

〈研究ノート〉

# 四半期開示制度の日本企業の経営に与えた影響

—研究開発費に関する企業財務データのパネル分析—

藤原 幸 則

## 【要旨】

企業ごとの実態を考慮せず、短期的かつ一律的な財務情報の開示を促す現行の四半期開示制度は、企業経営者や投資家の短期的利益志向を助長しているとの懸念がかねて指摘されている。本稿では、企業の長期的視点にかかわる研究開発に対して、四半期開示制度が短期利益志向を助長し、研究開発費の抑制という負の影響を与えているかどうかの検証を企業財務データのパネル分析により試みた。今般の推計結果では、特に外国法人等株式保有率のパラメータの符合や統計的有意性に頑健な結果が得られた。短期利益を求めて、利益還元などを強く求める海外投資家の市場圧力が、日本企業の研究開発費を抑制している可能性があることが示唆されたことになる。

キーワード：四半期開示、短期利益志向、市場圧力、研究開発費、パネル分析

## 第1章 四半期開示制度の概要と最近の制度見直し動向

企業情報の開示は、投資家の投資判断の基礎となる情報の提供を通じ、資本市場における取引の円滑化・効率化を実現するための社会インフラであり、投資判断に必要とされる情報を多様な媒体で十分かつ正確にわかりやすく、また

適時に提供することが求められるものである。さらに、SDGs実現への貢献をはじめ、企業は多様なステークホルダーにも配慮した経営がますます求められるようになっており、投資家の投資判断において、サステナビリティへの取り組みの情報開示など、中長期的な企業価値の向上に関係する非財務情報の充実も強く求められるようになってきている。

このように、企業から発信される情報内容の充実への要請が高まっており、企業情報開示にかかわる制度については、経済社会情勢の変化も踏まえ、企業経営に与える影響や開示への対応が過度な負担にならないよう配慮しつつ、適切に見直していくことが必要である。

近年、企業情報の開示に関して、関係者で大きな議論の一つになってきたのが四半期開示制度である。日本の上場企業については、図表1に示すとおり、四半期ごとの情報開示として、取引所規則による四半期決算短信（速報的な役割）、金融商品取引法に基づく四半期報告書（確報的な役割）、という二つの種類の開示が義務付けられている。

図表1 四半期開示制度の概要

	四半期決算短信	四半期報告書
根拠法令・規則	取引所規則 (2003年4月～施行)	金融商品取引法 (2008年4月～施行)
開示時期	四半期終了後45日以内 (30日以内が推奨)	四半期終了後45日以内
監査・レビュー	不要	レビューが必要
開示内容 (主な事項)	<ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;財務情報&gt;</li> <li>○四半期貸借対照表</li> <li>○四半期損益計算書</li>   <li>&lt;主な注記&gt;</li> <li>○継続企業の前提等</li>   <li>&lt;非財務情報&gt;</li> <li>○企業の概況</li> <li>・サマリー情報(業績予想含む)</li> <li>○事業の概況</li> <li>・継続企業の前提に関する重要 事象等(存在する場合のみ)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;財務情報&gt;</li> <li>○四半期貸借対照表</li> <li>○四半期損益計算書</li> <li>○キャッシュ・フロー計算書(注1)</li>   <li>&lt;主な注記&gt;</li> <li>○継続企業の前提等</li>   <li>&lt;非財務情報&gt;</li> <li>○企業の概況</li> <li>・主な経営指標等の推移</li> <li>・事業の内容(注2)</li> <li>○事業の状況</li> <li>・事業等のリスク(注2)</li> <li>・経営上の重要な契約等(注2)</li> <li>・財政状態、経営成績、キャッシュ・ フローの状況の分析(注1)</li> </ul>

出所：金融庁金融審議会資料を参考に関係法令・規則も確認しながら筆者により作成。

注1：第2四半期のみ。

注2：重要な変更があった場合のみ。

両者の違いをいくつか整理すると、次のようになる。

四半期報告書は法令（ハード・ロー）の金融商品取引法を根拠としているのに対して、四半期決算短信は取引所規則（ソフト・ロー）に基づいて開示が求められている<sup>1</sup>。

開示時期について、両者ともに四半期終了後45日以内とされているが、東京証券取引所「決算短信・四半期決算短信の作成要領等」において、決算期末後30日以内の四半期決算短信の開示が推奨されている。

また、四半期報告書は公認会計士による連結財務諸表に関するレビュー（監査とは異なる、限定的な保証レベルのもの）を必要としているのに対して、四半期決算短信は速報的役割が求められていることから、監査やレビューを必要としていない。

開示内容は、両者ともに四半期連結財務諸表は共通しているが、主要な経営指標等の推移や事業の内容などの非財務情報については四半期報告書の方が多くの開示を求めている。虚偽記載へのペナルティについては、四半期決算短信については取引所規則に基づく処置<sup>2</sup>にとどまるのに対して、四半期報告書の方は刑事罰や課徴金といった重い罰則が科せられるものとなっている。

