

「モザイク情報」を活用した開示と対話

知財投資・活用戦略の有効な開示及び ガバナンスに関する検討会(第5回)

2021年10月15日

日本IR協議会
専務理事 佐藤淑子

本資料は、検討会で議論する際の参考として作成したものです。考察やコメントは個人的な見解に基づくものであり、所属団体を代表するものではないことをあらかじめご了承ください



知的財産・無形資産情報開示の課題

◆ 投資家の情報(知的財産・無形資産) ニーズへの対応と経営者の目線

投資家の情報ニーズへの対応

企業価値向上の源泉を知りたい

目指す姿に向けた ロードマップやビジネス モデル	経営戦略説明会 統合報告書
--------------------------------	----------------------



経営者の目線

すべては開示できないが、価値向上の当事者意識につなげたい

長期ビジョンやパー パスに基づく経営 戦略	人材育成 バリューチェーン
-----------------------------	----------------------

競争優位性や差別化要因を分析したい

事業部門や研究 開発部門責任者 による説明と対話	事業説明会 I R - Day R&D説明会 施設見学会
--------------------------------	---



業績への影響は避けたいが、幹部や社員のモチベーションも高めたい

経営戦略への E S Gの組み込 み	マテリアリティの特 定 社外取締役と幹 部・社員との対話
--------------------------	---

企業価値やキャッシュフローの創出力を確かめたい

ロジカルな説明 と対話	資本生産性関連の KPI設定 セグメント情報の充実
----------------	-------------------------------------



資本収益性は重要だが「腹落ち」する目標を共有し実現させたい

株主・投資家とス テークホルダーの協 働	経営トップと社員 とのミーティング ステークホルダー ダイアログ
----------------------------	---

