

現代ディスクロージャー研究

No.1
2000.6

ディスクロージャー研究学会

市場経済化は情報の公開・開示から

ディスクロージャー研究学会の学会誌「現代ディスクロージャー研究」第一号を発行することができるようになって会員の皆様とともに大変喜んでおります。國村道雄先生、柴 健次先生はじめ執筆者の先生方のご努力に感謝します。ディスクロージャーを本気で研究する学会として今後が楽しみです。

冒頭から頭の痛い話題で恐縮ですが、我が国のディスクロージャー体制を語るとき避けて通れない深刻な問題から入らざるを得ないことをお許しください。というのも今年になってバブル経済崩壊に伴う金融機関、証券会社の粉飾決算を裁く裁判の求刑・判決が相次いでいる。いずれも有罪がいわれている。その金額の大きさといい、手口の巧妙さ、被告の地位の高さとともに大きな波紋をなげかけている。バブル経済後10年でようやく裁かれるという裁判の「時間のかかりすぎ」もさることながらディスクロージャー制度がこれほど踏みにじられたことを如実に示した事は先進国では珍しい。

というのも被告は粉飾決算について「決算のやりくりは経営者の裁量の範囲」と法廷で述べているからである。元銀行のトップでかつ元高級官僚は胸をはったのである。ということは官僚として彼はディスクロージャー行政をそういう感覚ですすめてきたわけであり、天下ったあとも銀行の経営者としてディスクロージャー制度を踏みにじってきたのである。自分でそう証言しているのである。

もともと銀行のディスクロージャーは昭和50年代改正され銀行法による「ディスクロージャー誌」と別に上場・公開銀行は証券取引法にもとづく「有価証券報告書」を出しているが、両方とも無視してきた事になる。もってのほかである。さらに報道によると法的に訴えられているのは違法配当により商法違反、粉飾決算により証券取引法違反によるもので決してディスクロージャーを規定する銀行法違反は訴にのぼっていないのである。銀行法によるディスクロージャーでは訴にならないのか？罰則のない規則は何の効力もない。

元大蔵省証券局の幹部はいったことがある。「銀行はディスクロージャーの治外法権である」と。金融危機は多額の公的資金の投入で乗り越えたが、このように本質的にはなんら解決していないのである。基本ができていないのにシステムは安定しない。公的な存在をいうまえに法的な存在を明確に整備すべきであろう。金融の市場化を進める限りディスクロージャーはその第一歩である。志の低いディスクロージャー誌は廃止し一本化するのがよい。銀行が粉飾決算をしている間は貸付先も同じく粉飾決算するという「悪循環」は断ち切れない。銀行が貸付先の信用リスクを計測するのは当たり前になっているときまずカイより始めよということであろう。情報の対称性を確保することが前提であろう。

2000年3月

ディスクロージャー研究会会長

吉 村 光 威

現代ディスクロージャー研究

No.1 2000・6月

ディスクロージャー研究学会

目 次

巻頭言

市場経済化は情報の公開・開示から 吉村 光威

研究論文

環境情報開示の動向 松尾 聿正 (1)

連結情報のディスクロージャー－部分時価評価法と全面時価評価法－
..... 高須 教夫 (13)

中国上場企業のディスクロージャー 趙 家林 (21)

報告論文

年金基金のディスクロージャーと運用評価 早川 好寛 (35)

我が国の投信制度改革と情報開示 高橋 元 (43)

投稿規定 (51)

編集後記

Contemporary Disclosure Research

No.1 2000 • June

Japanese Association for Research in Disclosure

CONTENTS

Foreword	Mitsutake Yoshimura
Research Papers	
Movements in Environmental Information Disclosure	Nobumasa Matsuo (1)
Disclosure of Consolidation	
– the partial fair value method and the all fair value method –	Norio Takasu (13)
Disclosure of Listed Companies in China	Zhao Jia Lin (21)
Reports	
Disclosure and Performance Evaluation of Corporate Pension Fund	
.....	Yoshihiro Hayakawa (35)
Current Aspects of Disclosure in Japanese Investment Trust ...	Hajime Takahashi (43)
Rules	(51)
Memorials	

環境情報開示の動向

Movements in Environmental Information Disclosure

松尾 聿 正 (関西大学教授)
Nobumasa Matsuo

要 約

本稿の目的は、企業の環境保全活動に関する情報開示の現状を把握し、その課題を明示することにある。以下の展開では、まず、最近10年間における環境問題の推移を概観する。次に、環境情報開示の現状を検討して、問題点を明らかにする。最後に、そうした問題を解決する手掛かりとして、国連の環境会計とわが国環境庁の環境保全コストに関するガイドラインを検討する。

Summary

The purpose of this paper is to grasp the present situation in the disclosure of information about the environmental preservation activity of the business, and to specify their problems. First, it includes a summary of a survey of the changes in environmental problems in the recent 10 years. Then, the present situation in the disclosure of environmental information is examined, and the principal problems are made clear. At last, as the key to solve those problems, the environmental accounting in the United Nations and the guidelines about the environmental preservation costs of the Japanese Environmental Agency are examined.

はじめに

地球温暖化は今後最も深刻な影響が懸念される環境問題として、その防止に向けた取り組みが真剣に議論され、実践されつつある。1998年11月にアルゼンチンの首都ブエノスアイレスで開催された「国連気候変動枠組条約第4回締約国会議(COP4)」では、前年のCOP3の京都議定書で導入された地球温暖化防止のためのメカニズム(排出権取引、共同実施、クリーン開発メカニズム)の制度の具体化を巡って議論が展開された。

COP4では地球温暖化防止メカニズムの具体的な取決めは成立しなかったが、今後のタイムフレームを伴う目標及びそのための具体的な取組みを規定する行動計画(いわゆる「ブエノスアイレス行動計画」¹⁾が採択された(環境庁[1998])。

地球環境問題に対する意識の高揚を反映して、企業も環境保全活動に積極的である。本稿の目的は企業の環境保全活動に関する情報開示の現状を把握し、その課題を明示することにある。以下の

展開では、環境情報開示の現状把握に先立ち、まず最近10年間における環境問題の推移を概観する。その後に環境情報開示の現状を検討して、問題点を明らかにする。最後に、環境情報開示の現状が抱える問題を解決する手掛かりとして、国連の環境会計及びわが国環境庁の環境保全コストに関するガイドラインを検討する。

1. 環境問題の展開と推移

環境問題の展開と経緯を概観するために、最近10年間の環境問題に関する主要な動きを素描してみよう。表1がそれを表している。表1から、各列の最近の動きの内容を紹介しておこう。なお、COP4の概要は冒頭で言及したので、ここでは省略する。

表1 最近10年間の環境問題に対する対応の主な推移

西 暦	主要な国際的環境協定	代表的な国際的環境規制	わが国の主要な環境対応
1987	「モントリオール議定書」(オゾン層保護条約議定書)採択(今世紀末までのフロン全廃規制)		
1988	気候変動に関する政府間パネル(IPCC; Intergovernmental Panel on Climate Change)をUNEP(国連環境計画)とWMO(世界気象機構)の下に設置(地球温暖化の予測、対策等に関する世界各国の科学的・技術的研究成果の収集、分析を開始)		「特定物質の規制等によるオゾン層の保護に関する法律」制定(フロン対策積極化)
1990			「地球温暖化防止行動計画」を閣議決定(1人当たりCO ₂ 排出量(わが国温室効果ガス排出量の96%を占めている)を2000年以降概ね1990年レベルで安定化を図ること)
1991			経済団体連合会「地球環境憲章」を策定・公表(経済成長と環境保全の両立を求める)
1992	「気候変動問題枠組条約」採択(温室効果ガス排出量を2000年までに従前の水準に戻すための政策・措置の実施状況を締約国会議に報告することを義務付け)		
1993			「環境基本法」制定(将来の世代まで環境の恩恵を受けられるように、すべての主体が環境保全に務める責務があることを規定し、特に企業活動については、原料の使用から廃棄に至るすべての過程で環境負荷の低減に努めるよう求めている)
1994		BS7750(英国産業界が作成した環境に関する自己管理規格を英国規格協会が制定・公布した環境管理規格)	
1995	「地球温暖化防止条約締約国会議(第1回)」(ベルリン)(CO ₂ 排出削減数値目標とその年次目標に関する各国間調整が課題となる)	EMAS(Eco-Management and Audit Scheme)(EUで展開する事業活動のみならず、EU向け製品を輸出する事業活動にも適用が開始されているEU環境管理・監査スキーム)	
1996		ISO(International Organization for Standardization)14000(日、米、欧など国際標準化機構(ISO)加盟各国が、企業の環境対策を審査する目的で導入している国際環境管理規格)	ISO14000を日本工業規格にJIS Q 14000シリーズとして組み入れ、制定
			経済団体連合会「経団連環境アピール—21世紀の環境保全に向けた経済界の自主行動宣言—」を公表(①地球温暖化対策、②循環型経済社会の構築、③環境管理、④海外事業展開にあたっての環境配慮が柱)
			経済団体連合会「循環型社会の構築に向けた課題—廃棄物対策の促進に向けて—」を公表(①廃棄物の排出削減・リサイクルの推進、②産業廃棄物処理施設整備の促進、③不法投棄・不適正処理防止策、④不法投棄の原状回復が柱)
1997	「地球温暖化防止条約締約国会議(第3回)」(京都)(2000年以降における先進国の温室効果ガスの排出削減目標を定める法的文書が「京都議定書」の形で採択された)		経済団体連合会「経団連環境自主行動計画」を取纏め、各業界に呼びかけ(この呼びかけに呼応して、36業種、137団体が行動計画を策定。行動計画は毎年定期的にレビュー)

（1）京都議定書

「京都会議」開催の契機は、1980年代後半より深刻な問題としてクローズアップされた気候変動問題に国際的に取り組むことが必要であることの認識が増大してきたのを受けて、1992年のリオ・サミットで気候変動問題枠組条約（1994年3月、発効）が採択されたことにある（通商産業省 [1997]）。

同会議の成果は、2000年以降における先進国の温室効果ガスの排出削減目標を定める法的文書が「京都議定書」の形で採択されたことにある。主な採択内容は次の通りである（環境庁 [1997]）。

① 対象ガス

二酸化炭素（CO₂）、メタン（CH₄）、亜酸化窒素（N₂O）、ハイドロフルオロカーボン（HFCs）、パーフルオロカーボン（PFCS）、六フッ化硫黄（SF₆）の6種類。

② 目標期限

2008～2012年の5年間

③ 数量目標

CO₂、CH₄、N₂Oの3ガスについては1990年水準を基準とし、HFCs、PFCS、SF₆の3ガスについては1995年水準を基準として、二酸化炭素換算での総排出量を少なくとも5%削減する。

国別削減目標として、日本6%減、米国7%減、EU8%減とする²⁾。

④ 排出権取引及び共同実施

他国との排出権取引や共同実施を認める。排出権取引の実施方法は、次回締約国会議（1998年11月、アルゼンチン）以降、早急に決定する。

COP 4では、最大の焦点であった地球温暖化防止メカニズムの具体的な制度設計については合意に達しなかった。しかし、メカニズムの中核となる排出権に関する市場取引は、都市スモッグ・

酸性雨対策の視点から、既に1995年1月1日から二酸化硫黄（SO₂）を対象として、米国シカゴにおいて実施されている³⁾。また、世界銀行は地球温暖化の最大原因物質とされる二酸化炭素（CO₂）を対象として、排出権取引市場の整備に向けた基金（カーボンファンド（炭素基金））の創設を提唱し、2000年1月18日に発足した。わが国からは東京電力をはじめ電力6社と三菱商事、三井物産が参加を表明している⁴⁾。

京都議定書の採択は、排出権取引に関する動きのほか、CO₂削減に向けたわが国主要業界の動向にも影響を与えている。すなわち、わが国主要業界と通産省は、地球温暖化の防止に向けて温暖化ガスの業種別削減・抑制目標を決定したことが報道されている。報道によれば、CO₂を2010年までに90年比で自動車は20%、鉄鋼は10%、電気は18%削減し、排出量が増える業界も伸び率を抑えることになっている（日本経済新聞1998年6月2日）。

（2）ISO14000

1993年2月に環境マネジメントに関する技術委員会TC 207を設置して国際規格の作成を進めてきたISOは、1996年9月1日にISO14001と14004を発行し、1ヶ月後の10月1日には14010、14011、及び14012を発行した（日本規格協会 [1997]）。

わが国はISOによる国際規格の作成に当初から積極的に取り組み、通産省工業技術院から委託を受けた日本規格協会を事務局として、1995年10月に環境JIS専門委員会を設置して上記のISO規格の原案作成に参画し、それらを日本工業規格JIS Q14000シリーズに組み入れ、1996年10月20日に制定した。

1996年10月現在で発行・制定されていたISO 14000シリーズ（JIS Q14000シリーズ）規格は

次の通りである（日本規格協会 [1997]）。

- ・ ISO 14001 (JIS Q 14001)
環境マネジメントシステム（EMS）—仕様及び利用の手引き
- ・ ISO 14004 (JIS Q 14004)
環境マネジメントシステム—原則、システム及び支援技法の一般指針
- ・ ISO 14010 (JIS Q 14010)
環境監査の指針—一般原則
- ・ ISO 14011 (JIS Q 14011)
環境監査の指針—監査手順—環境マネジメントシステムの監査
- ・ ISO 14012 (JIS Q 14012)
環境監査の指針—環境監査員のための資格基準

14001はEMSの要求項目を規定した仕様規格であるのに対して、他は指針規格である（日本規格協会 [1997]）。要求事項は環境方針、計画、実施及び運用、点検及び是正処置、経営層による見直しから成る、いわゆるPDCA（Plan-Do-Check-Act）サイクルの考え方が取り入れられている（日本工業標準調査会 [1996]）。

ISO14001認証登録件数は、1999年3月末日現在9,455件に達している（ISO World [1999]）。このうちわが国は1,960件登録していて、世界最多の登録国である⁵⁾。1,960件の業種別登録状況と業種別構成比の経年推移によれば、1960年6月には電気機械業界が全体の60%を占めていたのが、1999年3月末では同業界が占める割合は40%に低下し、輸送用機械業界をはじめとする多くの業界が登場していて、ISO14001の認証取得が特定業界から多様な業界に広がりつつあることを示している。

(3) 経団連環境自主行動計画

経団連環境自主行動計画は、経団連が1996年

に発表した「経団連環境アピール」に沿って、わが国経済界として地球環境問題に対する積極的な取り組みを行うために、経団連が取りまとめた自主行動計画である。

経団連が1998年12月に発表した同計画の第1回フォローアップによれば（経団連 [1998]）、CO₂排出量は産業全体では1990年度の1.29億トンから1997年度には1.33億トンと、1990年度比3.0%の増加となっているが、自主行動計画を実施することによって2010年には1990年レベルに抑制するとの目標を設定している。

2. 環境情報開示の現状

環境保全に対する意識の昂揚とともに、環境情報を開示する企業も近年急増している。近年、わが国では大手企業を中心に環境情報の開示に積極的であることが調査によって判明している。日経産業消費研究所が1998年7月9日から8月12日にかけて全国上場企業大手350社を対象に実施した「環境管理・会計の動向」に関する調査によれば、回答会社227社のうち97年度中に環境報告書を発行した企業26.9%（61社）を含めて、今世紀中に63%の企業が発行済みないし発行予定である（日経産業消費研究所 [1998]）。

こうした環境報告書の中から、優れた事例を3件紹介しておこう。いずれも各環境項目ごとに目標値・実績値を開示し、時系列グラフを駆使してビジュアルな説明に努力している。

東京電力『環境行動レポート—エネルギーと環境問題への取り組み—』1999年版

東京電力は環境報告書を毎年作成・開示していて、CO₂、SO_x、産業廃棄物等に関する物量データのみならず、環境対策投資額の経年推移をグラフで表示している。同社の1999年版環境報告書

環境コスト 1998年度実績

(単位：億円)

環境対策投資額		送配電線移設工事	451	
大気汚染防止施設		変電所工事		
排煙処理施設	154	(地下・屋内変電所工事)	144	
燃料貯留施設	79	変電設備コンパクト化工事	191	
その他	<u>1</u> 234	鉄塔等の環境調和	<u>9</u> 2,044	
水質汚濁防止施設		その他(受信障害対策等)	<u>42</u> 2,103	
排水処理施設	26	環境投資額合計	2,448	
その他	<u>2</u> 28	環境対策設備維持管理費		
騒音・振動防止施設	80	資本費(減価償却費、支払利息)	878	
産業廃棄物処理施設	<u>3</u> 345	修繕費	35	
環境関連対策投資額		その他(大気・水質等の測定、		
自然環境保全	17	灰処理装置等の運転		
環境調和(地域環境保全)		廃棄物運搬・焼却に関		
送配電線地中化工事	1,249	する委託費用など)	<u>56</u> 969	

は内容をさらに充実させて、従来の環境コスト管理から環境庁ガイドラインに基づく環境会計の導入を試みている。そこでは、環境保全・環境管理の効率化、投資家等のより高度なニーズへの対応を目的として、上のような1998年度環境コスト実績を開示している。

ソニー『環境保全活動報告書』1999年版

ソニーは環境保全活動をグローバルに展開し、ISO14001認証取得が1998年3月末現在ソニーグループ全体で70拠点を超えていた。ソニー『環境保全活動報告書』1999年版では、環境会計の目的が環境効率指標の算出にあることを明示して、環境パフォーマンス(負荷)と環境コストに関する情報を環境会計の対象としている。

1999年版によれば、1997年度の国内事業所での環境コストは、公害防止費用37億1,600万円、環境負荷削減費用27億3,400万円、EMS関連コスト9,400万円、社会貢献費用4億9,300万円、その他費用13億4,800万円で、総額が約83億8,500万円であったことを明らかにしたうえで、

環境活動によるコストの節減についてソニーエレクトロニクスアメリカでのリサイクルにおける収支バランスを項目別(プラスチック、溶剤、金属、ガラス、紙、ゴミ、木製パレット、段ボール、回路基板、廃油、その他の危険でない廃棄物、その他の危険な廃棄物、および鉄および塩化合物の廃棄物)に各々リサイクル量と処分量に関する物量データとともに例示して、排出量合計82,261トンのうち、リサイクル量が58,173トン、処分量24,472トンで処分に関わる費用合計\$3,262,947、リサイクルによる収入合計が\$2,227,242であったとしている。

そこには処分効率、リサイクル効率を測定しようとする姿勢を読みとることができる。

IBM『IBM環境プロGRESS・レポート』1998年版

IBMも環境報告書を毎年作成・開示している。『IBM環境プロGRESS・レポート』1998年版では環境数値情報には物量情報だけでなく財務情報も時系列で開示し、「環境会計」と題してIBMグループ全体の環境対策関連費用と環境対策による節

節約効果・費用回避を下記の項目別に把握して、節約効果（234.6億円）が費用（114.1億円）の倍に達していることを明らかにしている。また物量情報と財務情報が両者とも経年開示されているから、両情報の結合によって環境効率性指標を導出することが可能である。IBMの1997年の環境対策関連費用と環境対策による節約効果・費用回避の金額は次の通りである（単位：億円）。

1997年の環境対策関連費用

① 環境対応管理・人件費	41.3
② 環境対応顧問料	2.9
③ 環境配慮研究費	4.3
④ 許認可費	1.1
⑤ 廃棄物処理費	19.1
⑥ 水質・排水処理管理費	22.9
⑦ 大気中への放出管理費	3.7
⑧ 地下水観測管理費	1.1
⑨ 環境システム改善費	1.3
⑩ 廃棄物と原材料のリサイクル費用	4.4
⑪ スーパーファンドおよび 旧IBM事業所の修復費用	8.4
⑫ その他の環境改善費用	3.6
合計	114.1

1997年の環境対策による節約効果と費用の回避

① 事業所の污水防止活動	33.1
② 施設内リサイクル	15.7
③ 梱包材の改善と削減	35.8
④ 省エネルギー効果	32.4
⑤ 事前対応によるスーパーファンド 施設および事業所の修復費節約	12.5
⑥ 保険の節約	10.9
⑦ 流出改善費の回避	30.0
⑧ 法規制準拠費の回避	64.2
合計	234.6

IBM環境会計の目的は環境保全投資、管理運営支出および節約効果の把握と早期環境対策支出による費用発生の回避、すなわち環境リスクの管理にある。したがって、経済効果と環境リスク回避対応を開示しているところにIBM環境会計の特徴がある。

環境情報開示のこうした進展にも係わらず、環境情報開示に関する一定の基準がないために、開示内容は個々の企業の環境特性を反映してはいても、情報の比較可能性を欠いている。詰まるところ環境情報開示に関するフレームワークの欠如に、この問題は起因している。

