

# 新型コロナウイルス感染症拡大下での 上場企業への期待

――投げかけられた「ストレステスト」――

三瓶裕喜 フィデリティ投信ヘッドオブエンゲージメント

## 一 はじめに

新型コロナウイルスの感染が拡大する中、本稿執筆の四月一七日現在、各方面でさまざまな影響が広がっている。こうした状況下でも、電話やビデオ会議システムを活用して企業との対話を継続して行っているが、そうした対話の中では、現在の状況を踏まえた各企業における対応状況を確認し、機関投資家としての期待を伝えていく。

本稿では、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえて各企業において対応が検討されていると思われるいくつかのポイントについて、機関投資家の視点および投資対象となる上場企業への期待について述べていく。

## 二 新型コロナウイルス感染症拡大下でのエンゲージメント

企業との対話の中で最初に確認しているのは、従業員への感染防止対策である。本社はもちろん、工場や事業所、海外子会社等の労働環境が異なるそれぞれの職場でどのような対策が施されているのか、また、そうした対応が実効的に行われているかを確認している。こうした観点から特に重要になるのは、それぞれの従業員の働き方の自由度や柔軟性である。たとえば、在宅勤務が不便なく行える体制になっているか等を確認しており、アクセスが集中するサーバー容量やシステムのセキュリティ等を含め問題が生じている場合には、そうした問題をいかに迅速に解決していくのかは、当該企業にとって喫緊の課題である。

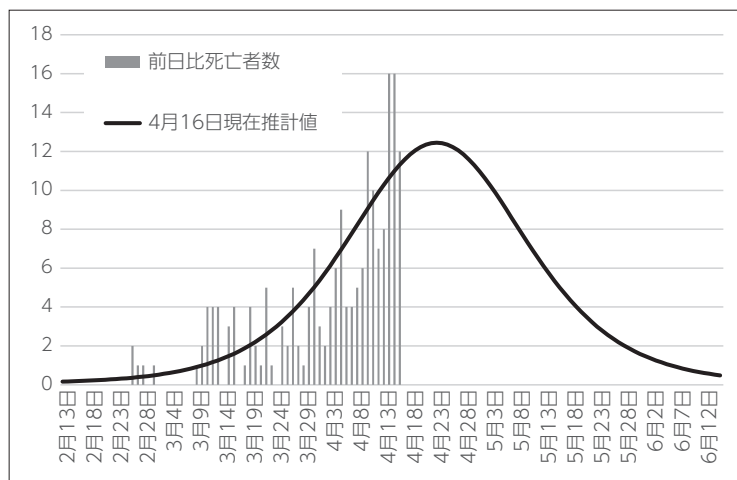
## 目次

- 一 はじめに
- 二 新型コロナウイルス感染症拡大下でのエンゲージメント
- 三 資本コスト
- 四 業績予想開示、中期経営計画の更新
- 五 株主総会
- 六 情報開示
- 七 株主還元
- 八 政策保有株式
- 九 おわりに

また、新型コロナウイルス感染症の影響が、一時的な経済活動の停滞のみならず、人々の消費行動の変化、ソーシャル・ディスタンスングの継続、勤務形態の多様化等をもたらす可能性もあり、中長期的には、それらが各企業の事業にどのような影響を及ぼすか、ESG課題への取り組み等の長期的課題へのコミットメントの維持可能性または遅延といった影響の連鎖が生じるかどうかという点が重要である。そこで、不確実性の高い状況を踏まえつつも、ステークホルダー間で共有可能な価値は長期的視点に基づくものであるという軸がブレないよう、対話の中で議論を行っていく。

さらに、経営環境が大きく変化する中では、中長期経営戦略の見直しが的確に行われることが重要であり、そうした観点から、取締役会の執行および監督に対する責任の重要性、変化への柔軟性や視野を広げる多様性の必要性を、対話の中であらためて強調している。