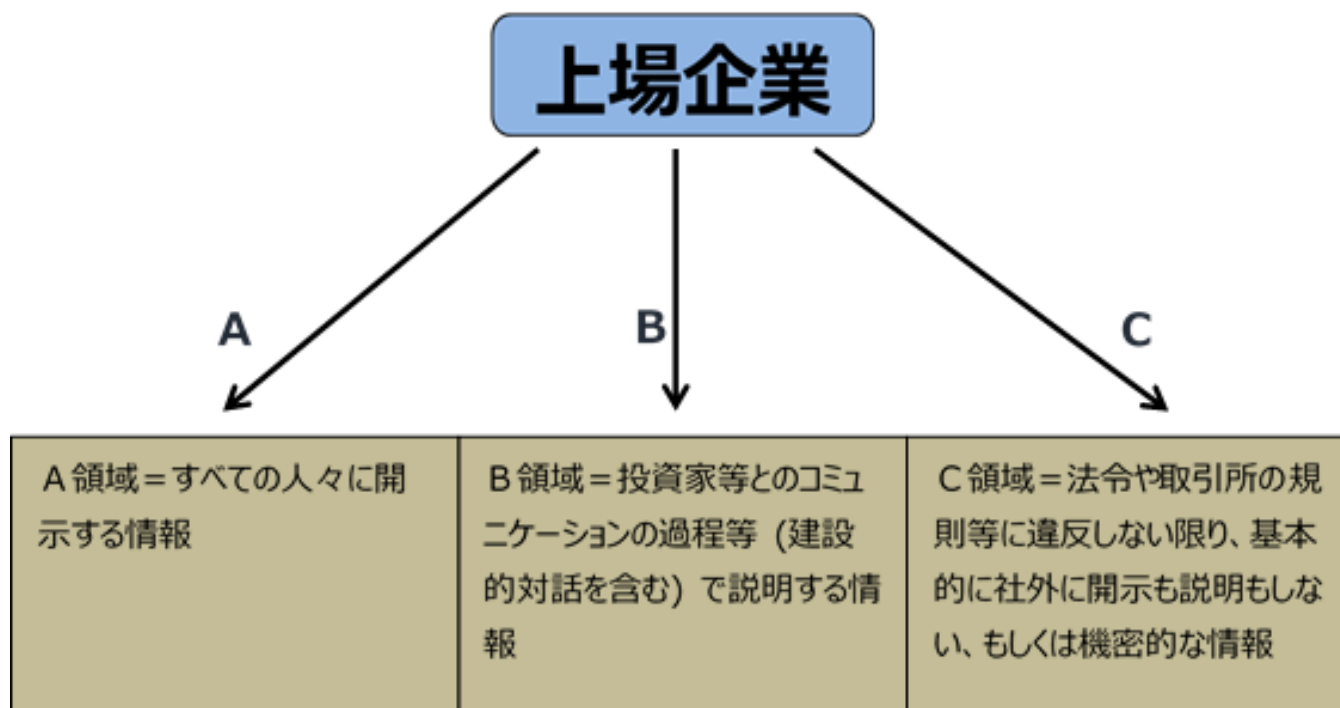


情報開示の判断軸と積極的な対話

～フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえた
モザイク情報の活用～

◆ 日本IR協議会「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

図表1 上場企業が資本市場に
発信・共有する情報の領域



出所：日本IR協議会
「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

資本市場とともに発展する I R 活動

時期	●主な I R 活動	●資本市場や社会の動き
1. 黎明期 (1990年代後半)	<ul style="list-style-type: none"> ●証券会社のアナリストを対象に決算補足説明 ●「I R 優良企業賞」の選定が始まる 	<ul style="list-style-type: none"> ●金融ビッグバン (1996)
2. 普及期 (2000年～2004年ごろ) ディスクロージャー	<ul style="list-style-type: none"> ●I R 部門を設置する企業が増加 ●経営トップによる「中期経営計画」や「経営戦略」 	<ul style="list-style-type: none"> ●米エンロン・ワールドコム事件、SOX 法施行 (2002) ●東証で四半期開示 (2004～)
3. 激動期 (2005年～2011年ごろ) 企業価値向上	<ul style="list-style-type: none"> ●敵対的買収を背景に、I R 活動が活発化 ●ウェブサイトを中心にした個人投資家向け I R ●リスク情報の開示や株価変動の縮小が重視されるように 	<ul style="list-style-type: none"> ●会社法施行 (2006) ●金融商品取引法施行 (2007) ●リーマン・ショック (2008) ●東日本大震災 (2011)
4. 発展期 (2012年～2018年ごろ) コーポレートガバナンス 建設的対話	<ul style="list-style-type: none"> ●アベノミクスによる株高とガバナンス改革 ●E S G 情報を含む非財務情報の開示が重視されるようになる ●株主との対話 (エンゲージメント) が本格化する 	<ul style="list-style-type: none"> ●「伊藤レポート」公表 (2014)、 ●日本版スチュワードシップ・コード (2014) ●コーポレートガバナンス・コード (2015) 適用 ●フェア・ディスクロージャー・ルールの策定 (2018)
5. 拡大期 (2019年～) サステナビリティ	<ul style="list-style-type: none"> ●オンライン説明会やミーティングが一般化する ●サステナビリティ情報開示を充実し、ステークホルダーとも協働する ●取締役会議長や社外取締役も I R に参画 	<ul style="list-style-type: none"> ●新型コロナウイルス感染拡大 ●コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021) ●東京証券取引所の新市場区分導入(2022)

2018年施行の「フェア・ディスクロージャー・ルール」

フェア・ディスクロージャー・ルール

企業が、未公表の決算情報などの重要な情報を証券アナリストなどに提供した場合、速やかに他の投資家にも公平に情報提供することを求めるもの

背景

- 近年、上場企業が証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供し、当該証券会社が当該情報を顧客に提供して株式の売買の勧誘を行っていた事例が複数発覚
 - 欧米やアジアの主要市場では、フェア・ディスクロージャー・ルールが既に導入済み
- ⇒ 我が国でもフェア・ディスクロージャー・ルールの導入が必要
- 全ての投資家が安心して取引できる市場環境を整備
 - 発行者側の情報開示ルールを整備・明確化することで、発行者による早期の情報開示を促進し、ひいては投資家との対話を促進する
 - 「早耳情報」に基づく短期的な売買ではなく、公平に開示された情報に基づく中長期的な視点に立った投資を促す

