

投資家・企業間のコミュニケーション

山 本 利 久

はじめに

平成11年から同14年にかけて計6回、商法が改正され、関連する証取法なども整備されて、企業を取巻く環境が一変した。その前提の一つにもなった社会のIT化が一段と進んだ結果、投資家と企業とのコミュニケーションにも大きな変化が生じている。従来からの状況判断を固守したり、或いは認識や理解していると投資家も企業も大変なリスクを負うことになる。こうした改正やコミュニケーション手段・活用の進化は広範囲に及ぶので、今回は投資家（株主を中心に）、特に個人の株式投資家の立場から投資先企業との関係に的を絞る重要な度の高い項目を取り上げ検討して見ることにした。

情報開示と伝達手段

伝統的に我が国企業は情報開示の面で欧米先進国に比べ相当遅れているといわれて久しい。商法、証券取引法、取引所上場規則、協会規則等のルールや会計基準面での整備の遅れに加え、企業自身に情報開示の重要性に対する認識が必ずしも確立しておらず、投資家の視点からは甚だ不十分なものとなっていた。欧米市場では早くからIR活動の重要性に鑑み、企業の情報開示に関する法的要求や監視体制も厳しく、企業側も投資家に積極的に企業理念や業績、財務状況、事業活動等を理解してもらい企業支援の体制を確立する構想が浸透している。その為様々な機会に情報開示を中心とした投資家対策が取られ実行されている。その意味からも昨今、投資家を含めたステーク・ホルダーを意識した企業の社会的責任（CSR）が注目されるに到った。

今回取り上げるのはそうした情報開示の内容或いは程度や責任と言った面ばかりでなく、それらがどの様に企業から株主乃至投資家に伝達されるかに重点を置いた。従来企業は株主に対し、総会前に定時株主総会招集通知^(注1)、総会終了後に定時株主総会決議書通知^(注2)などを送付すると共に、全国紙に決算広告^(注3)を行ってきた。その為、株主総会終了と共に全国紙に膨大な数の企業決算広告が特集として掲載されていた。それが、近年殆ど見られなくなり、代わって各企業のホームページ（HP）に掲載されるようになった。その結果投資家は企業情報の入手に当たって、全国紙からではなく各企業のホームページにアクセスする必要があるが出てきた。中には株主に送付される株主総会決議通知に決算公示の記載がなく、それについてはホームページを参照するように要請した企業も出て、甚だ不親切な会社もある。これらはいずれも商法改正による新たな動きである。

改正商法（283条5項）では、電磁的方法で計算書類をHP（ホームページ）等に掲載する時は、従来の決算広告の義務がなくなる（283条4項但書）。ただしこの場合には、1年間ではなく5年間

掲載することが義務付けられている。現在多くの企業がIR目的でHPに計算書類も掲載している（株主への通知については、これまでの紙媒体によるものに加えて、HPの活用を併用している）。

ここでこれら総会前後に株主（商法改正で種類株が様々な形で登場したが、ここでは普通株式の株主に限定し、また債権者は対象に入れていない）に送付される諸通知に見る企業情報開示（法定開示制度）の実態を更に掘り下げ、検討してみたい。

企業（商法特例法上の大会社）は商法の規定（その開示制度は債権者、株主の保護を目的としている）により、営業（或いは事業）報告書に加えて決算報告書等を作成している。そこで開示される財務諸表は貸借対照表、損益計算書、利益処分計算書（総会決議前は利益処分案）などであり、それらはいずれも単独決算となっている。

商法の規定に基づくため企業が定時株主総会招集通知で開示する財務諸表はこの単独ベースの貸借対照表と損益計算書並びに利益処分案等で構成され、いずれも単年度のみとなっている。株主総会に臨む個人投資家の立場から見れば、企業の状況判断に際して、財務の情報開示が甚だ不十分と言わざるを得ない。ルール改正が一番だが、少なくとも証取法（その法定開示制度は投資者保護が目的）の要請している程度には企業サイドも配慮すべきであろう。因みに平成13年成立の商法改正では積み残しとなったが、法務省公表の「商法等の一部を改正する法律案要綱中間試案」では、「計算・開示」関係の中に連結計算書類の要請がある。これについては次回改正で導入される模様であるがまだ実行されていない。

次に総会決議通知上の情報開示について検討する。

この段階でのディスクロージャーに関して企業側に初めて変化が現れる。画一的であった情報開示が株主に充分配慮した姿勢を示す企業群と必要最低限の情報開示しか行わない企業群に大きく分類される。

前者のグループは開示される財務諸表にキャッシュフロー計算書を添付し、連結財務諸表を加えている。また前年との比較データも当然掲示されるが、主要財務データを5年間にわたり提示するところもある。04年からは特に各社個人株主を重視したと見られる様々な工夫が施されるようになり大変な前進だ。投資家の視点からすれば至極当たり前の情報開示だが、まだ必ずしも全ての企業で十分に認識され実施されているわけではない。投資家は企業が株主に対してフレンドリーであるか否か、ここで一目瞭然となる。後者のグループに属する上場企業には一段の努力を期待したい。

今や時代は明らかに情報の電磁化を指向していて、企業の情報開示とその伝達手段も電磁媒体による時代に突入したことは疑いのないところであろう。IT革命が企業活動や個人の実生活に実質的に浸透してきたのは日本では1995年当たりからである。それ以前に定年を迎えた多くの人々は、その後特別な努力をしていないと、証券投資の面でもITデバイドの弱者に立たされてしまう恐れが多分にある。

株式を証券取引所に上場している「上場企業」は情報開示について現在、商法、証券取引法、上場規則などの規制を受けている。投資家サイドから見ると、少なくとも上場規定で東証が企業に対して要請している情報開示の程度は必要となる。今後上場企業についてはこれら関係法規間の調整が行われ、実際に株主が求める情報開示が、夫々の段階でこの線に沿って実施されることが期待される。

