低い限定的なものであることを明らかにした。また、独自に各企業の開示内容に点数を付与することによって、役員報酬開示には業界の横並び行動が見られること、開示に積極的でない企業間では業種を超えた模倣行動が見られることも明らかになった。この点において本稿の実態調査は一定の成果を挙げることに成功したと考える。

役員報酬開示が企業にもたらす影響の検証では、取締役選任議案の賛成率を代理変数として用いることで、役員報酬開示の内容を充実させることが経営陣に対する投資家からの評価に繋がる可能性がある

という証拠を提示した。本稿では投資家に対し有用な開示項目として「計算式」、「報酬委員会」、「社外取締役」を仮定し、これらの項目を開示している企業を優れた開示を行っている企業として調査することで結果を得た。ただし、本稿で仮定した各項目が実際に投資家に意味のある情報であるかはさらなる検証を要する。この点において本稿には課題が残る。

最後に本稿の調査の過程で得られた副次的な示唆について言及する。

その1つは計算式開示企業の役員報酬支給額の検証により得られたものである。計算式を開示していた53社それぞれの計算式に沿って正しい報酬が支給されているかを検証し、データ不足により検証不可能だった数社を除いてそのほとんどが計算式通りに報酬を支給していることが確認できた。ここから、日本企業の特徴として「開示による株主へのコミットメント」が読み取れる。一方で、役員報酬開示とは「書けば必ず守らなければいけないもの」、「書けば書くほど企業側の裁量がなくなる」というような見方をすることもできる。依然として創業者一族による経営が多い日本企業にとって、「会社は社長（代表取締役）のもの」という意識がまだまだ強く、必要以上に開示して取締役自身の身を縛ることに抵抗があるのではないだろうか。その意識が同業他社を真似たおざなりな開示に繋がっていると考える。

今回取り上げた3項目を記載している企業は、日本の全上場企業の1割にも満たない。さらにこの3項目すべてを記載している企業はわずか4社のみであった⁴。このように投資家にとって有意義な開示を行っている企業が少ないため、投資家や市場からの役員報酬開示への関心が低く、役員報酬開示への取り組みが評価を受けにくい、ということも本稿の調査を通して得られた示唆である。

⁴ この4社は文字数が1,000字以上、スコアは20点以上と、役員報酬開示において企業独自に透明性の高い開示を行っている企業であった。

本稿の調査によって多くの日本企業の役員報酬開示が未だ十分に有用な情報を公開できてないという事実が明らかになったが、同時に一部の企業は積極的に開示内容の充実化に取り組んでおり、それが投資家からの評価につながっていることも判明した。ディスクロージャーの充実化によって投資家だけでなく企業も恩恵を受けるのである。加えて、ディスクロージャーの充実化は投資家の経営に対する監視機能を高めて企業がコーポレートガバナンスを発展させるきっかけにもなり得る。ディスクロージャー

への積極的な取り組みは日本企業が市場価値をさらに高めていくために有効な施策なのである。

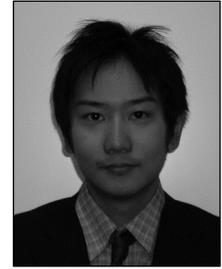
謝辞：本稿の執筆に際し、ゼミ指導教員の円谷昭一先生に貴重なご指導を頂いたことに感謝いたします。なお、データ収集に際しては石井記念証券研究振興財団からの研究費助成を活用させて頂いております。

【参考文献】

久保克行「日本の経営者インセンティブとストック・オプション」『商事法務』No. 2041, 2014. 8. 25

どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか
—SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究—

栗田 奈津希（北九州市立大学 経済学部3年）
宮内 拓郎（北九州市立大学 経済学部3年）



1. はじめに

企業価値を評価する方法の一つに、割引キャッシュフローモデルというものがある。このモデルでは、将来のフリー・キャッシュフローを推定し、それを加重平均資本コスト（WACC）で割り引いて、企

業価値を評価する。したがって、企業価値を向上させるには、将来のフリー・キャッシュフローを増やすか、加重平均資本コストを小さくすれば良い。加重平均資本コストは、以下のように計算される。

$$WACC = (D/(D + E))(1 - t)rd + (E/(D + E))re$$

E：株主資本，D：負債，t：実効税率，rd：負債コスト，re：株主資本コスト

つまり、加重平均資本コストの構成要素である、負債資本コスト、株主資本コストが減少すれば、割引率は小さくなり、その結果として企業価値は増加するのである。

一方、企業価値の評価には、財務情報のみでは困難な時代になってきている。近年では、財務情報と環境、社会的リスクなどにかかわる非財務情報を共に開示することによって真の企業価値を把握しようとする、「統合報告」が注目されている。2013年の統合報告書の開示企業数は前年の59社から90社に拡大している¹。「統合報告」が注目されるようになった背景には、企業活動のグローバル化の影響が大きい。グローバル展開によって、環境負荷や、多国間での雇用増による社会的課題などの非財務リスクが増加しているからである。また、温室効果ガス等による地球温暖化などの環境リスクに対する企業の責任を追及される時代となった²。

金融機関は、企業向け投融资に際して、当確企業の財務面だけでなく、非財務面も評価した内部格付けに基づき、金利を決定する。非財務要因を加味できれば、投資家にも統合的判断が提示できる。また、非財務面の重要性を認識することで、真の企業価値を算出することができるようになり、投資家の資金運用効率の向上にも繋がるであろう。

本研究の目的は、SAAJ報告書³を用いて、IR活動をはじめとする非財務情報のディスクロージャーが株主資本コストに与える影響を検証することである。これまで音川（2000）や須田・首藤・太田（2004）では、総合評価点と資本コストの関係について分析を行い、総合評価点が高い企業ほど株主資本コストが低いことを発見している。一方、Botosan and Plumlee（2002）では、米国のAIMR報告書⁴を用いて、総合ランキング項目ごとの分析を行い、年次報告書のディスクロージャー評価が高い企業ほど、株主資本コストが低いという結果を得ている。しかし、IR情報に関しては株主資本コストに全く影響を与えなかったことが報告されている。近年では、個人投資家などの増加もあって、公開されるIR情報は重要視されつつある。その中で、IR情報が株主資本コストに影響を与えないというのは我が国においても妥当するのだろうか。本研究の主な問題意識は、IR情報等のディスクロージャーが株主資本コストと関連しているかどうか、ということにある。また、本研究ではどのランキング評価項目が株主資本コストに影響を与えるのかという点についても分析しており、この点についてはまだ十分に明らかにされていないように思われる。

¹ 日本経済新聞朝刊、2014年1月23日。

² 日本経済新聞朝刊、2014年1月14日。

³ 日本証券アナリスト協会が公表している、「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」という報告書のことである。資料は<https://www.saa.or.jp/disclosure/selection.html>よりダウンロードが可能である。なお、評価基準はすべて報告書内に明記されている。

⁴ AIMRとは、米国の証券アナリスト協会より毎年公表されている企業情報委員会報告書である。

本研究で明らかになったことは次の通りである。第1に、音川（2000）や須田・首藤・太田（2004）同様、総合ランキングの順位と株主資本コストには有意に負の相関があることが確認された。第2に、ランキング評価項目ごとの分析では、「経営陣のIR姿勢、IR部門、IRの基本スタンス」および「フェア・ディスクロージャー」の項目と株主資本コストには有意にマイナスの相関があることが確認された。第3に、「説明会、インタビュー、説明資料等における開示」および「各業種の状況に即した自主的な情報開示」と株主資本コストには、予想に反して有意にプラスの相関があることが確認された。また、「コーポレートガバナンスに関する情報の開示」に関しては、有意な結果は得られなかった。

以下では、第2節で先行研究の概要を示し、第3節においてデータとサンプル及び変数の定義を説明する。第4節では、実証結果を示し、頑健性の検証を行う。第5節では結果からの考察を示し、最後に本研究の結論及び今後の課題を述べる。

2. 先行研究の概要と仮説の提示

ここでは、情報開示が企業の株主資本コストに影響を与えるかについて分析した先行研究を簡潔にレビューし、その後検証すべき仮説を提示する。

2. 1 音川（2000）－日本企業の調査－

まず、音川（2000）では、1998年度と1999年度のSAAJ報告書でディスクロージャー評価された企業について、総合評価点と株主資本コストの関係を分析している。株主資本コストは、Botosan（1997）同様、Ohlsonモデルによって推定された。各企業の株主資本コストを従属変数として、ディスクロージャー評価と企業規模、市場リスク、会計リスクを独立変数として、回帰式を推定した。その結果、全てのサンプルをプールした時の回帰分析結果ではディスクロージャー評価の係数は1%水準で有意な負の値となった。しかし、年度別に回帰式を推定すると、有意性は確認できなかった。実証結果の頑健性の確認のため、①すべての変数を各年度・業種ごとに標準化、②株主資本コストの推定機関の変更、③3期目以降の異常利益の無視、④プラスの資本コスト推定値を有する企業から構成される部分サンプルを用いる、⑤すべての変数を順位値化し、その順位値をサンプル数で割り算した変数を用いる、という分析を追加したが、大きく異なることはなかった。

2. 2 Botosan and Plumlee（2002）－米国企業における調査、カテゴリ別の分析－

Botosan and Plumlee（2002）では、過去11年分、約3,600社を対象に、AIMR報告書に記載されている「年次報告書」「四半期報告書」「IR活動」という三つのディスクロージャータイプと株主資本コストの関連性について検証している。まず、①総合評価点と株式時価総額、ベータ値を独立変数とし、株主資本コストが従属変数である回帰式を推定した。次に、②3つのカテゴリの評価点と株式時価総額とベータ値が独立変数、株主資本コストが従属変数である回帰式を推定した。その結果、①の総合評価点の回帰係数は有意な正の値となった。これは音川（2000）の結果とは整合しない。②におけるカテゴリ別分析では、年次報告書の回帰係数は有意な負の値となったが、IR活動に関しては有意な値にはならなかった。そして、四半期報告書に関しては、有意な正の値という仮説とは逆の結果を生んだ。Botosan and Plumlee（2002）は、この結果を、四半期報告書が有意な正の値となったのは、このような適宜情報が充実すれば、短期所有を目的とする投機的な投資家を引き付け、その結果株価のボラティリティーが大きくなり、株主資本コストの上昇を招く、と解釈している。しかし、この解釈が妥当なものであるかどうかは、今後の実証研究の蓄積を待たなくてはならない。

2. 3 須田・首藤・太田（2004）－日本企業の調査(2)－

須田・首藤・太田（2004）では、音川（2000）のサンプル数を2年から6年間に増やし、557社を対象に総合ランキングと株主資本コストの関連性について分析している。この研究では、入手可能な六年間のデータをすべて利用するため、総合評価点ではなくディスクロージャー・ダミー変数3種類を用いて、ディスクロージャー評価と株主資本コストの関係を分析している。ディスクロージャー以外の要因をコントロールするために、①市場ベータと株式時価総額を独立変数、株主資本コストを従属変数とした回帰式②直近五年間における総資産利益率の平均変化率および売上高平均成長率を算定したものを①に追加したもの、③公定歩合や株式市場の変動などマクロ経済の影響を考慮した、1995年を基準年としたダミー変数を回帰式に組み込んだモデルの3つのモデルを利用して、重回帰分析を行った。結果として、SAAJ報告書において各業種3位以内に表彰されている企業の株主資本コストは、4位以下の企業よりも統計的に有意に小さいということが分かった。

さらに、表彰されている企業の中でも2位、1位というように、そのランキングが上がるにつれて株主資本コストはさらに低下する、という事実が観察された。また、頑健性を高めるため、音川（2000）と同様の検証を行ったが、結果は同じであった。

2. 4 仮説の提示

音川（2000）や須田・首藤・太田（2004）では、総合評価点と株主資本コストには有意な負の関係があることが確認されたが、この研究における分析結果は全て整合的であるとは言えない。たとえば、音川（2000）では、全年度の総合評価点と株主資本コストの有意性は確認できたものの、年度別に回帰式を推定すると、有意性は確認できていない。Botosan and Plumlee（2002）では、有意な正の関係という逆の結果を生んでいる。そのため、本研究では、音川（2000）や、須田・首藤・太田（2004）と同様、総合評価点の高い企業は、株主資本コストが減少する、という仮説を再検証する。以上のことから、以下の仮説を提示する。