3. 国連の環境会計⁶⁾

(1) 環境情報開示に関する国連の見解

国連経済社会問題理事会の下部機関である多国籍企業委員会の「国際会計・報告基準専門家政府間作業部会（Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting）」－以下「政府間作業部会」と略称する－は、1989年3月に開催された第7会期において、会計・報告の分野におけるグローバルな発展問題の一つとして、環境情報開示に取り組むことを表明した。

「政府間作業部会」は環境支出と環境負債の規模が増大していることに対する認識が高まっているにも係わらず、年次報告書において環境問題が広く取り上げられず、企業に広範な自由裁量を許したのは、会計基準の欠如にあるとの問題意識のもとに、企業の年次報告書における環境情報開示の実態を調査した。その結果、企業環境活動に関する情報開示の現状を次のように分析した（United Nations [1992], p.99）。すなわち、

「環境保護対策に関する情報は殆ど記述的で、利用者が期間にわたって、企業の環境上のインパ

クトと財政状態および経営成績との関係を決定できる首尾一貫した基準にもとづいた数量情報は殆ど与えられてこなかった。」

こうした現状分析を基に、1991年3月に開催された第9会期において、「政府及び利害関係者による考慮のための結論」—以下「第9会期勧告」という—と題して、環境情報開示に関する国連の見解を表明したのである（United Nations [1992], pp.97-98）。

第9会期勧告は、次の4つの領域の開示に関係している。

- ① 環境方針のディスクロージャー
- ② 組織活動業績に関するディスクロージャー
- ③ 期中支出に関するディスクロージャー
- ④ 将来支出のディスクロージャー

国連はこの勧告の順境状況を調査したが、芳しい調査結果を得ていない（United Nations [1993], pp.100-101, [1995], p.40）。詰まるところ、国連の一連の環境勧告・調査が示唆しているのは、企業の環境情報を比較可能にするに足るフレームワークないしはガイドラインの必要性である。

(2) 環境会計・報告に関する実務指針

国連は第13会期において、経済社会理事会（Economic and Social Council）から組織変えされた貿易開発会議（United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD）の下で、「政府間作業部会」は1997年12月に「企業レベルでの環境財務会計・報告（Environmental Financial Accounting and Reporting at the Corporate Level）」と題する環境会計・報告の実務指針—以下、「実務指針」という—を発表した（United Nations [1997]）。この実務指針は環境情報開示フレームワークの1つの姿を提示している。

同指針は2つの章から構成されている。

第1章 環境財務会計・報告のための最良の実務

指針に関する暫定意見

第2章 環境業績と財務業績の結合：最良の実務手法に関する調査

1章では、企業、規制主体、基準設定主体が、財務諸表及び同注記で環境事象を取扱うのに最良の実務を検討する際の指針を提供することを目的としている。1章を「暫定意見（interim statement）」と題しているのは、将来、国際会計基準委員会（IASC）が環境問題に関する包括的な意見書を発表するまでの間、経過的に指針を提供するためであるとしている。この暫定意見は、環境資源管理の財務的含意に対する経営者のアカウンタビリティに根拠をおいている。

1章では概念定義をもとに、環境コストの認識と測定、環境負債の認識と測定、保険等による第三者からの修復の認識、及び開示が論じられ、環境負債の測定方法については、優先処理として現在価値法（債務を履行するのに必要な将来キャッシュ・アウトフローの見積額の現在価値）が、代替処理としてカレント・コスト法（既存の条件及び法的要件に基づいて、用地復元、閉鎖、除去活動を当期に遂行するのに要する見積コスト）と引当法（最終的に必要なキャッシュ・アウトフローの見積額）が規定されている。

本実務指針の特徴は、伝統的な会計モデルを乗り越える試みを展開して、主要な環境業績指標（Environmental Performance Indicators, EPIs）を識別し、そうした指標と財務業績との関係を検討している第2章にある。

第2章では、先ず伝統的モデルの限界を次のように指摘している。「伝統的な会計モデルは財務業績の意義を強調して、環境問題はGAAPに基づく認識・測定を引き起こすに十分な重要性のある財務的インパクトを齎さない限り無視し、環境問題が報告主体に対して有する意義も、会社経営者が環境戦略を会社戦略全般にどのように統合し

ようと試みているかに関する何らかの妥当な記述も伝えていない。」

伝統的モデルの限界をこのように指摘したのち、環境パフォーマンスを監視し、測定し、報告する一つの有用な体系として、James and Bennett (1994) が識別したEPIsに関する一般的範疇を提示している。

こうした検討をもとに、国連環境会計・報告実務指針は会社の環境パフォーマンスに寄せる関心が環境規制主体のみならず、種々の利害関係者とりわけが金融界（銀行、保険、信託基金マネジャーなど）から強まっていることを示す証拠が多くあるにもかかわらず、これらのステイクホルダーが会社の環境開示を組織的に解釈するのが困難であると考えているのは、(a) 報告の質が任意であること、(b) 環境パフォーマンス指標の算定と開示に関する標準化の一般的欠如が会社間比較を妨げていることにあるとして、年次報告書、別冊環境報告書、及び将来の作業に対して勧告を提示している。本稿では、紙幅の都合上「年次報告書のための環境報告フレームワーク」のみを紹介しておこう。

年次報告書のための環境報告フレームワーク
年次報告要因

勧告される環境開示

会長報告

- ・継続的な環境改善に対する会社の取組み
- ・直前報告以後の重要な改善

セグメント報告

- ・セグメント別環境業績データ
- ・前セグメント報告以後の主要領域での改善

環境報告

- ・報告の範囲
- ・会社の環境方針声明
- ・世界規模での遵守の程度
- ・直面している主要な環境問題

- ・環境管理システムと国際基準（ISO, EMAS等）に関する説明

- ・セグメント別業績物量データ：エネルギー使用、材料使用、排出物（CO₂, NO_x, SO₂, CFSなど）及び廃棄物処理ルート

- ・（エコ効率ベースのEPIsを含む）業界合意済EPIsを含んだ部門個別データ

- ・環境コスト（エネルギー、廃棄、矯正コスト、罰金、科料、環境税、資本投資）に関する財務データ

- ・環境努力による節約・便益に関する財務的見積額

- ・他の環境報告書との関係

- ・独立環境検証声明

営業・財務報告

- ・会社が当面直面している主要な環境問題、

/MD&A

- ・将来法規制によって要求される変更に対する検討進捗度

- ・環境支出の実際額と計画額

- ・未解決の法的事項

取締役報告

- ・環境方針声明（もし他の箇所で提供されないなら）

会計方針の開示

- ・引当て並びに偶発事項に関する見積額

- ・資本化方針

- ・減損方針

- ・責任中断および土地復元方針

- ・減価償却方針

損益計算書

- ・異常な環境賦課（たとえば、矯正、責任中断、損傷賦課）

- ・その他の環境コストとベネフィット

貸借対照表

- ・環境引当額

- ・責任中断引当金
- ・資本化された環境コスト
- ・未収保険

注記

- ・偶発的環境債務とその説明

その他

環境データは要約財務諸表でも提示されうる

4. 環境庁・環境会計ガイドライン

環境庁は毎年実施している「環境に優しい企業行動調査」から、多くの企業が環境保全コスト把握の必要性を認識しながらも、定義・範囲が不明なため集計方法がわからないことが指摘されていたり、上場および非上場企業の5割以上が環境保全コストに関する指針を必要としているのを受けて、平成8年に検討会（座長：河野正男（横浜国立大学教授））を設置し検討してきた結果を、平成11年3月に「環境保全コストの把握及び公表に関するガイドライン—環境会計の確立に向けて（中間とりまとめ）」として公表した⁷。

同ガイドラインは、次の9つの骨子から成る（環境庁 [1999]）。

- ① 環境保全コストの把握・公表の意義と効果
- ② 環境保全コストの定義
- ③ 環境保全の定義
- ④ 集計に当たっての基本的考え方
- ⑤ 環境保全の取組等との関係
- ⑥ 環境保全コストの分類
- ⑦ 環境保全コストの具体的分類
- ⑧ 環境保全コストの把握に当たって
- ⑨ 環境保全コストの公表に当たって

この中で⑥の「環境保全コストの分類」では、環境負荷低減に要した直接費、間接費、回収・リサイクル費、研究開発費、環境改善対策費その他に分類していて、特に直接費の集計に伴う具体的

内容及び関連する環境負荷データの記載に際しては、単に物量数値の絶対値ではなく、たとえばNOxが〇〇ppmより、〇〇ppmに低減等と傾向値を記載することになっている。

東京電力、ソニー、IBMが環境会計情報を公表していることについては既述したが、このほかトヨタ自動車、富士通、リコー、宝酒造、西友が環境会計情報を公表している。環境庁によるガイドラインの公表は、環境情報開示に関するこうした傾向に拍車をかけるものと期待される。

環境庁による「環境保全コストガイドライン」の公表を契機にして、我が国でも環境会計導入機運が急速に進展しているが、導入の意図は各社それぞれ異なるために、ガイドラインに即して把握される環境コストでも算定方法は異なる。ましてや効果については、全く手探りの状態である。

環境庁ガイドラインをはじめ企業が公表している環境会計から明らかなのは、環境会計情報開示の第1の目的が環境コスト・環境負荷低減関係、すなわち環境効率指標の算出にあることである。環境効率の視点から環境会計情報を検討する際に留意しておかねばならないのは、環境保全努力の成果は、環境投資の継続—環境負荷低減—環境コストの低下という連鎖を辿ることである。したがって、環境会計情報は単年度数値では意味がなく、環境パフォーマンスと環境コストとの経年比較によって、はじめて有意義になる。

むろん、財務数値への影響を的確に把握することが、継続的な環境改善の取り組みに重要なのは言うまでもなく、また効果の開示は継続的な環境投資を経営者に担保させるためにも重要であろう。さらに社会的責任投資（エコファンド）の普及により環境会計の成果が投資評価の対象とされ、その結果環境会計の一般化に拍車が掛かることが予想されうる。その場合でも、環境会計の主たる目的は環境効率指標を提示することにある。

5. 環境情報開示規制の必要性

一般に経営者は、開示の強化に消極的である。開示の拡大は、経営者にとって自らの企業運営方法の暴露に繋がり、厳格な規制は経営者が有している自由裁量の余地を狭めることになる (Taylor and Turley [1986] p.73. 染谷監訳 [1991] 86頁)。しかし、もし環境情報開示を規制しなければ、業種の如何にかかわらず、すべての企業において環境への配慮が求められている昨今、情報開示の質、量、タイミング、方法にムラが生ずることから情報に基づく意志決定を誤導し、その結果社会的公正を招くことになる。

情報の価値は、意思決定に及ぼす影響力の有無とその強弱によって決まる。人が情報を必要とするのは、意思決定に際する不確実性を軽減することにある。企業成果は経営者の行動とその行動が基礎を置く環境条件に依存するから、情報利用者は不確実性を軽減して自己の経済状態を改善するために、情報生産者である経営者の行動とその行動を取り巻く環境条件に関する情報をできるだけ十分に得ようとする。一般に情報は生産者に偏しているうえに、その属性として私的財の側面のほかに公共財の側面を有しているから、情報生産者は自己に有利な状態が期待できないかぎり、自発的に情報利用者の要望に応えることはない。ここに両者間にコンフリクトが発生する。こうしたコンフリクトは、短期的には企業利益に結び付き難い企業環境活動について、なお一層発生しやすい。

規制主体による会計政策の決定を必要とするのは、こうしたコンフリクトを解消して、社会的厚生を最大化を図るためである。そのことは、取りも直さず、経営者による十分な会計責任の遂行を保証することに繋がる。この論理は、企業の環境活動に関する情報開示規制にも当てはまる。

会計開示規制をめぐる議論は、従来、資本市場

の存在を前提にして、経営者とそれぞれ異なる情報要求を持つ種々の投資家との関係として展開されてきた。しかし、企業行動のすべてがすべて資本市場に反映されているわけではない。企業行動が環境に及ぼす影響は、必ずしもそうした市場には反映されない。ところが、企業は環境保全などを規制する各種の条例を遵守することが義務づけられているので、そうしたルールのもとに企業としての行動を選択しているはずである (Stamp [1980] pp.40-41, 12.)。地域住民をはじめとした地球上の全人類は、環境に影響を及ぼす企業行動に利害を有し、それゆえ企業が開示する会計情報に一定の情報要求を持っている。従来の開示規制論議から、この論点が落脱している。環境保全の必要性が今日ほどグローバルなレベルで問われた時期はない。企業活動にとって、環境保全は不可欠な前提条件になっている。こうした状況のもとで、企業環境活動の開示とそうした開示を促す規制の設定は緊急の課題と言える。

おわりに

最近の調査でも、環境情報開示が企業の環境経営度に関する評価に占めるウエートが高まっていることが証明されている⁸⁾。今やすべてのステイクホルダーにとって企業活動が環境に及ぼす影響に関する情報は、企業との係わりを判断するのに不可欠となっている。重要なのは、そうした情報の比較可能性である。近年広がりを見せている企業における環境情報の開示は、個々の企業の環境行動に関する特性を示してはいても、環境情報開示に関するベンチマークないしはフレームワークが欠如しているために、ステイクホルダーが情報に基づく意思決定を行うのを難しくしている。

こうした状況の下で、今回国連が発表した実務指針さらにはわが国環境庁によるガイドライン

は、企業における今後の環境情報開示とりわけ年次報告書による環境報告に有用なフレームワークを提供することになる。

《注》

- 1) プエノスイアレス行動計画の中で、最大の交渉の焦点であったメカニズムについて、その原則、手続き、指針等につき、COP 6 に最終決定を行うことを目的とした作業計画が決定された。
- 2) 国別目標の詳細については、環境庁 [1998] 10頁を参照されたい。
- 3) 米国における排出権取引の詳細については、三菱総合研究所 [1995] を参照されたい。
- 4) 東京電力と三菱商事が参加を表明している世界銀行の炭素基金構想については、日本経済新聞の1997年10月3日、1998年6月2日、1998年11月11日に詳しい。
- 5) 日本はISO14001取得件数に関しては1999年3月末日現在世界最多であるが、EU加盟国はISO14001に加えてEMASを取得している。とりわけ、同日現在ドイツはISO14001を1,300件取得しているほかに、EMASを1,965件取得しているから、国際的な環境マネジメントシステム仕様規格認証取得件数ではドイツが世界最多である（ISO World [1999]）。
- 6) 国連環境会計の詳細については、松尾 [1999] を参照されたい。
- 7) 本稿校正中の2000年5月10日に、環境庁はガイドライン案をもとに検討した結果として、『環境会計システムの確立に向けて（2000年報告）』を公表した。この内容については、機会を改めて検討する。
- 8) 日本経済新聞社が1998年11月中旬から下旬にかけて上場、店頭公開、非上場有力企業のうち金融など一部業種を除いた1,307を対象に実施した「企業の環境経営度調査」によれば、二酸化炭素（CO₂）削減への対策、産業廃棄物再資源化目標など13の評価項目の中で環境情報開示は、環境経営度との相関がこれら2項目に次いで3番目に強い項目となっている（日本経済新聞社 [1998]）。

《参考文献》

James P. and Bennett M., *Environment-related performance measurement in business: from emission to profit and sustainability*, Ashridge, United Kingdom: Ashridge Management Centre Working Paper AMRG 946, 1997. (本ペーパーは未入手。したがって、彼等が提示したEPIsの一般の範疇は、United Nation (1997) に基づいている。)

Stamp, Edward, *Corporate Reporting: Its Future Evolution*, Canadian Institute of Chartered Accountants, 1980.

Taylor, Peter and Stuart Turley, *The Regulation of Accounting*, Basil Blackwell, 1986. ビーター・テラー＝スチュアート・

ターリー著、染谷恭次郎監訳『イギリス会計規制論』森山書店、1991年

United Nations, *International Accounting and Reporting Issues-1991 Review*, United Nations Centre on Transnational Corporations, 1992.

United Nations, *International Accounting and Reporting Issues-1992 Review*, United Nations Centre on Transnational Corporations, 1993.

United Nations, Conference on Trade and Development, *International Accounting and Reporting Issues: 1994 Review*, United Nations, 1995.

United Nations, Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting, *Environmental Financial Accounting and Reporting at the Corporate Level*, United Nations Conference on Trade and Development, TD/B/COM.2/ISAR/2, 3 December 1997.

IBM『IBM環境プログレス・レポート』IBM, 1998年

ISO World『ISOインターネット・ホームページ』
(<http://www.ecology.or.jp/isoworld/iso14000/registr4.htm>)
ISOWorld, 1999

環境庁『平成10年版環境白書(総説)』大蔵省印刷局、1998年

環境庁「気候変動枠組条約第3回締約国会議の概要」『環境庁インターネット・ホームページ』
(<http://www.eic.or.jp/kisha/19712/30744.html>)』1997

環境庁「国連気候変動枠組条約第4回締約国会議(COP4)について/概要と評価」『環境庁インターネット・ホームページ』
(<http://202.33.38.67/kisha/199811/53415.html>)』1998

環境庁「環境保全コストの把握及び公表に関するガイドライン～環境会計の確立に向けて～(中間とりまとめ)」『経理情報』通巻No.883(1999年4月20日号)

経済団体連合会「第1回経団連環境自主行動計画フォローアップ結果」『経団連インターネット・ホームページ』
(<http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/pol216/kekka.html>)』1998年12月15日

ソニー『環境保全活動報告書』1999年

通商産業省「産業構造審議会地球環境部会報告書」『通産省インターネット・ホームページ』
(<http://www.miti.go.jp/past/h70421rf.html>)』1997年

東京電力「環境行動レポートーエネルギーと環境問題への取り組みー」1999年7月

日本規格協会「JIS Q 14000シリーズ 環境マネジメント及び環境監査の規格解説」、日本規格協会、1997年

日本工業標準調査会「環境マネジメントシステム—仕様及び利用の手引き (JIS Q 14001)」日本規格協会、1996年

日本経済新聞社『日経産業新聞』1998年12月16日

日経産業消費研究所「特別調査 環境管理・会計の動向～主要350社」1998年

松尾隼正「環境情報開示の現状と課題」『関西大学商学論集』第43巻第6号(1999年2月)

三菱総合研究所地球温暖化問題調査プロジェクト「米国のSO₂排出権市場の動向」三菱総合研究所、1995年

連結情報のディスクロージャー

－部分時価評価法と全面時価評価法－

Disclosure of Consolidation

－ the partial fair value method and the all fair value method －

高須 教 夫(神戸商科大学教授)
Norio Takasu

要 約

本稿においては、改訂連結財務諸表原則における資本連結手続について概説すると共に、ディスクロージャーの観点から、なぜそこにおいて資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法の2つの方法からの選択適用が認められているのか、また、なぜ情報作成者である企業と情報利用者(証券アナリスト)とで資本連結手続について選好の相違が生じているのかということを検討している。

そして、その結果、情報利用者に全面時価評価法を選好させる要因、企業に部分時価評価法を選好させると共に、その選好度があまり高くない要因、ならびに、連結原則の改訂に当たって資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法からの選択適用を認めるという決定をもたらした要因について明らかにしている。

Summary

In this article, first, I summarize the capital consolidation procedures of the revised consolidated financial statements principles in Japan. Next, from the viewpoint of disclosure, I examine why the choice from the "partial fair value method" and the "all fair value method" is accepted and why corporations (who prepare the information) and information users (securities analysts) have a different preference to these capital consolidation procedures.

As a result, I make clear the reasons why corporations have a preference for the "partial fair value method", and why information users have a preference for the "all fair value method", why the degree of preference is not so high, and why the standards-setter came to accept the choice from these two methods.

