

座談会

企業ディスクロージャーの現状と課題

と き 2008年3月11日
ところ 東京証券取引所ビル会議室

《出席者》（敬称略、発言順）

柴 健 次

（関西大学
大学院会計研究科長 教授）

黒 井 義 博

（三菱商事株式会社
IR部長）

松 島 憲 之

（日興シティグループ証券株式会社
株式調査部 マネジング・ディレクター）

河 野 秀 喜

（株式会社東京証券取引所
上場部長）

《司会》太 田 浩 司

（兵庫県立大学
経営学部 准教授
本誌編集委員）

太田（司会） 本日はご足労いただきまして、ありがとうございます。「企業ディスクロージャーの現状と課題」という非常に幅広い題目ですけれども、テーマを四つ考えました。これに沿って、それぞれの方からコメントを頂きたいと考えております。ご発言の順序は基本的に、アカデミックなお立場の柴先生、情報を提供する企業の黒井さん、企業と市場をつなぐアナリストの松島さん、証券取引所の河野さんの順でお願いいたします。



太田浩司 氏

1. 現在のディスクロージャーの水準 について

太田 それでは、1番目のテーマに入ります。昨年9月に金融商品取引法が施行されました。それに伴い、本年4月から四半期報告制度や内部統制報告制度などが導入され、企業に対するディスクロージャーの要求水準はますます高まってきているように思いますが、現在の日本企業のディスクロージャー水準についてどのようにお考えでしょうか。

柴 ディスクロージャーの水準について意見を述べる前に、きょうのテーマである企業ディスクロージャーの位置付けについて少しお話しさせていただきます。

昨今、企業のディスクロージャーのみならず、食品に関する情報、政府のさまざまな情報の公開に関して問題もあることからいろいろ取りざたされております。そういったもの全般と比較して、企業のディスクロージャーを考えたいと思います。

私の所属するディスクロージャー研究会では、創設者で初代会長の吉村光威先生が、常に「公開」と「開示」の重要性を強調されておりました。開示は基本的には企業情報の開示ということになるのでしょうけれども、同時に、政府等が保有している情報の公開も促進しないとこの国はよくなるまいという意見でした。学会としてはこの初代会長の主張を引き継いでおります。ただ、メンバーは企業ディスクロージャーの専門家が多いものですから、なかなか政府等による公開の方へ話が行きません。けれども、きょうも株価が下がっているとのことですが、最近の動向を見ていると、政府の活動、地方自治体の活動が十分に伝わるような状況でなければならないとの期待が高まって



柴 健次 氏

いるように思います。そういうことも考え併せると、最も広い意味でのディスクロージャー学、あるいは開示学は、公的な部門も企業部門も両方含まないとだめだろうと考えています。

ではディスクロージャーをどのようにとらえるかという話ですが、一般に「他者に情報を伝えること」と定義しますと、この定義によってディスクロージャーとして皆さんが思い描いている内容を議論できるかどうか不安になります。つまり、この定義のように誰かが誰かに対して情報を提供するという状況設定は、情報学とでも呼べるような領域の話ではないか。学問としてのディスクロージャーをこれから追求していくとすれば、研究の範囲を少し限定しないとだめだろう。そこで私は、「他者に情報を伝えること」という定義ではなくて、「社会に情報を伝えること」、このように定義したいと思います。つまり、社会的なディスクロージャーというものがある、その一種として企業ディスクロージャーが位置付けられるのではないかと考えます。個人的な情報の伝達から社会的な情報の伝達へフォーカスを移していきますと、ディスクロージャーの社会的意義を見いだすことができるのではないかとことです。

きょうの議論に必ずしもかかわらないかもしれませんが、開示学とかディスクロージャー学と呼べるようなものはまだ成立しておりませんが、そういったものを構築していくとすれば、情報の出し手と受け手の組み合わせによって幾つかの領域が認識できるのではないかと考えております。政府・自治体が情報の出し手で、国民・市民が受け手である領域については政府開示学。企業等が出し手であって、対消費者・対投資者・対労働者、つまり対消費市場・対資本市場・対労働市場、それぞれの市場に向けての企業からの発信というものをとらえるとすれば、それらを一括して市場開示学。政府か市場かという対立構造ですが、これらを全部一括すると一般的な開示学が成立するのではないかと。

このように整理したときに、開示一般について、市場にフォーカスして、企業から投資者に向けて資本市場における情報の開示を議論するのが企業ディスクロージャー、そういう位置付けになるのではないかと。少し遠回りしましたが、司会者から提示された水準の議論に入る前にそういうふう整理してみました。

現在のディスクロージャーの水準はどうかという話ですね。私もこれまで何度かアンケート調査をしました。アンケートでは、企業の側は、より詳しい情報を求める要求がとどまることがないので苦労していると言う。それに対して証券アナリストなど情報利用者は、現在の開示水準は低いと言う。必ずこういう対立の傾向が出てきます。いつ調査してもそういう傾向が出るのだらうと思います。

それを実際の場面でどう考えるかは皆さんのこれからのお話になると思いますけれども、学問の対象としてどう考えていったらいいのだらうか。ディスクロージャーの質と量をどのように区別す

るかは難しいですが、質×量で何か指標ができるとして、ディスクロージャーの質・量について、何か分からないXの変数として需要と供給を想定できるとすれば、一般的には経済学者が言うであろう需要と供給の均衡解、出し手と受け手の両方の均衡解があるはずだと。

ところが、これを考えていくときにまずXが分からない。通常は価格と数量との関係で需要供給線が引けると思うのですが、価格を置いたとして、それでディスクロージャーの議論はできないだろう。しかしながら、一般的な説明によると需要と供給の均衡解があるはずだ。しかし現状はそこに至っていないだろう。至っていないと思うから、受け手は「供給不足だ」と言い、出し手は「供給過剰だろう」と言い、アンケート結果に見られるようにそこに乖離が見られる。それが少しシフトすれば何らかの解に至るのではないかと、このように考えられます。

そうしますと、仮定上の問題として自発的開示で需要供給曲線を描けるとして、その均衡点より左にある、つまり均衡解に至っていないという状況だとします。それを完全ではないとしても何らかの方法で右へシフトさせる、均衡解へシフトさせるのが、いわゆる制度開示、強制的なディスクロージャーと位置付けられるであろうと思います。出し手は過大なる要求に不満を持っている、それに対して、受け手は過小なる開示に不満を持っているという状況を少しでも改善できるとすれば、制度の意義があると思うわけです。

一方、一般には、「ディスクロージャーの経済的意義は情報の非対称性の解消にある」と説明されるわけです。しかし、すべての情報がだれにでも共有されるような世界を描いてみるとすれば、この世の中はハッピーだらうか。そんなはずがないということになって、その説明では「ありとあ

特集

らゆる情報を出せ」と言っているわけではない。となると、正確に言うなら、情報の受け手の側が満足する水準まで出してほしいということなのだろうと思います。

太田先生から出された「現在の水準でいいのだろうか」という質問については、非常に抽象的ですが、常にその解には至っていないと答えざるを得ない。いつの時代でも、情報の受け手は「もう少し出してほしい」と言い、出し手は「あまりに過大な要求についてはもう少し考えてほしい」と言う、こういう状況なのだろうと思います。

黒井 私は企業で実際に開示をしている者の立場でございますので、日ごろどういうことを考えながら仕事をしているかという観点でお話したいと思います。

今、柴先生がおっしゃった情報の量の観点でちょっと申し上げると、情報の量をたくさん出しても必ずしも満足を得られないケースもかなりあるのではないかと。需要と供給が量的に一致するから、ああ、よくやってくれたということには必ずしもならないのではないかと、そのことを私は体験的には非常に感じております。情報量は非常に出ていても、実際はマーケットとの対話が非常に重要になりますので、そこできちんとした議論ができないとか、アナリストの方々、機関投資家の方々がいろいろ分析されるときに材料を出せないという形になりますと、極めて不満足な結果になる。そのあたりは量の問題だけではない。質ということ、情報の受け手に考えるヒントを与える議論ができるという意味で、IR担当者、ディスクロージャーを担当する者の資質のようなものが非常に重要ではないかと思えます。これが一つです。

それから、常に受け手は「出せ」と言い、出し手は「困ったな」と思う、このお話もおっしゃる通りです。ただ、私は実際にやってみまして、こ



黒井義博 氏

こまで出したから終わりということとは本当にないと思っております。なぜかと言いますと、市場が求めるものが転々と変わるからです。これは恐らく松島さんの方からもそういうご指摘をまた頂けるのではないかと思います。

私は1999年からこういう仕事をしています。そのときは、商社ということと言いますと、インターネットが出てきてメーカーと消費者が直接ダイレクトにつながり、もう仲介業者は要らないじゃないか、middle man will dieと言われまして、絶望的な業種と見られていたわけです。そういう中で、世界的な事象で言うとアジア危機があって、リスク管理も全然だめじゃないかというところに非常に焦点が当たってきた。もう一つ、middle man will dieというところでITがありまして、そこでITバブルの話がつながってくる。マーケットはそこしか聞いてくれないという状況がありました。

そうかと思っていると、何年か経って、今度は資源だという話になってきているわけです。資源を持っているところがいいんだ、ITというのは一体何だったんだらうかと。もっと言いますと、最近のお話になりますが、今度はCSRとか環境とか

いうことになって、マーケットに参加されている方の大多数にはまだなっていませんが、良い会社、誠実な会社でないというふうな話が変わってきています。ですから、常にそういうムービング・ターゲットを追いかけながら情報を出していくことが求められているのだらうと思います。

もっと具体的にディスクロージャーということと言えますと、例えば商社が金融にもっと入っていく、サブプライムローンの問題が起こったと言えば、金融についてどういうエクスポージャーがあるのかという話になりますし、先ほど申し上げたアジア危機となりますと、アジア各国にどれだけのリスクを持っているのかという話になります。その都度対応していかななくてはいけないだらうということが2点目です。

