プロネクサス総合研究所
[Pronexus Financial Disclosure Institute REPORT]
2014 第8号

研究所レポート

■ 第5回プロネクサス懸賞論文優秀賞

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佳作

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

包括利益と表示通貨の選択問題の考察

■ クローズアップ

株主通信 実態調査報告Vol.10の概要

■ トピックス

銀行業ディスクロージャー誌の調査・分析を実施

■ 2013年 研究所活動記録

PRONEXUS

PFDI
PRONEXUS FINANCIAL DISCLOSURE INSTITUTE

プロネクサス総合研究所

研究所レポート2014
第８号　目次

はじめに ・・・ 1

第５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

外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR

一橋大学大学院 商学研究科 准教授

円谷 昭一・・ 5

佳作受賞論文

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

東京大学大学院 経済学研究科 修士２年

井上 隆文・・ 17

包括利益と表示通貨の選択問題の考察

京セラ株式会社 経理部

飯尾 英晃・・ 27

表彰式開催模様 ・・ 37

第６回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ ・・・・・・・・・・・・・・・・ 37

ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告 ・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 38

クローズアップ ・・・ 41

株主通信　実態調査レポートVol.10の概要

トピックス ・・ 46

銀行業ディスクロージャー誌の調査・分析を実施

2013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８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。

2013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６回（累計では43回）開催いたしました。そして、企業会計基準委員会（ASBJ）に対しては、IASBの「リース」に関する改訂公開草案や「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」に関わるディスカッションペーパーについての論点整理を中心に２件の意見表明を行い、さらに金融庁に対しても「監査における不正リスク対応基準（仮称）の設定及び監査基準の改訂について（公開草案）」に対して意見表明を行いました。

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、2012年４月期決算から2013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、2013年３月期決算2,468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266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５回目となる「プロネクサス懸賞論文」の論文募集を行い、2013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2013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８号として発行することといたしました。

現在、会計・監査を巡る環境はグローバルな変革期にあり、2014年度は特に、昨年６月公表の「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方に関する当面の方針」をめぐり、エンドースメントされたIFRSの策定に向けた検討状況などに目が離せない状況にあります。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。

2014年１月
プロネクサス総合研究所
理　事　齋藤 良治

「第５回プロネクサス懸賞論文」
「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」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、2013年にその第５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５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６回目の募集をすることになっていますので、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

円谷　昭一（つむらや　しょういち）（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」

佳　作　　２本

井上　隆文（いのうえ　たかふみ）（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」

飯尾　英晃（いいお　ひであき）（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５回プロネクサス懸賞論文　審査委員会委員長講評

今回は６件（大学関係者４件、実務家２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。

優秀賞円谷氏論文について

優秀賞は、円谷昭一著『外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR』であり、本論文の要旨は以下のとおりである。本研究の目的は、外国人投資家は「もの言う株主」と特徴づけられ、「外国人持株比率が、外国人投資家による経営への規律付けの代理変数」としてしばしば使われてきたことに対して疑問を提示することにある。

分析方法として、外国人投資家の特徴と言及される類型を以下のように４分類し、順次検証していく。

Ⅰ型：現経営陣に敵対して各種行動を実施する（またはほのめかす）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

その結果、Ⅰ型のアクティビストについては、村上ファンドのような国内投資家にもアクティビストが存在すること、また、フィデリティグループ、キャピタルグループ、ブラックロックのグローバルファンド３社はアクティビストではないことを例示して成立しないと結論する。Ⅱ型の利益追求型については、「リターン追求という言葉が、ある一定以上の株式を保有することでアクティビスト的行動や議決権行使によって経営に影響を与え、自己利益であるリターンを積極的に追求する投資家と同義である」から、Ⅱ型は他の３つのタイプを別の側面から表現していると結論し検証しない。Ⅲ型の議決権行使型については、新興市場を含むすべての上場企業の定時株主総会での臨時報告書を収集し議決権行使率を推計して被説明変数とし、他方、有価証券報告書に記載されている「金融機関」「その他の法人」「外国法人等」「個人その他」の持株比率をそれぞ

れ説明変数とする単回帰モデルを組んで回帰係数（傾き）を計算する。この傾きを見ると、「個人その他」は持株比率が増加すると議決権行使率は減少するが、他の３つ株主は持株比率が増加すると議決権行使率も増加しており、大差ないことから外国人投資家だけの特徴は見いだせないと結論する。Ⅳ型の積極反対投票型については、議決権行使内容を「剰余金処分」「取締役選任」「監査役選任」「退職慰労金支給」「買収防衛策」の５つとし、既存の研究結果および信託協会調査と顧問業協会調査に、上記３つの外国投資グループの議決権行使結果を加えて外国人投資家と国内機関投資家の各会社提案に対する反対票投下比率を比較する。その結果、外国人投資家は国内投資家と比べて、会社提案に対して反対票をより積極的に投じているとは断言できないこと。（ただし、監査役選任、役員退職慰労金、買収防衛策に関する議案については反対の姿勢を鮮明にしている。）外国人投資家ごと（さらにはファンドごと）に投票行動の考えが異なっていることから、外国人投資家が一様に日本企業に対して反対票を投じているわけではないと結論している。最後に、経済同友会の『企業経営に関するアンケート』から「経営者が感じるステークホルダーの発言力」を抜粋し、「経営者は、顧客、機関投資家（日本）、従業員、個人投資家、機関投資家（海外）の順番で発言力の大きさを感じていること」を紹介している。

以上の分析結果から、「外国人投資家は、外部公表された大量データから見る限り、日本企業にモノ言う存在ではないと考えざれるをえない」ので、「外国人持株比率」を何らの疑問を抱かずに実証モデルの説明変数として使用する危険性を指摘する。他方、「ブラックロックのエンゲージメント・レビュー（2012年）によると、・・・投資先日本企業からブラックロックへのエンゲージメント（建設的な対話）の依頼が増えた」ということから、「この規律付けの実態を明らかにするためには、・・・個々の外国人投資家の姿をできる限り細かく忠実に定量化すること、彼らの声を聞き入れる経営側の態度を定量化することである」と提言している。

当研究に関して審査委員会では、以下のような議論があった。第１に、利益追求型（Ⅱ型）のイメージ（定義）に関して、「資本調達コストを上回る毎期のリターン（通常は現金配当）をもたらす持続可能な事業内容と株主対策が実施される限り、経営陣に対して積極的介入はしない」とする意味もあるのではないか。第２に、本稿で最も労力を注いだ議決権行使型（Ⅲ型）の検証方法である。議決権行使率を被説明変数とし、「金融機関」「その他の法人」「外国法人等」「個人その他」の持株比率をそれぞれ説明変数とする単回帰モデルの回帰係数（傾き）のみを観察しているが、「個人その他」は持株比率が増加すると議決権行使率は減少することから、この個人投資家の影響をコントロールするため、単回帰分析に加えて、個人投資家比率と各機関投資家比率を説明変数とする２変数重回帰分析をしても良かったのではないか。第３に、積極反対投票型（Ⅳ型）の分析で、外国人投資家が監査役選任、役員退職慰労金、買収防衛策に関する議案については反対の姿勢を鮮明にしていることに言及しているが、これこそが、外国人投資家が「もの言う株主」と特徴づけられる行動なのではないのか。したがって、議決権行使率のみを見て、「もの言う株主」、「株主の圧力」について結論することはできないのではないのか。第４に、「新たな外国人投資家像からは、企業はなんら対応を変える必要はない」と結論できそうだが、はたしてそうなのか？これからのディスクロージャー・IRの何が変わるのかを考察してほしい。

以上は本研究に注がれた労力に対して、審査員としての誠実な対処という観点から審査過程中の議論を紹介したのであって、「外国人持株比率」を何らの疑問を抱かずに実証モデルの説明変数として使用する危険性を指摘した結論、および今後の研究方法に対する提言については全くもっともなことであり、高く評価される研究である。よって、優秀賞に十分値する研究論文と判断した。

佳作井上氏論文について

１本目の佳作は、井上隆文著『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』である。本稿の目的は、日本基準からIFRS基準に変更した８社及びSEC基準からIFRS基準に変更した１社の有価証券報告書を対象にして、採用基準の移行に伴う開示の量、開示内容、会計数値（総資産、当期（純）利益、利益剰余金）への影響を分析し、IFRS基準採用時の開示に関する留意点を明らかにすることである。

その結果、第１に、IFRS基準のほうが概ね開示量は増えるが、採用年数経過とともに減少する傾向にあること。第２に、IFRS移行調整の記述が企業ごとに大きく異なり、各社の注記内容を注意深く読む必要があること。第３に、各会計数値の計上額への影響は各社ごとに異なり、同一の傾向があるとはいえないが、すべての指標において大きな差異が生じており、２年間の両基準による並行開示が経営分析（特に期間比較）上、重要な情報であることが分

かった。したがって、開示内容の明確化のため、強制開示部分と自主的開示部分に区分し、前者については統一フォーマットとする。また、基準変更の会計数値への影響に対処するため、主要な基準変更差異発生項目（数理計算上の差異や累積為替換算差額）については収益費用への影響とともに利益剰余金への影響を記載すること、移行後も長く開示を続けることが必要であると結論している。

本論文の審査過程では、サンプルが未だ限られており、単純なページ数の比較が中心であり、基準変更の影響の検討もほぼ２つに限定されていて、投資情報としての価値判断まで言えないのではないか。また、利用者を誰に想定するかによって議論が変わる。例えば、投資分析の専門家を利用者とするのであればIFRS基準による開示内容のばらつきを「見分けられないほど難しい」と前提を置くのは無理があるとする意見があった。とはいえ、現時点でのIFRS基準採用企業の有価証券報告書を詳細に分析して、影響の概要を明らかにし、移行期の開示の在り方を提言しており、懸賞論文の趣旨に沿ったものであって、佳作に十分値する研究と結論した。

佳作飯尾氏論文について

２本目の佳作は、飯尾英晃著『包括利益と表示通貨の選択問題の考察』である。本稿の目的は、包括利益指標がB/S項目の為替換算の影響により毎期の企業業績指標として使用できないことを明らかにし、その解決のための提案をすることである。そこでまず、包括利益指標の変動を説明する要因として近年の資本市場の特徴として、①資本市場のグローバル化、②四半期報告制度の導入による決算期間の短期化、③XBRLの普及の３つを挙げる。次に、わが国の場合、連結主体（経済的単一体）に占める在外事業体の割合が大きく、また、包括利益指標はB/S項目の為替換算を反映するので、当期利益指標の推移とは大きく異なる数値となる。さらに、四半期決算の包括利益は、四半期当期利益が年度決算のほぼ４分の１であることから為替換算差額の影響額が大きく、それだけ利益変動の幅が大きくなる傾向がある。そこで包括利益指標を有用なものとするために、為替換算の影響をできる限り小さくする工夫が必要であることから、①複数の表示通貨での財務情報を開示する、②包括利益金額のみ複数通貨建てで算出し参考値として開示することを企業に求める、③会計目的に用いる仮想通貨単位を制定する、の３つの方法を提案している。

わが国においてIFRSに反対する論拠の一つは包括利益指標に対する不信にあるが、その主たる原因の一つが在外事業体の為替換算の影響にあることを明確にし、包括利益指標を有用とするための工夫を提案したことは意義深い。審査過程では、筆者も若干言及しているように、投資家が企業の業績を判断するのに利用する指標は当期利益あるいは営業利益であって、包括利益を利用してはいないのではないか。そうであるとすれば、包括利益が当期利益と同様の傾向を示す必要はない。仮想通貨単位が提供する情報が、利用者の意思決定にどのような影響を及ぼすのかが不明であるとする意見が出た。とはいえ、在外子会社の財務諸表の連結は本質的には解決されていない会計課題であり、為替換算調整勘定の経営感覚と投資情報とのギャップを捉えたことは大いに評価でき、佳作と判断した。

【第５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　川村 義則（早稲田大学商学学術院 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）

第５回プロネクサス懸賞論文　優秀賞

外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR

一橋大学大学院 商学研究科 准教授
円谷 昭一

１．はじめに

本稿の目的は、外国人投資家[1]はどのようにして日本企業に規律を加えているかを明らかにすることである。マスコミ等で用いられている表現をするならば、外国人投資家はどのようにして企業にモノを言っているのか、とも言い換えられる。

中野・髙須［2013］は「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」（58頁）と述べているが、ガバナンス研究にとどまらず、会計学、経営学、ファイナンス等の実証研究では、日本企業の経営に規律を加えている投資主体として外国人投資家が注目され、その規律の強さの代理変数として外国人持株比率がしばしば採用されてきた。一方で藤田［1999］は、1998年に同氏が行った海外投資家訪問後の感想として、「日本側のマスコミの報道は必ずしも正確なものではなく、いわゆる“センセーショナル”ともいえるものも一部にあることが判明した」（４頁）と指摘している。

外国人投資家がどのように経営に規律を加えるのか、いまだ学術研究では十分に明らかにされていない。本稿では、外国人投資家による日本企業への規律付けの実態を、大量データの分析と文献のサーベイから明らかにした。そこで得られた結論は、今後のディスクロージャー・IRの参考となるだけでなく、資本市場研究の更なる発展に貢献すると考えている。

２．外国人投資家像の定説

外国人投資家の特徴とされる、モノ言う、という表現は何を意味しているのであろうか。これについて明確な定義はなく、先行研究でも以下のようにさまざまに表現されている。

- 「外国人投資家に代表される「もの言う株主」の増加にしたがい、ディスクロージャーといった、それ以前は比較的重視されてこなかったトピックがメディアでとりあげられ、また、その事により、企業が株主とのあり方を意識せざるをえない状況になっている様子がうかがえる」（西山［2005］, 99頁）
- 「近年、日本人、外国人を問わず議案に対する反対は増加傾向にあり、「モノ言う株主」が外国人投資家に特有の特徴とはいえなくなってきてはいるものの、外国人投資家の増加が経営者に緊張感をもたらしていることは確かであろう」（岩壷・外木［2007］, 48頁）
- 「“持ち合い”解消を追い風に、新たな株主として存在感を高めたのは外国人投資家や機関投資家といった、しがらみのない“物言う株主”である。彼らは経営の効率化、さらには株主利益の重視を求めて日本企業への圧力をかけ始めていると考えられている」（雨宮［2009］, 87頁）
- 「近年株式持合いの緩和に伴って、外国人株主に代表されるモノ言う株主の台頭が顕著である」（本合［2010］, 95頁）

先行研究の多くで、外国人投資家が経営に規律を加えると措定され、そのうえで実証分析が行われている。しかしながら、どのようにして規律を加えているのかを明らかにした論文は少ない。

外国人投資家という言葉が代表している投資家の特徴は、文献サーベイから筆者が大別したところ、以下のⅠ～Ⅳ型に分類できるであろう。

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

[1] 本稿では経営への規律付けを、株主行動に限定せずに広く捉えているため、「株主」と「投資家」という用語を区別せずに用いている。

Ⅰ型については、現経営陣に対して敵対的なTOBなどを実施する、または実施をほのめかしながら、増配、自社株買い、自身が推す社外取締役の選任などを要求し、株主総会においても積極的に株主提案や議決権争奪戦を行う、いわゆるアクティビストと呼ばれている投資家である。これまで日本では、株式相互保有を基盤にした友好的株主が形成され、ごく一部の特殊株主を除いて、このような行動をとる投資家はいなかった。

次に、投資リターンを純粋に追求する投資家というⅡ型である。日本型経営の特徴の１つとしてしばしば取り上げられる株式相互保有は、投資リターンの追求のみを目的としていないことが指摘されている。澤邉［2003］は、株式相互保有のメリットとして、経営者の自由裁量権の拡大、株価対策、取引関係の維持、リスク・シェアリング機能などを挙げている（320頁）。一方で外国人投資家は、投資先企業との政策的な関係性を持たないため、投資リターンを純粋に追求する投資家とされる。

外国人投資家が、積極的に議決権を行使する株主の代表とされることもある（Ⅲ型）。ただし、これまでの日本でも、相互保有関係にある株主は相手先に対して包括委任という形ではあるが議決権は行使していた。したがって、検証すべきは外国人投資家が議決権を行使しているかどうかではなく、他の投資主体と比べて行使率が異なるかどうかとなる。

最後に、株主総会での会社提案に対して反対票を投じる株主という意味である（Ⅳ型）。これまでの株式相互保有の時代には、政策保有株主が相手先の会社提案に反対票を投じることはなかった。

以降では、これらⅠ～Ⅳ型の行動を外国人投資家が実際に行っているのかどうか、それぞれ検証する。なお本稿では、外国人投資家と日本企業とが激しく対峙した個別ケースに囚われず、大量データによる分析によって外国人投資家の平均像、全体像を描くことに終始一貫している。

３．アクティビスト（Ⅰ型）の検証

外国人投資家がⅠ型の投資家と広く認識される契機となったのが、2003年にソトーに敵対的TOBを実施した米系スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（以下、スティール）や、2007年にＪパワーに増配の株主提案を行った英系ザ・チルドレンズ・インベストメントなどのアクティビストによる一連の行動である。これらの事例は、資本市場関係者や経営者ばかりでなく巷間でも話題となり、ハゲタカという用語が一般化した。アクティビストとは、現経営陣と敵対することを厭わず、TOBやさまざまな株主権を積極的に行使する投資家である。2007年にはブルドックソースへの敵対的TOBに関連して、スティールが東京高等裁判所から濫用的買収者と指弾されたこともあった。ただし、こうしたアクティビストが外国人投資家の平均像ではないことは次の２つの点から明らかである。

まず、国内機関投資家も同様の行動を行っていることである。いわゆる村上ファンドは敵対的TOBや株主提案を行っていたし、現経営陣の提案に異を唱えるという点では、過去には国内投資家であるスパークス・グループやいちごアセットマネジメントの事例などもある。程度の差はあるが、国内投資家が上場会社に対して常に従順であるわけではない。

次に、スティールは投資額という点からも外国人投資家を代表する存在ではない。2007年２月20日付の日本経済新聞朝刊によれば、スティールが当時保有していた日本株の時価総額は約4,200億円超であるという。一方、日経ヴェリタス（2011年１月30日付）によれば、代表的なグローバルファンド３社（フィデリティグループ、キャピタルグループ、ブラックロック[2]）の日本株投資額は同月21日時点で約313億2,000万ドル超である。為替レートとTOPIXで調整して2007年２月時点に遡及修正すると、グローバルファンド３社の日本株投資額は約７兆3,000億円であり、スティールの約17.4倍の投資規模である。

上記はやや強引な比較ではあるものの、巨額の運用資金を持つグローバルファンドは、スティールと比較して対日投資額および保有銘柄数ともに大きく、スティールなど限られた投資家の行動のみをもって外国人投資家の一般的な姿とするのは拙速である。

スティールのような一部投資家による会社敵対的な行動を潜在的脅威と感じる経営者もいるであろうが、アクティビストの多くはその後に日本株投資から撤退していることもあり、外国人投資家の平均的な姿がアクティビストであり、それが経営を規律付けているとする主張は短絡的である。

---

[2] これら３社がいわゆるアクティビストではないことに異論はないであろう。

４．利益追求型（Ⅱ型）の検証

外国人投資家は、株式保有による関係性を重視する日本型システムと無縁であり、純粋に投資リターンを追求する、としばしば指摘される（Ahmadjian［2007］,pp.125など）。

しかしながら、国内の個人投資家はどうであろうか。各証券取引所が取りまとめている「株式分布状況調査」によれば、2012年度では日本株全体の20.2%を国内の個人投資家が保有している。個人投資家は、創業一族や従業員・OBOG株主などを除けば、そのほとんどは純粋にリターンを追求する投資家と考えてよいであろう。なぜ外国人投資家ばかりがリターン追求型の投資家の代表とされるのであろうか。