第1節 はじめに

近年、わが国企業の多角化・国際化の急速な進展、わが国証券市場への海外投資家の参入の増加等、わが国企業を取り巻く環境に著しい変化が生じてきた。そのために、連結情報に対するニーズが一段と高まり、そのことを受けて、企業会計審議会は平成9年6月6日に『連結財務諸表制度の見直しに関する意見書』(以下、「連結意見書」という)を公表し、そこにおいて従来の個別情報を中心としたディスクロージャーから連結情報を中心とするディスクロージャーへの転換を図ると共に、連結財務諸表の作成手続を整備するなど連結情報充実の観点から連結財務諸表原則(以下、「連

結原則」という)の改訂が図られたのである。

そのことから、今回の連結原則の改訂に当たっては連結財務諸表の作成手続に少なからぬ変更が行われている。しかし、その一方で、親会社説と経済的単一体説という連結財務諸表の作成についての2つの考え方のうちいずれの考え方によるべきかを検討した結果、「本改訂連結原則では、従来どおり親会社説の考え方によることとしている」(連結意見書、第二部、一の2.)のである。その意味で、今回の改訂点の中でも注目すべき改定点の1つが、資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法の2つの方法を挙げ、そのうちからの選択適用を認めているという点である。しかも、この資本連結手続の選択適用に当たって

は、企業と情報利用者（証券アナリスト）との間で異なる選好関係が認められるのである（松尾[1998]、松尾[1999]）。

このように、資本連結手続の選択をめぐっては解明すべき多くの疑問点が存在しており、情報の有用性（ディスクロージャー）の観点からそれを検討する必要があるように思われる。しかるに、これまでかかる検討はほとんど行われてこなかったのが現状である。そして、このような状況の中、かかる検討を試みた先駆的研究の1つとして黒川[1998]があるのであるが、しかし、そこにおける検討も上記の疑問点に答えるのには十分なものではなかったといえる。

そこで、本稿においては、改訂連結原則における資本連結手続について概説すると共に、資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法の2つの方法からの選択適用が認められていることおよび企業と情報利用者として資本連結手続について選好の相違が認められることの意味をディスクロージャーの観点から検討することにする。

第2節 改訂連結原則における資本連結手続

(1) 子会社の資産および負債の評価

連結貸借対照表の作成に当たっては、支配獲得日において、子会社の資産および負債を次のいずれかの方法により評価しなければならないとしている（改訂連結原則第四の二の1）。

- ① 子会社の資産および負債のうち、親会社の持分に相当する部分については株式の取得日ごとに当該日における公正な評価額（時価）により評価し、少数株主持分に相当する部分については子会社の個別貸借対照表上の金額による方法（部分時価評価法）。
- ② 子会社の資産および負債のすべてを、支配

獲得日の時価により評価する方法（全面時価評価法）。

ただし、部分時価評価法を採用している場合であっても、連結計算の結果が著しく相違しない場合には、支配獲得日における時価を基準として、子会社の資産および負債のうち親会社の持分に相当する部分を一括して評価することもできるものとされている（同注解8）。また、支配獲得日または株式の取得日が子会社の決算日以外の日である場合には、当該日の前後いずれか近い決算日に支配獲得または株式の取得が行われたものとみなして処理することも認められている（同注解9）。

そして、その結果として生じることになる子会社の資産および負債の時価による評価額と当該資産および負債の個別貸借対照表上の金額との差額（評価差額）は、子会社の資本とするものとして（同第四の二の2）。ただし、評価差額に重要性が乏しい子会社の資産および負債については、個別貸借対照表上の金額によることもできる（同第四の二の3）。

(2) 連結会社相互間の投資と資本の相殺消去

親会社の子会社に対する投資とこれに対応する子会社の資本は、相殺消去しなければならないとする（改訂連結原則第四の三の1）。ただし、部分時価評価法によっている場合には、株式の取得日ごとに算定した子会社の資本のうち取得した株式に対応する部分を投資と相殺消去し、株式の取得日後に生じた子会社の剰余金のうち取得した株式に対応する部分は連結剰余金として処理するものとしている。一方、全面時価評価法によっている場合には、支配獲得日において算定した子会社の資本のうち親会社に帰属する部分を投資と相殺消去し、支配獲得日後に生じた子会社の剰余金のうち親会社に帰属する部分は、連結剰余金として処理するものとしている（同注解10）。なお、こ

の処理は相殺消去の対象となる投資に既に持分法を適用している場合であっても同様であり、持分法の評価額を投資の帳簿価額とみなして相殺消去を行うものとされている（連結意見書、第二部、二の5.の(1)の②）。

しかし、かかる相殺消去を行うに当たり、差額が生じる場合には、当該差額を連結調整勘定とし、原則として、その計上後20年以内に、定額法その他合理的な方法により償却しなければならないとしている。ただし、連結調整勘定の金額に重要性が乏しい場合には、当該勘定が生じた期の損益として処理することもできるとされている（改訂連結原則第四の三の2）。

なお、子会社相互間の投資とこれに対応する資本についても、親会社の子会社に対する投資とこれに対応する子会社の資本との相殺消去に準じて相殺消去しなければならないものとされている（同第四の三の3）。

第3節 改訂連結原則における資本連結手続の検討

－ディスクロージャーの観点から－

『連結財務諸表制度の見直しに関する意見書』においては、親会社説と経済的単一体説という連結財務諸表の作成についての2つの考え方のうちのいずれの考え方によるべきかを検討した結果、改訂連結原則では、従来どおり親会社説の考え方によることとしているのである。しかも、かかる結論を導き出すに当たり、その理由として「連結財務諸表が提供する情報は主として親会社の投資者を対象とするものであると考えられる」（連結意見書、第二部、一の2.）ということが挙げられている。それでは、親会社の投資者に対するディスクロージャーの観点から今回の連結原則の改訂はいかなる意味を有しているのだろうか。

これについては、筆者は既に別稿（高須[1998]）において、所有概念（親会社説）に基づきつつも支配概念（経済的単一体説）への対応を行おうとしているものと見ることを理論的に明らかにした。そして、その限りにおいては資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法からの選択適用を認める合理的理由は存在しないように思われる。しかし、改訂連結原則においては資本連結手続の選択適用を認めており、しかも、アンケート調査結果によれば、その場合に企業は部分時価評価法を選好しており（58.8%）、情報利用者は全面時価評価法を選好している（76.6%）ことが明らかになるのである（松尾[1998]、松尾[1999]）。

そこで、本節においては、親会社の投資者に対するディスクロージャーの観点から資本連結手続としてなぜ部分時価評価法と全面時価評価法からの選択適用が認められているのか、また、なぜ企業と情報利用者でかかる選好の相違が生じているのかということを明らかにするために、部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合とで経営分析指標にいかなる相違が生じることになるかを設例を用いて検討することにする。

〔設例1〕

P社（親会社）は単一取引によりS社（子会社）の発行済株式の100k% ($0.5 < k < 1$) を I_k で取得した。そして、取得日（支配獲得日）におけるP社およびS社の個別貸借対照表を示せば以下のとおりである。なお、当該日におけるS社の識別可能な資産、負債、純資産の公正価値は A_{sf} 、 L_{sf} 、 C_{sf} であった。ただし、 $I > C_{sf} > C_s$ とする。

また、P社がS社の支配を獲得した後の第1会計年度におけるP社およびS社の事業利益ならびに純利益は O_p および O_s ならびに E_p および E_s であった。なお、ここにおいては簡単化のためにP社とS社の間に取引関係は存在しないものとする。

P社個別貸借対照表		S社個別貸借対照表	
S社投資 Ik	負債 Lp	資産 As	負債 Ls
資産 S社投資除く Ap	資本 Cp		資本 Cs

そのためにまず、部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合とで、連結財務諸表上の数値にいかなる相違が生じるかを見てみることにする。部分時価評価法においては子会社の資産および負債のうち、親会社持分に相当する部分のみが時価により評価され、少数株主持分に相当する部分については帳簿価額により評価されているのに対して、全面時価評価法においては子会社の資産および負債のすべてが時価により評価されていることから、その相違は少数株主持分に相当する部分を時価で評価するか帳簿価額で評価するかという点に認められることになる。その結果、部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合では、連結貸借対照表上の総資産額に相違が生じることになる(第1図)¹⁾。一方、連結貸借対照表上の自己資本および連結損益計算書上における純利益(親会社株主に帰属する利益)については部分時価評価法を選択する場合にも全面時価評価法を選択する場合にも相違は生じないのである²⁾。そして、この子会社の資産および負債について、親会社持分に相当する部分も少数株主持分に相当する部分も共に同一の評価基準が採用されるということが、情報利用者に全面時価評価法を嗜好させる要因の1つになったものと思われる。

次に、上記の設例に基づいて実際に経営分析指標にいかなる相違が生じるのかを見てみることにする。ここにおいては、まず経営分析指標のうち収益性に係わる指標として自己資本利益率(純利

第1図 部分時価評価法および全面時価評価法に基づく連結貸借対照表

連結貸借対照表 (部分時価評価法)		連結貸借対照表 (全面時価評価法)	
資産 S社投資除く Ap	負債 Lp	資産 S社投資除く Ap	負債 Lp
資産 As	負債 Ls	資産 As	負債 Ls
(Asf - As)k	(Lsf - Ls)k 少数株主持分 Cs(1-k)	Ast - As	Lsf - Ls 少数株主持分 Cs(1-k)
連結暖簾 (I - Csf)k	資本 Cp	連結暖簾 (I - Csf)k	資本 Cp

益/自己資本)および総資本利益率(事業利益/総資本)を取り上げることとする。そしてその指標の計算式から、出資者の観点から重要な指標である自己資本利益率については部分時価評価法を選択する場合にも全面時価評価法を選択する場合にも相違は生じないが、しかし、経営者の観点から重要な指標である総資本利益率については部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合とでは相違が生じることが明らかになる。

そこで、第1会計年度について部分時価評価法を選択する場合における総資本利益率と全面時価評価法を選択する場合における総資本利益率を計算することにする³⁾。その結果、

①部分時価評価法を選択する場合

$$\text{総資本利益率} = (O_p + O_s - (\Delta(A_{sf} - A_s)k + \Delta(I - C_{sf})k)) / (A_p + A_s + (A_{sf} - A_s)k + (I - C_{sf})k)$$

②全面時価評価法を選択する場合

$$\text{総資本利益率} = (O_p + O_s - (\Delta(A_{sf} - A_s) + \Delta(I - C_{sf})k)) / (A_p + A_{sf} + (I - C_{sf})k)$$

となる。したがって、総資本利益率は、部分時価評価法を選択した場合の方が全面時価評価法を選択した場合よりも大きくなることになる⁴⁾。

〔設例 2〕

設例 1 に以下の条件を追加する。

支配獲得日における P 社および S 社の個別貸借対照表上における流動資産、固定資産および流動負債は A_{pe} 、 A_{pl} 、 L_{pe} 、 A_{se} 、 A_{sl} 、 L_{se} であった。また、支配獲得日における S 社の流動資産、固定資産および流動負債の公正価値は A_{sef} 、 A_{sif} 、 L_{sef} であった。

次に、経営分析指標のうち安全性に係わる指標として流動比率（流動資産／流動負債）、自己資本比率（自己資本／総資本）および固定比率（固定資産／自己資本）を取り上げることにする。そしてその指標の計算式から、企業の短期的な安全性を表わす指標である流動比率については部分時価評価法を選択する場合にも全面時価評価法を選択する場合にもほとんど相違は生じない⁵⁾が、しかし、企業の長期的な安全性を表わす指標である自己資本比率および固定比率については部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合とでは相違が生じることが明らかになる。

そこで、支配獲得日の部分時価評価法を選択する場合における自己資本比率および固定比率と全面時価評価法を選択する場合における自己資本比率および固定比率をそれぞれ計算することにする。その結果、

①部分時価評価法を選択する場合

$$\text{自己資本比率} = C_p / (A_p + A_s + (A_{sf} - A_s)k + (I - C_{sf})k)$$

$$\text{固定比率} = (A_{pl} + A_{sl} + (A_{sif} - A_{sl})k) / C_p$$

②全面時価評価法を選択する場合

$$\text{自己資本比率} = C_p / (A_p + A_{sef} + (I - C_{sef})k)$$

$$\text{固定比率} = (A_{pl} + A_{sif}) / C_p$$

となる。したがって、自己資本比率は部分時価評価法を選択した場合の方が全面時価評価法を選択した場合よりも大きくなることや、また、固定比率は部分時価評価法を選択した場合の方が全面時価評価法を選択した場合よりも小さくなることや

わかる⁶⁾。

以上のことから、資本連結手続として部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合とで、異なる計算結果が得られる経営分析指標である総資本利益率、自己資本比率および固定比率について、部分時価評価法を選択する場合の方が全面時価評価法を選択する場合よりも良好な結果が得られることが明らかになる。しかし、上記の指標のうち安全性に係わる指標である自己資本比率および固定比率については、自己資本に少数株主持分を加算して計算すると部分時価評価法を選択する場合にもたらされる上記の効果が必ずしも生じないことが明らかになるのである⁷⁾。言い換えると、情報作成者である企業が部分時価評価法を愛好すると共に、その選好度があまり高くない要因の1つがかかる効果にあると思われるのである。

このように、企業による部分時価評価法の選好がその経営分析指標を良好にみせるという効果があるとすれば、なぜ改訂連結原則において資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法からの選択適用が認められているのであろうか。そこで、このことを明らかにするために、総資本利益率について部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合とではいかなる解釈の相違が生じるのかということを経理的に検討することにする。上記の計算式より明らかなように、全面時価評価法に基づく総資本利益率においては子会社の取得によってすべての資産を支配しているという事実が重視されているのに対して、部分時価評価法に基づく総資本利益率においては子会社の取得によって少数株主の所有している資産部分を廉価に支配しているという事実が重視されているといえる。すなわち、全面時価評価法を選択する場合には、経営者に委託されている資産の運用成果のみを経営者の業績と見ているのに対

して、部分時価評価法を選択する場合には、少数株主の所有している資産を廉価に支配するという決定も併せて経営者の業績と見ていることになるのである。言い換えると、ここにおいては子会社の支配を獲得するに当たってどの程度の株式所有割合を取得するかという経営者による決定に対する取扱いに重要な相違が存在しているといえる。その意味で、部分時価評価法を選択する場合と全面時価評価法を選択する場合とでは、経営者の業績について異なる観点から情報が提供されるということが明らかになるのである。そしてそのことが、今回の連結原則の改訂に当たって資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法からの選択適用を認めるという決定をもたらす要因の1つになったものと思われる。

第4節 結びに代えて

以上において、改訂連結原則における資本連結手続について概説すると共に、ディスクロージャーの観点からなぜ資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法の2つの方法からの選択適用が認められているのか、また、なぜ企業と情報利用者間で資本連結手続について選好の相違が生じているのかということを検討してきたのである。

その結果、以下のような知見を得ることができた。

- (1) 全面時価評価法を適用する場合には、子会社の資産および負債について、親会社持分に相当する部分も少数株主持分に相当する部分も共に同一の評価基準が採用されることが明らかになった。そしてそのことが、情報利用者にも全面時価評価法を選好させる要因の1つになったものと思われる。
- (2) 部分時価評価法を選択する場合にも全面時価

評価法を選択する場合にも自己資本利益率および流動比率については相違は生じないのであるが、総資本利益率、自己資本比率および固定比率については相違が生じ、しかも、部分時価評価法を選択する場合の方が全面時価評価法を選択する場合よりも良好な結果が得られることが明らかになった。しかし、上記の指標のうち自己資本比率および固定比率については、自己資本に少数株主持分を加算して計算すると部分時価評価法を選択する場合にもたらされる上記の効果が必ずしも生じないということも明らかになった。そしてそのことが、情報作成者である企業に部分時価評価法を選好させると共に、その選好度があまり高くない要因の1つであると思われる。

- (3) 総資本利益率に認められる相違は、理論的には異なる観点に基づいて経営者の業績を評価していることから生じていることが明らかになった。そしてそのことが、今回の連結原則の改訂に当たって資本連結手続として部分時価評価法と全面時価評価法からの選択適用を認めるという決定をもたらす要因の1つになったものと思われる。

〈注〉

- 1) 総資産額は、部分時価評価法を選択する場合には $A_p + A_s + (A_{sf} - A_s)k + (1 - C_{sf})k$ に、全面時価評価法を選択する場合には $A_p + A_{sf} + (1 - C_{sf})k$ になる。
- 2) 連結損益計算書上における純利益（第1会計年度）は、部分時価評価法を選択する場合にも全面時価評価法を選択する場合にも等しく $E_p + E_s k - \Delta(A_{sf} - A_s)k + \Delta(1 - C_{sf})k$ になる。ただし、少数株主持分に帰属する利益については、部分時価評価法を選択する場合には $E_s(1 - k)$ となり、全面時価評価法を選択する場合には $E_s(1 - k) - \Delta(A_{sf} - A_s)(1 - k)$ となり、 $\Delta(A_{sf} - A_s)(1 - k)$ だけ相違が生じることになる（ Δ は当該項目の第1会計年度における償却額を表わすことにする）。なお、上記の関係は設例1における制約条件をゆるめてP社とS社の間に取り関係が存在するとした場合（すなわち、未実現損益が生じる場合）にも妥当する。

- 3) ここにおいては、簡単化のため総資本として支配獲得日の総資産額を採用することにする。なお、総資本として期首と期末の総資産額平均を採用した場合にも同様の結果が得られることになる。
- 4) ここにおいては、 $A_{sf} > A_s$ が想定されている。なお、この関係は第2会計年度以後においても妥当する。
- 5) 支配獲得日における流動比率は、①部分時価評価法を選択する場合には $(A_{pc} + A_{sc} + (A_{scf} - A_{sc})k) / (L_{pc} + L_{sc} + (L_{scf} - L_{sc})k)$ 、②全面時価評価法を選択する場合には $(A_{pc} + A_{scf}) / (L_{pc} + L_{scf})$ となる。しかし、流動資産および流動負債を構成する項目のうち帳簿価額とその時価とに極めて大きな乖離が認められるのは短期所有の有価証券のみである。ただし、当該有価証券にはほぼ該当する売買目的有価証券については個別財務諸表上で時価評価が要求されている（金融商品に係る会計基準、第三、二の1）ことから流動比率の計算上かかる乖離の問題は生じないことになる。
- 6) ここにおいては、 $A_{sf} > A_s$ および $A_{sif} > A_{si}$ が想定されている。なお、この関係は支配獲得日以後の時点においても妥当する。
- 7) 自己資本に少数株主持分を加算して計算すると、支配獲得日の部分時価評価法を選択する場合における自己資本比率および固定比率と全面時価評価法を選択する場合における自己資本比率および固定比率は次のようになる。

①部分時価評価法を選択する場合

$$\text{自己資本比率} = (C_p + C_s(1-k)) / (A_p + A_s + (A_{sf} - A_s)k + (1 - C_{sf})k)$$

$$\text{固定比率} = (A_{pi} + A_{si} + (A_{sif} - A_{si})k) / (C_p + C_s(1-k))$$

②全面時価評価法を選択する場合

$$\text{自己資本比率} = (C_p + C_{sf}(1-k)) / (A_p + A_{sf} + (1 - C_{sf})k)$$

$$\text{固定比率} = (A_{pi} + A_{sif}) / (C_p + C_{sf}(1-k))$$

となる。なお、ここで $L_s = L_{sf}$ および $A_{sc} = A_{scf}$ （《注》5）を参照）と想定すると、自己資本比率は全面時価評価法を選択した場合の方が部分時価評価法を選択した場合よりも大きくなるが、また、固定比率はその数値が100%である場合を境にして部分時価評価法を選択した場合と全面時価評価法を選択した場合の大小関係が異なることがわかる。（証明）

《参考文献》

- 黒川行治 [1998] 『連結会計』新世社。
- 桜井久勝 [1996] 『財務諸表分析』中央経済社。
- 高須教夫 [1998] 『連結財務諸表をめぐるイメージの相剋』山地秀俊・中野常男・高須教夫『会計とイメージ』（研究叢書第49号）神戸大学経済経営研究所、1998年、1-70頁。
- [1999a] 『連結財務諸表原則の改訂と企業の対応』松尾聿正・柴健次編『日本企業の会計実態—会計基準の国際化に向けて—』白桃書房、1999年、35-51頁。
- [1999b] 『連結情報のディスクロージャー』ディスクロージャー研究会編『現代ディスクロージャー論』中央経

済社、1999年、149-160頁。

松尾聿正 [1998] 「会計基準国際化対応動向調査報告」『関西大学商学論集』第43巻第1号、29-126頁。

——— [1999] 『アナリストから見た日本の会計制度改革—会計基準の国際化に向けて—』関西大学出版部。

（証明）

$$\text{①自己資本比率(部分時価評価法)} = (C_p + C_s(1-k)) / (A_p + A_s + (A_{sf} - A_s)k + (1 - C_{sf})k)$$

$$\text{自己資本比率(全面時価評価法)} = (C_p + C_{sf}(1-k)) / (A_p + A_{sf} + (1 - C_{sf})k)$$

$$\begin{aligned} C_p + C_{sf}(1-k) &= C_p + C_s(1-k) + (C_{sf} - C_s)(1-k) \\ &= C_p + C_s(1-k) + (A_{sf} - A_s)(1-k) - (L_{sf} - L_s)(1-k) \\ &= C_p + C_s(1-k) + (A_{sf} - A_s)(1-k) \end{aligned}$$

$$(L_{sf} = L_s)$$

$$A_p + A_{sf} + (1 - C_{sf})k = A_p + A_s + (A_{sf} - A_s)k + (1 - C_{sf})k + (A_{sf} - A_s)(1-k)$$