〔図表1〕 機械学習手法を応用した新型コロナウイルス感染症による国内感染推移のピークアウト推計



(注) 筆者作成。ロジスティック関数の一階微分方程式を用いた推計。日々新たな感染状況のデータが追加されることで、関数の定数が変わることがあり、それにより推計値も変わる。

### 三 資本コスト

投資家が株価の適正水準を試算する際のリスクファクターを反映するのが株主資本コストであるといえる。株式市場が急落したのは、詳しい特性がよくわからない新型コロナウイルス感染症の予想外の急拡大、経済への悪影響をリスクファクターとして、株主資本コストを構成す

るリスクプレミアムが上昇し、これを株価評価に織り込んだためである。

理論株価を算出するDCF法(ディスカウント・キャッシュフロー法)においては将来キャッシュフロー見通しの不確実性が高まると、これが見直されるとともに、キャッシュフローに反映しきれないリスクはリスクプレミアムの上昇として割引率に加算される。簡便法である株価収益率(PER)や純資産倍率(PBR)についても同様だが、倍率の分母に使われる一株当たり利益や一株当たり純資産に長期見通しが反映されない分、リスクプレミアムの上昇分は倍率低下として反映される。このように、将来見通しに係る不確実性の高まりは株主資本コストの上昇として株価形成に織り込まれる。

国民の生命を守るという最優先課題とそのためにとられる外出自粛措置による経済損失のトレードオフを少しでも改善の方向へ導くには、企業からの情報開示によって将来見通しの不透明感を少しでも払拭していく前向きな姿勢が求められる。資本市場では、新型コロナウイルス感染症拡大のピークアウト後(ピークアウト推計例は図表1参照)の経済の回復軌道がV字型、U字型、L字型かの議論が活発であるが、企業活動への負の影響がどの程度か、また構造的変化をきたして元どおりにならない事象はあるか、外出自粛が解

除されればどの程度元どおりになるのかなど、ネガティブ情報を含めた情報開示が積極的になされれば、L字型に陥るリスクが軽減され、U字型からV字型の回復軌道を描く可能性が高まると期待できる。

### 四 業績予想開示、中期経営計画の更新

企業においては、決算短信における今年度の業績予想の開示や中期経営計画の更新について、対応に悩んでいる様子も散見される。

今年度の業績予想については、企業自らも合理的に算出できないことは容易に想像できるため、過度に保守的な予想や年度後半に大幅な修正を余儀なくされる予想を開示しても株価形成に寄与しない。むしろ、不確定要素がどこにあるのか、外部環境変化がどのような経路で伝播し業績に影響を与える可能性があるのか等のリスク情報の充実に図ることがより重要である。また、中期経営計画の更新時期にある場合であっても、たとえば、今年度は状況を見定めて戦略の再検討を着実に進める一年間と位置づけて中期経営計画の空白期間とした上で、その期間中に新型コロナウイルスの感染が収束した後の事業環境を十分に検討し、保守的すぎず、かつ、根拠のない右肩上がりを示すものでもない、実効的な戦略・目標を開示する準備を整えるべきであると考えられる。こうした企業の情報開示に対し、機関投資家などのように応ずるかは「長期投資」の方針を掲げている機関投資家にとっ

〔図表2〕 米国証券取引委員会（SEC）「企業財務開示ガイダンス（Topic No.9）」（2020年3月25日）

**拡大するCOVID-19による影響の評価と開示**  
 「SECは企業に対して、現在および将来のCOVID-19による影響を経営者の視点から評価することを投資家において可能にする情報開示を促すとともに、事実関係や状況の変化に応じて、そうした開示内容を積極的に修正・更新することを奨励する。」  
 ※具体的な開示内容として、資金繰りの健全性、資金調達手段の確保・見直し、財務制限条項抵触の可能性、負債と資産のキャッシュフローの著しいミスマッチが生じていないか、偶発債務の発生、減損テストの前提の変化、サプライチェーン見直しを要する変化等を例示

