

タイムリー・ディスクロージャーの諸問題

A Note on the Problems in Timely Disclosure

寺崎 克志 (Katsushi TERASAKI)
朴 貞夏 (Jung ha PARK)

【要 約】

企業情報ディスクロージャーを取り巻く情報の送り手、受け手、および媒介者の三者の関係は特定の法目的や規制目的といった制約下にある強制的企業情報ディスクロージャーと任意企業情報ディスクロージャーの融合といった形で顕在化される。本稿では自発的なIR活動である任意企業情報ディスクロージャーを柱とし、新たな企業情報ディスクロージャー制度を構築していく必要性が生ずることから、この限りにおいて基準設定主体を問い直すことの必要性を強調する。会計諸手続きは一般投資家や行政に対する規範的行為としては是認されうるとしても、経営者が外部へ情報を公開することに関して、常に受身的存在であるという制約を受けることになる。しかし行政が情報公開を要求すると同時に、組織内においても会計情報公開を政策として実施する観点から経営者の会計情報公開動機は行政のみならず経営者のゲーム論的行動から価値判断を含んだものに陥り易いという問題点を有している。その理由は、経営者が外部へ情報を公開することに関して、常に受身的存在であることと現行の諸慣行のもとでは経営者に情報操作の時間的余裕を与え過ぎることにある。

キーワード：タイムリー・ディスクロージャー，任意企業情報ディスクロージャー，強制的企業情報ディスクロージャー

Abstract:

This note presents a brief historical development in Japanese accounting disclosure and necessity for disclosure of intangible managerial resources. We advance a proposal on timely disclosure in terms of a standard platform of intangible managerial resources. An example of timely disclosure with the platform describes intangible changes in management and business circumstance as a change in dispersion of profit prospecting.

The measure of dispersion with respect to profit prospecting is extremely useful for comparison of different types of companies.

1. はじめに

投資家に対する会計情報の法的開示制度には商法に基づくものと証券取引法に基づくものがある¹。証券取引法に定められた有価証券報告書や半期報告書は、事業年度ごと、または半期ごとに企業が会計情報を提供して行くものである。企業を取りまく状況が変化したときに作成する必要がある臨時報告についても、日々刻々変化する企業についての情報を必ずしもタイムリーに開示できるものではない²。

証券市場における諸価格は様々に飛び交う企業情報によって時々刻々変化して行き、株式市場に参加する多数の投資家にとっては、証券取引法に基づく企業情報だけでは投資判断情報として不足する可能性が極めて高い。このため証券市場において投資活動を行っている投資家に対して公正、適切、適時に投資情報を提供し、証券取引法等の法定開示制度を補完するものが周知の適時開示制度である。

適時開示制度は東京証券取引所だけではなく、他の証券取引所においても同様なものがあるが、本稿では東京証券取引所の規則について論及する。まず、確認のために本制度について簡単な歴史的展望を行う。本制度は1974年の東京証券取引所の意見書から始まった³。1989年より証券取引法等においてインサイダー取引規制が施行されたことから、重要な企業情報について適時に開示することに対する市場の意識が高まってきた⁴。2006年時点の制度は1999年の証券政策委員会の答申において⁵、適時開示制度を上場規則として明確化するよう提言され、いままで要請という形であったものが最終的に規則にまとめられ、2004年より施行された⁶。本稿の目的は、こうした適時開示に関する歴史的な要請・規則の延長線上にあるべき適時開示の今後のあり方について言及し、適時開示の一つの事例をテンタティブに明示し、諸賢の批判を仰ぐことにある。

2. 研究背景と研究意義

企業が経営活動を行う際に必要とされる経営資源をヒト、モノ、カネ、情報とするならば、

無形の資源として組織、ブランド、イメージなどが挙げられる⁷。これら経営資源のすべてについて企業評価の価値分析が分析方法として必要になってきている⁸。それぞれの経営資源は相互に影響し合っており、かなり複雑に関係している。財務分析の主役となってきたカネは、他の経営資源を調達する手段として機能し、定量的な分析には欠かせない資源である。いわゆる規制目的といった制約下にある強制的企業情報ディスクロージャーの対象となるものと考えられる⁹。しかし、定量分析では測定できない部分まで分析対象に入れるのでなければ、経営者の戦略的洞察力といった要素などを無形で記述の難しい企業経営の真の実態として捉えることはできない¹⁰。

従って任意企業情報開示に関して、いかなる行動要因が企業のイノベーションの属性に対する経営者の認識に影響を与えるのか、従来にない新たな企業情報ディスクロージャー制度を構築して行く必要があると考えられる¹¹。そのためには様々な企業活動に関するオープン・プラットフォームが形成されることが不可欠であると思われる¹²。

3. タイムリー・ディスクロージャー

3.1 強制的企業情報ディスクロージャー

証券取引法による企業情報ディスクロージャーの目的は、証券取引法の法目的として規定されていることから、純粹理論的なディスクロージャーの目的とは異なったものとなっている。証券取引法における目的は、通説的に投資家保護と理解されている。