もう一つ、この本題のディスクロージャーのレベルということですが、グローバルな展開を考えている企業は、それなりにグローバルスタンダードに何とか追いついていこうというふうにやっていると思うのです。

商社は当初、非常に分かりにくい企業だ、コングロマリット・ディスカウントとか、一種のジャパン・ディスカウントも受けていた。ビジネスモデルが非常にユニークで、ほかの国にないんですね。そういう意味では、非常に開示が悪いと言われていたのですけれども、何とかそれを解消しようということで、私も自身もかなり努力してグループ情報の開示などをやってきました。われわれはグローバルに資金調達をしなければいけないので、そういうことをかなりやってきたと思います。恐らく今、日本だけではなくて海外にも上場されている企業はそういうことをなさっていますので、マーケットからもその点についてあまり不平不満は受けていません。ということから考える



松島憲之 氏

と、今はそれなりにグローバルのファンドマネジャーの要求を満たす水準にはなってきているのではないかという感じがいたします。

松島 アナリストの仕事は、企業価値を分析して、現在上場している企業の株価がその企業価値に対して高いのか安いのかを判断する仕事です。企業価値を分析するときに自分で仮説をつくって、それを検証していくという繰り返しがずっと年々行われていきます。

ですから、企業価値分析にとって重要な情報をいろいろな角度から得るのが日々の仕事になります。企業からディスクロースされる情報は非常に重要ですが、これだけではだめです。朝起きてから夜寝るまでの1日を振り返ると、アナリストというのは早起きしますから、まず毎朝、私は新聞を6紙ぐらい読みます。そこからスタートして、もちろん朝5時ぐらいのNHKニュースを見ます。それから当然、週刊誌、いろいろな経済誌を読んだりしますし、企業訪問に行ったり、説明会に出たりします。場合によっては商品の説明会とか、工場見学にも行って現場を見てきます。さらに、業界団体に行つてデータをとつてきたり、最近ではインターネットがありますから、非常

に幅広い情報がそこからも得られます。それらを駆使しながら自分の仮説をつくっていくのが仕事です。

企業ディスクロージャーの水準についてだけ言いますと、非常にレベルアップしているという印象です。私は、証券アナリスト協会のディスクロージャー研究会の座長をやらせてもらっています。95年度に第1回のディスクロージャー優良企業選定をやって、現在、第14回目の準備に入っているところですが、第1回をやったころは、まだ多くの企業が決算説明会すら開いていませんでした。決算説明会をやっている企業でも、決算短信を机の上にポンと置いておくだけで、特に説明会用のプレゼンテーション資料を配ることはありませんでした。アナリストは、決算の実績と自分たちが構築する予想、仮説についてのデータが欲しいと要求していきますので、今で言う当たり前になっている設備投資、減価償却費、研究開発費も手を挙げて質問していたというのが十数年前です。今やそんなものはペーパーで出して当たり前の時代になっています。そういう基本的なディスクロージャーの定量情報は、完全に多くの企業が出すようになってきたというのがこの十数年間の大きな変化ではないかと思います。

先ほど柴先生がおっしゃったように、制度開示のところで基本的な内容はある程度網羅されているのですが、今言いました設備投資や研究開発の金額がどれぐらい開示されているかという、やや限定的で、すべての企業で開示されているわけではありません。そういう部分を補完してもらうのがボランタリー・ディスクロージャーで、われわれは、そういうところを幅広く情報提供している企業に対して高い評価をしてきたということがあるわけです。アナリスト協会のディスクロージャー優良企業選定でも、決算短信に載ってい

るようなことを評価するのではなくて、むしろアナリストが教えてもらいたい定量情報なり定性情報なりを公開しているところを評価しましょうという点数のつけ方にしています。

先ほど均衡解の話が出ていましたが、まさしくそのとおりで、黒井さんもおっしゃいましたけれども、私も企業側から発信される情報が結構多くなっているなという印象はあります。これはこの15年間でパソコンが普及して、アナリストがエクセルシートを使って収益予想をすることが当たり前になってきた。それから、いろいろな情報もネットを使いながら楽に落とせていくということで、結構複雑な作業がパソコンを通じて楽にできるようになってきました。私がアナリストになった25年前は、集計用紙にいちいち鉛筆で数字を書き、電卓で前年比をたたきながら計算していました。基本的なやり方、考え方は変わらないのですけれども、圧倒的にスピードが速くなりました。アナリストの処理スピードが速くなればなるほどこなせる情報量が多くなるので、それを求めるきらいが出ているのではないかと思います。

一方で、情報のミスマッチも当然起こってきています。まさしくさっき黒井さんがおっしゃった通りで、その時々によってアナリストの関心事は変わってくるのです。ベースのところの情報提供は基本的には変わらないのだけれども、その時々によってマーケットが何を要求しているか、何を知りたがっているか、市場としっかり対話してその情報を出すのがIR担当者の役割だし、それを決断するのが経営者の判断だし、それをしっかりと伝えるのがアナリストの役割だと思っています。

ただ、情報の出し手としては、やはり言えない情報があると思うのです。私は今、自動車を担当していますが、一番関心を持っているのは、急に円高になっていますから、為替レートです。通常、

ドル・ユーロの前提レートとか予約レートはある程度開示してくれています。しかし、非常に細かくなりますが、アジア通貨とかそのほかの海外通貨は、最近では資源国とか新興国市場が非常に売り上げを増やしていて、換算差で言うと非常に大きな影響を与えるのですけれども、実はそう大きくはディスクローズされていません。結果的には恐らくこの換算差の影響が大きくなるだろうと思っています。

それから、最近よく言われているのが資源高です。例えば自動車にとって非常に重要な鉄鋼価格の値上げはネゴシエーションなので、幾らの価格でどうなるかという情報はマーケットにはまず100%出てこない。これは私たちもよく分かっています。何が要求されるかという、例えば1台の車にどれぐらいの鉄が使われて、それがどれぐらいの影響になっているかというのは、方程式ができるので自動的に分かる。それはある程度ヒアリングをしながら、普通の車で言うと1トン弱ぐらいの鉄を使うので、現在の価格は幾らで、仮に2万円上がったならどれぐらいの影響が出るという計算ができるわけです。だから、どうしてもズバリと答えの数字が出ないときは、このようなやり方で計算したらある程度の仮説はできますよという形でガイドしてくれるようなディスクロージャーも望ましい。全く数字が出せないということではなくて、考え方をサジェストしてくれるのも非常に有意義なやり方だと思います。

われわれの仕事では、数字を聞くだけではなくて、その背景にある要因の分析も必要なので、定性情報の裏付けも非常に重要です。今、日本の自動車業界が非常に強くなっている背景は、生産現場の生産システムが10年前とは完全に入れ替わっていることです。それを見に行き確認するのが工場見学ですし、ディスクロージャーの中には

いろいろなやり方が含まれているのではないかと思います。

ただ、四半期報告制度等が出てくると、3カ月後の収益はどうなりますかとか、どうしても投資家の目線が下がってしまう。今の米国がそういう状況になっていて、アナリストも企業側も逆に、皆さん、もうちょっと目線を上げて、1年間あるいは中長期の評価をしましょうということになっています。四半期報告制度が悪いということではなくて、この報告制度が実施される時に、むしろあえて目線を上げてロングタームの企業評価をする。あるいは、1年間だったら1年間、3年間だったら3年間で正しい収益予想を出せるような中長期の会社の計画をガイダンスする、こういうことが実は大事になってくるのではないかと思います。

十数年前に比べると、ディスクロージャーの水準は相当レベルが上がっていると思います。上の企業に上げていただくと、全体の平均値が上がるだけではなくて、下の企業も少しずつ上がろうとされる。ただ、残念ながら、ディスクロージャー研究会でもよく話題になるのですけれども、下でほったらかしの企業がほとんど改善されないというケースも中にはあるので、ここは企業トップの意思一つかなとは考えています。

河野 私は、上場部長として今8カ月程度経ったところですが、89年から6年ぐらい、上場部のまさにディスクロージャーを担当していた時期があります。89年はちょうどインサイダー取引規制が施行された年に当たり、このときは、インサイダー取引の未然防止との関連でディスクロージャーが話題となった面がありました。

久しぶりに上場部に戻り驚いたことが、幾つかあります。一つは、連結重視の開示となったということで、開示する項目が非常に増えました。子



河野秀喜 氏

会社の状況も含めて開示項目は非常に増えてきています。適時開示の項目を数えると、バスケット条項を含めて100項目近くあります。これを上場会社の皆さんが覚えるのは大変で、覚えるより決定事実や発生事実をその都度確認することが必要ではないかと感じております。開示の内容も充実しており、例えば、決算短信で見ますと、連結重視の中で、定量的情報もそうですけれども、定性的情報についても開示する項目が非常に増えて、決算短信がかなり分厚くなってきました。私が言うのはちょっと変ですが、決算短信とはいえ、かなり充実した内容となりました。

二つめは、先ほどコンピュータ等が便利になったというお話がありましたが、ICT（Information and Communication Technology）化の進展で、かつてと異なり、いろいろなことが紙ベースから電子ベースになっています。タイムリー・ディスクロージャーの一連のプロセスも、TDネットを使って電子的に行うことが可能となりました。投資家の方も、私どものホームページにおける適時開示情報閲覧サービスにより、上場会社が発表された情報（開示資料そのもの）をリアルタイムで入手できます。決算短信もそれぞれ会社名などで

検索しますと5年分は簡単に見られるということで、投資家の会社情報へのアクセスは非常に便利になりました。上場会社各社もホームページを充実されており、決算情報のみならず会社の経営方針や事業内容の詳細な説明、株主総会の情報などを掲載されているホームページもあります。そういった意味で、ソフトの面で非常に充実してきていると思います。