**重要情報の公表前において取引を控える必要**  
 「企業がCOVID-19の影響に関する重要な情報を開示する際には、そうした情報を広く一般に公開することで、選択的な開示となることを回避するために必要な措置を講じるよう注意を促す。」

（注）筆者にて抜粋・和訳。

〔図表3〕 英国金融行為規制機構（FCA）「コロナウイルス危機下での年次企業決算の延期」（2020年3月26日）

**一時的な救済措置**  
 「コロナウイルス危機下にある期間中、市場が情報によって最新の状態に保たれていることは、これまでと同様に重要である。市場濫用行為規制（MAR）は引き続き有効であり、企業においては、現在の規制の下で認められている開示を遅らせる正当な理由がない限り、引き続き内部情報に関する（開示）義務を可及的すみやかに果たしていくことが求められる。各企業は、これまでどおり、いかなる情報が内部情報に該当するかを慎重に評価しなければならぬ。そうした評価に際しては、世界的なパンデミックとそれに対する政策対応が、事業の見直しに当たって重要な情報の性質を変化させる可能性があることを認識する必要がある。」

**企業による追加期間の活用**  
 「FCAは、追加された2カ月の期間を活用することが適切であると考え、すべての企業に対して、そうした活用を促す。また、市場参加者に対し、企業が一時的な救済措置によって得られる追加期間を利用することについて、必要以上に不利な推察を行わないよう要請する。前例のない時期にあって、そうした対応を行うことは、多くの企業にとって賢明な判断である。」

（注）筆者にて抜粋・和訳。

五 株主総会

てはその真価が問われる正念場でもある。

金融庁および東京証券取引所から決算情報や  
 有価証券報告書等の開示期限の延期、法務省お  
 よび経済産業省から株主総会開催時期の弾力的  
 運用、総会運営の多様な方法が示されていると  
 ころ、各企業においては株主総会をどのように  
 開催するかについてさまざまな対応が検討され

ており、四月一五日以前の対話の中では、そ  
 うした内容が話題に上ることがあった。たとえ  
 ば、企業においては、インターネットを活用し  
 たバーチャル株主総会等の他社事例の比較検討  
 もされているようであるが、株主の出席の有無  
 にかかわらず会場を用意した上での物理的な総  
 会の開催が欠かせず、インターネットのみによ  
 る開催は認められていないことから、総会時期  
 の見直しは現実的な選択肢と考えていない様子  
 であった。

六 情報開示

新型コロナウイルスの感染拡大が事業にどの  
 ような影響を及ぼすかが不透明で将来予想の不  
 確実性が高まっている状況では、急騰している  
 株主資本コストを低減するためにも情報開示が

説明の重要性を強調している（図表2および図表  
 3参照）。

しかし、四月一五日に関係各団体および関係  
 省庁から成る「新型コロナウイルス感染症の影  
 響を踏まえた企業決算・監査等への対応に係る  
 連絡協議会」が、企業や投資家等の関係者に対  
 し企業決算・監査業務および株主総会運営につ  
 いて柔軟かつ適切に対応していくことを促し、  
 かつ、株主総会については二段階開催（当初予  
 定の株主総会およびその継続会の開催）の対応策  
 を示したことを受け、例年のスケジュールが大  
 幅に後ろ倒しになることが現実味を帯びてき  
 ている。

こうした柔軟かつ合理的な対応を機関投資家  
 は冷静に受け止め歓迎すべきである。ただし、  
 投資家が抱くであろう懸念は、沈黙期間が長期  
 化し情報不足に直面することである。仮に企業  
 が株主総会と継続会の二段階運営を行うとすれ  
 ば、監査や決算情報の開示は例年よりも大幅に  
 遅れる可能性がある。米国や英国の当局も監査  
 済み決算情報の開示期限を延長する対応を公表  
 しているが、同時に内部者情報を不必要に長く  
 保持することの危険性についての注意喚起、リ  
 スクにかかわる適時開示や記述情報による状況