H. 1 総合ランキングの高い企業ほど、株主資本コストは低い。

また、Botosan and Plumlee（2002）では、AIMR報告書を用いてカテゴリー別の分析を行っているが、我々が知る限り、日本企業を対象とした研究ではSAAJ報告書を用いたカテゴリー別の分析はまだ行われていないように思われる。Botosan and Plumlee（2002）では、IR活動は株主資本コストに有意な影響を与えていないという結果を報告しており、このことは全ての開示情報が株主資本コストに影響を与えているわけではないことを意味している。したがって、本研究では、項目ごとに株主資本コストへの影響が異なるかどうかを分析し、 β 係数（標準化回帰係数）⁵を用いて、どの項目が最も株主資本コストとの感応度が高いのかも調査する。以上のことから、以下の仮説を提示する。

H. 2 個別ランキング項目ごとで、株主資本コス

トに及ぼす影響が異なる。

3. 分析方法

3. 1 サンプルとデータ

本研究におけるサンプルは、音川（2000）や須田・首藤・太田（2004）同様、日本証券アナリスト協会（SAAJ）が評価した「SAAJ報告書」から抽出している。SAAJ報告書の項目内容は、①経営陣のIR姿勢、IR機能、IRの基本スタンス②説明会、インタビュー、説明資料等における開示③フェア・ディスクロージャー④コーポレートガバナンスにおける情報の開示⑤各業種の状況に即した自主的な情報開示の5つである。本研究ではまた、サンプル企業として、2013年度の132社、2012年度115社の2年、計247社を用いている。上記2年間を対象としているのは、項目ごとの配点が同じであるのが2年間のみであるからである。対象業種に関しては、建設、化学、医薬品、鉄鋼、電気・精密機器、自動車、商社、小売業の8業種を用いた⁶。

3. 2 変数の定義

本研究では株主資本コストを示す変数としてCAPMを用いる。ただし、CAPMは「無リスク金利+ベータ+市場リスクプレミアム」により推定され、期待投資収益率（すなわち株主資本コスト）の企業間差異はベータ値（ β ）の違いによってもたらされるため（Botosan（1997））、同一時点の株主資本コストの企業間差異をベータ値で代理することができる（須田（2004））。したがって、本研究では株主資本コストとして当該企業のベータ値を用いている。また、ベータ値とは「マーケット・ポートフォリオの収益率が1%上昇したときにその企業の株価が何パーセント上昇するかという感応度」のことである（内田（2009））。なお、本研究ではマーケット・ポートフォリオとしてTOPIXを使用している。ベータ値は、TOPIXの日次収益率に対して、各企業の株価の収益率がどれほど連動して変動するかの指標となる（当該企業の株式収益率とマーケット・ポートフォリオの収益率の共分散をマーケット・ポートフォリオの収益率の分散で除したもの）。

⁵ 石黒（2008）より β 係数（標準化回帰係数）とは「回帰変数に含める目的変数、説明変数のすべてを平均0、標準偏差1に標準化してから回帰分析をした時の回帰係数」の事である。本研究の場合、目的変数は β 、説明変数はranking 1～5である。

⁶ 音川（2000）では9業種を対象としているが、これらのうち機械業が未実施であったため8業種となっている。

なお、株価に関しては、6月末の株価を用いている。それは、SAAJ報告書の基礎となるスコアシートの作成時期が、6月中旬から7月中旬であるためである。サンプル企業の株価データは、東洋経済新報社の「株価CD-ROM」から入手した。各年6月末より1年間遡った株価、つまり2013年度の場合は2012年7月～2013年6月、2012年度の場合は2011年7月～2012年6月の株価から β を推定した。また、頑健性テストのため、須田（2004）に従い、6ヶ月推定期間を変更した β 、2013年1月1日～2013年12月31日と2012年1月1日～2012年12月31日の株主資本コストを推定した。分析対象企業の各1年間の日次収益率とマーケット・ポートフォリオであるTOPIXの日次収益率より、 β を計算する。本研究では各年度2つずつ計4つの β を推定した。

本研究の目的は、ディスクロージャーの優劣と株主資本コストの関係を調査することにある。つまり、株主資本コストと、総合ランキング及び評価項目との間にマイナスの相関があるか否かが問題となる。ただし、株主資本コストはディスクロージャー以外の要因によっても変化することに注意しなければな

らない。独立変数における影響度合いを一定にするため、本研究ではコントロール変数を設定した。まず、音川（2000）では、企業の規模の大小における影響を考慮するため、企業規模の代理変数を設定している。これは直前決算期の総資産額を対数変換したものである。次に、須田・首藤・太田（2004）では、企業の長期的な収益性や成長性の影響を受ける可能性があるため（Botosan 1997）、それらを補足するために直近5年間における総資産利益率の平均変化率、売上高平均成長率を用いている。そして、内野（2005）では、事業リスクが高いと株主資本コストは増加するとして、事業リスクの代理変数として負債比率を追加している。

これらの先行研究を考慮し、以下のモデルを用いて仮説の検証を行う。具体的には、本研究も、企業規模（ $\ln assets$ ）、直近5年間における総資産利益率の平均変化率（ ROA_std ）、直近5年間の売上高平均成長率（ $sg_average$ ）の変数、負債比率（ $leverage$ ）、業種ダミー（ $type_dummy$ ）を回帰式に用いている。

$$\beta_i = \alpha_0 + \beta_1 disc + \beta_2 \ln assets + \beta_3 ROA_std + \beta_4 sg_average + \beta_5 leverage + \beta_6 type_dummy$$

3. 3 記述統計量と相関係数

表1は記述統計量、表2は相関係数を示している。表2において株主資本コストとランキングの総合評価は統計的に有意な負の相関関係にある。しかし、株主資本コストとランキングの個別評価は一部、正の相関関係が見られた。

4. 実証結果

ここでは、株主資本コストに影響しうる他の要因をコントロールしたうえで、仮説1、2の検証を行う。仮説1、2ともに、検証には2012年度、2013年度の β をプーリングした β_all 、年度毎の β_2012 、 β_2013 、頑健性テストのため、推定期間を変更した β_all_robust 、 β_2012_robust 、 β_2013_robust の合計6つの期間の株主資本コスト（ β ）を使用している。

4. 1 仮説の検証

表3は仮説1を検証するために行った回帰分析の結果である。 β_all と $total_ranking$ の係数は5%水準で統計的に有意な負の値であった。また、 β_2012 、 β_2013 の分析結果は、両年度とも $total_ranking$ の係数は10%水準で有意な負の値と

なった。つまり、ランキング総合評価が高い（低い）ほど、株主資本コストは減少（上昇）することを表す。さらに、 β_all_robust と β_2012_robust についての $total_ranking$ は統計的に有意な負の値である。ただし、 β_all_robust についての $total_ranking$ の係数は10%水準で有意である。 β_2013_robust は統計的に有意ではないが、係数は負の値という結果になった。頑健性の点からも、ほぼランキング総合評価が高い企業ほど、株主資本コストは小さくなる傾向があることが示された。

以上より、ランキング総合評価が高い企業ほど株主資本コストが低くなる関係を確認できる。よって、仮説1は支持され、これは音川（2000）の研究結果と一致する。

4. 2 仮説2の検証結果と解釈

表4は仮説2の回帰分析の結果である。表を見ると、 $ranking1$ の係数は1%水準で有意な負の値となった。また、 $ranking3$ の係数は1%水準で有意な負の値となり、 $ranking1\sim5$ の中で最も株主資本コストにマイナスの影響を与える結果となった。この二つの $ranking$ は仮説1の頑健性テスト同様、6ヶ月経過後株価を用いて推定した β でも統計

的に有意な結果となった。これは、ranking 1つまり経営陣のIR姿勢やIR部門の機能、基本スタンスが株主資本コストを引き下げる影響を及ぼしている事を示唆している。一方、ranking 2、ranking 5の係数は正の値となり、株主資本コストにプラスの影響を与えることが分かった。なぜ株主資本コストを下げるはずのディスクロージャーが逆の結果を示すのだろうか。ranking 2は説明会や説明会資料等における開示についてのディスクロージャーであるが、詳細な企業の利益増減要因等の開示、四半期報告書の増加により短期投資家の増加によって株主資本コストが上昇すると考えられる (Botosan and Plumlee (2002))。ranking 5は各業種の状況に即した自主的な情報開示についてのディスクロージャーである。業種に応じた自主的な情報開示とは、工場見学や研究開発テーマ説明会、E-mail等を利用した情報提供を指すが、これらの情報は企業利益や業績、経営状態の補足情報として投資家はそれほど関心がないと考えられる。すなわち、ranking 2と ranking 5は低い株主資本コストに結びつかないのである。Ranking 4の係数は負の値ではあるが、統計的に有意な結果にはならなかった。この3つの rankingは頑健性テストの結果も同様の結果が示された。また、ranking 1～5の β 係数(標準化回帰係数)⁷を比較した。結果、ranking 3の-0.3797とt値同様、各ランキングの中で一番株主資本コストの低下に影響を及ぼすことが分かった。

以上より、仮説2に関して、ディスクロージャーと株主資本コストとの関係性を評価項目ごとに見た場合、一番関係性の強い、つまり株主資本コストの低下に強い影響を与えるのはranking 3のフェア・ディスクロージャーであることが分かった。この結果はBotosan and Plumlee (2002)の株主資本コストとIR活動のレベルに関係性がないという結果とは異なる結果となった。また、ranking 2の説明会や資料開示やranking 5の各業種に応じた自主的な情報開示は株主資本コストを上昇させる傾向があると解釈される。

5. 考察

これまでの分析から、SAAJ報告書における5つの評価項目のうち、「経営陣のIR姿勢、IR部門、IRの基本スタンス」と「フェア・ディスクロージャー」が株主資本コストを引き下げる効果が強い

ことが確認された。以下では、本研究の実証結果を踏まえて、これらの項目を中心に、企業のディスクロージャーをより効果的・効率的なものにするにはどうすればよいかについて考察を加えたい。

5. 1 IR姿勢における考察

まず、「経営陣のIR姿勢、IR部門、IRの基本スタンス」について考察する。SAAJ報告書の具体的な評価基準によると、①社長が説明会やミーティングに出席し、討議に参加しているかどうか、②企業のIR部門担当者と経営陣が有益な討議を行っているか、③会社にとって都合の悪い情報、自社の弱点、低収益あるいは赤字事業についても積極的な開示を行い、今後の改善の展望を示しているかなどが挙げられている。つまり、IR担当者と経営者間の考えや判断に相違はないか、経営者がIR活動に積極的であるかどうかが評価されている。

谷口(2008)はIR優良企業を受賞した企業の経営者の姿勢は、トップ経営者がアナリストや投資家の関心事項を理解し、説明会などにおける質疑応答で積極的に討議していることが評価されていると明らかにしている。また高いROE、低い株主資本コストのために可能な限り投資家と経営層のコミュニケーションをとることがIR姿勢の向上につながると示唆している。具体的には、株主総会などの場で、経営者が投資家の質疑応答に積極的に答えるべきだろう。経営者が十分なIR知識がないのであれば、IR担当者から経営者を選出するべきである。そうすれば、経営者はスムーズに質疑応答にこたえることができ、投資家へIR姿勢が向上されたと認識させることができる。また、90年代後半より、オンライン証券の伸長で、いわゆるネット投資家が急増した。2010年、米国IR教会(NIRI)が主催する年次大会では、ソーシャルメディアが最大の話題となった。IR担当者は、有力アナリストやファンドマネージャーを中心とした、フェイスブックやツイッターなどのソーシャルメディアの影響力が絶大なものであると認識させられた(米山(2011))。そのため、これからのIR活動は、説明会だけでなく、ホームページやSNSなどを活用しながら、積極的に投資家の意見を聞き、それを経営にフィードバックさせるべきである。こうすることで、経営者はIRへの意欲的な姿勢をアピールすることができるのではないだろうか。

⁷ 「ranking 3が1標準偏差だけ変化した時に β がなん標準偏差変化するか」を表す。つまり、評価項目の点数と β は負の関係が強い程株主資本コストが低下するので、ここでは各評価項目の β 係数が負の値で数字が大きいほど株主資本コストの低下に影響する。Ranking 1、2、4、5の β 係数はそれぞれ-0.2210、0.1948、-0.1026、0.1310となった。