もう一つ驚くのは、決算発表が非常に早くなっていることです。私が以前に所属していた当時は、連結決算の発表時期は6月が中心で、期末からの平均日数でも70日ぐらいかかっていました。今は連結重視ということもあるのでしょうけれども、昨年の平均日数をみますと40日ぐらいで発表しています。ここ15年ぐらいで約30日早くなっています。上場会社が努力された面が大きいと思いますが、ICT化の進展で決算発表が非常に早くなったのではないのでしょうか。

そういった意味で、以前と比較しますと、ディスクロージャー全般の水準は質・量ともに非常に高まっているのだらうと思っています。

ただ、黒井さんがおっしゃられたように、マーケットとの対話を通じて、開示すべき内容として、今、会社に何が求められているのかという観点が重要だと思います。ある適時開示の項目に該当して発表したとしても、それについて会社はどのような状況にあるのか、会社として今後どういう対応があるのかといったところなどを丁寧に、誠実に開示していくといった点をもう少しアップしていくと、さらに良くなるのではないかと。今そんな印象で見えております。

太田 皆さんの意見では、ディスクロージャーの水準が高まっているというのは間違いのないようですね。

2. 現在のディスクロージャーの構造について

太田 それでは、2番目のテーマとして、現在のディスクロージャーの構造についてご意見を頂きたいと思います。

「企業の開示情報」は、**図表**のように制度開示と自発の開示に分かれ、制度開示はさらに法的開示と取引所規則による開示に分かれています。このように、わが国の企業ディスクロージャーには、会社法および金融商品取引法に基づく法的開示と、企業自らがIR活動の一環として行う自発の開示のほかに、証券取引所の規定する有価証券上場規程に基づく取引所規則による開示があります。

取引所規則による開示は、その拘束力の弱さにもかかわらず、わが国の企業ディスクロージャーを引っ張っている側面があると思います。例えば東証の要請に基づきまして、経営者予想は74年から公表されております。また四半期財務情報についても、金商法で法制化されて四半期報告制度が始まったのは本年4月からですが、東証の要請による四半期開示はそれより5年も前の2003年から既に行われています。このようなわが国のディスクロージャーの構造についてどのようにお考えか、ご意見をお聞かせください。

柴 先ほど私は、制度開示について、自発的な開

示の水準を理論的な均衡解へ向けて高める仕組みである、あるいは需給ギャップをできるだけ縮めるためにある意味で強制力を持たせる制度であるという説明をしました。これを言い換えれば、情報の受け手側の不満をできるだけ緩める。出し手側についても、出してもいいという満足が得られなければ強制されても不満が残るだろうということで、その満足を高める。そういったことで均衡点に接近することだろうと考えています。

企業ディスクロージャーは、太田先生から示されたように三層構造の形になっています。法律による開示。それから、準強制的と言っているのかどうか分かりませんが、東京証券取引所市場による準強制的な開示。それからIRですが、IRは常識的には自発開示に分類されますけれども、多くの企業、特に大企業が自発的に開示している中で「自発的なものだからしなくてもいい」という行動をとるとその企業に対する評価が下がるわけですから、そういう意味では、他社が普通にやっているIRの項目はある意味で強制的な開示だろうと思います。

会計制度もそうですけれども、ほかのありとあらゆる社会的な制度は、そうした制度が何もないところをつくる段階まで時間を戻せば、その制度を通じてどういう社会をつくるかという議論からスタートするのでしょうか。しかし、現時点ではも

図表 企業の開示情報の分類

企業の開示情報		
制度開示		自発の開示
法的開示	取引所規則による開示	<ul style="list-style-type: none"> 企業が自発的に行うIR活動を通じての開示（アニュアルレポート、ファクトブック、決算説明会、スモールグループミーティング、工場見学会）
<ul style="list-style-type: none"> 「会社法」に基づく開示（計算書類、事業報告） 「金融商品取引法」に基づく開示（有価証券報告書、四半期報告書） 	<ul style="list-style-type: none"> 「有価証券上場規程」に基づく開示（決算短信、業績予想の修正） 	

（出所）太田浩司「わが国の予測情報研究について」（『証券アナリストジャーナル』2007年12月号）所載の図表を一部修正。

う何十年という歴史を経てきていますので、社会的な制度はいわば歴史的な産物であろうと考えられます。そこで、わが国のディスクロージャーの制度が現在の姿になっているその構造そのものは、わが国の社会制度史的な到達点であろう。そういう意味では、その制度が望ましいという形で今、落ちついてきているのだらうと理解しています。

黒井 私どもが社内にも社外にも使っている資料があります。これを社内ではどういうふうに使っているかといいますと、新しく海外や国内の拠点のトップになる人に、その都度30分ぐらい時間をもらってIRの説明をしています。ですから、極めて教科書的なことが書いてありますが、われわれ企業はマーケットと対話しなければいけないということと言いますと、IRは営業活動であり、商品は会社である、ということです。こう言いますと、営業にいる人は、ああ、そうなのかと何となく安心感を持つのです。広報活動でいろいろ出したくないことを出さなきゃいけないと言われると嫌になるのですけれども、いやいや、そうじゃないんだよ、あなたたちがやっていることと同じことなんだという話をすると、ちょっとホッとするわけです。

それから、IRは社長がやらなければいけないとも言っています。逆に言いますと、われわれIR部が突出して何かをやっているのではなくて、われわれは単に営業部員であり、営業部長が社長なのだということです。IR活動は社長の必須科目というのは、証券アナリスト協会の場で今の会長の佐々木が講演したときもお話しさせていただいた内容ですけれども、こういう意識を持ってやっているということが一つあります。

情報開示に関する基本的な考え方としては、要はわれわれが思っているところをどこにそろえて

いるかということで、今の段階では一番厳しい形である東証のルールに合わせています。四半期決算にもなっていますから、年4回出さなければいけない。有報、半報はあっても年に1遍、2遍のタイミングでしか回ってこないが、営業活動を定期的にしていくという観点、マーケットの期待に答えるという観点で言うと、一番厳しいところに合わせるのが企業としては当たり前のことであろうと考えています。先ほどお話がありましたけれども、その都度、市場の期待に応え、市場の理解と現実の乖離をなるべくなくす。ネガティブなインフォメーションは特にそうですけども、いつもその乖離がなくなるようにしておけばレピュテーション・リスクも小さくなるわけで、そういう観点の話を常にしているということです。

インサイダー取引規制など、東証の方で適時開示を要求している事項があります、そういうものは必ず言わなければいけませんよという話をしています。そうすると、重要事実という話とモザイク情報という話が出てきて、重要事実は必ずやらなければいけない、ファイリングです。しかも、例えば利益面では10%ルールとか30%ルールがある。そういう話はわれわれ広報やIR担当が知っているだけでは意味がないので、実際に現場にいる人にする。これがやっていることです。

もっと広く言いますと、私どもは営業グループが七つあるのですが、各グループでIR担当を置いてもらってしまして、われわれが何をやっているかの話を何カ月かに1遍、定期的にするときに、適時開示の規則についても説明する。もっと重要なのは、モザイク情報については、相手が求めれば話しますよということをコンスタントに言っているということです。そういう形でやらないと、正直言って、このレベルはなかなかキープできないという状況にあります。

何が言いたいかといいますと、制度開示と言われている法律のベースと、実態上何が求められているかというところはかなり違いがあって、今の状況では東証で定められておられる規則の方が、実態上求められるものに近いであろう。そこに合わせるのが企業行動としてはどうしても当たり前になるだろうということです。

ただ、そう言いましても、実は非常に困っているところもごさいます。ファイリングの対象として、例のエンロンなどの事件をきっかけに、特に子会社の異動は軽微基準が適用されない形になっているのです。これは私どもにとっては非常に大変です。どうしてもいろいろな子会社、SPCとかそういうものができてしまう。それらは目的を達成すると解散することになるのですが、軽微基準がありませんので、利益に全然インパクトがなくてもファイリングしなければいけない。そうすると、オオカミ少年ではないですけども、受け手となるアナリストの方々がファイリングだ、何か来たかと思ってクリックすると、「子会社を解散しました」というのが次々と来る。

私どもは昨年夏に自社株買いをやりました。この段階でインサイダー情報があると、とてもできませんので、ファイリングしなければいけないものをきちっとやらなければいけないということで、各グループに「こういうものがあれば全部出せ」と言って大変にネジを巻きました。そういうところは微調整をしていただくとありがたいと思う面はごさいます。

ただ、考え方としては、さっき東証の要請で四半期報告が03年から始まっているというお話がごさいましたけれども、私どもはその2年ぐらい前からもう四半期報告を始めています。常に前に前に、厳しいところに厳しいところを持っていくという形で考えていますので、構造自体で何か疑

問があるとか、おかしいというふうには全く考えていないということでごさいます。

太田 さすが三菱商事という感じです。松島さん、お願いします。

松島 アナリストがまず何に基づいて分析するかというと、決算発表当日に出される決算短信に圧倒的に比重が置かれます。決算短信についても、P/L、バランスシート、キャッシュフローステートメントの数字は、信頼性が多分担保されているという点で、まず安心して使えるだろう。要は、私たちの仕事で大事なものはスピードなんです。決算発表と同時に企業評価を変えないといけない。その時に有価証券報告書はまだ出ていない。本決算を考えても1カ月後れになります。ただ、有報は、決算短信では粗い数字の公表にとどまるのがやや細かく出ているとか、フォローアップとして使うケースが多いです。

もう一つ大事なものは、自発的開示で、発表の当日に決算説明会をするケースが結構あるのです。その時に決算説明会資料を同時にくれるのです。短信のいいところは、基本的には実績と会社予想が載っているところです。われわれの主な仕事は業績予想を自らつくることなので、会社予想を参考にするケースもあるのですけれども、そのときにどれぐらいの前提条件を使いながら会社予想が形成されているかというのは、短信を読んでも分かりません。これが分かるのが説明会のQ&A、あるいは説明会で渡される資料です。この組み合わせによって、ディスクロージャーがしっかりしている企業とそうでない企業の判定をしているというのが私たちの仕事なのです。

