

## 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 中野 誠

財務報告・情報開示の頻度やインターバルは経営者の時間的視野とどのような関係にあるのだろうか。直感的には、インターバルが短くなると近視眼的になり、逆にインターバルが長くなると長期的視点の経営スタイルが可能になりそうに思える。だが、果たして本当にそうだろうか。極端な話、財務報告を「10（20）年に1度」にしたら、長期的視野に立てるのか？ エントレンチメント効果が発生しそうだし、私が経営者ならば、“Quiet Life”をエンジョイしそうな気もする。

そもそも決算の期間は人工的規定物である。12カ月である必然性はない。人間が区切っているにすぎない。「昔、日本企業の本決算は6カ月単位だった」というと、若い読者は驚くだろう。1974年の商法改正により中間配当制度が認められるようになったため、多くの会社の本決算は12カ月となったのである。逆にいうと、74年以前は6カ月ごとに本決算を実施していたのである（中間決算ではない！）（注1）。さて、そうだとし、74年以前は相対的に近視眼的な経営が蔓延していたのだろうか。

目を海外に転じてみよう。財務報告以外の規制のうち、経営時間軸に関連する興味深い現象が観

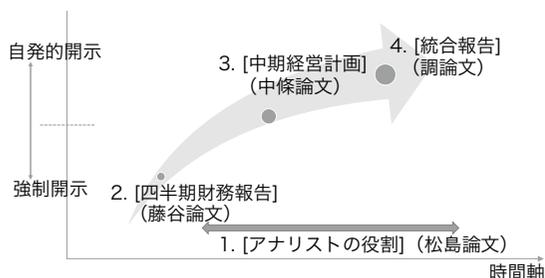
察される。フランスでは2014年のフロランジュ法（The 2014 Florange Act）が成立した。この法律以降、上場企業は定款で禁止しない限り、継続して2年以上保有される株式に対して、2倍の議決権（Double Voting Rights：DVR）を付与することが義務付けられている（株主総会で3分の2以上の反対があれば拒否が可能）。直感的には、長期保有の株主が増えると、長期的視野に立つ経営ができそうな気もする。だが、Bourveau *et al.* [2019] の実証研究によると、DVR採用企業は外国籍機関投資家の持株比率が低下するし、資本コストは上昇してしまった。DVRによって政府や創業家一族などの大株主が株式持分割合以上に発言力・支配力を強めるケースも散見される。強制的な長期保有者優遇政策は、内部者のエントレンチメントを誘発する可能性が指摘されている。実際、DVR導入を拒否した企業群に関して株式市場はポジティブな反応さえ示している（注2）。

本稿では、財務報告・開示の時間軸や射程期間の短い順に、四半期財務報告、中期経営計画、統合報告を取り上げ、企業経営への影響を考察するとともに、証券アナリストの役割についても読者

（注1）この点に関しては、中村 [1984] を参照。

（注2）DVRに関しては、一橋大学の縄田寛希氏よりご教示いただいた。

図表1 財務報告と経営の時間軸



(出所) 筆者作成

と共に考えたい (図表1)。

第一の松島論文「経営の時間軸の変化と新たな証券アナリストの役割」は、新型コロナウイルスの影響により生じるニューノーマル（新常态）下における証券アナリストの役割を広く論じている。ニューノーマルへのシフトにより、企業経営には長期的視点が必要となり、企業価値を分析する証券アナリストにも長期的な構造変化の先読みが求められると論じている。その上で、「証券アナリストの予想も通常は3期予想にとどまっており、10年予想にトライしている証券アナリストは少ない。四半期決算が出るたびに目先の短期的な動きを一生懸命レポートに書いているが、そのようなレポートには付加価値はなく、すぐに陳腐化してしまう」と厳しい指摘をしている。

フェア・ディスクロージャー規制により、もはや早耳情報の提供には価値はない。今、証券アナリストに求められているのは、「誰もが知りたいニューノーマルでの環境変化や構造変化に対する産業構造の転換や企業の対応変化と持続可能性の長期予想（深掘り）レポート」とであるという。そのためには、財務情報に加えて、モザイク状に点在する非財務情報を多角的に収集・解釈する能力が求められているという。そのような「気づく力＝眼力」を開発するためのヒントも開陳されて

おり、若手の読者にとって興味深い論稿となっている。「証券アナリストが生き残る手段は非財務情報分析の高度化による長期予測」と言い切る論調には清々しささえ感じる。特集の最初を飾る松島論文は、ニューノーマル環境下で生き残りを模索している若手・中堅証券アナリスト必読の論稿である。

第二の藤谷論文「財務報告頻度の経済的影響—四半期財務報告の政策評価の視点から—」は、法定開示の頻度、とりわけ四半期財務報告の経済効果について考察している。最初に、財務報告頻度に関する相反する仮説を検討している。すなわち、「情報仮説」と「短期主義仮説」である。「情報仮説」は、高頻度の財務報告には株式市場に対してより多くの情報を伝達する機能があると考え、情報の非対称性を緩和する機能が期待されている。一方、「短期主義仮説」は、報告頻度が増加すると経営者が長期的な利益・価値を生み出す投資を控えるようになると想定する。いわゆる、「ショートターミズム」問題である。

わが国の経済界では、なんととはなしに、「四半期財務報告はショートターミズムをもたらす制度である」という空気のような雰囲気蔓延している。「そんなの、当たり前じゃないか！」と大半の人は考えるだろう。だが、果たして本当だろうか？ 藤谷論文は、エビデンスを得ようとして、果敢にもこの問題に計量的に挑戦をした。このような問題設定は、大学の研究者くらいしか行わないだろう。分析に際して、四半期報告を強制されない「非上場の公開企業」という興味深いコントロール・グループを活用している。緻密な分析の結果、「情報の非対称性が深刻である企業では財務報告頻度の増加によって投資が増加する程度が大きい」という結論を導き出している。四半期報