5. 2 フェア・ディスクロージャーにおける考察

次に「フェア・ディスクロージャー」について考察する。「フェア・ディスクロージャー」とは、企業が未公表かつ重要な情報を特定の市場関係者に明かした場合、一般投資家にも速やかに公表しなければならないことである。SAAJ報告書の具体的な評価基準によれば、①経営陣およびIR部門が情報開示に際し、不公平や混乱が生じないよう十分な注意を払っているか、②投資家にとって重要と判断される事項の開示は迅速に行われているか、③ホームページにおける決算説明会資料や期中のデータがタイムリーに入手が可能か、④英文による情報提供はタイムリーで、内容も充実しているか、という基準があげられている。

「フェア・ディスクロージャー」が株主資本コストの減少に深い関わりを持ったのは、個人投資家、外国人投資家の増加が要因と考える。そして、機関投資家と個人投資家には、手に入れることのできる情報の量や迅速性に大きな差がある。内閣府大臣官房政府広報室の世論調査によると、個人投資家が不利だと思ふ点について、「特定の証券会社や機関投資家などプロの投資家に、会社の情報を詳しく伝えているから」、「証券市場において、一部のプロの投資家が不透明・不公正なことをしていると思うから」という理由を挙げている⁸。機関投資家と個人投資家の情報の差を縮め、公平性を高めることが「フェア・ディスクロージャー」の評価を上昇させる最良の方法だと考える。

個人投資家が情報を手に入れる重要なツールの一つは企業のホームページである。ホームページのIR情報の充実、機関投資家と個人投資家の間の情報の差を埋める簡単な手段である。アナリスト・機関投資家への取材対応や説明会などで使った資料や情報は、すべてただちにウェブサイトに記載し、個人投資家にも公開すべきである。

また、経営者はソーシャルメディアへの書き込みも気をつけて行うべきである。一昨年、米国では映画関連会社のCEOがフェイスブックの自身のページに、「月間オンライン視聴時間が初めて10億時間を突破した」と書き込み、同社株が大きく変動した。⁹ ソーシャルメディアへの書き込みは、見ることの

できる人が限定される可能性が高いので、不公平な情報開示になりうる。企業関係者は、個人的なフェイスブックやツイッターなどのSNSに企業情報を書き込むべきではない。

そして、外国人投資家の増加を考慮し、開示する情報は、すべて英文の翻訳と同時に開示すべきだ。英文の情報開示が遅れると、外国人投資家は不利になり、公平ではなくなるためである。個人投資家と外国人投資家の理解を促すことが、フェア・ディスクロージャーの評価向上の最良の方法であると考えられる。

5. 3 プラスの相関結果が得られた項目について

「説明会、インタビュー、説明資料等における開示」、「各業種の状況に応じた情報の開示」は正の値となり、株主資本コストにプラスの影響を与えることが分かった。なぜ株主資本コストを下げるはずのディスクロージャーが逆の結果を示すのだろうか。まず、説明会や説明会資料等における開示についてのディスクロージャーは、詳細な企業の利益増減要因等の開示、四半期報告書の増加により短期投資家の増加によって株主資本コストが上昇すると考えられる(Botosan and Plumlee (2000))。また、経営者にIRの知識が乏しく、株主にとって不利な情報を開示している、もしくは不利な情報開示の後、適切なフォローや具体的解決案の提示ができていないのではないかと考える。自主的な情報開示については、株主にとってあまり関心のない情報を開示していると考えられる。しかし、評価項目の詳細として、CSR報告書というものがある。CSRとは、利害関係者への説明責任、社会的責任を問うものである。旧来では、企業は利潤を追求することこそが企業の社会的責任であった。しかし、近年ではそれだけではなく、消費者や労働者、環境など社会全体への責任が追及されることとなっており、その評価は株価にも反映されるようになってきている。¹⁰ もし商品の欠陥や不祥事、スキャンダルなどで、社会的責任を果たしていないとして判断された企業であれば、売り上げや株価が落ちると考えられるため、株主資本コストは増大しているのではないだろうか。

⁸ 「証券投資に関する世論調査」 内閣府大臣官房政府広報室 平成14年5月実施より

⁹ 2013.04.05 小久保重信、米企業の情報開示、ソーシャルメディアもOKに

¹⁰ 『会計ディスクロージャー論』 P.24企業環境の変化より 著：記虎優子

5. 4 小括

以上より、有意な結果が得られた2つの項目には、一層重要度の比重を高めるべきである。具体的には、評価項目の配点を有意な結果が得られていない他の3つの項目よりも高くするべきと考える。そうすることにより、経営者は有意な二つの項目、特に強い関係の得られたフェア・ディスクロージャーは、配点を大きくし、重要度を上げる必要がある。有意の得られなかった結果のものに関しては、配点を下げるべきだ。

また、「説明会、インタビュー、説明資料等における開示」、「コーポレートガバナンスに関する情報の開示」、「各業種の状況に応じた情報の開示」などは、本研究では有意な結果が得られなかった。ただ、株主資本コストを減少させるのに有意な影響が確認された2つの項目の改善に努めることは、結果として5つすべての項目の改善にもつながる。なぜなら、IR姿勢の見直しや公平な情報開示というのは、結果として説明会やインタビューなどの充実をはじめ、あらゆる情報開示の改善に寄与するからである。そして、5つすべての項目が改善されると、総合評価点が上昇し、総合順位が上昇することになる。本研究でも明らかにされたように、総合評価点の高い企業ほど株主資本コストは減少するため（音川（2000））、「経営陣のIR姿勢、IR部門、IRの基本スタンス」と「フェア・ディスクロージャー」に関する項目の改善に努めることは、結果的に総合評価点を上昇させ、株主資本コストの減少に貢献するのである。

6. おわりに

近年、企業価値の算出のために企業のIR活動をはじめとする非財務情報が重要とされている。本研究は、投資家が企業のIR活動を重要視するようになったことに伴い、どのようなIR活動が最も株主資本コストの低下に繋がるのかを明確にする必要があると考え、いくつかの仮説を検証した。具体的には、本研究では、先行研究と異なる期間のデータを用いてIR活動と株主資本コストの関係性を検証し、SAAJ報告書の各企業の総合評価と株主資本コストの関係性、評価項目のどの項目が最も株主資本コストに影響を与えるかの実証的に分析した。

本研究の主要な結果は以下の通りである。第1に、先行研究とは異なるサンプル期間においても、総合評価の点数が高い企業ほど、株主資本コストが有意に低下することが明らかになった。第2に、SAAJ報告書の評価項目の中で「経営陣のIR姿勢、IR部門の機能、IR活動の基本スタンス」「フェア・ディス

クロージャー」は株主資本コストの低下につながる事が判明した。中でもフェア・ディスクロージャーは5項目の中で最も株主資本コストの低下に影響する事が明らかになり、この結果はBotosan and Plumlee（2002）とは異なる結果となった。

本研究の分析結果は次のようなインプリケーションを有している。総合評価点は株主資本コストの低下に影響はあるものの、評価項目ごとに見てみると「説明会、インタビュー、説明資料等における開示」および「各業種の状況に応じた自主的な情報開示」が株主資本コストを増加させることが明らかになった。したがって、株主資本コストを低下させるためには経営陣のIR姿勢、IR部門機能の拡大やフェア・ディスクロージャーに重点を置くべきと考える。

次に、SAAJ報告書の評価項目の点数配分に対する示唆である。2012年度、2013年度のSAAJ報告書の評価項目の点数配分が、最も株主資本コストの低下に影響を及ぼすと示された「フェア・ディスクロージャー」では17点、株主資本コストの増加を引き起こすと示された「説明会、インタビュー、説明資料等における開示」は36点となっており、項目に対する点数配分が適正ではないと考える。したがって、株主資本コストの低下により影響を及ぼす評価項目ほど高い点数配分にするべきだと考える。

最後に、本研究では情報開示に対する企業の姿勢を示す尺度としてSAAJ報告書を利用した。しかし、評価項目の内容や、点数配分が一致したデータを利用するために、2年分のSAAJ報告書文のみデータからの検証となった。積極的なディスクロージャーと株主資本コストの関係について確定的な分析結果を導き出すためには、より長い期間の株主資本コストの推定と多くの企業種のデータからの検証が必要であるが、その点は今後の課題としたい。

参考文献

- 石黒格 (2008) 『Stataによる社会調査データの分析 - 入門から応用まで - 』、北大路書房
- 内田交謹 (2009) 『すらすら読めて奥までわかるコーポレート・ファイナンス』、創成社
- 内野里美 (2005) 「自発的な情報開示が自己資本コストに与える影響」『現代ディスクロージャー研究』、第6号、pp.15-25.
- 音川 (2000) 「IR活動の資本コスト低減効果」『会計』、第158巻、第4号、pp.543-555.
- 記虎優子 (2005) 『会計ディスクロージャー論』、同文館出版
- 小久保重信 「米企業の情報開示 ソーシャルメディアでもOKに」 2013/4/5
<http://jbpress.ismedia.jp/articles/-/37520> 2014/7/30
- 谷口雅志 (2008) 「IRと資本コスト」『月刊資本市場』、No.277、pp.18-19.
- 米山徹幸 (2011) 『21世紀の企業情報開示 ～欧米市場におけるIR活動の展開と課題～』、社会評論社
- Botosan, C. A. and M. A. Plumlee (2002), “A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital,” *Journal of Accounting Research* 40(1), pp.21-40.

表1 記述統計量					(N=253)
変数	平均	標準偏差	中央値	最小値	最大値
β_all	1.04924	0.3791628	1.105771	-0.0086572	1.82415
β_all_robust	1.043721	0.394779	1.070726	-0.0506229	2.127412
total_ranking	71.19526	8.212518	72.1	34.3	87.5
ranking1	20.15767	5.071585	2.08	5.6	30.5
ranking2	26.046523	3.123264	26.1	15.5	33.3
ranking3	10.55138	2.413546	10.5	5.9	15.8
ranking4	8.434783	2.308708	7.8	4.1	15.6
ranking5	6.002767	1.969961	5.8	1.5	12.4
lnassets	1316352	1547568	711749	110784	1.12E+07
roa_std	2.3542	1.969386	1.822637	0.1249916	14.60011
sg_average	6.658786	116.0569	-1.671314	-43.71179	1837.999
lever	51.4063	20.60141	52.48799	6.966704	96.1339

表2 相関係数

	COC	COC_robust	total_ranking	ranking1	ranking2	ranking3	ranking4	ranking5	lnassets	roa_std	sg_average	lever
COC	1.000											
COC_robust	0.925	1.000										
total_ranking	-0.073	-0.065	1.000									
ranking1	0.104	0.081	0.738	1.000								
ranking2	0.279	0.226	0.755	0.695	1.000							
ranking3	-0.420	-0.352	0.273	-0.209	-0.222	1.000						
ranking4	-0.438	-0.385	0.327	-0.108	-0.074	0.292	1.000					
ranking5	0.011	0.044	0.355	-0.219	0.134	0.461	0.231	1.000				
lnassets	0.035	0.332	0.047	0.031	0.210	-0.148	-0.212	0.214	1.000			
roa_std	0.147	0.144	-0.037	-0.012	0.032	-0.203	0.072	-0.010	-0.075	1.000		
sg_average	-0.093	-0.083	-0.031	-0.056	-0.075	0.019	0.109	-0.017	0.006	0.024	1.000	
lever	0.410	0.382	0.004	0.074	0.202	-0.070	-0.442	0.113	0.410	-0.173	-0.078	1.000
kensetsu_d	-0.082	-0.053	-0.066	-0.222	-0.016	0.319	-0.365	0.360	0.068	-0.179	-0.027	0.226
kagaku_d	0.078	0.064	0.105	0.208	-0.016	0.200	-0.253	-0.023	-0.158	-0.125	-0.015	0.013
iryoud	-0.409	-0.351	0.052	-0.121	-0.130	-0.074	0.660	0.051	-0.190	-0.005	0.186	-0.453
tekkou_d	0.030	0.274	0.122	0.165	0.237	-0.303	-0.002	0.080	-0.054	0.025	-0.036	0.014
denki_d	0.227	0.169	0.074	0.484	0.370	-0.550	-0.315	-0.482	0.153	0.242	-0.044	-0.018
jidousya_d	0.279	0.266	-0.406	-0.660	-0.205	-0.022	0.076	0.272	0.164	0.211	-0.029	0.068
kouri_d	-0.466	-0.407	0.064	-0.068	-0.397	0.606	0.363	-0.096	-0.278	-0.085	-0.005	-0.190

