

## 四半期情報開示と資本市場

首藤 恵

関理事長 それでは、お待たせいたしました。

本日の「資本市場を考える会」は、御案内いたしましたように、中央大学の首藤先生をお招きいたしました。「四半期情報開示と資本市場」という題で御講演をいただくことにいたしました。先生の御略歴、主要著書等は、お配りしてあるとおりでございますが、慶応大学で勉強をされました。その後、中央大学に移られて研究活動を続けられ、御略歴にありますように、研究活動の範囲は国内だけでなく海外にも及んでおられます。

また、「その他活動」とありますが、一連の市場改革、金融改革の流れの節々におきまして、政府の審議会等でも活躍をされております。研究テーマとしては、著書の題名からでもおわかりいただけますよう

に、金融論の基本から資産運用の問題とか国際的な金融システムの問題、さらに関連して、企業ガバナンスの問題というように、広い範囲で活動されていらっしゃるわけでございます。

本日のテーマとの関連では、御出席の皆さん御存じのことですけれども、今年の一月から、いわゆる市場の運営者が合同で四半期財務情報の作成及び開示についての検討会を設け検討を進めておりましたが、その座長もお務めになりました。この問題はパトロンが金融審議会の方に移って、これをどうするかという議論が続いているわけです。首藤先生からこの問題についてお話をいただくには大変時宜を得ているのではないかと思います。

それでは、どうぞよろしくお願いいたします。

## 四半期情報開示への視点

中央大学の首藤でございます。今日は「四半期情報開示と資本市場」というテーマで話をする機会を与えていただきまして、本当にありがたく思っております。

四半期情報開示の問題は、今年の夏に非常に注目を集めました。四半期業績の概況の開示が東証で今年から義務付けられまして、そしてそれが公表された時期でございます。先ほど御紹介にありましたように、四半期情報開示に関しては、すでに幾つかの問題が指摘されておりました。一つには、公開会社の情報開示の不十分さに対する投資家の不満がすでにかなりありました。投資家サイドでは、足元の情報を得ることが企業価値の評価に不可欠であり、特に企業の継続リスクを評価す

る上で、四半期開示が必要であるという認識が一般的となっております。

発行企業の側では、そうした迅速な情報開示、適時情報開示の必要性は認めつつも、この長引く不況の中で企業の体力が弱っているときに、次から次へとさまざまな制度変革が行われて、いろいろな要求に企業が応えなければならぬという、逆の意味の不満がございました。その中でさらに四半期開示をやらなくてはならないのか。四半期情報開示をやるにしても、制度開示すなわち法定開示が前提になつていて、まずは取引所ルールとして開示が進められているのではないか。そうであれば、取引所で義務付けるのは、企業にとって二重のコスト負担になる可能性が高く、対応し切れない。四半期情報を開示するためには、内部のシステムを変えなければいけないが、それには手間暇がかかるのですぐに対応し切れないなどであ

ります。

一方で、日本の経済と金融システムの観点から、資本市場は大きな国際的市場間競争の波の中にあつて、市場の機能をめぐる競争への適切な対処が、日本経済の活性化に不可欠である、という見方がございます。

そういった三様の受け取り方の中で、今年一月から、東証をはじめとする全国証券取引所は、四半期情報開示に関する検討委員会を設けました。

「四半期情報の作成及び開示に関する検討委員会」という非常に長い名前の委員会ですが、一月一日に第一回が開かれまして、そして七月三日の第七回をもって終了し、八月初めに報告書が出されるという運びになつたわけです。

この検討委員会の報告書については、既に御覧になつた方がおありになるかと思えますけれども、非常に新しい試みといえます。もっとも注目

すべき点は、開示情報の作成サイドだけでなく、

情報の利用者である投資家の立場を明示的に取り入れて情報開示の問題に取り組もうとした点といえます。これまで取引所を含めて日本の市場関係者は、ずっと発行主体寄りであつたという印象を否めないわけですが、これから投資家サイドの視点をきちんと取り入れて、市場の制度構築あるいはルールを決めていく必要があるのではないかと、いった認識に立ちまして、検討委員会の設置が決まつたと聞いております。情報作成者としての発行企業、利用者としての投資家、そして技術的な面で具体的な情報開示に関する公認会計士、この三つのグループの意見を集約して、実際に使いやすい開示情報とするための具体的な方法および内容について作成要領をつくらうということだと思います。実は私も驚いたのですけれども、情報開示の議論に際して、証券取引所が投資家の意見を明示

的に取り入れようという初めての試みだそうです。

そういう点で、非常に新しい試みであると同時に、あくまでプラグマティックな視点から、投資家に必要な四半期情報を、作成者サイドに大きな負担をかけることなく開示するにはどのようなべきか、そのための手引をつくるのが目的でございました。

ちょうど一月に第一回の検討委員会が開始される直前に、これは誤報だということが後でわかったのですが、四半期情報開示が二、三年内に制度化される、つまり証券取引法で要請されるというニュースが日経新聞紙上に載りました。そうした経緯もあって、検討委員会の開始早々、発行者サイドから強い反発を浴びるということもございました。しかし、少なくともプラグマティックな視点から効果のある情報開示のルールづくりに参加

し、日本の情報開示システムの新しい展開に立ち会つことができ嬉しく思っております。

今日は、資本市場の機能向上という広い観点に立つて、我が国の情報開示制度、特に四半期情報開示制度とはいかにあるべきなのかについて、またそれをめぐるさまざまな論点について、私見を述べさせていただきます。

先ほど御紹介に預かりましたように、私のバックグラウンドは経済学でございまして、検討委員会の座長に要請されたときは、なぜ私がこののが最初の言葉でございました。検討委員会が始まったとき、専門家でない頼りない座長という印象を持たれたメンバーも多かったのではないかと、今振り返ってみると思います。検討委員会を通じて感じましたのは、これまで情報開示の実際の議論は、極めて特定のと申しますか、狭い範囲での技術的問題が重視されており、先ほど申しま

したように、投資家の視点も不十分であったということもあるでしょうが、資本市場の機能という観点から開示のルールとか内容について議論されたかといえば、必ずしも十分ではなかったのではないかと、ということですね。そういう点で、会計を専門にしていらっしゃる方とか実務に詳しい方よりも、資本市場の機能に関心をもち実務には余り詳しくない私がかつたということなのかもしれません。今日は、資本市場の機能という広い視点から、四半期情報開示の問題についてお話をしたいと思います。