現在の制度開示の中では、本当に細かいところまで詳しく書いてもらっている有価証券報告書は、実際の投資活動の中では、どちらかというところあまり有効に使われていないのではないかと

いうときに使うかという、「どこかの会社が危ないですよ」という情報が出たときに、「ほんまかいな」と思いながらチェックするということもあります。中身については、例えば販売費および一般管理費が決算短信の中では1行でしか表されていないけれども、有価証券報告書が出てくると、その細かい内訳も出ていますので、数字の補完というところで使ったりします。

同じ意味では、アニュアルレポートも非常に有効に使っているケースがあります。セミアニュアルを出されている会社もありますけれども、アニュアルレポートは年に1回です。最近では英文だけではなくて日本語のアニュアルレポートも出してもらっています。有価証券報告書との大きな違いは、経営者が自らの口で経営方針や戦略を語るとか、読みごたえのある内容が結構あります。東証さんでも最近、アニュアルレポートの表彰が定着していると思います。アニュアルレポートはもちろん数字の情報も載っているのですが、それと企業戦略の組み合わせを理解するためのツールとしては、非常に有効なものではないかと思えます。

制度開示で一番重要なのは、数字の保証があるかどうかということです。そこが「どうも怪しいぞ」と言われたら、私たちの分析も会社の発表内容も根底から変わるので、そこについての内容が大事だと思います。

もう一つ、制度開示であるから、一定のルールを守っていれば、その範囲内だったら数字の出し方は大丈夫なんだという解釈もできます。例えば日産自動車は、07年の中間決算、第3クォーターもそうですけれども、決算短信で開示している数字と自発的に開示している数字がちよっと違いました。連結する子会社の決算期が変更されたことからです。決算期を変更したときに、前年の

数字をそのまま用いているのが現在の決算短信です。それに対して自発的な開示では、「去年も今年と同じベースに切り替えました」という数字を出しています。イヤー・オン・イヤーで見ると、同じ決算期で見た方が絶対的に正しいのです。

決算短信上は増益です。ところが、決算期を修正すると減益になる。翌日の新聞を見ると、朝日新聞をはじめいろいろな新聞が「増益」と書いているのですが、よくよく見ると、われわれのようなプロからすると減益という評価になる。評価が全く分かれてしまうわけです。そういう事情を知らない一般の人が新聞記事だけを見たら、全く逆の評価を得てしまうので、そのあたりは、どちらかという制度開示の方でも修正すべき内容ではないかと思えます。彼らは自発的な開示をやってきています。決算説明会で「実体は減益です」という話はしっかりしていますので、それはよく分かる。そのあたりがこれからの課題として残っている部分ではないかと思えます。

経営者の予想が載っている点は、日本のディスクロージャーの優れた部分ではないかと私は思います。米国では、IR担当者がアナリストに対して予想について過度にシグナルを送ることは禁止されています。「アイコンタクトもだめですよ」と言われているので、何を聞いたらいいのかよく分からない。ベンチマークとして会社側が業績予想を出すと、それをベースにディスカッションができます。日本では東証の要請で多くの会社に業績予想を出してもらっていますが、やはり出すべきではないかと思えます。

それに伴って、30%ルールとかがありますけれども、業績予想の修正も一つの情報になります。そういうところを含めて、有報での開示だけでは明らかに不足なので、現状はどちらかという東証の開示ルールが私たちのニーズに合致している

のではないかと。それに会社側がさらにプラスアルファで自発的なものをつけてくれると非常に助かる、そういうレベルになっていると思います。短信だけポンと置かれて、「それで予想しろ」と言われても、私たちはものすごく困ります。いろいろな積み重ねが大事になっていると思います。

河野 今、三菱商事の黒井さんとアナリストの松島さんのお話を伺って、有価証券報告書の法定開示と私ども取引所が定めている適時開示、さらに各社のIR活動、そのそれぞれに役割がきちんとあって有効に活用されているという印象を受けました。

取引所が定めている適時開示は、市場を開き運営していく上で根幹となるルールと位置付けています。不特定多数の投資家が日々売り買いしている投資判断の材料になるのは日々上場会社が情報発信している企業開示、適時開示の内容だということだからです。

私どもは、公正な価格形成と投資家保護という観点から取引所自らの企業理念を定め、組織体制を整え、さまざまな制度設計を行っています。こうした観点は、会社に入ってから研修から日々の業務を通じて、社員一人一人のDNAとして知らず知らずに植えつけられているのではないかと感じています。その中で、適時開示についても同じ観点からいろいろ規則化したりしております。

適時開示の構造につきましても、私がかつて最初に上場部に籍を置いたころと現在の違いを申し上げますと、かつては日々発表するような事項が決定または発生したら取引所に通告しなさいという規則であり、適時開示については規則でなく要請でした。そういった意味では様変わりしてきており、適時開示は位置付けとしてかなり高まってきたのではないかと感じます。実際、適時開示される立場の黒井さんから、取引所のルールがデ

ィスクロージャーのベースとなっているとの主旨の先ほどのお話を非常にうれしく伺っていただきました。

ただ、課題が幾つか出されたと思います。子会社の解散は、まさに休眠会社のような解散でもインサイダー取引規制との関係では重要事実になっています。これが投資判断に与える重要な情報かという点、多くの場合、重要ではないと思います。また、適時開示全般も、連結ベースとなってきましたので、いわゆる軽微基準の考え方も連結ベースにしないと実体にそぐわない。こうした点も含めまして、適時開示の項目を法律のインサイダー取引規制に先駆けてできるのであれば直していきたい。私どもはそういったメンテナンスをしていかなければいけない立場にあります。ただ、先駆けて対応しますと、自社株買いの場合はどうするんだということもありますので、過渡的には非常に不都合なところも出てくるかと思っています。不都合がある状況を放置しておくわけにはいかないので、その中で何らかの対応が先駆けてできるか、もしくは法律と一緒にできるかというところを今検討しております。

決算短信も、松島さんなどのお話を伺い、非常に重要な情報であるとあらためて認識しましたので、引き続きその内容の充実に努めていきたいと思っています。

3. ディスクロージャーを充実させることのメリットについて

太田 それでは、3番目のテーマ、ディスクロージャーを充実させることのメリットについてご意見をお伺いしたいと思います。

アカデミック・サイドの研究からは、ディスクロージャーに対する姿勢が評価された企業、特に

先ほどありました、日本証券アナリスト協会主催の「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」制度はよくアカデミックの研究対象になっておりまして、この制度で評価された企業ほど資本コストや負債コストが低くなるというメリットが報告されています。

また、三菱商事は、同「ディスクロージャー優良企業選定」制度の商社部門で、制度発足以来12回、実質的に13年連続で1位を獲得している代表的なディスクロージャー優良企業なのですが、実は大学生の「就職先人気企業ランキング」でもほぼ毎年1位です。商社は一般的に人気があるのですが、とりわけ三菱商事は非常な人気企業です。ディスクロージャーの充実と大学生への人気との相関は必ずしも明確ではないのですが、ディスクロージャーに対する企業の積極的な姿勢が企業イメージの向上に結び付いているのではないかと推測いたします。

そこで、企業がディスクロージャーを充実させることによるメリットについてどのようにお考えか、ご意見をお聞かせいただきたいと思います。

柴 また理屈だけの話になってしまいますけれども、このように考えます。

ディスクロージャーによって、情報の出し手である企業には満足がある。一方、情報の受け手にも満足がある。出し手も受け手も何らかの満足が得られる。それらが合成されると社会の満足、より良い社会になっていく、基本的にはそういう話だろうと思います。逆に出し手にとっても受け手にとっても不満が高まるような状況は、一般的に言えば、社会的なコストを高めるであろうと思います。そうした観点から考えていくと、企業ディスクロージャーもそのメリットが見えてくるだろう。

企業について言えば、適正な株価がつくという

ことで満足が得られるであろうと思います。加えて、情報が市場で正しく消化されているかといったことも含めて企業が満足できる状況として、企業にとって資本コストが下がることが挙げられます。しかし、それだけにとどまっては社会の満足につながらない。投資者は、より良いディスクロージャーによって情報の出し手である企業に対する不信を解消し、適正なる収益を獲得することができるだろう。

これらの効果が一般的に企業ディスクロージャーに期待される場所だと思います。しかし、もう少し範囲を広げると、企業は、企業そのものについての情報を出すだけでなく、企業が提供している商品・製品についても情報を提供しています。ここまでディスクロージャーの範囲に広がってくると、消費者はどのような満足が得られるのか議論になる。消費者は、商品・製品によってはだれが提供者か分からないという不信、不安を持っているが、情報が出されることによって安心を得られる。食べていいのだろうかと思い、食べていいのだと安心する、こういうことだろうと思います。

これはディスクロージャー全般についての問題点だろうと思いますが、労働者に対するディスクロージャーは直接的にはあまりないように思います。就職活動に対して情報提供はあるかもしれませんが。しかしながら、労働者に対しても満足が得られるような情報が提供されれば、企業に対する帰属意識、忠誠心が高まるであろうし、労働に対する意欲が高まるであろうと考えられます。先ほど、企業は上場してよりよいディスクロージャーを行うことによって資本コストの削減、縮小につながると言いましたが、それだけではなく、もっと重要なことに有為な人的資本の獲得につながっているという意味では、企業にとってはより良いディスクロージャーは非常に重要であ

る。ただ、労働者としては、資本市場の評価、投資者が「いい会社だ」といったことと、労働者にとって働く場所として最高かどうかについては必ずしも一致しないので、労働者向けのディスクロージャーも拡充していく必要があるだろうと思います。とにかく不信や不安が解消されることによって、社会的なコストが削減されていくのだろうと思います。