表3 総合評価
被説明変数

	β_{all}	β_{all_robust}	β_{2012}	β_{2013}	β_{2102_robust}	β_{2013_robust}
説明変数	係数 (t値)	係数 (t値)	係数 (t値)	係数 (t値)	係数 (t値)	係数 (t値)
total_ranking	** -0.006 (-2.15)	* -0.006 (-1.97)	* -0.007 (-1.71)	* -0.006 (-1.79)	* -0.011 (-2.48)	** -0.003 (-1.16)
lnassets	*** 0.119 (5.01)	*** 0.118 (4.56)	*** 0.112 (3.75)	*** 0.096 (3.30)	*** 0.179 (4.45)	*** 0.062 (2.48)
roa_std	*** 0.038 (2.78)	*** 0.040 (2.63)	*** 0.046 (2.44)	** 0.022 (1.11)	*** 0.053 (2.23)	** 0.012 (0.70)
sg_average	*** -0.0001 (-3.71)	*** -0.0001 (-3.34)	*** -0.0001 (-1.51)	0.0012 (0.54)	-0.0001 (-1.56)	0.0032 (1.45)
lever	*** 0.004	*** 0.004	*** 0.005	*** 0.003	*** 0.006	*** 0.003
industry_dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constant	-0.454 (-1.27)	-0.487 (-1.26)	0.512 (-1.45)	-0.063 (-0.13)	-1.072 (-1.89)	0.216 (0.54)
N	253	253	125	128	125	128
F-値	55.07	32.53	49.11	12.41	51.01	4.12
Adj.R2	0.396	0.323	0.470	0.296	0.522	0.115

β は昔川(2000)により推定した株主資本コスト。検証期間の株主資本コストをすべてブーリングした β_{all} 、 β_{all} から6ヶ月経過後株価を用いて推定した株主資本コストは β_{all_robust} 、年度別に株主資本コストを推定した β_{2012} 、 β_{2013} 、各年度の6ヶ月経過後株価を用いた β_{2012_robust} 、 β_{2013_robust} 、total_rankingはSAAJ報告書の総合評価点、lnassetは企業規模、roa_stdは分析対象企業の5年間のROA標準偏差、sg_averageは分析対象企業の5年間の売上変化率、leverは負債比率、industry_dummyは8業種の業種ダミー。***:1%水準、** :5%水準、* :10%水準

表4 ランキング別
被説明変数

	β_all	β_all_robust	β_2012	β_2013	β_2102_robust	β_2013_robust
	係数	係数	係数	係数	係数	係数
説明変数	(t値)	(t値)	(t値)	(t値)	(t値)	(t値)
ranking1	-0.017 (-3.30)	*** (-1.91)	-0.028 (-3.48)	*** (-3.14)	*** (-3.76)	*** (-2.09)
ranking2	0.024 (2.72)	*** (1.35)	0.045 (3.20)	*** (1.75)	* (3.14)	*** (0.56)
ranking3	-0.060 (-3.98)	*** (-2.78)	-0.065 (-2.69)	*** (-4.09)	*** (-2.76)	*** (-3.05)
ranking4	-0.017 (-0.77)		-0.035 (-0.95)	0.036 (1.48)	-0.039 (-1.07)	0.043 (1.89)
ranking5	0.025 (2.06)	** (1.08)	0.012 (0.53)	0.013 (0.81)	0.004 (0.16)	0.023 (1.46)
lnassets	0.064 (2.98)	*** (2.65)	0.067 (2.60)	** (2.27)	** (3.77)	0.033 (1.38)
roa_std	0.020 (1.66)	* (1.70)	0.025 (1.95)	* (0.09)	0.027 (1.61)	-0.004 (-0.30)
sg_average	-0.00004 (-1.09)		0.00002 (0.34)	0.003 (1.04)	0.000 (0.30)	0.004 (1.32)
lever	0.003 (3.02)	*** (2.83)	0.001 (2.37)	** (2.08)	** (2.87)	0.002 (2.05)
kensetsu_d	-0.123 (-1.06)		0.208 (-1.04)	0.099 (0.80)	-0.218 (1.12)	0.149 (1.29)
kagaku_d	0.199 (2.71)	*** (2.00)	0.109 (1.76)	* (3.43)	*** (2.34)	0.225 (2.64)
iryoud	-0.301 (-2.85)	*** (-1.65)	0.119 (-1.88)	* (-3.18)	*** (-1.72)	-0.263 (-2.66)
tekkou_d	0.157 (3.02)	*** (2.42)	0.078 (2.91)	*** (1.22)	0.313 (3.66)	0.011 (0.16)
Constant	0.347 (1.01)	0.938 (0.77)	0.526 (-0.01)	0.405 (1.01)	-0.332 (-0.62)	0.568 (1.55)
N	253	253	125	128	125	128
F-値	40.26	19.84	56.66	11.59	44.01	4.55
Adj.R2	0.508	0.387	0.615	0.425	0.657	0.202

βは寄川(2000)により推定した株主資本コスト、検証期間の株主資本コストをすべて平均したβ_all、β_all_robustは6ヶ月経過後株価を用いて推定した株主資本コストはβ_all_robust、年度別に株主資本コストを推定したβ_2012、β_2013、各年度の6ヶ月経過後株価を用いたβ_2012_robust、β_2013_robust、Ranking1~5はSAAJ報告書の評価項目、Ranking1経営陣のIR姿勢、IR部門の機能IRの基本スタンスについて、ranking2は説明会・インタビュー・説明資料等における開示、ranking3はフェア・ディスクロージャー、ranking4はコーポレートガバナンスに関連する情報の開示、ranking5は各業種の状況に即した自主的な情報開示についてのランキングである。lnassetsは企業規模、roa_stdは分析対象企業の5年間のROA標準偏差、sg_averageは分析対象企業の5年間の売上変化率、leverは負債比率、industry_dummyは8業種の業種ダミー。***:1%水準、** :5%水準、* :10%水準

金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』と『記載すべき重要な事項』の意義



松尾 剛行（桃尾・松尾・難波法律事務所 弁護士）

1. はじめに

上場企業のディスクロージャーには、大きく分けて、金融商品取引法等の法律に基づいて行われるものと、証券取引所規則に基づくもの等法律に基づかずに行われるものがある。もちろん、後者の法律に基づかないディスクロージャーも重要であるが、前者である法律に基づくディスクロージャーは、違反の場合により重い制裁を課す等、実効性の点で一日の長がある。

金融商品取引法は、ディスクロージャーを効率的で有効なものとするために、いくつかの規律を置いているが、そのうち最も重要なものの1つは、虚偽記載等の禁止である。すなわち、単に一定の情報の開示を強制するだけでなく、真実の情報の開示を義務づけ、虚偽記載等があった場合について民事・行政・刑事の責任を負わせるものである¹。

ここで、金融商品取引法に基づくディスクロージャーの際に禁止される虚偽記載等には、「虚偽記載」、「記載すべき重要な事項」の不記載、そして「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載の3類型があるところ、「虚偽記載」そのものの意義についてはこれまで裁判例が一定程度蓄積されているのに対し、「記載すべき重要な事項の不記載」と「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の不記載」の意義については研究が乏しいところである²。

当然のことながら、記載すべき重要な事項が記載されていない書類が開示されたのであれば、市場関係者にとって有用なディスクロージャーとはいえない。そこで、ディスクロージャーを効率的で有効なものとするためには、これらの問題について更に研究をすすめることが必要である。

ところで、近時、株式会社アーバンコーポレーションが平成20年6月26日に開示した臨時報告書に関し、2件の最高裁判決を含む計11系統の判決（以下、「アーバン事件」と総称する。）が下されており、この問題を検討する上で重要な先例がまとまって公表された。

本論考は、これを好機と捉え、アーバン事件を題材にして検討することで、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」と「記載すべき重要な事項」の意義を明らかにし、これにより、金融商品取引法の規定の一端をより明確化し、もって上場企業のディスクロージャーをより効果的で効率的なものにする一助とすることを試みたい。

本論考では、従来の議論をまとめ（2.）、アーバン事件の事実関係を概観し（3.）、判決を分類した（4.）上で、判決を分析（5.）し、私見を述べ（6.）、最後に本論考のまとめを行った（7.）。

¹ 例えば、民事責任については、金融商品取引法21条の2等参照、行政責任については、金融商品取引法172条の4等参照、刑事事件については、金融商品取引法197条1項1号等参照。

² なお、金融商品取引法172条の2第2項等、一部の条文では「重要な事項につき虚偽の記載があり、又は記載すべき重要な事項の記載が欠けている」とされており、文言だけを見ると、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載が書かれていないが、この場合でも、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」があれば、少なくとも「記載すべき重要な事項の記載が欠けている」と解することができるだろう。

2. 従来議論

虚偽記載等の3類型のうち、「虚偽記載」については、既に昭和50年代から、いわゆる典型的な粉飾決算についてこれを虚偽記載と認める判決が出ている³。そして、最近でも、特定の株主の持ち株数を正確に記載すれば上場廃止となったはずで、これは投資家の投資判断に重大な影響を与える重要な事項であったとして、持ち株数の過少な記載は、重要な事項に虚偽記載をしたものというべきとした判決がある⁴。

これに対し、筆者が調べた限り、「記載すべき重要な事項」の不記載及び「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載があった旨を明示的に判示した裁判例は、アーバン事件以前においては1つも存在しなかった。その意味で、アーバン事件はディスクロージャー史に名を残す画期的な事件といえる。

学説上は、「重要な事項」あるいは「誤解をさせないために必要な重要な事実」とは、投資者の合理的な投資判断に影響を与える事実であり、投資者保護の観点から規範的に評価される⁵とか、「重要な事項」該当性については個々具体的事情により決められるが、一般的には投資者の有価証券の評価を含む投資判断に重要な影響を与える場合であって、有価証券の市場性に変動を来したり市場価格へ著しい影響を与えたりする程度であれば、重要性の要件が満たされる⁶等と既に一定の議論はされてきたものの、これまで、この論点については深く論じられてこなかったようである。

3. 事案の概要

以下、本論考において詳細に検討するアーバン事件の事案の概要を簡単に説明したい。事実関係の細部には争いがあったようであるが、以下の説明は、2件の最高裁判決がその判断の前提とした事実（原審が適法に確定した事実）をベースとしている。一部、これらの2判決以外の判決の認定を参照した部分もあるが、その部分については、参照部分を明示した。

株式会社アーバンコーポレーション（以下「アーバン社」という）は、不動産に関するコンサルティング業務等を目的とする株式会社であり、その株式は、平成14年3月から平成20年9月までの間、東京証券取引所市場第一部に上場されていた。

上場企業等については、提出当時の企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項2号イ及び同項1号へにおいて「新規発行による手取金の額及び使途」を記載しなければならないと定められていた。

アーバン社は、平成20年6月26日に、BNP Paribas S.A.（以下「BNPパリバ」という。）に対して転換社債型新株予約権付社債（以下「本件社債」という。）を発行するとして、臨時報告書（以下「本件臨時報告書」という。）を関東財務局長に提出し、公衆の縦覧に供した。本件臨時報告書において、アーバン社が本件社債の発行によって調達する資金の使途については、

へ 新規発行による手取金の額及び使途
(i) 本新株予約権付社債の新規発行による手取金の額
(1) 発行総額 300億円
(2) 発行諸費用の概算額 5,000万円
(3) 差引手取概算額 299億5,000万円
(注) 発行諸費用の概算額には、消費税等は含まれておりません。
(ii) 本新株予約権付社債の手取金の使途 本件取引により調達する資金につきましては、財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です。

と記載されていた。

ここで、アーバン社は、ほぼ同時期に、BNPパリバとの間で、計2本のスワップ契約（以下「本件スワップ契約」と総称する。）を締結していた。その内容は、本件社債の発行日である平成20年7月11日、アーバン社は、BNPパリバに対し300億円を支払い、他方、BNPパリバが、同年6月27日以降毎営業日、アーバン社に対し、東京証券取引所におけるアーバン社株式の売買高加重平均株価に90%を乗じた価額に、BNPパリバが一定の裁量内で決定する株数を乗じた金額を支払うというものであった。

³ 例えば、東京地判昭和51年12月24日金判524号32頁等参照。

⁴ 西武鉄道事件一審判決・東京地判平成20年4月24日判時2003号10頁。なお、控訴審判決でも是認され、この認定が最判平成23年9月13日民集65巻6号2511頁の基礎とされた。

