

米国は四半期開示を廃止するか？

SEC が四半期開示廃止に関する意見募集手続きに着手

政策調査部

主任研究員 鈴木裕

トランプ大統領は、上場企業の四半期開示義務を見直す方針を打ち出しました。企業情報開示制度を所管する証券取引委員会（SEC）は、四半期開示に関して投資家や企業の意見を募集する手続きに着手しました。

米国の上場企業が四半期ごとに開示している情報としては、四半期の実績値と、それを踏まえた予想（利益ガイダンス）があります。実績値の開示は法的な義務ですが、予想の開示は各社の判断で行う任意的なものです。これまで利益ガイダンスの開示に批判的な声は多く聞かれましたが、トランプ大統領の考えは、実績値の開示をも廃止するという点が特徴的だといえるでしょう。

トランプ大統領のツイート

トランプ大統領は、四半期開示の廃止検討を SEC（証券取引委員会）に指示したと 8 月 17 日にツイッターで述べました。産業界のリーダーとの対話の中で、「四半期開示を廃止し、年 2 回開示システムへの移行を」という意見を聞き、経営に柔軟性を与えるうえ、費用削減になるアイデアだと称賛しています。企業の情報開示政策を所管する SEC のクレイトン委員長は、その日のうちに「SEC は、開示頻度を含め、企業の情報開示制度に関する調査を継続している」と声明を出しました¹。その後、11 月 12 日には、「経営が過度に短期志向となっていないか、それに対して我々 SEC が何をできるかという大統領の問いは、全くその通りだ」とのスピーチを行いました²。今 SEC は、四半期開示に関して投資家や企業などから広く意見を求める手続きに着手したところ です³。

¹ SEC “Statement on Investing in America for the Long Term” (Aug. 17, 2018)
<https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-081718>

² Baker Tilly Virchow Krause, LLP “Clayton backs plan to reconsider quarterly reporting rules” (November 13, 2018) <https://bakertilly.com/insights/sec-accounting-update-3/>

³ SEC “Open Meeting Agenda Item 1: Request for Comment on Earnings Releases and Quarterly Reports” (Wednesday, December 5, 2018)
<https://www.sec.gov/news/openmeetings/2018/agenda120518.htm>

四半期開示が、企業経営者と投資家の短期志向を強め、企業価値の長期的な成長を阻害しているとの主張があることは、この連載の 12 回目⁴で記した通りです。短期志向を是正する政策を打ち出していたのは、もともとはトランプ大統領の共和党ではなく、民主党の方でした。2016 年の大統領選挙で民主党の候補者であったヒラリー・クリントン氏は Quarterly Capitalism (四半期資本主義) との決別を政策公約に掲げていたこともこの連載の 14 回目⁵で紹介した通りです。今回の中間選挙で下院は民主党が多数を占めました。四半期開示制度に何らかの見直しが必要だということについては、トランプ大統領の主張と大きな隔たりはないでしょう。

実績開示か予想開示か

しかし、四半期開示の何を変えるべきかについては、実務家の間でも意見の一致があるわけではないので、今後複雑な議論を呼び起こすかもしれません。四半期開示には、結果 (四半期の財務諸表、quarterly reporting) の開示と、予想 (利益ガイダンス、quarterly guidance) の開示の 2 種類があり、どちらが短期志向を生む要因となっているかについて、意見の相違があります。従来、批判があったのは利益ガイダンスの方でした⁶。これは、一株当たり利益が今後どのようにになると予想しているかを会社側が開示するものです。この予想通りになるようにつじつまを合わせる行動を経営者がとるために、企業が長期的な成長を軽視し、投資家は予想の未達を嫌って何としても達成するように経営者にプレッシャーをかけるようになるということです。

この利益ガイダンスの開示は、義務付けられているわけではありません。実際、米国の代表的な株価指数の一つである S&P500 指数の構成銘柄の中では、利益ガイダンスを開示しているのは 3 割に満たないということです (2016 年時点)。任意的な開示ですから SEC が制度を廃止するとかしないとかという話とは直接かかわりはありません。しかし、こうした情報は投資家の判断に影響を与えますから、公正な開示が必要であるという点では、規制に服するところもあります。ある投資家には利益ガイダンスを教えるが、他の投資家には教えないという対応は問題となるでしょう。

一方、トランプ大統領が廃止検討を指示しているのは、四半期の経営結果の開示です。1934 年証券取引所法に根拠を置き、SEC が関連する規則を策定しました。こちらの方は、いわば経営者の成績表であって、これを廃止せよと主張する声は、利益ガイダンスを批判する声に比べれば小さなものだったと思われます。しかし、四半期ごとに利益の積み上げを求められる経営者

⁴ 長期投資 VS 短期志向 第 12 回「長期投資を拡大するための四半期開示見直し」(2015 年 8 月 26 日)

https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/investment/20150826_010066.html

⁵ 長期投資 VS 短期志向 第 14 回「機関投資家の短期志向と米国大統領選挙」(2015 年 10 月 6 日)

https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/investment/20151006_010189.html

⁶ 一例として、FCLTGlobal “Moving Beyond Quarterly Guidance: A Relic of the Past”

https://www.fcltglobal.org/docs/default-source/publications/moving-past-quarterly-guidance---a-relic-of-the-past.pdf?sfvrsn=77a9268c_2

にとっては、その頻度を減らすことを求めたくもなるのでしょうか。短期志向を助長しているという主張と上場企業の開示負担軽減という二つの視点から四半期開示の見直しが進められているということです。

四半期の実績である経営結果の開示に関しては、これを維持し、四半期利益ガイダンスは廃止すべきという意見の持ち主にとっては、トランプ大統領の考え方に賛同できないでしょう。四半期の経営結果の情報はすでに広く利用されており、廃止することによる影響は大きいのではないのでしょうか。

四半期開示批判は日本でも

日本においても、四半期開示を見直すべきという意見がないわけではありません。「未来投資戦略 2017」⁷では、「企業や投資家の行動が短期主義化している背景の一つに四半期開示があるのではないかといった指摘が存在する」との問題意識から、「四半期開示について、義務的開示の是非を検証しつつ、更なる重複開示の解消や効率化のための課題や方策等を検討し、来年（筆者注：2018年）春を目途に一定の結論を得る。」とされました。これを受けて金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ⁸では、「現時点において四半期開示制度を見直すことは行わず、今後、四半期決算短信の開示の自由度を高めるなどの取組みを進めるとともに、引き続き、我が国における財務・非財務情報の開示の状況や適時な企業情報の開示の充分性、海外動向などを注視し、必要に応じてそのあり方を検討していくことが考えられる。」との報告書をまとめています。

四半期開示を行う企業は、欧州でも多いのですが、法律で強制されているわけではなく、英仏では企業それぞれが任意的に実施しているものと位置付けられています。ドイツでも法律上の義務ではなく、取引所規則によって四半期開示が定められています。今回、米国で四半期開示義務が見直されることになれば、将来的には日本でも議論が再開されるかもしれません。

⁷ 「未来投資戦略 2017—Society 5.0 の実現に向けた改革—」（平成 29 年 6 月 9 日）

⁸ 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ「ディスクロージャーワーキング・グループ報告 —資本市場における好循環の実現に向けて—」（平成 30 年 6 月 28 日）

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628.html