外国人投資家を含めた機関投資家と個人投資家の違いは、個々の投資額の大きさである。新田［2008］は、機関投資家が分散投資の利益を放棄して、特定企業に集中投資をする仮説の１つとして、「自らが大株主となって経営を適切に監督することで、企業価値を高めるため」（８頁）と指摘している。個々の個人投資家の保有額は機関投資家と比べて僅少であり、一般個人が上場会社の大株主となって経営に規律を加えることは、資金量および能力からしてほぼ不可能である。つまり、機関投資家である外国人投資家と個人投資家はともに利益追求型の投資家ではあるが、大株主となることで経営への圧力をかける力を外国人投資家は保有しているが、個人投資家にはその力がない[3]。したがって、リターン追求という言葉が意味するところは、ある一定以上の株式を保有することでアクティビスト的行動や議決権行使によって経営に影響を与え、自己利益であるリターンを積極的に追及すること、と同義である。つまり、Ⅱ型の投資家は、アクティビスト（Ⅰ型）または議決権行使型（Ⅲ・Ⅳ型）の投資家を別の側面から表現しているにすぎない。これは、「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ない」（東京証券取引所［2004］Exchange Square Vol.10 特集「外国人投資家」p.18）といった意見とも整合的である。

５．議決権行使型（Ⅲ型）の検証

次に検討しなければならないのが、外国人投資家が株主総会で議決権を積極的に行使しているかどうかである。バブル崩壊や時価会計の導入などにより株式相互保有が崩れ、それに代わって台頭してきた外国人投資家は積極的に議決権を行使するとされている[4]。この主張が正しいのであれば、株式相互保有の時代には議決権が行使されていなかったことになる。しかし、包括委任という形ではあるものの持合い株主は相手先に議決権を行使していた。したがって、検証すべき課題は、他の投資主体と比べて外国人投資家の議決権行使状況はどのように異なるのか（または異ならないのか）という点となる。

依馬［2011］によれば、同氏所属企業の証券代行業務受託先主要100社の集計データとしたうえで、外国人投資家の2011年の議決権行使率は63.1%であったと報告している。一方で、国内信託銀行の行使率は91.5%であり、株主総会当日に行使される分も含めると「国内機関投資家は議決権行使をほぼ100%している模様である」（19頁）と報告している。

現在の日本の制度開示情報からは、各投資主体がどの程度の議決権行使を行っているかを把握することはできない。そこで本稿では、上場全社を対象に各社の議決権行使率を推計し、株主構成との相関を取ることで、各投資主体の議決権行使状況を浮き彫りにする。外国人株主が他の投資主体と比べてより積極的に議決権を行使しているのであれば、外国人持株比率が高い会社ほど、その会社の議決権行使率が高くなるという関係が観察されるはずである。

(1) 議決権行使率の推計方法

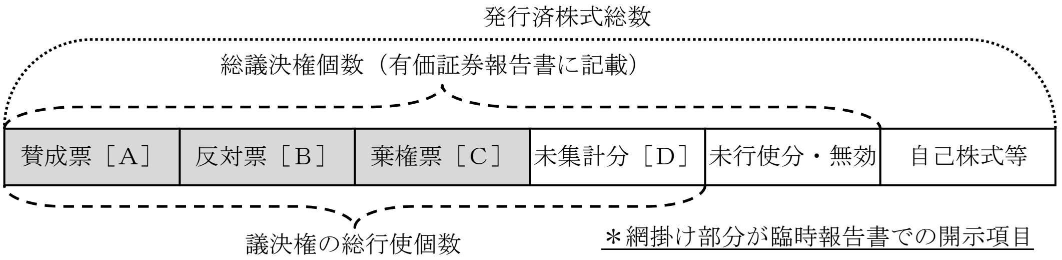
各社の議決権行使率は以下の手順で推計する。まず、上場会社が提出した臨時報告書から議決権の総行使個数を推定する。総議決権個数は各社の有価証券報告書に記載されているので、総行使個数を総議決権個数で除すことで行使率を推計することができる。臨時報告書では、「企業内容等の開示に関する内閣府令」第19条第２項第９号の２の規定に基づき、株主総会における賛成、反対および棄権を表明した議決権の個数が開示されている。議決権の内訳と臨時報告書の記載事項の関係をまとめたものが図表１である。

---

[3] 宮島・新田［2003］は「海外機関投資家が企業統治において影響力を発揮するには、ある閾値以上の保有比率が必要」（39頁）と述べており、経営への規律付けにはある一定以上の保有比率が必要とされるようである。

[4] 宮島ほか［2013］は、「この所有構造の変化を背景として、機関投資家の議決権行使が積極化し、わが国でも敵対的買収案件が見られるようになった」（６頁）と述べている。

図表１　議決権の内訳と臨時報告書での開示項目



筆者作成

臨時報告書では通常、株主総会開催日の前日までに行使された賛成票数［A］、反対票数［B］、棄権票数［C］が開示される（網掛け部分）。未集計分［D］は株主総会の当日に行使された議決権の一部であり、当日行使分の賛否は集計されておらず、したがって臨時報告書では開示されないことが多い。当日行使分［D］が集計されていないため、開示されている［A］、［B］、［C］の票数を足しただけでは総行使個数とはならず、総行使個数を外部から知ることはできない。ただし、前日までの賛成票数を総行使個数で除した「賛成率」が別に開示されている。賛成率の計算式は以下のようになる。

$$\text{賛成率} = \frac{\text{賛成票数}[A]}{\text{総行使個数}（[A]+[B]+[C]+[D]）}$$

賛成票数［A］を賛成率で除すことで、総行使個数を推定することができる[5]。総議決権個数は有価証券報告書に記載されているため、推定した総行使個数を総議決権個数で割れば、議決権行使率を推計することができる。本稿では、2012年に開催された上場全社の定時株主総会での臨時報告書をすべて収集し、上記の方法によって議決権行使率を推計した。

(2) サンプル

本稿では、全上場会社（投資信託、REIT等は除外）を対象に、2012年１月１日から12月末日の本決算に係る株主総会での議決権行使結果を、各社の臨時報告書からすべて収集した。ただし、2012年中に新規上場・上場廃止した会社51社および外資規制会社14社は株主構成が特殊である可能性があるので除外した[6]。また、株主総会で審議事項がなかった（報告事項のみ）会社および種類株主総会も除外する。臨時報告書の提出が求められていない会社も対象外となる。なお、決算期変更により2012年中に複数回の定時株主総会が開催された会社については、より新しい臨時報告書を採用した。この結果、3,451社（総会）の臨時報告書が収集された。この3,451社のうち、行使率の推計に必要なデータが記載されていない３社と、基準日後議決権付与を実施した３社を除いた3,445社が最終的なサンプルとなった。

この3,445社の臨時報告書に記載された議案数は会社提案３万7,966件、株主提案214件の計３万8,180件であった[7]。このうち、会社提案の３万7,966件についてそれぞれ議決権行使率を推計し[8]、それを会社ごとに平均した[9]。

---

[5] 会社によって、分母から棄権票数［C］を除いていたり、無効票を分母に加えて賛成率を算出している会社もあるが、算出式が外部からは観察できない、棄権票・無効票数はごく僅かであるという理由で本稿では本文に記載したような推定を全サンプル一律に行っている。

[6] 新規上場企業では創業者の持株比率が高い、上場廃止企業においては親会社の持株比率が高いといった可能性があるため。

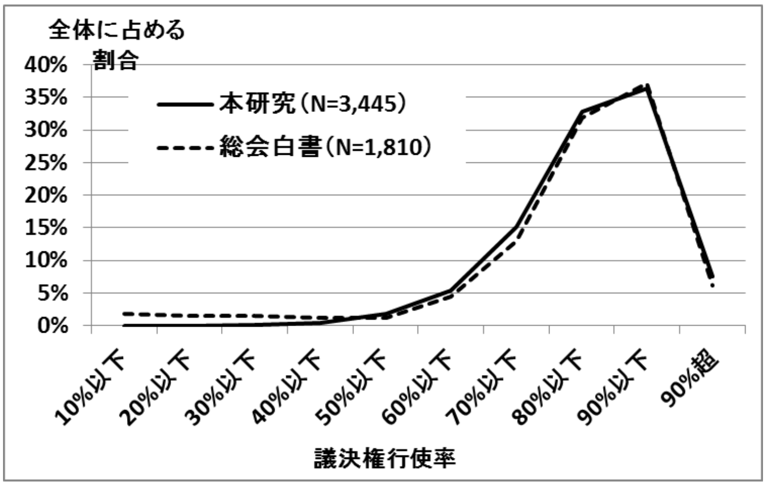
[7] 役員選任議案は１人につき１件として集計。撤回、動議は除外している。

[8] 株主提案は、否決が確実であるとして賛否票数が集計・開示されていないことがあるため。

[9] 賛成率は四捨五入されて開示されているために、賛成率から行使率を逆算した場合に、同一の会社であっても議案ごとの行使率がごく僅かに異なる場合がある。ただし、この問題によって生じる議案ごとの誤差は極めて小さく、分析には何らの障害ではないと考えられる。

各社の行使率の推計結果の正確性を確かめるために、商事法務研究会が発行している「株主総会白書2012年版」（以下、総会白書）に記載されている実際のデータと照合する。具体的には、総会白書の中の「全出席株主数（議決権行使書・委任状出席を含む）が有する議決権総数の総議決権数に対する比率」という質問に対する回答結果と、本稿で推計した3,445社の行使率を突き合わせた。両者を重ねて表示したのが図表２である。総会白書は新興市場を除く国内全上場会社に行ったアンケートを集計したものであり、当該質問の回答社数は1,810社である。新興市場までサンプルに含めている本稿とは母集団が異なり、また、総会白書の個票データは入手不能であるため厳密な統計的比較はできないが、両者の行使率のグラフの形状はほぼ一致しており、本稿での行使率の推計方法は、実際の行使率を十分に近似できていると考えられる。

図表２　議決権行使率の分布の照合



「株主総会白書　2012年版」をもとに筆者作成

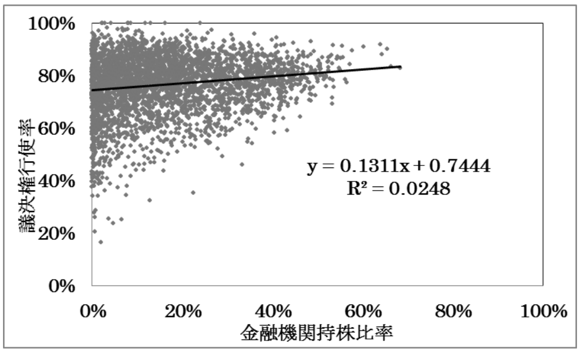
(3) 投資主体ごとの議決権行使率

推計した行使率と、各社の有価証券報告書に記載されている「金融機関」「その他の法人」「外国法人等」「個人その他」の持株比率との相関を分析することで、特定の投資主体の議決権行使行動を浮き彫りにすることができる。この４つの投資主体に焦点を当てた理由は、日本企業の株主として主要な持株比率を占めているからである[10]。

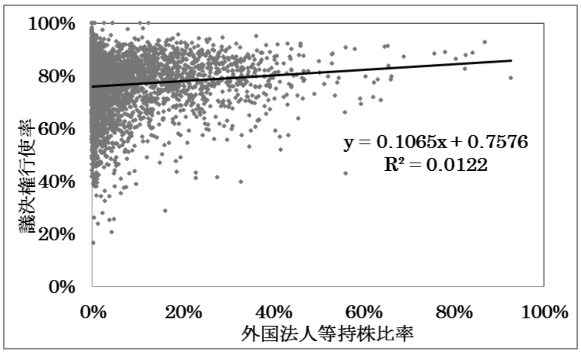
図表３－１～３－４は、横軸に各投資主体の持株比率を、縦軸に議決権行使率をとって3,445社をプロットし、近似直線を引いたものである。図表３－２が外国法人等のグラフである。もし外国人株主が積極的に議決権を行使しているのであれば、持株比率が上昇すればするほど、行使率も上昇すると考えられ、したがって近似直線の傾きは正になるはずである。図表３－５は各投資主体の近似直線のみを重ね合わせて表示したものである。

[10] 本稿では、議決権を行使できない株式を調整したうえで持株比率を修正計算している。具体的には、自己保有株式については「個人その他」の持株数から控除している。なお、相互保有株式は、それらがどの持株区分に入っているか開示されていない、相互保有株式の記載がある会社が少ない、という理由から調整はしていない。

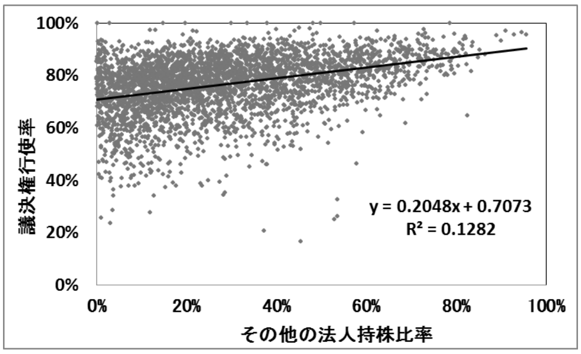
図表３－１　金融機関



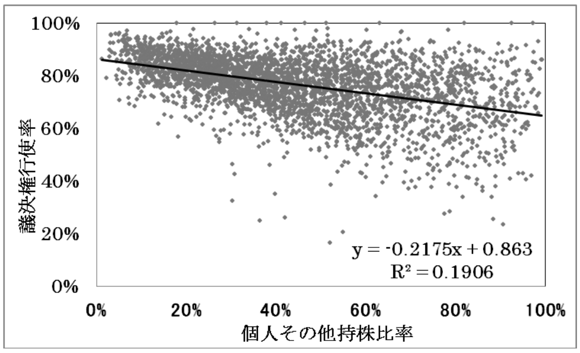
図表３－２　外国法人等



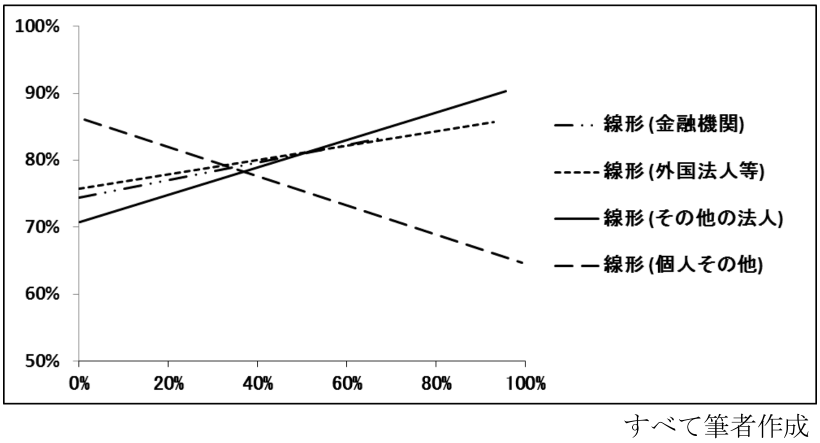
図表３－３　その他の法人



図表３－４　個人その他



図表３－５　各投資主体の近似直線の比較



すべて筆者作成

図表３－５を見ると、その他の法人の持株比率が増えると、行使率が相対的に上昇する（直線の傾きが急）ことが分かる。その他の法人を構成しているのは主に事業会社による政策保有株式であり、彼らは保有先の議決権を積極的に行使していることを意味している。それと比較すると金融機関や外国法人等の近似直線の傾きは緩やかであり、また、金融機関と外国法人等で傾きに大きな違いはない。

依馬［2011］によれば、「英米の機関投資家は、運用機関の受託者責任の観点から議決権行使に積極的な姿勢がうかがえるが、欧州大陸およびその他の機関投資家は議決権行使には消極的といえる」（19頁）と述べている。また、中東のオイルマネーや中国の外貨準備運用に代表される政府系ファンドは基本的に議決権を行使していないという（19頁）。このように一言に外国人株主といっても、議決権行使に対する考え方は様々であり、国内機関投資家と比較して、外国人株主が平均的にみて議決権をより積極的に行使しているとは断言できない。「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」（岩谷［2003］，154頁）という指摘もその証左である。

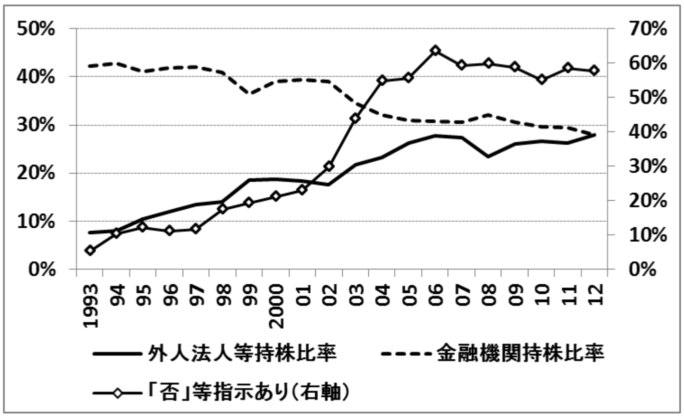
全上場会社を対象としたデータ分析からは、外国人株主が一様に議決権行使をしているわけではないことが分かった。以上までで、外国人投資家の特徴とされるⅠ～Ⅲ型の投資家像は外国人投資家の平均像としては当てはまらないことが分かった。最後に

検証するべきは、外国人株主が積極的に反対票を投じる株主、つまりⅣ型であるかどうかである。

６．積極反対投票型（Ⅳ型）の検証

外国人株主が積極的に反対票を投じていると主張される際、その根拠とされているのが図表４である。これは、総会白書に収録されている「議案に対して「否」等の指示をした機関投資家等の有無」という質問[11]の結果と、「株式分布状況調査」に収録されている投資部門別株式保有比率とを時系列で示したものである。

図表４　株式分布と反対投票指示の推移



「株主総会白書」、「株式分布状況調査」の各年版より筆者作成

総会白書において、「否」等の指示があった、と回答した比率は、この質問が始まった1993年以降、2006年まで上昇しており、その後は60％前後で安定推移している。これと株式分布調査の結果を重ねると、外国人持株比率の上昇と反対投票指示の傾向が一致している。このグラフが外国人株主が反対票を投じている根拠とされてきた。たとえば篠田［2010］では、この両者の相関をもって「まさに、外国人機関投資家等は「モノ言う株主」であるといえよう」（84頁）と述べている。

しかしながら、このグラフはあくまで時系列での相関を示すものであり、外国人株主が実際に反対票を投じているかどうかは詳細に検証しなければならない。これまで会社提案に賛成してきたとされる金融機関の持株比率が年々低下しているものの、金融機関の中には都市銀行のほかにも信託銀行などの国内機関投資家も含まれている。国内機関投資家が反対票を積極的に投じ始めた可能性もある。

図表４を見ると、2001年から2004年にかけて反対投票指示の比率が急に上昇している。2002年９月に日本証券投資顧問業協会員に対して行われたアンケート結果によれば、「前年度の株主総会と比べて、会社提案の議案に対して反対・棄権したものは増えましたか、減りましたか」という質問に対して、「著増」という回答が19％、「微増」が24％となっている（萩原［2002］,33頁）。萩原［2002］からは、反対投票指示が増えた時期に、国内機関投資家が反対・棄権を増やしている可能性があり、図表４からのみでは反対票を投じたのが外国人株主であるかどうかは明らかではない。

しかしながら、現行の制度開示情報からは投資主体別の賛否票数の結果を入手することはできない。そこで本稿では、外国人投資家および国内機関投資家ごとに賛否を集計している業界団体データや先行研究をサーベイすることで、間接的に実態に迫ることとした。

外国人株主の行使結果を集計している先行研究には坂東［2012］や藤本［2013］がある。坂東［2012］は、東京証券取引所とBroadridge Financial Solutions, Inc.の合弁会社であるICJが運営する議決権電子行使プラットフォームを通じて議決権行使された、外国人投資家と国内機関投資家の賛否結果が議案ごとに集計されている。藤本［2013］は、米国証券取引委員会（SEC）に登録する投資信託運用会社が、自社ファンドの議決権行使結果をSECに提出するためのForm N-PXレポートを集計し、外国人投資家の日本株への議決権行使実態を報告している。

[11] この質問は1996年版の総会白書までは「外国人機関投資家等からの議案に対する「否」の指示の有無」であったが、1997年版からは現行の文言に変わっている。

それとは別に、前述したグローバルファンド３社の日本株議決権行使結果を参照する。フィデリティグループとブラックロックについては、２社が提供している日本株ファンド計５本のN-PXレポートから議決権行使結果を収集した。キャピタルグループについては、同グループの日本法人キャピタル・インターナショナルの日本株議決権行使結果を掲載している。