まず、今日の報告の概要についてですが、最初に四半期情報開示の現状をサーベイいたしましたし、東証の検討委員会の課題と成果について簡単に御説明いたします。次に、資本市場の機能と日本資本市場の発展という観点から見たときに、議論の背景をどのように考えるべきか。四半期開

示に期待される効果と懸念は何か、資本市場に対する影響をどのように考えるべきか、企業経営への影響をどのように考えるべきか、についてお話を進めたいと思います。

さらに、四半期開示をめぐる今後の課題ということで幾つか指摘いたしました。最後に資本市場の国際競争力という観点から、四半期情報開示の問題について、考慮すべき幾つかの論点を整理しまとめたい、と思います。

## 四半期開示の進展状況

——東証を中心に

四半期情報開示への取組みと流れについて、東証を中心に簡単にお話しいたします。一九九九年一月にマザーズ市場が立ち上げられ、同時に、マザーズ市場上場会社に四半期開示が義務付けられたのが最初でございます。このとき、情報の正

確性を期するために、会計士の意見表明を添付することが求められました。

二〇〇一年八月には、金融庁の「証券市場の構造改革プログラム」が公表され、市場運営者の取り組むべき課題として、四半期開示が取り上げられました。それを受けまして、二〇〇二年六月、四半期財務・業績情報の開示を目的とするアクション・プログラムが全国取引所で作成され、段階的に開示の内容の充実を図って行く旨が公表されました。

アクション・プログラムの公表後、御存じのように、二〇〇三年四月から東証一部、二部上場会社「四半期業績の概況の開示」が義務付けられる運びとなりました。売上高を最低基準として、自助努力によつて四半期財務・業績情報を出しなさいという、かなりの自由度を持たせたルールであり、適時情報開示の視点から、とまかく四半期

情報開示を実施することが目的であったと理解しております。しかし、明確な作成の指針というか、開示の基準がない中で行われたものですから、後でお話しますように、企業の対応がまちまちであり、積極的に情報開示しようという意識・意欲を持った企業サイドでも戸惑いがあったということでございます。

そこで、二〇〇三年一月から八月にかけて「四半期財務情報の作成及び開示に関する検討委員会」が立ち上げられて、作成要領について検討が行われることになったのです。二〇〇四年の四月から、「四半期財務・業績情報の開示」が義務づけられるという予定になっておりますので、開示に意欲的な企業、積極的な企業を後押しするため、便宜に供したいという実務的な目的のもとに、組織されたと考えております。

ここで、四半期開示の進展状況を簡単に見てま

四半期情報開示と資本市場

表1 業種別財務諸表添付状況 (2003年8月末; 東証)

20%以下	鉱業	建設	鉄鋼	銀行	保険	
財務諸表あり	1	5	3	1	2	
財務諸表なし	5	121	33	85	8	
添付率 (%)	16.7	4.0	8.3	1.2	20.0	
60%以上	電気・ガス	陸運業	空運業	証券・商品先物	その他金融業	
財務諸表あり	11	28	3	20	23	
財務諸表なし	7	16	1	2	3	
添付率 (%)	61.3	63.6	75.0	90.9	88.5	
50-60%	電気機器	精密機器	倉庫等	情報通信	卸売	サービス
財務諸表あり	91	15	13	49	74	38
財務諸表なし	83	13	9	37	63	29
添付率 (%)	52.3	53.6	59.1	57.0	54.0	56.7

(出所) 東京証券取引所

いりたいと思います。

証券取引所の調査によれば、二〇〇二年九月の時点で何らかの四半期開示をした企業は二四〇社でした。これは上場会社の一五%にすぎず、非常に低いのではないかと御指摘も各方面からありました。しかしながら、二〇〇二年一二月の調査では、何らかの形で財務諸表を添付した会社は、すでに一三一社あり、これは意外と多いのではないかと感じました。

二〇〇三年八月末は、三月期決算会社のみでございますけれども、第一・四半期の情報開示を見ますと、概況の開示を義務づけられた一七〇四社のうち約四〇%、六七九社が何らかの形で財務諸表を添付しており、すでに売上高以外の財務情報も含めて開示が行われております。

そこで、もう少しその中身を見てみましょう。

表1は、業種別に財務諸表の添付状況をまとめた

ものです。上の欄が開示の程度が低い業種、中欄が高い業種、そして下の欄が中間の業種でございます。低いところは、想像されたとおりかと思いますが、鉱業、建設、鉄鋼などです。銀行も低いグループに含まれておりますが、B I S規制の関係で、二〇〇五年に自己資本比率の四半期開示が義務付けられておりまして、今準備中ということでございます。銀行は、これから一挙に四半期情報開示を進めることになるかと思えます。

高いグループは、六〇%以上の会社で財務諸表が何らかの形で添付されている業種であり、電気、ガス、運送業、それから証券・商品先物、その他金融業が含まれます。中間は五〇〜六〇%程度の水準であり、電気機器、精密機器、情報通信等、サービス業が含まれます。中間グループの水準がこの程度というのは、予想外に高いのではないのでしょうか。

次に開示の所要日数を見ますと、二〇〇二年九月の中間期決算では、連結、個別とも大体、四六、七日かかっております。二〇〇三年三月はやや減ったという程度ですが、二〇〇三年度の第一・四半期では、平均三六日となり、中でも一月以内に開示を行った企業が三七・六%ありました。比較的スムーズに開示が行われたといえるでしょう。

よくアメリカと比べられますが、アメリカでは三五日以内の開示が義務づけられており、三〇日以内が八〇%程度です。アメリカに比べればまだまだでございますが、当初は強い反発があったものの、概況の開示を義務付けられたこの一回目の対応を見ると、一般的な企業ではすでに、四半期開示の必要性がかなり強く認識されているといつてよいと思われま

す。次に開示内容を見ると、表2のとおり、損益計



表 2 2003年第 1 四半期の開示内容

	損益計算書 (要約)	貸借対照表 (要約)	CF 計算書 (要約)	セグメント 情報	その他注記 事項	業 績 予 想
社数	654	644	383	440	65	1570
比率 (%)	38.9	38.3	22.8	26.2	3.9	93.4

