

## 今次パンデミックにおいて求められる情報開示と投資家の対応

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 新型コロナウイルス（COVID-19）によるパンデミック（感染症の大流行）が勢いを増す中、企業は今回のパンデミックが短期、そして中長期の企業運営に与える影響について、株主、投資家や他のステークホルダーの予見可能性を高めるために、適切な説明や開示が求められる。
2. 企業による適切な情報提供については、米国、英国、オーストラリアの企業開示関係主体によるガイダンスや声明が参考になると思われる。これらからは、企業は現在入手できる情報を利用して、今回のパンデミックの影響が与える影響について分析し、速やかに説明開示すること、現在の流動的な状況に応じて情報を随時更新し、見方に変化が生じれば、その時点で速やかに情報を提供することが重要との示唆が得られる。
3. 一方、投資家、特に長期投資家の企業への対応については、PRI（責任投資原則）の公表した7つの投資家行動が参考になる。ここでは、企業の持続的成長に特に重きが置かれており、PRIに署名した投資家に対し、労働者の安全や財務安全性を守ることに失敗した企業や、役員報酬や短期の株主利益を優先する企業と対話（エンゲージメント）すること、投資家は、危機管理の状況にある企業とはCOVID-19（の影響）を対話の当面の主題とし、その優先順位を変えることなどが記されている。
4. パンデミックはいわゆるROE基準など、機関投資家の議決権行使へ影響を与える可能性がある。これについて、複数の国内機関投資家の議決権行使担当者等に尋ねたところ、今回のパンデミックの影響を考慮することを検討するが、ROE基準などは複数の期間を見て判断する投資家が多く、現在のところ考慮対象になる事例はあまり多くない模様である。
5. 今回のパンデミックは、特にESGのS（社会）課題において新たなリスクの所在が顕在化するとともに、企業、投資家等のステークホルダー双方に社会課題の重要性を再認識させる契機ともなるであろう。現状パンデミックの影響は拡大を続けており、企業にとって不確定な要因も今後さらに増えると考えられる。しかし、こうした状況でも、企業経営者は「パンデミック後」の世界を想定し、当該企業運営上のリスクや機会の所在の変化等について洞察し、持続的な企業価値向上への施策を検討していくことが肝要である。

## I パンデミックが企業の情報開示や決算に影響する懸念

### 1. 新型コロナウイルス（COVID-19）流行による決算発表や株主総会への影響が懸念される

いわゆる新型コロナウイルス（COVID-19）によるパンデミック（感染症の大流行）が猖獗を極めており、日本をはじめ多くの国・地域で、その影響を完全に把握するには相当の時間を要するであろう。日本では2020年3月に本決算期を迎える上場企業が全体の約7割を占めるが、日本公認会計士協会が同会長名で2020年4月7日に公表した「緊急事態宣言の発令に対する声明」によれば、①多くの企業において決算業務に重大な遅延が生じている、あるいはその懸念が高まっている。そして、②緊急事態宣言の発令を受けて、今後は、外出自粛等の感染拡大防止措置を従来にも増して徹底することとなり、企業の決算業務や監査業務に対する制約が更に甚大になることが予想される。そのため、③有価証券報告書提出期限や定時株主総会開催時期の一律延長を可能とする対応が必要との見解を示している。具体的な対応等については関係当局が検討し、公表されていくことになるであろう<sup>1</sup>。

### 2. 開示等に関するガイダンスなどから、企業、投資家に求められる対応を考える

しかし、仮に今後決算発表や株主総会が延期されることがあるにせよ、企業が株主や投資家を始めとしたステークホルダーに対して、今回のパンデミックによって想定されるリスクやその影響などについて、適時、適切に説明、開示するということには変わりがないであろう。本稿では、パンデミックの影響の深刻さが明確になってきた2020年3月後半以降に、米国、英国、そしてオーストラリアの企業財務報告に関連する機関が公表した声明やガイダンス等を参照しながら、企業に求められる情報開示の姿勢や内容等について述べていく。さらに、国連がサポートするPRI（責任投資原則）のペーパーから機関投資家、特に中長期の視点から企業を評価する責任投資家が今回のパンデミックを受け、どのように対応することが望ましいかを考える。併せて、複数の国内機関投資家へのヒアリングから、今回のパンデミックの影響をどのように議決権行使へ反映させていくか、などについて言及する。