ここで留意したい点は、企業が電磁媒体に走る結果、現在の株主とこれから株主になる可能性が

ある潜在的株主（投資家）との間で、情報量が画一的に取扱われていることに関する是非の問題である。ここでは単に実態のみ取り上げ、その論争や法律論は専門家に譲ることにしたい。

現在、ディスクロージャーに関する限り既存株主と将来の株主（投資家）との間で情報量が制限されることは原則としてない。事業報告書等株主宛送付資料でさえ後述するように東京証券取引所（東証）ARROWS内のインフォメーション・テラスで閲覧が可能である。既存株主にとって一番重要な議決権行使に必要な財務に関する情報開示が、前述のように商法の規定により作成されているため、証取法や上場規則が要請する開示が行われず、極めて不十分な状況となっている（証取法とは目的が異なるため）。株主名簿に登録されている株主に対しては、少なくとも議決権行使に必要な財務内容に関する情報開示が証取法や上場規則が求めている開示程度に担保されることが必要であろう。そのために必要なら関連法規の改正も時代の要請であろう。その結果、既存株主と潜在的株主との間に情報量の差が生じることはやむをえない事であろう。

次にこうして開示される企業情報、特に財務データの信憑性や関係当局の監視体制についても若干触れておきたい。

例として、不良債権問題に端を発した銀行の財務に関する情報開示を取り上げてみる。銀行は法規に基づく財務諸表を作成、会計監査人監査報告書並びに監査役会監査報告書を添え「定時株主総会招集ご通知」の中で、株主に情報開示を行っている。当然のことながら、更に有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書などで継続開示を行う。一部の銀行ではあるがこれに関連し、金融庁、会計監査人、当該銀行間で事実認識や理解に差が生じることがこれまでも報道されたことがある。銀行は、金融庁検査（定期並びに特別など）や日本銀行による審査を受けているが、その結果は外部には公表されないため当事者しか分からない。結果として時折、業務改善命令などが出て初めて投資家は一般人と同じ時限でその内容を推測することになる。

英国の金融サービス機構（FSA）が、ロンドン証券取引所に上場しているUFJホールディングスの今春の決算開示に関連して、東証の対応に問題がなかったか説明を求めているとの報道が流れた（日経新聞04年9月16日p. 1）。これなどは一連の情報開示に対する関係当局の監視機能のあり方を指摘したものである。

一般事業会社についてはこのような検査、審査は原則行われていない。そのため、会計監査人報告書（監査証明）付きの財務諸表などに頼らざるをえない。これについても幾つかの法令が改正され、改善が進んだが、まだ欧米先進国の水準と比べると相当な乖離がある（西武鉄道による有価証券報告書虚偽記載など）。

米国ではエンロン事件の発生で「企業改革法」が成立、よりよい企業統治への努力がSEC、取引所などを含めて関係者間で続けられている。我が国でも、現状を現行システムの限界として見過ごすのではなく、株主、投資家の視点から企業の財務状況を適正に反映する情報開示システムの実現が期待される。

注1：営業報告書、貸借対照表、損益計算書等の報告事項と利益処分案（配当）などの決議事項から構成されている。

注2：上記報告書と利益処分案に関する総会決議の結果が通知される。

注3：貸借対照表、損益計算書

情報開示システムの拡充

1. 証券取引法関係

証券を証券市場に上場している企業（上場企業）は、所管官庁等に提出する、より詳細な財務諸表などを記載した有価証券報告書を作成することが証取法で規定されている（流通市場開示制度）。その提出は04年6月からインターネットによる提出が義務付けられる。昨秋の新聞報道によると、すでに適用を受ける6割の企業が移行を済ませており、残る企業の大半も本年度中に移行するよう対応を急いでいるとのことである。これらは[EDINET]^(注1) 経由閲覧が出来る。機関投資家や特別な利害関係者以外にどれだけの個人投資家が利用しているのか定かでないが、完成すれば企業の情報開示上画期的なことになる。このような継続開示制度には、定期的開示の有価証券報告書、半期報告書と臨時報告書のような臨時的開示がある。

また上場企業が発行価額または売出価額1億円以上の有価証券の募集または売出しを行う場合には、募集要項、企業の概況、事業の概況、最近2事業年度の経理の状況（貸借対照表、損益計算書、利益処分計算書等の財務諸表など）を記載した有価証券届出書（発行市場開示制度）を財務局経由内閣総理大臣に提出することになる。

また発行のタイミングを弾力化する制度として設けられた発行登録制度に基づき証券発行をする場合には発行登録書を提出することになる。この場合には有価証券届出書の提出は不要となるが、募集に際し、発行登録目論見書を作成、投資家に交付することになる。

有価証券届出書、発行登録書等の発行開示資料も投資家の投資判断材料として、財務局、当該上場会社、証券取引所に備えられ、一定期間公衆の縦覧に供される。同時にEDINETに開示される。

尤もデータの蓄積量、情報の一覧性の欠落など制度移行に伴う問題やインターネット上の利便性の問題は残る。

注1：「エディネット（EDINET：Electronic Disclosure for Investors' NETwork）とは証券取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システムの愛称です。EDINETは、現在紙媒体で提出されている有価証券届出書、有価証券報告書等の開示書類の提出、公衆縦覧等の一連の手続きを電子化することにより、提出会社の事務負担の軽減、投資家による企業情報へのアクセスの公平・迅速化を図り、証券市場の効率性を高めることを目的として開発されました。つまり、証券取引法に基づくディスクロージャー制度を電子化しようとするものです。

具体的には、有価証券報告書等の開示書類の提出会社が、これまでの紙媒体による提出に代えて、開示書類に記載すべき情報をインターネットを利用したオンラインで財務（支）局に提出し、これらの開示情報を財務（支）局の閲覧室に設置したモニター画面によって公衆縦覧に供するとともに、インターネットを利用して広く一般に提供するシステムです。」以上東証編「入門日本の証券市場」p.48の引用。