ここで、 $C_p + C_s(1-k) = a$ 、 $A_p + A_s + (A_{sf} - A_s)k + (1 - C_{sf})k = b$ 、 $(A_{sf} - A_s)(1-k) = c$ と置くと、

$$\text{自己資本比率(部分時価評価法)} - \text{自己資本比率(全面時価評価法)} = (a/b) - (a+c)/(b+c)$$

$$= (c(a-b)) / (b(b+c)) < 0 \quad (a > 0, b > 0, c > 0, b > a)$$

自己資本比率(部分時価評価法) < 自己資本比率(全面時価評価法)

$$\text{②固定比率(部分時価評価法)} = (A_{pi} + A_{si} + (A_{sif} - A_{si})k) / (C_p + C_s(1-k))$$

$$\text{固定比率(全面時価評価法)} = (A_{pi} + A_{sif}) / (C_p + C_{sf}(1-k))$$

$$A_{pi} + A_{sif} = A_{pi} + A_{si} + (A_{sif} - A_{si})k + (A_{sif} - A_{si})(1-k)$$

$$C_p + C_{sf}(1-k) = C_p + C_s(1-k) + (A_{sf} - A_s)(1-k) - (L_{sf} - L_s)(1-k)$$

$$= C_p + C_s(1-k) + (A_{sf} - A_s)(1-k) +$$

$$(A_{scf} - A_{sc})(1-k) - (L_{sf} - L_s)(1-k)$$

$$= C_p + C_s(1-k) + (A_{sif} - A_{si})(1-k)$$

$$(A_{scf} = A_{sc}, L_{sf} = L_s)$$

ここで、 $A_{pi} + A_{si} + (A_{sif} - A_{si})k = a$ 、 $C_p + C_s(1-k) = b$ 、 $(A_{sif} - A_{si})(1-k) = c$ と置くと、

$$\text{固定比率(部分時価評価法)} - \text{固定比率(全面時価評価法)}$$

$$= (a/b) - (a+c)/(b+c)$$

$$= (c(a-b)) / (b(b+c)) \quad (a > 0, b > 0, c > 0)$$

中国上場企業のディスクロージャー

Disclosure of Listed Companies in China

趙 家 林 (麗澤大学助教授)
Zhao jia Lin

要 約

国民所得の分配構造の変化及び財政投資から銀行融資に切り替えて、中国の金融構造は大きく変貌した。家計部門が企業の資金不足を補い、銀行の仲介を通じて投資資金を提供するようになったが、金融システムは資本を効率的に配分できないため、収益性の高い企業が資金不足に悩み、巨額の不良債権が経営悪化の国有企业に累積されている。

「所有者の不在」による弊害を克服するために導入された株式会社では、国有株は過半数を占め、行政関与が残される。このため、企業統制が機能せず、株主の無力化とインサイダ経営者の支配をもたらす。ディスクロージャの不備、会計制度や監査の欠陥が投機を助長し、資源の効率的配分を妨げている。

資源配分の効率性を向上するには資本市場の整備が不可欠である。国有企业を民営化してリスクを負う投資家を育成し、経営者選別を通じて企業の新陳代謝を促進すれば、資源が効率の悪い企業に滞留する問題が解決される。株主が企業の所有者であり、受託者となる経営者から企業内容の全面開示を受けて資本配分を行う関係を明確にしなければ、合理的投資が不可能である。

中国のディスクロージャ制度は国際基準に合わせて形を整えたが、権利の平等と均等な情報アクセスが未達成であり、情報の偏在が解消されていない。会計制度の改善、監査の独立、経営者間の競争及び投資家の学習努力によって情報開示のレベルが向上することが期待される。

Summary

Economic reforms in China have changed the national income structure, making households become the biggest sector to provide funds through the banking system to corporate finance. But because these capitals were not efficiently allocated, private companies with high ROE suffer from the lack of capital for expansion, while un-efficient state owned companies are accumulating bad debts due to low rentability.

The shareholding system introduced in early 1993 aimed to solve the ownership problem. However, more than 50% of the shares remained in the government's hands, which did not allow the functioning of corporate control, leaving place for insider management command without any consideration to the shareholders. The lack of independent auditing and accounting standards coupled with a weak disclosure system cannot give investors confidence in the credibility of financial reporting. Therefore, stocks are not picked by the company's earning power and value but traded based on rumors or misleading illusions.

In order to improve the allocation of resources, it is indispensable to organize the capital market. The privatization of government owned corporations, creating investors bearing risks, and selecting efficient managers would solve the problem of un-efficient resource allocation. Stockholders are the owners of the corporation. So, a reasonable investment cannot be achieved if a fully disclosure of the company is not made by the managers as consignees.

China has made an effort to bring Chinese GAAP closer to IAS and improve its disclosure system. The success of capital markets depends on the quality of disclosure to the investors providing the capital. Without investors' confidence, the market cannot allocate capital efficiently. To foster investors' confidence in listing companies and stock markets, China shall put forward privatization and improve the quality of accounting standards to make sure that all shareholders are treated equally, and reporting does not vary depending on the nature or sophistication of the investors.

はじめに

中国の経済改革は「上からの改革」であり、指導階層が命令経済の体制に見切りを付け、見える手による資源配分を徐々に諦めるプロセスでもあ

る。長い試行錯誤を経て、「市場は決して完璧で理想的な仕組みではないが、リスクに対処するのに一応機能する」との認識は中国で徐々に浸透してきた。資源配分を官僚の見える手から市場の見えざる手に少しつつ譲るに連れて、中国経済は幾

度の危機を乗り越えて高い成長を記録した。成長に大きく寄与したのは非国有経済セクターであり、国有経済セクターの衰弱化と経営不振が周知の事実である。

ところが、20年以上の改革もたらした二つの結果、つまり、第一に、「放権譲利」政策および、世界最高の貯蓄率により、家計部門が資金余剰になり、国内資本だけで成長をファイナンスする資金源が形成されたこと。第二に、市場競争の試練を乗り越えた経営人材が頭角を顕したことは、企業改革に新しい選択肢を与えた。株式会社制度や上場制度を整備し、資本市場を育成すれば、これまで行政の許認可制度と国有銀行を中心とする間接金融制度もたらした資源配置の歪みが是正され、より効率的な資本配分が期待される。

資本市場がうまく機能するには、公平で透明な取引ルール、情報の非対称性を是正するディスクロージャー、経営者の暴走を防ぐ企業統制、及び投資家の理性的行動が不可欠である。これまで国有企業改革、株式市場の発展、会計制度、会計監査問題、銀行と不良債権問題、経営者と企業統制などについて多くの研究成果が発表されたが、資源の効率的配分という視点からディスクロージャーと投資家育成について議論するものが欠けていた。本文はディスクロージャーに焦点を当て、投資家が合理的投資行動を通じて企業・経営者を選別し、企業統制の改善と効率的資本配分に働くための情報開示のあり方を検討してみる。

一、 計画経済とリスク

計画経済時代では中央官庁の経済官僚が経済資源、物価、情報をすべて統制できたが、人間の働き意欲と消費者の欲求までは統制できなかった。現在の経済官僚なら、恐らくこの最後まで統制で

きなかった要素が経済リスクの根源だという認識を共有しているだろう。

計画経済が消費者の欲求に対応できないため、命令経済の時代ではノルマ通りの製品が大量に生産される一方、市場では消費者が求める商品が極端に不足し、配給制と闇市場が横行する現象が現れる。売れない製品を造りつづける結果、そのために投入された資源が無駄になり、国営企業の経営状態は悪化の一途を辿る。こうした悪循環を断ち切るべく、東欧諸国の改革とアジア新興国の急成長経験を参考に、共産党指導部が79年に「改革・開放」路線を採用し、分権化・自由化・権限と責任の明確化を軸に経済制度の改革に取り組み、20年間続く高成長を記録する成果を上げてきた。

ところが、こうした高成長の陰に、腐敗と汚職の広がり、所得格差の拡大、国営企業の累積赤字と巨額な不良債権などの問題も深刻化し、「所有者の不在」がもたらす弊害が依然残されている。アジア経済危機をきっかけに、中国経済が孕んでいるリスクがクローズアップされ、国営企業の経営悪化と銀行貸出額の25%以上が不良債権化になっている問題が関心を集めるようになった。これまで大成功だと認められた中国の漸進的改革モデルを疑問視する声も出てきた。

国有企業の経営不振をもたらす要因が複雑である。大別して、①計画時代の遺産によるもの：例えば過剰な社会福祉負担、過剰人員、資本維持を阻害する財務制度、経営人材の不足など、②資本増殖のインセンティブ不足：政府の官僚、銀行、企業経営者、従業員は「全人民所有」の資金を運用する受託者であるが、出資者ではない。資金を提供する「人民」が理論上の仮定であり、リスク・マネーの増殖を求める資本所有者は現実には存在しない。③制度的要因による資本配分の歪み：権限と責任のアンバランスを克服し、受託者義務

を守る仕組みは確立されていないため、地方政府、銀行、経営陣が無責任な投資決定を行い、巨額な不良債権が累積されたことは典型的な例である。④新陳代謝の機能不全：市場経済では商品の需給関係を示す価格信号は資本市場を通じて資本（資源）の移動を引き起こし、結果的に効率的な資源配分が達成されるが、中国では資本分野において行政の論理がまた強く残されるので、資本の円滑な移動は阻害される。高成長が続く非国有セクターの資金調達制限される一方、不振な国有企業から資源を引き上げる障壁が高い。

国有企業の活性化や苦境脱出は永く訴えられたが、上記の問題の解決、特に②、③、④の要因に真剣に取り組まない限り、これは絵に描いた餅になる可能性が大きいと思われる。

巨額な不良債権とGITIC（広東信託公司）の破綻に代表される乱脈経営をもたらす原因は、企業統制の機能不全、つまり、権限と責任の明確化を犠牲にして分権化を進めたことにあると思われる。地方官僚と経営者が経済リスクを負わずに乱脈融資と無責任な投機が行われてもチェック機能が不在のため、危機が表面化するまでそれを抑制する力が働かない。国有銀行の地方支店がリスク判断と審査能力が不足する半面、地方官僚の圧力に屈して経済的な合理性を欠ける政策融資、情実融資、企業を延命させる追加融資を行ってきたことは不良債権の増加を助長し、問題の表面化を妨げてきたこともよく指摘される。

中国の一般国民が金融危機に未経験であり、国有銀行に絶大な信用を置いてあることと政府が迅速に行動して2700億元の特別国債を発行し、銀行資本の充実を計ったことにより、当面、不良債権の問題が金融不安に直結する懸念があまりない。しかし、生産・販売・給与などの面において決定権を経営者に与え、商品生産の分野ではほぼ完全に市場原理を導入し、優勝劣敗の競争原理を認

める一方、資本配分と投資決定に「計画経済」の要素を残し、行政の関与と競争制限を認める漸進的改革手法は果たして市場リスクに対応できるかどうか、間接金融体制で効率的な資本配分を行えるかどうかは、今、問われている。

二、 株式会社制度の導入

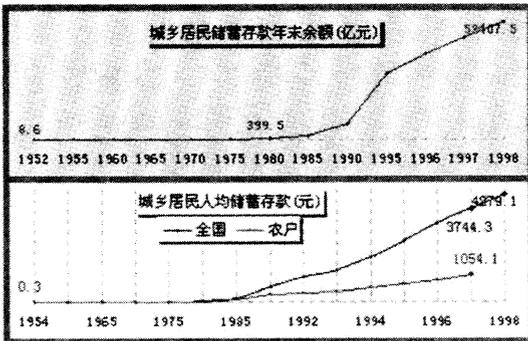
1) 急増する金融資産と個人投資家

20年以上の改革を経て、中国経済の市場化は大きく進展し、生産・流通領域において、価格の自由化と競争が定着してきた。改革の方針である「放権譲利」を西側の流行語に直せば、規制緩和と分権化、自由化および国民所得の再配分だと言える。

「譲利」の結果として、国民所得の配分は民間に傾き、政府支配の割合が縮小しつつある。マクロ指標を見れば、国民所得に占める財政の割合、国営経済の比率がいずれも低下の傾向にあることが分かる。一方、家計の世帯平均可支配收入は78年以降、インフレの影響を除いた伸びは都市部で2.3倍、農村部で4.6倍を記録し、計画経済のなごりである低い生活コストを考慮すれば、生活水準の向上は事実である。手厚い社会福祉待遇、食費と消費財が中心の消費構造、年金保険などの社会保障制度の不備により、中国の民間貯蓄率が改革以来、増加を続け、80年代初期の10%未満から国際的に見ても高い水準の30%前後に達した。

民間が経済的余裕を持ち始める証拠は、金融資産の増加である。銀行預金は99年末には既に6兆元を突破し、毎年10%以上伸びており、一人当たりの貯金も5千元に近づく。民間預金の一部が公金を不正に個人名義で預けたものだと指摘もあるが、金融資産の増大、特に90年代に入ってから高い伸びは、証券市場を育つ土壌となる。

図1-1 民間預金残高の推移及び世帯平均貯金額



出所：国家経済情報センタ

2) 証券市場の急成長

1990年、朱熔基が上海市長在任中に、上海証券取引所が設立された。当初、株式会社制度は地方や企業の自発的改革のひとつであり、株券も性格は社債に近く、資金調達手段だけであった。92年の「鄧小平南巡講話」を境に中国が「社会主義市場経済」路線を採用し、株式会社制度の導入と証券市場の育成を国営企業改革の一環として取り入れた。その後、国営企業の株式会社化、「公司法」の設定、会計制度の改定、証券監督委員会の設置、公認会計士制度の導入など一連の資本市場育成策が打ち出され、上場企業の数と株券発行は急速に増えてきた。99年末の上場社数や時価総額は国際レベルから見ればまだ取るに足りないが、個人投資家層の広がりが目覚ましい。証券口座数は既に4480万以上に達し、個人投資家の数は4300万人を超え、都市人口の1割以上を占めるようになった。8割の投資家がサラリーマンであり、約半数は資金が10万元以下の小口投資家で

ある。

一方、毎年上場できる会社数や資金調達額及び株式分割・増資などの指標が国の割り当てによって決められるが、上場会社の数は毎年100社前後のペースで増えており、年間の資金調達額は1000億元に達する。昨年（1999年）の金利引下げや証券市場への挺入れ策により株価が上昇し、全上場会社の時価総額はGDPの約35%を占めるようになった。

株式市場からの資金調達額は未だ銀行の貸し出し増加額の約1割しかなく、銀行融資が依然として主流となっているが、アジア経済危機や日本の金融不安問題、銀行の不良債権問題がクローズアップされてから、証券市場が不必要で間接金融を重視すればよいとの議論が途絶えた。

3) 変貌する資金の流れと資本効率

国民所得の分配構造変化及び国有企業への資金提供を財政支給から銀行融資に切り替えた結果、中国の金融構造が大きく変貌した。家計部門が最大の資金余剰部門となり、政府部門による貯蓄（投資）が73%から4%へ急低下した。一方、企業部門が一貫して最大の資金不足部門であり、その資金不足が家計部門の貯蓄によってファイナンスされる構図が定着した。

国有企業に限って言えば、設備投資と流動資金の資金源を銀行融資に頼り、間接金融の比率が圧倒的に高い。しかし、表1-3で示したように、国内の全社会固定資産投資を見ると、財政投資及び国有銀行・ノンバンクの融資による資金調達が徐々に後退し、地方政府や管轄官庁、企業間の融資、民間金融や外国投資の割合が拡大してきたこ

表1-1 中国証券市場の概況

	上場社数	時価総額	株数	年間資金調達額	流通株の時価額
1992/12	53社	1048億元	68億株	50億元	N.A.
1998/12	851社	19505億元	2526億株	N.A.	5745億元
1999/12	949社	26471億元	3088億株	940億元	8213億元

出所：中国証券監督委員会（上場社数には香港、アメリカなどの海外上場を含む）

表 1-2 貯蓄構造の変化

	1978	1985	1993	1996
家計部門	14.9%	40.1%	57.8%	55.2%
企業部門	11.8%	38.9%	39.8%	40.8%
政府部門	73.2%	21.0%	5.4%	4.0%

注：各部門の総貯蓄 = 可支配所得 - 消費支出 = 実物投資 + 金額投資

出所：陳玉光「貯蓄主体、投資主体と金融仲介」《経済研究参考》1996年96期

表 1-3 国内固定資産投資の資金源

	国家予算資金	国内融資	外資	自己調達*	その他**
1982	22.7%	14.3%	4.9%	58.1%	
1987	13.1%	23.0%	4.8%	47.9%	11.2%
1997	2.8%	18.9%	10.3%	55.7%	12.9%

*：自己調達は地方政府、管轄官庁、企業自身が調達した資金である。減価償却や利益留保も含まれるが、企業間の投資・融資、債券による調達も含む。

**：その他の項目が86年の統計から計上。未分類の資金源を指す。

出所：国家統計局「中国統計年鑑」より

表 1-4 所有形態別企業のROE指標* (%)

	国営企業	集団企業	外資	株式会社	上場企業**	私営企業	1年定期金利
1994	6.7	10.9	13.1	13.3	13.98		10.98
1995	4.1	9.2	8.5	10.3	10.8	10.2***	10.98
1996	2.2	9.7	7.4	8.1	9.62		9.22
1997	2.1	9.5	7.1	8.0	9.54		7.17
1998	1.9	11.2	6.1	6.7	7.86		4.86

*：ROE = 利潤総額/所有者權益で計算。

**：上海、深セン両取引所の上場企業平均値、「中国上市公司基本分析1997-1999」より

***：私営企業はROA数値、国家統計局工業交通統計司編「大透視」1998、p.149

出所：国家統計局「中国統計年鑑」より作成。

とが分かる。

国有四大銀行は民間預金の主な受け皿であり、近年登場した地方銀行や民間銀行を遥かに勝る預金量を獲得しているが、これまで政策上、国有企業への傾斜融資義務がある。非国有企業、特に私営企業が長期融資の対象外とされ、短期流動資金しか貸しさない。

しかし、国有銀行から融資や債券発行、株式公開などの資金調達を認めず、長期資金へのアクセスが制限される非国有企業の資本効率が、資金面で優遇される国有企業より高いことは事実であ

る。所有形態別企業のROE指標で示したように、資本効率を表す純資産利益率では、私営企業、株式会社（上場企業）、外資系企業、集団企業、国有企業の順になっており、「公有制」と逆相関関係になっている。優先的に融資を受ける国有企業が預金利率の半分以下の収益力しかなく、財務状況が一貫して悪化している。こうした状況は、金融システムの資本配分の非効率性、非合理性を表している。投資家に魅力がないため、政府が中小規模の国有企業を「放小」という方針で売り出しても買い手がなかなか現れない。

三、上場企業の諸問題

中国の上場企業のほとんどは国営企業を株式会社に変換して、国が保有する株の3割前後を市場に売り出す形で登場したものである。従来の国営企業は生産・営利の組織体でありと同時に、思想統制の道具、従業員的面倒を見る生活共同体でもある。ベンチャー企業家や創業者一族による株の放出と異なり、上場の主な目的は創業者利益を得ることではなく、国営時代の複雑であいまいな利権関係を整理し、官僚体質の企業に「企業家精神」を持たせ、経営スタイルの変革を図ろうとするものである。こうして登場した上場企業はいつくか生まれつきの問題を抱えている。

1) 紙上の「同株同権利」

93年に発効した「公司法」では、株式会社の「同株同権利」原則を規定しているが、現実の上場企業には、A株、B株、H株の投資対象別、国家株、法人株（企業同士の持ち合い株）、従業員株（98年以降は発行中止となる）、一般公衆株などの所有別の区別があり、会計基準、流通範囲、ディスクロージャ、配当・割り当て増資などの面で待遇が異なっており、権利の平等が未達成である。政府が株を売り出す当事者であると同時に、ルールを作る市場監督者でもあるが、それをチェックする勢力が最初から不在である。

2) 許認可制度と隠れた「親」

理論上「全人民所有」の国営企業は実質上、それを管轄する中央官庁や地方政府の役所の支配下にあり、複雑な利権関係と絡んでいる。企業を支配する所管官庁は、資源や人事を掌握しており、官僚固有の縄張り習性と利権争いのため、企業の「親」みたくの振る舞いをする。企業の上場はCSRCの「総額規制、社数限定」方針の元で審査・許可制度となっているので、限られた「上場枠」を巡り、上場企業の「親」となる地方政府の

働きかけと業績を粉飾して「包装上場」することは公開の秘密である。（2000年4月以降、上場枠を割り当てる制度が廃止され、原則上、経営状態良好の企業が審査をパスすれば上場できるようになった）。

また、上場企業をショー・ウィンドウのように使い、不採算部門を切り離したり、資産を過大評価したり、資産注入や債務と資産を交換したりして、上場企業の資産内容を陳列商品のように差し替える操作を行い、投資家の金を囲い込むことも、この「親」が存在しなければ出来ない。規制当局はROEが10%未満の場合、株の時価発行増資を認めないルールを打ち出すと、多くの企業は会計操作をして、一斉に10%すれすれのROE実績を公表することは、奇妙な演出である。

3) 独断する経営者

「公司法」では、株式会社組織を董事会（取締役員会）、监事会、総経理（社長・CEO）の三権分立と規定しているが、多くの上場会社の場合、企業のトップが会長・社長・党書記を兼任する三位一体の体制になっている。取締役と監察役は無力で、特に監察役はほとんど機能しないと報道される。