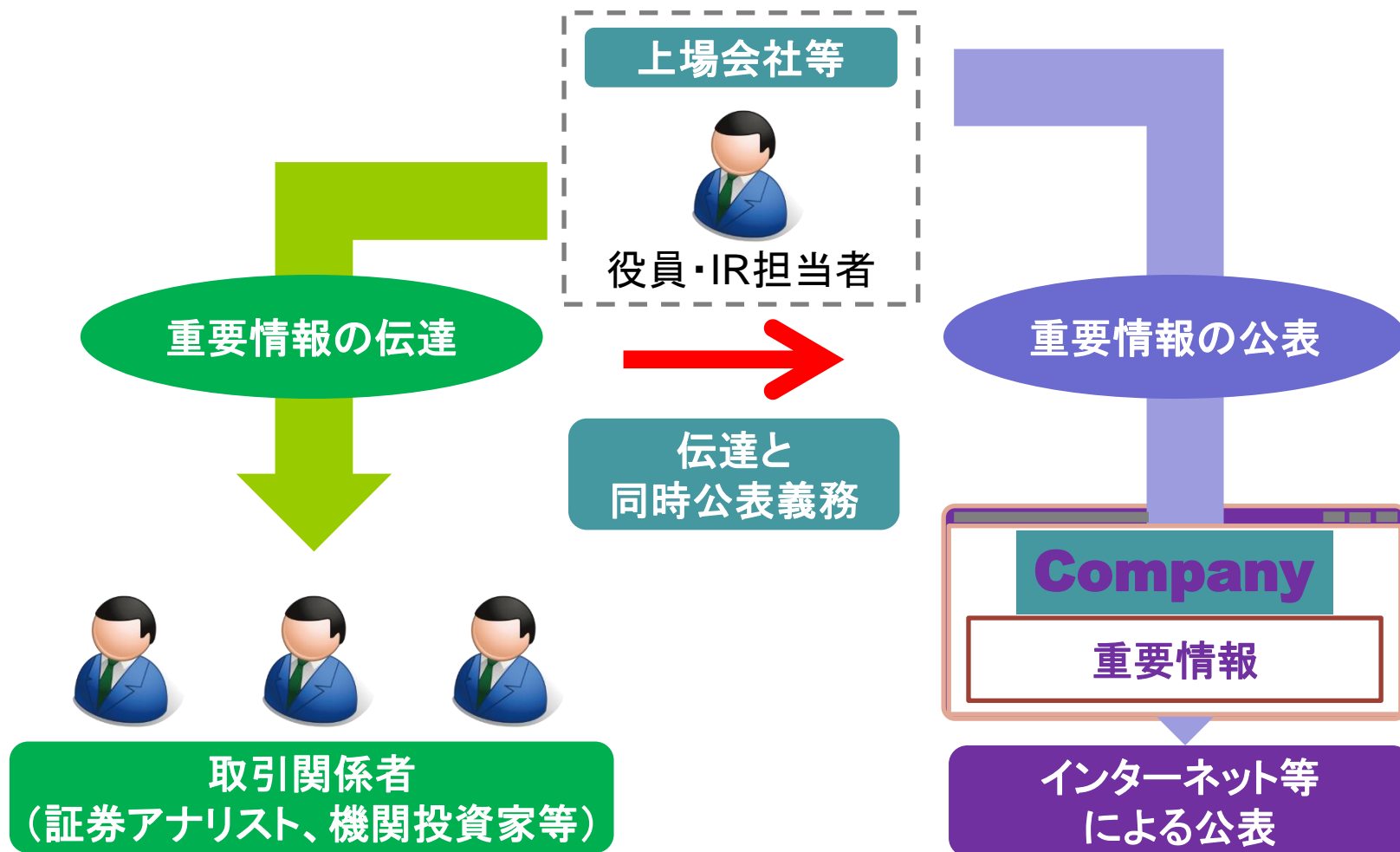
フェア・ディスクロージャー・ルールとは (1)

要件／効果	概要
① 情報提供者	<u>上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社</u> 又はこれらの <u>役員等</u> が、
② 情報受領者	<u>取引関係者</u> に、
③ 対象となる情報	<u>重要情報</u> を、
④ 行為	その <u>業務に関して</u> 、 <u>伝達</u> する場合には、
⑤ 義務	当該上場会社等は、当該伝達と同時に、当該重要情報を <u>公表</u> しなければならない
⑥ 例外規定	(1) 取引関係者が <u>守秘義務等を負う場合</u> 、 <u>公表不要</u> (2) <u>意図的でない伝達の場合</u> 、伝達と同時の公表は <u>不要</u> (<u>速やかな公表が必要</u>)

出所：金融庁、森・濱田松本法律事務所



フェア・ディスクロージャー・ルールとは (2)