<sup>1</sup> 例えば、金融庁から2020年4月14日に「新型コロナウイルス感染症緊急事態宣言を踏まえた有価証券報告書等の提出期限の延長について」(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200414.html>)、15日に「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた企業決算・監査及び株主総会の対応について」(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200415/20200415.html>)が公表されている。

## II 各国開示関連組織による要請の概要

### 1. 米国証券取引委員会（SEC）によるガイダンス

米国証券取引委員会の企業財務局（Division of Corporation Finance）は2020年3月25日、開示ガイダンストピック第9号（CF Disclosure Guidance: Topic No. 9）として「コロナウイルス（Coronavirus (COVID-19)）」を公表した<sup>2</sup>。内容は、現時点における COVID-19 及びそれに関連するビジネスや市場の混乱において、企業が考慮すべき諸点に関する SEC の見方を示したものである。ただし、これはあくまでもガイダンスであり、強制力を持つものではない。

COVID-19 の企業や産業に与えるインパクトを正確に予想したり、評価したりすることが難しいと当局は認識しているものの、ガイダンスはそうした環境下においても適時開示を促している。それは、COVID-19 が企業に与える影響や、企業経営者がその影響をどのように考えているか、企業経営者が COVID-19 の刻々変化する出来事に対応しようとしているのか、COVID-19 関連の不確実性をどのようにとらえているかは、投資や議決権行使にとって重要であるためとしている。

上述のような認識の上で、刻々と変化する COVID-19 の影響の評価、及びそれらの開示について、次のような諸点を考慮した上で、各企業の状況に応じて行うべきとしている（以下は例示であり、これらが全てではない）。

- ・ COVID-19 の財務状況や企業運営へのインパクト（これまで、そして、将来の見通し）
- ・ COVID-19 の、流動性ポジションを含む資本や財務資源への影響（これまで、将来の見通し）
- ・ COVID-19 の貸借対照表上の資産へのインパクト、それらを適時に開示できる企業の能力
- ・ 財務状況に大きな影響を与えるのれんなどの減損、クレジットロスやリストラによる引当金の増加などの想定
- ・ COVID-19 に関連した労働環境の変化（リモートワークなど）の企業運営（財務報告システム、内部統制など）に対する負の影響
- ・ 事業継続計画（Business Continuity Plan: 企業が危機的な状況になった際、その損害を最小限にしながら、事業の存続や復旧を図るための計画）を遂行する上での課題、遂行する上での多額の支出の想定や資源の制約
- ・ COVID-19 の製品やサービスの需要に対する重大な影響の想定
- ・ COVID-19 がこれまでの財サービスの物流、サプライチェーン与える影響の想定や、COVID-19 による収入と支出の関係の重大な変化の想定
- ・ 人的資産や生産性の制約による将来の企業運営への影響

<sup>2</sup> <https://www.sec.gov/corpfin/coronavirus-covid-19>

- ・移動の制限や国境の封鎖などによる、企業の運営やビジネス上の目標を達成する能力への影響

さらには、これら COVID-19 のこれまで、そして将来の諸影響に関し、投資家が経営陣の視点で評価できるフォワード・ルッキングな情報を開示することや、事実、状況の変化に応じ主体的にその開示の内容を修正することを企業に対し求めている。

## 2. 英国 FRC、FCA、PRA による共同声明と FRC によるガイダンス

英国の金融規制監督、財務報告に関係する、財務報告評議会（Financial Reporting Council: FRC）、金融行為監督機構（Financial Conduct Authority: FCA）、健全性監督機構（Prudential Regulatory Authority: PRA）の 3 機関は、2020 年 3 月 26 日に共同声明「COVID19 Joint Statement」を公表した<sup>3</sup>。

この共同声明によれば、資本市場は適時、正確な情報に依存し、そして投資家や他のステークホルダーは高度な監査に裏打ちされた財務諸表に依存している。しかし、企業や会計監査人は（COVID-19 により）現状、財務諸表の作成や監査に対する予期しない課題に直面している。この現状に対応し、情報が投資家に継続的に流れ、英国の資本市場の継続的な機能をサポートすることを目的に、次の 3 つの行動を行うこととされている。