外国人投資家と対比するための国内機関投資家の行使結果については、投資信託協会、日本投資顧問業協会が会員機関投資家に対して実施したアンケート結果、および年金積立金管理運用（GPIF）の行使結果を比較掲載している。取り上げる議案は、議案数が他の議案と比べて相対的に多い剰余金処分議案、取締役選任議案、監査役選任議案、それらに加え、外国人投資家が反対票を積極的に投じていると指摘されている役員退職慰労金議案、買収防衛策導入・継続に関する議案を採用した。これら５つの議案および全議案についての行使状況をまとめたのが図表５である。図表５の各セルの上段は議決権を行使した議案数、下段の［　］内の数字は反対票を投じた割合である。

同一の議案に対して、外国人投資家と国内機関投資家の賛否を比較しているのが坂東［2012］である。それによると、集計対象4,439議案に対する国内機関投資家の反対投票率が9.0％であるのに対し、外国人投資家は10.2％の反対率となっている。ただし、外国人投資家は監査役選任、役員退職慰労金、買収防衛策に関する議案には反対票を積極的に投じる傾向がある。議案数がもっとも多い取締役選任議案（3,307議案）では、国内投資家が反対率8.5％、対して外国人投資家は7.5％となっており、外国人投資家の反対率の方が低い。

図表５　海外・国内機関投資家の議決権行使結果

議案／資料	外国人投資家						国内機関投資家					
	剰余金処分	取締役選任	監査役選任	退職慰労金支給	買収防衛策	(会社提案)総　計	剰余金処分	取締役選任	監査役選任	退職慰労金支給	買収防衛策	(会社提案)総　計
坂東［2012］	248 ［1.0％］	3,307 ［7.5％］	502 ［24.0％］	35 ［65.8％］	25 ［89.8％］	4,439 ［10.2％］	248 ［2.5％］	3,307 ［8.5％］	502 ［12.1％］	35 ［49.0％］	25 ［40.2％］	4,439 ［9.0％］
藤本［2013］	174 ［0.7％］	2,206 ［4.5％］	322 ［25.9％］	24 ［61.8％］	16 ［94.3％］	3,097 ［10.4％］	－	－	－	－	－	－
ブラックロック　＃1	107 ［0.1％］	1,549 ［6.0％］	241 ［19.5％］	6 ［50.0％］	10 ［90.0％］	2,034 ［7.7％］	－	－	－	－	－	－
ブラックロック　＃2	217 ［0.9％］	2,966 ［8.5％］	519 ［22.9％］	26 ［76.9％］	16 ［93.8％］	3,993 ［10.7％］	－	－	－	－	－	－
ブラックロック　＃3	498 ［0.8％］	4,681 ［10.7％］	1,217 ［31.5％］	124 ［74.2％］	45 ［100％］	7,009 ［15.3％］	－	－	－	－	－	－
フィデリティ＃1	37 ［0.0％］	493 ［0.0％］	86 ［11.6％］	7 ［71.4％］	3 ［100％］	662 ［2.7％］	－	－	－	－	－	－
フィデリティ＃2	50 ［0.0％］	619 ［1.3％］	122 ［19.7％］	13 ［84.6％］	6 ［100％］	856 ［5.7％］	－	－	－	－	－	－
キャピタル・インターナショナル	160 ［2.5％］	182 ［0.0％］	137 ［0.0％］	19 ［63.2％］	－*	651 ［4.9％］	－	－	－	－	－	－
信託協会調査	－	－	－	－	－	－	30,514 ［3.0％］	86,138 ［12.0％］	42,076 ［26.5％］	6,748 ［44.2％］	－*	196,182 ［15.1％］
顧問業協会調査	－	－	－	－	－	－	18,933 ［3.2％］	68,488 ［10.0％］	27,086 ［21.7％］	4,134 ［33.7％］	－*	137,960 ［12.3％］
GPIF	－	－	－	－	－	－	10,399 ［2.7％］	108,559 ［10.2％］	25,251 ［17.3％］	2,469 ［54.4％］	843 ［50.8％］	156,151 ［11.6％］

以下の資料より筆者作成。各セルの上段は議案数、［　］内は反対票を投じた割合

・坂東［2012］：議決権電子行使プラットフォームの参加企業がサンプル。2012年６月総会の354社（会社提案4,439議案）を対象に、プラットフォーム経由で行使された議決権を、外国人投資家と国内機関投資家ごとに集計している。

・藤本［2013］：日経225銘柄を対象に、2012年度株主総会に提出された議案（3,097議案）に対するN-PXレポートを集計している（集計されたレポートの総数は不明）。

・ブラックロック＃１：同社が提供する日本株ファンドiShres Japan Large-Cap ETFに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された148社（会社提案2,034議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドがSECに提出したN-PXレポートより集計した。

・ブラックロック＃２：同社が提供する日本株ファンドiShres MSCI Japan ETFに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された309社（会社提案3,993議案）

の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドがSECに提出したN-PXレポートより集計した。

・ブラックロック＃３：同社が提供する日本株ファンドiShres MSCI Japan Small-Cap ETFに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された681社（会社提案7,009議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドがSECに提出したN-PXレポートより集計した。

・フィデリティ＃１：同社が提供する日本株ファンドFidelity Japan Fundに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された51社（会社提案662議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドが提出したN-PXレポートより集計した。

・フィデリティ＃２：同社が提供する日本株ファンドFidelity Japan Smaller Companies Fundに組み込まれた日本企業の、2011年７月１日から2012年６月30日の間に開催された81社（会社提案856議案）の定時株主総会に対して行使された議決権結果を、同ファンドが提出したN-PXレポートより集計した。

・キャピタル・インターナショナル：キャピタルグループの日本法人であるキャピタル・インターナショナルが行使した、2012年５・６月開催の株主総会での議決権行使結果を集計している（行使した社数は不明）。

・信託協会調査：投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」（2012年９月）より抜粋。調査は同協会正会員62社の、2012年５・６月開催の株主総会での議決権行使結果を集計している。

・顧問業協会調査：日本投資顧問業協会「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート」（2012年９月）より抜粋。調査は同協会会員72社の、2012年５・６月開催の株主総会での議決権行使結果を集計している。

・GPIF：年金積立金管理運用「株主議決権行使状況の概要（平成24年４月～６月）」より抜粋。パッシブ運用受託機関６社７ファンド、アクティブ運用受託機関13社20ファンドの合計。

＊キャピタル・インターナショナル、投資信託協会、日本投資顧問業協会は買収防衛策関連議案への投票結果を独立して開示していない。

取締役選任議案に限定すると、国内投資家の反対率は信託協会調査で12.0％、顧問業協会調査で10.0％、GPIFで10.2％であるが、外国人投資家の反対率は概ね10％以下であり、フィデリティやキャピタルでは反対票ゼロというファンドもある。

もう１つの特徴として、外国人投資家ごとに議決権行使への考え方が異なっていることがわかる。フィデリティやキャピタルと比べて、ブラックロックは反対票を投じる割合が高い。また、ブラックロックの中でもファンドごとに反対票の割合には違いがある。

これらの結果からは、外国人投資家が国内投資家と比べて、会社提案に対して反対票をより積極的に投じているとは断言できない。ただし、監査役選任、役員退職慰労金、買収防衛策に関する議案については反対の姿勢を鮮明にしていることは明らかである[12]。また、外国人投資家ごと（さらにはファンドごと）に投票行動の考え方が異なっている。これらのことから、外国人投資家が一様に日本企業に対して反対票を投じているわけではないことが分かる。議案数がもっとも多い取締役選任議案に限れば、国内投資家よりも外国人投資家の方が積極的に賛成票を投じているとさえ言える。

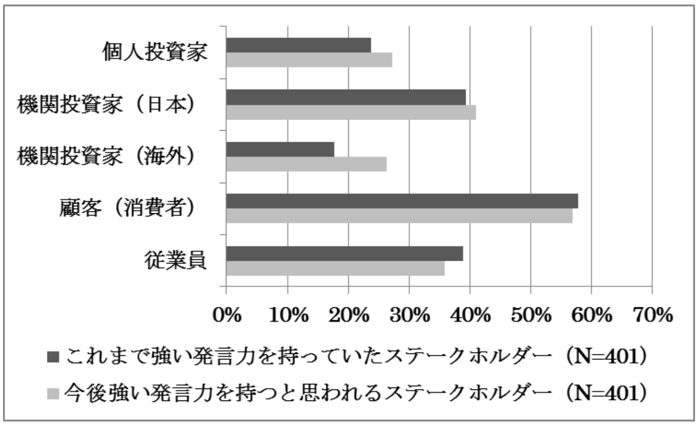
---

[12] これら議案への反対投票を通じて、外国人投資家が日本企業に規律を加えている可能性がある。ただし、2013年に提出された上場会社のコーポレート・ガバナンス報告書を集計したところ、東京証券取引所上場会社3,379社のうち買収防衛策を導入しているのは510社（15.1％）である。また、日経平均採用225社の2011年度の有価証券報告書によると、225社のうち役員退職慰労金を支給している会社は29社（12.9％）である。買収防衛策や役員退職慰労金に関する株主総会議案を通じて影響力を行使できる企業数はそれほど多くなく、それ以外の企業に対して、監査役選任議案への反対投票のみを通してどれほど規律を加えることができるのかどうかは、今後の検証課題である。

７．外国人投資家は経営に圧力をかけているのか

これまでの分析および文献サーベイから、外国人投資家の議決権行使および投票行動は、国内投資家と大きな違いはないことがわかった。つまり、株主総会における議決権行使を通じて、外国人投資家が積極的に日本企業に圧力をかけているという証拠は得られなかった。これを裏づけているのが、経済同友会が実施している「企業経営に関するアンケート」（2012年度）の調査結果である。この調査は東証１・２部上場会社および非上場の同友会会員の計2,537社の経営者に郵送で行われている（回答数435社）。図表６は、「ステークホルダーについて、経営に対して、これまで強い発言力を持っていた主体、また今後強い発言力を持つと思われる主体について、それぞれ、発言の強さの大きなものから順に３つ以内でお答えください」という質問の結果の一部抜粋である。

図表６　経営者が感じるステークホルダーの発言力



「企業経営に関するアンケート」（2012年度）を一部抜粋

対象を株主に限定すれば、企業経営者は、海外機関投資家はもっとも発言力がないと感じている。今後の発言力においても海外機関投資家は相対的に低く、過去将来ともに国内機関投資家の発言力がもっとも強い。参考までに「顧客（消費者）」「従業員」の発言力も掲載しているが、日本企業の経営者は株主よりも顧客や従業員の発言力が大きいと感じていることもアンケート結果から読み取れる。これらの結果を総合して考察すると、外国人投資家は、外部公表された大量データから見る限り、日本企業にモノ言う存在ではないと考えざるをえない。

ただし、これはあくまで表に出てくる外国人投資家の平均的な姿である。ブラックロックのエンゲージメント・レビュー（2012年版）によると、2012年には投資先日本企業からブラックロックへのエンゲージメント（建設的な対話）の依頼が増え、対2011年比で約２倍の116件の面談を日本企業と行ったという[13]。エンゲージメントの拡大が株主総会における投票行動にどのように関連しているのかなど、その実態の定量化と分析は本稿の課題である。

８．おわりに

岩壷・外木［2007］は、「外国人投資家は議決権の行使（Voice）と株式の売却（Exit）の両面で経営を規律付けることができる可能性があるものの、どちらがどのように機能しているのかは不明のままである。これを解明することは興味深い課題である」（57頁）と述べている。本稿は外国人投資家のVoiceの一側面を明らかにした。一般に指摘されているような、議決権を積極的に行使し経営改善を迫るという外国人投資家の姿を、大量データ分析および文献サーベイからは確認することができなかった。ただし、データとして表に現れない水面下でのエンゲージメントの実態はいまだ解明できておらず、それが経営をどのように規律付けているのかは今後、明らかにしなければならない。

13　あるエレクトロニクス大手企業のIR室長は、「外国人のファンドマネージャーは、「自分の目で確かめる」、つまり直接企業とコンタクトをして現状を確かめるための努力を惜しまないという印象が強いですね。これに対して、日本人のファンドマネージャーは、セルサイドやバイサイドのアナリストの分析に依存する傾向が強いような気がします」と述べている（東京証券取引所［2004］Exchange Square Vol.10　特集「外国人投資家」p.15）。

このように本稿は克服すべき課題を抱えているものの、これまで指摘されてきたような外国人投資家の定説が必ずしも現実と整合していないことを明らかにした点で、ディスクロージャー・IRの立案・実施に資する知見を得られたと考えている。

福井［2002］は、「声高な少数派の存在が、彼らが多数派であるかのような雰囲気を醸し出す。サイレントマジョリティに属する個人は自分たちが少数派に属すると（あるいは唯一の逸脱者とさえ）思い込み、心ならずも声高な少数派に同調してしまう。こうしていったん確立してしまった本来意に沿わない行動を、集団からの追放・嘲笑を恐れて、本来の多数派も含めた全員が続けていく」（112頁）と指摘する。こうした状態を集団的無知という。これはあくまで極論として引用したものであるが、もし外国人投資家の実像を客観的に明らかにすることなく、誤った理解・前提のもとでディスクロージャー・IRが行われ、さらには学術研究が蓄積されていくのであれば、これは大きな社会的損失である。

これまでの研究では外国人投資家による経営への規律付けの代理変数として、外国人持株比率がたびたび用いられてきた。しかし、この規律付けの実態を明らかにするためには、以下の２つの定量化が重要である。まず、個々の外国人投資家の姿をできる限り細かく忠実に定量化すること、そして、彼らの声を聞き入れる経営側の態度を定量化することである。

議決権行使助言会社Institutional Shareholder Services（ISS）のマーク・ゴールドスタイン氏は、ISSが議決権行使の助言サービスを提供している顧客投資家について、「結果的に投資先企業に対してISSの標準よりも厳しい投資家と、そうでない投資家に分かれる」（ゴールドスタイン［2002］,45頁）と述べている。外国人投資家の議決権行使基準が一様ではないことはこの発言からも読み取れる。投資家の議決権行使に対する考え方やその背後にある意図は多種多様である。これらの違いを学術研究に反映させていくことは容易ではないが、N-PXレポートなどを活用することができるだろう。

経営者の聞く耳の定量化も課題である。加護野ほか［2010］は、日本企業の経営者が自由に企業をコントロールしすぎてしまう独裁の問題がバブル崩壊後に露呈したと指摘したうえで、「強制力のない牽制を受け入れるか否かは、結局のところ、経営者自身の判断に委ねられてきたのである」（149頁）と述べている。また、宮島・新田［2003］は、同じ海外機関投資家比率を持つ場合でも、それに対する企業経営者の反応が業種間で異なる可能性があることを実証的に明らかにしている。外国人投資家の声を聞き入れる経営者のインセンティブや程度の定量化については、これまで蓄積されてきた経営学の知見や資本市場研究の研究成果を援用することができるであろう。

本稿では、大量データを用いて外国人投資家の平均像を浮き彫りにした。証拠に基づいた現状認識こそが、効率的で効果的なディスクロージャー・IRの第一歩となる。研究に使用できるデータの制約はあるものの、それをできる限り克服しながら研究を進めていくことは、ディスクロージャー・IR研究の進展のためには避けては通れない道である。

参考文献

Ahmadjian, C., "Foreign Investors and Corporate Governance in Japan," Corporate Governance in Japan-Institutional Change and Organizational Diversity, Oxford, 2007.

ゴールドスタイン，マーク「外国人投資家から見た日本の企業統治」『年金と経済』Vol.21 No.4,2002年12月.

雨宮愛知「外国人株主は企業の雇用調整を促進させるのか？－連結決算データを用いたパネル分析－」『証券アナリストジャーナル』Vol.47 No.4,2009年４月.

岩谷賢伸「外国人株主によるわが国企業への議決権行使」『資本市場クォータリー』Vol.６ No.4,2003年Spr.

岩壷健太郎・外木好美「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係－分散不均一性による同時方程式の識別－」一橋大学経済研究所『経済研究』Vol.58 No.1,2007年１月.

依馬直義「機関投資家による議決権行使の状況－2011年株主総会の検証－」『商事法務』No.1946,2011年11月.

加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久『コーポレート・ガバナンスの経営学　会社統治の新しいパラダイム』有斐閣，2010年.

澤邉紀生「会計制度改革と日本のコーポレート・ガバナンスに関する一考察－時価会計の導入と株式持ち合いについて－」『経済学研究』第69巻第３・４合併号,2003年１月.

篠田朝也「わが国企業における株主による経営の規律づけに関する検討－外国人投資家を中心にした分析

ー」『立命館経営学』第48巻第５号,2010年１月.
中野誠・高須悠介「日本企業の現金保有決定要因分析－所有構造と取締役会特性の視点から－」『日本企業研究のフロンティア⑨』2013年３月.
西山俊一「日本における外国人投資家の動向と外国人持株比率に関する実証分析」『立命館経営学』第44巻第４号,2005年11月.
新田敬祐「株主構成の変容とその影響」『ニッセイ基礎研REPORT』2008年２月.
萩原忠久「投資顧問業者の議決権等株主権行使について」『年金と経済』Vol.21 No.4,2002年12月.
坂東照雄「議決権電子行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権行使動向」『商事法務』No.1986,2012年12月.
福井義高「情報カスケードと会計基準」『會計』第161巻第５号, 2002年５月.
藤田利之『日本企業にモノ申す外国人株主－外国人投資家が求める株主総会の透明性』東洋経済新報社,1999年４月.
藤本周「SEC「N-PXレポート」にみる機関投資家の議決権行使動向」『商事法務』No.1998,2013年５月.
本合暁詩「コーポレート・ガバナンスに外国人株主が与える影響－経営者報酬・ストックオプション導入の実証研究を通じて－」『経営行動科学』第23巻第２号,2010年８月.
宮島英昭・新田敬祐「生産性と外部からの規律－不振産業におけるガバナンス問題は何か－」『証券アナリストジャーナル』Vol.41 No.12,2003年12月.
宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか？：「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く」『経済産業研究所　ポリシー・ディスカッション・ペーパー』2013年６月.