2. 証券取引所の対応

証取法に基づく企業内容開示制度を補完し、企業内容開示のスピード化を図るため証券取引所では、上場企業に対して日々発生する重要な会社情報を適宜、適切かつ公平に開示するよう要請し、開示資料等を公衆の縦覧に供している。

これが適時開示規則（有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則）と呼ばれるもので、開示が求められる会社情報は法定事実に関する情報、発生事実に関する情報、決算に関する情報の三つに分かれている。証券取引所では公正な価格形成の確保や投資家保護の徹底を図るため、

適時開示規則に基づき、上場会社に対し、当該会社に関する重要な決議または決定を行った事実等、および経営に重大な影響を与える事実等が発生した場合には、ただちに取引所に事前説明することと、TDnet^(注2)へ登録することを義務付けている。

注2：「TDnetの概要：TDnet（Timely Disclosure network）とは、公平・迅速かつ広範な適時開示を実現するために、上場会社が行う適時開示に関する一連のプロセスである東証への事前説明（公開内容の説明）、報道機関への公開（記者クラブや報道機関の本社の端末への公開資料の伝達）、ファイリング（公開資料のデータベース化）、公衆縦覧（公開資料の東証ホームページへの掲載）を総合的に電子化したシステムのことである。

TDnetでは、ネットワーク上の電子的な配信、再利用を想定してPDF形式で適時開示情報を提供している。また決算短信、業績予想、配当予想の修正、有価証券の評価損・含み損といった適時開示資料の数値情報について、報道機関等の利用者の要望に基づいてCSV形式のテキストデータとして提供している。

上場企業は、適時開示規則に基づき、会社情報の公開を行う場合には、必ずTDnetを利用することが義務付けられている。また、任意で会社情報を開示する場合においても、投資家への情報の周知性に配慮し、できるだけTDnetにより公開することを上場会社に依頼している。

TDnetに登録された公開資料は、公開後、即時に東証のホームページに掲載され、公開日を含めて8日間無料で自由に閲覧できる。」以上前掲入門日本の証券市場から関係部分を引用した。

筆者注：TDnetデータサービスなどは有料。

東証では東証ARROWS内にインフォメーション・テラスを設け、以下の開示情報が閲覧できる。

- * 有価証券報告書（法律上の閲覧期間が直近5年となっているが、それ以前のものについてもマイクロフィルム化し、利用者の便利を図っている）・有価証券届出書等の法定開示書類（EDINETシステムによる閲覧も可能）
- * 事業報告書等株主宛送付資料
- * 決算短信等適時開示資料（適時開示制度下における投資家保護）
- * 会員証券会社等の公開資料（業務および財産の状況に関する説明書）

財務文書の電子保存

政府のIT戦略本部は新聞報道によると貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書などの決算書類や事業報告書、定款等の電子保存に向けた新法案を検討している模様で、これが実現すると、原則として紙での保存が義務付けられている現在の負担から大きく開放され、企業にとっては大幅なコスト削減となる。今後とも投資家、企業、所管庁を巡る情報開示の環境はIT革命の更なる進展と情報の電子化で急速且つダイナミックに変貌を遂げることになる。そのことは又投資家や株主にとってこれまで経験したことのない大きな恩恵とリスク（手間、暇、経費等が膨大になる）をもたらす事にもなる。今後の制度・法令などの改正に当たっては、投資家の立場が、企業サイドのコスト削減重視に偏る結果、不当（情報開示等が電磁的方式一辺倒になる危惧や情報の一般公開と閲覧、謄抄本交付、謄写などの差別化をなくすなど）に取扱われることのないよう十分な監視と関係者の協力が強く求められる。

半期報告書について

次に上場会社の行う半期報告書の情報開示について見ることにする。ここでも企業により株主に

対して積極的に情報開示（特に財務の状況について）を試みるグループと法規の要求した最低限の情報開示に留まるグループに分かれている。HPを情報開示の手段として併用したり、重視する企業もあり、株主としては、株主に送付される資料だけに依存することはもはや出来ない（中には紙媒体によるこれらの情報提供をやめ、HPだけで公開する企業もある）。株主宛に送付される半期報告書の中で、財務の状況に関して、連結財務諸表（中間貸借対照表、中間損益計算書、中間キャッシュフロー計算書、中間剰余金計算書）と単独財務諸表を合わせ開示するところがある一方、貸借対照表と損益計算書の単独財務諸表のみを開示しているところもある。こうした企業についてはHP等で補足することになる。

更に多くの企業が半期報告書中の財務諸表を作成するに当たり、当年度中間のみを掲載しているが、投資家としては当然其れに対応する前年度中間、或いは貸借対照表については前年度の数字を掲載して貰いたい。現にそのように株主に配慮した会社もある。紙媒体による株主への通知を行う場合には、情報価値の毀損を防止する意味からも遅延が生じないよう可及的速やかに送付されることが大切だ。

四半期報告書と情報の電磁化

上場企業は年次決算報告書に加えて、半期報告書の提出義務を負っている。しかし現在のように変化の激しい、グローバル化した経済の下では、企業経営はスピードが伴わなければとても競争に打ち勝つことは出来ない。従って投資家や株主にとっても、企業動向を迅速且つ正確に常に掌握することが肝要になる。その意味で四半期報告書の提出（適時開示制度）は非常に重要だ。この面でも欧米に比べ我が国の法整備、制度は遅れているが、金融庁は来年度から四半期業績の開示に当たっても、公認会計士がチェックする新たなルールの導入（法的開示制度）や実施時期等についても金融審議会で今後議論することになっている。