(出所) 東京証券取引所

(注) 2003年 7 月 1 日現在。3 月期決算会社のみ1681社。

業績予想は、変更ない、見直さない旨の開示を含める。

算書と貸借対照表の要約版がほぼ四〇%弱、キャッシュフロー計算書までつけているのが二六%、セグメント情報は二六%という結果でございます。後でお話しますように、損益計算書と財務諸表の要約版ベースで四割弱というのはまずまず国際的な水準と考えられます。

それから、もう一つ、注目すべき点が業績予想です。業績予想の開示に関しては、かなり賛否両論ございますが、九三・四%という数字は、投資家が業績予想を非常に重要視していることに対する企業の反応といえるでしょう。もちろんその中身は、中間決算あるいは本決算で行った業績予想を変更しない、見直ししないというものが大部分でございます。しかし、このこと自体、投資家にとって重要な情報でございます。

ということと、四半期開示の現状をまとめますと、四半期開示は既に多くの企業で始まってい

る、八月までに公表された三月期決算企業を対象とする限り、かなり早くから取組みが行われているというように見えていいかと思えます。平均開示所要日数は三六日と、これも非常に縮まっています。先ほど指摘したように、四割を超える企業が何らかの形ですでに財務諸表を添付している。

しかしながら、開示の内容と様式にはばらつきがあるし、業種別にかんがりの差があるということも明らかになりました。投資家にとつての開示情報の価値として最も重要な要素の一つは、比較可能性であり、市場がいかに適切に企業を選別できるのが、資本市場の第一の機能です。そこで比較可能性を担保するために、情報内容の統一性が求められるわけです。

今期の開示にはまだ検討委員会で検討された作成要領あるいは手引が参考とされておりませんが、こうした開示の指針が必要であることが、実

際に証明されたといえるでしょう。

## 検討委員会の課題と成果

そこで、検討委員会の課題と成果について簡単にまとめてみたいと思います。

何度もお話をいたしましたように、検討委員会の目的は、実務要領の作成あるいは開示の手引を提供することであり、取引所ルールとなる開示基準そのものを提供することではありません。基準ではないという意味は、一定の基準できつちりと縛って、それに沿った情報を求めるとい段階にまだ至っていない。仮にそういう基準で縛れば、なかなか開示できない企業が出てまいります、あるいは業種によつて情報内容が違ってくる問題も出てくる。基準を最初から非常に厳しくしますと、形だけ整えてよしとする事態が生じる危惧も

あるでしょう。

そこで、四半期開示情報に最低限の比較可能性と正確性を確保するために、作成要領をまずは提供しよう。開示情報の一定の信頼性を維持しつつ開示の迅速性を高め、開示コストをなるべく勘案して、積極的に開示したい企業を手助けする、後押ししよう。それをまずはやる必要があるのではないかとということで検討委員会が立ち上げられたわけです。

そこで、作成者すなわち企業サイドだけでなく、利用者である投資家サイドの意見を集約して、作成要領を具体的に手引という形でまとめようとした。そのとき考慮したもう一つの点は、弾力性です。すぐに対応できる企業と少し時間がかかる企業の差、あるいは業種の差を考慮して、やや弾力的な開示方法を認めて適時情報を提供しよう。さらに、経過措置がある程度認めざるを得

ないだろうと。一定の経過措置を認め、企業のコスト負担をなるべく小さくするために簡便法を活用し、開示の簡素化を心がけたわけでございます。

同時に、単に数値情報だけではなくて、アカウンタビリティーに関しても議論されました。もしも開示できない、あるいは今の時点で開示しない場合には、その理由をきちんと説明するべきではないか。それによつて、数定量的な情報を定性的な情報で補つという形で、投資家の判断に資する対応ができると考えられます。つまり、情報供給の迅速性に加えて、投資家に使いやすい情報内容にする、すなわち、一定の比較可能性をもちかつ意味ある情報にしようということです。

このように、四半期情報に最大限の迅速性と開示内容の統一性を反映させることに加えて、もう一つは、余り狭い範囲の技術的な議論だけになら

ないように、制度の枠組みに関する議論も含めて、投資家と企業の両サイドのさまざまな意見となるべく広く吸い上げて、その上で実際の開示の手引をまずは提供しようということです。

その結果、これはサブエフェクトということになるかもしれませんが、投資家サイドと企業のサイド、そしていわば職人的な公認会計士の三者の間で必ずしも意見が噛み合わずそれぞれの立場を重視してぶつかるといったことがしばしばございましたが、検討委員会の議論の過程を通じて、情報開示あるいは資本市場の情報供給のシステムにかかわるステークホルダーの間で、ある程度の意見の交換と意思疎通ができたというのが一つの成果ではないかと思っています。それによって相互理解も幾分かは深まったのではないかと思います。

次に、検討委員会の議論に上がったけれど、今

後に残された課題に触れましょう。四半期開示に関する議論の過程で、実は、大きな情報開示制度の枠組みにかかわるさまざまな問題が明らかとなりました。

第一に、四半期開示を企業情報開示全体の中でどのように位置付けるか。予測主義か、実績主義かが一つの論点でございます。日本の場合、平成一〇年から中間期決算が実績主義になりました。しかし、アメリカでは予測主義が採られており、SEC開示基準に準じて四半期情報開示をしている企業もございます。

この予測主義か実績主義かの議論は、中間決算と四半期開示の整合性をどのように図るかという観点からも、今後、重要な論点の一つとなるでしょう。それとの関連で、四半期開示を決算情報として見るか、経過情報として見るかで、基本的な視点の違いがあります。長期的な視点に立て

ば、四半期ごとに決算情報として切っていくことがいいのかどうか、きわめて大きな問題となる。検討委員会では、四半期情報を経過情報とみなして、今回、手引作成を進めたわけです。四半期開示を決算情報開示として見るか、あるいは経過情報開示として見るかによって、開示の仕方や制度的対応が根本的に違ってくるわけです。

第二に、信頼性をいかに確保するか。今回は、迅速性と弾力性を重視してまずは手引作成を行ったわけですが、これからは、情報の信頼性をいかに担保するかが問題となる。マザーズ市場の場合には監査人の意見表明が要請され、アメリカではレビューという形で信頼性が担保されております。レビューにするか、あるいは監査証明が必要なのか、あるいはまた別な形で意見表明するべきか。これがもう一つの重要な論点です。