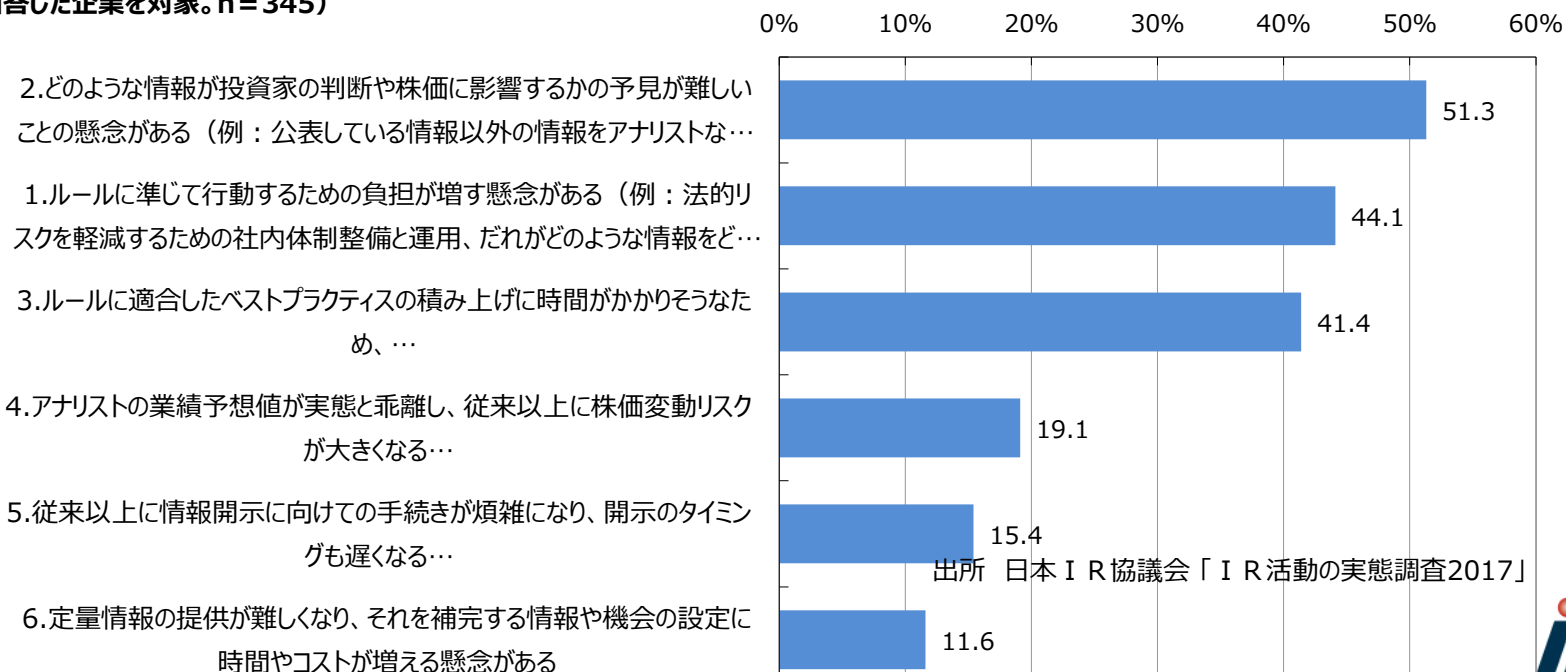
出所: 金融庁、森・濱田松本法律事務所

◆ 「フェア・ディスクロージャー・ルール」とIR

【FDルールの議論が始まったときの上市企業の懸念と期待】

- 日本IR協議会「IR活動の実態調査2017」（2017年1-2月に実施）によると、FDルールの導入に伴う情報開示（量・質）への影響について、「大きな影響がある」、「やや影響がある」を合わせてIR実施企業の38.6%の企業が影響があると回答。
- 株価に影響する重要情報の予見の難しさや、ルール導入に伴う負担増、開示姿勢の後退などの懸念が表れた一方、「早耳情報」に依存する短期志向から中長期視点への意識変革や、早期の情報開示による対話の促進にも期待

【Q26】フェア・ディスクロージャー・ルール（FDルール）導入に対する懸念（「ルール導入に伴って影響がある、やや影響がある」と回答した企業を対象。n=345）



◆ 「フェア・ディスクロージャー・ルール」とIR

【アナリストや投資家に伝えている情報の実態を調査】

伝えている情報の内容は？

- 決算変動関連
- 業績予想の前提
- 予想の機会とリスク

具体例は？

- 利益変動要因、事業環境変化、事業部門別情報
- 為替など外部環境見通し、市場動向の見通し、P/L変動に関する見通し
- 主要製品、事業部門の見通し
- 中期経営計画の進捗と見通し、投資計画
- 事業に関わる制度の変更の見通し、事業戦略
- キャッシュフロー創出計画・見通し、キャッシュフローの配分基準、③ 株主還元の水準見通し（自己株式取得、配当性向など）株主還元