03年4－6月期から全国の取引所などが義務付けた「四半期業績の概況」は本決算などと異なり、公認会計士による正式な監査を求めるものではなく、また開示内容も当初（03年4月1日以降に開示するもの）は売上高を中心とするものであった。その点で欧米企業などに比べ信頼性が劣るとの声が出ていた。現在ルール上の開示基準や監査基準がないため、経済団体などからの要請も入れて、企業会計基準委員会が四半期業績開示について、基準作りの為の特別チームを発足させている。

また四半期報告書を作成している企業でも紙媒体による株主への送付を伴うケースは殆どなく、東証での発表（適時情報公開制度）とHPへの掲載に終始している。そうした中、ヤフーは四半期情報開示が本格化し、投資家の関心が高まったと判断、全株主に対し四半期報告書を送付した。今後も四半期業績を公表してから2週間をメドに説明資料を送付する方針と報じられている。個人投資家を意識した対策と見られる。

04年4－6月期連結業績の発表が8月6日にピークを迎えた。紙媒体による関連資料の送付を行う企業では、実際に株主がそれを入手するのは9月初めとなり、情報としての価値は殆ど無いが、多くの株主はそれでも企業がそれなりに株主に配慮していることを実感できるであろう。

これまでも四半期財務情報の開示に当たり、アクション・プログラムに見られるように様々な努力をしてきた東証では、環境整備等の進捗状況を睨みながら、04年4月1日以降に開始する事業

年度から、3年間程度の経過措置があるが、全ての上場会社（1部、2部上場）に諸外国に於ける四半期情報開示と遜色のない内容（図表5）を備えた「四半期財務・業績情報の概況」として、要約損益計算書、要約貸借対照表などの開示を義務付けることを目標にしている^{（注）}。

東証の適時開示制度に基づく四半期報告書はそもそもマザーズ等の新興市場に上場する企業（2号基準登録）を対象にしたものである。これら企業は上場企業以上に事業・財務の状況変化が激しい。そこで市場開設当初から、取引所などから売上高情報のみならず、財務諸表等までも伴う四半期情報開示が義務付けられていた（1999年11月～）。

注：東証によると、積極的情報開示の視点から四半期の貸借対照表と損益計算書を開示した上場企業の比率は03年4－6月期に38%（キャッシュフロー計算書も加えた企業は約30%）、同10－12月期に43%であったが、04年4－6月期は80%に急増している。

話はやや前後するが、ここで日本インベスター・リレーションズ（IR）協議会がまとめた「四半期業績開示とIR」調査を紹介する。

セグメント情報を含める	全体の60%以上
売上高、営業損益を事業別に開示	
04年4－6月期	65%
04年10－12月期	65%
キャッシュフロー計算書	
04年4－6月期	57%
04年10－12月期	57%
他の開示内容；受注高、研究開発費、主要品目別売上高など	
業績開示に際し投資家向け説明会開催	27%
開催しない企業	50%
問題点として指摘された項目；	
市場の短期指向が進む	52%
統一会計基準がない	27%

注記事項；調査対象はIR協議会会員で、株式を公開している550社。04年3月に調査を実施し、328社が回答した（回答率60%）。

出所：日本経済新聞（04年4月13日）の記事から作成。

これとは別に東証が04年7月6日、3月期決算企業4－6月期業績の発表予定を次のように発表した。第一部、第二部、マザーズに上場する3月期決算企業1755社が対象。7月2日現在1243社（71%）から回答を得た。

財務諸表の開示予定企業	全体の81%（03年10－12月期業績開示実績43%）
損益計算書、貸借対照表開示	1004社
売上高と概況のみ	163社
連結・単体両方の開示	402社（32%）
連結のみ	580社（55%）

記者会見予定 173社 (14%)

発表のピークは8月6日

出所：日本経済新聞04年7月7日p.19

IR（投資家向け広報）

企業の行うIRはこれまで専ら機関投資家向けのものが主流をなしていたが、ここ数年個人投資家向けのものが大変充実してきた。これは、法人間の株式持合い解消の加速や資産運用の多様化とインターネットの普及等で、個人投資家による証券市場参加の活発化を反映したものと思われる。まことに喜ばしいことだ。参考までに、03年度末の投資家別株式保有率を金額ベースで日米比較したものが下の表である。

日米の投資部門別株式保有比率 単位％、日本03年度末、米国03年末

	個人	金融機関	外国人
日本	26.2	42.8	27.9
米国	36.2	51.2	10.4

注：金額ベース。事業法人保有分を控除している米国の統計と整合性を取るため、日本でも事業法人保有分を除外して保有比率を算出した。金融機関は銀行、保険会社、投資信託、年金信託の合計。全国証券取引所「株式分布状況」、FED “Flow of Funds Accounts of the United States” などをもとに野村資本市場研究所が作成。

出所：日本経済新聞（04年6月29日）、ニュース入門、「有価証券報告書の電子開示」から作成。

次に、個人投資家向けのIRについて考察して見たい。

手段としては、企業の行うマスメディアを経由したものに加え、出版物（とりわけファクトブックが貴重）、インターネット、会社説明会などがある。注目されるものはやはりインターネットによるIR活動であり、通常各企業のHPからアクセスすることが出来る。企業により千差万別で、これらの比較を通して各社のIRに対するスタンス、熱意などが即座に理解出来るので個人投資家にとっては大変貴重な情報源ともなっている。一方企業にとってIRは「企業の顔」が見えてくるので十分な注意が必要になる。特別なルールはないが、他社、特に同業他社と比較されるので、その優劣は一目瞭然となる。開示の内容、時期と頻度、量、信頼度、プレゼンテーションの仕方など投資家の要求は厳しい。その一方で企業にとって、情報開示はリスクを伴う。同業他社に企業活動の内容を曝す事になるからだ。60年代、70年代までは欧米でもこうした危惧から、企業の行う情報開示は大変限定的であった。最先端技術等の開示を求めているわけではないので、昨今はこうした視点からの情報開示に対する抑止力は薄れている。寧ろ知的所有権に対する積極的な評価が進み、企業価値の創造と言った面で高く評価される時代を迎えている。更に企業はCSR（企業の社会的責任）活動等を積極的に開示し、広くステイクホルダーの理解を深めようと注力している。