第三は、開示内容について。まずは要約損益計

算書（PL）や要約貸借対照表（BS）、セグメント情報あるいはキャッシュフロー計算書が、優先順位からすれば高い。しかしながら、例えば業績予想は開示すべきかどうか。開示すべきならば、企業が出しやすくするにはどうしたらいいのか。といったことも含めて、開示の内容について、検討が引き続き行われるだろうと思います。

また、累積値ベースでやるのか、三カ月の数値の開示か。これも一つ、大きな論点として残っております。願わくは、両方出せればいいのかもしれませんが、開示コストの問題や、両方出すのが難しい業種もございますので、これも今後の議論に委ねられるでしょう。

それから、第四に、適用除外を認めるかどうかです。業種による季節変動の違い、例えば建設業等は季節変動が非常に大きいですが、それは適用除外の理由になるのだろうか。逆に、四半期開示をす

ると、投資家をミスリードすることになるのではないか、という御意見もございました。また、例えば化学工業等は原材料の価格が後決めになるといった商慣習から、四半期情報を出すと、かえって誤った情報を出すことになるのではないかといった御意見もございました。適用除外をどうするかは、今後、引き続き検討課題になるかもわかりません。

しかしながら、基本的な考え方といたしますと、季節変動や業種の特種な要因があつたとしても、その旨きちんと説明をすれば、投資家が判断を誤るといふことはないはずで、適用除外を設けるべきというのは、企業サイドの御意見でございますけれども、実際には、余り重要ではないのではないかと思ひます。アメリカの場合も、適用除外は可能とされているが、実際に行われているケースはないそうです。

## 諸外国の取組み状況

市場の競争力、市場間競争の観点から、ほかの国の状況はどうかということになりますので、次に、簡単に御説明したいと思います。(表3参照)

御存じのように、アメリカは一九三四年の証取法から四半期開示が導入され、二〇〇〇年から公認会計士によるレビューが義務付けられました。提出の所要期限は縮小の傾向にあり、現在、三五日以内を目標に段階的に縮小するということになっております。さつきも申しましたように、季節性等を理由とする適用除外は認められておりますが、実際はゼロです。

基本的な情報は、要約版のPL、BS及びキャッシュフロー計算書で、アメリカは非常に早く始まりましたけれども、やはり求められる内容

表 3 諸外国の状況

米国
1934年証券法から四半期開示が導入 2000年から公認会計士によるレビューの義務付け 提出期限の縮小—35日以内を目標に段階的縮小 季節性等による適用除外例はゼロ 要約 PL・BS およびキャッシュ・フロー計算書まで
EU
2005年から、財務諸表より簡略な四半期開示が義務付けられる予定
東アジア—シンガポール・中国・マレーシア
全面的な四半期開示導入 主に要約財務諸表およびキャッシュフロー報告書 シンガポールは、一定規模以下は義務付けから除外 シンガポールは監査・レビューの有無を記載 香港（GEM）はレビューの義務付け
韓国—証券取引法による制度開示 半期報告書に準拠した開示 監査は大企業のみ、レビューは原則任意

や基準は、かなり漸進的に現実に合わせて進められてきたし、情報開示の簡便法や簡素化が取り入れられているということです。EUに関しましては、二〇〇五年から財務諸表よりも簡略化された四半期開示が義務付けられる予定になっておりません。

次にアジアの状況でございますが、まず、東アジアの中でも資本市場がかなり発達しているシンガポール、マレーシア、いずれも英国の植民地だった国で、早い段階から資本市場の基盤がある程度整っていた国ですが、それと最近資本市場を立ち上げた中国の三方国を見てみましょう。

いずれも四半期開示を導入し、主に要約財務諸表及びキャッシュフロー報告書の開示が義務付けられております。しかしながら、シンガポールは一定の規模以下は義務付けから除外しているという事ですし、また、監査・レビューは、その有

無を記載すればいいということになっていきます。

香港では、新興市場（GEM）では、レビューを義務付けておりますが、メインボードの上場会社については義務付けを延期しているという状況でございます。

現在、唯一韓国だけ証券取引法による開示が義務付けられておりますが、半期報告書に準拠した開示を行い、また監査は大企業のみ監査報告書を義務付け、その他についてレビューは原則任意という形で、そこは弾力的に対応しております。

このように、アジアの代表的な市場、特に日本の競争相手となる市場を見ますと、四半期開示は当然の流れとなりつつありますが、運営の仕方は、実際にはかなり弾力的になされているとみなしてよいのではないのでしょうか。先ほど申しましたように、BS、PLの要約版の開示が行われれば、まず国際的な標準レベルと見ることができ

と思います。

## 四半期開示に向かう流れ

—— 議論の背景

次に、こうした四半期開示に向かう流れの背景を考えてみましょう。私は、四半期情報開示に関する議論の背景に、企業と市場を取り巻く三つの環境変化があると考えております。

一つは、金融システムの構造変化。情報技術革新と金融自由化のプロセスの中で、どの国でも、程度の差はあれ、市場型金融システムへ移行が進められている。次に、資本市場の構造変化。企業活動の国際化・グローバル化と並行して、証券取引のボーダレス化が生じ、資本市場自体がグローバルな枠組みでとらえなければならなくなったこと。最後に、企業を取り巻く環境変化として、産業構造の変化と、それによる統廃合の加速化を挙



げたいと思います。その一つ一つについて、やや詳しくお話をしていきます。

第一に、金融システムの構造変化です。情報技術革新の進展により、情報伝達の迅速化が進み取引関係をベースとする情報処理の限界が明らかになった。従来の銀行による企業経営の監視機能が後退し、企業に関する情報仲介ルートが極めて多様化した。それは、投資家にとって、情報伝達コストが低下する反面、情報選別コストが上昇する影響をもたらした。いかに適切な情報、必要な情報を手に入れるかが、逆に非常に大きな問題になりつつあるということです。

もう一つは、市場型取引への移行により、証券市場を介した資金とリスクの配分への期待が高まると、特に公開情報をベースとする資本市場の企業評価機能の向上が求められる。当然のこととして、公開市場で投資家が企業評価を行う際に際し

て、適時適切な期待修正のための情報が重視されるようになる。

同時に、さまざまな投資家が幅広く市場に参加するようになったので、多様な投資家に対して、いかに公平かつ公正な情報を提供していくか、資本市場の情報供給システムをどのように整備していくか、情報供給に関する制度デザインと、それに対する明確な公共政策が必要となってきた。四半期開示は、こうした金融システムの構造変化の過程で求められる一つの変化であるというように考えることができるだろう。

