

## 求められる 伝える力

大槻 奈那

〈充実する開示データ〉

金融庁の金融審議会の作業部会で、企業の情報開示の在り方が議論されている。大きな論点が財務情報の充実である。海外でも、非財務情報の開示が強化されつつある。例えば、欧州では、昨年非財務情報開示の強化案が示され、ESGそれぞれの項目についての戦略や計画の進捗、役員役割等を、会計士などの保証付きで発表する案が提示されている。<sup>1)</sup> 米国では、気候変動リスクに関する開示、人的資本に関する開示、サイバーセキュリティリスクに関する開示などが予定されて

いる。

〈しかし株価の反応は薄い〉

開示情報が充実すること自体は、市場関係者は歓迎すべきことだ。情報を無理に取りに行くコストが削減できるし、企業へのヒアリングの際に図らずもインサイダー情報を得てしまうリスクも回避できる。しかし、これまでのところ、開示ボリュームの増加が株価にどこまでプラスになっているのか明確ではない。なぜか。そもそも開示されている情報の問題なのだろうか。しかし、これ

までに行われてきた開示の拡充は、当局と市場が求めてきたものであり、特に最近の環境関連の開示は世界中で今最も優先されている項目の一つだ。それが株価評価と無関係ということは考えにくい。そうでないとすると、企業が市場に正しく評価されるような開示を行っていないか、あるいは、価値のある開示がされているのに市場が見逃している可能性がある。

これは企業にとっても投資家側にとっても深刻なロスである。企業は、コストをかけて開示を行っている。例えば、来期からプライム市場に移行予定の多くの企業で、外部コンサルタントを雇ってまで、CO<sub>2</sub>排出量等を計測している。正しく伝わらなければコスト倒れだ。また、新しい情報を正しく理解できなかった投資家は、その後見落としていた価値が株価に織り込まれる際に、パフォーマンスにマイナスの影響が出る可能性がある

ある。

〈開示情報が増えるだけでは企業評価にプラスにならない〉

今回に限らず、この二〇年余り、情報量は増える一方だ。かつては決算当日には、決算短信を読めばよかった。その後株主総会の招集通知を確認し、有価証券報告書を見る、という流れだった。

ところが今や、当日は、決算短信と同時にその補足資料が発表され、会社によっては同日行われる電話会議用の資料も示される。数日後に説明会がありその本編と資料編を解読する。それ以外にもIRイベントの資料が満載だ。更に銀行などの場合、資本比率の開示が決算から一か月後頃に行われる。因みに、銀行の開示では、不良債権の開示の種類は今や三種類（自己査定、金融再生法開示債権、リスク管理債権）、資本比率は三〜四種類

(総自己資本比率、自己資本比率、Debt比率、普通株式等Debt比率)に分かれるなど、それぞれの項目も複雑化している。

開示の量が増えることで、企業側のIRRコストは相増加しているだろう。単に数字の作成の間もあるが、さらに、開示が増えれば訂正もそれなりに増える。たいていは九・八四%が九・八六%になるなど、投資判断には影響を与えない範囲だが、担当者はそれなりにお叱りを受けていることだろう。こうした作業は手間がかかる割に価値は殆ど生まれない。

そして、それだけの犠牲を払って情報量を増やしても、情報の処理コストが高い場合、市場参加者は合理的に注意を払わなくなる。<sup>2)</sup>すべての情報に緻密に注意を払っても得るものが少ないと判断すれば、市場関係者は、一定以上の情報は無視することを選択する。ただ、市場関係者が無視