⁵ 川村正幸『金融商品取引法』（中央経済社、第4版、平成24年）207頁。なお、金融商品取引法21条の2第1項に関する記述である。

⁶ 中村聡他『金融商品取引法 資本市場と開示編』（商事法務、初版、平成20年）536頁。なお、金融商品取引法第2章に規定された不実記載全般に関する記述である。

すなわち、アーバン社は、本件社債発行後、本件スワップ契約に基づき調達する資金の最終的用途としては、本件臨時報告書の記載どおり財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用することを意図していたものの、本件社債発行により直接調達される300億円の直接的用途は、本件スワップ契約に基づくBNPパリバに対する払い込みであった。要するに、本件臨時報告書には、最終的用途は記載されていても、直接的用途は記載されていなかったのである。

本件社債の発行と本件スワップ契約をあわせて実質的に見ると、アーバン社は、実質的には新株を発行しこれをBNPパリバに市場で売却してもらい、BNPパリバに手数料として売却代金の10パーセントを支払い、残り90パーセントの引渡しを受けて資金を調達するという実質を持つ取引とすることができる⁷。

アーバン社は、平成20年8月13日、関東財務局長に対し、本件臨時報告書の訂正報告書を提出して、「財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です。」との記載を、「割当先との間で締結するスワップ契約に基づく割当先への支払に一旦充当し、同スワップ契約に基づく受領金を財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定です。」と訂正した。

同日、アーバン社は、東京地方裁判所に民事再生手続開始の申立てをし、同月18日、再生手続開始の決定を受けた。

4. 11系統・17判決の分類

筆者は、本論考執筆にあたり、3つの判例データベース（ウェストロー・ジャパン、判例秘書.jp、第一法規D-1 Law）を利用して、アーバン事件の判決について調査を行った。その結果、11系統・23判決の存在を確認し、17判決については判決原文を参照することができた。

これら11系統の判決は、9系統の再生債権異議事件、1系統の役員訴訟、1系統の外交員訴訟に分類することができる（表1参照）。

なお、アーバン事件には主な争点が2つあり、特に2件の最高裁判決におけるメインの論点は損害「額」の問題であったが、本稿では、あくまでも、もう1つの争点である「虚偽記載等」にフォーカスし、「記載すべき重要な事項」の不記載及び「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載の意義に関係する判示部分についてのみ検討することとする。

⁷ この段落の記載については、判例10-1参照。

	内容	1 審（東京地判）	2 審（東京高判）	3 審（最高裁判決）
1	再生債権異議 ⁸	平成21年10月28日金商 1413 号38頁	平成22年3月17日金商 1413 号34頁	平成24年12月21日判タ 1386 号169頁
2	再生債権異議	平成22年1月12日判タ 1318 号214頁	平成23年12月20日*	—
3	再生債権異議	平成22年1月13日ウエスト ロー・ジャパン	平成22年12月24日*	—
4	再生債権異議	平成22年3月9日金商 1409 号32頁	平成22年11月24日判タ 1351 号217頁	平成24年12月21日判タ 1386 号169頁
5	再生債権異議	平成22年3月26日金法 1903 号102頁	平成23年12月20日*	—
6	再生債権異議	平成23年1月26日証券取引被 害判例セレクト 42巻70頁	平成24年3月29日消費者法 ニュース 92号283頁	—
7	再生債権異議	平成23年2月7日判タ 1353 号219頁	平成23年6月16日*	—
8	再生債権異議	平成23年4月11日ウエスト ロー・ジャパン	平成24年6月7日*	—
9	再生債権異議	平成23年8月29日ウエスト ロー・ジャパン	平成24年6月21日*	—
10	役員訴訟 ⁹	平成24年6月22日金商 1397 号30頁	—	—
11	外交員訴訟 ¹⁰	平成25年2月19日判時 2211 号26頁	平成25年9月12日ウエスト ロー・ジャパン	—

表1 11系統・17判決の一覧表

⁸ アーバン社の株主等である原告が、虚偽記載等を原因として金融商品取引法21条の2に基づく損害賠償請求権を有すると主張し民事再生法に基づき債権額確定を求めた訴訟。

⁹ アーバン社の株式等を購入した原告が、アーバン社の役員に対し、アーバン社が「虚偽記載等」を行ったことに対し、金融商品取引法に規定する役員の実責任を追及する訴訟である（金融商品取引法24条の5第5項が準用する同法22条参照）。

¹⁰ 本件スワップ契約の開示をしないようにアーバン社に対して働きかけたBNPパリバの元外交員が、日本証券業協会から外務員登録の取り消し等の処分を受けたことから、当該取消処分の取り消し等を求めた訴訟である（金融商品取引法64条の5第1項2号参照）。

これら23判決のうち、本論考では、出典を記載した太字イタリックの17判決を分析した¹¹。

これら11系統・17判決の全てにおいて、虚偽記載等の存在が認定されているか、又は、原審が適法に確定した事実として虚偽記載等が存在する旨の原審判決の記載が引用されている。

なお、以下、各判決を判例「A-B」という形で呼称するところ（例えば「1-3」）、Aは1～11の通し番号、Bは1審から3審までの審級を意味する。そこで、例えば、「判例1-3」は「通し番号1の3審」つまり、最高裁平成24年12月21日判タ 1386号169頁を意味する。

ここで、「虚偽記載等」が、上記のとおり3類型に分かれていることから、理論上、裁判所が、ある開示書類の記載について、これを「虚偽記載等」とあると判断する場合、その判断の内容は、以下の表

2に示す5つのパターンのうちのどれか1つに該当するはずである。

A型：「虚偽記載等」のうちどのカテゴリーかを明示しないもの
B型：「虚偽記載」であるとするもの
C型：「記載すべき重要な事項の不記載」であるとするもの
D型：「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の不記載」であるとするもの
混合型：上記B、C、D型を混合したもの

表2 虚偽記載等に関する理論的可能性のパターン

そこで、各判決をこのカテゴリーにあてはまると、以下の表3の通りとなる。

¹¹ 判決年月日の後にアスタリスク（*）を付した6判決は、判決が存在することだけは判明したものの、判決本文そのものがデータベース上に存在しなかったものである。

	内容	判例	
A型	「虚偽記載等」のうちのどのカテゴリーか明示しない	1-3 ¹² 、2-1 ¹³ 、4-3 ¹²	
B型	「虚偽記載」	9-1 ¹⁴ 、11-1 ¹⁵ 、11-2 ¹⁶	
C型	「記載すべき重要な事項」の不記載	1-1 ¹⁷ 、6-1 ¹⁸ 、8-1 ¹⁹	
D型	「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載	7-1 ²⁰	
混合型	BC型	「虚偽記載」および／または「記載すべき重要な事項」の不記載	3-1 ²¹ 、5-1 ²²
	CD型	「記載すべき重要な事項」および／または「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載	1-2 ²³ 、4-1 ²⁴ 、4-2 ²⁵ 、10-1 ²⁶
	BCD型	「虚偽記載」および／または「記載すべき重要な事項」および／または「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載	6-2 ²⁷

表3 11系統・17判決の分類

¹² 原審が適法に認定した事実を要約した際、「虚偽記載等」とのみ記載。

¹³ 「本件臨時報告書の記載は」「虚偽記載等」に当たる」とするのみ。

¹⁴ 「投資判断ができる程度までスワップ契約の内容を引用して記載すべきであったにもかかわらず、当該欄に「財務基盤の安定性確保に向けた短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定」と記載し「虚偽の記載がある臨時報告書を提出した」とする。

¹⁵ 「重要な事項につき虚偽の記載がある」臨時報告書提出という違法行為とされた。

¹⁶ 11-1の判決の当該部分を是認し、引用している。

¹⁷ 「利害関係人らが投融資を行い、又は権利を行使する等の際に必要な情報が除外されていることになり、虚偽記載等に当たる」という記載からは、「誤解」より、記載すべき事実の欠落を問題とするものと理解される。

¹⁸ 「本件スワップ契約に関する記載が欠落した」ことを虚偽記載等とする。なお6-2参照。

¹⁹ 「利害関係人の合理的な投融資、権利行使等の判断に影響を与える重要な情報」を「記載しなかったことは、金商法21条の2第1項本文所定の記載の欠缺に該当する」としているところ、「誤解」より、記載すべき事実の欠落を問題とするものと理解される。

²⁰ 「全額が受領後直ちに短期借入金等の債務の返済に充てられることになるとの誤解を生じさせるものであった」ところこれは「重要な情報」で虚偽記載等にあたるとした。

²¹ 「事実と異なる記載をし、又は記載自体をしなかった」とする。

²² 「虚偽の記載をし、又は記載自体をしなかった」とする。

²³ 「重要な影響を及ぼす情報であり、これを欠いた本件記載は虚偽記載等に該当する」とする一方、「本件CB発行額のすべてが控訴人に支払われて財務基盤が改善されているとの誤解を投資家に与えかねない」と、誤解をも問題としているようである。

²⁴ 「虚偽の記載」であるかは措くとしても、「記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」というべき」とする。

²⁵ 「記載すべき重要な事項及び重要な事実の記載が欠けているというべき」とする。

²⁶ 「記載すべき重要な事項若しくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けている」とした。

²⁷ 6-1の趣旨を「記載すべき重要な事項の記載が欠けている」ため、「重要な事実」に虚偽の記載があることに該当する」と説明した後、「本件スワップ契約に関する事項が、金融商品取引法21条の2第1項所定の「記載すべき重要な事項」あるいは「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」に該当することは、あまりにも明白」とする。

5. 判決の分析

以下、11系統・17判決について、上記の分類に従って分析したい。

(1) A型

まず、A型の判決も一定程度存在した。確かに、本件は、判断が難しい事案であるところ、再生債権異議事件、役員訴訟、外交員訴訟のいずれにおいても、「虚偽記載等」があるとさえ言うことができれば、本件が虚偽記載等の3類型のいずれに該当するかを特定することなく、結論を導くことができる²⁸。その意味で、判断が難しく、学会での議論も詰まっていない問題に深入りすることなく、「虚偽記載等」があることだけを指摘するにとどめるというのは、実務家である裁判官としては十分にあり得る判断であろう。

もっとも、それでは、「記載すべき重要な事項の不記載」と「誤解を生じさせないために必要な重要な事実の不記載」の意義が明らかにならず、本論考の参考にはならない。

(2) B型

本件を端的に虚偽記載とするものが2系統・3判決あった。また、金融庁は平成20年11月7日付けでアーバン社に対して課徴金納付命令を出しているところ、その中では、「法第172条の2第2項に規定する『重要な事項につき虚偽の記載がある』臨時報告書を提出した行為に該当すると認められる」としており、金融庁も、B型と考えているようである²⁹。確かに、もっとも、このような捉え方をする場合には、確かに、本件社債により調達した資金の直接的使途はスワップ契約に基づく払込であるものの、ス

ワップ契約に基づき入ってきた資金の最終的使途が債務返済であった（つまり、ある意味では、最終的使途は正確に開示されている）ことをどう考えるかが問題となる。

この点、判例9-1は、「社債を発行して債務を負担すれば、通常であればその新規発行による手取金は直ちに入手され、使用することができる。ところがスワップ契約があることによって、手取金はスワップ契約に基づき一旦全額BNPパリバに支払われる。しかも、スワップ契約に基づく原告の受領金は、支払時期も額も株価に影響され確実でない。」「割当先が原告に支払うべき発行価額がスワップ契約に基づき割当先に戻されて社債の発行だけでは原告が実質的には金銭を受け取らないことになるスワップ契約を伴う本件新株予約権付社債の発行においては、スワップ契約による受領金こそが、実質的な意味で法及び内閣府令に定める記載事項である「新規発行による手取金」にあたるといえる。すなわち、実質的な意味での手取金であるスワップ契約に基づく受領金の支払時期及び額を決めるスワップ契約に関する事実は、法及び内閣府令に基づき記載すべき「新規発行による手取金の額及び使途」に含まれると解すべきである。」と述べている。

この趣旨は少し理解しにくいだが、要するに、本件臨時報告書の「新規発行による手取金の額及び使途」に虚偽記載等があるかが問題となっているところ、判例9-1は、直接の使途が何で、最終的使途が何かといった「使途」を直接の議論の対象とするのではなく、「新規発行による手取金の額」等について虚偽記載があるかを検討し、これを肯定したものである。