1 つ目は FCA による、上場企業に対する財務報告書の公表の 2 か月間の延期、2 つ目は FRC による、不確実な現状下での財務諸表を作成する企業に対するガイダンス、及び、PRA による国際財務報告基準（IFRS）9 号に基づく予想損失引当金の評価に関する金融機関へのガイダンス、そして 3 つ目が FRC による監査法人に対する、監査上のエビデンスを得る上での課題を克服する上でのガイダンスである。

併せて、FRC の財務報告ラボは、今知りたい開示内容に関する投資家からのフィードバックを受け、「不確実性の時代の財務報告：情報を求める投資家からの 5 つの質問」という 1 枚の表にまとめた<sup>4</sup>。ここには現状投資家が企業から得たい「有益な開示情報」はどのようなものであるかについて、5 つの質問形式に簡潔にまとめられている。

まず、「資源（Resources）」として、①どのくらいのキャッシュを保有しているか、②短期的に企業がどのようなキャッシュや流動性を獲得することができるのか、の 2 つが上がっている。そして「有益な開示情報」として、①については、キャッシュの量や企業グループ内の所在、キャッシュにアクセスする上での制約の有無などが、②については、短期のファイナンス条件等と、その変更可能性などが上げられている。

続いて「行動（Action）」として、③企業はどのようにして短期的な支出を管理できるか、④実行可能性を保証するためにどんな行動を企業がとれるか、が上げられている。そして、③の「有益な開示情報」として、配当計画の変更、設備投資計画のタイミングや計

<sup>3</sup> <https://www.frc.org.uk/about-the-frc/covid-19/covid19-joint-statement-26th-march-2020>

<sup>4</sup> <https://www.frc.org.uk/medialibraries/FRC/FRC-Image-Library/COVID-19-Inforgraphic-Mar-20.jpg>

画の柔軟性などが、④については、ストレステストについての情報や取締役によるモニタリングの詳細などが上げられている。

最後に⑤「将来 (The future)」として、どのようにして企業は重要な資産やバリュードライバーを守っていくかが上げられ、そして「有益な開示情報」として、一貫した短期、長期の収支に関するシナリオ、人材やブランド、短期の意思決定が与える特許などの重要資産やバリュードライバーに対する影響の詳細、などが上げられている。