重要になる。もっとも、不確実性の高い状況下では、すみやかにそうした情報を開示することが難しい場合もあり得る。そのような場合に不確かな情報を開示することは、むしろ市場を混乱させる懸念があるため、まずは状況を十分に把握した上で、一定程度の確度をもった情報を開示していく姿勢が望ましい。

四月一四日、金融庁は三月期決算企業の有価証券報告書の提出期限を九月末まで延長すると発表し、四月一七日には企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という）等の改正が公布・施行された。財務諸表に関しては、機関投資家は資産評価、特に減損に注目しているが、その内容（対象や試算前提等）については決算発表の段階でほぼ開示されるはずであり、有価証券報告書の開示では「事業等のリスク」等の記述情報の充実が注目されることになる。

「事業等のリスク」の項目は、二〇一九年の開示府令改正によって二〇二〇年三下期から記載の充実が求められており、新型コロナウイルス感染拡大の影響や対応策について、充実した記載がなされることが期待される。開示府令改正による記述情報の充実には、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」、「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」（Management Discussion & Analysis：MD & A）も含まれるほか、監査報告書に「監査上の主要な検討事項」（Key Audit Matters：KAM）を記載する早期適用も開始される。

ただでさえ二〇二〇年三下期の有価証券報告

書の開示では新たな試みが求められていたところ、新型コロナウイルス感染症の影響が重なり、三カ月の提出期限延長は準備する企業にとつて短いくらいかもしれない。しかし、一連の情報開示の充実が、現下のように経営環境に激しい変化が起きているときこそ決算短信の業績予想の開示以上に重要であることを強調しておきたい。経営者の視点での状況認識・分析、これまでの当該企業に関する投資家の理解・認識を修正すべき重要な変化（需要、収益構造、サプライチェーン、感応度）等は特に優先度が高い情報である。こうした記述情報の開示が不十分であると、影響を十分に把握できていない、適切な対応策がとられていない、予想以上に大きな問題が生じている可能性がある、といったネガティブな連想を助長し、市場からの信頼を大きく失ってしまう可能性がある。

### 七 株主還元

企業業績見通しを立てづらい環境下で、米国では配当を見直す企業が増えてきているが、労働環境や経営理念が日本企業と大きく異なることに留意が必要である。昨年八月、米国のビジネス・ラウンドテーブルが発表した、企業を取り巻くステークホルダー間の優先順位を見直し、従業員の優先順位を引き上げる一方、株主の順位を下げる宣言が注目を集めたことは記憶に新しい。しかし、米国で急拡大する新型コロナウイルス感染症と外出規制への初動は、従来どおり従業員に対する一時帰休という形で表れ

ている。失業率は一九四八年の統計開始以来最悪の状態を更新するとの見方が強い。

民間企業による従業員の解雇や一時帰休を連邦政府や州政府が強制的に阻止することはできないが、企業への資金援助を通じて企業の資金繰りを支援することで間接的に失業者急増を抑制し、または失業者への給付を厚くして生活支援を行っている。政府からの資金援助を受ける条件、信用格付機関による格付けの見直し、債務弁済能力の確保、すべて資金繰りの安定確保が最優先であり、資本構成上最劣後にある株主への配当はこの際削減するのである。平時では、過度な手元資金を保有せず資本効率の最適化に努めているからこそ受け入れられる減配である。このように経験したことがない危機的な状況下で経済のさらなる混乱を避けるため、米国では市場機能の維持、資本の論理を貫いている。

配当に関しては、日米では平時からさまざまな違いがある。まず、米国では配当額について四半期ごとに取締役会決議で決定するが、年二回の配当支払いが多い日本では、中間配当は取締役会決議、年度末配当は株主総会で決定する（定款変更により取締役会決議としている会社はこの限りではない）という手続上の違いがある。しかし、より実質的には、各企業のバランスシートマネジメントの考え方と配当方針の違いが大きい。米国企業は、余分な現預金等を持たず、バランスシートは有利子負債が現預金等を上回るネットデットの状態にあるケースが多いが、日本企業においては、現預金等が有利子負債を上回るネットキャッシュのバランスシートの上