正確かつ効率的な証券の評価を目的とした米国連邦証券諸法は投資家に企業情報をタイムリーに公開開示することを義務付けている¹³。すなわち発行市場では証券取引委員会（SEC）に財政状態、経営成績を含む様々な事業の現状をそれぞれの事象に関して重要な事実を記載した登録届出書を提出しなければならない¹⁴。また株主から委任状を集めるために委任状勧誘を実施する際には年次報告書および委任状説明書を株主に交付しなければならない。一方、流通市場では、開示企業は年次報告書および四半期

報告書といった定期報告書をSECに登録しなければならない。さらに、公開企業は任意的であるが、企業情報のディスクロージャーに電子メディアとなるEDGARを用いなければならない¹⁵。SECは1995年からインターネットでの情報提供を行っている。遅ればせながら日本においてもインターネットでの情報提供はEDINETを用いて行われており、2002年施行の改正商法において企業の情報が段階的に投入されることとなった¹⁶。

日本の証券取引法は1948年に米国の証券法と証券取引法をモデルとして制定され、その後、時代の要請に則して、数次の改正がなされてきた¹⁷。いわゆる強制ディスクロージャー制度の必要性に関する議論は長期にわたって米国において経済学者および法学者によって議論されてきた。鉄道産業で発生した情報公開問題が企業側と大衆側の双方における巨大組織の出現を待ってアメリカ全土に展開していった。政治的次元においても歴代大統領がそのような動向に対応して、会計情報公開を特に反独占政策の一環として位置付けていた。さらに、非鉄道部門における巨大企業の出現により、徐々に会計情報公開が民主的経営政策として取り込まれていった。しかし、企業社会におけるそうした展開を可能ならしめるためには、一般大衆の動向に反応する近代的経営者の登場を必要とした。一方で、反社会的な経営者の資質が問われるような歴史的経過を辿りつつ、アメリカでは19世紀後半から20世紀初頭にかけて、会計情報公開が社会的基礎を構築しつつ、制度的に確立していった¹⁸。近年のOECDのコーポレート・ガバナンス原則でも米国型の強制ディスクロージャー制度を各国政府と企業に奨めており、かかるディスクロージャー制度は今後いっそう世界に広まるものと思われる。

3.2 ディスクロージャー制度の現状

つぎに、ディスクロージャー制度の現状について事実確認を行う¹⁹。まずディスクロージャー制度は、経営者による企業資源の内訳の開示によってステークホルダーが正しい判断を下すのを助ける目的で、資本市場における価格形成を透明にし、ひいては経済活動を円滑にするよ

うに、商法と証券取引法のそれぞれにおいてその内容と方法が定められている。商法上のディスクロージャーは株主に対し直接行われる直接開示であり、株主総会の2週間前までに株主に開示される。株主に直接開示される資料は定時株主総会ごとに作成される貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書、営業報告書、利益処分案、会計監査人の監査報告書の謄本で、これらは総会の招集通知と一緒に株主に開示される。

一方、証券取引法上のディスクロージャーでは株主のみならず、すべてのステークホルダーを対象としており、直接開示と間接開示とがある。主な直接開示は、有価証券を発行あるいは売り出す際に、その取得者に対して直接交付される有価証券届出書をベースに作られた目論見書である。その内容は、募集・売り出し要項、当該企業の概況、事業の概況、営業・設備の状況、経理の状況、企業集団等の状況、株式事務の概要等となる。経理の状況は貸借対照表、損益計算書、利益処分計算書または損失金処理計算書等で、金融監督を行う金融庁の財務諸表規則に従って作成されなければならない。関連の企業状況には概況や連結財務諸表に加え、セグメント情報や関連当事者との取引等も含まれる²⁰。セグメント情報は連結決算ベースでの事業の種類別・所在地別売上高と営業損益、ならびに海外売上高であり、1991年3月期決算から義務づけられている。系列取引情報は1992年3月期から開示内容が拡充された。ちなみに、その企業情報を入手できたとしても、これを分析する能力を持たない一般投資家にとっては概して分かりにくい情報である²¹。そこで大蔵省は1995年12月の規制緩和により、証券会社が投資家に説明する際に、目論見書から重要な情報だけをピックアップし、経営指標を記載したり、図表などを盛り込んだ要約仮目論見書を使用することを認めた。間接開示は情報を入手したい者が、ある場所に出向いて必要な情報を入手するものである。たとえば、有価証券を募集したり、その有価証券について開示が行われていない場合に売り出しをするときに作成される有価証券届出書がある。有価証券届出書は金融庁（各財

務局を含む)に提出され、5年間は保管されるほか、その写しが開示企業の本社や主要な支店、証券取引所や証券業協会にも備え置かれる。内容は目論見書と変わらないが、それよりは詳細である。

