

四半期開示と経営の短期志向

米国のトランプ大統領が四半期開示制度見直しに賛同するとツイートした。四半期開示は投資家や経営の短期志向を助長するとの批判的意見が根強いが、英国に関する実証研究ではその証拠は見出せなかった。制度の改廃は根拠薄弱な議論に流されず慎重に行われるべきである。

トランプ大統領のツイッター発言

先ごろ米国のトランプ大統領が、四半期開示制度見直しに賛同する内容のツイッター投稿を行い、市場関係者の注目を集めた。トランプ氏は、証券取引委員会（SEC）に検討を指示したとし、クレイトンSEC委員長も、情報開示制度の検討は継続的に行っているとしながらも、大統領の発言に一定の理解を示した。

トランプ氏の発言は有力経済人との会食でのやり取りを踏まえたもので、同大統領が米国のビジネス環境と雇用の改善策について意見を求めたところ、出席者の一人が、現在の四半期開示を半期開示に改めるべきだと提案したのだという。

提案者とされる経済人は、そうした趣旨の発言を行ったことを認めた上で、その狙いは、企業がもっと長期的な視点を持てるようにするとともに、欧州の情報開示制度との調和を図るといふ点にあると説明した。

欧州と日本の四半期開示制度

米国では、世界大恐慌後の1934年証券取引所法制定当時から四半期開示制度が法定されている（図表参照）。開示書類の様式はSEC規則で定められ、1955年から1970年までは半期報告書の開示が義務付けられるといった変遷もあったが、1970年の規則改正で四半期報告書様式10-Qが設けられ、現在に至っている。

これに対して欧州では、四半期開示制度は上場企業のコスト負担を増加させるだけでなく、投資家や経営者の短期志向を助長するといった批判的な意見が根強い。欧州連合（EU）の執行機関であるEU委員会は、資本市場のグローバル化を意識してEU全体での四半期開示の義務付けを狙ったが、2004年のEU透明性指令では四半期開示の制度化は見送られ、2013年の改正透明性指令では、逆に半期を超える頻度での定期的開示を求めることを禁じる規定が設けられることとなった。

図表 日米欧における四半期開示制度をめぐる状況

米国	<ul style="list-style-type: none"> 1934年証券取引所法で上場企業による四半期情報開示義務が定められている。 SEC規則で定められた様式10-Qを用いて四半期終了後40日～45日以内に報告書を提出することが義務付けられる（提出期限は企業の時価総額規模によって異なる）。
欧州	<ul style="list-style-type: none"> 2004年のEU透明性指令で、各半期開始後10週目から終了6週前の間に開示する中間経営概況（IMS）の提出義務が定められたが、本格的な四半期開示制度の導入は見送られた。 2013年の改正透明性指令では、IMSに関する規定は削除され、年次及び半期報告を超える頻度で財務報告の定期的な開示を求めることを禁じる規定が設けられた。 EU指令による禁止の対象は各国の法令による規制であり、取引所規則レベルでは四半期開示義務を設けている例がある。
日本	<ul style="list-style-type: none"> 1999年に東証マザーズ市場で四半期情報開示の義務付けが行われ、2003年以降、東証はその他の市場においても、段階的に四半期開示の義務付けを行った。 2006年の金融商品取引法制定により四半期報告が法制化された（2008年施行）。 2017年には東証が四半期を含む決算短信について、速報性を重視し、上場企業の事務負担を軽減する観点からの見直しを行い、様式の自由化などを実施した。

（出所）各種資料より作成

このため欧州では、各国の法令レベルでは四半期開示の義務付けは行われていない。もっとも、ドイツ取引所の上位市場区分であるプライム・スタンダード市場のように取引所規則で独自の四半期開示ルールを設けるケースがある。

一方、日本では、企業を取り巻く経営環境の変化が激しくなっていることなどを背景に、まず東京証券取引所（東証）の新興企業向け市場マザーズで四半期情報開示の義務付けが行われた。その後、東証規則による義務付け対象企業の範囲が拡大されたが、上場企業側から会計や監査基準の統一化といった観点から法制化が望ましいとの声が出され、2006年の金融商品取引法制定時に四半期報告書が制度化されることとなった。

その後、法定開示である四半期報告書と取引所ルールに基づく四半期決算短信開示の重複感が指摘されたことなどから、四半期決算短信の内容の自由化・簡素化が図られたが、四半期報告書制度は現在も維持されている。

短期志向を助長するとの証拠はない

四半期開示のための資料作成や監査法人等によるチェック（監査とは限らない）などに費用がかかるのは事実である。しかし、幅広い投資家層からの資金調達や株価連動報酬制度の活用など株式上場に伴うメリットを享受する以上、企業が相応のコストを負担するのは当然だろう。他方、投資家の多くは、情報開示の頻度が低下すれば投資判断に有益な情報の減少に直結すると考え、四半期開示の廃止には否定的である。

米国では、トランプ大統領の発言に先立ち、大手銀行JPモルガン・チェースのCEOが「オマハの賢人」と讃

えられる著名投資家ウォーレン・バフェット氏と連名で、四半期業績予想開示が企業経営の短期志向を強めているとしてその廃止を訴え話題を呼んだ。しかし、この時も四半期開示そのものについては、市場の透明性維持のために不可欠だとして維持することを求めている。

そもそも、四半期開示制度が投資家や経営者の短期志向を助長するという見解の根拠は薄い。

米国では現行の四半期開示制度が約50年にわたって存続してきたが、その間の米国経済の飛躍的な成長と発展をみれば、米国企業が常に短期的な経営姿勢をとってきたとは到底考えられないだろう。

また、先に触れたEUにおける制度の変遷を背景に、2007年から7年間だけ上場企業に対する四半期開示が義務付けられた英国について、開示制度の導入・廃止前後で企業の長期的な観点からの投資が有意に変化したかどうかを検証した研究も発表されているが、そうした変化は見出せなかったとされている。

近年、ESG投資に対する関心の高まりなどを背景に非財務情報の開示充実を求める声も大きい。開示すべき事項を単に増やすだけでは上場企業の負担は増すばかりであり、四半期開示廃止提案に同調したくなる企業経営者は少なくないだろう。しかし、制度の改廃はそれに伴うコストと効果を勘案しながら慎重に行われるべきであり、根拠薄弱な議論に流されてはならない。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
フェロー
専門は証券市場論
focus@nri.co.jp