第５回プロネクサス懸賞論文　佳作

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

東京大学大学院 経済学研究科 修士２年
井上　隆文

１　はじめに

会計基準を日本基準からIFRSに移行することにより、有価証券報告書の利用者にどのような影響が生じるのだろうか。開示書類の利用者の視点から、移行によってどのような変化や問題が生じているのかを分析することで、今後の改善の余地について論ずる。なお本稿では、利用者として日本基準で開示を行う日本企業を分析対象としてきたような主体を想定する。米国基準やIFRSを適用する企業が増え、情報開示についてもグローバル化が進んだとはいえ、やはり国内では依然として日本基準が主流となっており、各基準を適用している日本企業の数を見てもそれは明らかである。そのため、今まで日本基準のもとで開示を行ってきた企業がIFRSへと会計基準を変更した際、その利用者にとってどういった変化・問題が生じるのかを明らかにし、問題点の改善のための提案を行うことを本稿の目的とする。

本稿ではまず、IFRS適用により財務諸表を中心とした企業の開示にどのような影響が生じるのかについて、関連する先行研究を整理した。

その上で、最初に開示の量・内容の変化に着目する。開示の量・内容は、IFRS適用企業の有価証券報告書を利用するに当たってまず変化を感じる部分であるためである。開示の量がどのように変化したのか、変化はどういった項目によってもたらされているのかを調査し、その要因・問題点についての考察を行った。ここで問題となったのは、開示の量・内容・形式に企業間でばらつきがあり、利用者にとって理解に手間と時間がかかることである。

次に、IFRS移行によって会計数値にどのようなインパクトが生じているのかを、総資産額及び利益額の変動を概観し、次いで利益剰余金の変動の分析を行った。総資産額及び利益額を対象としたのは、のれんの非償却や開発費の資産計上を始めとした基準間の差異により毎期開示される貸借対照表と期間損益に差が生じるのではないかということが世間でも注目されているためである。更に分析対象に利益剰余金の変動を含めたのは、多くの企業において移行時までに累積されていた多額の損失が移行時に利益剰余金に振り替えられており、移行後の利益額への影響が非常に大きくなっているためである。徐々に期間損益で認識されるはずだった損失を利益剰余金振替という形で先取りすることにより、移行後の利益額が水増しされている可能性がある。本稿では利益剰余金の変動をもたらす諸項目の中でも、影響が大きいと考えられる未認識数理計算上の差異の累積計上額の利益剰余金振替、為替換算調整勘定の累計額の利益剰余金振替の２項目をピックアップして更なる分析を行った。これら会計数値の変動の分析を通じて問題となったのは、基準間差異により各数値が大きく変動していること以上に、それら変動の影響を的確に把握・調整することが利用者にとって困難になっている点である。

最後に、結論・提案において、どのようにすればそれらの問題を緩和・解消し、IFRSに基づく有価証券報告書の開示をより良いものにすることができるのかを提案として述べる。詳細については後に述べるが、必要とされるのは、利用者がIFRS適用企業の有価証券報告書を容易に活用できる情報開示である。１つの形式さえ理解すればよいように統一された形式であることと、日本基準との差異の把握・調整について企業が補足情報を開示することの二点が、利便性を高めるためには有用である。

なお本稿においては、IFRS任意適用企業に対し、ランダムに仮企業名（Ａ社、Ｂ社、Ｃ社・・・）を割り当てて表記している。

２　先行研究

海外文献においては、IFRS適用について多くの研究が行われており、IFRSを採用することで、利益額や会計数値の価値関連性・比較可能性がどのように変化するのか、また取引量やアナリストへの影響はどのようなものであるのかについて既に多くの研究が行われている。

本研究では財務諸表利用者の利便性について、企業間比較・期間比較の容易さの観点から述べるため、特にそれらの観点に関連した研究について、参考としたものを以下に記す。

企業間比較

Li (2010) では、IFRSの強制適用による株式資本コストへの影響を調べ、法的強制力の強い国に限った結果ではあるものの、資本コストの減少が観察されたとしている。その現象の理由としては、開示の増加と比較可能性の向上が考えられる、としている。

また、会計基準の統一がアナリストに与える影響について、Tan (2011) では、IFRSを採用することで海外アナリストのフォロー者数・アナリスト予測の正確性が向上するとし、その要因として国際ポートフォリオを持つ投資家の存在を挙げている。このことから、会計のコンバージェンスは、比較可能性の便益をもたらし、会計データの有用性を高めるものであると結論づけている。

上記のようにIFRS採用にポジティブな見解に対して、否定的な見解もある。Lang (2010) では、国際的な財務諸表の比較可能性についてearnings comovement と cross-country accounting comparabilityを用いて測定し、比較可能性は必ずしも増加しないという結果を示した。また、アナリストの情報保有レベルの好ましさと負の結びつきを持つearnings comovementが増加したという結果から、IFRSは企業の情報環境に悪影響を与え、使用者が正確な情報を利用する能力を減退させるものである、としている。

このようにIFRSがネガティブな影響を与える一因として考えられているのが、会計基準が統一されても、実務上は従前の会計慣行が依然として継続しており、会計実務が統一されていないという可能性である。

Kvaal (2010) では、IFRSを採用した５つの主要株式市場の優良企業指標に含まれる企業を対象に調査を行い、16の事項に関して、IFRS採用前の会計慣行がIFRS下でもルール上許容される国では、従前の会計慣行が継続していることが示された。さらに、これらの差異は規制者の利害によって生じることが多く、今の状況は制度的な差異を許容するデメリットが許容するメリットを上回っており、経済の特徴の違いを反映するためのオプション以外のオプションは認められるべきではないと述べている。

上記のような文献サーベイの含意として、国際的な企業間比較の観点からは向上が見込まれるものの、従前の会計慣行の継続のために必ずしも向上するとは言い切れないようである。先行研究では主に国際的な比較について述べられており、同一国内での企業間比較を対象とした研究は少なかった。本稿では、国際的な比較可能性の向上が期待される一方で、国内での比較可能性がどのように変化するのかについて、実際に開示情報を見ていくことで明らかにしたい。

期間比較

会計数値の期間比較について、具体的には、IFRSを採用することで利益額や資産額などの会計数値の期間比較にどのような影響があるかについて、以下の論文を参考にした。

Iatridis (2010) では、IFRS導入によるイギリス企業への影響を調べ、収益性や成長可能性などの財務業績指標に好ましい影響を与えるとともに、公正価値志向のIFRSの採用により損益計算書の各数値のボラティリティは増加するようである、と述べている。

林 (2011) では、IFRSに移行することによる利益調整が情報を持つかどうかについて検証し、その中で、IFRSと類似するといわれる英国においてさえ、IFRSへの移行は純利益を有意に増加させたとしている。そしてこの結果から、英国よりもIFRSとの基準間差異が大きいと考えられる日本においては、IFRS適用のインパクトは更に大きなものとなることがうかがえる。

以上の先行研究を参考に、本稿では、会計基準をIFRSに変更することで開示される情報にどのような変化があるのか、また、IFRS下での会計数値は日本基準下の数値とどの程度異なるのかについて考察を行い、より良い情報開示を得るためにどのように対処していけばよいかを見出していく。

３　調査方法・結果

３－１　開示内容の差について

３－１－１　開示量の変化

まず、IFRSに移行することにより開示量がどのように変化するのかを明らかにするため、IFRS移行直前期の有価証券報告書と、IFRS移行後の有価証券報告書のページ数の変化を調査した。なお、調査対象企業のうちＤ社については、IFRS移行前は米国基準に準拠して作成されている。本稿は日本基準からIFRSへの移行企業を前提に議論を進めているが、数少ないIFRS任意適用企業の１つであることから、Ｄ社についても調査対象に含めている。それ以外の企業のIFRS移行前の有価証券報告書は日本基準に準拠して作成されている。期末日は全社３月31日である。

原則として、第一部企業情報に含まれる各区分（第１　企業の概況以降、第２、第３～）についてそのページ数を記しているが、「第６　提出会社の株式事務の概要」以下、「第７　提出会社の参考情報」、「第二部　提出会社の保証会社等の情報」、「監査報告書」については、目立った差が見られな

かったため、「提出会社の概要以降」として一括した。

IFRS移行時の並行開示情報や、初年度適用時の利益剰余金や包括利益への調整については、「連結注記表」と「事業の状況」のどちらかに記される場合と両方に記される場合とで、企業によって異なっていた。初年度適用の記述がどちらに含まれるかで項目ごとの開示量に差が生じるため、開示場所の差異を吸収するために両者のページ数を合計した「事業の状況＋連結注記表」の項目を設けた。

表１は、上記のルールに基づき各年度各項目のページ数を要約・集計したものであり、表２は日本基準最終年度と比較して移行後の各項目のページ数が何ページ増加したかを示したものである。

なお、本稿に記載されている表はすべて、有価証券報告書に記載されている情報をもとに著者が作成したものである。

表１：移行前後ページ数

企業名	期末年度	基準	企業の状況	事業の状況	設備の状況	提出会社の状況	経理の状況	連結注記表	財務諸表等	提出会社の概要以降	事業の状況＋連結注記表	全体
A社	2013	I	13	27	3	36	9	74	24	5	101	193
A社	2012	I	14	38	3	32	9	87	27	7	125	219
A社	2011	J	9	21	3	36	11	54	27	6	75	169
B社	2013	I	9	13	2	27	8	69	19	5	82	154
B社	2012	J	9	10	2	26	9	26	19	5	36	108
C社	2013	I	10	11	3	39	9	80	31	5	91	190
C社	2012	I	10	11	3	32	9	77	30	5	88	179
C社	2011	I	11	33	3	28	9	78	32	6	111	202
C社	2010	J	11	15	3	27	8	46	49	7	61	168
D社	2013	I	9	24	2	46	9	68	26	5	92	191
D社	2012	I	10	24	2	47	9	78	29	5	102	206
D社	2011	I	9	30	2	45	9	93	32	6	123	228
D社	2009	U	9	28	2	44	8	61	38	6	89	198
E社	2013	I	6	8	3	14	6	35	20	5	43	99
E社	2012	I	6	8	3	14	6	37	21	5	45	102
E社	2011	I	6	9	3	16	6	38	23	6	47	109
E社	2010	I	6	13	3	16	6	38	25	6	51	115
E社	2009	J	6	9	3	16	10	26	25	6	35	103
F社	2013	I	9	12	3	32	7	87	22	5	99	179
F社	2012	I	9	16	3	33	7	100	23	5	116	198
F社	2011	J	9	13	4	32	11	59	28	7	72	165
G社	2013	I	8	20	3	38	7	75	23	6	95	182
G社	2012	J	7	18	3	35	10	34	25	6	52	140
H社	2011	I	14	20	2	45	7	63	21	6	83	180
H社	2010	J	13	33	2	50	11	58	19	6	91	194
I社	2013	I	6	14	1	17	6	59	14	6	73	125
I社	2012	J	6	9	2	17	10	36	14	5	45	101

表２：日本基準最終年度と比較した増加ページ数

企業名	移行後年数	企業の状況	事業の状況	設備の状況	提出会社の状況	経理の状況	連結注記表	財務諸表等	提出会社の概要以降	事業の状況＋連結注記表	全体
Ａ社	2	4	6	0	0	−2	20	−3	−1	26	24
Ａ社	1	5	17	0	−4	−2	33	0	1	50	50
Ｂ社	1	0	3	0	1	−1	43	0	0	46	46
Ｃ社	3	−1	−4	0	12	1	34	−18	−2	30	22
Ｃ社	2	−1	−4	0	5	1	31	−19	−2	27	11
Ｃ社	1	0	18	0	1	1	32	−17	−1	50	34
Ｄ社	3	0	−4	0	2	1	7	−12	−1	3	−7
Ｄ社	2	1	−4	0	3	1	17	−9	−1	13	8
Ｄ社	1	0	2	0	1	1	32	−6	0	34	30
Ｅ社	4	0	−1	0	−2	−4	9	−5	−1	8	−4
Ｅ社	3	0	−1	0	−2	−4	11	−4	−1	10	−1
Ｅ社	2	0	0	0	0	−4	12	−2	0	12	6
Ｅ社	1	0	4	0	0	−4	12	0	0	16	12
Ｆ社	2	0	−1	−1	0	−4	28	−6	−2	27	14
Ｆ社	1	0	3	−1	1	−4	41	−5	−2	44	33
Ｇ社	1	1	2	0	3	−3	41	−2	0	43	42
Ｈ社	1	1	−13	0	−5	−4	5	2	0	−8	−14
Ｉ社	1	0	5	−1	0	−4	23	0	1	28	24

表１から明らかなように、企業の状況や設備の概況、経理の状況、提出会社の概要以降については、企業・採用基準を問わず大きな差は見られない。財務諸表等についても各社それほど大きな差があるとは言えない。開示量自体で差が生じたのは、事業の状況、提出会社の状況、連結注記表である。このような差を生じさせている原因としては、各項目でどこまでの情報を開示するかが企業によって異なることが考えられる。

表２を見ると、やはり事業の状況と連結注記表の記載量が増加している。ただし注意すべき点として、多くの企業が未だ移行１・２年度目でありIFRS下での開示量がどの程度の水準で落ち着くのかはまだ不明である点、IFRSに移行することによる増加量は企業によってある程度異なる点の２点が挙げられる。これらのことから、IFRS移行によって概ね開示量が増加することは言えるものの、その絶対量や増加量が画一的なものではないことがわかった。開示量の違いをもたらす要因について、以下で開示内容の差に照らして考察していく。

IFRS下での具体的な開示内容を見ていくと、事業の計画について、対象企業の中で最も開示量の多いＡ社では、財務業績を、各セグメント別に変動要因とともに記し、財務指標の構成項目についても開示を行っている。更に対処すべき課題の欄では、ブランド戦略を含めた経営計画について、定性的な情報が多く述べられている。事業のリスクについても、為替などのリスクから、関連法規制のリスクまで丁寧に記述が行われている。特に財務面において、格付け機関による格付けや、円建て、他通貨建て別に借入利率が記載されるなど、記述が充実していた。しかし企業によっては概略を述べるにとどまる項目や記載自体を行っていない項目も多く、どの記述がIFRS適用企業間で比較をすることができるのか把握をするのが難しい状況にある。連結注記表においても、金融商品の開示などIFRSを適用することにより概ね開示量は増加しているが、その開示内容については保有している資産・負債にそもそも差があることもあり、企業間で大きな差があった。

開示項目の中で、開示量について特に企業間の差が大きいのが、IFRS初年度適用の開示である。多くの企業は連結注記表の中で、初年度適用開示として移行日と、適用前期末の資本への影響と包括利益への影響を開示している。しかし、Ｃ社とＥ社においては、事業の状況において平行開示情報としての要約財務諸表とあわせて移行調整の開示を行い、連結注記表には移行調整の詳細は記載されていなかった。開示が充実している企業では、未適用の基準・適用

した容認基準を明らかにした上で、資本と包括利益への調整表に加えて、表示組換や認識・測定の差異について、主要な項目ごとに注記に記されていた。その際、該当項目（販管費など）がいくら変動するかに加えて、利益剰余金の変動の欄において、最終的な利益剰余金への影響額が示される形となっていた。しかしながらどの程度詳細に記述するかは企業次第のようで、差異が明確に分かる基準ごとの金額は開示せず、結果的に財務諸表の各項目がどの程度変動しているかを示すのみの企業もあった。

このような企業間の差異は、IFRSで開示される情報内容の水準がどの程度なのかを不明瞭にしている。世間一般ではIFRS採用にあたって開示が充実するといわれており実際に全体としての開示量は増加しているものの、企業間によって開示の絶対量・日本基準からの増加量には差がある点が観察された。IFRS採用により開示が画一的に充実するのならば、IFRS適用は開示量・内容の充実のシグナルとなる。しかし現在はIFRS採用企業ならば必ず開示されている情報と企業が自主的に開示している情報とが混在しているおり、IFRSを採用することにより必ず達成される開示水準が不明瞭なため、シグナリング効果が発揮されにくい状況となっている。

企業間の差異に加えて問題となり得るのが、重複された記載である。流動性リスクや財務リスクについては、金融商品の概要や資金調達の方法など事業の内容と連結注記表で記載が重複している部分も多く見受けられた。また、初年度適用の開示についても、「事業の状況」と「連結注記表」で同じ情報を開示していることがあった。こういった重複は見かけの開示量を増加させるだけでなく、二カ所で数値の定義に差がある場合はどちらの記述を分析対象にすればいいかの混乱を招きかねない。

３－１－２　開示量以外での開示内容の変化

開示量に関しない部分でも、IFRSに基づく開示資料の読みにくさを感じる部分がある。それは、開示内容・開示形式の非一貫性である。

一例としてセグメント情報を挙げると、日本基準の下で、マネジメントアプローチを採用した際に多くの企業が開示形式を変更した。それらの企業がIFRSに移行した際に更に開示形式を変更することが多く、企業間比較はもちろんのこと同一企業の期間比較さえも難しくなっている。Ａ社・Ｂ社・Ｆ社などは、各年度の資産項目の額の開示において、資産の定義が資産→有形固定資産→非流動資産とたった５年で２度も変更されている。収益面についても、主力ビジネスに関するグロスの活動成果の開示に用いられる項目は企業間・年度で異なる場合が多く、比較がしにくい情報になっている。

IFRS移行調整の記述についても、開示形式は企業ごとに大きく異なる。記されている移行による影響額が、税金調整前の費用収益への影響額なのか、税金調整後の利益剰余金への影響額なのかは、各社ごとに注記の記載を逐一読んで区別しなければならない。有形固定資産の増減額の要因一つをとっても、減価償却方法・耐用年数の見直しによるもの、減損の戻入れや減損判定の有無の差による調整額、（投資不動産に対する）みなし原価としての公正価値の適用によるもの、といった違いがある。更に、それらをどこで区分するか、もしくは一括するのかの表示の仕方でも企業間で差が生じている。移行調整の記述にはその他にも従業員給付（有給休暇引当金なのか、退職給付の算定基準の差なのか、数理計算上の差異の処理方法の差なのか）、棚卸資産（減損の定義の違いなのか収益計上基準の違いなのか）をはじめとして多くの項目で内容の差異が存在し、移行の影響を複数社横断的に分析することは非常に困難となっている。

ただし、移行によって比較がしやすくなる面も確かに存在する。IFRS下ではほとんどの企業がセグメント情報の資産項目を非流動性資産に定義を揃えていることや、全てのIFRS適用企業が無形資産を項目別に詳細に開示していることなどである。開示の量が増加していることに鑑みても、IFRSの情報が何年も積み上がっていけば企業間比較・期間比較が行いやすくなる可能性は大きい。問題は、現時点での有価証券報告書の利用者の多くは日本基準に慣れ親しんでおり、そういった利用者にとってIFRS移行後の有価証券報告書が利用しにくいものになっているということである。いくら長期的な比較可能性が向上するとしても、移行にあたって現時点で生じている上記のような課題についてはやはり対応が必要となってくるであろう。

３－２　会計数値の期間比較について

会計基準が変更されることで、開示される会計数値にどの程度の影響が現れるのかについて、具体的な数値を比較しながら考察を行っていく。

３－２－１　総資産額・利益額への影響

表３では、並行開示情報を用いて、国際基準（IFRS）と従前の基準（Ｄ社を除き日本基準）のそれぞれで算定された総資産額・利益額についてどのような差異が生じるのかを示した。利益については、当期利益と当期純利益を比較するのは不適とも考え

られるが、両者とも包括利益を除いた範囲では所有者に帰属する最終的な期間損益であるとともに、ROAやROEなどの業績指標の算定に主に用いられることから、この二項目を比較対象とした。

作表にあたっては、有価証券報告書の冒頭に開示されている主な経営指標の推移の欄における各項目の数値を用いた。

表３：並行開示情報に基づく、総資産額・利益額の基準間差額

			増加額（百万円）		増加率		国際基準連結（百万円）		従前基準連結（百万円）	
企業名	決算	基準	総資産	利益	総資産	利益	総資産	当期利益	総資産	当期純利益
A社	2012	I	194,395	101,160	5.6%	44.5%	3,667,007	328,559	3,472,612	227,399
A社	2011	J	111,094	103,370	3.1%	71.1%	3,655,201	248,736	3,544,107	145,366
B社	2013	I	-2,660	2,660	-2.3%	23.6%	115,089	13,950	117,749	11,290
B社	2012	J	-1,782	-2,208	-1.6%	-21.7%	111,287	7,972	113,069	10,180
C社	2011	I	9,852	2,112	1.7%	3.7%	578,641	59,579	568,789	57,467
C社	2010	J	10,493	3,642	1.9%	9.6%	560,290	41,517	549,797	37,875
D社	2011	I	-38,821	-2,510	-0.5%	-1.2%	7,230,502	200,222	7,269,323	202,732
D社	2009	U	-30,754	10,166	-0.4%	6.6%	7,107,044	165,365	7,137,798	155,199
E社	2010	I	1,721	338	2.7%	8.5%	64,558	4,337	62,837	3,999
E社	2009	J	-284	142	-0.4%	-0.5%	67,348	-28,731	67,632	-28,873
F社	2012	I	29,430	12,368	3.6%	-81.5%	848,752	-2,815	819,322	-15,183
F社	2011	J	20,832	10,819	2.4%	671.6%	889,420	12,430	868,588	1,611
G社	2013	I	4,591	36,355	2.4%	84.8%	194,784	79,215	190,193	42,860
G社	2012	J	736	25,864	0.5%	75.0%	153,223	60,349	152,487	34,485
H社	2011	I	512,506	13,079	25.9%	-132.4%	2,494,387	3,202	1,981,881	-9,877
H社	2010	J	-8,246	-2,897	-0.5%	-90.5%	1,655,568	303	1,663,814	3,200
I社	2013	I	-11,031	-1,846	-1.6%	-32.1%	682,193	3,901	693,224	5,747
I社	2012	J	-8,934	-394	-1.7%	-27.7%	526,729	1,028	535,663	1,422

