

2015年8月26日

全3頁

## 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

金融調査部 主任研究員  
鈴木 裕

## 長期投資を阻害する短期的情報開示

長期投資とは、企業の中長期的な成長の果実を投資家が手にするための投資手法であるという見解があることは、これまでも説明してきました。投資家と投資先企業とが対話を行い、企業の中長期的な成長の方策について意見を戦わせることで、企業の価値を高め、雇用を生み出し、経済全体のパフォーマンスを引き上げられるとの考え方に立って、これを推進していこうということです。

この意味での長期投資が充分に行われていない理由として、こうした投資や対話の材料となる情報が適切に提供されず、むしろ短期志向を助長するような情報が開示されているとの見解がしばしば表明されます。特に四半期ごとの業績や予想に関する情報に投資家だけでなく経営者自身が過敏に反応し、長期的な企業経営が実現せず、投資家の中長期的利益も損なわれているとの批判があります。その結果、企業の情報開示制度を見直そうという動きにつながっていきます。長期投資の促進策を考える上では、四半期開示制度を改めるべきであるとの主張が力を持ってくることになります。

## わが国における問題提起

伊藤レポート<sup>1</sup>では、セルサイドのアナリストの問題として、「四半期開示の導入により、四半期決算のフォローに忙殺されたことが、経営者との対話や中長期的な企業価値評価に十分な時間を割けなくなった主な原因の一つとして認識されている。」(p.68)との指摘があります。また、こうした投資家側の短期志向を受けて、経営者側でも、「結果として、特に四半期開示制度によって企業と投資家の議論が短期的な方向に陥っている面があることが指摘されている。」(p.79)と言及されています。四半期開示によって短期的な業績が測定されることになれば、投資家は短期的な業績を引き上げることを要望するであろうし、それに応えて経営者側でも、短期の業績アップに重点を置いた経営判断を重ねるかもしれない、という危惧なのでしょう。

1) 経済産業省「伊藤レポート『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト『最終報告書』を公表します」  
<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>

もっとも、こうした問題提起は伊藤レポートが初めて行ったわけではありません。内閣府の「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」がまとめた「目指すべき市場経済システムに関する報告」<sup>2</sup>では、企業の四半期開示について、「経営者の意思決定を迅速化する効果があるとされる一方、四半期での利益確保を重視するあまり中長期的な視点に立った経営を困難にするとの批判がなされている。」とされている通りです。四半期開示があるために、企業経営者が中長期的な企業価値の増大を目指すための経営に取り組むことが困難になっているのではないか、と指摘されています。

### 短期的情報開示に対する懸念の広がり

短期的な情報開示を撤廃すれば、より広く証券市場の機能を高めるベネフィットが期待できるのではないかという見解は、以前から海外でも表明されています。2007年に全米商工会議所（The United States Chamber of Commerce）が発行した報告書<sup>3</sup>では、四半期業績予想ガイダンスを廃止し、それに代えて、長期の企業戦略に関する追加情報を提供すべきであると提唱しました。これは、相対的に競争力を失いつつあった米国証券市場の強化を目指して、企業経営を短期志向から長期の企業価値増大へ転換するための政策提言でした。

最近でも、2012年に英国ビジネス・イノベーション・職業技能省（Department for Business, Innovation and Skills）がLSE（ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス）のJohn Kay教授に依頼して作成されたKay Reviewと呼ばれるレポート<sup>4</sup>では、義務的の四半期報告の撤廃や財務情報に限定しない簡潔で良質な叙事的（narrative）情報開示の実施などが提案されました。こうした企業情報の短期的な開示に対する批判は、投資家や経営者が短期的情報に依存すると、企業の長期的成長を軽視するようになり、企業価値の損失、市場の効率性低下、投資リターンの減少など、好ましくない結果を招く恐れがあると考えられるとの視点からのものです。企業経営と投資判断における短期志向を是正するため、四半期開示制度について撤廃も含めて改めて検討するべきであるということです。

---

2) 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会

<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/index.html>

3) “Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century”

[http://www.uschamber.com/sites/default/files/reports/0703capmarkets\\_full.pdf](http://www.uschamber.com/sites/default/files/reports/0703capmarkets_full.pdf)

4) 「THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING」

<http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report>

## 四半期開示が引き起こす問題

このように、四半期開示の是非を巡っては様々な政策提言が出されています。四半期開示が引き起こすとされる問題点を整理すると、およそ次の 3 点に集約できるでしょう。

- ・四半期業績をよく見せるために、短期的に達成可能な目標に取り組むようになる。
- ・ビジネスサイクルが異なる場合であっても、四半期という期間を意識せざるを得なくなる
- ・頻回な会計による事務負担増

特に四半期業績の改善に注力するあまり、長期的な収益機会が軽視されてしまうというところに、最も大きな問題が潜んでいると考えられているようです。投資家側から四半期業績改善の圧力を受け、企業側が本意ながらも短期の業績改善に注力するようになることもあれば、企業の経営陣が自発的に中長期的な経営よりも四半期での業績を取り繕うような判断を重視するようになる場合もあるかもしれません。投資家側と企業側のどちらが先に短期志向に陥ったのか、なかなか結論は出せないでしょう。企業業績を短い期間に分けて計測することが、投資家と経営者双方の判断をゆがめているのではないかという意見がかなり強く主張されているようだと考えておけばいいのではないのでしょうか。

## 企業の情報開示ルールの見直し

企業が開示する情報によって、投資家と経営者の行動が最適なものとなっていない恐れがあるというのならば、情報開示の仕組みについて見直しが必要となるでしょう。2015 年 6 月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂 2015<sup>5)</sup>では、次のように記されています。

### ○企業と投資家の建設的な対話の促進

- ・企業が投資家に対して必要な情報を効率的かつ効果的に提供するため、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールを見直し、統合的な開示のあり方について検討し、結論を得る。

【本年度中に結論】

四半期開示について検討するかどうかは定かではありませんが、いわゆる統合報告を含めて、企業の情報開示ルールを見直す方向が打ち出されています。

仮に四半期開示を見直すとしても、過去の業績開示が問題なのか、将来の業績予想が問題なのか、数値の信頼性が問題なのか、様々な観点からの検討が必要になるでしょう。現に四半期情報を利用している人がいるからこそ、様々な問題が生じているというのですから、情報利用者の便宜がどのように変わるかも考えていかなければなりません。また、開示ルールを変えることによって意図せざる問題が新たに生じることは無いのか、慎重な配慮が求められるのではないのでしょうか。

以上

5) 「アベノミクス成長戦略で、明るい日本に！ <<詳細版>>」  
[http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho\\_senryaku2013.html#c16](http://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html#c16)