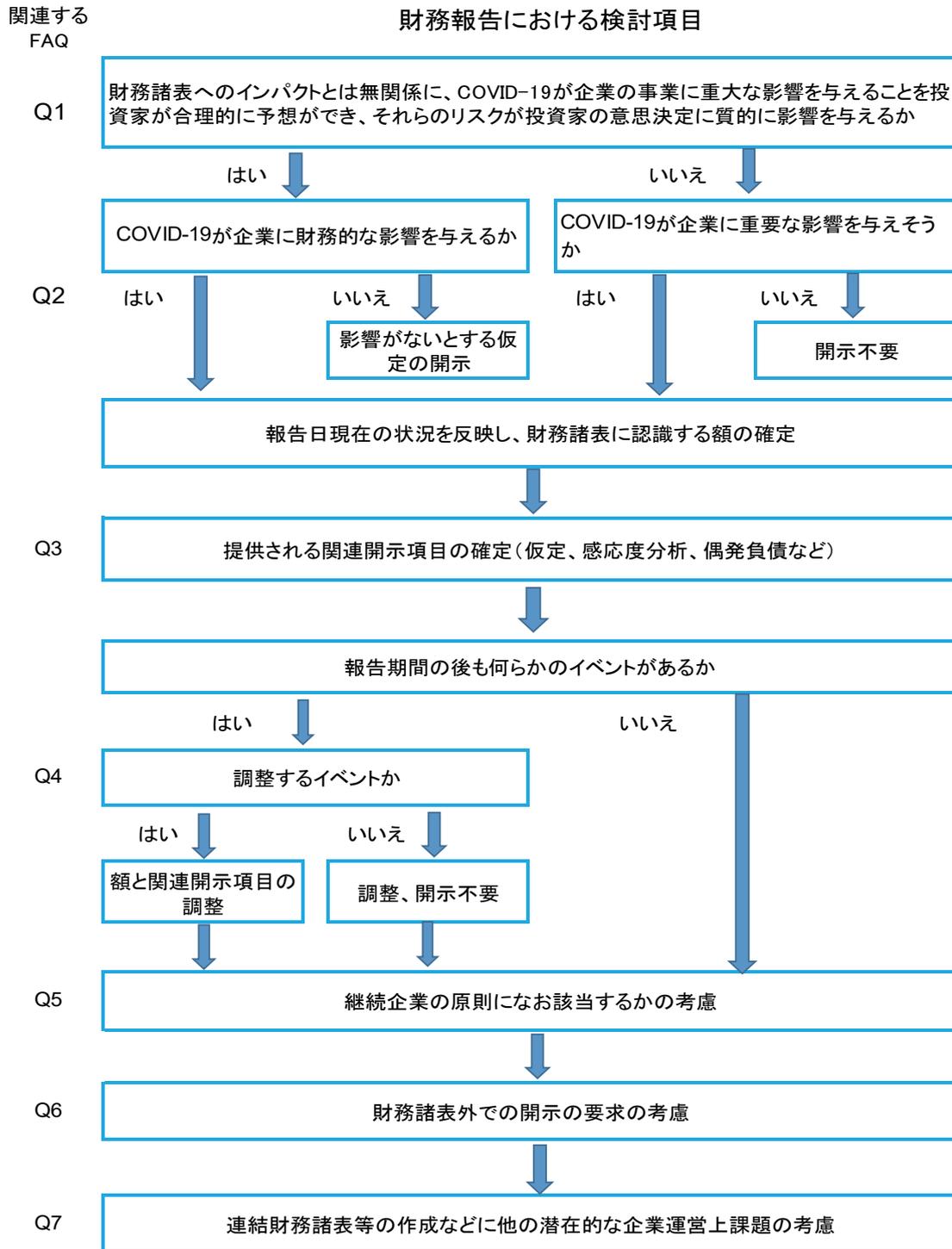
### 3. オーストラリア AASB による FAQ

オーストラリアでは、オーストラリア会計基準評議会 (Australian Accounting Standards Board: AASB) と監査・保証基準審議会 (Auditing and Assurance Standards Board :AUASB) が共同で「コロナウイルスの財務報告及び会計監査人の考慮への影響 (The Impact of Coronavirus on Financial Reporting and the Auditor's Considerations)」と題した FAQ を 2020 年 3 月に公表した<sup>5</sup>。ここでは、財務諸表作成者 (企業) も会計監査人も COVID-19 の流行がもたらす不確実性のリスクについて評価し、財務報告書にそれらインパクトについて記載すべきである、という認識のもと、CEO や CFO、会計監査人は初期の段階からこれらの影響について熟考しなければならないとした。そして、彼らが熟考しなくてはならない重要な項目を 7 つの FAQ とするとともに、それらをフローチャート化し、Q1 から Q7 まで順に検討していくことにより、取るべき行動が分かりやすく示される形になっている。図表 1 に、財務諸表作成者側に求められる FAQ と、その対応に関するフローチャートを示した。

---

<sup>5</sup> <https://www.aasb.gov.au/Hot-Topics/COVID-19-Guidance.aspx>

図表 1 財務諸表作成者側の検討すべき FAQ とフローチャート



(出所) オーストラリア会計基準評議会、監査・保証基準審議会「The Impact of Coronavirus on Financial Reporting and the Auditor's Considerations」より野村資本市場研究所作成

## 4. 現状で把握できる影響や方向性を積極的に開示、説明することが求められる

上記の米国、英国、オーストラリアの当局による対応から考えると、企業は現在入手できる情報を利用して、今回のパンデミックの影響が個別企業に与える影響について分析し、それらを速やかに説明開示すること、現在の流動的な状況に応じてそれらの情報を更新し、見方に変化が生じれば、その時点で速やかに情報を提供することで、株主、投資家だけではなく、他のステークホルダーの予見可能性を高めることも重要と考えられる。

また、今回のパンデミックは、特に ESG の S（社会）課題において新たなリスクの所在が顕在化するとともに、社会課題の重要性を再認識させるものになるであろう。例えば、今回多くの国で見られた移動の制限は、サプライ・チェーン・マネジメントの見直しにつながるであろうし、リモートワークの拡大や飲食店等の営業自粛は、労働者の管理に関する従来の企業の姿勢や、働き方そのものにも変化をもたらすことになる可能性がある。