最近ではIRを支援する専門会社も出て来て、お互いにその特徴を競い合いながら、企業とともに投資家へのサービス向上を競っている所以個人投資家にとっては大変ありがたい。証券系、メディア系、それに独立した支援会社があり、有効に活用したいものだ。

一般的にはこうしたIRは株式投資家(株主)をターゲットにしたエクイティ IRだが、昨今は債券等の投資家向けにデットIRも一部で注目されている。個人投資家の中にも債券投資が浸透してきた現れであろう。債券については、一般的には債券の「格付け」が投資尺度として定着しているが、株式投資家にとっても会社を総合的に理解すると言う点でデットIRも参考となろう。資金の貸手と借手の間には常に「情報の非対称性」が存在する。

企業がIRサイトで開示している情報の主なものは次のようになっている(日経04・1・22、マネーレッスンから、日本インベスター・リレーションズ協議会調べのものを引用)。

決算短信	90.1%
ニュースリリース	78.7
経営トップのメッセージ	59.6
株価情報	58.1
問い合わせようメールアドレス	51.5
説明会の内容	36.8
IR部門の問合せ先	35.4
質問・回答集	23.2
アニュアルレポート	22.5
株主総会の内容	4.4
担当アナリストの一覧表	3.3

会社説明会

これまで企業は決算発表後定期的に内外で、機関投資家(ファンド・マネージャー、証券アナリスト・ストラテジスト等)を集め「会社説明会」を開催してきた。これもIR活動の一環であるが、最近では個人投資家に限定した会社説明会も盛んに行われている。中には女性に限定した会社説明会を開催するところもある。ここまで来ると問題もあろう。

90年代初め筆者がロンドン在勤の折、注目される議論があった。ファンド・マネージャー等の機関投資家或いはそれらに帰属する専門家(アナリスト、ストラテジスト等)に限定した会社説明会は「インサイダー取引」に抵触する恐れがあるのではないかというものであった。アナリストなどが企業訪問を行い、一般に公表されていない情報等を入手し活用することもこれに相当すると言う趣旨であった。その後の欧米に於ける証券スキャンダルの拡大を見るとまさにそこでの議論は正論であったように思える。そうした視点に立つと、どの様な事情にしろ、参加者(有料、無料を問わず)を限定した、証券投資に絡む会社説明会を行う際にはこのような点に充分配慮して慎重に行う必要がある。同時にHPでその内容を公開するなどの工夫も必要になる。いずれにしろ、会社説明会が機関投資家に限定された時代から、個人投資家にまで解放されてきたのは時代の強い要請であり、誠に結構なことだ。

会社説明会は企業が単独で行うこともあるが、IR支援会社や各種協会・団体等がアレンジするケースも多い。インターネット経由で会社やIR支援会社或いは証券広報センターなどのHPにアクセスすると容易に関連情報が入手可能で、参加申し込みも出来る。中には機関投資家向けの会社説

明会をインターネット上で同時に動画音声付きで公開するところもあり、少し前には全く期待も出来なかったことが現実となってきた。

企業に新設されるIRセクション

従来企業には、株式課とか総務部等に株式事務を専門に取扱う部署があり、専ら名義変更等に関連する仕事に当たっていた。IRへの関心が高まるとともに、今では多くの会社がIR専門のセクションを設け^(注)、投資家や株主からの投資に絡む様々な質問や要望等に対応するようになった。投資家や株主にとっては誠に便利で利用価値のある情報源となっている。

注：IR活動の実施状況を調べた報告によると、IR活動を実施している企業87.6%、実施を検討している4.6%、実施していない7.8%となっている－IR型株主総会（商事法務）p. 59から。

ニューヨーク市場上場の本邦企業

現在ニューヨーク市場には19社の日本企業が上場されている。当然の事ながらSEC（米国証券取引委員会）並びに取引所などは独自の財務状況を含む各種報告書の提出を義務付けている。従って日本企業もその例外ではない。その結果日本の法規に基づく報告書等に加え、これら日本企業はニューヨーク上場に関連する報告書も作成している。一般的に、両国の企業会計基準や制度に相違があるため両者を単純に比較できない。これら日本企業はHPに米国基準に沿って作成した報告書等を公開しているが、原則英語による資料となっている（一部でアニュアルレポートなどに和訳もある）。これは日本の投資家（特に個人投資家）にとって厄介な課題だ。言葉の問題に加え、情報の正確で迅速な理解のためには、米国の会計基準や制度に対するある程度の知識が必要となるからである。日本の法律や取引所の規則等の適用範囲外にあるため強制はできないが、ネット時代に入り、ポートホリオ戦略がグローバル化する中、関係企業は米国向け報告書の要約や日本との相違点だけでも日本の投資家に対して、投資に必要な情報の一部であると言う認識に立ち、日本語でも開示すべきであろう。外国投資家と日本の投資家の間に、これら企業に関する情報ギャップが生じるようなリスクは避けなければならない。

海外企業の財務諸表の英文開示

拙著「個人投資家から見た韓国株式市場」で述べたように、東証外国部に上場された外国企業は有価証券報告書を含む各種報告書の提出に当たり日本語が義務付けられている。金融庁は現在英文開示を来年度から段階的に認める方向で検討している模様。この点について、日本経済新聞（04年6月22日夕刊）は次のようにその計画を報じている。