第二は、資本市場の構造変化です。企業活動の国際化と証券取引のクロス・ボーダー化から、取引される企業の評価基準として、国内企業だけではなくて、国際的に比較可能な、あるいは国際的に有用な基準が求められるようになった。そういった意味で、情報開示制度と会計基準の両面

で、世界標準化への要請が高まってきたことが一つです。

もう一つは、資本市場の質をめぐるグローバル競争が高まったこと。ここで資本市場の質と申し上げましたのは、日本の金融ビッグバンの議論や証券市場の活性化のプログラムを見ますと、どちらかといえば市場の使い勝手が重視されてきたのです。例えば手数料をいかに引き下げるか、あるいはいかに流動性を高めるか。商品の選択範囲を広げるために、いかに多様な商品を提供できるようにするか。

しかしながら、問題の本質は、むしろ市場の質にあると考えます。市場の質とは、価格形成への信頼性と、市場で利用可能な情報への信頼性です。先ほど申しましたように、よい企業が適正に評価される市場の選別機能が何よりも競争のコアであって、市場の使い勝手はもちろん重要で

が、質の悪い市場の使い勝手をいかによくしても、利用者が少ないというのは当然ではないか。

いってみれば、国際投資家の信頼に足る情報供給システムの整備ということであろうかと思いません。

最後に、グローバル競争の中での、投資家保護の新しい課題です。先ほど指摘したように、さまざまな投資家が市場に入ってくる状況になっており、正確性、公平性、比較可能性等、開示情報の属性を、いかに広く一般投資家まで含めて議論するべきか。市場基盤としての情報開示制度を、新たな市場の展開に合わせて議論することが求められている。投資家保護のあり方は、市場の質の問題と密接に関連しております。

第三は、企業を取り巻く環境変化です。アジア地域の台頭とともに、国際的な産業構造の変化に日本企業は対応しなければならぬし、また国内

の長期的な低迷を打破するための構造変化にも対応していかねばいけない。企業を取り巻く環境がダイナミックに変わっており、競争力を維持・強化するため、IT化や事業効率の向上を図っていかなくてはならない。

こうして事業再編と統廃合が加速化されていく状況の中で、市場における投資家の新たな要請にこたえていかねばいけないし、企業サイドでも事業再編や新規事業を進める上で、市場を通じて幅広いリスクの分散を行う資金調達がこれまで以上に重要となる。企業がいかに市場で資金を調達していくかは、企業自身が情報の提供をいかに速やか、かつ十分に行っていくかにかかってくる。

もう一つ、企業への社会的要請が、この何年かで大きく変わってまいりました。これは世界的な傾向であり、日本でも最近さかんに取り上げられ

ております。求められる企業の社会的責任にどのように対応するか。企業活動の社会的な影響を企業自身がきちんと把握しなければいけないだけではなく、コンプライアンス体制を整えるとか、みずからの立場を企業自身が社会に積極的に説明をしていかなくてはならなくなりました。

事業の再編・統合の動きと、企業に対する社会的要請の変化にいかにか企業がこたえていくかが、実は企業自身の内部リスク管理にかかわってくる。的確なリスクの把握、リスク管理が企業評価に反映されていく。したがって、適正な評価を受けるためには、迅速かつ十分な情報を市場に発信していかねばいけない。そしてそれが企業の評価を定め、同時に、企業のセーフティネットになってくるわけです。つまり、情報開示の充実や積極的な情報発信が、広い意味でのコーポレート・ガバナンスの強化に繋がると考えなく

てはならない。

この三つの大きな変化が、四半期情報開示あるいは情報開示の迅速性に向かうモメンタムになっているだろう。投資家の要請、企業のリスク管理、それから資本市場と企業の国際競争力を高める上で、四半期情報開示に適切に対応することが、必要な条件になってきているのだらうと思います。

企業サイドでは、経営のトランスペアレンシー（透明性）が求められているだけでなく、みずから積極的に情報を開示して評価してもらおうという企業の姿勢、つまり、インテグリティ（正直さ）が求められ、企業価値評価の重要な要素になってきつつある。四半期情報開示への対応それ自身が、企業の内部リスク管理の姿勢とみなされ、企業評価に必要な一つの情報になっているという状況ではないかと思えます。

## 四半期開示に期待される効果と懸念

次に、四半期情報開示に期待される効果と懸念について。まず簡単に、議論を整理してみたいと思います。資本市場に与える影響として、次の四つの点が指摘されるでしょう。

第一に、ポジティブな評価として、意思決定を迅速にし期待修正を円滑にする、情報効率性の上昇、売買頻度の増加による流動性の向上、投資家保護の改善、この三つの効果が指摘されます。他方で、短期的な情報に投資家が反応し、投資視野を短期化するのではないか、また、疑心暗鬼的な行動をむしろ呼び起こすのではないか、というネガティブな評価があります。

最近の行動ファイナンスの研究によれば、限定

的な合理性の範囲で投資家が反応する場合、市場の過大評価と過小評価を生み出す可能性がある。したがって、投資家の心理的要因が投資行動に与える影響を考えると、情報開示の頻度の増加は過剰反応を引き起こし、価格形成の不安定性をむしろ増幅する懸念があるということです。

一方、企業経営に与える影響に関しては、次の議論があります。第一に、直接的あるいは短期的な開示コストの上昇です。四半期開示にもなる企業のシステム改革、新たな人員配置等の人的コストの上昇が、経営の圧迫要因として直ちに降りかかってくる。

第二に、経営視野の短期化に対する懸念。つまり、株価に敏感な経営志向という面では改善となっても、投資戦略が株価に左右され、長期経営が阻害されるという別の問題点が指摘されているわけです。

第三に、これはむしろポジティブな影響ですが、先ほど私が申し上げましたように、内部リスク管理と内部ガバナンスの強化を通じて、むしろ長期的には企業価値の向上に繋がる。リスク管理を強化し、経営の透明性を高めることが、外にいる投資家にプラスに評価される。この内部ガバナンスと外部ガバナンスの補完効果が、長期的には企業価値の向上に資するという見方です。同時にそれは、投資家・株主と経営者との間のコミュニケーションを活発にして、よりスムーズに長期的な経営の意思決定を行うことができるのではないか。こういう点が指摘されるわけです。