以上が、有価証券の募集・売り出しの際の発行開示といわれるものである。もうひとつの証券取引法上の間接開示には、有価証券報告書による継続開示がある。これは有価証券届出書を出して、その効力が発生したあとの企業と、上場企業、店頭公開企業、さらに最近5事業年度のいずれかの末日の株主数が500人以上の企業に義務づけられている。有価証券報告書の記載内容は有価証券届出書から募集・売り出し要項を除いたものとおおむね同じである。開示の期間も有価証券届出書と同じである。有価証券届出書、有価証券報告書の記載内容はセグメント情報や系列取引情報に限らず、年々拡充されている。例えば1991年3月期からは、有価証券などの時価情報、つまり市場性のある有価証券(非上場債券についても1992年3月期から)と取引所上場の先物・オプション取引の期末の時価、貸借対照表計上額、ならびに、その差額が開示されている。1年に1度の有価証券報告書を補うものとして事業年度開始から6カ月間の営業・設備の状況や経理の状況を簡単にまとめた半期報告書があるほか、海外での増資・転換社債発行や大株主の異動、災害、訴訟、合併、取引先の行き詰まりなど、経営に大きな影響を与える事象が発生した場合に提出される臨時報告書がある。半期報告書の開示期間は3年間、臨時報告書の開示期間は1年間となっている。有価証券届出書、有価証券報告書とも記載内容に不備があったり、または虚偽の記載がある場合は訂正を求められる。そのときに提出するのが訂正有価証券届出書、訂正有価証券報告書である。法律上は商法と証券取引法によるディスクロージャーで足りるが、株式公開企業については証券取引所や日本証券業協会の規定によるディスクロージャーも行わねばならない。

定期的な開示としては決算発表がある。有価証券報告書や半期報告書の提出(期限は期末から3カ月以内)に先立ち、本決算、中間決算、

四半期決算がまとまった段階で取引所の定めた様式に従って作成した決算短信を取引所の記者クラブで配付し、説明する。当然、その内容はマスコミを通じて一般に知られることになる。3月期決算企業の場合、本決算の発表はおおむね5月の中下旬に集中する。

3.3 タイムリー・ディスクロージャー

こうした定期的な開示のほか、東京証券取引所では「上場有価証券の発行者の通告等に関する規則」に基づいて、(1)手形の不渡りや営業活動の停止、災害や業務に起因する損害など経営に重大な影響を与える事実が発生した場合、(2)増資、減資、合併など上場有価証券の権利にかかわる重要な事項について、決議または決定を行った場合、(3)決算の見通しなどに大きな変化が生じた場合など、臨時の情報についても遅滞なく開示するよう求めている。これが企業情報の適時開示制度、いわゆるタイムリー・ディスクロージャーである。株式市場の活性化にはタイムリー・ディスクロージャーに対する意識をさらに高めていく必要があるとの声を受け、東京証券取引所は1999年の上場規則改正で、これまで指針にとどまっていた重要事実の公表を規則として明記し、強制力を持たせた。規則に違反した企業には改善勧告を出すほか、企業名を公表遅延銘柄として外部発表することも考えている。タイムリー・ディスクロージャーは同時にインサイダー取引規制とも密接な関係を持っている。

以上のように強制ディスクロージャー制度の規定にもかかわらず、現在日本では、東証マザーズとナスダック・ジャパンの上場企業の四半期開示書類での開示内容は必ずしも同一ではない²²。東証マザーズが連結および単体のデータを開示することを義務付けているのに対して、ナスダック・ジャパンでは単体ベースの開示だけで良いとしている。東証マザーズにおいては、米国のレビュー制度に類似した手続きを要請している点も特徴的である。もともと四半期業績の概況の開示においては、四半期財務諸表自体は任意の添付資料として位置づけられており、その作成と開示には必ずしも重要事実の公表を規則として明記させる強制力がない。

その内訳として手引きの記載例によれば、要約（連結）貸借対照表の場合、流動資産、固定資産、繰延資産、流動負債、固定負債、少数株主持分および資本、また要約（連結）損益計算書の場合、売上高、売上総原価、売上総利益、販売費及び一般管理費、営業損益、営業外収益と営業外費用、経常損益、特別利益と特別損失、税引前四半期（当期）純損益、税金費用および四半期（当期）純損益が、いずれも任意報告となっている²³。

さらに、開示対象期間の選択についても第3四半期における財務情報の開示対象期間を3か月の単独期間で作成すべきか、あるいは9か月の累計で作成すべきかについては、必ずしも明確な規則があるわけではない。東証が四半期財務諸表を任意の添付資料とした理由は、各社の四半期開示に対する体制の整備状況等、実務上の対応に差があること、またこれと同時に、四半期財務諸表を作成する際に準拠すべき明確な会計基準が存在しないこと等が考えられる²⁴。

世界的には全上場企業を対象としたディスクロージャー制度に四半期開示を採用することが検討され、シンガポールに続いて香港等でも全上場企業に四半期開示を義務付けることが提案され、半期開示から四半期開示への移行は国際的な潮流となりつつある。最近の諸外国での導入過程における議論されるべき論点が多い。現時点では国際的標準とされる準拠すべき明確な会計基準がない²⁵。

一般的に、任意的ディスクロージャー制度のもとでは、モニタリングと情報伝達に関して、個別の企業の必要に応じたディスクロージャーの仕組みが記載れるが、強制ディスクロージャー制度のもとでは、株主利益や企業利益の最大化とは関係ないディスクロージャーになる危険性があると考えられる。

4. 強制的ディスクロージャーの問題

4.1 不実記載と虚偽記載

ディスクロージャー制度の先進的な米国においてエンロン（Enron）、アデルフィア・コミュニケーションズ（Adelphia Communications）、グローバル・クロッシング（Global Crossing）、

タイコ・インターナショナル（Tyco International）、ワールドコム（World Com）といった公開企業の会計スキャンダルを見抜けなかった強制ディスクロージャー制度にも欠陥がある²⁶。