英文開示解禁などの計画

<2005年度～>

* 海外ETFの英文開示容認

* 国内に株主が50人以上いる外国企業が株主割当増資する際の有価証券届出書の提出不要、ま

たは英文開示容認を検討

- * 完全子会社以外の子会社の役員・従業員へのストックオプション付与の際の有価証券届出書を不要

<2007年度～>

- * 日本市場に上場している外国企業の有価証券報告書（臨時報告書を除く）の英文開示容認

株主総会

今年の株主総会も話題性に満ちていた。昨年は商法改正で実現した「委員会等設置会社」などが注目された。今年は其れに対する反省も出た。機関投資家の中には積極的に総会で発言したり、議決に当たり態度表明を鮮明にするところも出た。今年も総会開催日は6月26日（火）に集中したが、日本経済新聞（04年6月11日）によると、3月期決算上場企業の63%（昨年は66%、90年代は80%前後が同じ日に株主総会を開催していた）に相当する1702社がこの日に総会を開いた。それでも開催日の集中度は過去15年間で最低になったとのことである。中には個人投資家が参加しやすいように土曜日、日曜日に株主総会を開催する企業も増え（ナムコなど）、総会後に懇親会やイベントを開催する企業も多いと、同紙は報じている。個人株主を意識した経営者の対応が評価される。欧米では個人投資家にとり株主総会は一大イベントであり、楽しみでもある。遠方から車に乗ってやってくる投資家も多く、一度登録を済ませると総会場への出入りは自由で、会社が用意したスナックやドリンクを楽しみながら、総会に出席したり、場外で知人同士談笑したり、情報交換をする光景をよく見かける。ドイツやスイスでは会場に英語を含む複数の主要外国語の配布資料が備えてあり、別室では常時夫々の外国の言語による総会の同時中継も放映されている。

ネット社会の進化で総会における議決権の事前行使も、ここに来てネット方式との併用が盛んになった^(注1)。事前に所定の方式による手続きが必要だが、携帯電話を使った方式も登場した。日本経済新聞（04年5月7日）によると、中央三井信託銀行は企業の株主が携帯電話を通じて議決権を行使できる新サービスを、5月開催の松坂屋の株主総会から導入すると報じている。

また機関投資家の議決権行使を支援する新しいシステム運営会社^(注2)が東証、日証協で設立されると日本経済新聞（04年7月3日p13）は報じている。

その概要は次のようなものだ。

- * 企業は総会議案を専用システム上に開示、原則英語でも情報を盛り込む。これまで名義上の信託銀行などを経由して議決権を行使してきた海外年金などが直接議案を入手し、投票に参加できる。これまで2、3日しかなかった議案の吟味の時間も10日程度まで延びる。行使結果は名義株主のまま企業に伝えられるので、機関投資家の匿名性は保たれる。
- * 企業は議決権行使の途中経過が把握できる。機関投資家に運用を委託している年金基金なども委託先の議決権行使状況をチェックできる。

ここで注目したいのは、先述した株主総会通知で配布される単独貸借対照表、損益計算書、利益処分案などの財務諸表コンテンツの充実促進である。こうした新たな議決権行使の支援システムが導入されることになれば、海外投資家からも当然、株主に必要な情報として、連結ベースで連続年のキャッシュフロー計算書を含めた財務諸表等の情報開示が要請され実現されることが期待される。

本年の株主総会絡みで個人株主への配慮を窺がわせるものを幾つか拾うと次のようになる。

- * 個人株主の意向を受ける形での増配意向を経営が表明
- * 法令改正で可能になった株主総会前の配当支払
- * 単元株の引き下げと株式分割の促進
- * 株主優待制度の拡充
- * 総会後の株主・経営者の懇親会や各種イベント開催

注1：02年の商法改正でインターネットを活用した議決権の事前行使が認められ、株主には定時株主総会の通知でその為の案内が示される。

注2：新会社の名前はICJ(インベスター・コミュニケーション・ジャパン)。米国で議決権行使ネットのサービスを独占的に手掛けるオートマチック・データ・プロセッシング (ADP) 社のシステムを使う。出資比率はADPが50%、東証45%、日証協5%。

国際分散投資と会計基準

国際分散投資を行う投資家に取り厄介な障害は企業の財務状況を外部からチェックし比較検討する上で欠かせない会計基準の不統一の問題である。本邦企業は主として資金調達に最大の関心があるため、海外では米国、EUの会計基準に注目する。そこで、日、米、EU会計基準の問題が発生する。日本には日本の会計基準があり、米国には米国の基準がある。それは夫々の国の経済、社会、法律、制度、文化などを反映した独自のルールであるため、基準の統合は簡単ではなく、また強制することはかえってマイナス面が大きくなることもあり得る。統合前のEUには各国にそれぞれ独自の会計基準があり、EUとして統合される過程で国際会計基準 (IAS) 重視の政策が打ち出された。従って、日本から見れば、大きく分けて、日本会計基準、米国会計基準、国際会計基準の三つが大きく関与することになる。我が国はその会計基準を米国並びにEUに承認させることが出来るのかが大きな問題となっている。

米国は米国市場に関する限り、海外企業であっても自国の会計基準適用を譲歩する気配は今のところない。EUは2007年以降 (EU企業については05年から)、欧州で資金調達する日本企業の場合、国際会計基準またはこれと同等と認める基準による財務情報の開示を求めている。

個人投資家の視点からすれば、国際分散投資が今後の資産運用上不可欠と言う認識がある。そこで必要なことは、内外企業間の比較である。会計基準の違いで、同業種間の国際比較が出来なければ、投資判断を正確に下すことが出来ない。詳細な議論や対策は専門家に譲ることにし、ここでは投資家の視点に立脚した議論をベースに関係者間の調整がスムーズに進行することを期待したい。

会計基準を巡る海外の動き

- | | |
|---------|----------------------------|
| 2000／ 6 | EU国際会計基準導入を決定 |
| 2001／ 1 | 国際会計基準理事会 (IASB) が発足 |
| 12 | 米エネルギー大手エンロン破綻 |
| 2002／ 7 | 米企業改革法が成立 |
| 10 | IASBと米財務会計基準審議会が会計基準の統合で合意 |
| 11 | 米、国際基準との統合へ4項目の改正案発表 |
| 2004／ 3 | IASB, EUの国際会計基準作業をほぼ完了 |