このプラス・マイナスのどちらの効果が強く出るか。短期的には、恐らく企業はかなりのコスト負担を覚悟しなくてはならないでしょう。しかし、長期的には企業が適正に評価されるために必要なコストであり、むしろ長期的ベネフィットを

企業は積極的に勘案すべきではないか。また、資本市場で生じうるネガティブな短期的影響を打ち消すような情報提供の仕方、例えば単に数値情報だけではなくて、定性的な情報で補うという工夫を行う必要があるのではないか。長期的視点に立った判断が求められるのではないだろうか。

## 四半期開示をめぐる今後の課題

次に、四半期情報開示をめぐる今後の課題に移ります。

第一の課題は、広い意味での情報開示制度の中で四半期開示をどのように位置付けるべきか。この課題は、大きく三点に分けられると思います。

一つは、制度開示か、取引所ルールか、開示の方法の選択の問題です。これは、わが国では当面議論が進められなくてはならない、もっとも大き

な課題でしょう。

ペナルティをともなつ法的強制力は、情報の比較可能性と正確性を制度的に担保するという点では望ましい。反面、開示コストは高くなり、情報の適時性と迅速性の点で問題が出てくる。一定の監査証明なりレビューを厳格に課すということになれば、それはそれで一定の時間がかかる。また、形式を満たせばよいということで、形骸化した情報開示となる懸念もある。

また、制度化することによって、企業が情報を自主開示するインセンティブを殺ぎ、むしろ情報内容の質の向上意欲を抑制することになりはしないかという懸念があります。適時性と迅速性の面では、自主的開示やIR活動をめぐる競争を促すよう情報提供をめぐってマーケット・メカニズムを働かせるも、情報の質を高めるための一つのやり方かと思えます。したがって、開示方法につい

ては、今後、さらに幅広い議論が必要ではないかと思えます。

二つ目は、開示基準と会計基準の国際化をどのように進めるか。開示基準と会計基準に関する問題は、開示情報にいかん比較可能性と正確性を持たせるかであり、企業と資本市場のグローバル化が実態であれば、グローバル・スタンダードへの開示基準の調整を重視せざるを得ないだろう。

三つ目は、四半期情報開示と決算情報との関係です。長期的な視点から四半期情報をどのような情報として位置づけるか。経過情報とすべきか、決算情報とすべきか、これも今後議論されるであろう、大きな論点の一つでしょう。

第二の課題は、開示コストの負担です。誰が最終的なコストを負担するのか。開示のコスト・ベネフィットと、開示コストと開示インセンティブについては、先ほとすでに指摘しました。この兼

ね合いというのが、実は四半期開示方法の選択にかかわってくるのだと思えます。

制度開示にすると、これは制度コストとして企業が開示コストを負うこととなります。突き詰めると、株主がそのコストを負うことになる。投資家保護の観点から行うのであれば、これは資本市場に関する明確な公共政策的視点からそのコストとベネフィットを評価し、開示制度を組み立てる必要がある。

他方、企業のリスク管理あるいは内部ガバナンスの側面を強調すると、企業が負うべきリスク管理のコストであり、企業の開示努力とベネフィットを市場メカニズムに委ねるといふ考え方もありうる。

また、短期コストとみなすのか、あるいは長期的なコストとみなすべきか。適時適切な業績の修正が企業の長期的評価に必要なとならば、こ

れは長期的効果を勘案して企業が判断しなくてはならない。

最後に、情報開示のインセンティブについて、もう少し触れましょう。つまりは、だれのための開示か。投資家保護のためにやらざるをえない、制度コストと考えるのか。あるいは、市場の不適正な評価による企業価値の毀損を回避するためのコスト、あるいはセーフティーネットとして考えるのか。それによって、開示の姿勢が異なってくる。

三番目の課題は、数値情報と定性情報の関係です。この二つのタイプの情報の補完性を、もう少しきちんと考えるべきである。経営のトランススペアレンシーとは、一定の様式や方法で経営情報を市場に開示することを意味するわけではない。その情報もつ意味を伝える努力、すなわち、アカウンタビリティをとみなわなくてはならない。

この点の認識は、今後、ますます重視されていくだろうと思いますが、十分に認識されていない。定性的な情報で数値情報をどのように補うか、あるいは、両者の相互補完性についてもっと議論する必要があるでしょう。この点も、一つの課題になろうかと思えます。

## 資本市場の国際化競争力と四半期開示

最後に、資本市場の国際競争力と四半期情報開示という観点から、今後の方向性を次の四点にまとめ、締めくくりにいたします。いろいろとお話しましたが、この問題は、やはり中長期的な視点にたつて方向性を示するのが筋ではないだろうかと思えます。とすれば、まず、上場企業のグローバルな比較可能性の立場に立って、開示のあ



り方、内容、方法を考えるべきでしょう。

第一に、商品の比較可能な品質情報の提供が市場間競争のコアであるとする考え方をとれば、四半期開示は、グローバルな資本市場の動向として、これから揺るがないでしょうし、市場が競争力を維持するための最低の条件となると考えます。

第二に、市場の競争力としての投資家保護という考え方です。この点は、余り日本では重視されていないのではないのでしょうか。要するに、投資家保護がいかに整っているかによって、市場の質が評価されているということです。国際的には、この投資家保護の整備状況が、その市場を母体に取り引されている企業のガバナンス面での評価を通じて、企業価値の評価に関係しているとみなされている。

資本市場における情報の非対称性は、企業がい

かに情報を提供しても、完全に解消することはできないわけで、情報面での投資家保護がいかに整備されているかが、実は企業評価を行う際の重要な要素になっている。何度も指摘したように、日本では、投資家保護は企業に制度コストを課するとみなす傾向が強いのですけれども、国際的なコーポレート・ガバナンスの格付けでは、開示制度が日本市場を基盤としている企業の価値の下支えとなっていることを申し上げたいのです。

最後に、市場開設者の役割の重要性を指摘しておきたいと思います。強制力とペナルティー、それからトランスペアレンシーとアカウンタビリティの組み合わせを考慮し、取引所ルールとしての適時情報開示と法定開示をいかにうまく組み合わせるかが、これから求められる制度デザインだと思います。これまでも、法定開示として求められる有価証券報告書と、取引所のルールとして

求められる短観の間で重複性が高く、企業にとつて二重のコスト負担になっているという意見が非常に強い。そこで、四半期開示が求められたときに、またかと、反発を招いた面もあります。

