

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会  
第二小委員会委員 石川博行

企業情報の宝庫といわれる有価証券報告書。投資家が証券投資の意思決定をする際に必要な企業情報が満載である。1990年代後半からの一連の会計制度改革、いわゆる会計ビッグバン（連結決算中心主義への移行、連結キャッシュ・フロー計算書の開示、時価会計の導入など）により、開示情報の拡充や国際的な会計基準へのコンバージェンスが図られたのは、周知の通りである。

有価証券報告書で開示される企業情報は、定量的な情報（財務情報）ばかりではない。定性的な情報（非財務情報、記述情報）の開示も拡充している。2004年3月期から、有価証券報告書等において、「事業等のリスク」「財政状態及び経営成績の分析（MD&A：Management Discussion and Analysis）（注1）」「コーポレート・ガバナ

ンスの状況等」の項目が新設され、その後も、記載内容の見直しや拡充が行われている。2022年現在の有価証券報告書の記載内容は、**図表1**の通りである（注2）。

なぜ、定性情報が重要になってきているのか？企業を取り巻く経済環境が急速に変化しており、従来の財務情報だけでは、企業の事態把握や将来業績の予想が困難になってきているからである。2019年3月に公表された「記述情報の開示に関する原則（以下、原則）」（金融庁）の「総論」では、企業情報の開示における記述情報（注3）の役割を次のように説明している。

（注1）「財政状態及び経営成績の分析」は、2010年3月期からは「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」、また2018年3月期からは「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」という項目名に変更されているが、本解題では、「MD&A」という用語を統一的使用する。

（注2）「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」という項目名は、2017年3月期から使用されている（それまでは、「対処すべき課題」という項目名が用いられていた）。なお、第2【事業の状況】の独立項目であった「業績等の概要」と「生産、受注及び販売の状況」は、2018年3月期から「MD&A」に統合された。同様に、第4【提出会社の状況】の独立項目であった「株価の推移」と「役員の状況」は、2019年3月期から、それぞれ「主要な経営指標等の推移」（第1【企業の概況】の1項目）と「コーポレート・ガバナンスの状況等」に統合された。

（注3）原則では、記述情報を「法定開示書類において提供される情報のうち、金融商品取引法第193条の2が規定する「財務計算に関する書類」において提供される財務情報以外の情報」と定義している。原則では、記述情報のうち、特に**図表1**の第2【事業の状況】の1～3について、開示の考え方を整理している。

図表1 有価証券報告書 第三号様式 第一部【企業情報】

第1【企業の概況】
第2【事業の状況】
1【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】
2【事業等のリスク】
3【経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】
4【経営上の重要な契約等】
5【研究開発活動】
第3【設備の状況】
第4【提出会社の状況】
1【株式等の状況】
2【自己株式の取得等の状況】
3【配当政策】
4【コーポレート・ガバナンスの状況等】
第5【経理の状況】
1【連結財務諸表等】
2【財務諸表等】
第6【提出会社の株式事務の概要】
第7【提出会社の参考情報】

(出所) 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令」を基に、解題者作成

記述情報は、財務情報を補完し、投資家による適切な投資判断を可能とする。また、記述情報が開示されることにより、投資家と企業との建設的な対話が促進され、企業の経営の質を高めることができる。このため、記述情報の開示は、企業が持続的に企業価値を向上させる観点からも重要である。

証券アナリストには、財務情報を分析する能力はもちろんのこと、定性情報の情報内容を分析し、バリュエーションに反映させる能力が求められるようになってきているわけである(注4)。

そこで、本特集では、有価証券報告書の定性情報が投資家行動等にどのような影響を与えているのかについて、テキストマイニングなどの手法を適用して得られた証拠に基づいて議論する(注5)。事例研究、実験研究、実証研究といった多様な方法論に基づいて、定性情報の情報内容を明らかにしているのが、本特集の特徴である(注6)。

環境・社会・ガバナンス(ESG)、サステナビリティ、地球温暖化や新型コロナウイルス感染症に対するリスクマネジメントなど、定性情報開示

(注4) 例えば、Ohlson [1995] は、残余利益モデル(RIM)に、残余利益と他の情報(other information)に関する線型情報動学(linear information dynamics)を導入することによって、現時点の情報(自己資本、当期純利益、配当、他の情報)だけから構成される株式価値評価モデルを導出している。「他の情報」は、現在の株価には反映されているが、現在の財務諸表にはまだ表面化していない、将来の残余利益に影響を及ぼす情報であり、定性情報の多くが該当する可能性がある。

(注5) 以下では、基本的に「定性情報」という用語を使用する。

(注6) あわせて、本誌2022年8月号に掲載されている矢澤ほか[2022]も参照されたい。有価証券報告書の定性情報のトーンとリーダービリティ(可読性)が、中長期的な将来業績に与える影響を分析している。

に対する要求は高まる一方である。最初の野田論文「有価証券報告書をめぐる定性情報開示の実態と今後の方向性」は、そのような定性情報開示の実態と今後の方向性を議論したものである。

まず、ガバナンス情報、リスク情報、MD&Aといった定性情報の開示量が年々増加しているという先行研究の証拠を示した上で、近年では、開示内容の具体性が求められている点を指摘している。金融庁が2019年から毎年公表している「記述情報の開示の好事例集」は興味深い。直近では、新型コロナウイルス感染症、ESG、サステナビリティ情報（気候変動関連、経営・人的資本・多様性等）など個別事項についての開示例も紹介しており、非常に参考になる。