また、日本でも西武鉄道の上場維持のためのコクド等の西武鉄道株保有比率の虚偽記載、アソシエイト・テクノロジーの経費付け替えなどによる純利益の水増し、伊豆箱根鉄道の上場維持のためのグループ企業による保有株数の過少記載、カネボウの過去2年間の売上過大計上と経費の過少計上、三谷産業の不適切な会計処理による4年分の有価証券報告書の訂正、大出産業（ジャスダック）の上場維持のための株主数の水増し記載、日本テレビ放送網の読売新聞グループ本社所有株の渡辺恒雄氏名義での虚偽記載、といった不正経理や虚偽記載の事件は、これまでの強制ディスクロージャー制度不要論を助長させるものであるかもしれない²⁷。

そもそも強制ディスクロージャー制度とは、投資判断に必要な企業情報を開示するにあたり、情報の最新性、開示の適時性を重視している点に特徴がある。いうまでもなく、不正確な情報は、情報の利用者たる投資家の投資判断を誤らせるのみであり、投資判断情報としての有用性がまったくないものである。不正確な情報開示は、投資家保護に反する行為として排除されなければならない。開示情報については、投資家の投資判断を誤らせない正確性が求められる。

ちなみに、強制ディスクロージャー制度に疑問をもつ者は、主として資本市場の力が自発的なディスクロージャー体制の最適レベルを生み出すことを根拠としている。一般的に、企業がディスクロージャーの質を高めれば高めるほど企業の支出する費用は増加し、限界費用も逓増する。しかし、それにより投資家がモニタリングのために支出する費用は減少し²⁸、限界費用も逓減する。そこで、投資家の限界便益は増加することになる。この前提のもとでディスクロージャーを行う企業の限界費用と投資家にもたらされる限界便益が均衡するまで、資源配分の最も効率的な状態をすなわちパレート最適点に達するまで企業は自発的にディスクロージャー

を行うこととなる²⁹。

ちなみに、投資家が企業からわずかな情報しかもっていなければその企業が発行する証券を適切に評価できない。さらに企業が都合の悪い情報を隠していることが発覚すれば、企業の株価がより低く評価されることになる。つまり、それによって資本コストが一層増加するため、企業は投資家に対して自発的に情報を提供するはずであるという主張がある。資本コストを軽減するという開示企業のインセンティブが働くかぎり、法によってディスクロージャーを強制するまでもないことになる³⁰。

それを裏づける事例として、西武鉄道の不実開示発覚後、監督機関の金融庁は、その年の12月17日までに期限を区切り、有価証券報告書の自主点検を上場企業に要請した。対象企業4,543社の約13%に当たる589社が訂正報告書を提出した。提出された有価証券報告書の不実開示については、開示制度自体に問題があると言わざるをえない。実際、これらの訂正報告の訂正事項の60%以上が西武鉄道と類似する株主の状況に関する訂正であった。また、財務諸表の表示区分に関する訂正が30%となっており、直接、会計上の虚偽の表示の訂正も含まれている³¹。

そこで、経営者の自己申告による情報開示においてなにを開示するべきかが問題となる。企業会計は、期間業績としての年度利益を計算し、会計情報の中心は利益情報を開示する役割を果たしている。この利益情報は、広い意味で取引コストの節約に利用され、投資意思決定のための情報収集コストの節約に役立っているとも考えられる。

米国では、強制ディスクロージャー制度に対する批判や同制度の問題点を指摘する論議があるが、開示企業から簡単に情報を獲得することができないどころか、重要な企業情報を入手できてもこれを分析する能力をもたない。それゆえ、開示企業とその証券に関する真実の情報を投資家に公表するように強制する役割を証券諸法が担うとされている。

日本においては、任意・強制ディスクロージャー制度に株式市場・証券市場の投資家保護を

目的とした情報として、法定制度開示・適時準制度開示・IRなどがある。また、会計情報を提供する財務諸表の体系については、キャッシュフロー計算書が主要な財務諸表を構成するものとして導入され、連結財務諸表が主たる財務諸表とされた。

しかし、残された情報開示の問題点は、会計上の認識の対象とされていない経営資源（ブランド・生産ノウハウ等の無形で記述しにくい資産と有形資産として価値評価しにくい固定資産等）の価値評価額をどのように行うかということである。たとえば、無形資産である自社の「のれん」について資産として認識することを認めていない現行制度会計は、企業合併の際に外部から取得した正味資産を上回る株式取得価額をのれん（営業権）として資産計上することを認めているのが現状である。

4.2 オープン・プラットフォームの仕様

強制であろうと任意であろうと、どれほどコンプライアンスの精緻なディスクロージャー制度であっても監査段階でスクリーン・チェック機能が働かなければディスクロージャー制度は何の意味も持たない。裏返せば、モニタリングシステムによってはじめて担保されるべき脆弱な制度ともいえる。開示企業によるオープン・プラットフォームの選択は標準的な書式化をもたらず強制ディスクロージャー制度の構築を意味する。これにより企業間の比較を一般投資家にとって容易にし、過去の事実に関する情報と現状の企業評価はさらに一層検証し易くなる。また、情報の規模の拡大により、投資家の企業情報の利用を促進する可能性がある。情報通信のネットワークが外部性の高い財であるように、オープン・プラットフォームによって、モニタリングシステムの利用者が増えれば増えるほど一層その財の価値が社会全体で高まる³²。さらに、現行の強制ディスクロージャーや任意ディスクロージャーを標準的な開示情報として、それらを補助する環境への配慮や理念の尊重やコンプライアンスへの取り組みなどが評価されることになる。弁護士や会計士や税理士などのコンプライアンスの番人は、異なる複数の企業の実務に携わることによって専門知識と技