²⁸ 再生債権異議訴訟においては、金融商品取引法21条の2が、3類型のいずれであっても損害賠償責任が発生するとする。役員訴訟においては、金融商品取引法24条の5第5項が、3類型のいずれであっても損害賠償責任が発生するとする。外交員訴訟については、業務に関する法令違反その他「著しく不適当な行為」（金融商品取引法64条の5第1項2号）があればよいので、3類型いずれであっても、少なくともその懲罰は、「著しく不適当な行為」となるだろう。なお、判例6-2において、当事者はこの3類型のいずれかを特定すべきであるところ判例6-1はこれを特定しない違法があると主張したが、判例6-2は、判例6-1はBC型である旨を判示しているので違法はないとした。

²⁹ 金融庁「株式会社アーバンコーポレーションに係る臨時報告書の虚偽記載に対する課徴金納付命令の決定について」、平成20年11月7日、<http://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20081107-5.html>（最終閲覧日平成26年9月12日）

このような議論は、本件事案を解決する1つの方法ではあるものの、本判決が「実質的な意味」と明記しているとおおり、形式的な手取金は300億円のはずであり、本件以外にどのような場合に、実質的に見てスワップ契約に基づく支払額を「手取金」として開示すべきことになるのかが明らかではない。例えば、一度社債発行に伴う調達資金が現実に発行体の口座に入って、その翌日にスワップ契約に基づき支払われる場合はどうか、（翌日ではなく）1週間後に支払われる場合はどうか、（更に期間を置いて）1ヶ月後に支払われる場合はどうか等と考えていくと、非常に判断が難しい。もちろん、判例9-1の議論は、本件を虚偽記載と見る場合の唯一の議論の方法ではない³⁰。ただ、少なくとも判例9-1のように考えて、本件を虚偽記載と見るロジックは、本件事案の解決としては納得できる面があっても、「手取金」の意義についてかなり実質的な判断をしており、これを一般化してしまうと、開示書類の手取金欄に何を書くべきかが非常に判断が難しくなりかねず、支持できない。

なお、判例11-1は、「重要な事実について誤解を生じさせないためには」スワップ契約の記載が必要として、あたかも、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不存在を問題とするかのような議論しているにも関わらず、「虚偽記載等」ならまだしも「虚偽記載」があると結論づけており、理解に苦しむところである。

むしろ、アーバン事件は、記載された情報自体は（最終的用途の記載として）間違いではないものの、重要なスワップ契約の情報が記載されていない点を「記載すべき重要な事項」の不記載ないしは「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載の問題と捉える方が自然なように思われる。

(3) C型

比較的多く（混合型でC型を含むものを含めれば約半数）の判決は、「記載すべき重要な事項の不記載」であると考えている。これは、本件スワップ契約の存在も記載すべき重要な事項であるのにも関わらず、これが記載されていなかったという捉え方で

あろう。

例えば、判例1-1は、金融商品取引法が臨時報告書の開示を求める趣旨は、「有価証券報告書によって企業内容等を開示することを義務付けられている会社は、一般に、株主、投資家、社債権者、会社債権者等多数の利害関係人を有しているため、これらの者に対し、投融資を行い、又は権利を行使する等の際に必要な情報を取得させ、もって、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成を図る趣旨であると解される（同法1条参照）。」「新規発行による手取金の額及び使途」の内容には、手取金の額及び使途についての情報であって、上記利害関係人が投融資を行い、又は権利を行使する等の際に必要なものが除外されてはならないというべきであり、この必要な情報が除外されているときは虚偽記載等に当たる」としている。このように、臨時報告書制度の趣旨から、「投融資を行い、又は権利を行使する等の際に必要な」情報を除外して記載した場合には、「記載すべき重要な事項の不記載」となるとした上で、本件スワップ契約の存在が開示されていないことがこれに該当すると導く³¹。このような金融商品取引法の趣旨からの議論は、判例8-1にも見られる。

このような議論は一見説得的であり、採用すべき様にも見える。しかし、ここで注意すべきは、「記載すべき重要な事項の不記載」と「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」との相違であろう。すなわち、判例1-1のいう「投融資、権利行使等の判断に影響を与える」情報という定義はかなり広範であり、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」もまた、「投融資、権利行使等の判断に影響を与える」情報とすることができてしまう可能性があるのである。金融商品取引法が、あえて「記載すべき重要な事項の不記載」と「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」を区別して規定した趣旨を没却しないためには、これらの意義を明らかにする場合にも、どのようにこの2つを区別するのかについて留意することが必要と思われる。

³⁰ 例えば、金融庁がどのようなロジックでこれを虚偽記載とみたのかについては、公表資料だけでは必ずしも明らかではない。もっとも、「手取金の全額をスワップ契約に基づく支払いに充てること、及び、受領金を被審人の債務の返済に使用する予定であるが、いつ、いくらを使用することができるかは不確定であること」を記載すべきだったとしていることは、手取金は300億円の方だと見ているようであり、判例9-1とは違うロジックを使っているようにも思われる。

³¹ なお、上述のとおり、明確にD型ではなくC型だと言い切った訳ではないが、誤解を問題とするような記載がない以上、C型と読むのが自然と思われる。

(4) D型

D型は、概ね、本件社債の発行という情報を開示したことにより、投資家等の市場関係者としては、300億円全額³²が債務返済の資金として使われると考えるのが自然であり、スワップ契約について開示しなければ、「誤解を生じさせ」てしまうという考え方から、これを「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」とするものである。

判例7-1は、「手取額が概算で「299億5,000万円」であり、その用途が「短期借入金を始めとする債務の返済」である旨記載されているだけで、本件CBの発行において本件スワップ契約の存在及び内容は記載されていなかったのものであるところ、このような記載は、原告の利害関係人らに対し、本件CBの発行による手取金約299億5,000万円の全額が受領後直ちに短期借入金等の債務の返済に充てられることになるとの誤解を生じさせるものであったと認められ」とする。

混合型の中でも、判例4-1（CD型）は「本件CBのBNPパリバへの割当てによる300億円の資金調達と、今後、各計算日において順次決済され、被告株式の価格、出来高及びBNPパリバが選択するヘッジ比率により変動する変動支払金の受領による資金調達とでは、借入金返済目的の達成時期と実現の確実性等において明らかに差異がある」ところ、「かかる重要な事実について誤解を生じさせないためには」スワップ契約について開示すべきであったとする。判例10-1（CD型）も、本件社債により300億円が調達され、これを債務返済にあてると開示したことは、スワップ契約が存在するため「現実について、いくらの資金を取得することができるかは未確定であるというものであるにもかかわらず、投資家等に対し、本件新株予約権付社債の発行によって取得する300億円の資金の全額を、即座に短期借入金等の返済に

充てることが可能であるとの誤解を生じさせるに足る」としている。判例1-2（CD型）でも、「本件CBの手取金が本件スワップ契約の当初支払に充てられること及び本件スワップ契約の仕組みについての記載がないことは、あたかも本件CB発行のみがされるかのごとき外観が作出されたことにより、本件CB発行額のすべてが控訴人に支払われて財務基盤が改善されているとの誤解を投資家に与えかねない」とされている。

もっとも、これらの判決は、本件社債による300億円の調達だけの記載では、投資家等の誤解を招くという「結論」を述べているに過ぎず、「記載すべき重要な事項の不記載」と「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の区別基準を明確にしているものではない。

(5) 混合型

混合型も、A型に似ており、要するに、上記のとおり、3ついずれの要件についても、本件がこれに該当するとの（一定程度以上合理的な）説明をすることができることから、2つ以上の要件に該当する旨を述べて、そのどちら（どれ）なのかを明示しないというものである。

17判例の中の混合型はすべてC型を含んでおり、BC型は、これに加えて「虚偽記載」とも見るができるとするもの、CD型は、これに加えて「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載があったと見るができるとするものと考えられることができる³³。

もっとも、混合型の発想、特に、同じ記載について、複数の要件に該当し得るという判断は、あえて金融商品取引法が3類型を区別した意義を没却することも見るができる³⁴。

³² なお、300億円のうち5,000万円が諸経費として差し引かれることは開示されている。

³³ なお、BCD型である6-2は、むしろ、A型と同様に、「少なくとも「虚偽記載等」に該当する」ということが言いたい判決とも読める。

³⁴ 例えば、判例6-2は「本件スワップ契約に関する事項が、金融商品取引法21条の2第1項所定の「記載すべき重要な事項」あるいは「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」に該当することは、あまりにも明白なこと」とするが、本件が「記載すべき重要な事項」の不記載の問題なのか、それとも、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載なのかは、様々な考えがあり得るものであり、全く「明白」ではない。

6. 私見

上記のような判決の分析からは、裁判所は、虚偽記載等の存否の判断において、概ねその事項が投資家等市場関係者の投資判断等にとって重要かという観点を重視し、結論として、本件臨時報告書の記載が虚偽記載等と考えるという傾向にあるといえる。もっとも、裁判所は、ある虚偽記載等が、3類型のうちのどれなのかという問題については、あまり注意を向けずに解決を図っていると言える。

もし3類型が独立の類型として存在することを没却してはならないという点を重視するのであれば、特に、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載と「記載すべき重要な事項」の不記載との違いについて踏み込んで検討すべきと思われる。

1つの考え方は形式的に、「事実」と「事項」の違いに着目する考えである。これは、内閣府令等で記載が義務づけられている事項について、記載がされていない（欠落している）のが、「記載すべき重要な事項」の不記載であり、これらの事項について一応は記載がされているものの、その記載が不十分であって、必要な「事実」が記載されていないため、誤解を招く可能性があるのが、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載という分け方である。この考え方は、金融商品取引法の文言と一定程度整合的であるものの、ある事項について不十分な記載がある場合に、常に記載が誤解を招くのかという疑問が残る。例えば、本当は「平成26年9月20日」である新規発行日（企業内容等の開示に関する内閣府令19条2項1号ト参照）について「平成26年」とだけ記載され、月日が記載されていない場合、これは不十分な記載の場合ではあるが、この記載が「誤解を招く」のかについては悩ましいところである³⁵。つまり、虚偽記載等にすべき事案が、3類型どれにも該当しないという事態が生じ得るのである。そこで、「事実」と「事項」の違いに着目する見解を取ることはできない。

もう1つの考え方は、事実と事項の違いを重視せず、どちらも「情報」という意味ととらえた上³⁶、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の方にだけ「誤解」という言葉があることを重視して、

その記載がないために現有の記載だけでは（それが虚偽とはいえないものの）誤解を招く場合が「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載であり、それ以外の不記載の場合を「記載すべき重要な事項」の不記載とするものである（これを「控除説」とでも呼ぶことができるだろう）。控除説のように考えれば、上記の新規発行日が「平成26年」とだけ記載されているという仮想事例においては、誤解を招くとはなかなかいえないので、「記載すべき重要な事項」の不記載として、虚偽記載等に該当することになる（つまり、虚偽記載等にすべき事案が、3類型どれにも該当しないという事態を防ぐことができる。）。

このような控除説を取るとすれば、アーバン事件では、本件社債の発行の情報のみを開示したのでは、300億円をそのまま調達できるとの誤解を招く可能性がある（判例4-1、判例7-1、判例10-1の判示参照）以上、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載（D型）と解すべきことになるだろう。判例7-1は、このような解釈を明示していないが、判例7-1がD型を採用した背景には、このような考え方があったと見ることも可能である。そして、このような解釈を取ることこそが、3類型を別個に規定し、そのどれか1つに該当する限り虚偽記載等の法的効果が生じるとした金融商品取引法の趣旨に合致すると言えるのではなかろうか。

7. まとめ

アーバン事件に関する各判決を分析すると、裁判所が、虚偽記載等における3類型の違いについて十分に意識していないことが伺われる。3類型が独立に規定されたという点を強調しながら、虚偽記載等にすべき事案が、3類型どれにも該当しないという事態を防ぐのであれば、控除説、すなわち、投資家等市場関係者の投資判断等にとって重要な情報の不記載のうち、その不記載の結果誤解を招くのであれば、「誤解を生じさせないために必要な重要な事実」の不記載、それ以外の場合は「記載すべき重要な事項」の不記載と考えるべきである。

³⁵ なお、同じ年の発行でも1月1日の発行なのか、12月31日の発行なのかでその発行が全く違う意味を持つことは十分にあり得ることから、少なくとも、投資家等の市場関係者の投資判断等に重要な影響を及ぼす事実と言える場合があるのではないかと。