- 6 EU、日本企業への国際会計基準適用を2006年末まで猶予すると決定
2005/1 EU、域内約7000社に国際会計基準を適用
出所：日本経済新聞（04年7月15日p. 17）

インターネット時代の到来で個人投資家のロジスティックスが益々重要に

先にも言及したが、今や企業にとって重要なことは「スピード経営の時代」を迎えてのサバイバルであるとの現状認識である。その経営に投資を行う投資家もまた情報の収集、分析、意思決定等の面でこれまで以上のスピードが求められる。それにはインターネットが不可欠だ。我が国でもブロードバンドがユビキタス化してきた。そうしたロジステックスがこれからの個人投資家には不可欠になる。投資のリスクは益々拡大する。資金上のリスクであれば投資金額を増減することにより調整も可能であるが、情報のリスク（正確な情報を常に掌握出来る状況にあるかどうか）には限度がない。大きなリスクを伴う証券投資は投資期間にも影響を及ぼす。こうしたことから昨今個人投資家の中には「デイトレード」に走る者が増加の傾向を見せている。情報開示（デスクロジャー）の重要性は益々高まる。情報開示の量・質・信憑性・頻度・スピードの向上は証券投資が広く社会化する大前提である。

こうした新しい投資環境を生き抜くためには、前述したように投資家サイドに於いても、それなりのロジステックスを構築して置かなければならない。それには初期投資（パソコン、プリンター、技術の習得等）に加え、経常経費（インク、用紙、通信費用、所要時間など）が掛かる。「紙の時代」に於いては、情報の制作、伝達等は会社負担であった。これからは情報収集の努力は勿論、其れに伴うコストも投資家負担として相当な量になることを覚悟しなければならない。こうした経費の国際比較を行うと、残念ながら我が国は明らかに割高と言える。官民挙げての電子化された情報の社会的コスト引き下げ努力は大変重要だ。

証券投資に関する情報もネット上に氾濫している。その量は想像を遥かに超えるものであり、日々加速している。これらを上手く活用することも証券投資の必須条件である。中には投資家の生の声を伝える「掲示板」もあり、市場や個別銘柄の裏情報なども入手可能だ。株式投資に当たっては周到な準備を行うことは当然だが、あらゆるリスクに対する対応が求められる。これからの個人株式投資は自分を主体とした情報の収集と管理を前提に、迅速な意思決定と実行が必要になる。その意味で、エイジス艦並のロジステックスが必要であろう。インターネットは正に誰でも、何処でも、何時でも個人投資家の努力次第で、その構築を可能にし、努力次第で、アマチュアの個人投資家でもプロ並の投資成績を挙げることも可能な時代がやって来た。

むすびにかえて

東証外国部には現在32社の外国企業が上場されている。最盛期（1991年）には127社が上場されていた。東京証券取引所に上場されておれば、日本の投資家、特に個人投資家にとってその株式を売買するのに何かと便利であることは確かだ。その為、外国企業も日本人投資家の増加に期待して上場ラッシュが起きた時期があった。当時東証や大蔵省は外国企業の上場に当たり大変厳しいルール

を課していた。その一つが有価証券報告書や有価証券届出書等の日本語による作成である。外国企業にとってはその分コストが不当に増加する。其れに見合う株主がいて、市場での出来高が維持されるなら、東証上場の意義は認められようが現実には期待を大きく裏切るものであった。そうした事情から多くの外国企業が日本から撤退してしまった。機関投資家にとっては、東京市場で売買しなくても、外国企業が上場されている本国市場に行けば市場性もあり、価格形成もベストになることから、東京市場への上場は必ずしもメリットがあったわけではない。

それでも、東京資本市場の国際化の一環として、投資家に使い勝手の良い海外証券の市場設置と運用は放置できない。東証はすでに東証外国部を04年度中に廃止の方向で動き出しており、これら外国株は「一部市場」に吸収される予定。金融庁は2007年をメドに、英文による外国企業の決算関係情報を容認する方向で検討に入ったようだ。報道によると英文開示をする海外企業には日本語の要約文の添付を義務付け、会計基準に大きな相違があるケースには日本語の注記を要請する意向。

この間、日本経済新聞（04年9月11日夕刊）によると、東証は9月16日中国の国営通信社、新華社通信系の新華ファイナンス（未公開企業）のマザーズ上場を承認した。国際会計基準と日本基準の両方の財務諸表を作成すると報ぜられている。更に来年にはマザーズ上場基準を満たす企業が韓国、米国などからも上場を計画していると同紙は伝えている。

証券投資がグローバル化し、正確な情報とスピーディーな伝達が必須な時代に、いつまでも日本語に拘泥することは問題だ。既に個人投資家も海外株式の購入を増やす動きを見せている。そこで必要な情報等は、証券会社が日本語で提供する場合もあるし、個人投資家が直接インターネットなどを経由して収集しているケースもある。多くのグローバルカンパニーが企業内容や財務状況を国際資本市場のルールに従い少なくとも英語で開示している。日本の個人投資家にとって利便性があり、外国人投資家と遜色のない投資情報が提供される外国証券取引市場の一日も早い実現を投資家は切望している。

これまで主として個人投資家と企業のコミュニケーション・チャンネルに限定して話をしてきたが、東京証券取引所のHPを活用することも、実際に証券投資を行う際には見落せない。上場会社が開示した投資判断上重要な会社情報を即座に入手するには「適時開示情報閲覧サービス」を見ることが必要になるし、更に「決算短信（1枚目）」の入手も出来る。その他全上場銘柄に関する資料等はTDnetデータサービス（有料）で入手できる。