重要度は？

- 業績予想に関する情報
- ブレークダウン情報、定性情報
- 顧客との取引関係、M & Aの進捗、事業環境の見通し

伝える判断基準は？

- インサイダー取引規制の基準
- アナリストの業績予想のしやすさ
- 株価への影響

公表・伝達の判断基準を探る

開示やIRの縮小を防ぐ

◆ 「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

【策定にあたって】

2017年4月に立ち上げた上場企業関係者・投資家・市場関係者・法律家・学識経験者等の有識者による「フェア・ディスクロージャー研究会」において、**海外での対応事例等も参考に、企業と投資家が、前向きに開示と対話に取り組めるような指針を目指して議論**。さらに上場企業や機関投資家へのヒアリング、日本IR協議会「JIRAクイックサーベイ『フェア・ディスクロージャー調査』」（2017年2月公表）回答等を参考にし、実務に役立つように心がけた。

【趣旨・プリンシプル】

上場企業が公平・適時・適切な情報開示を継続し、株主・投資家と建設的な対話をするベストプラクティスに向けて策定する。

- ①FDルールの導入をひとつの契機として、日本の**IRのさらなる健全な発展**を図ること
 - ②企業と資本市場との建設的対話の促進をより一層図ること
- を目的に、**情報開示の萎縮や対話機会の縮小が引き起こされないように意識している。**

◆ 「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

【内容】

上場企業に向けて以下の四つの基本原則と主要情報ごとの建設的な対話方針を提示

【基本原則 1】 法令に基づく一貫した情報開示姿勢

F Dルールの目的を理解し、ルールが定める「取引関係者」に伝達された重要情報は適時に公表すること

【基本原則 2】建設的対話の促進

情報を積極的に開示し、機関投資家・アナリスト等への説明を充実させて建設的対話を促進すること

【基本原則 3】情報アクセスの公平性向上（エクイタブル・アクセス）

機関投資家、アナリスト、個人投資家、市場関係者等の間の情報アクセスの公平性に努めること

【基本原則 4】コーポレート・ガバナンス推進の一環としての情報開示方針（ディスクロージャーポリシー）の策定

自社の「ディスクロージャーポリシー」を策定し、適切な行動のための指針とすること

◆ 「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

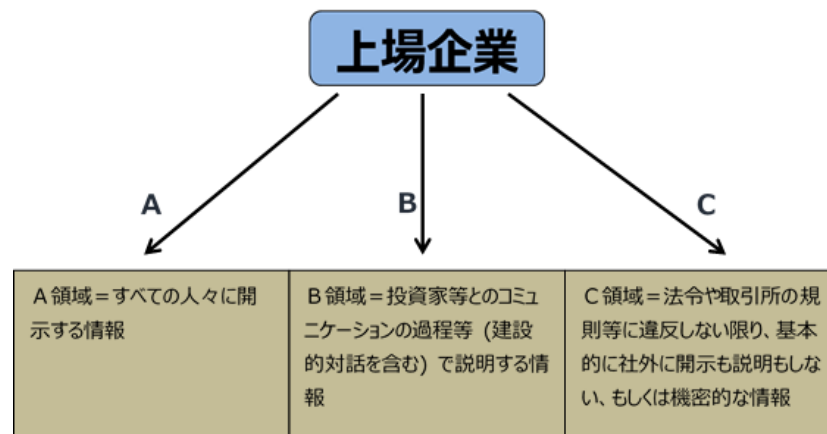
【情報の3領域】

本指針では、上場企業が機関投資家・アナリスト等（以下「投資家等」という）に伝達する情報を、FDルールを踏まえて「**A領域**」（すべての人々に開示）「**B領域**」（投資家等とのコミュニケーションで説明する）「**C領域**」（法令や規則に違反しない限り開示も説明もしない）の**三つに分類**し、ルールの対象となる「**重要情報**」の扱いの**留意点**を示した上で、「**B領域**」として積極的に対話すべき「**モザイク情報等**」の範囲を示している。

「**A領域**」と「**B領域**」との**情報区分**については一律の形式的基準を設けることが難しいことから、最終的には企業関係者と投資家等との間の建設的な対話等を通じて**ベストプラクティスを実現していく**ことが期待される。