形式上、大株主である国が国有資産経営会社を通じて役員会をコントロールできるが、実際には、刑事罰を受けない限り、経営不振や投機失敗による経営者の更迭が少ない。経営者の金銭的な報酬は限られるが、「社用」名目での役得は大きい。しかも、ほとんど個人的なリスクを負う必要がない。経営者は無責任な投資決定を思うままに出来ることは不良債権と低収益を生み出す一因である。さらに、一般株主が地域的に広く分散し、その合計投票権が3割前後しかなく、会社の経営方針や重大決定に影響できないため、経営者から軽視される。多くの上場企業が収益率、成長性などの指標に関係なく、無配当や低配当政策をと

る。情報開示の面でも消極的である。

四、ディスクロージャの進展

1) 投機抑制と証券法

経営者が無謀な投機を行ってもそれをチェックする体制が機能せず、しかも合法的に粉飾できるなら、企業が市場の信認を失うのは当然な成り行きである。『中国証券報』の調査では、98年の企業ディスクロージャに対して、89%の投資家は不満と思ひ、その理由は不真実（47%）、遅すぎ（27%）、不正確（14%）、不十分（16%）などによるものである。

国営企業の時代では、経営者が二重帳簿や闇金庫を作り、国を騙すことは公然の秘密であるが、上場企業になっても同じ手法で投資家を騙すなら、市場はギャンブル所になってしまう。90年代中期、経済の急成長とともに株式市場が急拡大し、国民の間に「炒股」——株の回転売買投機ブームが起きたが、株価が乱高下の末、投資の知識や企業の経営内容への理解を欠ける一般投資家は高値掴めてバブルの犠牲者となり、公金を流用

し株式投機やインサイダ取引に走る一握りの投機家だけが私腹を肥やした結果となった。

90年代後半、中国でバブル退治と過度投機を抑制する議論が盛んになり、アメリカなどの先進国に比べて割高の40倍前後のPER および4-5倍くらいの売買回転率（流通株が3割しかないことを考慮すればもっと高い）が問題視された。投機を抑制して金融リスクを押さえなければ、中国もアジア経済危機の嵐の中で安定を維持できない危機感を背景に、長年棚上げられてきた「証券法」は、ようやく1998年12月29日、第9期全人代常務委員会において可決された。

投機抑制の視点から「証券法」では、銀行と証券業の分離、銀行借入れによる株式の取引、国有企業による株式の投資売買、信用取引、株貸しなどが禁止されている。同法は、総則、証券の発行、流通、上場企業の買い付け、取引所、証券会社、登録決済機関、サービス機関、証券業協会、証券監督機関、法律責任、付則など全12章214条からなる。同法の成立と合わせて、証券監督委員会（CSRC）はディスクロージャ関連の7つの規則を修正・公表した。「証券法」は中国初の政

表4-1 証券法の主な内容

証券取引：公開・公正・公平の「三公原則」

- ① 発行と流通 審査と認可制度、有償増資の制限、競争売買の原則、信用取引禁止
- ② 情報開示 継続とタイムリ開示、決算書類、重大事項、虚偽・不実報告の禁止
- ③ 禁止行為 インサイダ取引、不正利得、風説流布、詐欺、公金流用の株売買

上場企業の買収：公開買い付けまたは協議買収

保有株が5%、30%超すときの公表義務、6ヶ月以内の転売禁止

取引所と証券会社

ブローカ業務と自己売買の資産分離管理、銀行資金の流入を禁止、名義貸しの禁止

証券監督機関

規則の策定、証券業務への監督、調査・処分権、行政指導

罰則

違法所得の没収、1—5倍の罰金、業務停止、資格取り消し、業界から追放

府主導ではない立法だと言われ、先進国の証券法規を参考に、①投機抑制、②経営者責任の強化、③市場ルールの確立、④情報開示の強化、⑤企業改革の促進などを重視して策定された法案である。現在、中国には250を超す証券関連の法令が存在するが、98年成立した「証券法」を中心に、証券市場に関する体系的な法規制が形成され、今後、投資信託法、基金管理法などの関連法案も整備される予定である。

湧きおこす批判と不満の圧力を受け、当局は90年代後半からディスクロージャ制度の整備に力を入れはじめた。ここ数年、会計基準の改定（財政部）、監督体制の整備（証券監督委員会CSRC、取引所）、公認会計士監察の強化（会計事務所）、メディア公表の指定（CSRC）、罰則の強化（CSRC）など一連の施策が行われ、体系的なディスクロージャ制度が一応形を整えた。

2) 会計制度

財政部が「企業財務通則」、「株式会社社会計制度」（98年改定）、「連結決算報告書暫行規定」（95年）、「公認会計士業務遂行規定」、「キャッシュフロー報告書」、「関係者取引の開示」などの会計関連法令を通じて株式会社の会計制度を規定する。近年に策定・修正された多くの会計基準は、国際会計基準（IASXX号）を強く意識しており、国際の先進レベルに合わせる意欲が感じられる。

改定された連結決算報告書（BS/IS）では項目が99個に増やされ、投資や在庫の低価法の採用、未収金の開示、投資と在庫の損失引当金の計上、連結対象の持分基準、実効支配基準の導入、住宅投資、重要事項の付注などが追加され、売上の確定もリスクと収益の移転基準に改定された。IASに比べてまた項目数が少なく、年金債務の未導入、住宅投資の温存などの問題点が残るが、98年中間決算から導入されたキャッシュフロー計算書は直接法（間接法の計算を同列して開示）を採

用しており、一部の基準がより保守的であると評価する声が多い。また、利益操作を防ぐため、売掛金や未払い金の明細も開示するようになった。今回の改定において、資産内容を細かく開示するより、利益操作の余地を狭めることが優先されたと思われる。

3) 「三公原則」と開示内容

証券監督委員会（CSRC）は、中間・年末決算、上場目論見書、配当・増資、買収、関係者取引など7つの強制的ディスクロージャ内容と形式を規定する法令を発表しており、株式の発行と取引を「公開・公正・公允」（公開・公正・公平）三原則に従い、上場企業に情報の①十分かつ全面的、②真実かつ正確、③適時の開示を要求する。

また、重要な契約、損失、訴訟、担保、関係者取引、人事などの重大事項については、迅速な開示を求める。経営陣による業績予想が強制開示ではないが、既に慣行になっているため、開示形式の中に含まれている。

さらに、一割以上の業績修正、経営者・役員個人の報酬額、持ち株数も開示されるが、経歴の開示を要求しない。99年の公表された年報から見れば、8割以上の企業が経営者別の報酬額を規定とおりに開示した。

4) 連帯責任と厳罰主義

ディスクロージャの不正や違法取引が多いため、CSRCは毎年数百件の処分を行っているが、不正をなくすことが簡単ではない。そもそも中国で処罰は見せしめの要素が大きい。証券関係の犯罪に対しても厳罰主義をとる。証券監督委員会は、インサイダ取引や経営者在任中の株売買を禁止し、情報操作や不正開示に対しては、会社・法人に対して不法所得の没収以外に、1—5倍の罰金を課する。経営者と役員に対しては連帯賠償責任を課す。証券関係の犯罪者に対して、資格停止から、上場企業の業務や証券業務から永久追放す

表4-2 開示内容の概要

項目	アメリカ	日本	中国
根拠法令	33年証券法 34年証券取引所法	48年証券取引法 99年省令・ガイドライン	98年証券法 95年公司法
対象企業	上場企業及び資産が100万ドル以上の非上場企業	上場企業	上場企業
発行開示内容	Form s-1, s-3	届出目論見書	招股説明書
継続開示内容	Form 10-k 事業内容、財務データ、役員構成・報酬、財務諸表・付属明細	有価証券報告書 決算短信	年度報告書 中期報告書
	Form 10-q 四半期経営状況	一部自主公表	なし
	Form 8-k	臨時報告書	臨時公示
財務会計の特徴	時価主義、連結決算、低価法多用、CF、純利益、ROE重視	原価主義、単体決算、含み経営、経常利益、売上重視から連結・CFへ移行中	原価主義、連結決算、主營業務収益重視、CF導入で利益操作防止
開示方法	電子・ネット・印刷物	印刷物、一部ネット	新聞・ネット
自主的開示（IR）	アニュアルレポート CEOが株主宛てに、業績の推移、当面の課題、競争状況やリスク要因、部門別の実績、経営方針や今後の見通しなどをエッセイ風に分かり易い文章でメッセージを送る。一部の手紙が名文として愛読される。	株主通信 形式的・意味不明なものが多い。	なし
財務データの提示方法	文章の中で引用、部門別、地域別の業績変動を検討、3-5年の推移を示しながら経営者の見解、対策を説明、データを生かす工夫	規定様式に従うだけ、文章説明が少なく、流れと傾向を掴みにくい。	規定様式とおり、不必要に煩雑（小数点2位まで）、文章説明少なく公式的、部門、地域別データなし。

るまでの厳しい罰則を設けている。

5) 会計士と監察

中国が90年代から公認会計士、公認弁護士の制度を復活させてからまた10年ほどしか経っていない。市場経済の経験のある専門人材の不足が短期で克服できる問題ではない。現時点で全国に500近くの会計事務所があり、そのうち100軒を超える証券業務免許を持つ事務所がある。

多くの事務所は大学の教師や実務経験者が独立して作られたもので、熟練人材の数が少なく資金も不足である。決算発表が遅い（4ヶ月）原因の

一つは会計士の不足だと言われる。会計事務所の活動範囲も所在地に限られるものが多い。規模の小さい事務所はモラルが未確立で収入を獲得するために値下げ競争に走る現象が見られる。「証券法」が実行してから会計士による意見留保が増えており、一部の企業が頻繁に監査法人を変え、不正の発覚を逃れるのではないかと指摘が多い。そのため現在、会計事務所を変える場合、取引所での公示が求められる。

公認会計士の業務レベルと社会的信用がまた低いことはディスクロージャーを制約する大きな障害

となるが、外国の会計事務所の進出と業界内の競争を通じて淘汰と整理が進めば、状況が改善されるだろうと期待したい。

6) 情報サービスとメディア

情報は最終ユーザが簡単に入手でき、正しく理解されない限り、ディスクロージャが有効だとは言にくい。したがって、情報の伝達方法、メディア、情報を加工するサービスもディスクロージャの効果を制約する要素である。

中国では、大口投資家は「大戸」（金持ち）または「股東」（株主）と言い、一般投資家は「散户」（ばらばらのゴミ投資家）または「股民」（株を持つ庶民）と呼ばれる。後者の人数が多く、しかも分散しているため、企業から決算書類を送るのにコストがかかる理由で、年報や中間決算報告書を郵送することはなかった。

従来では企業の決算結果を調べるためには、SRCが指定するディスクロージャ新聞を購読するか（年報の要約を一面ほど掲載）、証券会社に問い合わせるか（手帳サイズの薄い小冊子をもたらえる）、本屋で出版物を買うか（CDもある）などの手しかなかった。99年の決算からCSRCが上海・深せん取引所のホームページを指定開示サイドと決め、年報をPDF形式で全文載せることにした。

これまで企業決算書類を集めるのに苦勞する状況に比べれば、インターネット上の公表は飛躍的な進歩と言える。しかし、証券口座数が4千万超に対して、中国のインターネット人口が高く見積もっても数百万人しかいないことを考慮すると、一般投資家が情報の面で不利な立場にある状況がまだ変わっていない。

証券会社が大口投資家を優遇することは万国共通の現象である。しかし、中国ほど露骨に行うことが少ないと思う。証券会社では金持ち専用の「大戸室」という個室が複数設けられ、ソファに

座ってパソコンでニュース、株価、罫線図を調べ、ボタンひとつで売買できるようになっているが、一般投資家は株価ボードを見て手書きの注文伝票による取引しかできない。

株式ブームが起きてから、たくさんの証券関係の新聞雑誌類が登場したが、競争の結果、「中国証券報」、「上海証券報」、「証券時報」などの指定メディアが7割の投資家の情報源になっているとの調査結果がある。しかし、国営の新聞が仕手戦の様子を熱心に報道する記事を載せるのは不適切であろう。メディアはディスクロージャを高める責務があり、投機を煽るような風説を助長すべきではない。

五、民営化の流れと情報開示課題

1) なぜ情報を開示が必要か

米国では、資本の効率的配分、投資家保護、投資家の信頼によって市場の効率性を向上させることはディスクロージャの目標とされる。情報開示の理念が「太陽が最良の消毒剤であり、蛍光灯はもっとも有能な警官である」という米国のブランド判事の言葉によく表現されている。経営者に開示を求め、その正確性を担保するために刑事責任を課すが、価値判断を投資家に委ねる。ディスクロージャの意味は、情報の非対称性を修正し、アウト・サイダーである不特定多数の一般投資家に、投資対象に対するアカウントビリティ（判断材料になる情報）を持たせ、合理的な投資判断の根拠を提供することにある。

中国の証券法では「投資家の合法的權益を保護する」条項があるが、市場の効率性を高め、資本の効率的配置を図る記述がなかった。株主の位置付けが不明瞭のままである。

経営者が支配的株主であるかどうかに関係なく、公開市場から株を購入する形で企業にリス

ク・マネーを提供する一般投資家の立場から見れば、所有と経営の分離は避けられない現実である。企業経営陣は財産の支配、意思決定、情報などの面において優位に立ち、他人の資産を自由に運用できるが、企業を「所有」する株主は自分の資産がどうなっているのか、損益がいくらであるかを言う権利がなく、利益を留保するか配当にするかを定めることもできない。総会での投票権と市場での「足の投票権」以外に、自分の財産を動かす力がない。

このアンバランスな力関係を、国の法規および取引所ルールなどの規制で強制的に変え、均衡を保つような状態を作り出さなければ、経営権が悪用される恐れは常にある。一方、投資家は企業の財務内容に関心がなく、経営陣を信用せず、株を持つことは企業の一部を所有することだという投資の原点を忘れて株価だけを追いかけるよう行動するならば、株式市場がバブルと崩壊を繰り返すギャンブル相場になる恐れも常にある。

2) 個人投資家への偏見

これまで中国の株式市場が乱高下を繰り返し、「庄家」（仕手グループ）による株価操作が時々行われ、噂を信じて仕手戦の投機に参加する個人投資家が多かった。分散して投資額の小さい個人投資家の数が多いことは投機ブームの原因であり、機関投資家を育成すれば、投機の抑制とコーポレート・ガバナンスの確立に寄与すると言われた。

機関投資家は情報収集や企業調査・分析などの面で資源に恵まれ、大株主の立場から経営陣に働きやすく、影響力あることは明らかであるが、運用額が大きいから投機に走らないとは限らない。90年代の不動産投機や株式投機の多くは多額の金を動かせる銀行支店やノンバンク、地方政府と国営企業によって行われてきた。合理的投資行動できるかどうかは、個人であるか組織された集団であるかことに関係なく、正しい情報を入手し健

全な投資判断を下せるかどうかことによる。ディスクロージャにより正確で迅速な情報が伝達されても、それを理解して判断するのは決定者の個人的責任である。したがって、合理的投資家の育成は、自分が何を買おうとするか、なぜ買うかという判断に役立つ情報を与え、事実を知らせるだけでは不十分であり、間違った投資判断をしたら資金が失われ、資源配分に参加できなくなるペナルティからの学習も大切である。

企業の経営者、経済官僚、金融機関の融資責任者が広い意味で言えば、みんな「機関投資家」に当たる。情報と運用額の面では私営企業の経営者や個人投資家より有利な立場にある。しかし、残念なことに、経営不振や不良債権をもたらした投資はこうした組織力、情報力、資金力を持つエリットの決定であることも事実である。その原因は彼らの判断力に問題があるというより、微妙な判断に直面して射幸心と慎重さとの間に揺れる際、自分の金を失う痛さ、あるいは委託者から見捨てられる怖さという抑制力が働かないことにあると思う。

資産の「最終所有者」が実質上不在であることは、官僚組織による命令経済の弱点であり、国営企業不振の根源だと指摘されて久しい。中国の経済改革は「民営化」という言葉こそ使っていないが、経済活動における決定権を民間に移転しつつある方向にそって行われてきた。今回成立した「証券法」の最大のポイントは、個人による上場株所有率制限の撤廃と企業買収（敵対買収も含め）を可能にする規制緩和である。今まで市場での流通が禁じられた国の保有株式も、憲法の私有経済認知に合わせて、取引自由化を検討されるようになり、国が上場企業の株を50%以上保有する規定は近く廃止される見込みである。ほとんどの先進国では、政府が企業を所有・経営しなくても、企業利益の半分を税金で取れるから、そう言

う意味で国がすべての企業のパートナーであり、共同所有者である。企業の盛衰は一国の財政事情に直結してある。「国有」の名義があって税収や社会に寄与しない不振な企業を抱えるより、国有の名義なしで国富に寄与する企業が繁栄した方は望まれる。

3) 官庁より所有者への開示が大切

冒頭で示したように、民間の金融資産増加、経営人材の登場、及び国民意識の変化により、民営化は現実味を帯びてきた。国営企業を株式の放出、あるいは企業の売却という形で民間に売り出し、資源配分を市場原理に任せれば、中国の市場経済は初めて本物になる。こうした本物の市場経済に資本の効率的配分を担わせるには、ディスクロージャー制度において、以下の充実・改善策が期待される。

第一に、「同株同権」の株主権利を実現すること。投資額や身分によって待遇が異なり、国有株主や法人株主が情報へのアクセス、経営参加、利益配分、増資などの面で一般株主より優遇されることは公平の原則に反する。とくに一般投資家の情報アクセス条件を改善し、より分かりやすく、低コスト、迅速な開示が望まれる。さらに、これまで管轄官庁しか知らせない事項や四半期決算情報、セグメント情報などの内容を追加し、経営者による説明を充実させて企業内容の「全面開示」を推進することが望ましい。

第二に、より保守的、正確に企業経営状態を反映するように会計制度を改定すること。国際会計基準に合わせて連結決算、キャッシュフロー、引当金等の導入で利益操作の余地が小さくなったが、在庫評価、資産評価、未収金などの項目を利用して会計操作を行う余地が依然ある。資産項目に信用をおけないと、期間収益の計算は信憑性を失う。

第三に、監察役と会計監査の独立性を確保する

こと。会計情報への信頼は資本市場、企業への信頼の基礎である。監査の独立性がなければ、最先端の会計制度は操作の道具になる恐れがある。これまで最先端の国際会計基準を導入したが、それに合わせた監査制度を確立されていないため、経営者の裁量権は旧制度より大きくなったと言われる。独立性を確立するには、会計事務所のレベル向上と司法制度の改良が期待される。

株式は売買できるが企業は売買できないような資本市場では、市場による経営者選別が空論に終わる。非効率的経営を続けても退場がないので、競争による資源配分も危うくなる。こういった市場での情報開示も、形式的なものになる恐れがある。経営権を含む企業全体の価値を判断しようがない場合、その一部である株式の評価も歪んでしまう。

情報を与えずに投機抑制を期待するには無理がある。中国の上場企業は行政の関与、所有者の不在、インサイダーの支配、独立した第三者のチェックが弱い、コーポレート・ガバナンスがうまく機能しなかった。それを直すには、株主の地位を明確にし、企業と経営者を選別する条件を整備しなければならない。一般投資家に「買った株券はくじのような紙切れではなく、実体企業の一部である」ことを信用してもらえるかどうかことは制度改革の成否を問う試金石になる。

〈参考資料〉

- 中国国家统计局 「中国統計年鑑」1987-1998 中国統計出版社
 中国国家统计局 「中国統計摘要」1999 中国統計出版社
 中国证券監督委員会 「中国証券期貨統計年鑑」1995-1998 中国統計出版社
 財政部 「股分有限公司會計制度」中国財政經濟出版社 1998.4
 財政部 「企業會計準則-現金流量表」經濟科学出版社 1998.7
 財政部 「企業會計準則1999」 經濟科学出版社 1999.3
 中国誠信証券評価有限公司主編「中国上市公司基本分析」1997-