四半期開示制度の目的は、投資家や会社債権者の保護にあるという点では一致している。それにもかかわらず、似て非なるルールが存在することにより、企業としては複数の開示書類を作成しなければならない。作成者側の企業にとっては、重複する情報開示を高頻度で求められる負担（多大な経営資源投入負担）の大きさがかねて指摘されてきた<sup>3</sup>。

- 
- 1 決算期によっては、その日数の中にゴールデンウィークや年末年始など、日本企業の多くが休日として設定している日が含まれることがあり、経理・財務等の担当者に過度な負担がかかっていることも少なくないとみられる。長時間労働是正という、現在、政府と経済界があげて取り組んでいる働き方改革の推進からも問題があるといえよう。
  - 2 特設注意市場銘柄の指定、改善報告書や改善状況報告書の提出、公表措置、上場契約違約金などが処置される。
  - 3 公益社団法人関西経済連合会は、「わが国のコーポレートガバナンスの強化に関する意見 ～企業と投資家との実効的な対話促進に向けて～」(2019年3月18日)を発表し、会員企業へのアンケート調査などを踏まえて、「現行の四半期開示制度については、企業経営者や投資家の短期的利益志向を助長するという問題のみならず、人的資源の効率的投入や長時間労働の是正といった働き方改革の観点などから、開示の義務付け

こうした企業負担の問題にとどまらず、企業ごとの実態を考慮せず、短期的かつ一律的な財務情報開示を促す四半期開示制度については、企業経営や投資家の短期利益志向（短期主義）を助長するとの懸念があるという問題も有識者・研究者<sup>4</sup>あるいは経済界<sup>5</sup>から提起されてきた。

こうした四半期開示制度をめぐる問題を踏まえ、岸田文雄首相が所信表明演説（2021年10月8日）で四半期開示制度の見直しを表明したこともあり、金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて議論が行われてきたところ、2022年6月・12月のそれぞれのとりまとめ（ディスクロージャーワーキング・グループ報告<sup>6</sup>）で、四半期報告書（第1・第3四半期）を廃止し、開示のタイミングが早く投資家にも広く利用されている四半期決算短信に一本化することが適切とされた。

四半期開示の義務付けを廃止することは、「四半期開示は中長期の経営戦略の進捗状況を確認する上で有用」、「開示頻度を後退させることは、海外からの投資に水を差す」、「日本の資本市場の質の低下や、機関投資家と個人投資家との情報格差の拡大の懸念もあり」といったディスクロージャーワーキング・グループのメンバーの多数から反対する意見が出され、退けられている<sup>7</sup>。

このディスクロージャーワーキング・グループ報告を受けて、四半期開示の

---

は廃止すべきである。」と表明している。<https://www.kankeiren.or.jp/material/f58f2f6f247b4e6dacc79efd2f011183abfb9e.pdf>（最終閲覧日：2023年8月9日）

- 4 有識者・研究者からは、代表的な指摘として加護野忠男（2014）があり、「四半期ごとに公表される業績をよくするには、すぐに効果の出る投資が優先されてしまって、長期的にしか効果が出ない抜本的対策はとられなくなる」（151頁）と指摘されている。また、原文人（2017）は、四半期決算が短期利益を実態よりよく見せようとする不正会計を生み出した問題を指摘し（80-81頁）、四半期決算の廃止を提言している（194-195頁）。
- 5 経済界からは、公益社団法人関西経済連合会が、2009年より四半期開示制度の見直しを継続して表明してきており、2016年以降は四半期開示の義務付け廃止までを提言している。直近では、「四半期開示制度の義務付け廃止に向けた緊急提言」（2022年4月5日）を発表している。<https://www.kankeiren.or.jp/material/220405ikensho.pdf>（最終閲覧日：2023年8月9日）
- 6 金融庁（2022a）[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20220613.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613.html)（最終閲覧日：2023年8月9日）、金融庁（2022b）[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20221227.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221227.html)（最終閲覧日：2023年8月9日）
- 7 金融庁（2022a）の24頁を参照。

見直し法案（金融商品取引法等の一部を改正する法律案）が、2023年3月14日、第211回国会に上程された。改正法案では、上場企業に対しては四半期報告書に代わって半期報告書の提出が義務付けられることとなっている。なお、四半期報告書の廃止後も、四半期決算短信の開示は上場企業に対して一律に義務付けられる。