³⁶ このように、「事項」や「事実」について「情報」と言い換える考え方は、判例1-1、7-1、8-1、9-1等比較的多くの判例に見られる。

「第6回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

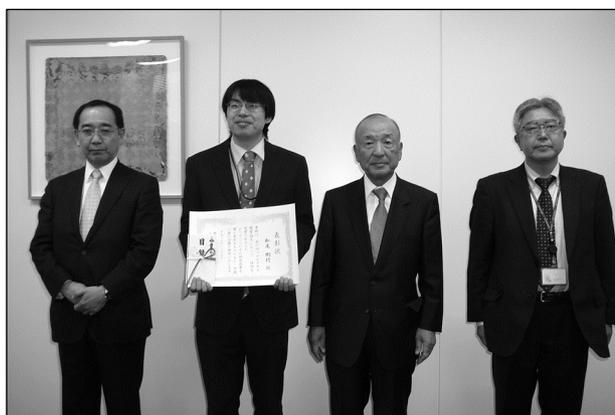
2014年12月5日（金）午前10時30分より、弊社において授賞式を開催し、優秀賞を受賞された高崎祥徳氏および野中菜央氏、ならびに佳作を受賞された栗田奈津希氏および宮内拓郎氏に、表彰状の授与などを行いました。

授賞式には、はじめに、弊社代表取締役会長 上野守生より挨拶、次いで、表彰状の授与へと移り、優秀賞を受賞された高崎祥徳氏および野中菜央氏に表彰状と懸賞金（30万円）の目録が、また、佳作を受賞された栗田奈津希氏および宮内拓郎氏には、表彰状と懸賞金（10万円）の目録が、弊社会長 上野よりそれぞれに対し贈呈されました。

その後、黒川行治審査委員長（慶應義塾大学商学部教授）から、受賞論文に関するご講評をいただきました。

なお佳作を受賞された松尾剛行氏は、授賞式当日は、海外渡航中で授賞式にご臨席が叶わず、後日12月11日（木）にご来社いただき、弊社会長 上野より表彰状の授与などを行いました。

授賞式後の懇談で、受賞された5氏からそれぞれ、受賞についての感想や論文執筆に際してご苦労されたことなどについてお話をいただきました。



第7回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ
応募締切予定 2015年9月20日(日)

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(2015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、弊社プロネクサス総合研究所サイトをご覧ください。

<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・阿部

TEL:03-5777-3032(平日9:00~17:30)

E-mail:souken@pronexus.co.jp

★プロネクサス懸賞論文 受賞作品一覧★

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第6回	優秀賞	高崎 祥徳 野中 菜央	一橋大学 商学部4年	役員報酬開示の実態と有用性向上への提言	研究所 レポート 第9号 (本号)
	佳作	栗田 奈津希 宮内 拓郎	北九州市立大学 経済学部3年	どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか —SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究—	
	佳作	松尾 剛行	桃尾・松尾・難波 法律事務所 弁護士	金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』と『記載すべき重要な事項』の意義	
第5回	優秀賞	円谷 昭一	一橋大学大学院 商学研究科准教授	外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR	研究所 レポート 第8号
	佳作	井上 隆文	東京大学大学院 経済学研究科修士 2年	IFRS基準に基づいて作成された有価証券報告書を利用するにあたっての問題点	
	佳作	飯尾 英晃	京セラ株式会社 経理部	包括利益と表示通貨の選択問題の考察	
第4回	優秀賞	鈴木 智大	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	研究所 レポート 第7号
	佳作	飯泉 潤 木村 大樹	東京経済大学 経済学部4年 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3回	優秀賞	金 鉉玉	東京経済大学 経営学部専任講師	リスク情報開示とリスクマネジメント体制整備に向けた新たな視点 —ディスクロージャー制度の次なるステップへの展望—	研究所 レポート 第6号
		安田 行宏	東京経済大学 経営学部准教授		
	佳作	加藤 良治	一橋大学 商学部3年	マネジメント・アプローチがセグメント情報の開示に与えた影響	
第2回	佳作	國見 真理子	慶應義塾大学大学院 商学研究科修士課程	日本の資本市場における非財務情報ディスクロージャーに関する一考察 —効果的なCSR情報開示に向けたルール作成の必要性について—	研究所 レポート 第5号
	佳作	宮川 宏	専修大学大学院 経営学研究科 博士後期課程	経済的実質セグメントを機軸とした新たなディスクロージャー	
第1回	優秀賞	円谷 昭一	埼玉大学 経済学部准教授 日本IR協議会 客員研究員	事業セグメント情報にみるディスクロージャー制度の展望 —IRを踏まえた基準作成の必要性—	研究所 レポート 第4号 (優秀賞作 品のみ掲 載)
	佳作	山崎 麻美 郡司 麻未	成城大学 経済学部3年	気候変動関連情報の投資家向け開示をめぐって—国際的な開示フレームワークとの関連を中心—	

受賞論文・講評掲載誌『研究所レポート』のバックナンバーは、「プロネクサス総合研究所」ホームページのプロネクサス懸賞論文サイト<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/ichiran.html>からご覧いただけます。

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研究報告会を行い、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。2014年においては、外国人投資家の実像、M&Aの促進とのれんの償却、修正国際基準、収益認識など、ディスクロージャーに関する国内外の幅広い論点を俎上に上げて研究会を開催した。なお、企業会計基準委員会（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、2014年においてはASBJに1件の意見表明を行った。

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44回基本問題研究会

日時 2014年3月24日（月）

議題 「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」

第5回プロネクサス懸賞論文の優秀賞受賞作品「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」について、円谷 昭一氏（一橋大学大学院 准教授）による解説、および質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

日本企業を対象としたガバナンスに関する先行研究では、「モノ言う株主」としての外国人投資家が注目されてきた。

外国人投資家の4つの像があげられる。

I型：現経営陣に敵対する各種行動を実施する（または実施をほのめかす）ことに積極的な投資家

II型：投資リターンを純粋に追求する投資家

III型：株主総会で議決権を積極的に行使する投資家

IV型：株主総会で議案に反対票を投じる投資家

解説内容

① アクティビスト（I型）の検証

- ・国内にもモノ言うファンドは存在（スパークス、いちご など）
- ・スティールやTCIなどはその後日本撤退

② 利益追求型（II型）の検証

- ・「株式会社（上場会社）」という原点に立ち戻れば、好調な業績、株価の上昇、高額配当を期待する外国人投資家は、本来の投資家の姿と認識するべきであり、「外国人」などと特別な扱いをすることはしない

③ 議決権行使型（III型）の検証

- ・わが国の企業の中で外国人持株比率の高い企業

は、これまで主に定足数の確保という観点から、外国人株主の議決権行使に注意を払ってきた。

④ 積極反対投票型（IV型）の検証

- ・外国人投資家は「監査役選任」「買収防衛策」「役員退職慰労金」には反対。ただし取締役選任には賛成傾向⇒これら3種類の議案への反対が経営への圧力へとなり得るのか？

⑤ 外国人投資家は本当に経営に規律を与えているのか

- ・エンゲージメントによる経営への規律については未知であり、「なぜ有意になるのか？」という問いに答えるためにはエンゲージメントの実態の定量化と分析が不可欠である。

第45回基本問題研究会

日時 2014年6月30日（月）

議題 「M&Aの促進とのれんの償却」

日本の会計基準では、20年以内でのれんの均等償却が義務づけられており、一方、IFRS、米基準では、のれんは非償却となっている。のれんを償却・非償却のどちらにするのがよいかについて先行研究の紹介と実務の観点からみた先行研究の結果について花村 信也氏（みずほ証券株式会社 常務執行役員）が解説を行った。

〈報告要旨〉

のれんを非償却とすることで、M&Aが促進されるのかという問題について、償却か非償却かに絞った分析は限定的で、減損による利益調整のモデルはまだない。非償却がM&Aを促進するという確証はない。

のれんの非償却によって減損リスクを抱えることとなるが、減損リスクは、買収価格の多寡との関係で生ずるのであり、非償却の会計処理とは無関係で

ある。

実証研究では、償却と価値関連性は有意性がなく、減損と価値関連性には有意性がある。非償却と利益調整の関係では有意性があり、非償却の適用前後と利益調整の関係は、有意性がある。

欧米の実証研究では、減損による利益調整が発生することについての検証が主流であるが、結局のところ、利益調整に使うことが、経済成長の促進になるのかどうかは不明である。

健全な（効率的な）証券市場を維持する観点からは、のれんの処理がどのように行われているかという情報の取り扱いが投資家にわかるようにすることを考えるべきであろう。

第46回基本問題研究会

日時 2014年10月7日（火）

議題 ASBJ『修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）（案）』に対する意見表明について

2014年7月31日に企業会計基準委員会（ASBJ）より公表されたASBJの「修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）（案）」に関して討議し、意見書を取りまとめた。同意見書は10月21日にASBJに提出した。

修正国際基準を「我が国の考え方の発信」の手段と位置付けるのであれば、「削除又は修正」の判断基準である基本的な考え方、実務上の困難さ（を生じさせる要因）、および周辺制度の具体的な内容を明示する必要があるなど、討議が行われ、その内容をまとめ意見表明を行った。

第47回基本問題研究会

日時 2014年10月30日（木）

議題 「IFRS第15号「顧客との契約から生じる収益（収益認識）」」

国際財務報告基準（IFRS）を開発する国際会計基準審議会（IASB）と、米国で一般に認められた会計原則（US GAAP）を開発する財務会計基準審議会（FASB）は、2014年5月28日、顧客との契約から生じる収益の認識に関するコンバージェンスした基準を共同で公表した。この「IFRS第15号「顧客との契約から生じる収益（収益認識）」」について原寛氏（企業会計基準委員会（ASBJ） 研究員）が解説を行った。

〈報告要旨〉

1. プロジェクトの目的

- ① 収益認識に関する単一の包括的なフレームワークの提供
- ② 比較可能性の向上を図る
- ③ 包括的で一体性のある開示規定を要求

2. 基準を適用するための主要ステップ

財又はサービスの移転を、権利を得ることが見込まれる対価の金額で、収益を認識する。

- ① ステップ1 顧客との契約を識別
- ② ステップ2 契約における履行義務を識別
- ③ ステップ3 取引価格を算定
- ④ ステップ4 取引価格を各履行義務に配分
- ⑤ ステップ5 各履行義務充足時に収益を認識

〈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 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 シニアパートナー、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 総務本部財務経理部 経理グループ担当課長
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

(2014年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順)

株主通信 実態調査報告V o I . 11の概要

I はじめに

プロネクサス総合研究所は、毎年、事業年度にかかる株主通信に関する実態調査を行ない、その記載傾向を「株主通信 実態調査報告」として取りまとめております。

今回も、「時価総額50億円以上500億円未満の上場企業」を対象として2013年4月期から2014年3月期までの事業年度にかかる株主通信の記載内容を調査分析し、「株主通信 実態調査報告V o I . 11」として、昨年12月に発刊いたしました。この調査報告により、日本の中堅企業における株主通信の記載実態の概要を示すことができたと考えております。

本稿では、その調査報告の概要として調査結果をいくつか抜粋して、ご紹介させていただきます。

II 調査・分析対象

時価総額50億円以上500億円未満（2014年1月時点）の全上場企業の、2013年4月から2014年3月の間に終了した本決算に関して発行した株主通信について、印刷物または各社サイトからデータを入手できた1,183件を調査・分析の対象としました。

さらに、各項目の分析対象からは、株主総会招集通知の添付書類である「事業報告」等の内容をそのまま流用するなど、形式上ほぼ同じ（たとえば内容の大半が文章主体でかつ法定記載事項である）と判断される「簡易型」タイプ52件を除外しました。

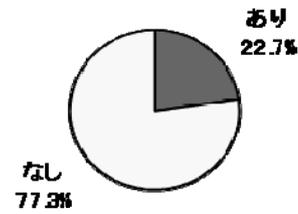
従って、今回の最終的な調査・分析対象の数は、1,131件となっています。

（注）前期調査における調査・分析対象は、1,114件であり、当期調査件数との比較分析を実施しております。

Ⅲ 調査結果概要

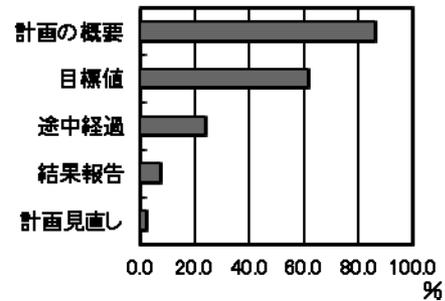
(1) 中期経営計画

中期経営計画の掲載比率は当期22.7%で、4分の1近い企業が掲載しています。掲載内容としては、「計画の概要」を記載しているものが86.0%、具体的な「目標値」も61.5%が記載しています。当期は、「計画見直し」に言及した事例が大きく変動し、前期比9.4ポイント減少している点が目立ちます。