告は必ずしも「ショートターミズム」をもたらすとは限らないというのである。エビデンスベースの制度設計が叫ばれる中、藤谷論文は貴重な学術的証拠を提供している。研究者ならではの論稿である。

第三の中條論文「制度開示における中期経営計画開示の実態と課題」は、中期経営計画に光を当てている。元来、中期経営計画は経営管理上の内部資料の性格が強かった。しかし、19年3月に金融庁が公表した「記述情報の開示に関する原則」では、法定開示書類である有価証券報告書内での中期経営計画の活用が提唱されている。そこで中條論文は、有価証券報告書における中期経営計画の開示実態を調査した。

具体的には化学業界（205社）を調査対象としている。幾つか興味深い実態を明らかにしているので、簡単に紹介をしたい。第一に、約65%（134社）の企業が有価証券報告書において中期経営計画内容の開示を行っている。第二に、数値目標としてROEを開示しているのは約32%（65社）にすぎない。第三に、配当性向に至っては、約5%（11社）しか開示を行っていないのが現状である。第四に、時間軸との関係でいうと、中期経営計画自体の計画期間は平均すると3.37年だった点を報告している。第五に、長期経営計画や長期ビジョンといった、長期的に会社の目指すべき姿を記載していたのは約26%（53社）にとどまっていた。この点に関して、中條氏は、「本来、中期経営計画は長期経営計画を実現するための過程であるはずである。長期的に目指すべき姿が不明な状態では、中期経営計画が適切なものなのか判断することは難しい」と指摘している。この点に関しては、松島論文も長期経営計画を打ち出す企業が少ない点を指摘しており、日本企業の共通課題といえる

だろう。

第四の調論文「統合報告の導入が利益情報開示に及ぼす影響」は、より長期日線の情報開示を扱っている。統合報告書においては、財務情報だけでなく、非財務情報が開示される。扱う内容も、直近の目標というよりは、中期計画、更には長期ビジョンにまで及ぶものである。この点に関して、調論文は統合報告を、「財務情報と非財務情報の統合」と、短期・中期・長期の「時間軸の統合」という2次元の統合であるという整理をしており、非常に興味深い。

日本企業を対象として統合報告導入が利益情報の開示行動に及ぼす影響を分析している。分析の結果、統合報告の導入後、企業は保守的な会計的利益調整行動をとる点を析出している。また、COVID-19の影響下において、統合報告導入企業は非導入企業よりも21年3月期の期初の業績予想を開示する確率が高いことも報告している。

統合報告に関しては、従来、事例分析の蓄積は見られるが、計量的な分析は数えるほどしかない。そのような中で、統合報告が企業に与える影響に計量的にアプローチした論稿は新しい領域を切り開くものである。

財務報告の時間軸が大きな問題にされるのは、「所有と経営の分離」が存在する企業である。オーナー＝経営者の場合には、それほど大きな問題にはならない。エージェンシー問題の枠組みで考えるならば、外部株主（経営者以外の一般株主）が存在する公開企業の場合には、3種類のエージェンシーコストが発生する。第一にモニタリングコスト、第二にボンディングコスト、第三に残余ロスである（Jensen and Meckling [1976]）。

この枠組みを本特集号に引き寄せて考えてみよ

う。第一に、四半期財務報告により情報の非対称性は低下し株主のモニタリング活動にかかるコストは低減する可能性はある。だが、一方で経理・財務報告という直接コストは増大する。第二に、中期経営計画の開示により、経営者は目標を外部公表することになり、自らの行動を束縛することになる。株主価値破壊が抑制されるという意味では、相対的に残余ロスが減る可能性もある。第三に、最近よくある統合報告書への外部第三者のアシュアランス付加行為は、ボンディングコストの一例として整理することも可能である。モニタリングとボンディングにコストをかけることで、非最適行動がもたらす企業価値低下（残余ロス）は減るかもしれないが、全体としての企業価値は低下する可能性もある。

近年の上場企業を取り巻く財務報告環境においては、開示情報の頻度・量ともに増加傾向にある。この点に関して、企業サイドからは「財務報告コストの増大」という不満を漏れ聞くことがある。だが、財務報告のコストを最終的に負担するのは株主である点を忘れてはならない。たしかに放任しすぎると、残余ロス（価値毀損）が生じる可能性が高い。だが、厳しくし過ぎると、モニタリン

グコスト、ボンディングコストがかさむ。更なる厳格化を進めると、上場自体の費用が便益を超過してしまい、非上場 (going private / stay private) を選択させてしまいかねない。近年の米国における上場企業数の減少トレンドの背後には、上場コストとりわけ財務報告コストという要因も働いているようである。

望ましい経営の時間軸は、産業・企業のライフサイクルによって異質であろう。財務報告の時間軸に関しても、唯一の最適時間軸は存在しない。それでも、本特集号のように、財務報告と経営の時間軸を考えてみるという作業には、少なからぬ価値があるように思われる。

#### (参考文献)

- 中村忠 [1984] 『財務会計論』、国元書房。  
Bourveau, T., F. Brochet and A. Garel [2019] “The Effect of Tenure-Based Voting Rights on Stock Market Attractiveness: Evidence from the Florange Act,” Available at SSRN 3324237.  
Jensen, M. and W. Meckling [1976] “Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.