能を磨き、情報生産の費用を引き下げる点でも強制ディスクロージャーや任意ディスクロージャーの制度の普及が更に投資活動の大衆化に貢献する要素を内包する可能性がある。これに加えて、証券アナリストや証券市場の専門家が情報を過剰生産・重複生産せずに済むというメリットも考えられる。

オープン・プラットフォームの構築によって最適な情報の質と量の均衡が得られるのであれば、証券取引所等の自主ルールでも対応できる可能性を指摘したい。

4.3 オープン・プラットフォームの一例

本稿を閉じるにあたり、オープン・プラットフォームの一部を例示したい。

さしあたり、最も容易に取り入れられるものとして業績見通しの分散表示を提案したい。現行の業績見通しは、決算短信を見る限りにおいては以下のようなパターンに分けられる。

①過去の趨勢の単純な延長

これは、ここ数年、増収・増益を繰り返してきた企業に多くみられる。増収・増益の分析を十分に行わずに、単に趨勢線を単純に延長した形での業績見通しである。

②社内や取引先に対する目標設定

業績見通しが、社内や取引先に対するスローガンに利用されるものである。とくに営業を重要視する企業においてはこの傾向が強い。高い目標を設定すれば、それを実現した翌期には業績の先取りにより、業績が落ち込むというパターンを示すことが多い。

③経営陣の単なる願望

業績の低迷している企業の場合、業績のV字回復は急務である。経営者の責任として、営業黒字・経常黒字・純益黒字を計上しなければならないという強迫から、なんの根拠もなく、上向きの業績見通しを報告する場合がある。

④さしあたり入手できる情報からの類推

最も多いケースとして、建設企業や機械機器製造企業などの場合、受注残から、業績見通しを計上することが通例である。それ自体は誤りではなく、きわめて確度の高い業績見通しとなる可能性があるが、長期的な業績見通しとなると不確定要素が高まり、短期の場合と長期の場

合とでは、数値の確度に質的な相違が見られる。

そこで、比較的容易に、しかも現行のディスクロージャーのスタイルから、それほど逸脱することのない質的な側面を加味した情報開示の一例を示そう。まず、単純な数値例を提示する。

図表 経常利益見通し(数値例)：単位(億円)

	シナリオ 1	シナリオ 2	決算短信	分散
企業 A	55	45	50	25
企業 B	60	40	50	100

(注)各シナリオの確率は、それぞれ 50 % を想定している。

企業 A は建設業や大型機械機器産業などに属するため、売上の大半が受注の消化によるものである。従って、次期のシナリオがどうであろうとも寡占産業の特性から経常利益見通しの分散はそれほど大きくはない。一方、企業 B はサービス業や小売業などに属するため、競合他社が多い産業であることもあり、売上の大半が消費者の消費動向に左右される。とくに新規出店や新製品発売などの場合は、固定費は確実に増加するものの、売上は不確定要因に大きく左右され、経常利益見通しの分散は企業 A と比べるときわめて大きい。

上表の分散は一般的な形では以下のように定義される。

$$\sum_i (\pi_i - \mu)^2 p_i, \quad i = 1, 2, 3, \dots, S$$

ただし、

π_i = シナリオ i における経常利益見通し

μ = 経常利益見通しの期待値

p_i = シナリオ i の確率

S = シナリオの総数

両企業の決算短信では期待値としての経常利益見通しはいずれも 50 億円と記載される。しかし、企業 B はハイリスクであり、企業 A はローリスクであるという事実は、記載された数値のみでは判断できない。もちろん、決算短信のリスクに関する記載を詳細に読めば、その企業がそのことを記述している限りにおいて知ることとは不可能ではない。企業分析をなりわいとし

ていない一般投資家が多く企業の決算短信を詳細に熟読するのは時間的に困難があり、また熟読したとしても比較するために膨大な時間を要する。そこで、ひとつの例示として、業績見通しのとなり、その業績見通しに関するインサイダー情報としての分散を併記してあれば、一般投資家にとってきわめて有用な情報となる。特に、本稿で問題としている無形の質的な経営状態に変化が生じた場合、このような記述があれば、一般投資家にとって裨益するところが大きい³³。

5. おわりに

本稿では、タイムリー・ディスクロージャーの諸問題について、これまでの経緯を中心として、展望した。現行の会計情報のディスクロージャーだけではなく、質的なディスクロージャーを強制すべきであるというのが本稿の主張であり、一般投資家にとって活用可能な情報とするためにオープン・プラットフォームの構築が不可欠であることを指摘した。しかし、その具体的なプラットフォームを明示するには至っていない。前節で一例を挙げたものの、具体的なオープン・プラットフォームの受容可能な仕様については今後の課題としたい。