- 99 中国科学技術出版社
 北京海融資訊・実達銘泰 「中国上市公司資料大全 CD」 97.98
 人民郵電出版社
 上海金溪計算機信息服務有限公司「金溪股票好帮手 CD」 1999
 www.chinajinxi.com
 鄭海航 主編 「国有企業 損研究」 經濟管理出版社 1998
 劉偉 「中国私営資本」 中国經濟出版社 2000.1
 劉偉・梁均平 「衝突与和諧的集合：經濟与倫理」 北京教育出版
 社 1999
 康紹邦 主編 「金融危機後 中国的政策選択」 現代出版社
 1999.3
 劉云 「中国製造業所面臨的困境与对策」 西南財經大學出版社
 1999.5
 高程德 「經濟法」 上海人民出版社 1998
 高程德 「公司管理中的法律問題」 北京大學出版社 1999.6
 白建軍 「証券詐欺及対策」 中国法制出版社 1996.7
 王保樹、ほか 「中国公司法」 中国工人出版社 1995
 李益前 主編 「中国証券法知識解答」 經濟科学出版社 1999.1
 庄恩岳 主編 「中外審計準則比較」 中国審計出版社 2000.1
 曹洪波 「最新股份制企業審計」 中国財政經濟出版社 1998
 張文賢 主編 「中国會計案例選」 復旦大學出版社 1998.8
 趙滄網 「財務報表分析」 經濟日報出版社 1997.3
 趙海寬 「中国金融体制改革20年」 中州古籍出版社 1998.12
 盛 洪 「中国的過渡經濟学」 上海三聯書店 1994
 樊 綱 「走進風險的世界」 廣東經濟出版社 1999.5
 貝多廣 「中国資金流動分析」 上海三聯書店 1995
 何清漣 「現代化的陷阱」 今日中国出版社 1998.5
 胡繼之 「中国股市的演進与制度變遷」 經濟科学出版社 1999.2
 劉洪 主編 「大透視-中国工業現狀・診斷与建議」 中国發展出版
 社 1998.9
 汪祥耀 主編 「最新國際會計準則」 浙江人民出版社 1997.10
 朱德林 ほか 「中国的灰黑色金融」 立信會計出版社 1997.2
 日本証券經濟研究所 「図説 中国・香港の証券市場」 平成
 8年
 日本証券經濟研究所 「中国の株式制度と証券市場の生成」 平
 成6年
 吉田明 「中国の上場会社」 商事法務研究会 平成10年
 渡邊慎一 編 「金融危機と金融規制」 アジア經濟研究所 1998.3
 渡邊真理子 編 「中国の不良債権問題」 アジア經濟研究所
 1999.10
 翁百合 「情報開示と日本の金融システム」 東洋經濟新報社
 1999
 白鳥榮一 「國際會計基準-なぜ日本の企業会計はだめなのか」
 日経BP 1998
 企業會計臨時増刊 「企業内容開示制度の規則・ガイドライン集」
 中央經濟社 平成11年
 中国証券報 1999.3 「我看九八証券市場」 系列報道、
 www.chinasecurities.com.cn
 中国証券報 1999.3 「新會計制度」 系列報道、
 www.chinasecurities.com.cn
 易東雁 1999.2 「注意企業財務報表信息失實的隱性因素」 《上
 市公司》第108期
 証券管理委員會 1997.3 「証券市場禁入暫行規定」
 www.csrc.gov.cn
 金堅敏 1999 「中国上場企業のコーポレート・ガバナンス」
 FRI研究レポートNo.62
 王東 明 1999 「中国上場企業のコーポレート・ガバナンス」
 証研レポートNo.1573
 王東 明 1998 「中国上場企業の有償増資状況について」 証
 研レポートNo.1561
 王東 明 1999 「中国B株市場の制度的問題について」 証研
 レポートNo.1571
 George Lasry, 1979, Valuing Common Stock, the power of
 prudence, amacom.
 Benjamin Graham & D. Dodd 1934, Security Analysis, whittlesey
 house.
 Benjamin Graham 1973, The Intelligent Investor, Harper & Row
 John Train, 1987, The Midas Touch, perennial library
 John Train, 1985, Famous Financial Fiascos, Fraser.
 Janet Lowe, 1994, Benjamin Graham on Value Investing, A
 penguin Book.
 Janet Lowe, 1998, The Rediscovered Benjamin Graham, Wiley.
 Philip A. Fisher, 1958, 1996, Common Stocks and Uncommon
 Profits, Wiley
 Peter J.Tanous, 1997, Investment Gurus, Nyif.
 Peter Krass, EDT. 1999, The Book of Investing Wisdom, Wiley
 L.A. Cunningham, EDT. 1997, The Essays of Warren Buffett:
 Lessons for Corporate America, Cunningham. 増沢 浩一 訳
 「バフェットからの手紙」 Pan Rolling 2000.2
 Robet G. Hagstrom, 1994, The Warren Buffett Way, Wiley.
 Charles J.P. Chen, F.A. Gul & Xijia Su, "A Comparison of
 Reported Earnings Under Chinese GAAP vs. IAS: Evidence
 from the Shanghai Stock Exchange", Accounting Horizons,
 Vol.13, No.2, June 1999, pp. 91-111.
 Chen, Y.,P. Jubb and A. Tran. 1997. Problems of accounting
 reform in the People's Republic of China. The international
 Journal of Accounting、 32 (2): 139-153.
 Davidson, R. A., A.M.G. Gelardi, and F.Li. 1996. Analysis of the
 conceptual framework of China's new accounting system.
 Accounting Horizons 10 (1): 58-74
 Levitt, A. 1998, The Importance of High Quality Accounting
 Standards. Accounting Horizons 12 (1): 79-82
 Rogero, L.H.1988. Characteristics of High Quality Accounting
 Standards. Accounting Horizons 12 (2): 177-183
 Partha Sengupta, 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost
 of Debt, Accounting Review 73 (4): 459-474
 Stephen B.Salter, 1998, Corporate Financial Disclosure in
 Emerging Markets: Does Economic Developmnet Matter?. The
 International Journal of Accounting 33(2) 211-233
 Bing Xiang 1998, Institutional Factors Influencing China's
 Accounting Reforms and Standards.. Accounting Horizons 12
 (2): 105-119

年金基金のディスクロージャーと運用評価

Disclosure and Performance Evaluation of Corporate Pension Fund

早川好寛(株式会社日本格付投資情報センター)
Yoshihiro Hayakawa

要約

企業年金加入者へのタイムリーで十分な情報開示は、年金受給権確保の観点から極めて重要である。自らが加入する年金制度が適正に運営されているかどうか、加入者自信が常にチェックできることが、受給権確保の必要条件であり、情報開示はその前提であるからだ。

然るに、日本における企業年金の情報開示の現状は、例えば従業員の年金受給権保護を目的とした法律によって徹底した情報開示が義務づけられている米国などと比べると、見劣りする。

2000年度から年金債務を企業債務として扱う新会計基準が導入される一方、運用機関に対しても、日本証券アナリスト協会が運用成績の共通開示基準を示し、開示内容の透明性と共通性を求めるなど、改善の動きはある。

さらに進めて、年金受給権の保護、年金財政の健全性確保の観点から、受給権保護を制度的に担保する法律を制定し、タイムリーで迅速な企業年金に関する情報開示体制を整えることが求められる。

Summary

The disclosure of timely and sufficient information to the participants of a corporate pension plan is very important in order to secure their rights as beneficiaries. To be able to secure their rights, it is indispensable that participants can check by themselves, at any time, whether their pension fund is properly managed or not, and the major premise for that is the disclosure of information.

The current circumstances in Japan regarding disclosure of corporate pension funds is not so good like in the United States, where disclosure of information is required by law, in order to protect the rights of pension beneficiaries.

However, some improvements are made. Starting in year 2000, new accounting standards were introduced, by which pension debts should be shown as corporate liabilities. At the same time, the Japan Association of Securities Analysts has settled disclosure standards for those who manage pension plans, in order to obtain more transparency and uniformity in performance disclosure.

To secure the rights of the pension beneficiaries and to obtain a sound finance of pension funds, it is necessary to build the corresponding laws and establish a system allowing a timely and prompt disclosure of information about corporate pension fund.

1. はじめに

企業年金加入者へのタイムリーで十分な情報開示は、年金受給権確保の観点から極めて重要である。自らが加入する年金制度が適正に運営されているかどうか、加入者自信が常にチェックできることが、受給権確保の必要条件であり、情報開示はその前提であるからだ。

ここでは、わが国の企業年金に関するディスクロージャーの実情を示しつつその問題点を論じ、あわせて資産運用評価の実際について紹介する。

2. 企業年金のディスクロージャー

厚生年金基金は民間サラリーマン1,225万人(98年3月末)が加入し、資産額が50兆円(同)に達する代表的な企業年金制度である。その年金給付は公的年金(厚生年金)の一部を代行し、しかもそれを上回ることで、とされている。このため基金にとって将来にわたる年金給付の原資を確保していくことが重要な役割となる。

昨今、年金財政の悪化が日本の経済・社会の将来を暗くする元凶のように言われ、政府や企業は色々な手段を用いて、将来支払う年金額を減ら

し、現在の負担を減らそうとしている。まさに加入者にとっては年金受給権喪失の危機である。

ところで、厚生年金基金は全国に1,900ほどあるが、制度設計の内容はみな異なる。公的年金の一部代行をしているだけのものもあるし、企業の退職金制度を年金化する目的で持ち込んでいるものもある。持ち込む退職金制度も100%、ほんの一部と、これも様々だ。また、年金あるいは一時金の給付を受けるために満たさねばならない条件(受給資格)も基金によって異なっている。従って、企業年金において年金財政の苦しさは様でないし、企業の対応もより個別的でなければならないはずである。

もとより年金受給権確保のためには年金財政の健全性をより確実なものにしなければならない。そのためには現時点での年金債務がどのくらいあるのか、それが企業財務に与える影響はどの程度のものか、年金資産の積立で不足が生じているのか、資産運用の基本方針はどうあるべきかなどの情報を、年金基金のスポンサーである母体企業の経営トップは常に把握して、事に対応する必要がある。

米国では従業員の年金受給権を保護することを狙いとして1974年に従業員退職所得保障法(通称ERISA=エリサ)が制定された。エリサは年金受給権保護の観点から、年金制度の加入者への積極的な情報開示を基金理事者に要求している。その主なものは、加入者による年次報告書、制度説明書の閲覧、加入者への要約年次報告書、要約制度説明書の配布などである。こうした結果、米国企業の経営者は、自社の年金の運用状況、年金資産の積立水準などを常時把握し、対応できるレベルまで理解が進んでいる、といわれる。

翻って日本の現状は十分なものとは言い難い。日本の会計基準では、年金財政に関する情報開示が限定的だったこともあり、年金財政の実態を理

解する企業経営者は少ない。

ただ、2000年度から導入される新会計基準では年金債務も企業債務として扱われることになる。新基準に基づく退職給付債務の予備的な計算で、巨額の積み立て不足となる企業が相次いでおり、年金財政問題に対する経営者の関心はここきて、急速に高まっている。

一方、日本には受給権保護を制度的に担保する法律はまだなく(現在制定へ向け検討中である)、従って行政当局が例えばエリサにあるような最低積立基準の考え方を導入しても、その強制力は弱い。加入者に対するディスクロージャーも極めて限定的で、厚生年金基金の根拠法である厚生年金基金令は年次貸借対照表、損益計算書、業務報告書を決算期末後6カ月後までに厚生大臣に提出し、基金は主たる事務所にこれを備え付け、加入者はこれを閲覧できる、としているだけである。要約年次報告書などが直接加入者に配布されることはない。年金受給権の保護、企業財務の健全性確保の観点から、タイムリーで迅速な年金財政のディスクロージャーが求められる。

3. 運用パフォーマンスのディスクロージャー

年金財政の健全性を維持するうえで資産運用の役割は極めて重い。年金給付の原資は一時的には事業主(プランスポンサー)及び従業員の掛金によって賄われるが、基金の財政運営はいわゆる事前積立方式をとっているため、掛金及びその積立金を運用して得られる収益が大きければ給付を改善したり、将来の掛金の引き上げ時期を繰り延べたりすることが可能となる。逆に運用成果が上がらない場合には、給付を確保するために追加の拠出が必要になる(厚生年金本体=公的年金の財政運営は、年金給付額を現役世代の負担によって賄

う、いわゆる賦課方式で、基金とはこの点が基本的に異なる)。

従って基金にとって各運用委託先の運用パフォーマンス動向が最大関心事となる。運用パフォーマンスのディスクロージャーの担い手は運用機関であり、基金はその結果を分析、評価して母体企業や加入者に報告することになる。

この分野でのディスクロージャーも、米国などに比べると見劣りすると言われているが、例えば、基金資産の7割近くの運用を受託している信託銀行は、その大半を合同ファンドで運用している(表1参照)。報告内容は①資産別の運用概況②各合同ファンドごとの運用概況③今後の運用方針——などで、結構充実している。ただ、投資顧問会社の場合は、ポートフォリオの組み入れ銘柄やリスク特性なども開示しており、それに比べると見劣りするかもしれない。

問題は生命保険会社で、生保の決算や一般勘定の配当ルールの考え方などに関する情報開示は極めて不十分と言わざるを得ない。

ところで、運用機関によるパフォーマンス報告が自社に都合のよい基準で行われては、ディスクロージャーの意味はない。すべての運用者が統一の基準で運用パフォーマンスを測定し、その結果を提示することが世界の流れになっている。日本では日本証券アナリスト協会が資産運用会社の自主的ガイドラインとして「投資パフォーマンス基準」を策定したのに伴い、運用機関各社も同基準の準拠に向けデータ整備を急ぐなど対応を本格化させている。

4. 運用評価のあり方と評価の実際

(1) 運用評価の目的

運用パフォーマンスを測定するだけでは、基金

は母体企業や加入者に対する責任を果たしていることにはならない。一般に、「PLAN-DO-SEE」のサイクルで物事は行われるが年金資産の運用において運用評価は「SEE」の部分にあたる。運用パフォーマンスの目標達成状況を確認し、「PLAN」段階で行った運用目標や委託運用機関を見直すフィードバックのプロセスが運用評価である(図1参照)。

従って、運用評価の目的は、①運用基本方針通りの運用が行われたかをチェックし②運用目標の達成状況を確認し③(未)達成の原因を分析し④運用基本方針の見直しを行う——ことにある。

(2) 運用評価の実際

運用基本方針における基金全体の運用目標は①②ベンチマーク基準③ユニバース基準の3種類が考えられる。このうち絶対数値を使用する場合、基金の考える各資産の期待収益率と資産配分から算出される全資産期待収益率との整合がとれている必要がある。

絶対数値を目標とした場合に目標を達成できない要因は、①期待収益率の見込み違い②資産配分が計画と異なる(資産配分要因)③資産ごとの運用で市場収益率を下回った(銘柄選択要因)——の3つ。表2の運用評価表では、このうち②と③を基金全体と運用機関ごとに表している。この表により、基金全体で目標が達成できなかった場合、期待収益率の見込み違いを除いて、どの資産で、あるいはどの運用機関に原因があるかを特定することができる。

もしある資産クラスでインデックスを下回った場合、当該資産クラス内でのスタイルミックス(パッシブ、アクティブ比率、アクティブの運用スタイル構成)を検討する必要がある。

運用機関ごとの評価においては、基金と運用機関の間で合意された運用が行われたかどうかのチ

チェックが最重要である。基金が資産配分、運用スタイルを指示している場合、その遵守状況の確認が不可欠となる。

基金にとって絶対的な目標をクリアすることが第1の運用命題だが、他基金あるいは他の運用機関との比較も目標の妥当性を検討するうえで、あるいはマネージャーミックスを再考するうえで役

に立つ。これがユニバース評価である（図2、3参照）。

また、運用効率をチェックする観点から、運用パフォーマンスをリターンだけでなく、リスクを考慮した指標でチェックするのも有効である（図4、図5参照）。

表1. 信託銀行の運用パフォーマンス開示事例

目 次	
I. 平成10年度4～12月期運用概況	
1. 主要市場指標概況	1
2. 金融・経済概況	2
3. アセット・ミックスの推移及び運用のポイント	3
4. パフォーマンス分析	5
5. 資産別運用概況	
(1) 国内株式	6
(2) 転換社債	6
(3) 国内債券	7
(4) 短期金融商品	7
(5) 外国株式	8
(6) 外国債券	8
(7) 為替ヘッジ	9
II. 今後の見通しと運用方針について	
1. 金融・経済環境の見通し	10
2. 今後の市場見通しと資産別運用方針	11
III. 平成10年度4～12月期各合同口の運用実績	
1. 運用戦略一覧	12
2. 運用概況一覧	13
3. 株式口運用概況	16
4. 公社債口(転換社債)運用概況	27
5. 公社債口(債券)運用概況	29
(ご参考) 第1公社債口における投資対象銘柄の拡大について	30
6. 公社債口(短期金融商)運用概況	33
7. 外貨建証券口(外国株式)運用概況	34
(ご参考) 第4外貨建証券口 運用手法の一部見直しについて	41
8. 外貨建証券口(外国債券)運用概況	42
9. 貸付金口運用概況	44
◆ご参考	
1. ファンド毎の組み入れ上位20銘柄	
(1) 国内株式	45
(2) 転換社債	47
(3) 外国株式	48
2. 株式口の業種別構成	49
3. 公社債口(転換社債)の業種別構成	50
4. 公社債口(債券)の満期別、セクター別マトリックス	50
5. 外貨建証券口(外国株式)の業種別構成	51
6. MSCI-EMFインデックス構成国推移及び期間騰落率	52
7. 外貨建証券口(外国債券)の満期別構成	53
8. 外貨建証券口(外国債券)のデュレーションの推移	53
9. 評価為替レートの違いについて	54
10. 市場指標推移	55
用語集	

表2. ○×厚生年金基金 運用評価表

	全資産						国内株式				国内債券				転換社債				外貨建て債券				外貨建て株式						
	複合ベンチマーク		基準複合ベンチマーク	超過収益率	うち資産配分要因	うち銘柄選択要因	収益率	ベンチマーク	超過収益率	収益率	ベンチマーク	超過収益率	収益率	ベンチマーク	超過収益率	収益率	ベンチマーク	超過収益率											
	①	②	③	①-③	②-③	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②	①	②	①-②		
全合計	2.66	2.74	2.79	-0.13	-0.05	-0.08	4.90	4.96	-0.06	0.62	0.60	0.02	2.89	2.20	0.69	2.95	3.23	-0.28	6.22	6.46	-0.24	6.22	6.46	-0.24	6.22	6.46	-0.24		
A信託(ワカフ)	2.04	1.88	1.98	0.06	-0.10	0.16	4.93	4.96	-0.03	0.57	0.60	-0.03	3.18	2.20	0.98	3.42	3.23	0.19	4.87	6.46	-1.59	4.87	6.46	-1.59					
B信託(ワカフ)	1.74	1.82	1.78	-0.04	0.04	-0.08	4.84	4.96	-0.12	0.52	0.60	-0.08	2.42	2.20	0.22														
C信託(ワカフ)	1.62	1.75	1.78	-0.16	-0.03	-0.13	4.71	4.96	-0.25	0.29	0.60	-0.31	2.71	2.20	0.51														
D信託(ワカフ)	1.97	1.66	1.78	0.19	-0.12	0.31	5.26	4.96	0.30	0.50	0.60	-0.10	3.44	2.20	1.24														
E信託(ワカフ)	1.88	1.85	1.78	0.10	0.07	0.03	4.62	4.96	-0.34	0.73	0.60	0.13	2.85	2.20	0.65														
A生保I特	2.60	3.12	3.18	-0.58	-0.06	-0.52	6.06	4.96	1.10	0.29	0.60	-0.31	2.56	2.20	0.36	0.42	0.00	0.42	6.05	6.46	-0.41	6.05	6.46	-0.41					
B生保I特	1.98	2.65	2.93	-0.95	-0.28	-0.67	5.65	4.96	0.69	0.44	0.60	-0.16	1.48	2.20	-0.72	0.68	0.00	0.68	1.75	6.46	-4.71	1.75	6.46	-4.71					
C生保I特	2.00	2.61	2.74	-0.74	-0.13	-0.61	4.27	4.96	-0.69	0.71	0.60	0.11	3.05	2.20	0.85	2.57	0.00	2.57	3.53	6.46	-2.93	3.53	6.46	-2.93					
D生保I特	2.23	2.55	2.60	-0.37	-0.05	-0.32	4.88	4.96	-0.08	0.65	0.60	0.05	2.00	2.20	-0.20	2.83	0.00	2.83	4.56	6.46	-1.90	4.56	6.46	-1.90					
E生保I特	1.56	2.52	2.61	-1.05	-0.09	-0.96	5.86	4.96	0.90	0.07	0.60	-0.53	1.41	2.20	-0.79	0.30	0.00	0.30	3.34	6.46	-3.12	3.34	6.46	-3.12					
A投資顧問	5.46	4.96	4.96	0.50	0.00	0.50	5.46	4.96	0.50																				
B投資顧問	8.31	4.96	4.96	3.35	0.00	3.35	8.31	4.96	3.35																				
C投資顧問	6.45	4.96	4.96	1.49	0.00	1.49	6.45	4.96	1.49																				
D投資顧問	4.44	4.96	4.96	-0.52	0.00	-0.52	4.44	4.96	-0.52																				
E投資顧問	1.93	2.21	2.34	-0.41	-0.13	-0.28	4.02	4.96	-0.94	0.54	0.60	-0.06																	
F投資顧問	1.91	2.18	2.34	-0.43	-0.16	-0.27	3.98	4.96	-0.98	0.53	0.60	-0.07																	
G投資顧問	2.28	2.42	2.34	-0.06	0.08	-0.14	4.84	4.96	-0.12	0.58	0.60	-0.02																	
H投資顧問	2.24	2.56	2.34	-0.10	0.22	-0.32	4.90	4.96	-0.06	0.47	0.60	-0.13																	
I投資顧問	2.16	2.35	2.34	-0.18	0.01	-0.19	4.88	4.96	-0.08	0.34	0.60	-0.26																	
J投資顧問	6.77	6.46	5.94	0.83	0.52	0.31													6.77	6.46	0.31	6.77	6.46	0.31					
K投資顧問	5.29	6.46	5.94	-0.65	0.52	-1.17													5.29	6.46	-1.17	5.29	6.46	-1.17					
L投資顧問	5.40	6.46	5.94	-0.54	0.52	-1.06													5.40	6.46	-1.06	5.40	6.46	-1.06					
A信託指定単	4.87	6.46	6.46	-1.59	0.00	-1.59													4.87	6.46	-1.59	4.87	6.46	-1.59					