もう1点、よくいろいろなところで書かれている内容ですが、そもそも情報開示することがすべての始まりだと思われている国とそうでない国があり、それぞれに文化的背景がある。多分日本は基本的には「そうでない国」なのだろうと思います。開示が社会のすべての基本であると考えられるような国にあつては、それが前提ですから、その都度その都度、具体的な課題を解決していくことでディスクロージャーの問題は片づいていく。わが国の場合は、資本市場での情報開示はかなり充実してきてはいますけれども、それ以外のところでは、とにかく社会的な事件にならない限り情報が出てこない。こういうお国柄の違いをも考慮に入れた上で、そういう意味では、情報を開示することが社会全般にとって満足度を高める、余計なコストを削減できるという効果を確認し、開示の重要性を広く訴えていく必要があると思います。

黒井 ディスクロージャーを充実させることは、企業、特に三菱商事にとりましては極めて具体的なメリットがございます。

具体的に三つほど挙げますと、一つは、先ほどちょっと申し上げたことです。すなわち、商社はディスカウントにさらされていた。コングロマリット・ディスカウント、それから日本企業なので、日本経済と運命を共にするのではないかと、日本経済の成長が鈍化してフラットになるのと同じ

ような動きをするのではないかとという一種のジャパン・ディスカウント、ジャパン・パッシングのようなものだと思います。それと、商社というビジネスモデルが世界にはございませんので、一体何をやっているんだということになる。この三つを解消するのが非常に大きな命題で、そのためにはディスクロージャーをしていかざるを得ないということがあったわけです。

もう一つ、株主構成の変化があり、これまた極めて大きなニーズだったのです。ほとんど90年代終わりまで金融機関や三菱グループとの持ち合いが7割を超えていました。ということは逆に、資金調達面で、債券の発行という意味では私どもはかなり前からいろいろな情報を開示してやっていたのですけれども、エクイティの方のIRは、極めて正直なことを言いますと、必ずしも必要な状況ではありませんでした。

ところが、「失われた10年」の間に金融機関が持ち切れないということで持ち合いが解消しました。その受け皿として、国内の機関投資はそれほど投資余力がなかったため、外国人株主を考えざるを得なかった。これは極めて大きなニーズです。ですから、IR活動を極めて積極的にやりました。昨年9月まで見ますと外国人株主が35%までできています。個人は株価が上がったせいもあってちょっと減りまして、今は大体9%ぐらいになっております。ということで、持ち合い解消に対応するためには、相手が外国人ですから経営の透明性が必要だ、ディスクロージャーを充実する必要がある、こういう回転になったわけです。

三つ目は、デット (debt) のIRとエクイティのIRはある意味でコンフリクトがあるといえますか、健全性を求める方々と成長性を求める方々では求める情報も違いますし、会社の向く方向性も期待が違う。ところが、私どもの業態では、海外

特集

の事業で入札に参加しようと思っても、一定の格付けがないとできません。借入が非常に多く、今でも3兆円以上の実質的な有利子負債がありますので、借入コストが上がると大変なことになる。一方、株の方は、言うまでもなく、もしかしたら買収の攻勢に遭うかもしれない。さらに資本コストも考えていくと、株価はやはり高くしておかなければいけない。企業価値に合わせなければいけない。きちんと評価してもらわなければいけない。そういう意味では、私どもは高株価・高格付政策を狙ったわけです。この三つの大きなニーズがあったことは間違いなく言えます。

一方、先ほどご指摘がありましたけれども、誠実な会社であることによっていろいろな満足が得られて、学生もよく来てくれる。昔は親から言われて、安定した会社であれば行こうかなという学生で、多分私もそのたぐいでしたけれども、今はそうではなくなっていると思うのです。企業理念や、コンプライアンス、ガバナンスに対する注力をかなり前面に出して、そういうことのできる会社、やっている会社で働いているということ、実際に働いている従業員のモチベーションも上がりますし、いい人が寄ってきてくれる。今は明らかにこれを狙っていかなければいけない形になっていると思います。

それが特に深刻になっておりますのは、これだけ成長が続いてきますと、人が足りないのです。私どもの場合は、投資をして、その中で経営に携わる人、経営能力のある人が欲しいという業態に変わっています。今までのように、グローバルにネットワークを張っていて、右から左に物を動かして口銭を頂くというのは全然だめになっています。ということは、投資をしていかななくてはいけない。投資をすると、売りが得意な人ではあまり経営の役には立たないケースの方が残念ながら

多い。そうすると、経営能力が必要だということになってきて、そういう能力を備えた人を持つてくるためにも、メッセージの発信が重要になっているわけです。

その次のテーマ、今後のディスクロージャーのあり方についてというところでもちょっとお話ししようかと思っていたのですが、サステナビリティ・レポートとか個人投資家へのアプローチは、今おっしゃられたようなところとかなり共通点がある。つまり、個人はいい会社、誠実な会社を求めます。学生もそういう会社の方がいい。従業員もそういう会社の方がいい。

その中で、われわれが何をやっているかということで最近『MCマガジン』を出しました。『MCマガジン』の中では最近、特に個人の関心が高い環境やCSR、環境であれば例えば排出権ビジネスとか、そういうものにどういうふうに取り組んでいるかということを中心に細かく、かつ積極的に打ち出しています。また、広告もやっています。今まではそういうものはあまりやっていなかったのですが、そういうことを踏まえたもの、ディスクロージャーの力点、内容を変えたものをどんどん出していっています。逆に言いますと、個人投資家の方々からはこういう読み物が非常に要請されておりますので、そういうところに力を入れてきているということでございます。

松島 アナリストの立場から言うと、ディスクロージャーが良かったらレポートが書きやすいという非常に単純な結論になるのです。ディスクロージャーが悪かったらレポートが出ないということは、仮に過小評価されている株価であっても是正される機会が少ないということにつながってきます。さっき黒井さんもおっしゃいましたけれども、株価を高くするのがIRの目的の一つだし、経営者の経営活動の目的の一つでもあるとしたら、ディ

スクロージャーを良くすることによるメリットは、まずそこら辺に来るのではないかと思います。

それから、リスクへの対応ということで考えると、時々、風説の流布ということで、ありもしないようなことがマーケットに流れます。その時に、もともとディスクロージャーが良くて、アナリストの判断として「あり得ない」とすぐに言える企業と、「ちょっと待ってください。確かめてみます」と言って、それで返事が来ない企業がある。それも随分違いがあるのです。マーケットが開く前に風説の流布が仮にあったとして、「あり得ない」とわれわれが朝会で言うと、セールスマンが機関投資家に「これはうそです。あり得ません」という話を流すので、株価が崩れることはない。こういう日ごろのコミュニケーションから生まれる信頼というところもあります。

私たちの仕事は、業績の悪い企業については、どういうことが起こったら良くなるだろうか、逆に業績の良い企業は、どういうことが起こったら悪くなるだろうかということを探しに行くのが基本的な仕事です。ですから、ディスクロージャーの観点から言うと、常にそういうことをサジェストしてくれるところが非常に良い企業になると思います。

また、メリットとしては、経営陣が決算説明会とかスモールミーティング、あるいは個別訪問のミーティングによってアナリストといろいろディスカッションし、それで別の視点から経営判断に役立つような意見を手に入れるということも中にはあると思います。私たちの仕事は、同じ業界を平たく横並びで比較しています。私でしたら当然、トヨタ、日産、ホンダという自動車メーカーにずっと行きますし、その工場見学とかいろいろなことを含めて、どういうところが優れているかがある程度分かっているつもりです。そうすると、

ある企業とディスカッションして、ここがほかに比べて弱い、あるいはここが強いということがある程度横並びで言えるので、それを企業経営に生かしてもらうというメリットもあるのではないかと思います。経営陣がディスクロージャーを充実させようという意図を持って、アナリストと直接対話しないということはまず100%あり得ないので、そういうメリットもあるかと思います。

それから、例に出た大学生ですが、ちょうど私の娘が大学3回生で、今、就職活動をやっていますのでよく分かるのですが、ディスクロージャーの良い企業はホームページが充実しています。最近の大学生はエントリーシートを出さないとまず入り口に入れない。ほとんどのエントリーシートには「なぜ私たちの会社を希望したか」という要求項目があるのですが、どんな会社かちゃんと理解しないと、なぜその会社を希望したかがよく分からない。その中の一つのツールとしてホームページを端から端まで読む。それが充実している会社は、その内容がよく理解できるし、経営哲学なり現場の声なども反映されるケースがあるので、そういうところも基本的にはディスクロージャーと少し絡んできているのではないかと思います。ホームページが充実していないところは、私たちが見てもよく分からないところもあります。

先ほど最後に出た個人投資家も、私たちと同様の情報をホームページから得られる時代になっているので、情報をどこまでホームページに載せるか。例えば決算説明会の資料なり、場合によっては決算説明会の映像・音声をホームページに載せている企業もあります。アナリストだけに特別の情報を与えているのではなくて、ちょっとタイムラグはあるかもしれませんが、ホームページを見ると同様の情報が得られる時代になってい

ますので、そういうところが充実していくと随分イメージが変わるのではないかと、インターネット社会になっているので、そういうところのツールが大きな武器になっているし、これからますますそういう趨勢が強まるのではないかと思います。

河野 出尽くした感じもありますが、ディスクロージャーが充実すれば、投資家は投資判断に資するより良い材料が提供されるわけですからメリットがあります。株主も会社の状況や経営者の考えが分かって満足します。そうしたことは当たり前のことであります。上場会社にとってディスクロージャーは、黒井さんがおっしゃられたように、会社情報を誠実に開示することによって自社をきちんと評価していただき、理解してもらおうという点に意義があるのだと思います。それによって学生をはじめ消費者などさまざまな関係者の理解を得て、会社にメリットが出てきて、それを通じて企業価値の向上とか成長につながっていく。そういう理解でよいと思います。資本コストの話も同様です。メリットについては皆さんと同じ意見です。そういったメリットがあるので、充実した内容を積極的に開示していただくことがますます大事になってくるわけです。