参 考 資 料

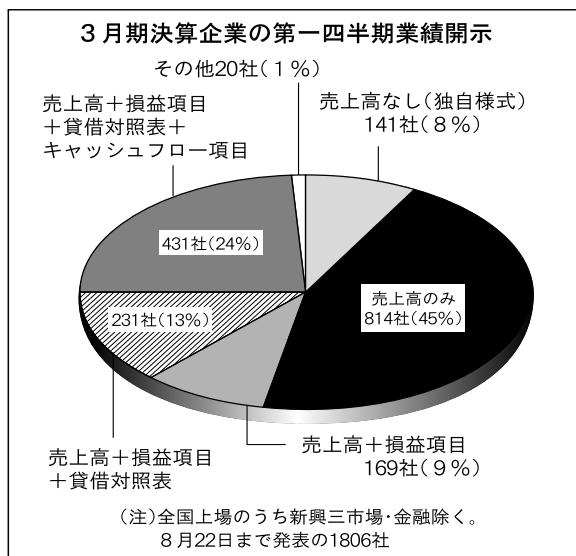
図表 1

◎証券取引所等の適時開示制度における四半期情報開示

	市場第一部・第二部などの上場会社	新興企業向け市場の上場会社
これまで	四半期情報の開示は会社の任意であった。	四半期財務諸表等を開示することが義務付けられている。 (平成11年11月～)
現 在	数値情報としては売上高等だけの四半期業績の概況の開示が義務付けられている。 (平成15年4月～)	
これから	四半期財務諸表等を開示することが義務付けられることになる。(平成16年4月～。ただし3年程度の経過措置あり)	

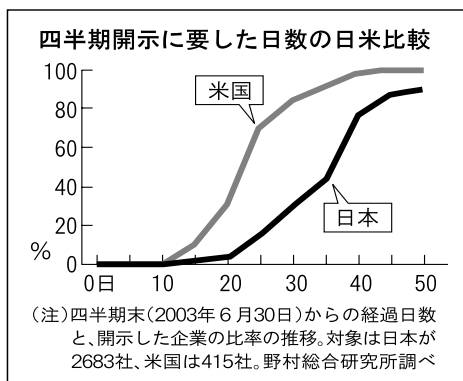
出所：四半期情報開示実務ガイドンス

図表 2



出所：日経04年 8月24日、四半期開示の波紋〈1〉

図表 3



出所：同左〈4〉

図表 4 電磁的方法による決算広告の採用の有無

		社数 () 内%				
回 答	の電 み磁 的 対 方 応 法	載定電 を款磁 併紙的 用へ方 の法 掲と	な採 用し て い	そ の 他	無 回 答	計
資本金 (円)						
5 億未満	14 (51.9)	1 (3.7)	11 (40.7)	1 (3.7)	—	27 (100)
10億以下	93 (66.4)	4 (2.9)	43 (30.7)	—	—	140 (100)
20 "	147 (59.8)	15 (6.1)	83 (33.7)	1 (0.4)	—	246 (100)
30 "	125 (64.8)	14 (7.3)	52 (26.9)	1 (0.5)	1 (0.5)	193 (100)
50 "	175 (60.8)	26 (9.0)	85 (29.5)	2 (0.7)	—	288 (100)
100 "	242 (66.1)	25 (6.8)	95 (26.0)	2 (0.8)	1 (0.3)	366 (100)
300 "	269 (64.8)	16 (3.9)	123 (29.6)	4 (1.0)	3 (0.7)	415 (100)
500 "	75 (66.4)	6 (5.3)	32 (28.3)	—	—	113 (100)
1,000 "	60 (69.8)	6 (7.0)	20 (23.3)	—	—	86 (100)
1,000億 超	48 (63.2)	8 (10.5)	18 (23.7)	2 (2.6)	—	76 (100)
計	1,248 (64.0)	121 (6.2)	562 (28.8)	14 (0.7)	5 (0.3)	1,950 (100)

出所：2003年版株主総会白書 (商事1681号125頁)

図表 5

◎諸外国における四半期開示制度の導入状況

欧米諸国

国名	導入状況
米国	1934年証券取引所法に基づく現在の四半期報告書（10-Q）制度を昭和45年（1970）年に導入。
カナダ	昭和53年（1978）年以降、州証券法や証券取引所規則等で四半期財務情報の開示を義務づけ。
ドイツ	新興企業向け市場ヌーボー・マルシェで四半期開示を実施。DAX指数の構成銘柄の自発的な開示も拡大。
フランス	新興企業向け市場ノリア・マルクトで四半期開示を実施。商社会社法により純売上高については一律に開示を義務づけ。
ギリシャ、イタリア、スペイン、スウェーデンなど	法制度又は取引所規則により、四半期開示を一律に義務づけ。
EU	平成17（2005）年までに四半期開示制度の導入を予定。

アジア諸国

国名	導入状況
韓国	平成12（2000）年の法改正により四半期報告書制度を導入。
中国	平成13（2001）年の法改正により四半期報告書制度を導入。
シンガポール	平成15（2003）年からの全ての上場会社に四半期開示を導入予定。
香港	新興企業向け市場（GEM）で四半期開示を実施。全ての上場会社に対する開示義務の拡大を検討中。

出所：「四半期財務情報開示制度の調査研究」四半期財務情報開示制度研究会編（財団法人資本市場研究会 平成 3（1991）年）及び「資本市場クォーターリー 2002 Spring」（野村総合研究所）などを参考に東証作成。

参 考 文 献

植松亮、決算書のしくみ、東洋経済新報社、2002

鳥飼重和監修、株式制度・株主総会－改正商法の実務Q&A、中央経済社、2002

亜細亜証券印刷株式会社ディスクロージャー実務研究会編、四半期情報開示実務ガイドンス、東洋経済新報社、2003

東京証券取引所、入門日本の証券市場、東洋経済新報社、2004

野村晋右・柳田幸男監修、IR型株主総会、商事法務、2004