表３を見ると、のれんの非償却や減損の戻し入れなどにより資産や利益が増加するという、先行研究に概ね沿った結果となった。ここで注目したいのは利益額の影響が多くの企業で数10%を超えている点である。影響の正負には企業間で差があるが、基準変更による影響額が非常に大きいことがうかがえる。並行開示が義務付けられている２年間に関しては、当然従前の基準の数値を用いて純粋に業績の変動を把握することができる。しかしながら移行翌年度はIFRSに基づく会計数値しか開示されないため、同一基準での期間比較は３年しか行うことができない。移行後の期間比較を行う際にいくつかの問題が生じることを、３－２－２以下で示していく。

３－２－２　利益剰余金への影響

移行後に開示される会計数値の期間比較について、利益剰余金への影響額、特に数理計算上の差異の処理と在外子会社に係る累積換算差額（為替換算調整勘定）を一例に分析する。

表４では、移行期の株主資本等変動計算書の前々期末残高（IFRS）と、移行直前期の株主資本変動計算書の前期末残高（従前の基準）を用いて、利益剰余金がIFRS移行によってどの程度変化しているのかを示した。なお、増減した利益剰余金の規模を把握しやすくするため、参考として該当年度の従前の基準における当期純利益と、増減額÷左記当期純利益で計算された当期純利益倍率を示した。利益額は売上などと比べて変動率が大きいため、増減した利益剰余金が何年度分の利益額に値するかに関する精度の高い指標とは言えないが、どの程度の利益剰余金が移行によって変動しているのか、規模の大まかな把握のために用いる。

表５及び表６はその利益剰余金の変動をもたらす要因として考えられる項目のうち影響が顕著である

と考えられる未認識数理計算上の差異の累計額と、在外子会社に係る累積換算差額（為替換算調整勘定）の影響額を示したものである。

未認識数理計算上の差異については、IFRS移行直前期の退職給付に関する注記を用いた。IFRS基準に変更することで、今まで経常費用として繰延認識されていた数理計算上の差異が、包括利益として即時認識・利益剰余金振替の処理に変わることで、それまで積み上がった数理計算上の差異（損失）が、移行日に利益剰余金の減少として現れると考えられる。

在外子会社に係る累積換算差額（為替換算調整勘定）については、多くの企業が容認基準を選択し、移行日までの累積換算差額の利益剰余金振替を行なっている。表に記されているようにその額が非常に大きいことから、数理計算上の差異と共に、独立して表に記した。なお、表６の作成にあたっては適用初年度の有価証券報告書より、IFRS適用にかかる調整で開示されている、移行日（初期適用期の前々期末）への資本調整の情報を用いた。Ｆ社については、移行前年度の記述しかなかったため、移行日ではなく、移行前年度末の影響額を記している。

表４：並行開示情報に基づく、利益剰余金の基準間差額　単位：百万円

企業名	決算	基準	増減額	当期純利益倍率	IFRS 利益剰余金	従前基準 利益剰余金	従前基準 当期純利益
Ａ社	2010	J	-430,426	-3.11	880,243	1,310,669	138,448
Ｂ社	2011	J	-11,928	-3.89	-1,136	10,792	3,069
Ｃ社	2009	J	14,833	0.59	382,941	368,108	25,109
Ｄ社	2008	U	-345,834	-1.61	763,608	1,109,442	215,078
Ｅ社	2008	J	-1,108	-0.17	31,425	32,533	6,504
Ｆ社	2010	J	-80,331	1.94	-8,635	71,696	-41,313
Ｇ社	2011	J	2,923	0.09	61,818	58,895	31,603
Ｈ社	2009	J	-27,122	-5.98	60,951	88,073	4,534
Ｉ社	2011	J	1,843	0.93	20,246	18,403	1,992

表５：IFRS移行直前期の、未認識数理計算上の差異累積（引当不足）額　単位：百万円

企業名	決算	基準	未認識数理計算上の差異
Ａ社	2011	J	100,671
Ｂ社	2012	J	12,277
Ｃ社	2010	J	2,383
Ｄ社	2009	U	75,845
Ｅ社	2009	J	1,627
Ｆ社	2011	J	23,079
Ｇ社	2012	J	記述無し
Ｈ社	2010	J	記述無し
Ｉ社	2012	J	記述無し

表６：移行日に利益剰余金に振り替えられた
　　在外子会社に係る累積換算差額（為替換算調整勘定）　単位：百万円

企業名	決算	基準	在外子会社にかかる累積換算差額
Ａ社	2010	J	-435,431
Ｂ社	2011	J	-7,207
Ｃ社	2009	J	-6,775
Ｄ社	2008	U	-221,291
Ｅ社	2008	J	記述無し
Ｆ社	2011	J	-21,869
Ｇ社	2011	J	401
Ｈ社	2009	J	-4,711
Ｉ社	2011	J	記述無し

表４を見ると、多くの企業で利益剰余金が増減しているが、一期分の純利益額を超えて変動している企業は全て利益剰余金が減少している。利益剰余金の減少は、捉え方によっては将来発生するはずだった損失を移行日に一気に認識してしまうという見方もできる。利益剰余金が減少した企業に限ってみれば、当期純利益額の約1.5年分～６年分もの額が減少している。倍率自体が荒い指標ではあるが、調整の影響が非常に大きいことは明らかである。日本基準のもとで数年かけて発生するはずだった損失が移行時に一気に認識されるのならば、その後の業績指標は日本基準と比べて格段に見栄えの良いものになる。そういった見かけの利益の増加が、利用者にとって容易に把握・区別できるものなのかについて、表５及び表６を見ながら分析していきたい。

表５を見ると、利益剰余金の増減の４分の１から５分の１程度は、数理計算上の差異の利益剰余金への振替によってもたらされている場合が多いことがわかる（表４は利益剰余金の減少はマイナスで表記され、表５では積み立て不足額が表記されているのでプラスの額が大きいほど振り替えたときの利益剰余金は減少）。日本基準では退職給付費用は人件費の一部であり経常費用に含まれていたため、経常利益や当期純利益に影響を与える重要な項目であった。もしこのような数理計算上の差異の影響を調整できれば、移行の影響の20～25%はコントロールできることになるが、そこには大きな手間がかかる。まず、従前の基準で積み上がっていた未認識数理計算上の差異と処理方法・償却年数をチェックした上で、移行後に認識される各年度の数理計算上の差異と合わせて繰延認識を行わなければならない。加えて、純利益項目か包括利益項目かの違いがあるため、税効果をどのように認識しているかも把握した上で調整しなければならない。このことから数理計算上の差異の処理は、基準移行の影響調整に困難が生じる原因の一例であるといえる。

次に表６を見ると、振替額が非常に大きいことがわかる。数理計算上の差異のように経常利益に影響を与えるわけではないが、グローバル化が進み日本企業も広範な国・地域にわたって多数の在外子会社を抱えていることを考えると、従前の日本基準で換算差額がどのように解消・リサイクリングされていったのかを推定することは非常に難しく、移行前後の期間比較を困難にしている一因であるといえる。

本稿では数理計算上の差異と在外子会社に係る累積換算差額を取り上げたが、その他にも減価償却方法・耐用年数の変更や減損の戻し入れ、開発費の資産計上、公正価値を用いたみなし原価の適用をはじめとして、移行の影響把握・調整に困難が生じると考えられる項目は多々ある。日本基準（もしくは米国基準）とIFRSの間に依然として基準間差異が存在する以上、基準変更時に会計数値に変動が生じることは致し方ないことである。しかしここで問題となっているのは、その変動・調整の影響の理解・推定に困難が伴っていることである。現在の状況では、長期の期間比較を行う上で基準変更の影響を区分して純粋な業績変動を把握することができず、この点において企業分析を行う際に利用しやすい情報が提供されているとは言い難い。

４　結論・提案

上記までの分析により、開示内容にばらつきが生

じていること、基準変更による会計数値への影響の把握が難しくなっていることの２点が明らかとなった。最後に、それらの問題を緩和するための方策にはどのようなものがあるかを以下で述べていきたい。

なお、この結論・提案を通じて基礎に置くのは、日本企業の有価証券報告書の利用者の利便性である。多くの利用者は今まで日本基準に慣れ親しんでおり、今まで日本基準のもとで業績の期間比較・企業間比較を行ってきている。任意適用企業が十数社しかない状況でIFRS基準への理解が急速に深まっていくとは考えにくく、いくらグローバル化が進んだといっても今後しばらくは利用者の大部分はIFRSより日本基準に親しみを持つであろう。そういった市場環境の中で開示を行う以上、日本基準での開示との親和性を常に意識しなければ、会計基準の差が障壁となってしまいかねない。強制ではなく任意適用であることからも、開示を充実させせることによるインセンティブが強い企業がIFRSに準拠と想定されるため、多少企業側の負担が重くなったとしても、利用者の便益となるような規定ならば設けるに値すると考え、以下のような提言に至った。

４－１　開示内容のばらつきについて

IFRS下において企業間で開示の量・内容・形式にばらつきが生じていることにより、IFRS採用により必ず達成される開示水準が不明瞭になっていた。更に、どこに何が開示されているのかもばらついていたため、どこまでが強制開示情報でどこからが企業の自主的開示なのかの区分がしにくいだけでなく、利用者が複数の企業の比較分析を行う際に企業ごとにフォーマットを理解し直す手間を必要とするものとなってしまっていた。

この問題を解決するためには、各項目の冒頭においてどこまでが強制開示項目かを明らかにした上で、基準で強制されている部分については開示のフォーマットを揃え、企業が自主的に開示する部分については記載方法の自由度を高め、両者を明確に区分することが有用ではないだろうか。現在の基準においてもある程度は区分がされているだろうが、未だIFRSに基づく開示資料の蓄積がなされていない状況においては、利用者が強制部分と自主的な部分を見分けるのは難しく、開示を行う側による手助けが必要であると考えられる。

３で述べたように、現在のIFRS任意適用企業の開示は情報の内容の差以前に、開示の形式が企業によりばらついており、見た目の時点で利用者が手間を感じかねないものとなっている。開示が必要とされる内容については記載する箇所・順番・作成する表の形式などを揃えることで複数の企業を対象にした比較がしやすくなる上に、IFRSが採用されることで必ず開示される情報内容が明らかになりIFRS自体の理解・認識の向上が期待される。一方で自主的な開示部分については企業に裁量を認めることで、その企業の業種や規模に沿った情報開示を行うことができるという、IFRSが原則主義であることのメリットも継続して享受できる。

また、少なくとも移行後数期においては、セグメント情報の項目で観察されたように用いられる会計数値やその定義が変更される場合は、日本基準において開示していた情報も参考情報と記すべきである。現在の状況では、同一産業におけるIFRS任意適用企業と日本基準適用企業の比較分析を継続したいという利用者のニーズが容易に想定できるため、比較に資する情報は当然必要となってくるであろう。

４－２　基準変更による会計数値への影響について

IFRS適用企業が移行後に開示している会計数値（特に利益額）については、基準変更による金額的影響が大きい上に、当該影響を「純粋な」業績変動から区分することが困難になっていることが３－２を中心とした考察で明らかになった。現在の並行開示情報は移行日と移行前期についてのものであり、移行後の基準間差異の調整はほとんどが利用者の推定に委ねられている。更に、移行調整の開示にも企業間でばらつきがあることから、利用者が基準変更の影響を把握・調整することは非常に難しい。

こういった問題を解決するために、開示形式の統一に加えて、移行調整の開示を更に充実させることが必要であると言える。具体的には、①少なくとも数理計算上の差異や在外子会社に係る累積換算差額などの主要な項目についてはすべて、収益費用への影響と最終的な利益剰余金への影響を開示すること。②仮に日本基準を適用していた場合には当期の各損益項目がどのように異なっていたのかを移行後も継続して開示することが求められる。

更に、これらの開示は、最終的な利益額等への影響の絶対額の合計が一定割合を下回るまでは開示を継続するべきである。仮に、差異をもたらす基準ごと（減損の定義の違いなど）や影響の純額で重要性の基準を設けた場合には、区分・一括の仕方や差異の発生パターンによって、企業間で開示される金額の重要性に差が生じてしまうためである。

詳細な開示基準を画一的に設けることは、企業・業界によっては重要性の低い項目まで詳細に開示する必要に迫られ、移行調整開示の量とそれに伴う企業の負担を過度に増やし、重要な項目を見えにくく

するというデメリットも併せ持っている。しかしながら、現在の日本市場では任意適用を行っている企業は十数社しかないことを意識せねばならない。現在の状況で、投資家をはじめとした利用者が、調整のための推定にどのくらいの手間をかけようと思うだろうか。利用者が容易に基準適用の影響を理解できるようにしなければ、影響解釈の難解さから利用者が移行企業の分析自体を取りやめ、分析対象を他の企業に移してしまうかもしれない。そのため特に任意適用期においては、これまで日本基準を対象に分析してきた利用者にとっても移行の影響を把握・調整がしやすいように、移行調整開示は画一的なものにすべきであるといえる。

４－３　本稿の限界と未解決の検討課題

本稿では、今まで日本基準で財務諸表分析等を行ってきた利用者の観点から考察を進めてきたため、IFRSを採用することによる海外の利害関係者の利便性を考慮対象に含めていない。本来ならば企業の意思決定は海外利用者も含めた全体としての開示資料の利用者の利便性を含めて行われるべきである。しかしながら海外まで含めた利便性を分析するには、海外のIFRS適用企業・比較対象企業の開示内容との差異をチェックせねばならず、本稿の対象範囲を超えている。日本基準から、世界的に広く用いられているIFRSへと会計基準を変更することは海外の利用者にとって、もしくはこれまでも国際企業を対象に分析を行っていた利用者にとっては、比較可能性は向上すると想定されるだろう。このことから、本稿はIFRSそのものについて過小評価をしていると捉え兼ねられない内容にもなっているが、あくまで今まで日本基準のもとで開示を行う日本企業を対象としていた利用者の目線から分析・考察を行ったことをここに述べておきたい。

５　参考文献

林健治（2011）
「IFRS初年度適用時の利益調整の情報内容」
『會計』180(1), pp30-43, 2011年７月

De George, Emmanuel T., Colin B. Ferguson, Nasser A Spear (2013)
How Much Does IFRS cost? IFRS Adoption and Audit Fees
The accounting review vol.88 No.2 pp.429-462

Iatridis, George (2010)
IFRS Adoption and Financial Statement Effects: The UK Case
International research journal of finance and economics Issue 38

Kim, Jeong-Bon, Xiaohong Liu, Liu Zheng (2012)
The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Audit Fees: Theory and Evidence
The accounting review Vol.87 No.6 pp.2061-2094

Kvaal, Erlend, Christopher Nobes (2010)
International differences in IFRS policy choice: a research note
Accounting and Btuines.1 Research. Vol. 40. No. 2. pp. 173-187.

Lang, Mark H, Mark G. Maffett, Edward L. Owens (2010)
Earnings Comovement and Accounting Comparability: The Effects of Mandatory IFRS Adoption
Financial Research and Policy Working Paper No. FR 11-03

Li, Siqi (2010)
Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?
The accounting review Vol. 85, No. 2 pp. 607-636

Tan, Honping, Shihengwang, Michael Welker (2011)
Analyst Following and Forecast Accuracy After Mandated IFRS Adoptions
Journal of Accounting Research Vol. 49 No. 5 December

第５回プロネクサス懸賞論文　佳作

包括利益と表示通貨の選択問題の考察

京セラ株式会社 経理部
飯尾 英晃

１．はじめに

平成25年６月19日、金融庁は「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方に関する当面の方針」を公表した。本書面では「2008年のワシントンサミットの首脳宣言で示された、「単一で高品質な国際基準を策定する」という目標がグローバルに実現されていくことは、世界経済の効率化・活性化を図る観点から有効であり、また、我が国としてもこの目標を実現していくために主体的に取組むことは、日本の企業活動・資金調達に有益であるとともに、日本市場の国際的競争力を確保する観点からも重要と考えられる。」と述べられている。「単一で高品質な国際基準を策定する」ため、現在日本では、本国会計制度の運用を今後どのように展開していくか検討の真っ只中にある。本書面によれば、当面の方針として、IFRSの強制適用の是非等については未だ判断をすべき状況にないものとしながら、IFRS策定への日本の発言権を確保していくためにも国内におけるIFRS任意適用企業の拡大を図っていく必要があり、そのためにIFRS任意適用要件の緩和やJ-IFRS導入等の諸策を打つこととしている。

こうしてIFRSへの対応方針を見極める過程にある中で、IFRSとの差異について埋めるべきものは埋めるべく、日本基準の改定が着々と進んでいることも周知の通りである。日本基準において平成22年６月に公表された「包括利益の表示に関する会計基準」もそのような基準の一つである。本基準では、本文内にその制定の経緯として、「国際財務報告基準（IFRS）及び米国会計基準においては、包括利益の表示の定めが平成９年（1997年）に設けられて」いること、そして「このような国際的な会計基準の動きに対応するために」検討を進めてきたことが述べられており、また「国際的な会計基準とのコンバージェンスにも資する」とその意図するところが述べられている。

本基準の公表により、日本基準においても国際財務報告基準や米国会計基準を適用する企業同様に連結財務諸表に包括利益が表示されるようになった。こうして、上記三つのいずれの基準においても包括利益が連結財務諸表上で表示されるようになったことから、会計基準の設定主体の意向として包括利益の重要性が増していると認識できる[i]。

ところで、以上説明してきた流れを踏まえた時、筆者は、日本企業のディスクロージャーをより改善していくためには、表示通貨の選択について詳細に検討することが必要なのではないかと感じている。包括利益の重要性の高まりを受け、その指標を有用な財務情報とし、日本の企業活動・資金調達に有益なものとして活用していくためには、表示通貨に関する議論が不可欠である。本稿は、その問題提起と提案を主題としている。

本稿は次の順に話を進める。まず、サンプルとなる企業の財務情報をもとに、包括利益は選択される表示通貨によって換算結果の金額が互いに関連性のないものになるという性質を確認する。その後、その性質が近年の資本市場の動向と沿わないものであり、包括利益を有用な業績指標とするには課題があることを提示する。そして、最後に表示通貨に関する提案を述べる。

なお、本稿における筆者の考えに関する部分は、筆者の個人的なものであり、所属する組織とは関係がないことをあらかじめお断りする。

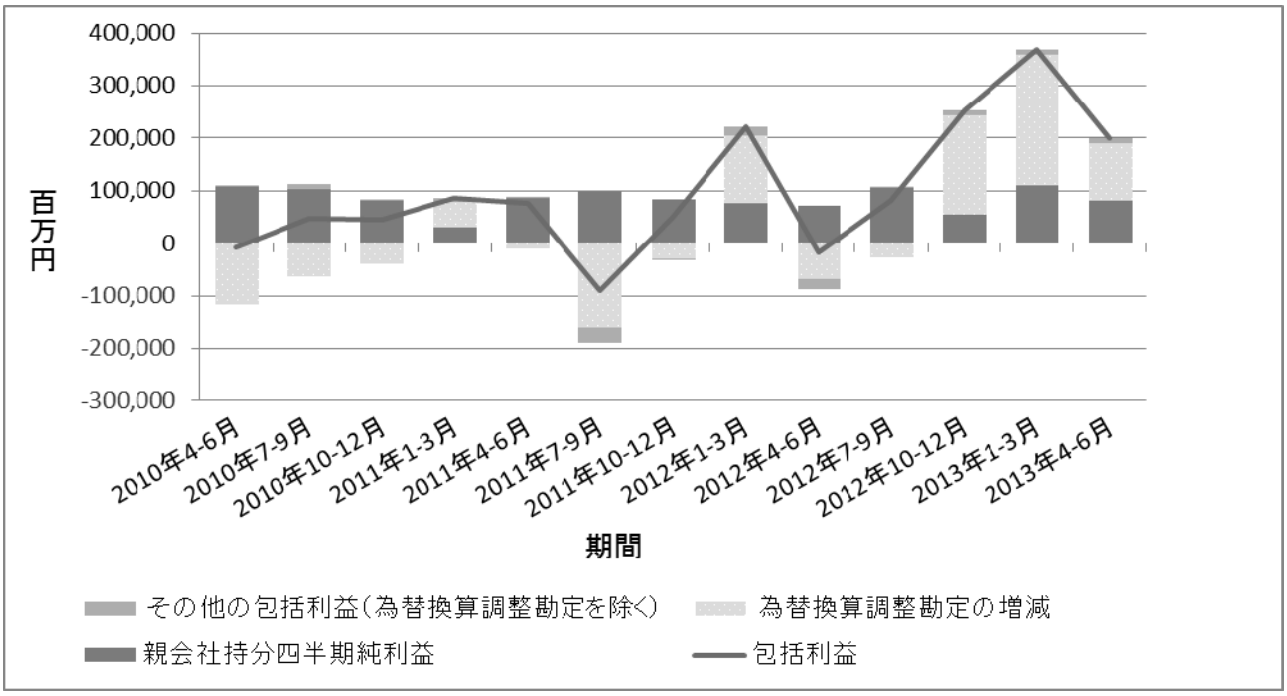
２．包括利益の性質　為替換算調整勘定の影響が大きい

包括利益は日本基準において、「ある企業の特定期間の財務諸表において認識された純資産の変動額のうち、当該企業の純資産に対する持分所有者との直接的な取引によらない部分」と定義づけられている。純資産の増減に着目した、資産負債アプローチに基づく利益概念である。本章ではその特徴を確認する。