4. 今後のディスクロージャーのあり方について

太田 それでは最後のテーマで、今後のディスクロージャーのあり方についてお伺いしたいと思います。

企業のディスクロージャーといえますと、どうしてもIRという言葉が頭に浮かんでまいります。日本IR協議会では、IRとは「企業が株主や投資家に対し、投資判断に必要な企業情報を適時、公平に、継続して提供する活動のことである」と定義

し、その目標を「資本市場で適切な評価を受けること」としています。ここで企業のディスクロージャー活動とIR活動とは同義語であるとしてしまいますと、活動の対象が株主や潜在的株主である投資家に限られてしまいます。

一方、最近、IR以外にも、その対象をさらに発展させたSR (Stakeholder Relations) という言葉があります。SRですと、その対象が株主や投資家にとどまらず、従業員、顧客、取引先、地域住民、行政府というように大きく拡大されます。昨今の企業不祥事の社会的影響などを考えますと、今後はSR活動が企業のディスクロージャー活動で大きな役割を果たすようになり、それが、IR活動の目標である資本市場での適切な評価の達成にもつながってくるのではないかと考えられます。

そこで、今後のディスクロージャーのあり方についてどのようにお考えか、ご意見をお聞かせください。

柴 今後のディスクロージャーの議論に入る前に、これまでのところをまとめてみます。第1のテーマで、われわれアカデミックは学問としての開示学を確立したい。情報がどんどん増えていけばそれでいいという話では済まないようですから、社会的な制度としてのディスクロージャーはどうあるべきかを研究対象とする。インベストメント論ではなくて、ディスクロージャーそのものにどういう意義があるかという研究が重要だ。

テーマの第2からは、一般的には、あるいは理念的には、社会制度の中での満足解を得るのだと言いましたけれども、それはストレートには分からないわけですから、社会の中のさまざまな人たちの不満を集めてくる。不満を調査する中から満足できる状況との乖離を推測し、何が求められているのかを探るということだと思います。

テーマの3番目では、特定の利害関係者の利益

を追求するのではなくて、社会全体のメリットを追求することが必要である。一言で言えば、日本がより良い社会になることを目指すことだと思います。結論としては、社会満足の増進のために今後いろいろ考えていかないといけないという話なのだろうと思います。

後は理論的ではありませんけれども、先ほど松島さんは、決算短信で出される数字の信頼性が重要であるとおっしゃいました。そのためにはそれが監査済みの情報であることが重要だろうということにも置き換えられると思うのですが、最近の情報を見ると、「開示の爆発だ」と言えるかと思います。CSRに関連する報告書もたくさん出ていますし、非財務情報をXBRLに載せて開示していこうという動きもあります。さらに、XBRLですと、直ちにそれを加工して、違う情報と組み合わせて、加工・合成情報を提供できる。そうなると、情報が幾何級数的に増えたときに、監査が相対的に役割を失っていくわけですから、信頼性をどこに求めればいいのか、信頼性の差を考慮して大胆に情報を利用するのがいいのかを考えなくてはならなくなる。

ある研究会で、非財務情報がどんどん増えればいいでしょう、監査されていない情報でもいいでしょう、でも本当にそれは問題ではないですかという議論をしたことがあります。その時に、ある方が「いや、大丈夫だ。証券アナリストがチェックの役割を果たしている。プロのアナリストが質問すれば、経営者が信頼できることを言っているのかそうでないかは分かるから、非監査情報が増えたとしても、結局は良い企業は分かる、見抜けるんだ」という話をされていました。そうだとすれば、先ほどホームページを見れば個人投資家も同じ情報にアクセスできると言われましたけれども、プロがどういうことを見ているのかというこ

とをディスクローズしてほしい。アナリストは情報の仲介者であり、情報解釈者としてのプロですから、企業秘密はさておいて、一般的な見方を教えてほしい。情報に惑わされないようにしなさいということ個人投資家に啓蒙してほしい。

それから、先ほど言いました非財務情報の提供とXBRLの関係ですが、公認会計士の人に聞くと、「ばらばらの数字については保証できません」と言われる。全体として監査の意見を述べているので、それを全部ばらばらにされて、それがどこかに行つて、「ここの数字は大丈夫ですね」「これは大丈夫ですね」と一つ一つ聞かれたら、そういう監査はしていませんと言われるのです。しかしながら、XBRLのベンダーによるプレゼンテーションを見ていると、幾らでも違う情報と組み合わせられるという。瞬時のうちに企業からアップされた情報をダウンロードして、他の情報と組み合わせて欲しい人に提供できる。そこで、簡単な提案話ですけれども、例えば監査済みの情報として一番最初に提供された数字についてはその後に追加された情報と区別するために色を変えてほしい。そういう工夫もしてほしいなという気がします。

それから、もう何年も前に、「IRがこれから重要だ」という機運になってきたころに、IRについてアンケートをとったことがあります。そのときは先ほど黒井さんが説明されたような目的をストレートには言うていただけなくて、株主対策だ、どういう株主に自社の株を持ってほしいかというのがIRの最大の目的だ、これが多分本音だという説明が多かったように覚えています。先ほどは高株価を維持するという話をされましたけれども、同じような意見を言われた会社もありました。それは優等生的な回答かもしれませんが、適正なる株価、割安になっている場合はもっとちゃんと評価してほしい、のみならず高過ぎる場合もそこへ

特集

下りていくように、と言われた。それと先ほどの高株価政策は矛盾するのか、同じことを言っているのか、後でお願いします。

全体としては、今まで充実してきたディスクロージャーが今後ますます充実されていくことを期待しますが、情報が増えてきていることに関連して、まだ解決しない問題が幾つか出てきている。それを一つずつ解決していく必要があるのではないかという感じがします。

黒井 高株価・高格付政策ということですが、高株価は、実体がないのに高い株価にしようという意味ではありません。先ほどちょっとご説明しましたように、商社は基本的にディスカウントを受けていると認識してしまっていて、われわれも実は適正株価を計算しております。将来のキャッシュフロー等から考えると、これぐらいの株価はあってもいいだろう。公開はいたしませんけれども、万が一に備えてやっているわけです。それに比べると、まだちょっと低いのではないかという気持ちがあるので、高株価というお話を申し上げました。高格付けというの、歴史的に見ても、業界横比較を見ても、財務の健全性とか収益力で今の格付けは必ずしも高くないのではないかという気持ちを持っていて、社内的に言うときには、そういうことで頑張ろうよという話をしているという意味です。

株価は適正であるべきです。そう考えて、われわれの資料でも、実体と市場の評価のギャップを埋める、必要以上によく見せたり、好調な事業をひた隠しにしたりすることは避ける、と書いてあります。実体がどうしても低く見られているのではないか。例えばPERで見ても、商社の中でも幾つかのところは10倍を切るようなレベルになっています。フィナンシャルという業態ではもって高いですが、GEも、コングロマリットで、しか

も金融からの利益がほとんど半分ぐらいを占めているのだけれども、PERはインダストリアルという評価でついている。結局はどれだけアピールできているかということもあるかとは思いますが、そのところがなかなかわれわれの希望する方には行かない。そういう難しさを感じているということです。

今後のディスクロージャーのあり方という意味では、先ほど先生から監査の信頼性というお話がございました。これは企業経営にとっても極めて重要なことです。これは結局、内部統制の評価のようなお話になると思うのですが、オーディットが社内的にもできていないと、何を信頼して外にメッセージを出せばいいのか。数字はそもそも正しいのか、どこかで変なことになっていないか、これを厳しく見ないとだめな世の中になってきたという認識は非常にございます。それができていないと、トップが責任を追及されて、恐らく会社を辞めても10年ぐらい取締役としての責任で訴訟を受けるようなことになるわけで、これは絶対おろそかにできない。今はそういう認識になっていると思います。

そういう意味で言うと、中のプロセスをきちっと見るというのが今ちょうど試行期間で、いよいよ09年度から出てまいります。これはIRにとっても非常に意味がありまして、そういうことをベースにして「信頼できる会社だ」というメッセージを発信できることが非常に重要だと考えています。レピュテーションを失わないように、このところが非常に重要だと思います。

SRの方の話をしますと、昔、それこそ80年代は、アナリストの方にお話ししておくと、投資家にお話しただいて、それ以上、仕事をしなくてよかった。ところが、どうもそれではいけなくなった。機関投資家に直接行かなければいけなくなった。

それも今までは利益が出ていれば何となくいろいろ説明できたのですが、今は利益だけではもうだめです。内部統制の話もそうですし、先ほど申し上げたような、不祥事のない誠実な企業という話になってくると、関心度とか追求する内容が全部違います。これはほとんど不可能な世界ではないかと思っています。

なぜかという、まずデファクトがありません。これを守っていればいいというのがない。ここの部分について、われわれがまず何をしているかといいますと、イギリスにFTSE 4 Good Indexという、ソーシヤリー・リスポンシブル・インベストメントのスクリーニングになるようなインデックスがございます。それから、米国には、ダウ・ジョーンズのサステナビリティ・インデックスがあります。日本でも幾つかありまして、例えばモーニングスターのインデックスがある。要は、日米欧の代表的なインデックスにきっちり入ることを一つの目標にしました。ほかにデファクトスタンダードがないので、今はやむを得ずそれをやっています。

そこでいろいろなことが問われますので、それに対応できる会社になっているかどうか。なっていないなら、例えば人事部局に行って「早くそれをやってくれよ」と言う。例えばリスクの高い国でいろいろオペレーションをやっているとしたら、そこで関心になっていることにちゃんと手が打っているかどうか。ちゃんと調査ができるかどうか。例を言いますと、若年労働とか強制労働がたまたま見られるような国とか産業でオペレーションをやっている場合、われわれはそういうことに手を染めていないかどうか。パートナーも気が付かないところでそれがいないかどうかを調べる。IRというのは、そういうガバナンスとか、コンプライアンスも法令を守るという意味だけでは