中期経営計画ありの場合の掲載内容（複数選択）

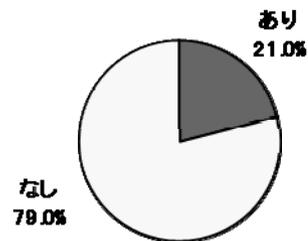
	当期		前期	
	件	%	件	%
計画の概要	221	86.0	216	74.2
目標値	158	61.5	200	68.7
途中経過	62	24.1	109	37.5
結果報告	19	7.4	26	8.9
計画見直し	6	2.3	34	11.7
分母	257		291	



(注) 中期経営計画を掲載している事例を対象に集計しています。

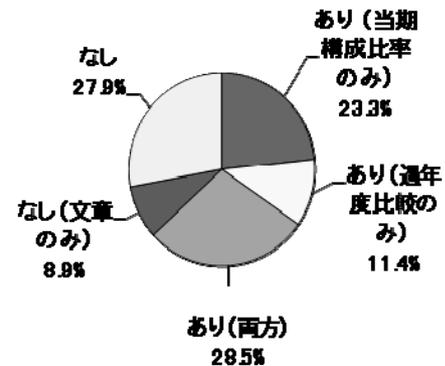
(2) 経営陣インタビュー

経営陣インタビューを記載している会社は21.0%となり、5社に1社が掲載しています。社長・会長などインタビュー形式は、経営トップのリアルな声として印象づけることができる方法として定着してきたものと思われます。



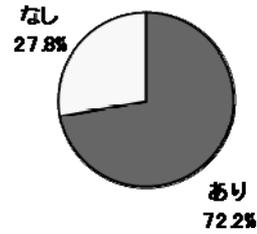
(3) セグメント情報

事業分野別・販売地域別等の事業概況を報告する、セグメント情報については、全体の63.2%でグラフや表を用いた説明がされています。説明内容では「当期構成比率」（当期分の円グラフまたは表）と「過年度比較」（主として、当期と前期を比較した棒グラフまたは表）の比較の両方を掲載している事例が最も多くなっています。また、ほぼ全ての企業が売上高を記載（説明）対象にしています。



(4) トピックス記事・特集等

事業の概況等の記載に加えて、特集記事やトピックス記事を掲載している事例は72.2%にも及んでいます。写真・イラストを多用し、構成を工夫し、単なる製品紹介、事業拠点の紹介にとどまらず、自社の事業の特徴や魅力をいかに伝えるかに力点が置かれた、株主・投資家向け「情報誌」としての傾向も増えています。

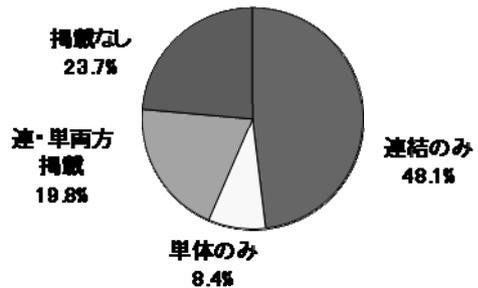


(5) 財務諸表の掲載方法

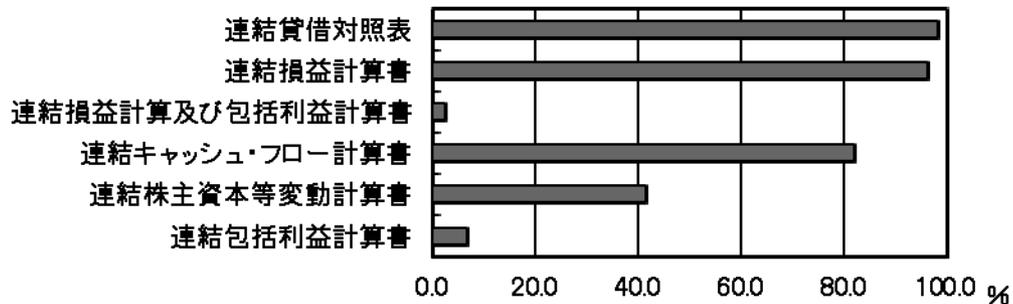
株主通信に財務諸表を掲載している会社は8割弱です。このうち連結の財務諸表のみ掲載する会社が約5割、連結と単体の両方の財務諸表を掲載する会社が約2割です。

これに対して、財務諸表の掲載を取りやめた会社が増加傾向です。これは、財務諸表を図解したものを記載したり、財務ハイライトの記載を充実させるなど、株主・個人投資家に対し、財務関連情報のわかりやすい説明をしようとする傾向が出ています。

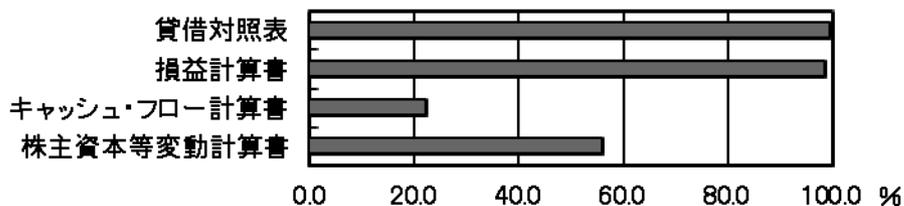
連結財務諸表を掲載する場合、ほぼ全社が連結貸借対照表、連結損益計算書を掲載しています。加えて約8割が連結キャッシュ・フロー計算書を掲載しています。連結包括利益計算書は、当期71社（9.2%）の掲載会社が見受けられましたが、そのうち1計算書方式採用会社が20社、2計算書方式採用会社が51社でした。



連結

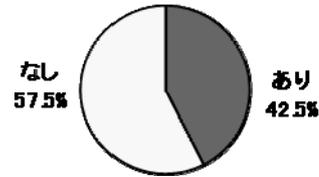


単体



(6) 業績予想

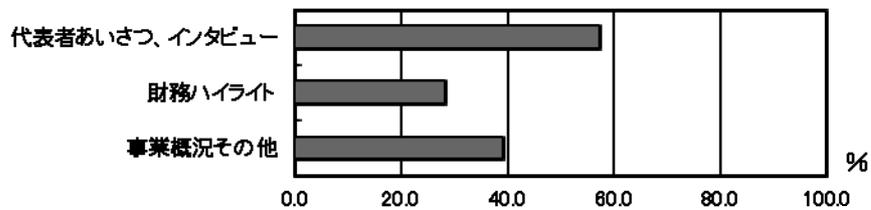
企業のほとんどが決算短信で業績予想を公表しているなかで、株主通信に掲載している会社は当期42.5%となりました。業績予想は投資家からの注目度が高い項目であり、巻頭の代表者あいさつや経営陣インタビューのなかで57.4%が業績予想値を具体的に掲げています。



業績予想ありの場合の掲載場所（複数選択）

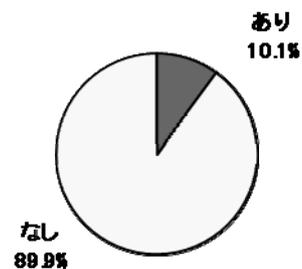
	当期		前期	
	件	%	件	%
代表者あいさつ、インタビュー	276	57.4	254	49.0
財務ハイライト	136	28.3	168	32.8
事業概況その他	189	39.3	191	37.3
分母	481		512	

(注) 業績予想を掲載している事例を対象に集計しています。



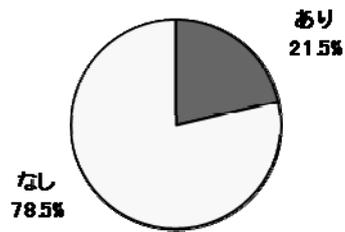
(7) 株主アンケート

株主にアンケートの依頼をしている会社は10.1%ありました。そのアンケート形式については、インターネットを利用して回答する方法を採用している会社が約7割強となっています。自由意見が記載しやすいことや、集計の容易さからインターネット形式でのアンケートが多いものと思われます。



(8) 配当政策

配当政策について、当期の配当額を述べるだけでなく、具体的の方針の説明を社長あいさつや経営陣インタビューのなかで触れたり、独立した項目で説明を掲載している会社が21.5%でした。株主にとって関心の高い項目であり、株主通信においてもその内容を掲載することが望まれます。

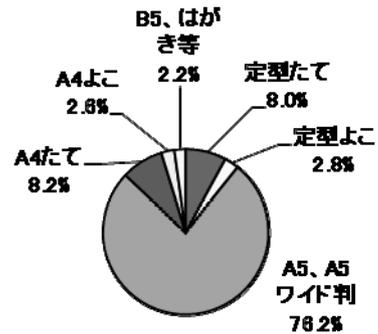


(9) 仕様

「サイズ」はA5、A5ワイド判が全体の約8割弱を占めますが、A4等の大きなサイズを採用して、文字を大きく見やすいレイアウトにしている事例も目立つようになりました。

体裁としては、A4の大きなサイズや定型サイズを横長に利用して変化を持たせている例もあります。

また、読みやすさを考慮した「UD（ユニバーサルデザイン）フォント」採用の表示をしている会社が35.0%と、前期に比べて6.6ポイント増加しています。植物由来のインキ使用表示も57.0%となり、森林認証紙の利用とともに定着しています。



UD（ユニバーサルデザイン）フォントの使用

	当期		前期	
	件	%	件	%
表示あり	396	35.0	316	28.4
表示なし	735	65.0	798	71.6
合計	1,131	100.0	1,114	100.0

(注) 裏表紙などに掲載されている表示マークをカウントしています。

2014年 研究所活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2014年 2月21日	第42回ディスクロージャー研究会議 テーマ：IASBによる財務報告に関する概念フレームワークの見直し 講 師：関口 智和氏（企業会計基準委員会 常勤委員） 場所・時間：マツダ八重洲通りビル9階 マツダホール 14：00～16：00
3月24日	第44回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR 講 師：円谷 昭一氏（一橋大学大学院 准教授）
4月30日	『ディスクロージャー研究 第41号』を刊行
6月30日	第45回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：M&Aの促進とのれんの償却 講 師：花村 信也氏（みずほ証券株式会社 常務執行役員）
7月11日	『株主通信〈第2四半期〉実態調査レポート 2014年版』を刊行
9月12日	『IRの側面から見た招集通知調査レポート』を刊行
10月 7日	第46回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：ASBJ『修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）（案）』に対する意見表明について
10月21日	『修正国際基準（国際会計基準と企業会計基準委員会による修正会計基準によって構成される会計基準）（案）』に対する意見書を、ASBJに提出
10月30日	第47回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：IFRS第15号『顧客との契約から生じる収益（収益認識）』 講 師：原 寛氏（企業会計基準委員会 研究員）
11月10日	第43回ディスクロージャー研究会議 テーマ：企業結合や連結財務諸表に関する会計基準等の改正概要と実務への影響 講 師：新井 武広氏（企業会計基準委員会 副委員長） 場所・時間：一般財団法人機械振興協会 機械振興会館 ホール14：00～16：00
12月11日	「第6回プロネクサス懸賞論文」受賞者発表
12月17日	『株主通信 実態調査報告 Vol.11』を刊行

編集後記

- ◇昨年は日本版スチュワードシップ・コードが策定され、本年は、コーポレートガバナンス・コード制定、改正会社法の施行と、企業統治改革の進展も急ピッチである。これらの制度がめざす『企業と投資家の対話促進』は資本市場のグローバル化はもちろん、ディスクロージャーやIRの分野にも大きな変革をもたらす可能性を秘めている。
- ◇懸賞論文受賞作品は、前回と同じく優秀賞1本、佳作2本の3本の作品に決定した。また、今回の受賞者には初めて現職の弁護士から選定された。この懸賞論文の存在がかなり周知され、研究テーマの広がりを実感している。ただ、最優秀賞の受賞者は、未だ現れていない。これまで以上に多くの方からの力のこもった作品の応募を期待したい。
- ◇昨年、修正国際基準（JIMS）案が公表され、当研究会でも当該案に対する意見表明を行った。一方、IFRSの任意適用会社移行の動向も依然目が離せないが、これ以外でもディスクロージャー制度や企業会計制度に関して、今年も様々な研究課題を幅広く取り上げていきたい。

研究所レポート 2015 第9号

2015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.90901.2015.1(200)