表１は、Ａ社（日本基準適用）の2010年４月から2013年６月までの四半期ごとの利益の推移である。本表では、親会社持分の四半期純利益と、為替換算調整勘定の増減、為替換算調整勘定を除いた残りのその他の包括利益を棒グラフで示し、それらの合計額である親会社持分の包括利益を折れ線グラフで示している。親会社持分四半期純利益については、赤字になることなく増減しながら、最大1,000億円強

までの間を推移している。それに対し、為替換算調整勘定の変動分は、四半期純利益に匹敵、あるいは上回る金額規模で、黒字にも赤字にもどちらにも振れている。為替換算調整勘定を主としたその他の包括利益が激しく増減した結果、親会社持分四半期純利益との合計である包括利益は、親会社持分四半期純利益が比較的安定的に利益を計上しているにも関わらず最終赤字であることもあれば、親会社持分四半期純利益の業績の３倍以上の利益が計上される期もある。

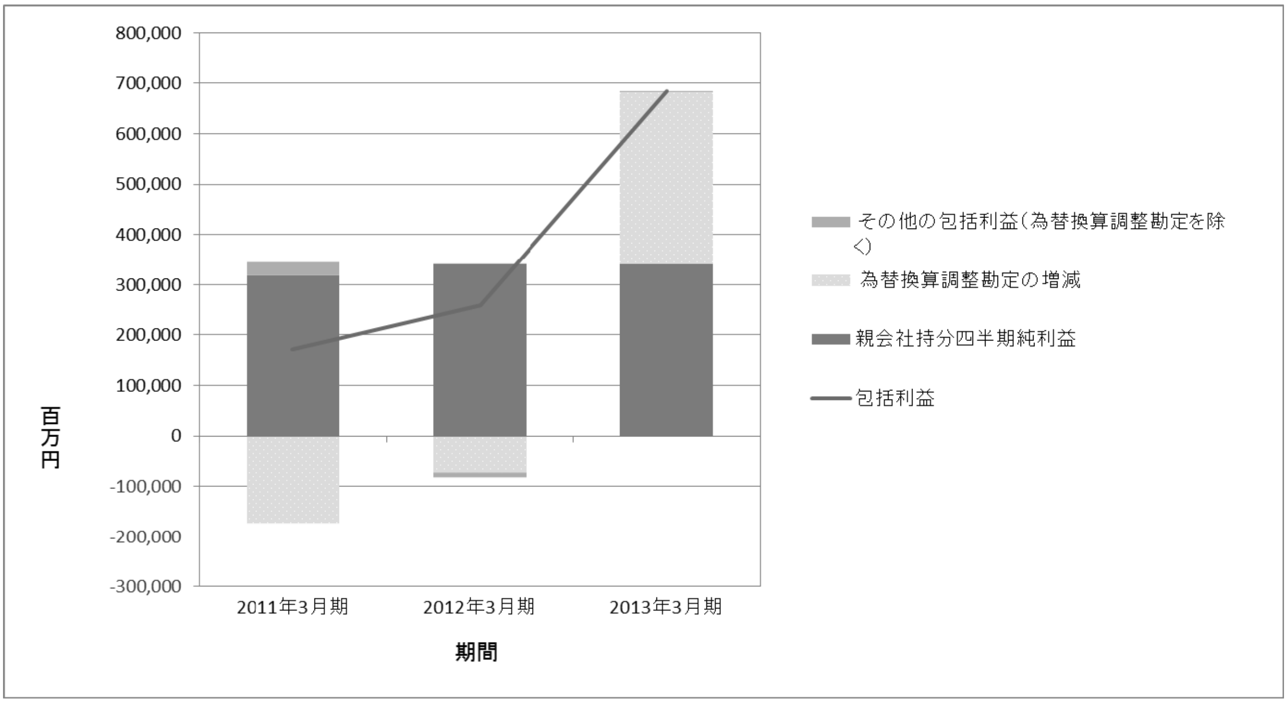
表１　Ａ社の四半期利益の推移



筆者作成

　その他の包括利益は時価の変動を反映するため、決算期間が短期化するほど、純利益と比較した金額規模の割合が大きくなる傾向がある。逆に、表２はＡ社の財務情報を2011年３月期から2013年３月期まで一年ごとに区切った表であり、表１と比較して期間を長く取った利益の推移となっているが、為替換算調整勘定を含めたその他の包括利益の金額規模の親会社持分純利益に対する比率が低下していることが確認できる。（もちろん、これはＡ社が継続的に親会社持分純利益を計上することで、期間が長期化するほど利益金額が積み増されていることにも起因している。）

表２　Ａ社の年間利益の推移



筆者作成

なおとりたててＡ社だけ為替換算調整勘定の金額が大きかったわけではない。Fortune Global 500のIFRS適用企業を対象とした調査によると、その他の包括利益の中では為替換算調整勘定の金額規模が一番大きい。（表３）そして、為替換算調整勘定の当期純利益に対する比率は、世界各国の中で日本の企業が最も大きく2010年度と2011年度の２年平均で50％を超えている[ii]。適用している会計基準がＡ社の日本基準と異なるため単純比較はできないが、Ａ社は同時期（2011年３月期及び2012年３月期の平均）では約38％、表２の３ヵ年では、約58％の比率となっている。なお、表１のような四半期ごとでは約122％となる。

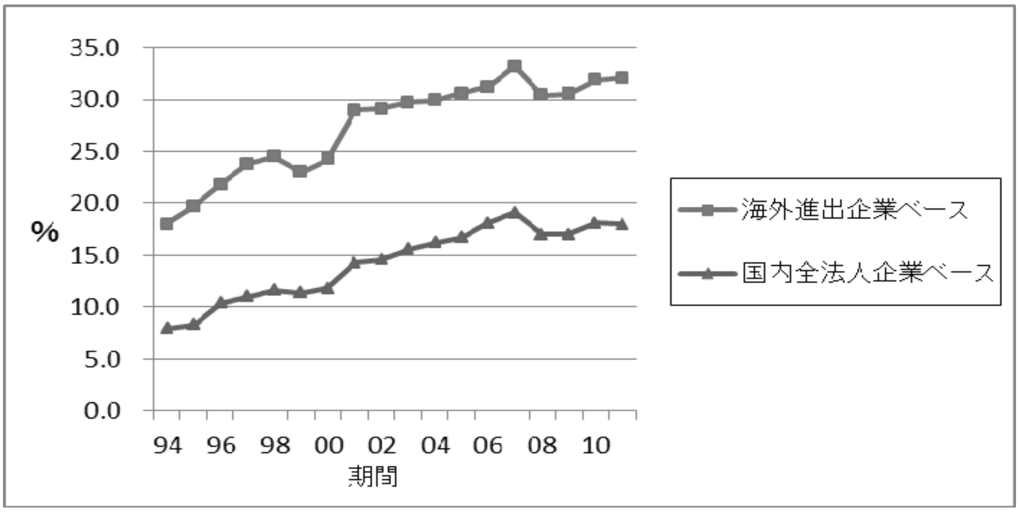
表３　当期利益に対するその他の包括利益との比率
（Fortune Global 500のIFRS適用企業対象）

	売却可能 金融商品	キャッシュ・ フロー・ヘッジ	為替差額 累積額	年金負債	有形固定資産 等の再評価額
2010年度	12.5%	7.3%	26.4%	7.0%	0.0%
2011年度	17.6%	6.0%	14.5%	8.5%	0.0%

出所：紙谷孝雄［2013］[iii]より筆者作成

また、日本企業における海外生産比率は年々高まってきており（表４）、今後も為替換算調整勘定の金額規模が縮小することは考えにくいと思われる。

表４　我が国の海外生産比率の推移（製造業）



出所：経済産業省　海外事業活動基本調査より筆者作成
（http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/kaigaizi/result-1.html）

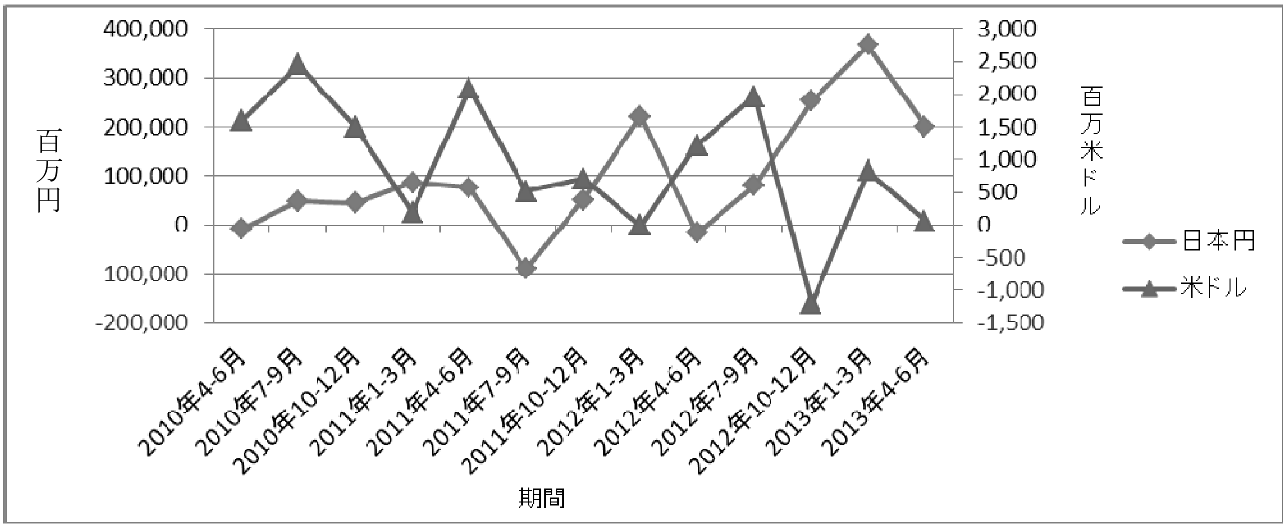
IFRS及び米国会計基準では外貨換算において機能通貨アプローチが採用されており、機能通貨で測定・認識された在外営業活動体の財務諸表を表示通貨に換算する。日本企業の為替換算調整勘定の割合が高い理由は、邦貨以外の機能通貨を有する在外営業活動体の割合が高いためであると考えられる。なお、日本の会計基準では、機能通貨アプローチのような厳密な規定はなく日本円に換算することが暗黙の了解となっているが、以降では、基準に関わらず連結財務諸表を表示する通貨のことを表示通貨と呼ぶ。

日本企業が多額の為替換算調整勘定を計上する傾向にあることは、日本企業の財務報告の一つの特徴であり、ユーロ圏や米国とは異なる事情として、財務報告の制度設計時に踏まえる必要がある。

３．包括利益の性質　表示通貨から別通貨に換算する際一意とならない

Ａ社の四半期ごとの財務情報の表示通貨が米ドルであった場合の包括利益を、筆者が簡便的[iv]に計算した金額を円貨の包括利益の推移と共に表５にまとめている。なお、以降使用した為替レートは全てYahoo Finance掲載のレートに基づいたものである。

表５　Ａ社の簡便的包括利益（円とドル）の推移

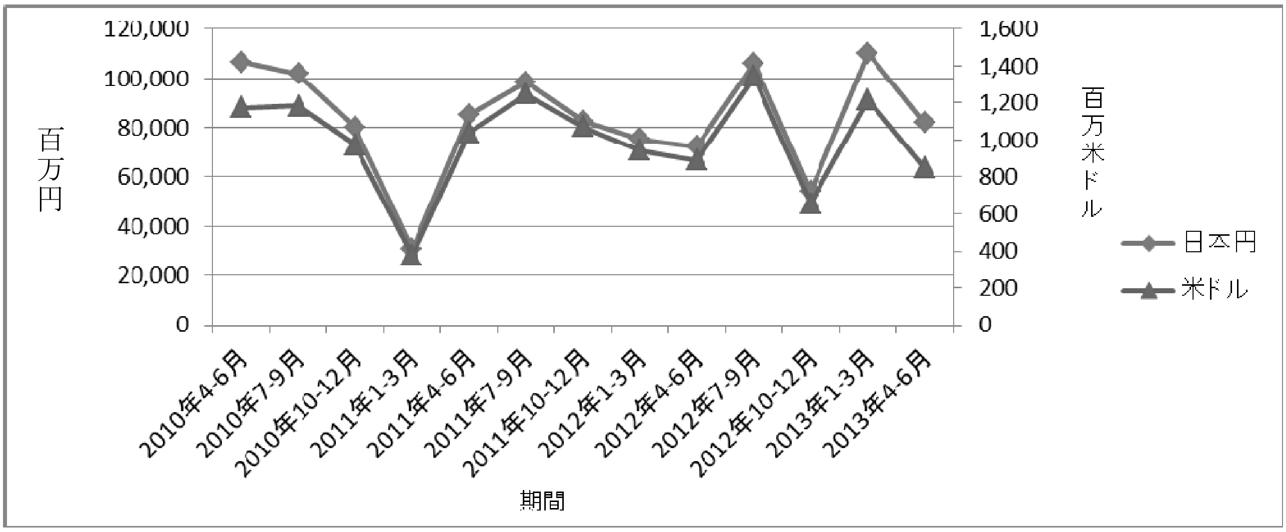


筆者作成

表５より確認できるように、日本円建てと米ドル建てで包括利益はそれぞれ全く異なる値の動きをしている。特に、2011年７－９月期、2012年４－６月期では、円貨では最終損失となっているが米ドル貨では最終利益となっていること、逆に2012年10月－12月期では、円貨では最終利益となっているが米ドル貨では最終損失となっていることが確認できる。

このように、表示通貨を変更することで利益が全く異なる動き方をし、時に損益の逆転が起きることは、純利益などの他の利益概念では起こりえないことである。表６は、Ａ社の親会社持分四半期純利益の推移である。円貨で評価した場合と米ドル貨で評価した場合では、非常に近い動きをする。（これは当然である。米ドル建ての純利益金額は、円貨の純利益金額を平均レートで換算した金額となるので、平均レートの変動分のみズレる。）

表６　Ａ社の四半期純利益（円とドル）の推移



筆者作成

以上のように、純利益金額と為替レートの情報があれば、純利益の表示通貨建て金額から別の通貨への換算は一意となるが、包括利益については包括利益の金額と為替レートの情報だけでは、他国通貨に換算することができず一意に定まらない。例えば、純利益が1,000億円でＰＬレートが１ドル＝100円であれば、純利益の米ドル建ての相当額は10億ドルに決まる。しかし、包括利益が1,000億円である場合には、米ドルにおける包括利益はそれだけでは一意とならず、どのような値にもなり得る。包括利益の金額の算出には、純資産項目の情報が必要になるからである。

４．資本市場の動向を踏まえた、包括利益の性質の問題

先の章で確認した通り、包括利益を表示通貨と異なる通貨建てに換算する際、単純に包括利益金額を為替レートで換算して算出することはできない。多くの日本の企業が開示している財務情報は円貨のものだけであることからｖ、包括利益は、財務情報利用者にとり円貨建ての金額のみが利用できる状態である。

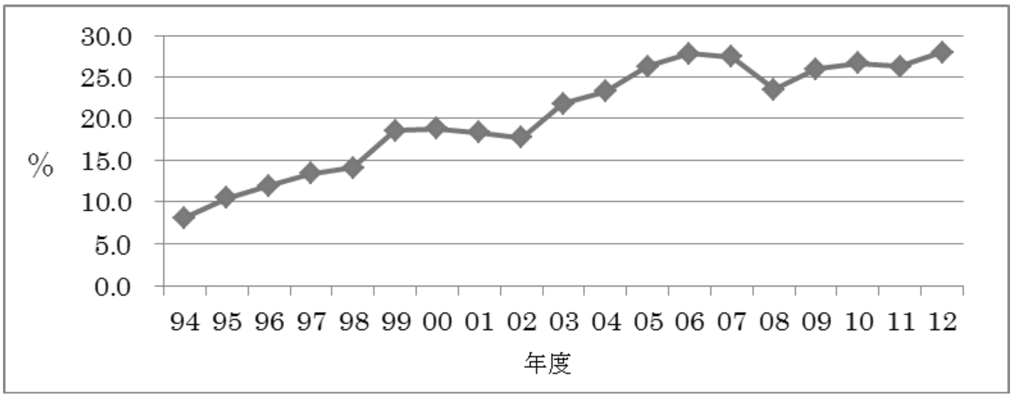
「包括利益の表示に関する会計基準」の導入は、包括利益の重要性の相対的な高まりを意味し、「国際的な会計基準とのコンバージェンスにも資する」ものとされている。しかし、包括利益は上記で述べた通貨換算の課題をはらんでおり、それが資本市場の近年の動向（資本市場のグローバル化、決算期間の短期化、XBRLの普及）と相まって、その利用を有益なものにしきれていないと思われる。以下本章では、資本市場の三つの変化とそれに関連した包括利益の問題を述べる。

資本市場のグローバル化

表７の通り、日本の証券取引所における海外投資家は増加傾向にある。また、2012年の東京証券取引所一部での委託売買における海外投資家による売買金額比率は67.7％に達する[vi]。また、「１．初めに」で述べたとおり、現在日本企業の適用する会計基準について「単一で高品質な国際基準を策定する」ことが目指されているが、これは他国の企業との企業情報の比較可能性を高め、外国からの投資を呼び込むことを想定しているといえる。これらのことから、日本企業は、日本国内の投資家に加えて外

国の投資家に対しても有用な情報を提供することを考慮する必要があるため、外国通貨での財務情報が有益であると考えられる。

表７　外国法人等持ち株比率の推移



出所：東京証券取引所「平成24年度株式分布状況調査の調査結果について」より筆者作成
（http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/bunpu2012.pdf）

決算期間の短期化

2000年代初頭には決算短信の毎四半期の報告が始まり、決算期間が短期化している。

既に述べた通り、その他の包括利益は時価の変動を反映するため、決算期間が短期化するほど、純利益と比較した金額規模の割合が大きくなる傾向がある。このような性質から、決算期間が短期間であるほど、包括利益を表示通貨から他通貨に換算した時に、金額の変化が大きくなる傾向にあると考えられる。

XBRLの普及

TDnet及びEDINETは、いずれも2008年より本格的にXBRLを導入し、2013年から2014年にかけて、XBRL対象範囲の拡大やInline XBRL等の新技術を採用する次世代版への移行を進めている。

下記抜粋の通り、東京証券取引所ホームページによれば、XBRLのメリットは、外国人投資家の利便性向上に加え、過年度比較や他社比較が容易になることやシステムで処理できる範囲が拡大されることなど、財務情報をインスタントに利用できることが挙げられている。従い、XBRLでの財務情報の利用を想定すると、一つの勘定科目とその金額の一対で財務情報が利用されることが想定される。

XBRLのメリット

特別のシステムを組むことなく汎用ソフトウエアを用いることにより過年度比較や他社比較が容易にできることや英文で表示することが可能となります。また、国際会計基準とリンクすることにより、外国会社と内国会社の比較が容易にできることも期待されています。
外国人投資者にとっては、財務データを英語やその他の言語で閲覧することができる。また、システムは言語を意識せずデータを処理することが可能となることが期待されています。