なくて、社会通念とか、ステークホルダーから要求されているものが本当にどうかというところをチェックする機能もあると思うのです。最近機関投資家の方もそういうことに関心を持って取材に来られることもあります。そういう意味では、役割的には非常に広がってきていると思っています。今までの資本市場の要求が広がってきている一つの例かなと考えています。

松島 個人投資家向けの情報提供の強化がこれから大きな課題になってくるのではないかと思います。情報弱者ですので、さっき柴先生がおっしゃったように、プロはどのような点に着目しているのか、どのような質問をしているのか、これを分かりやすいような形で個人投資家向けの情報ツールの中に入れてみると、恐らく彼らのレベルアップにつながってくるし、正しい評価をしてくれると思うのです。

今は主な個人投資家と言われてもなかなかイメージが湧かない。むしろデイ・トレーダーのような存在がパッと浮かんでしまいますが、長く株式を保有していただけるような個人投資家の発掘、育成が非常に大事です。そういったところを考えると、足元の個人投資家向けの情報だけではなくて、小学校ぐらいから投資活動に関する考え方を教えていく。その中で、企業、東証、政府、あるいは学問の世界ができる限り協力していく体制が必要になっていくのではないかと思います。

それから、一番情報が欲しいのはリスクが発生した時です。例えば日本では地震がよくあります。われわれは、全部ではないですけども、日本全国のどういうところにどんな会社の工場があるかをある程度網羅していて、前回の新潟の地震では、有名になりましたけれども、リケンとか数社が長岡のあたりにあることがよく分かっていたので、大丈夫かなと思っていますと、案の定、非常に深刻

な状況になっていたわけです。

われわれは、地震が起ると、企業側に必ず「地震が起りましたけれども、その影響は？」とすぐ連絡します。そのときに情報の返信の速度と内容に大きな差があります。一番優秀なところは、「現在、情報が分からないけれども、入り次第すぐに連絡します」と言って、分かったときは同時に東証へもファイリングする。そういう企業は当然、従業員や取引先にもわれわれよりも速い速度で連絡、調査していると思います。リスクが発生したときに、そういう安心を与えることができるような情報が出てくる。これはいろいろな角度から出てきた方がいい情報なので、ディスクロージャーとして、それがいろいろな角度から出せるようなツールとかノウハウ、方法を持っていることが非常に大事だと思います。今はインターネット社会になっているので、ネットで流すとか、メールで流すとかいうことができますから、そういうところの情報ツールの充実は非常に大事なかなと思います。

また、柴先生のお話の中で出た非財務情報の提供という点では、以前一緒にやらせてもらった知的資産の戦略評価までつながっていく。財務情報は数字である程度分かるのですけれども、「非財務情報を監査しろ」と言われても多分無理だと思います。トヨタの収益がいいのは、トヨタの工場の生産性が高いからです。ただ、なぜ高いかというと、なかなか理解できない部分があります。これはやはり暗黙知のところにノウハウがあって、それがなかなか計数化できていない。これがある程度の形で計数化できるようになったら恐らく画期的な出来事になると思うので、学問の世界としてはぜひそれにトライしていただきたいと思います。

そういう暗黙知であるところのノウハウをディ

スクロージャーの情報の一つとして投資家に見せていく。数字としては言えないけれども、「これが理由ですよ」と目で見せるやり方は非常に有効だと思います。ですから、今、一部の企業は、われわれ機関投資家のアナリストだけではなくて、個人投資家の工場見学会も設定したりしております。われわれがやることでたまったノウハウを個人投資家向けのツールとして活用していくことによって、ステークホルダーとの安定した関係がより強まるのではないかと。工場見学だったら、投資家だけではなくて、当然、従業員の家族、顧客、地域住民、こういう人たちをそれに呼べばいいので、そういうもう少し拡大したディスクロージャーのあり方を考える中で、今のディスクロージャーの中から生まれてくる新しい動きをこれから期待したいと思います。

河野 なかなか幅広いテーマで、SRまで考えると守備範囲として広がってきますが、その場合においても、それぞれの関係先との双方向のコミュニケーションをしっかりとっていただくのが基本かと思います。

今後については、これだけ開示項目が充実していますので、内容を充実していく、情報発信をきちんとすることがすべての基本かと思います。これまでは会計や監査、社内の体制がきちんとしていなければ適時開示はうまくいかないというお話があったかと思います。非財務情報、定性的な情報も含めて信頼に足る情報かどうかというのは、まさに黒井さんがおっしゃられたように、それを支えているガバナンスの機能がしっかりしていないと、出てこないのではないのでしょうか。私どもは最近、「コーポレートガバナンスの充実が今後のディスクロージャーの充実にとっては不可欠です」という話を機会あるごとに申し上げております。これは財務数値の大小にかかわらず、上場会

社、公開会社にとっては一定の水準であることが責務であります。コーポレートガバナンスの充実を通じて、今後のディスクロージャーのあり方を関係者と共に考えていき、より良い仕組みにしていきたいと考えています。

コーポレートガバナンスに関連して少しだけ触れさせてください。先ほど外国人株主の比率が非常に上がっているという黒井さんのお話がありました。フローベース、売買高ベースではもう7割ぐらいが外国人投資家です。持株ベースでも平均しても恐らく2割を超えています。その中で、最近、外国人株主から、誤解もあるのでしょうけれども、日本のガバナンスについてなかなか厳しいご意見も受けています。ガバナンス機能の充実・発揮を大きな課題としてとらえ、今いろいろなことを考えております。

もう一つ、個人投資家が今後のポイントだと松井さんがおっしゃられました。まさに個人投資家や少数株主の権利や利益の保護・尊重を私どもは非常に重要なテーマの一つとして今掲げております。株主、個人投資家に分かるような詳しい説明がないと、個人投資家が市場から離れるといったことにつながります。そのことは、ひいては会社にとってマイナスになります。株主・投資家の保護・尊重の観点から、さらにどのような対応ができるかについても考えております。

5. ショートターミズムについて

太田 用意したテーマを離れて幾つかお伺いしたいと思います。

近年、企業が非常に短期的な四半期利益や目先の目標ばかりを追求し過ぎているという、企業のショートターミズムへの批判が諸外国で起こっております。それに関して、ウォーレン・バフェツ

トが「アーニングス・ガイダンスを廃止すべきだ」と主張しまして、実際米国でも廃止する企業が出てきています。アーニングス・ガイダンスを廃止すべきということに関しまして、黒井さんはいかがお考えですか。

黒井 松井さんがやっておられる自動車業界とか小売業界とか、単一の業界であると、結構メルクマールといいますか、ベンチマークになるものがあるのです。例えば販売台数は毎月出てきます。どこの国でどのくらい売れているかが分かると、ほかのところがよほどひっくり返ったりしない限り、それなりにガイダンスになっているわけです。

ところが、われわれの場合、それは全く分からない。今はたまたま資源関係が利益の55～60%ぐらいで、残りが非資源ですから、原油が上がると、センシティブティは幾らありますよということをお話していますし、原料炭だったら幾らだとか、銅は幾らですよとか、ある程度読める面も出てきているのですが、それがないと恐らく投資家は分からない。そうすると、ことしも大体このぐらいいけそうだというアーニングス・ガイダンスは、われわれのような業態の場合はどうしても出さざるを得ないと思います。

例えば金融機関、証券会社ではもうやめられたところがあります。これはボラティリティがあつて、もう分からないからというお話ですが、戦略があつて、その見込みがあるのだったら、しかも「分かりにくい」と言われているのであれば、これはある程度安定して出さざるを得ないだろうというのが私個人としての考え方です。米国では、なくしてしまうことによって、どちらかというとアナリストによる業績の当てっこになって、むしろ株価のボラティリティが高まるというデメリットが出ているのではないかという気持ちがいたします。

太田 本誌でもその翻訳が掲載されております *Value Destruction and Financial Reporting Decisions* という論文を見ますと、自分が公表した利益目標等に縛られてしまって、たとえプラスの投資プロジェクトがあっても、それをわざと遅らせたりしてまで利益を達成するという Value Destruction、すなわち成長への阻害が発生しているということが、CFOのアンケートから出てきているのですけれども、そういうことは実際に存在するのですか。

黒井 ターゲットを出したら何としても達成しようという気持ちが起きるのは、人間の気持ちとして当たり前だと思います。それが度を超すと、エンロンのような話になるということだと思います。ですから、それはバランスで、経営陣が必要以上にプレッシャーを与えない。実体はこうだということが必ず表に出てくる社内文化・風土、社内の仕組みといますか、そういうものをつくるということではないでしょうか。

太田 ごまかしているということでもないのですけれども、利益目標を達成するために、例えば R&Dを今期はちょっと抑制してしまうとか、そういう多少ディスクレショナリー (discretionary) な部分がありますよね。

黒井 それはある程度あると思います。ディスクレショナリーで認められる範囲とか、そういうものはどうしても出てしまうのではないのでしょうか。それが投資家を惑わすとか、企業の成長を阻害するとか、実体をゆがめるとか、そういうことにならないようにするという事なのではないでしょうか。

太田 さらにショートターミズムに関連しまして、日本の経営者予想開示制度が、かえって日本のアナリストの能力の発展を妨げているのではないかという批判があったりするのですけれども、その辺松島さんはいかがが考えですか。

松島 決してそうではないと思います。収益予想があるから予想が惑わされるというのではなく、適切なガイダンスであれば、それを参考指標にしながら、むしろ分析のやり方を工夫できるといことがあります。

もしなくなったら何か起こるかという、アナリストの絶対数がそう多くはないので、恐らく上場している企業のかなりの部分が完全にノーフォローになっていくと思うのです。そうすると、それなりにガイダンスが出ている方がより安定した株価形成ができると思います。万が一それが外れることがあっても、今の東証の3割ルールで、決算発表の直前というのもあるのですけれども、少し前ぐらいには修正が加わるということで、バランスはとれるような動きになると思います。