これからの情報開示制度を考えるときには、法定開示と取引所ルールとの間で補充関係をいかに持たせるかが、開示の有効性と開示のコストの関係で非常に重要になってくるのではないでしょう。そういう観点からも、資本市場の公共政策のデザインをきつちりと考えるときに来ているのではないかと思えます。

以上、四半期情報開示を中心に、資本市場と情報開示の制度の問題についてお話をさせていただきました。

関理事長 大変ありがとうございました。四半期開示の現状、それからそれをめぐる今までの論点

の整理、国際的な比較、残された課題ということ、を特に今後の資本市場の機能と結び付けて、どういうところに論点があるかということを簡潔に整理していただきまして、大変有益だったと思います。

先生には、少し時間を余して終わっていただいております。今日は御専門の方も多数おいでですが、御質問、御意見をどうぞ。

質問者1 情報開示の流れとそのあり方、あるいはその意義自体はよく理解できるんですけども、情報開示は投資家保護という観点からいくと、それはだれも否定できないのですけれども、企業保護も片方ではある。ある意味で、情報開示をしたおかげで、よく米国なんかにある、株主代表訴訟にあつて、企業負担が情報開示だけで莫大な負担になってしまつて、実務上の人員の負担も、あるいは物理的にお金の負担も相当あると思

うのですけれども、情報開示を受ける人のレベルですね、企業側できちんと情報開示していても、受ける人の方が、いやいや、それは違いますよという事で訴訟に持ち込むということも、これから日本でも多々起きるであろう。ポーターレスになつてくると、日本国内だけではなく、海外からもそういう意味ではねらわれる。そのバランスをどのように考えて企業は開示すべきなのかということをお聞きしたい。

首藤 私がここで申し上げたように、情報開示は投資家保護というところをえ方をされるために、情報開示はコストだという考え方が日本の企業で非常に強いのですね。ですから、なるべくなら余計なことはしたくないという傾向が今まで多く見られたかと思えます。自らの経営の内容をきちんと投資家や株主に伝えていくことが企業の内部リスク管理であって、同時に企業のセーフティーネット

であると申し上げたのは、その点でございませう。多様な投資家が市場に参加するようになり、今までのように営業実績とか財務状況だけではなく、企業もたらすさまざまな社会的影響を考慮して企業を評価するのが一つの新しい流れとしてすでに起きているわけですね。その一つが社会的責任投資であると思えます。

これからは単なる株主代表訴訟だけではなく、幅広く、さまざまなステークホルダーとの間の紛争が、企業が克服すべき重要なガバナンスや内部リスク管理の問題として生じてくると思えます。そのような紛争コストを回避するには、事前に適切な情報を伝えておかなければならない。この点を十分に認識することが、企業が情報開示をいかに進めていくかを考える上での出発点ではないかと思えます。ですから、御指摘の点は、全く私もそういうふうに考えております。

ただし、そこで投資家保護と企業自身のリスク回避との兼ね合いどのようにつけるのか。外の評価と中の評価が食い違うという問題が出てくるわけですね。一般的な言い方をすれば、投資家に対して不断に情報を提供することによって、投資家との間の理解の違い、あるいは受取り方の違いを調整していく必要があると思います。そのためには、I Rとか投資家との対話を自主的に進めなくてはならないでしょうし、いわゆる情報開示のルールや制度という面からも、迅速な開示というが求められていくだろうと思います。

先ほど申し上げましたように、要するに、どのような開示姿勢をとっているのか、どのような情報を提供しているのか、それ自体が企業を評価する重要な要素になってきているというのが最近の顕著な変化だと思います。こうした見方に立つて、四半期情報開示も理解すべきではないかと考

えております。

質問者1 もう一点だけ伺いたいのですけれども、情報開示がそういうふうにつまぐ進んでいく中で、日本も一部、企業の犯罪行為は別にしましても、ある意味でルール違反がもちろんあるのですけれども、海外で、いわゆるレピュテーションリスク（評判リスク）というものがあって、個人的には日本はレピュテーションリスクはない国だという認識なのですけれども、むしろ他のメーカーなどでそういうリスクがあつたところもありますけれども、全体のイメージから見ると、そうレピュテーションリスクはなさそうな土壤である。その中で、開示自体はいいのですけれども、実際に今後開示をする上において、日本で間違つた開示をしたところは本当にレピュテーションリスクがあるのだろうかということをお聞きしたい。

首藤 日本ではレピュテーションリスクが小さいという御指摘ですが、実は日本企業はこれまで海外でさまざまな意図しないレピュテーションリスクに直面しております。一九八〇年末から、海外に進出した日本企業に対しては、憲章といいますが、行動規範をつくらうという動きがすでに経済同友会等で行われております。確かに今までは、比較的少なかったとはいええるかもしれせん。しかし、なかったということではないと思います。

例えば、最近では、一連の食品産業のBSEスキャンダル、あれは非常に大きなレピュテーションリスクですよ。長い歴史を誇り優良企業の代表といわれた企業が、廃業に追い込まれました。別の例では、国立市のマンション建設に関する地域住民との紛争があります。あそこは並木が非常に美しく、地域住民は街の外観を大切にしてい

る。そこに地域の概観を損なう高層マンションを建てる計画が実行に移され、地域住民との対立を招いた。結果として、建設会社の株価が暴落したというケースです。

また、今や日本の資本市場には、日本の投資家だけではなくて、海外の投資家がたくさん入ってきておりますし、今までのように機関投資家だけではなくて、多様な観点から日本企業を評価する投資家が入ってくる。世界中の企業に対して社会的な影響や紛争をウオッチする、NPOが活発に活躍するようになっていきますし、社会的責任投資が脚光を浴びております。こういった流れは、私は、恐らく変わらないと思います。ですから、今までは、少なくともそういったレピュテーションリスクや紛争は日本国内では比較的少なかったといえても、これからはこうしたリスクをきちんと認識し、事前に対応していく企業とそうではない

企業では、明暗が分かれるだろうと思います。

質問者2 今日の主題と少しずれるかもしれないのですが、どういってお考えがあるのでしょうか。例えばそういうのを助長すべきか、またはそういったものはよろしくないとお考えか。それで、もしよろしいということであるとしたら、開示内容について、今いわれているような簡便な内容でも配当しているのかどうか、その辺のところのお考えをお聞かせいただければと思います。