図1. 年金資産の運用管理の流れ

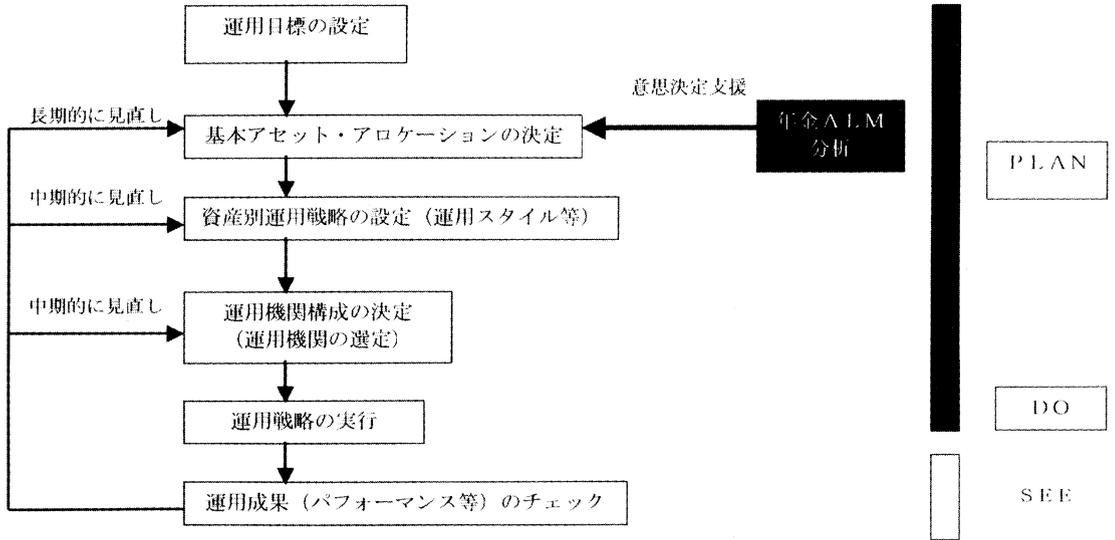


図2. 運用パフォーマンスのユニバース比較

<時間加重収益率の分布>

各資産毎の時間加重収益率の分布を、各対象期間毎に「ユニバース比較」「ベンチマーク比較」し、他者や市場自体と比較して、自社のファンドの収益率の相対的な位置を把握する。

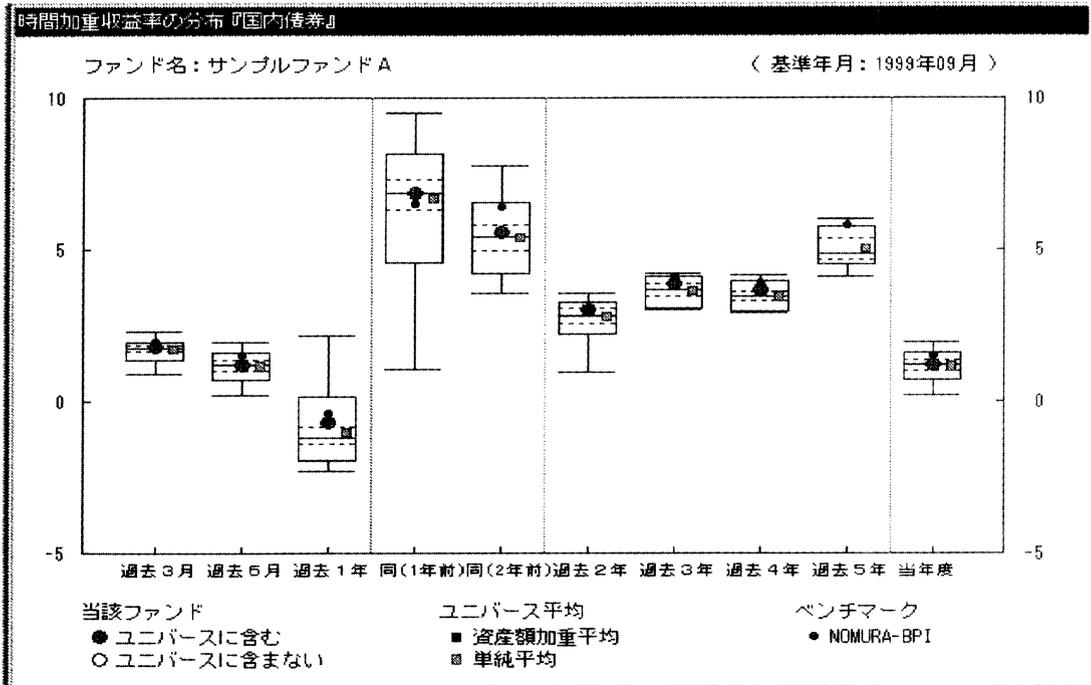


図3. 運用パフォーマンスの推移

<時間加重収益率の推移>

各資産の基準期から直近13ヶ月間の月次時間加重収益率（月率）の推移を表示。対象ファンドの推移を折れ線（実線）で表示。自社ファンドの収益率の推移を把握するとともに、「ユニバース比較」「ベンチマーク比較」することで、他者や市場自体と比較して、自社のファンドの収益率の相対的な位置を把握する。

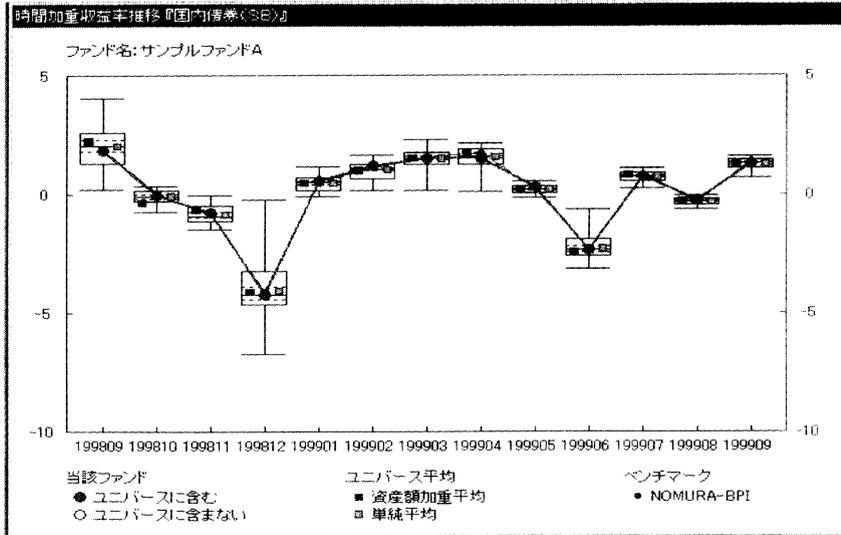


図4. リスク、リターン分析

<リスク・リターン散布図>

XYの座標軸をとって、X軸には対象期間の標準偏差、Y軸には対象期間における平均加重収益率を取る。各ファンドの平均収益率とリスク指標に相当する座標にファンド番号を表示する。また、自社の全ファンドの平均は水色の○で表示される。各資産のベンチマーク及び全資産のカスタムインデックスの平均収益率とリスク指標に相当する座標に赤色の○を、コールレートに相当する座標とベンチマークに相当する座標を点線で資本市場線もしくは証券市場線を描く。

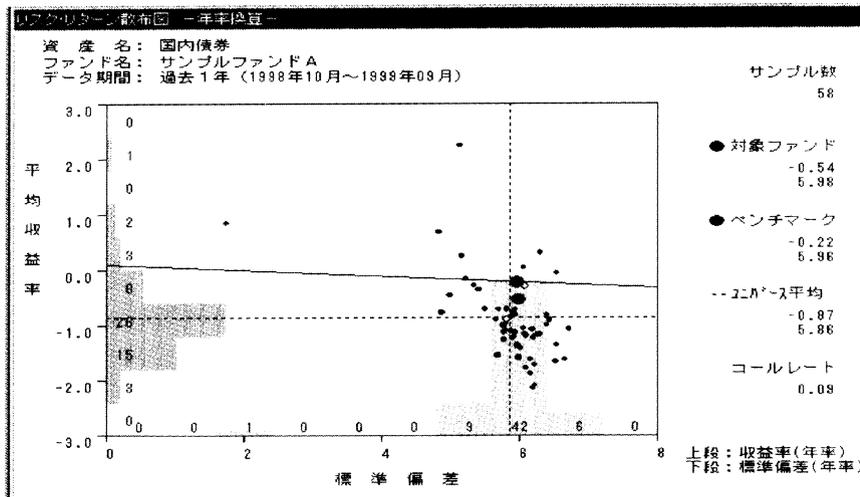
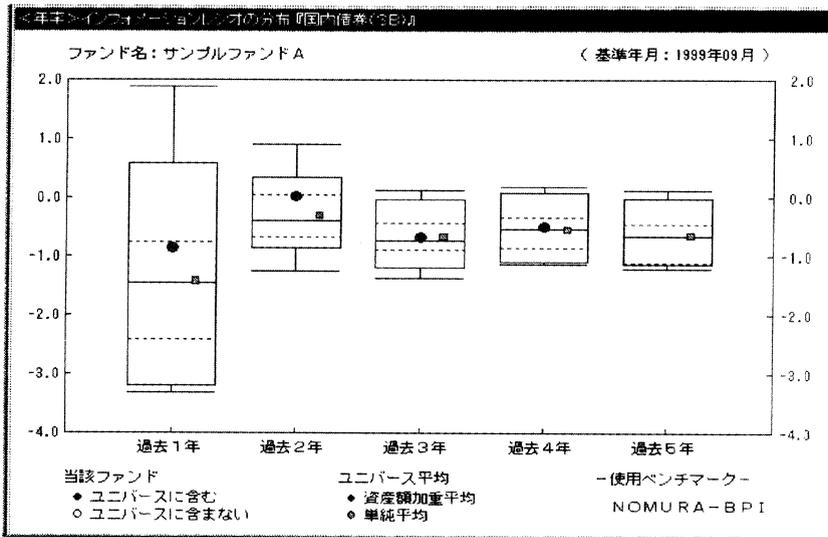


図5. インフォメーションレシオ分布

各ファンドの過去1年（12ヶ月）から5年（60ヶ月）のインフォメーションレシオをボックスチャートで表示する。インフォメーションレシオの算出式は、 $\{月次平均収益率 - インデックス騰落率\} \div (\text{トラッキングエラー})$ で計算される。トラッキングエラーは、ベンチマークに対するリスクを表します。



我が国の投信制度改革と情報開示

Current Aspects of Disclosure in Japanese Investment Trust

高橋 元(作新学院大学教授)
Hajime Takahashi

要約

金融構造改革の進展に伴い、投資信託に関しても多様な改革が実施されている。投資家の投資判断に資すると思われるディスクロージャーについても、相応の改善が試みられており、制度面での整備が進捗していることは認められるが、その運用弾力化を図り、投資家の利便性を一層高めることが現下の課題となっている。

一方、投資家と投信業者とを繋ぐ存在としては、投信評価機関の機能発揮が期待される。ただ、評価機関についても、中立性を保ち、質の高い評価情報を提示し続けていくことが求められており、そのためには運用会社のより踏み込んだ情報開示を通して、評価機関等に十分な分析素材を提供していくことが不可欠である。

Summary

Due to reforms in the Japanese financial system, the environment for investment trusts has also changed in many fields. Improvements are being introduced in the disclosure of trusts, because disclosure is considered to be helpful for the investors. However, under the present system, more flexibility is required in the application of the system, and convenience for investors should be improved even more.

The institutions dedicated to analyze trust fund performance are expected to bridge the gap between the investors and the companies managing those funds. However, these institutions should keep their neutral attitude and provide high quality information to the investors. In order to be able to do that, fund managing companies have to disclose sufficient information and provide them with enough material for analysis.

はじめに

金融構造改革（所謂金融ビッグバン）の進捗は、我が国の投資信託に対しても、多様な制度的変化をもたらしている。投資信託に関連する主要な改革テーマを整理すると、①販売チャネルの拡充、②新規参入の促進、③商品設計の弾力化、の3点に集約される。

投資信託を巡るこれら一連の改革実施に伴い、投資家の利便性向上、競争環境の整備による市場効率性向上、投信業務を通じた関連事業の裾野拡大を含めた証券業者の収益性向上などが期待されている。けれども、その半面では、自己責任原則の徹底、高度な販売倫理の確立（適合性原則の徹底）、投信運用パフォーマンス向上などへの要請も強まる傾向にあり、これらの流れの延長線上に

は、投資社会内部での軋轢を発生させる懸念を否定できない。

今後発生するであろう多様な課題解決に関して、各主体の努力が不可欠であることは言うまでもないが、その基礎的条件を整える意味からも重視されるテーマの一つに、情報開示の一層の促進がある。

本稿では、投信制度改革の現状や、投資信託の基本的な理念と我が国における成立根拠などを通覧した上で、投信のディスクロージャーを巡る諸問題について、若干の考察を加えることとしたい。

1. 投資信託に関する主な制度改革

(1) 投信制度改革の内容

冒頭に記したように、具体的な投資信託の改革

は3点に絞られる。このうち、販売チャネルの拡充については、1998年12月より、銀行による直接窓口販売が認可されたほか、既に運用会社（投信委託会社）による直接販売も定着している¹⁾。

また、新規参入に関しては、投信業務を従来の免許制から認可制に改めたことで、参入が容易になり、競争促進的な環境が整いつつある。しかも、証券業務・投資一任業務の兼業承認が得られたことで、運用会社としての幅広い経営戦略策定が可能となった。加えて、投信評価機関が相次いで設立されるなど、投資信託を巡る周辺ビジネスも裾野を広げつつある。

一方、商品設計の弾力化に関しては、とりわけ多様な基盤整備が進んでいる。可能になった主要な業務項目を列挙すると、証券投資法人（会社型投信）²⁾、私募投信³⁾、運用の外部委託⁴⁾、ファンド・オブ・ファンズ⁵⁾などがある。これらの利用により、新たなコンセプトを基盤とした、多様な投信商品が提供されることになる。このことは投資家にとっては投資に際しての自由度を高め、選択肢の拡大につながるメリットをもたらそう。

これらのうち、販売チャネルが多様化することは、投資信託がこれまで以上に一般大衆にとって身近な存在になることを意味しよう。また、新規参入の促進は、参入業者の資質について、玉石混交状態の招来を予想させる。この点は、投信業務を登録制ではなく認可制としたことで、投資家保護の精神は担保されているものの、投資家にとっては購入商品の選定に際して十分な事前的検討が重要となり、同時に自己責任原則の貫徹が要求されることとなろう。さらに、商品設計の弾力化に伴い、投信商品数が増加し、その仕組みが複雑化することとなるが、これは必ずしも投資家の利便性を高める方向にばかりは作用しないであろう。

投信販売員の商品知識保有レベルの向上と、適合性原則を踏まえた適切な助言行動が要求される

所以であるが、そのためには中立的な評価機関の円滑な機能発揮と共に、ディスクロージャーの充実が重要な課題になると思われる。

（2）投資信託の法的基盤と制度変更

我が国の投資信託は、『証券投資信託及び証券投資法人に関する法律』（以下『投信法』と言う）を成立根拠法としている⁶⁾。『投信法』は、1951年6月に公布・施行されたが、そこには戦後の証券民主化の精神が反映され、受益者（投資家）保護と大衆投資の開拓が謳われていた。同法の成立に際しては大蔵省を中心に試案が作成され、GHQ（連合国軍最高司令部）との折衝の末に漸く日の目を見たという経緯がある。ここで定義された概念は、その後の我が国における投資信託の形態や商品性格を決定してきた。ただ、制度面では、内外の環境変化に応じて幾つもの変更が積み重ねられている。その点を、主要なものについて、時間発生順に眺めてみよう。

先ず、『投信法』制定2年後の1953年には、投資信託業務に関して、それまでの登録制から免許制へと移行することとなった。これは、社会的に問題のあるような劣悪業者を排除することにより、投資家保護の一層の強化を狙った措置である。ここでの改革においては、投信業務に関わる役員の兼業制限規定が設けられるなどの措置も盛り込まれている。

第2番目の改革は、1960年に行われた投信分離である。それまで証券会社本体が行っていた投信業務を独立させ⁷⁾、これにより証券会社の投信業務における利益相反の抑制が試みられた。これに呼応して、投信大手4社は、証券投資信託販売会社を、100%子会社として発足させ、独立した販路の確保を目指した⁸⁾。

第3番目には、「証券不況」に絡んで、1967年に実施された、大幅な改革が挙げられる。ここで

の法改正のポイントは、①委託会社の受益者に対する忠実義務規定を明記しその責任を明らかにしたこと、②「みなす信託」を承認したこと、③「証券投資信託協会」に公益法人としての性格を強化したこと、の3点であった。改革は『投信法』に加えて、省令、施行規則などにより、きめ細かく規定され、徹底が図られている。

第4番目の大きな改革としては、1988年に大蔵省が設置した、証券局長の諮問機関である「投資信託研究会」の報告書⁹⁾に基づいて行われた。大蔵省は、同研究会の報告書を踏まえて1989年12月に「投資信託委託業務の免許運用基準」を発表したが、これにより外資系委託会社などが誕生するところとなった。

第5番目は、やはり「投資信託研究会」が提出した報告書¹⁰⁾を受けて実施された。具体的な内容は、1994年12月に大蔵省が「投資信託改革の概要について」を、同時に投資信託協会が「投資信託改革の実施について」を発表することで明らかにされている。主要項目を列挙すると、①公正取引ルールの整備¹¹⁾、②外国投資信託の国内販売ルールの明確化、③委託会社の免許運用基準の見直し¹²⁾、④ヘッジ目的以外でのデリバティブの利用を認める、⑤ディスクロージャーの充実、などである。

第6番目は、金融制度改革の一環として推進されているもので、1998年12月における改革である。ここでの具体的な3点に絞られる改革内容については既に触れたが、この法律改定により、長く我が国の投資信託を支えてきた基本的な理念にも変化が生じている。まず、『投信法』第1条¹³⁾では、改定前には「一般投資者による証券投資を容易にする」と記されていたが、改定後には「投資者による証券投資を容易にする」と、「一般」の語が削除されている。また、同法第2条第1項¹⁴⁾では、改定前の「不特定且つ多数の者に取得させ

る」から、「複数の者に取得させる」へと変更されている。これらの変更は、私募投信の設定を可能とすることなどを含意したものであるが、投資家の定義が、従来以上に拡大されているように捉えられる。

すなわち、投資信託は、これまでの投資社会においては、投資の初心者向けに販売する商品と位置付けられており¹⁵⁾、『投信法』においても「一般投資者」や「不特定且つ多数」という記述により、所謂個人投資家を対象とする商品と解釈する精神が底流にあった。しかし、条文の改定によって、そうした精神が排除された結果、個人投資家はもはや特別に保護を考慮しなければならない存在ではなく、機関投資家などを含む、より広い投資家層の一部として扱われるようになったことを意味するのである。つまり、個人投資家は、投資信託への投資に際しても、自己責任原則の貫徹が強く望まれるようになったわけである。

2. 投資信託における情報開示

(1) 発行開示と継続開示

投資対象に関わる開示情報は、自己責任原則の徹底が要求される投資家にとって、最も重要な投資判断材料になるものと考えられる。投資信託に関する情報開示は、便宜上、発行開示と継続開示とに区分することができる。発行開示とは、発行時すなわち投信設定に際して作成され、新たに投資信託を購入しようとする投資家に提供されるものである。これに対して、継続開示とは、既に運営されている投資信託について、その運用状況を受益者に知らしめる役割を担っているものである。