二つの側面があって、一つは予想数字うんぬんをどれぐらいのタームで見えるか。私は先ほども言いましたけれども、中期経営計画を含めて、少し目線を上にした企業評価をやるべきだと考えています。米国の場合は、次のクォーターの決算で収益がどうなるかが株価に非常に大きな影響を与えていました。その意味で、次の3カ月はどうなるかというクォーターのガイダンスの廃止は、私はアグリーです。

私は次の3カ月はあまり興味がありません。今の時期に興味があるのは、08年3月期ではなくて、09年3月期にどうなるか。その方が非常に重要性があると考えています。そのときに大事なものは、会社側の収益予想については、決算短信上も08年3月期しか表示されていないことです。ボランティア・ディスクロージャー、IRの中で中期経営戦略を発表しているところは、もう少し長い目の予想目標を出しているケースがあって、それに対して、もともと的前提条件の為替レートが変わってきたとか、米国の景気がもともと考えて

いた以上に悪くなっているとかで修正が出てくるのは、当たり前だと思います。

それから、公表目標に縛られて経営者がちょっと臆病な状況になるというのは、正直言いまして、投資家の方にも責任があります。未成熟な投資家が結構いて、「何で予想を外したんだ」と怒るケースがある。私には信じられないことです。期初に置いた前提条件が1年間そのままで行くはずがない。為替レート一つ見ても大きく狂うのであって、それは一応のガイダンスとして出ているのだと理解した上で、その予想が上に行くのか、下に行くのか、自分の予想を自分の判断でどのようにして形成していくのか。そういうことができるような社会にしていけないといけないと思います。

私たちはプロなので、ある程度詳しいデータも入るし、業界統計等も月次で整理しているので、よく分かるのですけれども、情報弱者の個人投資家にはそういう情報が入りません。そういう人たちにも現状はどうなっているかを見せてあげる工夫も必要だと思います。例えば決算短信に業績予想は出ているのですけれども、営業利益が短信の改定でようやく入りました。あれは後ろのセグメント情報とリンクしないとけないので、入らないと意味がない。中間決算も基本的には入れてくれという話を訂正のときにしまして、それで入ってきたわけです。

ただ、前提条件の為替レートが入っていない。本来ならば、どのような前提条件を置いているかを裏のページの定性情報のところに書くべきだけでも、それを書いているケースはほとんどありません。そういうところで工夫が必要になってきて、それがあると、彼らは1ドル=115円で見えていたけれども、今は1ドル=105円ぐらいになっているから、予想が低くなっていってもしようがないなという理解が生まれてくると思います。

もう少し成熟した投資社会になってくると、そういうところが出てくるだろうし、会社予想を出しているという点で言うと、日本の方が恐らく米国等よりも優れているはずなので、そういうところをうまく使ったディスクロージャーの進歩を目指していくべきではないかと思います。一部、「収益予想は要らない」というアナリストがいます。確かに私もトヨタ、本田、日産という大手自動車メーカーだけだったら、よく見ているから要らないのですけれども、いざ自分が違う業種をパッと見たときに予想がなかったら困るなと思いますので、投資家の観点から言うと、あった方が恐らくベターだと思います。

河野 四半期の扱いは、まさに通期を見通す上で数字との理解でよいのだと思います。業績予想の開示の意義は昔から言われている議論なのかもしれませんが、これまでの間、単に数値の開示にとどまらず、前提条件を示したり開示内容を改善してきました。会社としての戦略をうまく表現する形で、業績予想をより良い内容の情報にしていくことが非常に大切だと思います。

上場会社の数が多いので、一部の会社には、業績予想の数字の出し方として疑念が持たれる例が多分あるのだと思います。例えば、今期の実績があり、来期の予想はそれよりも非常に回復するようになっていたが、実際1年終わってみたら、実績は前の期と変わりませんでしたという傾向のある会社があります。業績予想を頻繁に行い、批判される会社もあります。ただし、その中には、売上高の1割、利益の3割の変動が見込まれれば、業績予想の修正を行うこととなっていますが、これは悪いことではなくて、会社の方針で、その開示の目安に該当しなくとも業績予想の修正を適宜に開示している会社があります。こういう行動をされている上場会社のパフォーマンスは良いという話

も聞きます。これは、むしろ積極的に行っている例ではないかと考えます。一概に業績予想の修正の回数が多いから良くないということではないのではないかと。

適時開示制度は、日本が世界にむしろPRすべき点ではないかと勝手に思ったりもしています。全世界を調べたわけではないですが、適時開示制度をみますと、日本は一番良い方だと思っております。制度開示とか会計基準とかいろいろな面からの国際比較はできるが、適時開示は胸が張れるのではないかと感じています。その中で、業績予想はかなりの歴史を積んできており、投資家やアナリストをはじめ多くの皆さんに活用されています。上場会社の多くは積極的に開示されています。中にはセグメント別の予想も立てている会社もあります。業績予想の開示については、良い方向に向かっているという認識であります。

太田 柴先生、日本独特の経営者予想開示制度についていかがでしょうか。

柴 先ほど松島さんがちょっと長いスパンで予測したいと言われていました。素人にはなかなか業界固有の指標も分からないという話もありました。それに関連して、経産省、東証、金融庁、監査法人の人たちが集まり、早稲田の花堂先生を主査として、非財務情報のXBRL化が検討されています。財務情報のXBRL化が進めば次は非財務情報のXBRL化だということです。松島さんが、アニュアルレポートは経営者の言葉が載っていて読みごたえがあると話されましたけれども、その研究会で提言しているのは、経営のトップが替われば方針も変わる、先ほど言われた短期の目標の出し方も変わるだろうということで、経営トップに自分の方針を語らせるという内容です。

私はその議論の過程で、徹底的に構造化されたものはいわゆる堅い財務諸表の数値だから監査可

能で、それと反対に脈絡なく話された内容は全く構造化されていないと言いました。その研究会が目指しているのは、私が勝手に「ある程度構造化された」と呼んでいるのですが、「ある程度」ですから、財務諸表の数値のように堅くはなくて、10項目ぐらいに分けてナレーティブに書いていく。研究会では粗筋タクソノミーと言っていましたけれども、経営者に粗筋を書いてもらう。

その粗筋を見ると、このあたりから社長が交代して経営方針が変わったとか、経営の変化が見て取れる。それから、特定の業界にある固有の指標も非財務情報の中に入れてもらう。そういうものが個人投資家に提供されるようになれば、仮に監査済みの財務諸表の数値のように堅くなくても随分参考になる。そうすると、太田先生が言われたような、予測数値が独り歩きして暴走するようなこともなくなるのではないかと。つまり、経営者が経営そのものをどう考えているかを説明してほしい。そういったものも併せて情報を出してほしい。その両方を読めばいいのではないかと思います。

黒井 今ちょうどお話に出たところをわれわれとしてどういうふうに行っているか。これは逆に建設的に批評を頂きたいと思うのですが、例えば私どものアニュアルレポートでは、「株主ならびにステークホルダーの皆様へ」ということで社長メッセージを書いております。業績についての説明だけではなくて、例えば今、投資家が関心を持っている個別プロジェクト、サハリンとか三菱自動車についてのお話も載せております。それから、これを出した時点では、持続的に成長できるのか、ある程度のところまで来たけれども、もうここからだめになるのではないかとというのが市場の関心でしたので、さらなる成長に向けて何をしていくのかということを書いています。

これだけではなく、特集としてどうして持続的成長が可能かということも書いております。資源だけではなくて非資源が伸びている、新しいビジネスの展開を模索している、バリューチェーンということでビジネス全体でいろいろな展開をしている、リスク管理をしっかりとやっている、それから先ほど申し上げたような形で人を育てているという五つの答えを載せております。これはある意味で若干ソフトな、数字にならない情報ですけれども、こういうイメージかなということを書かせていただいています。

それから、分かりにくいという意味で言うと、各グループの説明もしています。各グループのCEOのメッセージを書いて、注力事業の紹介をしています。例えばイノベーションの中に入っているもう少し細かい単位の紹介をしています。

河野さんからお話がありましたコーポレートガバナンスのところでは、三菱商事のコーポレートガバナンスの考え方、取り組みについて書いています。これは正直言いまして試行錯誤です。うちは委員会制もとっておりませんで、普通の監査役による監査体制という伝統的な形でやっています。その中でどんなことができるし、こういうことをやっているということで、考え方をできるだけ書かせていただいています。

企業の社会的責任についても、サステナビリティ・レポートに細かく書いているのですけれども、考え方についてアニュアルレポートでも触れています。

このようなやり方をしているわけですが、むしろこうあるべきだというご意見があったら、ぜひ

お聞かせいただきたいと思います。

太田 予定していたテーマについてお聞きすることができました。傍聴しておられるアナリスト協会から何かございますか。

萩原 (協会専務理事) 先ほど出た個人投資家の問題は協会としても非常に重要だと認識しております、協会の仕事そのものの周辺部分ですが、4年ぐらい前から個人の資本市場への参入促進をやっております。松島さんのお話の中にありましたが、個人向けディスクロージャーの優良企業表彰を3年前から取り入れています。この分野では三菱商事さんが優秀な成績を収めておられます。アナリスト向け会社説明会は年間で900回ぐらいやっており、会社見学も行っています。ディスクロージャーのレベルアップという意味では、もちろん松島さんたちのご貢献があるわけですが、協会としてもディスクロージャー優良企業表彰と会社説明会の開催などで随分貢献してきているのではないかと自負しております。

一昨年から個人向けの会社説明会も始めました。今年度まではとにかくある程度定着させようということで、会社から費用負担を頂かないでやってきていますが、公益法人として08年度からは有料で行っていかうと思っています。アナリストと個人とは分けて、東京と大阪でやろうと考えています。経営資源の問題もあり、なかなか思うようにはいきませんが、われわれの志もきょう皆さんにお話しいただいたところと同じです。

太田 本日は活発なご議論を行っていただきまして、ありがとうございました。