今後の方向性については、情報の提供者と利用者の観点から議論されている。統合報告書をはじめとする定性情報の開示媒体が増加する中で、情報提供者側は、有価証券報告書の定性情報とのすみ分けや連携を図る必要性などが指摘されている。自然言語処理技術の急速な発展も相まって、今後、定性情報の価値はますます高まっていくであろう。情報利用者側にとって、テキストマイニング等の習得が必須となる時代が来るかもしれない。

前述の原則では、記述情報の分かりやすい開示を求めている（注7）。二つ目の廣瀬論文「有価証券報告書における定性情報が投資家の意思決定に与える影響—オンラインサーベイ実験による検証—」は、企業が開示する読みやすく分かりやすい会計情報の開示が、個人投資家の意思決定にどのような影響を与えるのかを、オンラインサーベイ実験で検証したものである。基礎研究とされているが、リーダビリティに関する日本で行われた初

めての実験研究である。

具体的には、リーダビリティ（読みやすい／読みにくい）と業績の情報内容（グッドニュース／バッドニュース）の2×2の被験者間オンラインサーベイ実験を実施し、四つの条件間で、業績を見る前後の企業価値評価額の変化額に差があるのかを検証している。分析の結果、読みやすい開示を行っている企業の方が、読みにくい開示を行っている企業よりも、企業価値が高く評価されるという結果を報告している。バッドニュースのときでも、読みやすい開示を行った方が、企業価値評価額が高くなるという日本独自の結果も興味深い。ディスクロージャー戦略に示唆を与える。

実験研究になじみがない読者が多いかもしれないが、本論文では、実験のデザインや手続きが分かりやすく詳細に説明されている。アーカイバルデータに基づく実証研究と比べて、実験研究に基づく証拠の蓄積は少ない。本論文をきっかけに、実験研究の裾野が広がることを期待したい。

2004年3月期から開示が始まった「MD&A」や「事業等のリスク」であるが、ひな形的な開示が多く付加価値に乏しい、外部環境の変化にかかわらず毎年記載に変化がないといった批判があった。これを受けて、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループは、2016年と2018年の2度にわたって記述情報の開示充実に向けた提言を行い、2018年と2020年に、それらの提言を踏まえた制度改定が行われた。続く二つの論文は、それらの制度改定の効果を検証したものである。

まず、中野・五十嵐・湯浅論文「MD&A情報における「トピック」の分析」は、「MD&A」の制度改定に分析の焦点を当てている。具体的には、

（注7）「記述情報の開示に当たっては、その意味内容を容易に、より深く理解することができるよう、分かりやすく記載することが期待される」（総論2-4）。

テキストデータの内容を統計的に分類する手法（トピックモデル）を用いて、2018年と2020年の制度改定前後で、MD&Aの記載内容がどのように変化したのかを分析している。分析の結果、近年のディスクロージャー制度改革に伴い、2018年は経営戦略（とりわけ中期経営計画等）に関する記述が、また2020年は会計上の見積もり等に関する記述が充実したという証拠を提示している。2度の制度改定の意図と統合的な結果であり、納得できる。

MD&Aで議論される内容が、制度改定後、経営戦略や会計上の見積もり以外の、より広範囲なトピックに及んでいるという証拠も興味深い。ディスクロージャー制度の改定が、企業の追加的な定性情報の開示をもたらした可能性を示唆する証拠といえる。それを通じて、企業と投資家の対話が促進されたのであれば、当該制度改定は、想定以上のプラスの効果をもたらしたといえるかもしれない。

最後の田中・木村・中田・井上論文「企業の情報開示と株式の市場流動性—記述定性情報のケース—」は、2020年に行われた「事業等のリスク」に関する制度改定に焦点を当てている。制度改定を受けて、実際に記述を充実させているかどうかだけでなく、記述充実化が株式の市場流動性に与える影響まで分析している。

具体的には、「事業等のリスク」を対象として、記述充実度に関する指標を複数算出し、まず、2020年の制度改定への対応によって、「単語数」「記述内容変化」「トピック数」の指標が有意に増加したという分析結果を報告している。コロナ要因もコントロールしている。単に文字数の水増しではなく、記述の内容、さらに記述の論点まで増やしていることが明らかになっている。

次に、記述充実度の変化と株式の市場流動性の関係を分析し、2020年だけ、記述充実度の変化が大きな企業において、流動性の有意な改善があったという証拠を報告している。制度改定が、経営者と投資家の情報の非対称性緩和に貢献したことを示す証拠であり、流動性の観点からもプラスの制度改定だったといえよう。

なお、本論文では、ガバナンス（社外取締役や監査法人）やアナリストカバレッジとの関係も分析しており、例えば、記述内容を充実させた企業の中でも、アナリストが手厚くカバーして情報生産している企業において、特に流動性が改善しているという興味深い結果も報告している。

本特集の結論は、至ってシンプルである。定性情報の充実化は、市場にプラスの効果を与える。その際、読みやすく分かりやすい記述が望ましい。定性情報の開示について、まだ手探り状態という企業もあるだろう。その意味において、前述の「記述情報の開示の好事例集」は有用である。

本特集は、有価証券報告書の定性情報に焦点を当てたものであるが、定性情報は、有価証券報告書上だけで開示されているわけではない。コーポレート・ガバナンス報告書、統合報告書、ESG報告書など、定性情報の量は、年を追うごとに拡大している。証券アナリストは、定性情報の情報内容を分析するスキルを習得し、バリュエーションに反映させる能力が求められる時代になっている。

#### 【参考文献】

- 矢澤憲一・金鉉玉・伊藤健顕 [2022] 「財務報告研究におけるテキスト分析」、『証券アナリストジャーナル』60(8)、52-61ページ。
- Ohlson, J. [1995] “Earnings, book values, and dividends in equity valuation,” *Contemporary Accounting Research* 11(2), pp.661-687.