発行開示については、『投信法』第26条第2項¹⁶⁾で定めるところに従い、現在では届出目論見書の交付が行われるようになった。また、継続開示に

については、『投信法』第33条¹⁷⁾により、運用報告書による報告開示が義務付けられている。つまり、我が国においては、投資信託に関わる投資情報は、目論見書と運用報告書によって開示されていることになる。ただし、目論見書については、2年間の経過措置として、1998年12月以前に設定された投資信託に限り、改定前の『投信法』に従って作成された受益証券説明書で代替することが許されている。

発行開示は、投資信託制度や個別ファンドに関して、予め投資家に十分な理解を促し、その上で購入を求めるという趣旨に則ったものである。また、運用報告書は一般に「ディスクロージャー」とも呼ばれ、一般企業の決算書類と同様の意味合いを持つ。これは、既述のように、個別ファンドの決算期間における信託財産の運用が、実際に行われてきたかを明らかにするものである。

(2) 情報開示を巡る諸問題

投資信託の情報開示は、制度改革によって大幅に改善されているものと評価される。しかしながら、制度の現実的な運営面では、依然改善されなければならない問題も少なくない。

まず、発行開示に関しては、目論見書が投資家に交付されることで、従来の運用報告書による開示¹⁸⁾に比べると、情報量が飛躍的に多くなり、かつ記載内容は極めて精緻なものとなった。しかし、その半面で、内容が難解・複雑で形式的・無機的な色彩が濃く、一般の投資家には理解しにくいという批判も多い。

次に、継続開示に関しては、大半の運用報告書において、運用者の投資判断がパフォーマンスに与えた影響について殆ど言及されていないほか、組み入れ債券の個別銘柄リストが開示されないなどの問題が指摘されている¹⁹⁾。

これら開示内容の詳細については、従来から省政令・通達、もしくは自主規制団体としての証券投資信託協会の規則などで規定されており、その定めは微に入り細にわたって、記載項目は勿論のこと、記載様式までもがフォーマット化されてきた。このことには、プラス面とマイナス面とがあるであろう。

プラス面としては、無機的な記述は恣意性を排除し、均一な記載内容は時系列的な分析や、同種異ファンドとのクロスセクショナルな比較分析を可能にしている、などを挙げることができる。この点は、投資家にとって以上に、これまでは監督機関にとってのメリットが大きかったであろう。

一方、マイナス面では、画一化された無機・形式的な記述が、ともすると運用サイドにとって言質をとられないような玉虫色の表現に終始し、個別ファンドの個性が外部に伝わりにくい嫌いがあった。

以上を勘案すると、法制度面での整備が進んだ投資信託を巡る現下の環境は、制度運用の弾力化への要請という、次なる段階を迎えていると言えるであろう。

3. 望まれる情報開示の改善努力

(1) 投資信託協会の対応

投資信託の情報開示に関わる諸問題の解決を目指して、1999年10月、投資信託協会は日本証券業協会と共に「証券投資信託の開示制度に関する法令改正要望」をとりまとめ、行政当局に提出している。

そこでは、我が国における投資信託の開示制度の問題を①開示の情報量が膨大となり内容も複雑かつ形式的であること、②開示制度が『証券取引法』と『投信法』とにより2重に規定されており非効率、③インターネットなどの電子的な開示へ

の対応が不十分、という3点に絞り、各々への具体的な改善案が数多く盛り込まれている。以下では、それらのうちの幾つかを紹介しよう。

まず、目論見書の記載内容が複雑・難解である点に関しては、記載項目を①届出目論見書記載項目（投資前に知らせるべき最低限必要な事項を記載し、投資家への交付義務がある）、②追加情報項目（届出目論見書を補完する専門の事項で、投資家の要求に応じて無償で交付する）、③その他項目（公衆縦覧による開示のみとする）、の3段階に整理することを提案している。これにより、投資者は個々のレベルに応じて必要な情報を十分に把握した上で投資判断が可能となる一方、投信業者にとってもコスト抑制が図れるとしている。

次に、現行の投資信託の開示制度が『証券取引法』と『投信法』の両法により規定されていることは、投資家にとって2重の情報開示になるだけでなく、結果的にコスト負担を高めるなどの非効率性をもたらしている。この点に関しては、目論見書と運用報告書の開示項目について重複の排除を行い、合理化を図ることが提案されている。また、投資信託の主要な購入者が証券投資に習熟していない一般の投資者であるという認識の下、運用報告書によって提供される情報は、量的な充実よりも質的な充実を図るべきであると唱えている。

さらに、今日の情報通信手段・技術の発達した状況に鑑み、インターネット等の電子媒体を利用した目論見書・運用報告書の交付を可能とするよう要望している。

（2）評価機関への期待と課題

投資信託協会の要望書は、現行の開示制度における運用上の綻びを繕う上で、相応の水準を維持しているものと評価される。ただし、投資家保護という観点からは、こうした制度的な枠組みの整

備だけでは必ずしも充分ではない。そこには、一般の投資家に対して、中立的なインタープリターが存在し、十分に機能することが要求されよう。その一翼を担うことが期待される存在としては、評価機関が挙げられる。

現在、我が国における投信評価機関は16社に達し²⁰⁾、投資信託協会が提供するデータに基づいて運用評価業務を行っている。彼らに対しては、投資信託に関して、運用・販売サイドと投資家とをつなぐ機能の発揮が求められている。しかしながら、評価機関の現状についても問題は多い。

第1に、評価のための絶対的な情報量の不足が指摘される。投資信託協会からの提供情報だけでは、詳細な分析を行うことが困難であるが、運用会社からの個別的な情報提供の協力体制はまだ確立していない。

第2に、その結果、画一的な評価方法が採用されていることが挙げられる。すなわち、ファンドのパフォーマンス評価に際して、殆どの評価機関が「シャープの測度²¹⁾」に依存しているのが実情である。

第3に、評価機関の中には、証券会社系列の企業が複数含まれており、それらのグループ内には投資信託の運用会社も存在しているという問題である。それらの運用ファンドに関して、当該評価機関は他の評価機関以上に詳細な情報を入手し得るであろうが、情報の非対称性や系列企業としての立場がファンド評価にどのように反映していくかについては、懸念も多い。

第4に、評価情報の発信が、投資社会を構成するどの主体に対して行われるのかが曖昧な点である。投資家に向けてなのか、販売会社なのか、それとも運用会社に対してなのかが、必ずしも明確でない。このことは、評価機関とコンサルティング会社との区分を不明瞭にさせ、評価情報の中立性維持に関する信頼感にも影響を与えよう。

第5に、評価機関が評価対象としているファンドの殆どが既存の投信であり、新規商品に関する評価情報が乏しい問題がある。これは、ヒストリカルなデータのみで分析を行っている殆どの評価機関に対しての要求としては酷なことではあるが、定性的な情報評価などを含めて何らかの工夫が求められよう。

第6に、前項にも関連するが、評価機関が提供する評価情報は、殆どすべてが過去の運用実績によって計測されたものであり、その情報が必ずしも将来の運用実績を保証しない点である。これは、評価情報の開示方法や、販売会社による使用方法によっては、投資家をミスリードする懸念を抱かせるものである。

これらの問題点を考えると、各運用会社が、必ずしも投資信託協会を媒介としないチャンネルを通じてであっても、評価会社の要求する情報を可能な限り公開していく努力が求められる。と同時に、評価機関としては、如何に中立性を保ち、質の高い評価情報を提供していくかが重要な課題となる。現在の評価機関は乱立気味であり、今後淘汰の段階を迎えるものと思われるが、そこでの生き残りの鍵は、何よりも投資家からの信頼獲得にかかっているのである。

おわりに

以上のように、我が国の投資信託に関する情報開示は、改善傾向にはあるものの、まだ過渡的な段階に留まっている。

投資信託は、今後、米国における401(k)プランのような年金資産をはじめ、各種証券サービスの中核的な存在として、投資家からのニーズも高まる方向にある。それにも関わらず、投資信託に対する一般投資家からのイメージは決して好意的なものではない。それは、我が国の投資信託

が、歴史的に国策に利用され、委託会社と販売証券会社との歪んだ関係や制度的制約をも一因とした低パフォーマンスなどによって、結果的に投資家の信任に依ってこなかったからである²⁾。

近年、外国の投資信託が販売実績を上げているが、これは投資信託業界の将来発展に期待を抱かせると同時に、既存の我が国の投資信託に対しては、パフォーマンスの向上や業界体質の改善(高い透明性の確立など)を要求する、投資家からのメッセージと捉えることもできる。その意味でも、ディスクロージャーの一層の整備と評価機関の機能向上は、今後我が国で投資信託が定着・拡大する上で重要な鍵を握っていると言えよう。

〈注〉

- 1) 投信に関わる販売チャンネルとしては、このほか、損害保険の代理店や生命保険の所謂「生保レディ」を介する方法、コンビニなどを利用する方法など、多彩な販路が考えられている。
- 2) 投資家が投信運用会社の株式を売買するような形態の投資信託。
- 3) 50人未満の少数投資家への販売を目的としたイージー・オーダー・タイプの投資信託。
- 4) 投信運用会社が、設定したファンドの運用について、一部を他の運用会社に委ねること。
- 5) ファンドの運用に際して、他のファンドを投資対象として組み入れること。
- 6) 同法は、当初「証券投資信託法」という名称で公布・施行され、時代に応じた改定が積み重ねられてきたが、1998年の大幅改正に伴い、現在の呼称に改められた。
- 7) 戦後、投資信託の再開については、GHQ経済科学局の承認が得られない中で、その黙認によってスタートした経緯がある。GHQの黙認は、①投信の運用内容に関するディスクロージャーの徹底、②将来的に投資信託業務は証券会社から分離させる、という点を紳士協定の形で約束することで得られた。
- 8) 投信販売専門会社の導入は画期的なものであったが、結局その販売力は既存の証券会社には及ばず、1981年から1985年にかけて、業界再編に伴う合併によりすべて消滅した。
- 9) 「投資信託研究会」の報告書は、「今後の投資信託の在り方について」と題して、1989年5月に提出された。
- 10) この報告書は、「投資信託の改革に向けて」として、1994年6月に提出された。ここでの議論は、その後の投資信託制度改革の方向に大きく反映されている。
- 11) 「公正取引ルール」は、委託会社の適正な資産運用などを

確保する見地から定められた。ここに盛りこまれた禁止行為のうち、証券会社との関係に絞って幾つかを抜粋すると、以下になる。

- ①関係証券会社、販売証券会社等の売買手数料増加のための短期売買。
 - ②関係証券会社等の引き受けシコリ玉の取得。
 - ③関係証券会社が主幹事となって行われるファイナンス銘柄について、作為的な相場形成するために行う当該銘柄の売買。
- 12) 従来の委託会社の最低資本金額3億円という基準を撤廃したことにより、新規参入が行い易い環境となった。また、投資顧問会社の委託会社への衣替えを可能にしたほか、委託会社と投資顧問会社との合併や委託会社の投資一任業務に関しても道が開けた。
 - 13) 同法第1条には、“この法律は、証券投資信託及び証券投資法人の各制度を確立し、投資者の保護を図ることにより、投資者による証券投資を容易にすることを目的とする”と記載されている。
 - 14) 同法第2条第1項には、“この法律において「証券投資信託」とは、信託財産を委託者の指図に基づいて主として有価証券に対する投資として運用することを目的とする信託であって、この法律に基づき設立され、かつ、その受益権を分割して複数の者に取得させることを目的とするものをいう”とある。
 - 15) この点は、これまで日本証券業協会が管理する証券外務員資格制度においても、債券と同等に扱われ、株式などの営業資格とは異なる付与条件となっていた。
 - 16) 同法第26条第2項では“証券投資信託委託業者は、信託契約に係る受益証券を取得しようとする者に対して、当該信託契約に係る信託約款の内容を記載した書面を交付しなければならない。ただし、証券取引法第13条第1項に記載する目録見書に当該信託約款の内容が記載されている場合その他政令で定める場合は、この限りでない”と記されている。
 - 17) 同法第33条には、“証券投資信託委託業者は、その運用の指図を行う信託財産について、総理府令・大蔵省令で定めるところにより、当該信託財産の計算期間の末日（総理府令・大蔵省令で定める信託財産にあっては、総理府令・大蔵省令で定める期日）ごとに、運用報告書を作成し、かつ、当該運用報告書を当該信託財産に係る知られたる受益者に対して交付しなければならない”と規定されている。
 - 18) 運用報告書による情報開示の問題指摘としては、参考文献[6]を参照のこと。
 - 19) 参考文献[15]参照。
 - 20) 1999年10月末現在の評価機関は、①スタンダード&プアーズ・アイフィス、②野村総合研究所、③日経ホーム出版、④大和総研、⑤エービック・三菱アセットブレインズ、⑥QUICK、⑦日本金融通信社（ニッキン）、⑧投資信託事情調査会、⑨ブルームバーグLP東京支店、⑩日興システムセンター、⑪株式新聞社、⑫グローバル・ラップ・コンサルティング・グループ、⑬モーニングスター・ジャパン、⑭東洋経済新報社、⑮時事データサービス、⑯キャピタル・

アセット・プランニング、の16社である。

- 21) シャープの測度 = $(R_p - R_f) / \sigma [R_p]$
ただし、 R_p :ポートフォリオのリターン
 R_f :安全資産利子率
 $\sigma [R_p]$: R_p の標準偏差
- 22) このテーマに関する詳細な議論は、参考文献[5]を参照のこと。

〈参考文献〉

- 高橋 元 「投資信託の制度改革と金融資本市場の展望」、『旬刊経理情報』（中央経済社）No.874、1月10・20号
- 高橋 元 「銀行でも買える投資信託——金融ビッグバンで何がどう変わるか?」、『くらしの数』（NHK学園）1999年1月号
- 高橋 元 「投信は戦略商品となり得るか」、「年金情報」（日本格付投資情報センター）第187号、1998.6.1号
- 高橋 元 「販売倫理向上と情報開示の徹底を——投信市場の定着・拡大のための条件」、『金融財政』（時事通信社）第9069号、1998年5月28日号
- 高橋 元（1998c）「わが国の投資信託と今日的課題」、『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）第36巻9号、1998年9月号
- 高橋 元 「投資信託のディスクロージャーと運用評価」、ディスクロージャー研究会編『現代ディスクロージャー論』（中央経済社）1999年、第18章
- 高橋 元 「投資信託のしくみ」（WAVE出版）1996年
- 高橋 元 「証券市場と投資の理論」（同文館）1994年
- 和泉 満男 「現代の投資信託」（日本経済新聞社）1987年
- 井上 義郎 「投資信託入門」（実業之日本社）1982年
- 資本市場研究会 「今後の投資信託の在り方について」（資本市場研究会）、1995年
- 資本市場研究会 「魅力ある投資信託をめざして」（資本市場研究会）、1995年
- 証券団体協議会 「投資信託の現状と課題」（証券団体協議会）、1993年
- 杉崎 博 「投資信託の仕組みと改革」（東洋経済新報社）、1996年
- 山根 寛隆 「投資信託ディスクロージャーの問題点」、『金融財政』（時事通信社）第9092号、1998年8月31日号
- 蛭山 昌一・編 「投資信託と資産運用——成長への戦略と課題」（日本経済新聞社）1999年
- ゴールドマン・サックス投信・編 「投資信託革命——21世紀の資産運用」（日本経済新聞社）1998年
- Bain, William G. "Investment Performance Measurement", Woodhead Publishing Limited, 1996
- Blume, Marshall E. "An Anatomy of Morningstar Ratings", Financial Analysts Journal, March/April 1998
- Dorf, Richard C. "The New Mutual Fund Investment Advisor", Probus Publishing, 1986
- Fabozzi, Frank and Modigliani, Franco "Capital Markets -second edition" Prentice Hall, 1996

- Fredman, Albert J. and Wiles, Russ "How Mutual Funds Work - second edition" New York Institute of Finance, 1998
- Grane, Peter G. "Mutual Fund Investing on the Interest" AP Professional, 1997
- Haight, Timothy G. and Morrel, Stephen "The Analysis of Portfolio Management Performance" McGraw-Hill, 1997
- Helly, Jason "The Neatest Little Guide to Mutual Fund Investing" PULUME, 1996
- Leckey, Andrew "The Morningstar Approach to Investing -Wiring into the Mutual Fund Revolution" Warner Books, 1997
- Rose, Peter S. and Kolari, James W. "Financial Institutions -fifth edition" IRWIN, 1995
- Rutherford, Ronald K. "The Complete Guide to Managing a Portfolio of Mutual Fund" McGraw-Hill, 1998
- Spaulding, David "Measuring Investment Performance" McGraw-Hill, 1997

投 稿 規 定

本誌はディスクロージャー研究学会の学会誌（年1回発行）です。学会会則第3条第3項に基づき発行されます。査読制度（レフリー制度）を採用しています。ふるってご投稿ください。

投稿資格等

- ・ 本学会の会員、入会申込者。
- ・ 本学会の会員との共同執筆者。
- ・ 投稿原稿は未発表のものに限ります。

論稿の種類

- ・ 論 文。
- ・ 書 評。

原稿作成上の注意

- ・ 横書き。
- ・ 論文は8,000字以内（図表を含む）。日本語（500字以内）と英語（200 words以内）の要約を添付してください。
- ・ 書評は1,000字以内。
- ・ 原稿はe-mailで学会事務局に提出してください。

選考方法

- ・ 投稿原稿は、当編集委員会の定める「投稿原稿審査要項」に基づく審査（査読者は編集委員または編集委員以外の専門家より選定した3名）を経て、「研究論文」（査読受理論文）、「報告論文」（その他の論文）と「書評」に区分して掲載の採否を決めます。

編集委員会

- ・ 編集委員長：國村道雄、編集委員：高橋 元、柴 健次。

送付先（学会事務局）

学会事務局長 柴 健次
〒564-8680 大阪府吹田市山手町3-3-35
関西大学商学部気付
ディスクロージャー研究学会事務局
電話 代表06-6368-1121
E-mail kenshiba@ipcku.kansai-u.ac.jp。

（詳しくは、学会事務局にお問い合わせください）

第 1 回 研究 大 会

1. ディスクロージャー研究学会

場 所：山口大学大学会館 日 時：平成11年5月8日正午から

記念特別講演「市場と情報」 蠟山昌一 国立高岡短期大学学長

自由論題報告

第一会場「中国上場企業のディスクロージャー」 趙 家林（麗澤大学）

「連結情報のディスクロージャー」 高須 教夫（近畿大学）

「環境情報開示の現状と課題」 松尾 聿正（関西大学）

第二会場「投資信託のディスクロージャーと運用評価」 高橋 元（作新学院大学）

「企業年金のディスクロージャーと運用評価」

早川 好寛（日本格付投資情報センター）

「銀行のディスクロージャー」 國村 道雄（名古屋市立大学）

2. 公開シンポジウム（山口大学創立50周年記念事業）

場 所：山口大学大学会館 日 時：平成11年5月9日午前10-12時

テーマ：「情報の公開と開示」——市場経済社会の活性化に向けて

司 会 吉村 光威（山口大学）

パネリスト（50音順）

宇都宮年夫（日本格付投資情報センター格付本部）

川北 英隆（日本生命保険資金証券部）

小湊 繁郎（三井物産広報室IRチーム）

静 正樹（東京証券取引所上場管理室）

平松 一夫（関西学院大学）

山田 辰巳（公認会計士）

編集後記

- ディスクロージャー研究学会は、1996年6月6日にインターネット上の「バーチャル」な学会として発足した。我々のホームページ「BLUE SKY PAGES」へぜひ一度アクセスされたい (<http://www.mmjp.or.jp/disclosure/>)。
- その後、「リアル」な学会として衣替えせよとの期待に応える形で、1999年5月8日・9日に山口大学で創立総会と第1回研究大会を開催した。学会発足を記念して、学会編『現代ディスクロージャー論』（中央経済社）が刊行された。
- 創立時から学会誌発刊が予定され、誌名は『現代ディスクロージャー研究』、その英文表記は Contemporary Disclosure Research と決定した。あわせて、学会の英文表記を Japanese Association for Research in Disclosure とし、その略称は“JARDIS”とした。
- 本誌創刊号は、第1回研究大会における自由論題報告で構成されている。編集委員会は、学会誌をレベルの高いところからスタートさせるために「査読制度」（レフェリー制）を導入した。
- ネット時代にふさわしく、直面したすべての課題が、編集委員長の國村道雄先生と執筆者・編集委員との間でEメール・ベースで解決された。ネットの時代に生き残るには、ネットに接続していることが必要条件であると実感させられた。
- 創刊号に収録された論文は、環境情報、連結情報、中国上場企業、年金基金及び投信制度改革と関連するディスクロージャーを扱っている。今日的テーマが出揃ったという感じがする。

(柴)

現代ディスクロージャー研究 No.1

2000年6月20日 発行

◎発行者 ディスクロージャー研究学会
発行所 〒564-8680
大阪府吹田市山手町3-3-35
関西大学商学部：柴研究室内
TEL 06-6368-1121(代)
印刷所 ナニワ印刷株式会社