《引用文献》

- 青克美, 2004「東証における四半期財務情報の開示制度と現状について」『東京株式懇話会会報』634, 2-30.
- 中央青山監査法人・PwCコンサルティング(株)(訳), 2002『企業情報の開示: 次世代ディスクロージャーモデルの提案』東洋経済新報社.
- CIA フォーラム研究会 No. 4 (ガバナンス研究会), 2005「適時開示に係わる宣誓書記載内容分析調査」『監査研究』31(7), 37-41.
- Eccles, R.G., R.H. Herz, E.M. Keegan, and D.M.H. Phillips, 2002, *The Value Reporting Revolution: Moving beyond the earnings game*, New York, N.Y., John Wiley & Sons; 中央青山監査法人・PwCコンサルティング(2002).
- 藤原博彦, 2005『企業情報ディスクロージャーの変容』日本評論社.
- GRI, 2002, Sustainability reporting guidelines on economic, environmental, and social performance, *Global Reporting Initiative*, June.
- 八田進二, 2005「西武事件がもたらした開示制度改革の幕開け」『リスクマネジメント business』20(3), 11-15.
- 八田進二・梅原一眞・友永道子・五十嵐達朗・宮坂泰行, 2004「内部統制の充実と開示制度, 監査制度」をめぐって」『JICPA ジャーナル』16(5), 11-24.
- 林謙太郎, 2003「四半期業績の概況の開示に係る適時開示制度の改正等について」『経理情報』1009, 14-18.
- 平松那須加, 2002「世界的に注目される四半期開示制度」『資本市場クォーターリー』5(4), 53-64.
- 広瀬義州・桜井久勝(訳), 2002『ブランドの経営と会計: インタングИБルズ』東洋経済新報社.
- Hunt, J.W., 2000, Accountants fail to get the measure of the person, *Financial Times*, August 30, 10.
- 飯田幸裕・大野裕之・寺崎克志(2006)『国際公共経済学: 国際公共財の理論と現実』創成社.
- 伊藤邦雄(編著), 2006『無形資産の会計』中央経済社.
- 加藤邦彦, 2002「改正商法施行後における適時開示等の実務上の留意事項」『経理情報』983, 34-37.
- 企業会計基準委員会, 2006「四半期決算会計ルール案」.
- 記虎優子, 2001『会計ディスクロージャー論』同文館.
- 小林俊明, 2004「公開企業における強制ディスクロージャー制度の意義: 米国連邦証券諸法と企業情報開示制度の必要性」『専修法学論集』92, 163-200.
- 久保幸年, 2003「開示制度の整備と適時開示」『産研アカデミック・フォーラム』11, 47-59.
- 久保幸年, 2005「四半期報告制度の方向性が見えた今整理しておきたい法定開示と適時開示」『経理情報』1092, 54-57.
- 倉茂道徳, 2001「日本の上場企業の開示制度」『アジア研究』2, 29-45.
- Leib, B., 2001, *Intangibles: Management, measurement, and reporting*, Washington, D.C., Brookings Institution Press; 広瀬・桜井(2002).
- Miles, L.D., 1961, *Techniques of Value Analysis and Engineering*, New York, McGraw-Hill, 産業能率短期大学価値分析研究会(1962).
- 野田博, 1990「適時開示, 信任義務とインサイダー取引」『法学新報』96(3.4), 297-333.
- 大日方隆, 2002「企業会計と情報開示制度の基礎: 金融商品とファイナンス型会計」『会計』161(2),

85-96.

産業能率短期大学価値分析研究会（訳）、1962『価値分析（バリューアナリシス）の進め方：生産コスト引下げのために』日刊工業新聞社。

宣誓書及び上場企業の適時開示体制に関する研究会、2005『適時開示体制の整備の手引きと宣誓書の記載上の留意点』東京証券取引所。

新日本監査法人、2004『IT化とディスクロージャー制度』中央経済社。

須田一幸、2004『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店。

須田一幸・宮下洋、1992「適時開示された含み損情報」『会計』141（6）、811-829。

寺崎克志、1994『解説ミクロ経済学』同文館。

寺崎克志、1999『国際公共経済論』杉山書店。

寺崎克志、2005「最適情報開示に関する一考察」『目白大学経営学研究』3、43-54。

寺崎克志・朴貞夏、2006「オーガニゼーション・マン（組織のリーダー）のモチベーションに関する一考察」『目白大学経営学研究』4、15-29。

東京証券取引所、2004「上場有価証券の発行者による会社情報の適時開示等に関する規則」12月3日。

東京証券取引所上場部上場管理担当、1974『会社情報の適時開示に関する要請』582、6月7日。

東京証券取引所上場部上場管理担当、1989『会社情報の適時開示に関する要請等について』80、3月27日。

東京証券取引所上場部上場管理担当、2006『東証上場企業における適時開示体制の整備に向けての対応状況に関する実態調査報告』東京証券取引所。

東京証券取引所証券政策委員会、1999『東証の将来像について：新たなステージへの道標として』東京証券取引所。

山地秀俊、1999『情報公開制度としての現代会計』同文館。

善積康夫、1991「会計利益情報の適時開示について：報告ラグの分析を中心として」『会計』140（4）、38-53。

渡辺茂、2000「企業再編時代の情報開示制度」『知的資産創造』8（12）、54-61。

（注）

¹ したがって二つの法律が一つの証券取引を規制しているため両者の整合性を保つための調整が必要となる。この点については加藤（2002）を参照されたい。

² 東証上場企業における適時開示体制の整備が実態

としてどのような対応状況にあるのかという調査については、東京証券取引所上場部上場管理担当（2006）を、また適時開示体制の整備に関する手引きと宣誓書に記載する上での留意点などについては、宣誓書及び上場企業の適時開示体制に関する研究会（2005）を参照されたい。