本指針もフェア・ディスクロージャー研究会等で企業関係者と投資家等が対話した上で示すものであり、実務にあたって広く参考にしていただくことを目指している。

図表1 上場企業が資本市場に
発信・共有する情報の領域



出所：日本IR協議会
「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

【基本原則 1】法令に基づく一貫した情報開示姿勢

◆ F D ルールの対象となる情報（重要情報）（1）

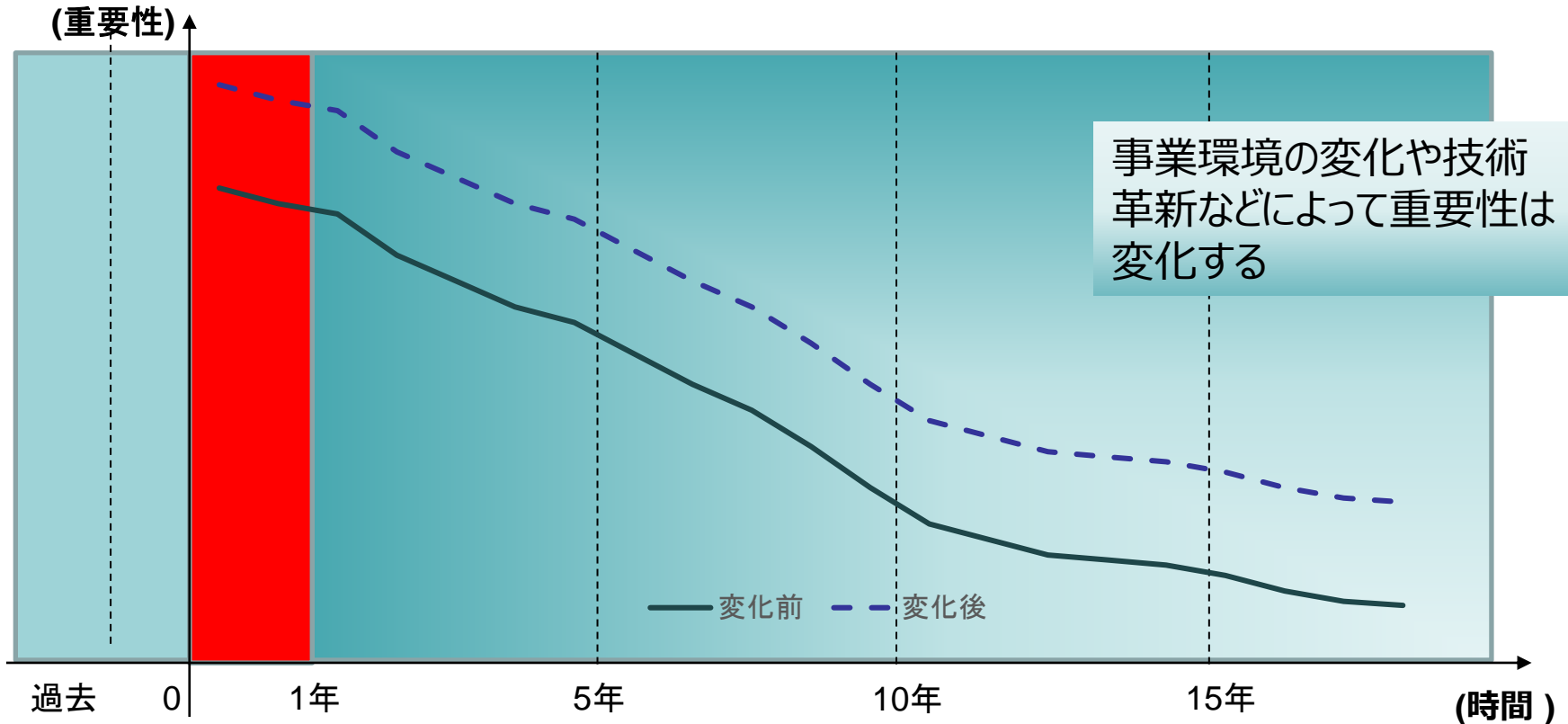
- F D ルールの対象となる「重要情報」は、「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの」と金商法上定義されている。
- 具体的には、「インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、それ以外の情報のうち、発行者または金融商品に係る未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるもの」を含んだものである。

【基本原則 2】建設的対話の促進－主要情報ごとの建設的対話の対応方針

- フェア・ディスクロージャー・ルールの積極的な意義のひとつは、早期の情報開示と対話の促進
- **対話で活用する情報**には、例えば「工場見学や事業別説明会で一般に提供されるような情報」など、他の情報と組み合わせることで投資判断に活用できるものの、**その情報のみでは、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報(いわゆるモザイク情報)**がある。これらは、それ自体では「重要情報」に該当しないと考えられている(金融庁FDガイドライン問4③参照)
- 米国においても、一般投資家には有用でない、**ジグソー・パズルのピース**のような情報から抽出された熟練アナリストによる最終判断を、米国のRegulation FDは正当な行為としている。全米IR協会(National Investor Relations Institute)「Standards of Practice for Investor Relations」(2016)⇒P11-12