東京証券取引所ホームページより抜粋（http://www.tse.or.jp/rules/td/xbrl/merit.html）

以上の資本市場の環境の変化から、まず四半期ごとにタイムリーに世界中の投資家に向けて情報が提供されることが求められているといえる。また、諸々の財務情報を一つの繋がりのある情報として利用される前に、勘定科目と金額の一対でのデータ処理によって利用されることが想定される。そのような状況下では、円貨での包括利益は、提供する情報として断片的なものになってしまい、有効な企業間比較を困難にするものであると想定される。

例えば、事業活動範囲が競合している日本企業のＢ社（米国会計基準適用、円建て）と米国企業のＣ社（米国会計基準適用、米ドル建て）の主要な業績指標をそれぞれの表示通貨建てで並べると表８のようになる。売上高と当社株主に帰属する当期純損益は、為替レートの仮定を置けば比較することができるが、当社株主に帰属する包括利益については、比較することができない。

表８　Ｂ社及びＣ社の主要な業績指標（異なる通貨）

	Ｂ社（百万円）		Ｃ社（百万米ドル）	
	12年３月期	13年３月期	11年12月期	12年12月期
売上高	9,665,883	9,041,071	147,288	147,359
当社株主に帰属する当期純損益	347,179	175,326	14,151	13,641
当社株主に帰属する包括利益	343,135	303,190	8,032	17,385

Ｃ社の企業業績を簡便的な方法で円貨に換算した場合は、表９のようになり、12年12月期の円貨の包括利益は11年12月期と比較し20倍近く増大している。

表９　Ｂ社及びＣ社の主要な業績指標（同一通貨）

	Ｂ社（百万円）		Ｃ社（百万円）	
	12年３月期	13年３月期	11年12月期	12年12月期
売上高	9,665,883	9,041,071	11,642,380	12,059,861
当社株主に帰属する当期純損益	347,179	175,326	1,118,566	1,116,379
当社株主に帰属する包括利益	343,135	303,190	139,427	2,596,162

表８、９共に筆者作成

５．通貨の選択問題の考察

財務情報利用者が、財務情報を表示通貨から別の通貨に置き換えて利用することを想定すると、現状の包括利益の表示方法では提供される情報として不十分であると考えられる。円貨のみで包括利益金額を開示している場合、その金額情報だけでは他国通貨に換算することができないことから、円貨以外の通貨で財務情報を利用したい財務情報利用者に対しては有用な情報を提供できていないこととなる。どの通貨を表示通貨として選択するかということを一層考慮することで包括利益という指標が活用されやすくなるのではないかと考える。

財務情報が、財務情報利用者と財務情報提供者との対話のためのツールであると捉えるならば、財務情報利用者がどの通貨単位で企業を評価したいかという側面と、財務情報提供者がどの通貨単位で評価されたいかあるいは事業を管理していきたいか、という意見の表明の側面を考慮して表示通貨が選択されるべきである。

６．提案

上述の問題提起に対する筆者の提案を最後に付記したい。表示通貨は一つに限定する必要はないため、複数通貨の財務情報を同時に提示できるようにすることがまず考え得る。あるいは、いささか突飛ではあるが、そもそも現存する通貨単位では満たすことのできないニーズがあるのであれば、会計目的のみに使用する新たな仮想の通貨単位を制定するということも合理的である可能性がある。いずれの場合であっても企業の実態にあわせた選択がなされるべきである。例えば、日本国内のみで事業活動をしている企業と、グローバルに事業活動をしている企業とでは、選択肢が異なってくる。

・提案１　複数の表示通貨での財務情報開示を企業に求める。

円貨建てだけでなく、米ドルやユーロなどの他の主要通貨に換算した財務情報も併せて提供する。企業に対する実務負担の増加が避けられないため、それを上回るメリットがあるか検討が必要である。対象となる企業の選定基準を設ける等の工夫が必要である。

・提案２　包括利益金額のみを複数通貨建てで算出し参考値として開示することを企業に求める。

包括利益のみを対象として、米ドルやユーロなどの他主要通貨建ての金額を開示する。その際、内訳をどこまで開示するかという点の検討が必要であるが、筆者としては、決算短信のサマリー情報には包括利益の内訳までは開示されていないため、他通貨建ての包括利益も内訳情報までは開示する必要がないと考える。また、XBRLデータにのみ、各国通貨ごとの包括利益の金額の提出を求めることも考えられる。

・提案３　会計目的に用いられる仮想通貨単位を制定する。

財務情報の利用者と提供者の双方にとってのニーズを満たす通貨単位を、現存しなくとも仮想的な通貨単位として考案し、それを表示通貨として利用する。

例えば、企業が各国に対してどのような重み付けで事業活動を実施していきたいかという意思に合わせて、会計目的のみに利用される各国の通貨を加重平均した通貨単位を制定する。

一つの具体例として、次のように仮想通貨単位JPD（日本ドル）を定める。2010年３月末のレートで円：米ドル：ユーロを１：１：１で足し合わせたものを１単位とする。円を100円分と米ドルを100円分（約1.07米ドル）とユーロを100円分（約0.792ユーロとを足し合わせたものを１JPD（この時点では１JPD＝300円）と定める。以後も、100円、約1.07米ドル、約0.792ユーロを足し合わせたものが１JPDとなる。このようなJPDという通貨単位のレートの推移を表10にまとめてある。

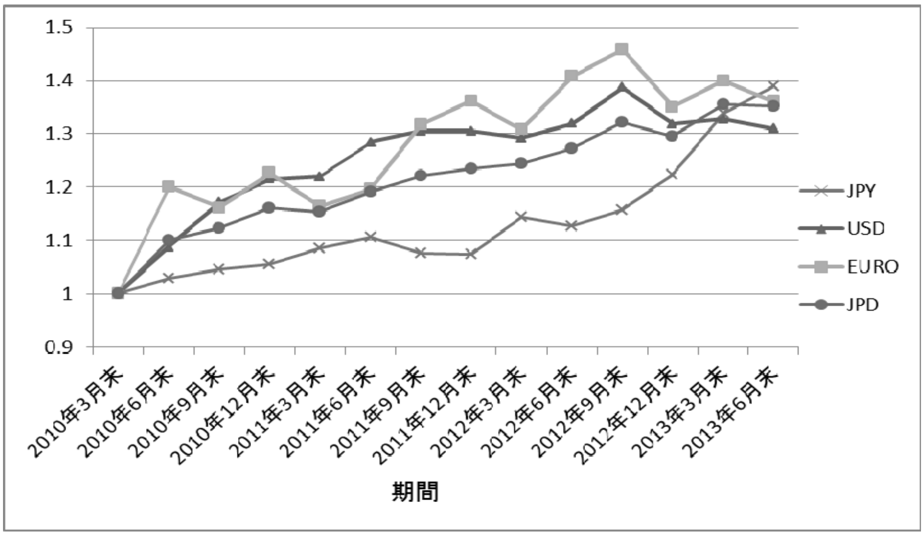
表10　各通貨の円への換算レート

	JPD（＝100円＋約1.07米ドル＋約0.792ユーロ）	米ドル（参考）	ユーロ（参考）
2010年３月末	300.00	93.46	126.27
2010年６月末	280.18	88.39	108.10
2010年９月末	279.37	83.45	113.74
2010年12月末	272.80	81.15	108.55
2011年３月末	282.24	83.15	117.77
2011年６月末	278.63	80.52	116.78
2011年９月末	264.09	77.04	103.11
2011年12月末	261.19	76.94	99.59
2012年３月末	276.07	82.79	110.47
2012年６月末	265.32	79.77	100.97
2012年９月末	262.67	77.90	100.16
2012年12月末	283.44	86.74	114.44
2013年３月末	296.39	94.19	120.73
2013年６月末	308.16	99.12	128.94

筆者作成

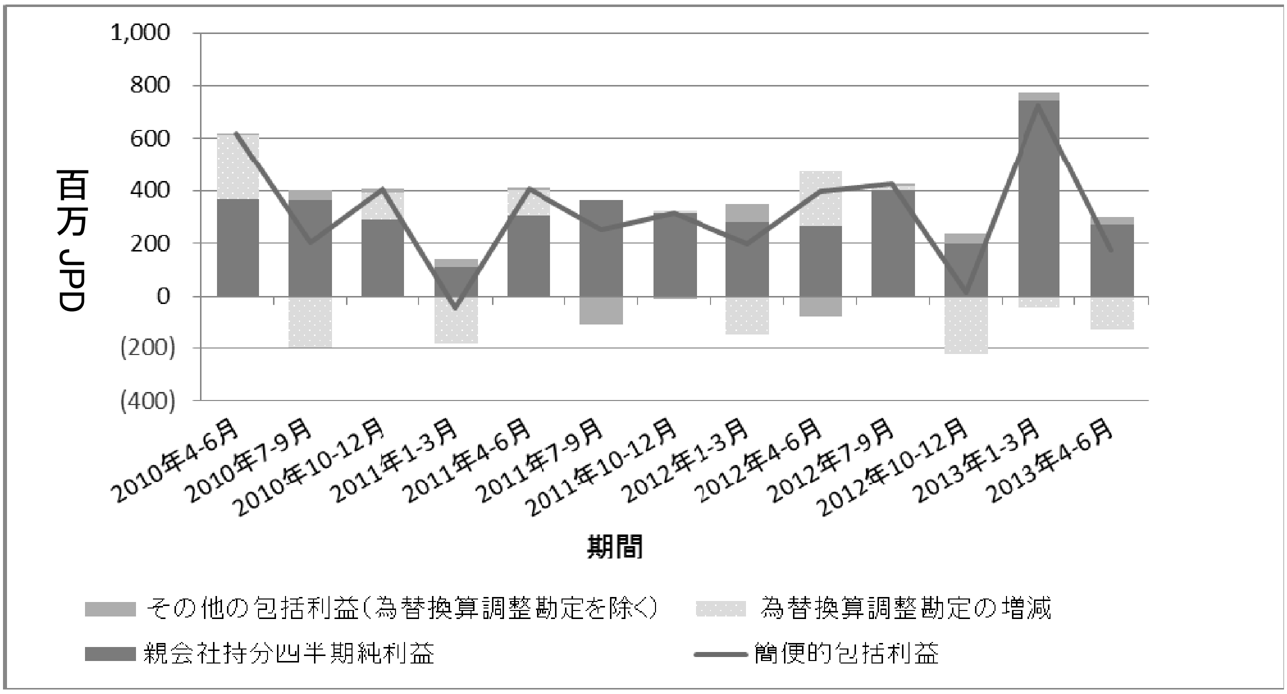
また、このようなJPDを設定した場合のＡ社における日本円、米ドル、ユーロ、JPD建ての純資産の金額の変動を表11にまとめている。JPD建ての純資産は、円、ドル、ユーロ建ての間を推移していくため、相対的になだらかになる。また純利益に対する包括利益の比率も小さくなる（表12）。表１と比較されたい。

表11　Ａ社の各通貨建純資産の2010年３月末残高を１とした比率の推移



筆者作成

表12　Ａ社の四半期利益（JPD）の推移



筆者作成

この案は、グローバルに事業活動をしている財務情報提供者である企業と、グローバルに企業間比較をする財務情報利用者の双方を満足させる通貨単位は実在の通貨単位の中には存在しないのではないか、そして会計目的の通貨単位は必ずしも実在する通貨に規定される必要はないのではないかという疑問を出発点としている。

為替換算調整勘定の計上額が小さくなるということは、通貨単位と企業の経営資源の配分との間で調和がとれているということであり、企業運営の方針に沿った通貨単位となるのではないかと考える。そして、表示通貨というものを選択するものと改めて捉えることで、経営者の経営資源配分の方針の意見表明としての意味も含むようになる。

実際に、合理的なレートを設定することができるのか、という点での検討が必要である。

企業が完全に独自に通貨単位を設定する運用では多数の通貨単位が乱立してしまうため、公的な組織が一つあるいは複数の選択肢となる仮想通貨を設定する運用とすればよい。

７．終わりに

本稿では、包括利益の性質と資本市場の動向を確認し、その結果、包括利益の重要性の高まりにも関

わらず、包括利益が経営指標として十分有効に機能していないという課題を提示した。そして、その課題は表示通貨と関連したものであることを述べた。その上で、考えられる対応案として、複数の表示通貨を用いること、包括利益についてのみ複数の表示通貨を用いた情報を提供すること、財務情報の利用者・提供者双方にとって合理的な通貨単位を考案して表示通貨として用いることを提案した。

本稿の課題を提示する。一つ目は、分析した財務情報の網羅性が不十分であることである。本来であれば、上場企業を広範囲に調査すべきところを、限られた企業を対象とした分析となっている。また、対象とした企業も明確な選定基準を設けた選定ができているわけではない。

二つ目は、提示した提案に対する有効性を論証出来ていないことである。実際に論証するためには、会計の領域に重なりつつも広げた範囲における様々な知識が必要である。例えば、投資家がグローバルに企業パフォーマンスを測定する時の測定単位が現状いかなるものであるのか、経営者が経営資源の配分及び調達方法について考慮する要素にはいかなるものがあるのか、複数通貨を一つの通貨単位へ統合する方法にはどのようなものがあるのかといった内容である。

企業も投資家も活動がグローバル化している。そして会計基準についても、最終的にローカルの事情を踏まえた差異は残る可能性があるものの、大枠として「単一で高品質な国際基準を策定する」目標に向けて各国が動いている。そのような中、財務情報の測定単位は、実在する単一の通貨という、国家あるいはユーロ経済圏という限定された範囲によって規定されたものに留まっており、その不整合が包括利益の問題点として現れている。この不整合の解決が、資本市場の有効性向上に寄与するものであると考える。

---

i 「包括利益の表示に関する会計基準」では、「包括利益の表示の導入は、包括利益を企業活動に関する最も重要な指標として位置づけることを意味するものではなく、当期純利益に関する情報と併せて利用することにより、企業活動の成果についての情報の全体的な有用性を高めることを目的とするものである。」としている。

ii 紙谷孝雄「その他の包括利益（OCI）の使用状況に関するリサーチ」2013.6 vol.41　季刊　会計基準

iii 同上

iv 期末日レートはYahoo financeを参照し、平均レートは期首と期末日レートの平均値を用いている。また、株主資本と新株予約権については、円貨での増減金額に対して平均レートで米ドル換算したものを積み上げて期末日金額としている。為替換算調整勘定以外のその他の包括利益累計額及び少数株主持分については各期末日レートで残高を米ドル換算し、期首残高との差額を米ドル建ての増減としている。純資産合計が期末日レート換算金額となるように、残りの差額を為替換算調整勘定の増減で計上している。正確な計算方法ではないが、筆者の意図する内容を伝える役割は果たせると判断している。本稿において包括利益を他通貨へ換算する他のケースでも同様の方法を用いている。

v 米国に上場している日本企業には、SECファイリング資料に参考値として米ドル換算した財務情報を掲載している企業もある。しかし、当該換算金額は、フロー・期首ストック・期末ストック・ストックの増減の全ての項目について同一の為替レートで換算しているように見受けられる。参考情報として有用であるが、包括利益に関しては当該通貨建ての時価の変動を反映することはできておらず、本来の包括利益の意図とは無関係な金額となっている。

vi 投資部門別　株式売買状況　東証第一部
(http://www.tse.or.jp/market/data/sector/b7gje6000000jkrj-att/J_stk2_y12.pdf)

「第５回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

2013年12月６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円谷昭一氏、および佳作を受賞された井上隆文氏および飯尾英晃氏に、表彰状の授与などを行いました。

はじめに、弊社代表取締役会長　上野守生（写真右端）より挨拶があり、次いで、黒川行治審査委員長（慶應義塾大学商学部教授 写真左端）から、受賞論文に関する講評についてお話がありました。

その後、表彰状の授与へと移り、優秀賞を受賞された円谷昭一氏に表彰状と懸賞金（30万円）の目録が、また、佳作を受賞された井上隆文氏および飯尾英晃氏には、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。

受賞された三氏からは、「講評で指摘された箇所については、今後の課題とし、研究に励みたい」等の感想をいただきました。

第６回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ

応募締切予定　2014年９月20日（土）

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及び提案。
（但し、実証結果を出すための実証研究は不可。）

・応募資格

40歳以下（2014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（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。2013年においては、監査基準の改訂、次世代EDINET、企業評価手法、統合報告フレームワーク、リース会計基準、財務報告に関する概念フレームワークなど、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、2013年においては３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、厚く御礼を申し上げる次第である。

第38回基本問題研究会
日時　2013年１月21日（月）
議題　金融庁「監査における不正リスク対応基準（仮称）の設定及び監査基準の改訂について（公開草案）」に対する意見表明

2012年12月21日に金融庁より公表された「監査における不正リスク対応基準（仮称）の設定及び監査基準の改訂について（公開草案）」に関して討議し、意見書をとりまとめた。同意見書は１月25日に金融庁に提出した。

近時の金融商品取引法上のディスクロージャーをめぐり、不正による有価証券報告書の虚偽記載等の事例が相次ぐことに鑑みて、公認会計士監査をより実効性が有効に機能するための監査手続き等、公開草案の内容について討議が行われ、その内容をまとめ意見表明を行った。

第39回基本問題研究会
日時　2013年３月４日（月）
議題　「次世代ＥＤＩＮＥＴについて」～「次世代EDINETタクソノミ（案）第３版」（１／18）および「総合運転試験の参加実施要領」（１／30）の公表を受けて～

2013年12月期有価証券報告書などから適用開始となる、次世代ＥＤＩＮＥＴの概要について、弊社ＸＢＲＬ推進室室長　竹内　正による解説、および質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

ＥＤＩＮＥＴは2001年６月以降提出書類から稼働が開始され、当初はＨＴＭＬが採用されていたが、2008年４月以降開始事業年度適用の財務諸表本表部分がＸＢＲＬデータ化された。次世代ＥＤＩＮＥＴは、対象書類・対象範囲を拡大して稼働する。適用時期は、有価証券報告書の場合でいうと、2013年12月31日以後終了する年度からとなる。

ＸＢＲＬ（eXtensible Business Reporting Language）とは、各種財務報告用の情報を作成・流通・利用できるように標準化されたＸＭＬベースのコンピュータ言語であり、タクソノミとインスタンスで構成されている。

次世代ＥＤＩＮＥＴの導入により、開示書類の二次利用性の向上、検索機能の向上等を目的とし、報告書全体のXBRLダウンロードに加え、XBRLを利用した項目ごとの検索や、検索結果の企業間または経年での比較表示が可能となる。

この次世代ＥＤＩＮＥＴの概要について、金融庁から公表された資料をもとに次世代ＥＤＩＮＥＴタクソノミ新仕様や、インラインＸＢＲＬ・ディメンションなど新採用された技術の内容等について詳細な報告がされた。

最後に、今後の展望として、特に、XBRLデータの二次加工用ソフトウェアの普及と利用拡大が重要との指摘がされた。

第40回基本問題研究会
日時　2013年６月18日（火）
議題　最近の企業評価ランキング

これまで日経新聞が実施してきた企業評価ランキングのシステムについての解説に加え、最新のNICES（ナイセス）の読み取り方について古山　徹氏（日経メディアマーケティング）が解説を行った。

〈報告要旨〉

日経新聞が実施している企業評価ランキング

Ⅰ　ＮＥＥＤＳ－ＣＡＳＭＡ（カスマ）

2008年３月末時点の全上場会社のうち金融、新興企業向市場を除く2303社を対象とし、1979年度（第１回）から2008年度（第30回）まで、毎年９月下旬ころ公表。

日経新聞のデータベースの財務データNEEDSを利用した多角的な解析、評価軸は「規模」「収益性」「安全性」「成長力」の４つで、規模と収益性に重点を置く。

Ⅱ　ＰＲＩＳＭ（プリズム）

2007年10月末時点の東証上場会社と非上場有力会社の2251社が対象。1993年度（第１回）から2007年度（第15回）まで、毎年３月ころ公表。定量的な財務データと定性的側面（企業の社会性など）から多角的に評価。評価軸は「柔軟性・社会性」「収益・成長力」「開発・研究」「若さ」の４つで収益・成長力に重点が置かれていた。