³ 東京証券取引所上場部上場管理担当（1974）を参照されたい。

⁴ 東京証券取引所上場部上場管理担当（1989）を参照されたい。

⁵ 東京証券取引所証券政策委員会（1999）を参照されたい。

⁶ 東京証券取引所（2004）、詳細については、新日本監査法人（2004）を参照されたい。

⁷ 無形資産の会計については伊藤（2006）を、ブランドの会計についてはLeb（2001）を参照されたい。また、Eccles, Herz, Keegan, and Phillips（200）;chap.1に指摘されているように非財務情報はアメリカにおいてもあまり報告されていない。とくに、Hunt（2000）も指摘しているようにドットコム企業においては人材に関する情報がきわめて重要である。

⁸ ここでいう価値分析とは、製品に求められる機能ないし使用価値を最小の資源、またはコストで得るために、製品の価値に関連する諸要因や、製品のコストに関連する諸要因を分析・検討する組織的・技術的方法であり、Miles（1961）によって提唱された概念を指す。

⁹ 強制的企業情報開示の詳細については、藤原（2005）を参照されたい。

¹⁰ 定量的に分析可能な枠組みで最適情報開示を論じたものに寺崎（2005）がある。

¹¹ 任意企業情報開示（ボランティア・ディスクロージャー）の価値表現の詳細については、須田（2004）を参照されたい。

¹² プラットフォームとは特別に規定されてはいないが、ここでは実質上、企業資源の標準ないし基盤として機能しているさまざまなソフトを指す。パソコンの場合でいえばOSがその機能を負っている。無形資産のプラットフォームといっても数量化されていないと企業間比較は困難である。無形資産を数量化したプラットフォームの一例としてGRI（2000）を参照されたい。

¹³ 米国証券諸法と企業情報開示制度の必要性については小林（2004）を参照されたい。

¹⁴ 証券取引委員会（SEC）については既知の読者も多いと思われるが、参考までに注を付しておく。

この委員会は米国において1934年証券取引法の成立時に同法の番人として設立されたものであり、株式等証券現物取引および現物オプションの取引を対象として規制し、監督し、現在に至っている。

¹⁵ 四半期決算会計ルール案については、企業会計基準委員会(2006)が損益、資産・負債、現金収支、事業部門別売り上げ・損益、発行したストックオプション(株式購入権)の概要や経営上の重大なリスクの開示を義務付け、2009年3月からの適用を提示している。

¹⁵ EDGAR (Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval) とは米国の証券取引委員会 (SEC) が構築してきたコンピューターによる企業の情報開示資料の収集・審査・公開システムである。連邦証券規制に基づいて株式公開企業に義務づけている決算数字、合併提案、大株主異動といった投資情報の収集や審査を効率化し、投資家等にそれらを迅速かつ公平に提供するのが狙いである。1984年9月から試験的に実施してきたが、1996年5月から企業にデータの直接入力に義務づけられ、このシステムの運用は本格的な段階に移行した。既にSECは1995年10月からインターネットでの情報提供を行っており、企業情報のディスクロージャーは完全に電子メディアの時代に入っている。

¹⁶ EDINET (Electronic Disclosure for Investors' Network) とは旧大蔵省が進めて来た有価証券報告書等の企業の情報開示資料の電子開示システムである。米国証券取引委員会 (SEC) が構築したEDGARの日本版と言える。企業からオンラインで提出された開示資料を受取り、審査し、データベースに構築した上でインターネット等を通じて一般投資家に公開していくものである。

¹⁷ 証券取引法第1条には、「この法律は、国民経済の適切な運営及び投資家の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、かつ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする」と規定されている。

¹⁸ 米国の会計論議については山地(1994)および記虎(2005)などを参照されたい。

¹⁹ したがって、ディスクロージャー制度の現状について熟知されている読者は本節をスキップされても構わない。

²⁰ セグメント情報 (financial information by segment) については承知の読者も多いと思われるが、参考までに注を付しておく。これは、部門別、およ

び地域別の売り上げや損益を示す会計情報のことであり、企業会計審議会はディスクロージャー強化策の1つとして1988年に「セグメント情報の開示に関する意見書」をまとめている。これを受けて有価証券報告書提出企業は1991年3月期から連結決算で、①事業部門ごとの売上高と営業利益、②国内、および海外別の売上高を公表することが義務づけられた。しかし、事業部門の区分けは企業の判断に任される。国内、および海外別の営業利益は、大蔵省令に基づき1995年3月期決算から初めて開示が義務づけられた。さらに、事業別、および所在地別の資産等を対象に1997年4月以降に開始された事業年度まで段階的にセグメント情報開示の内容が充実して行った。一方、SEC (米国証券取引委員会) は米国の資本市場で資金調達する企業にセグメント情報の開示を義務付けているが、日本など米国以外の企業の年次報告書での公表は免除されている。