◆ 開示の判断軸と留意点（イメージ）

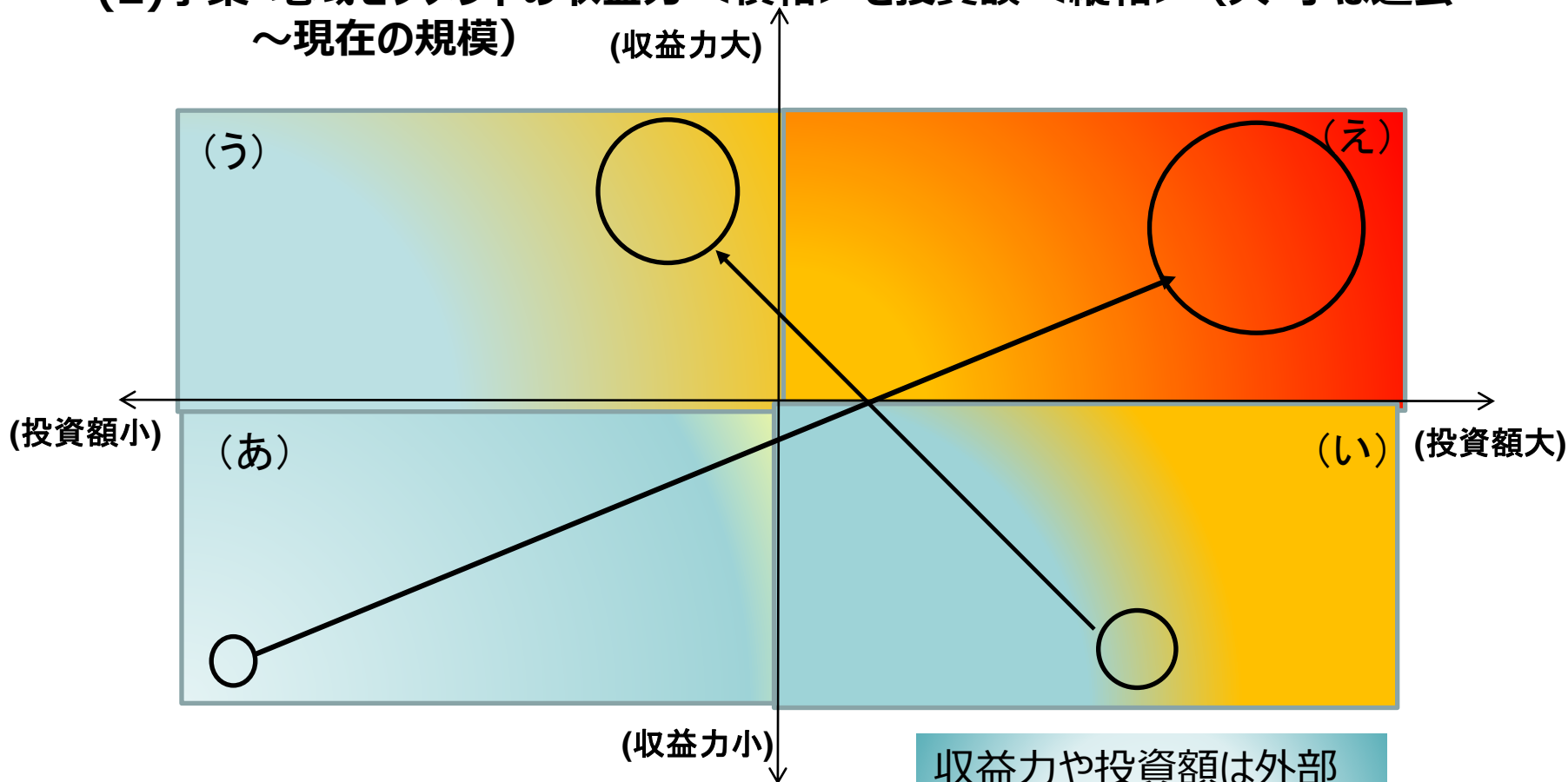
(1) 予想・計画などの時間 <横軸> と情報の重要性 (マテリアリティ) <縦軸>



- 過去の実績 — B領域 — 決算発表、決算説明会、ミーティング
- 業績予想 — A領域 — 決算発表、決算説明会、ミーティング
- 中期経営計画 — B ~ A 領域 — 経営戦略説明会、ミーティング
- 研究開発、事業戦略 — B ~ A 領域 — R & D説明会、ミーティング
- ESG情報 — B領域 — ESG説明会、ミーティング、エンゲージメント