Ⅲ　ＮＩＣＥＳ（ナイセス）＝現在の企業評価ランキング

2012年７月末の全国上場会社のうち主要1020社が対象。2010年４月（第１回）から2012年11月（第４回）、以後毎年11月公表予定。日経の総合企業ランキングCASMAとPRISMを発展的に統合したものであり、評価軸は「投資家」「消費者・取引先」「従業員」「社会」「潜在力」の５つでそれぞれのウェイト付けは同一で20％ずつとなっている。

第41回基本問題研究会

日時　2013年８月７日（水）

議題　統合報告について～フレームワーク公開草案の公表を受けて

国際統合報告評議会（IIRC）が2013年度中に公表する予定で発行した「国際統合報告フレームワーク」の最新の公開草案をもとに、市村　清氏（新日本有限責任監査法人　統合報告推進室　室長　シニアパートナー）および吉岡　亜友子氏（新日本有限責任監査法人　統合報告推進室）が統合報告について、最近の国内の動向を含めて解説を行った。

〈報告要旨〉

Ⅰ　企業報告の大きな流れ

非財務情報が必要とされる背景と現状について、世界的には非財務情報開示の動向が強まっている。統合報告をめぐる最新の潮流として、南アフリカでは上場450社全社に作成義務付けしていることが挙げられる。

Ⅱ　IIRCの概要と活動状況

IIRCは、財務報告と非財務報告を統合したレポーティングの国際的に合意された基準づくりを目的とし2010年に設立された。IIRCが行うパイロットプログラムには、日本企業からも99社が参加を表明しており、統合報告フレームワークの開発とそれに基づく統合報告作成に取り組んでおり、2013年度中にフレームワークが公表される予定である。

Ⅲ　「統合報告」フレームワーク

「統合報告」フレームワークには６つの基本原則と７つの内容要素があり、従来の報告とは大幅な相違点がある。

Ⅳ　「統合報告」の便益と課題、事例紹介

「統合報告」には、企業、投資家、政府にとってそれぞれの便益と課題に存在しているが、特に、投資家の長期運用マインドが課題である。

【ポイント】

① 2013年度中（12月頃）に、統合報告のフレームワークが公表される予定。

② 日本ではまだ少ないが、ARとCSRを合冊する動きがあり、今年約100社の見込み。

③ 統合報告が有効な制度になるためには、企業や経営者の長期的な企業価値創造に対し、株主や投資家の長期的な投資マインドの醸成が不可欠。

また、非財務情報としてのCSR報告書は、企業の戦略と結びついていないため有効な投資情報となっていない。今後、統合報告書を有効な情報／制度にしていかないといけない。

第42回基本問題研究会

日時　2013年８月12日（水）

議題　『IASBの改訂公開草案「リース」に関する意見の募集』に対する意見表明

2013年６月14日に企業会計基準委員会（ASBJ）より公表されたIASBの改訂公開草案「リース」に関して討議し、意見書をとりまとめた。同意見書は８月20日にASBJに提出した。

主に、リースの識別の問題点、借手の会計処理における「重大でないとは言えない部分」の判別方法について、タイプＢのリースに関する費用計上について、リースの分類「タイプＡ」「タイプＢ」の両者の区分を明瞭に示すための名称の要望など、それぞれ疑問点の提示や提言を行うことについて討議が行われ、その内容をまとめ意見表明を行った。

第43回基本問題研究会
日時　2013年11月27日（水）
議題　『IASBディスカッション・ペーパー「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」に関する意見の募集』に対する意見表明

2013年８月12日、企業会計基準委員会（ASBJ）が広く市場関係者から意見の募集を行った、国際会計基準審議会（IASB）のディスカッション・ペーパー「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」に関して討議し、意見書をとりまとめた。同意見書は12月11日にASBJに提出した。

概念フレームワークは広範な内容を含むものであり、そのディスカッション・ペーパーにおける質問事項も多岐にわたるため、そのうち「概念フレームワークの位置づけ」「財務諸表の構成要素」「資産及び負債の定義」「持分の定義」「測定」「包括利益計算書における表示」「資本維持について」の項目に絞って内容をまとめ意見表明を行った。

〈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 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 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

（2013年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順）

クローズアップ

株主通信　実態調査報告Ｖｏｌ.10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2012年４月期から2013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Ｖｏｌ.10」として、昨年11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大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（2013年１月時点）の全上場企業の、2012年４月から2013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1,203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89件を除外しました。

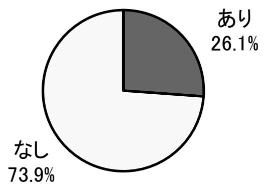
従って、今回の最終的な調査・分析対象の数は、1,114件となっています。

（注）前期調査における調査・分析対象は、1,051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

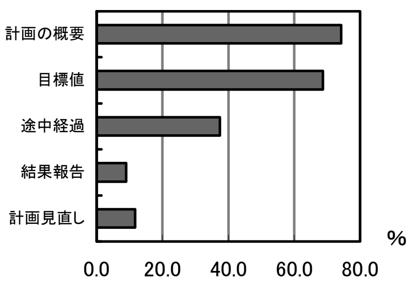
(1) 中期経営計画

中期経営計画の掲載比率は26.1％で、４分の１以上の企業が掲載しています。掲載内容としては、「計画の概要」を記載しているのが74.2％、具体的な「目標値」も68.7％が記載しています。「目標値」の記載比率が前期比やや増加、また、「途中経過」の記載比率が前期比15.9ポイント増加し、「計画見直し」に言及した事例も前期比7.1ポイント増加している点が目立ちます。



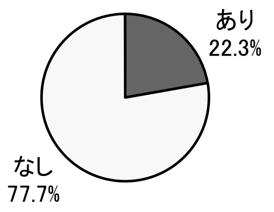
中期経営計画ありの場合の掲載内容（複数選択）	当期		前期	
	件	％	件	％
計画の概要	216	74.2	254	90.1
目標値	200	68.7	183	64.9
途中経過	109	37.5	61	21.6
結果報告	26	8.9	20	7.1
計画見直し	34	11.7	13	4.6
分母	291		282	

（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。



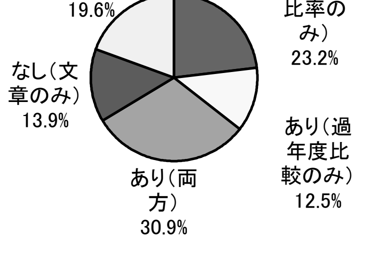
(2) 経営陣インタビュー

経営陣インタビューを記載している会社は22.3％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ています。



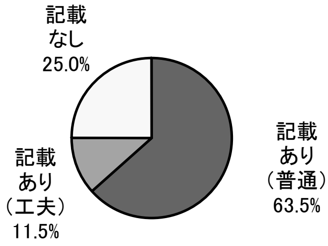
(3) セグメント情報

事業分野別等の概況を報告するセグメント情報については、全体の66.6％でグラフや表を用いた説明がされています。説明内容では分野別の「当期構成比率」と「過年度比較」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75.0%にも及んでいます。しかも製品紹介、事業拠点を簡潔に紹介する以外にも、連載形式やイラストを使った読み物などのトピックス記事の工夫・充実により、株主・投資家向け「報告書」にとどまらない「情報誌」のようなものも見受けられます。

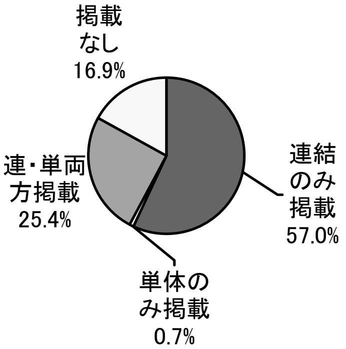


(5) 連結開示会社の財務諸表の掲載

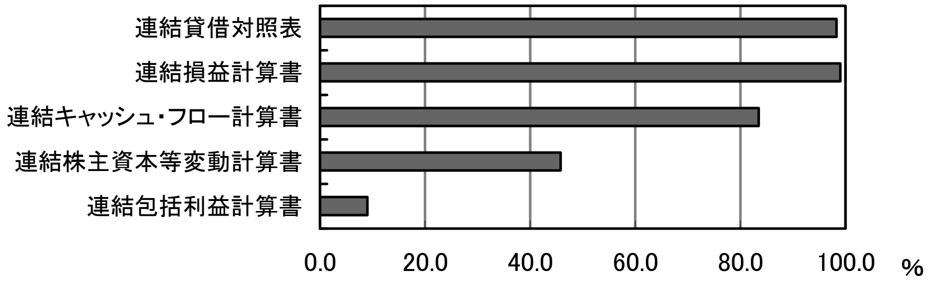
連結を開示すべき会社の８割強が財務諸表を掲載しており、そのうち連結の財務諸表のみ掲載する会社は約６割、連結と単体の両方の財務諸表を掲載する会社はやや減少傾向です。

財務諸表の掲載を取りやめた会社が増加傾向です。財務ハイライトや財務諸表の図解を掲載するなど、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ていることによると考えられます。

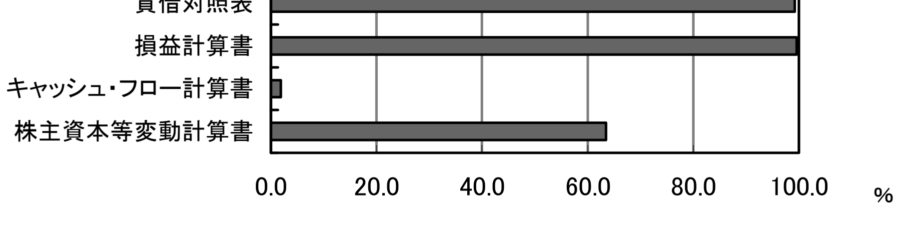
連結財務諸表を掲載する場合、ほぼ全社が連結貸借対照表、連結損益計算書を掲載しています。加えて約８割が連結キャッシュ・フロー計算書を掲載しています。連結包括利益計算書は、75社（9.0%）の掲載会社のうち１計算書方式採用会社が14社、２計算書方式採用会社が61社でした。



連結

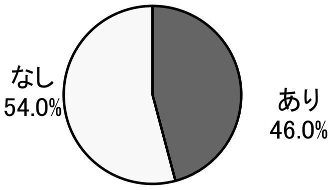


単体



(6) 業績予想

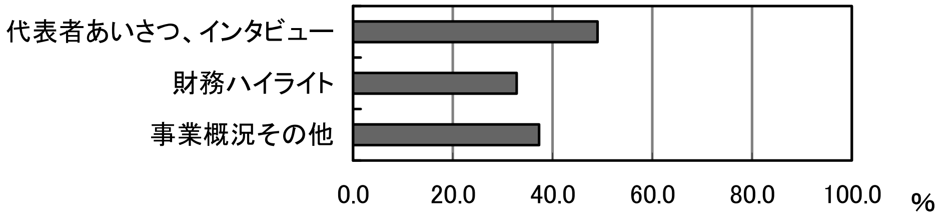
企業のほとんどが決算短信で業績予想を公表しているなかで、株主通信に掲載している会社が46.0％となり、前期と比較して6.1ポイント増加しています。業績予想は投資家からの注目度が高いため、約５割が巻頭の代表者あいさつや経営陣インタビューのなかで業績予想値を具体的に掲げています。



業績予想ありの場合の掲載場所（複数選択）

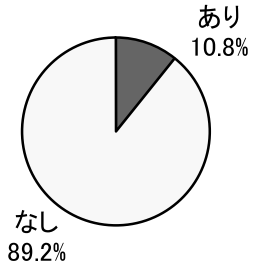
業績予想の掲載場所（複数選択）	当期		前期	
	件	%	件	%
代表者あいさつ、インタビュー	254	49.0	179	42.7
財務ハイライト	168	32.8	103	24.6
事業概況その他	191	37.3	189	45.1
分母	512		419	

（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。



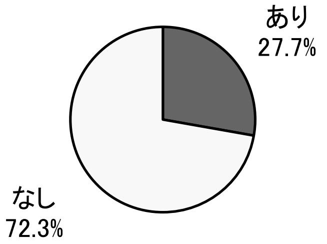
(7) 株主アンケート

株主にアンケートの依頼をしている会社は10.8％ありました。そのうちインターネットによるアンケート形式を採用している会社は約７割となっています。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が多いものと思われます。また、株主アンケート実施後の結果報告の掲載比率は約５％でした。アンケートの結果報告は、株主通信の紙面以外に、ウェブサイトが活用されている場合も考えられます。



(8) 配当政策

配当政策について、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は27.7%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掲載比率が前期に比べ5.9ポイント増加しています。



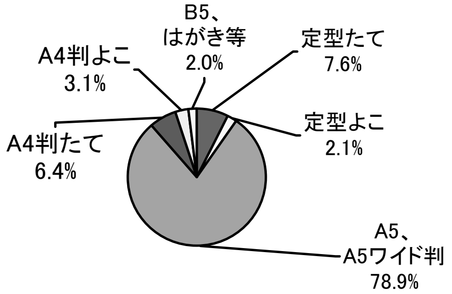
(9) 仕様

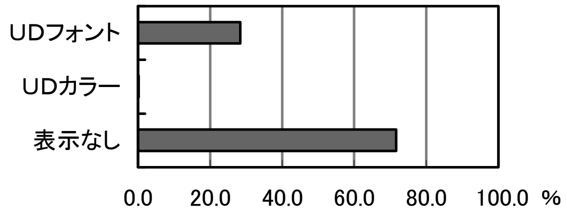
「サイズ」はＡ５、Ａ５ワイド判が全体の８割を占めますが、Ａ４等の大きなサイズを採用して、文字を大きく見やすいレイアウトにしている事例も目立つようになりました。

体裁としては、従来の定型やＡ４等の大きなサイズに用紙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「ユニバーサルデザイン（ＵＤ）」採用に関しては、「ユニバーサルデザイン（ＵＤ）フォント」採用の表示をしている会社が28.4%と、前期に比べて10.7ポイント増加しています。植物由来のインキ使用表示も56.6%と半数を超え、再生紙・森林紙の利用とともに定着しています。

（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。





（注）ＵＤカラーは、当期２社（0.2%）が採用しています。

トピックス

銀行業ディスクロージャー誌の調査・分析を実施

当研究所では、各銀行にディスクロージャー誌送付を依頼し、返信のあった87行について調査を行った。その結果、主に下記の点につき今年度の特徴が見られた。

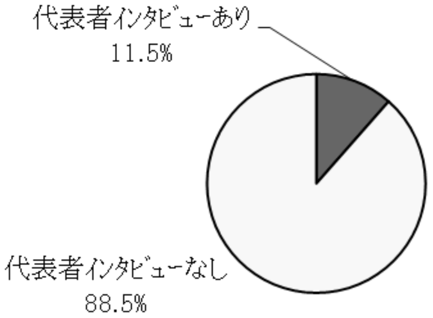
◆社長自ら株主・投資家に語る

・代表者のインタビューを掲載している銀行は10行あった。インタビュー形式にすることにより代表者が自分の言葉で読み手にメッセージを伝えているような効果があると考えられる。

・代表者以外のインタビュー等については、自行頭取と取引先会長との対談、自行頭取と地元出身歌手との対談、フリーアナウンサーから代表者へのインタビュー、自行頭取と従業員５名のテーブルトーク、従業員２名へのインタビューなどがあった。

代表者インタビュー

	2013年３月期	
	件数	%
インタビューあり	10	11.5
インタビューなし	77	88.5
合計	87	100.0



◆Ｗｅｂの活用

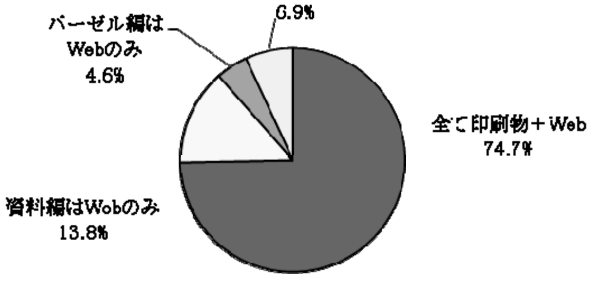
・「全て印刷物＋Ｗｅｂ」の会社の割合が減少傾向にあり、分冊形態にして資料編あるいはバーゼル編をＷｅｂのみで公開する銀行が18.4%となった。

・ホームページにＰＤＦだけではなく、電子ブックも掲載している銀行が11行（12.6%）あった。

・ミニディスクロージャー誌を四半期ごとにＷｅｂ上で掲載している銀行が４行あった。

ディスクロージャー誌の開示方法

	2013年３月期	
	件数	%
全て印刷物＋Web	65	74.7
資料編はWebのみ	12	13.8
バーゼル編はWebのみ	4	4.6
全てWebのみ	6	6.9
合計	87	100.0



2013年　研究所活動記録

年　　月　　日	活　動　内　容
2013年１月21日	第38回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：金融庁「監査における不正リスク対応基準（仮称）の設定及び監査基準の改訂について（公開草案）」に対する意見表明
１月25日	「監査における不正リスク対応基準（仮称）の設定及び監査基準の改訂について（公開草案）」に対する意見書を、金融庁に提出
３月４日	第39回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：「次世代ＥＤＩＮＥＴについて」～「次世代EDINETタクソノミ（案）第３版」（１／18）および「総合運転試験の参加実施要領」（１／30）の公表を受けて～ 講　師：竹内　正氏（当社　ＸＢＲＬ推進室室長）
３月28日	第40回ディスクロージャー研究会議 テーマ：不正会計を防ぐ―監査基準の改訂の考え方と最新動向― 講　師：宇澤　亜弓氏（公認会計士・公認不正検査士／公認会計士宇澤事務所代表／最高検察庁金融証券専門委員会参与／日本公認不正検査士協会理事） 場所・時間：東京大学　伊藤国際学術研究センター「伊藤謝恩ホール」14：00～16：00　〈参加人数　83名〉
５月31日	『ディスクロージャー研究 第39号』を刊行
６月18日	第40回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：最近の企業評価ランキング 講　師：古山　徹氏（日経メディアマーケティング）
７月19日	『株主通信〈第２四半期〉実態調査レポート2013年版』を刊行
７月22日	第41回ディスクロージャー研究会議 テーマ：インサイダー規制の現状と課題―金商法改正を受けて― 講　師：畠山　久志氏（中部学院大学経営学部教授） 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　〈参加人数　57名〉
８月７日	第41回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：「統合報告について～フレームワーク公開草案の公表を受けて」 講　師：市村　清氏（新日本有限責任監査法人　統合報告推進室　室長　シニアパートナー） 吉岡　亜友子氏（新日本有限責任監査法人　統合報告推進室）
８月12日	第42回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：『IASBの改訂公開草案「リース」に関する意見の募集』に対する意見表明
８月20日	『IASBの改訂公開草案「リース」に関する意見の募集』に対する意見書を、ASBJに提出
９月17日	『IRの側面から見た招集通知調査レポート』を刊行
９月30日	『ディスクロージャー研究 第40号』を刊行
11月25日	『株主通信 実態調査報告 Vol.10』を刊行
11月27日	第43回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議　題：『IASBディスカッション・ペーパー「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」に関する意見の募集』に対する意見表明
12月11日	『IASBディスカッション・ペーパー「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」に関する意見の募集』に対する意見書を、ASBJに提出
12月12日	「第５回プロネクサス懸賞論文」受賞者発表

編集後記

◇昨年を振り返ってみると、なによりもオリンピックの2020年東京開催決定に国内が沸いたことが印象に残る。その経済効果についての言及も多いが、景気の回復につながっていくことを願いたい。

◇懸賞論文受賞作品は、これまでは多くても２本にとどまっており、３本の作品に決定したのは今回が初めてのことである。受賞者に一般企業に勤務する社会人から選定されたのも今回が初めてである。この懸賞論文の存在がかなり周知されたことを実感している。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。

◇１年間の活動記録を眺めてみて、取り上げたテーマの幅広さをあらためて再認識した。

本年も当研究会では、企業会計制度に関して、様々な研究課題が考えられるが、任意適用会社が広がるIFRSに関しての研究活動の充実もそのひとつとなるだろう。これまで以上に身を引き締めて取り組んでいきたい。

研究所レポート　2014　第８号

2014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.90901.2014.1（150）

FSC
www.fsc.org
ミックス
責任ある木質資源を
使用した紙
FSC® C013080