²¹ 現実問題として、社団法人日本証券アナリスト協会が検定試験合格者に対して認定している検定会員 (CMA=Chartered Member of the Security Analysts) を対象としていると言っても過言ではない。

²³ 会計論と情報開示との関係については山地(1999)や新日本監査法人(2004)などを参照されたい。

²⁶ これらの不祥事は同時に内部統制の問題でもある。内部統制と開示制度の問題については八田・梅原・友永・五十嵐・宮坂(2004)を参照されたい。

²⁷ 不祥事事件の詳細については、八田(2005)を参照されたい。

²⁸ モチベーション管理におけるモニタリングの方策については、寺崎・朴(2006)を参照されたい。

²⁹ パレート最適という概念については標準的なミクロ経済学の教科書に解説があるが、たとえば寺崎(1994); pp.186-195などを参照されたい。

³⁰ コンプライアンスの詳細については近藤(2004)を参照されたい。

³¹ 西武鉄道の不実開示発覚の詳細については、八田(2005)などを参照されたい。

³² 財の外部性と公共性に関する一般的な議論については寺崎(1999)および飯田・大野・寺崎(2006)を参照されたい。

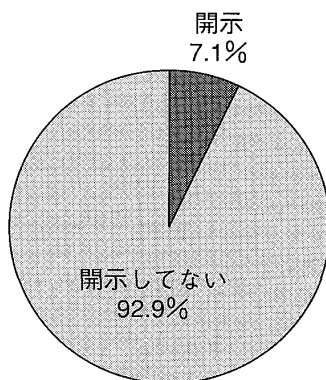
³³ Eccles, Herz, Keegan, and Phillips (2000); chap. 5で指摘されているように投資家が企業のリスクや機会を完全に把握することは極めて困難である。

22 マザーズとナスダック・ジャパンの四半期開示制度の比較

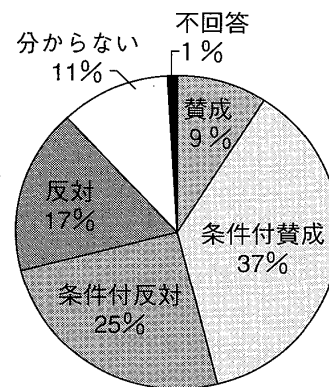
	東証マザーズ	ナスダック・ジャパン
対象	連結・単体	単体
データの範囲	前年同期、当四半期、対前年増減率、前期（通期）第3四半期には原則として9ヶ月の累積値を表示	前年同期、当四半期、対前年同期増減率、前期（通期）第3四半期には原則として9ヶ月の累積値を表示
業績に関する開示項目	売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、総資産、株主資本、部門別売上高、業績の概況（文章）、当期の見通し（文章）	売上高、営業利益、経常利益、部門別売上高、主要な資産・負債の変動（当四半期、増減額、前期末の数値）、業績の概況（文章）、当期の見通し（文章）
財務諸表その他	貸借対照表、損益計算書、注記	資本金、発行済株式数、潜在抹式の状況、増減資の状況、役員の変更や組織の変更、貸借対照表や損益計算書は任意
準拠する会計基準レビュー	中間（連結）財務諸表作成基準・中間財務諸表等規則に準じる義務	義務なし

24 この点については、以下の平松（2002）の図表が参考になる。四半期開示の状況については開示している割合がわずかに、7.1%であり、また、四半期開示の制度化に対する賛意を示している企業は36%である。東証証券取引所が2001年11月上場企業を対象に行った「四半期財務情報の開示に関するアンケート」によると1,474社の回答は下表の通りである。

東証上場企業による四半期開示の状況



四半期開示の制度化に対する意見



²⁴ EU, 米国, アジア諸国の四半期開示制度の比較

		開始時期	取引所規則	対象企業	期限	監査
欧州	ドイツ取引所	2001 に DAX。MDAX, 2002 に SMAX の構成企業を追加	取引所を規則	ノイア・マルクト上場企業 DAX, MDAX, SMAX 構成企業	60 日以内	不要
	ユニネックス	2004.1.1	取引所を規則	新市場 Next Prime, Next Economy の上場企業	60 日以内	不要
	欧州委員会提出	未公開	EU 指令	EU 域内の規制市場の全上場企業	60 日以内	レビュー導入検討
欧州	シンガポール	2003.1.1	D 法令:継続開示義務 取引所規則: 開示項目の設定 (証券取引所ガイドラインで補足)	シンガポール証券取引所の全上場企業	60 日以内	不要
	香港証券取引所 (提案)	未公開	取引所を規則	GEM に加えてメイン・ボードの企業にも義務化=全上場企業		不要
	マレーシア	1999.7.終了の四半期から	取引所を規則	クアラルンプール証券取引所の全上場企業		不要
	中国	2002	中国証券監督管理委員会の規則	国内証券取引所の全上場企業		不要
米 国		—	1934 年 証券取引所法	国内証券取引所の全上場企業 一定規模以上の店頭取引企業		レビュー

(出所) 平松 (2002) より作成