◆ 開示の判断軸と留意点（イメージ）

(2)事業・地域セグメントの収益力 <横軸> と投資額 <縦軸> （大・小は過去～現在の規模）



収益力や投資額は外部環境や経営戦略によって変化し、情報の重要性も変わってくる

フェア・ディスクロージャー・ルールを踏まえた知的財産・無形資産情報に関わるIR活動

◆ 事例：中外製薬（IR優良企業賞2020）

◆ 選定理由

経営トップが積極的に投資家と対話し、軸がぶれず一貫性をもって説明している。
IR部門はトップと投資家との対話機会を設けるとともに、自社の研究開発状況や医薬品業界の動向などを丁寧に説明している。

コロナ下においても例年以上に投資家説明会を開催するなど、開示の継続姿勢への評価が高い。

ESG関連の説明も詳細で、ステークホルダーごとに整理したマテリアリティの設定などが企業価値創造の方向性を明確にしている。

◆ 事例：コマツ（IR優良企業賞2020）

◆ 選定理由

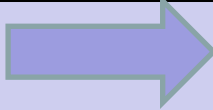
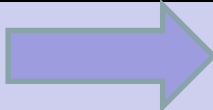
経営の基本を明確にし、「コマツウェイ」を定めて企業価値向上に努めている。理念を中期経営計画のKPIに落とし込み、社内に浸透させている点への評価も高い。統合報告書は、そうした取り組みを伝えるために十分に考えたことが読み取れる。

経営トップが投資家との対話を重視する姿勢も継続しており、四半期ごとの対話や説明資料が充実している。

ESGへの取り組みにも積極的で、説明会や面談などを通じて情報発信に力を入れている。



「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

【基本原則2】建設的対話の促進－主要情報ごとの建設的対話の対応方針

情報の種類 新製品関連情報	考え方1 	考え方2 	FDルールの対象としての整理
新製品や新規技術開発等に関する情報	インサイダー情報に該当する場合		重要情報
	インサイダー情報に該当しない場合	公表前の確定的な決算情報で公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在しない限り	モザイク情報等
	(業界等によっては) インサイダー情報の中のいわゆるバスケット条項の情報に該当する場合		<p>株価に重要な影響を与える特段の事情が存在する場合があります</p> <p>自社のディスクロージャーポリシー等において考え方を整理しておくことは望ましい</p>

「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」

【基本原則2】建設的対話の促進－主要情報ごとの建設的対話の対応方針

情報の種類 ESG関連情報	考え方1 	考え方2 	FDルールの対象としての整理
ESGに関する情報 (ガバナンスに関する情報を含む)	インサイダー情報に該当しない場合	公表前の確定的な決算情報で公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある情報に該当するような特段の事情が存在することはあまり想定されないことから	モザイク情報等

◆ 「情報開示と対話のベストプラクティスに向けての行動指針」
【基本原則4】コーポレート・ガバナンス推進の一環としての情報開示方針（ディスクロージャーポリシー）の策定

上場企業は、情報開示に関する法令遵守のためだけでなく、コーポレートガバナンス推進の一貫としての方針を明確にし、全社的に理解しておくことが望ましい。

基本原則4は、自社の「ディスクロージャーポリシー」を策定し、適切な行動のための指針とすることを提唱する。

ディスクロージャーポリシーは、自社の経営方針等を投資家等に伝えるため、いかに投資家等と向き合うべきなのかという自社のIR哲学ともいべき企業理念・企業姿勢を内包した内容とすることが望ましい。

策定等に当たっては、取締役会が一定のリーダーシップを発揮するなど、自社のコーポレートガバナンス上のひとつのアジェンダとして取り組むことが考えられる。

従前から上場企業が策定しているポリシーの内容に加えて検討するとよい例示としては

- (1) 「重要情報」の定義や考え方、開示の要件、「重要情報」か否かを判断するための基準や仕組み(情報開示委員会の設置等)、
- (2) 公表前の「重要情報」を「取引関係者」に伝えた場合の取扱いの方針と手続
- (3) 上場企業を代表して投資家等と対話するスポークスパーソンズの考え方（人物を特定しておくか否かの方針等）
- (4) 投資家等からよく聞かれる財務情報等についての開示・説明方針
- (5) 関連部署の連携体制や情報開示と対話方針の理解度向上

等が考えられる。