現状パンデミックの影響はなお拡大を続けており、企業にとって不確定な要因が一層増える方向にあると考えられる。しかし、こうした状況でも、企業経営者は「パンデミック後」の世界は現在と比較してどのように変化していくのか、その際、当該企業の運営上のリスクや機会の所在がどのように変わっていくか等について洞察し、持続的に企業価値を高めるための施策を検討していくことが肝要である。

### III 投資家による企業への対応と議決権行使

#### 1. PRI が責任投資家に求める 7つの行動

世界の責任投資家の集まりである PRI は 2020 年 3 月 27 日、「責任投資家は COVID-19 コロナウイルス危機に対応すべきか（How responsible investors should respond to the COVID-19 coronavirus crisis）」を公表した。

PRI は、「PRI に署名した投資家は、例え短期的な利益が限られても、公共の健康や長期の経済パフォーマンスのために、この危機を通じ、持続可能性のある企業をサポートすべきである。」とした上で、当面の投資家の行動として以下の 7つを示した。

- 行動 1：危機管理に失敗した会社（労働者の安全や財務安全性を守ることに失敗した企業や、役員報酬や短期の株主利益を優先する企業）とエンゲージメントする。
- 行動 2：危機の裏に隠れている、あるいは危機により悪化している他の損害の所在についてエンゲージメントする。
- 行動 3：投資家は、危機管理の状況にある企業とは、COVID-19 をエンゲージメントの主題とする（他のテーマより優先度を上げる）。
- 行動 4：投資家は、企業や政府に対し適切な行動をとることを促すために、公に意見を表明すべきである。

行動 5：投資家は投資先企業を適切に監督するために、バーチャルな株主総会も用いるべきである。

行動 6：投資家は、企業や債務者、政府に対する財務上のサポートに、より寛容になるべきである。

行動 7：投資家は投資の意思決定において、長期的視点で連携すべきである。

これら7つの行動を見てもわかるように、今回のパンデミックの裏で状況が悪化している社会課題の有無や、パンデミックを理由にエンゲージメントや情報開示に積極的ではない企業などには投資家は厳しい目を注ぐべきではあるものの、基本的には、今回のパンデミックの影響が一巡した後にも企業が持続的な成長を継続できるように、PRI 署名の投資家に対しより長期的な視点で企業をウオッチし、サポートすることを求めていることがかわれる。

## 2. 株主総会における議決権行使へのパンデミックの影響の反映

今回のパンデミックの影響を受け、企業の収益が一時的に低下すると、ROE（自己資本利益率）が低下したり、減配や無配となる企業が増えたりすることが想定される。その場合、例えば、多くの機関投資家の議決権行使基準として設けられている ROE 基準（ROE が一定水準を下回る際に、取締役選任議案で社長等経営トップにある候補者などに反対するという基準）に抵触する企業も増える可能性がある。野村資本市場研究所で3月下旬から4月上旬にかけ、複数の国内機関投資家の議決権行使担当者を中心に、「今回のパンデミックの影響を議決権行使にあたりどのように考えるか」について尋ねたところ、おおむね、次のような回答が聞かれた。

- ・今回のパンデミックは議決権行使にあたって考慮する要素になると考えられる。
- ・ただし、考慮対象になると考えられる収益性や資本効率性基準（ROE 基準等）は、1期だけではなく複数の期で見たり、セクター内での相対感（下位〇〇%など）で判断したりする投資家が多い。
- ・実際に考慮するにあたっては、当該企業からの説明や対話、財務状況（現金保有や株式保有など）も勘案しながら判断することになる。

以上から考えると、パンデミックの影響を考慮するにしても、実際には考慮の対象となる企業は少なくなるのではないかと見られる。ただし、第Ⅲ章の1で述べた PRI が求める7つの投資家行動や、今後の影響拡大など取り巻く環境の変化によっては、上記の考え方がより緩和的な方向に変化することもありうるのではないかと考える。

なお、議決権行使助言行使会社のグラス・ルイスでは、パンデミックの影響を議決権行使の助言に反映させる方向であるが、今回のパンデミックの影響は2021年のほうに色濃く現れるのではないかという認識のもと、検討を行う模様である。