した情報が企業側が熱意をもって示したかった情報だったかもしれない。情報処理コストを下げ、開示した情報を正しく市場に消化してもらうにはどうすればいいのか。

#### 〈投資家の情報処理コスト低減のために〉

第一に、文章自体をわかりやすくすることだ。米国では、一九九八年にSECが「ブレーン・イングリッシュ・ハンドブック(平易な英語のためのハンドブック)」という開示文章のガイドラインを提供し、今でも広く読まれている。自身は、例えば、最初に誰が読み手なのかを考える。何を伝えるべきか整理し、章立てを考える、文章は短く、同じことを言いたい文はまとめる、受動態より能動態で、などだ。当たり前のようだが、そうでもない。このハンドブックの序文で、かのウォーレン・バフェットは「四〇年間企業の公表

文章を見てきたが、何をいいたいかわからなかったり、もつと悪いケースでは何も言っていないと判断せざるを得なかった。このハンドブックに企業や法律の人々がみな従ってくれたら、私の人生は遥かに楽になるだろう」と、かなり辛辣だ。日本には同様のものは筆者が知る限り存在しないし、このハンドブックを読んで欲しいと感じることも少なくない。

第二に、有用なデータ以外は思い切って削除すること。例えば銀行の不良債権開示などは、旧来の項目と新しい定義の項目を並行して開示を続けている。確かに定義が微妙に異なり一長一短なので全て残したい気持ちもわかる。しかし受け手側にするると、類似の概念が別の定義と名称で表現されているため紛らわしい。このような紛らわしさも、無用な誤解を生みかねないし、より重要な情報への注意力を削ぐことになりかねない。

第三に、メッセージ性を大事にしてはと思う。

伝えたい趣旨、例えば、新商品の売上伸長がポイントなのであれば、従来通りの主力商品の説明より先に、新商品の成長理由と当面の見通し、将来への期待などを冒頭で力説する。まずは全体像から初めて、売上シェアが高い順に、などという型通りの開示で行くと、インパクトがなくなり焦点がぼやける可能性がある。型どおりのデータはデータブック等で十分ではと思う。

第四に、重要な情報については、他社比較を入れたり、文字等を際立たせるなど目立つ工夫をすること。昨今のネットメディアでは、読み手が離れないように、行き過ぎなくらいそうした工夫がなされている。企業開示のような重要な情報は違う、という批判もあろうが、読みやすさをとことん追求しているネットメディアのテクニクにも一考の余地がある。とりわけ、業績の転換点に

なりそうな項目や、または損失に繋がりがうる要素などは読み手がより集中しやすいようにしていただきたい。最近の投資家説明会資料は会社によっては相応に工夫されていると感じるが、一部の項目、特に新しい開示項目等ではまだ文字と数字をひとまず並べている感が拭えない。

〈改めて意識したい伝え方の重要性〉

読みやすい開示はファンダメンタルズに沿った素直な株価形成につながる一方、資料が読みにくいと、悪いニュースを隠しているのではないかと疑われるという実証研究もある<sup>(3)</sup>。また、経験が長い、いわば「業界通」の市場参加者だけがわかるような資料だと、新しく分析を始める投資家との間で情報隔壁が生まれる。これによって不利になることを懸念する新しい投資家は、その企業や業界を敬遠しかねない。個人投資家は分析のリソー

スが少ないためなおさらだ。伝わりにくい情報は、いくら大量に発信しても、投資家層を狭める結果になりかねない。開示の充実の議論はもちろん重要だが、その伝え方ももっと真剣に考えてみてはと感じる。

(注)

- (1) <https://home.kpmg/jp/ia/home/insights/2021/10/jk-accounting-disclosure-2021-07.html>
- (2) Banerjee, Snehal & Breon-Drish, Bradyn & Engelberg, Joseph. (2020). Discussion of “Disclosure Processing Costs, Investors’ Information Choice, and Equity Market Outcomes: A Review”. Journal of Accounting and Economics. 70. 101337. 10.1016/j.jacceco.2020.101337.
- (3) Rennekamp, Kristina. “Processing fluency and investors’ reactions to disclosure readability.” Journal of accounting research 50:5 (2012): 1319–1354.

（おおつき なな・名古屋商科大学大学院教授）  
マネックス証券専門役員