下、「もしもの場合」のための余剰現預金等を潤沢に抱えているケースが少なくない。そのような日本企業においては、「安定配当」を方針として掲げている場合が多く、米国企業とは異なり、業績が若干下振れた場合でも、安易に減配はしないとの説明がなされる。このような企業においては、現在のような逆風の状況下であるからこそ、辛抱強く投資を続ける長期投資家に対して継続的な方針の下で配当を行っていくことが、「これまでの説明」との一貫性を証明することであり、そうした意思決定を期待する。なお、こうした観点は、すでに終了した昨会計年度の配当はもろろん、今会計年度の配当方針に特に当てはまる。

### 八 政策保有株式

株価が急落した三月以降の企業との対話では、このような状況下でも政策保有株式の削減を進めるべきかとの照会が数社からあった。新型コロナウイルス感染症拡大の影響が広がる中で急速に株価が下落した政策保有株式について、このタイミングで売却することが適切か、判断に迷っているようである。

しかし、そもそも政策保有株式は純投資目的で保有しているものではないため、株価の動きを見計らって売買する性質のものではないはずである。政策保有株式はバランスシート上のリスク資産であり、株価の下落をリスクとして想定しなければならぬことは、コーポレートガバナンス・コードでも「リスクが資本コスト

に見合っているか」と注意喚起されているが、現在、そうしたリスクがまさに顕在化している状況といえよう。

各企業においては、保有する政策保有株式について、純投資の観点からのリターンではない政策的な意義が十分に説明できるのか、また、事業環境が厳しくなる中で、今後さらに株価が下落するおそれもあるリスク資産をバランスシート上に抱え続けることが合理的な判断といえるのか、政策保有の構造は一般株主との利益相反を完全に回避できるのか等、今一度検証されることを期待したい。

その上で、売却する場合には、一日当たりの出来高と比較した売却額に留意するなど、株式市場の状況を踏まえつつ、注意深く行うことが肝要である。特に、いわゆる持ち合いを解消する場合には、自社株買いとあわせて行うなど、株価への影響を限定的にするための工夫は有効である。

### 九 おわりに

二年前の二〇一八年五月に、まるで現在の新型コロナウイルス感染症拡大を予言するかのような報告書（「The Characteristics of Pandemic Pathogens」[「パンデミック病原体の特性」]が米国ジョンズ・ホプキンス大学の公衆衛生大学院健康安全保障センターから発表されたが、WHOを含め各国は対応策を講じなかった。東日本大震災の際に発生した巨大津波についてもその可能性は指摘されていたが、電力会社は対策を講じな

かった。現在も、地球温暖化・気候変動等の地球課題解決への取組み、日本においては、デジタル社会に対応するDX（デジタル・トランスフォーメーション）の必要性、一〇〇%子会社ではない連結子会社やいわゆる親子上場企業の経営の独立性とグループ企業経営の統制の矛盾等が指摘されているが、なかなか対応は進まない。今回世界で経験している都市封鎖やわが国の緊急事態宣言を通じ、企業も投資家もさまざまな課題解決を棚上げ・先送りしていた現実（何がどれほど準備不足か）を再認識するストレステストとして新型コロナウイルス感染症拡大を活かし、前進することが求められているのではないか。

本稿で述べた問題意識を踏まえると、二〇一九年の開示府令改正、二〇一九年に成立した改正会社法はタイムリーというかギリギリのタイミングであったように思われる。将来業績を合理的に算出することが困難な状況であるからこそ、経営者による現状分析の開示が重要であり、予見可能性の一助となるリスク情報の開示が記述情報の充実という形で求められている。また、株主総会資料の電子提供制度の創設等の一部の改正については施行予定がまだ先であるが、今回のような危機に対し十分な「免疫力」があるといえるのか、日本の企業法制は疑問を投げかけられているように思われる。

（さんぺい・ひろき）