首藤 四半期の配当ということになりますと、これは要するに四半期決算を導入するということになります。これはあくまで個人的な考えですけれども、四半期ごとに決算して締めていくのが果たしていいのかどうか、私は強い疑問を持っております。そうなれば、投資家サイド、企業サイドの両面で視野が短期化していくことは否めな

いだろうと思います。ですから、四半期開示は経過情報として見るべきではないかというのが、私の個人的な意見でございます。

質問者3 資本市場の中における情報の提供のあり方という広い視点からこの問題を取り上げていただいて、大変参考になりました。ありがとうございます。

御質問させていただきたいのは、一つは、検討委員会の残された課題の中で、業績予想は開示すべきかどうかという点が挙げられておりますが、企業の情報開示について、日米の比較をした場合に一番大きな違いは、日本では大部分の企業が、年間ベースではありますけれども業績予測を企業自身が発表しているのに対して、アメリカは発表しているところが非常に少ないということで、私はアナリスト協会にありますけれども、これは企業とアナリストの関係にも影響しているのではな

いかかというように思っております。例えばアメリカの場合には、企業自身が発表しないものですが、アナリストの三カ月ごとの業績予想というのが市場のコンセンサスという形で発表されて、その発表される実績が、一株当たりの利益がわずか一セント足りなくても大きく反応するというようなことがよくあるというように伝えられております。

要するに、今回、四半期開示が進行するに伴って、現在行われている企業自身による業績予想がどのようになるのだろうかということに非常に関心を持っているのですが、差し支えない範囲で、検討委員会はどういう議論があったのか、あるいは先生御自身は、業績予想についてはどのような措置をとるべきかというようにお考えなのか、その辺をお聞かせ願えればありがたいと思います。首藤 先ほど私が業績予想に触れたときに、検討

委員会の議論は賛否両論あると申し上げました。投資家サイドと申しましても参加者はアナリストの方ですけれども、アナリストの方は業績予想が欲しいという要望が強かった。しかし、インタビュー調査等によりますと、投資判断に必要なというアナリストもいれば、業績予想はアナリストの仕事であり、そこまで必要としないという御意見もあります。

企業のサイドでは、業績予想を積極的に出したという企業は少ないですね。業績予想でもとりわけ、数値で出すのは非常に抵抗があります。私も数値情報として出すということであれば、これはむしろ問題であると考えます。おっしゃるように、数値を出して一セント違って、間違った情報を出しているのではないかということになり、大きな反応を呼ぶでしょう。しかしながら、業績に関して経営者がどういった意見を持っている

のかは、一つの情報として有用かもしれない。業績予想に関しては、個人的には、もし経営者が自分の意見として表明することができるところは出せばいい、それを義務づける必要はないのではないかと、今の段階ではそう思っております。

質問者 4 特に新興市場についてお伺いしたいんですけれども、今、投資家保護の流れがこれからもずっと続いていって、四半期開示の強化の方向で進んでいくというお話がありましたけれども、一方で、従業員に対しての負担の問題ですとか資金調達コストの問題といったことを考えたときに、逆に未上場化が、世の中これからそういった方向に進んでいくのではないのかなというような気もするのですが、それに関しまして、先生の御意見等をお聞かせ願いたいのですけれども。

首藤 未上場企業が増えると、取引所の方は大変御心配になるうかと思えます。しかし、私は、上

場基準あるいは規格を満たし、一定の内容・条件を備えた企業グループと、一定の規格を満たさなく、もつとリスクが高く情報開示の程度の異なる企業グループがあってもよい。リスクをとってばらつき大きい市場に参加したい、買いたいという投資家がいれば、そういう市場があった方がいい。ですから、なるべく多く上場企業にするのがいいかどうか。やはり私としてはちょっとクエスチョンマークだと思っております。

ただ、日本の場合、開示情報が不十分であったり情報量が少なくとも、自らリスクを負って、投資したいというような投資家層といえますか、そういうマーケットは、まだ薄い。長期的に見れば、上場企業が多いことが、日本の金融システムの機能向上や資本市場の厚みを考える上で必ずしも必要かどうか。いろいろなタイプの市場がある方がいいと考えております。ですから逆に、成長



性は高いけれどもリスクが非常に高い、将来について不確実な部分が多い新興企業に、やたらと情報開示を求めていくということになれば、やはりそういう市場は、リスクの高い企業のマーケットとしては育ちにくいのではないかというように考えております。

関理事長 大変ありがとうございました。これで、本日の資本市場を考える会を終わらせていただきます。(拍手)

(すとう めぐみ・中央大学教授  
当研究所客員研究員)

(本稿は、平成十五年十月二十八日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

※配布資料はホームページでご覧いただけます。

<http://www.jsri.or.jp/>

首 藤 惠 氏

略 歴

1970年 慶應義塾大学経済学部卒業  
1972年 慶應義塾大学大学院経済学研究科修士課程修了  
1972年 (財)日本証券経済研究所研究員  
1976年 慶應義塾大学大学院経済学研究科博士課程満期単位取得  
1985年 (財)日本証券経済研究所主任研究員  
1987年 経済学博士(慶應義塾大学)  
1988年 明海大学経済学部助教授(金融論)  
1989年 米国ブルッキングス研究所客員研究員  
1993年 中央大学経済学部教授(金融論)現在にいたる  
1993年 一橋大学経済研究所客員教授  
1998年 大阪大学大学院国際公共政策研究科客員教授  
1999年 英国オックスフォード大学 客員研究員

その他活動

2001年1月－ 財務省 関税・外国為替等審議会委員 現在に至る  
2001年1月－2002年12月 内閣府金融庁 金融審議会委員  
2003年3月－ 内閣府金融庁 金融審議会ディスクロージャー WG 専門委員  
現在に至る  
2003年1月－8月 全国証券取引所・日本証券業協会 四半期財務情報の作成及び  
開示に関する検討委員会座長

主要著書

「日本の企業金融」東洋経済新報社(共著、1996)  
「金融」東洋経済新報社(共著、1997)  
「投資信託と資産運用」日本経済新聞社(共著、1999)  
「資産運用産業の展開」金融財政事情研究会(編著、2000)  
「金融分析の最先端」東洋経済新報社(共著、2000)  
「アジアの金融危機とシステム改革」法政大学出版会(共著、2000)  
「アメリカ型企業ガバナンス」東京大学出版会(共編著、2002)等。