しかし、他の重要法案審議に相当な時間がかかり、6月21日に閉会した第211回国会では、四半期開示の見直し法案は継続審議扱いになった。政府は、次の国会（臨時国会）での改正法案の成立をめざしている<sup>8</sup>。改正法案の成立時期は多少伸びるが、四半期報告書の廃止、半期報告書の義務付け、半期報告書や臨時報告書の公衆縦覧期間の延長が、いずれも2024年4月1日から施行されると見込まれる（政府は経過措置を用意）。

なお、日本の四半期開示制度のあり方を考えていく上で、海外の動向を注視していくことは有益である。ここで、海外の四半期開示制度の状況も概観しておく<sup>9</sup>。

まず、米国においては、法令に基づく四半期開示が継続されている。決算発表後に日本の臨時報告書に当たるForm 8-Kが提出され、さらに決算から遅くとも45日以内に四半期報告書に当たるForm 10-Qが提出される。

一方で、EUでは、多くの中小企業にとって著しい負担であり、短期的業績志向を促進し長期的な投資を妨げることを背景理由に、法令に基づく四半期開示の義務付けは廃止<sup>10</sup>されており、各企業の判断により、任意で四半期開示を行う実務が定着している。英国は2014年、フランスは2015年に四半期開示義務付けを廃止しており、ドイツはフランクフルト証券取引所のプライムスタンダード市場上場企業が取引所規則に基づき四半期開示を行っている。

---

8 鈴木財務大臣兼内閣府特命担当大臣の閣議後記者会見（2023年6月20日）の概要による。<https://www.fsa.go.jp/common/conference/minister/2023a/20230620-1.html>（最終閲覧日：2023年8月9日）

9 金融庁金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（2022年度第1回、10月5日開催）の事務局参考資料による。[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/disclose\\_wg/siryou/20221005/03.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/disclose_wg/siryou/20221005/03.pdf)（最終閲覧日：2023年8月9日）

10 2013年11月、EUの透明性指令改正による。同指令改正により、EU各国では2015年11月までに四半期の報告義務が廃止されることとなった。

アジアのシンガポールでは、2003年に時価総額7,500万ドル以上の企業に四半期開示を義務付けたが、2020年2月からは原則として四半期開示を任意化している。

## 第2章 四半期開示制度に関する実証研究の状況

四半期開示制度に関する実証研究は、欧米を中心に一定の蓄積がある。金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの2021年度第6回会合（2022年2月18日）において、2005～21年までに公表された、四半期開示制度の有効性・ベネフィット・コスト等を主題とする、アーカイバル・データに基づく実証研究の詳細なサーベイが報告されている<sup>11</sup>。

その報告によると、実証研究の研究主題は、資本市場への影響、経営に対する資本市場の規律付け、投資活動への影響、その他（ベネフィット・コストを合わせた効果）となっている。四半期開示制度の企業経営に与える影響については、短期主義（短期利益志向）の影響の有意性があるかどうかの検証から、投資行動への影響に関する実証研究が重要となる。同報告によると、検証結果は一致せず、まちまちとなっている。

米国の研究では、四半期開示強制化後、投資の減少が拡大したことや、イノベーション・アウトプット（特許数等）が減少したことが確認されている。EUの研究では、四半期利益情報の開示を開始した企業群は、特に投資家による価格圧力が大きい場合に研究開発費の削減等により短期の利益を押し上げる短期主義的行動をとることが確認されている。一方、英国の研究では、四半期開示強制が企業の投資活動に影響を及ぼしたとする証拠はほとんど得られなかったとする。シンガポールの研究では、投資の短期主義化を裏づける証拠は得られなかったとする。

日本での実証研究の蓄積は非常に少なく、短期主義による長期投資の減少の

---

11 中野貴之（2022）の報告資料であり、本稿の記述では特に参考にした。また、藤谷涼佑（2020a, 2020b）も同様な先行研究サーベイを行っている。

影響を示唆する結果が得られたとするもの<sup>12</sup>と、逆に高頻度の情報開示が投資行動を促進しているとする証拠を検出したとするもの<sup>13</sup>、というわずか2件の論文があるのみである。

四半期開示の企業の投資行動（有形固定資産、無形固定資産の増加）への影響については、大きく2つの対立する仮説が存在する。1つが、短期主義仮説である。経営者に短期的な利益を上げるようなプレッシャーがかかると、経営者が長期投資を抑制するようになるということである（あるいは、投資よりも配当や自社株買いを増やすようになる）。もう1つが、情報仮説である。四半期開示は経営者と投資家の情報の非対称性を緩和し、企業が直面する資金制約を緩和して、投資水準が増加するというものである。経営者と投資家の情報の非対称性は、外部資金コストを増加させ、企業が資金制約に直面する可能性を高めることを通じて企業の投資行動を抑制するという考え方が背景にある。

いずれにしても、日本においては、四半期開示制度をめぐる議論が高まっている割には、四半期開示制度の企業の投資行動に与える影響の実証研究例が非常に少なく、さらなる研究の蓄積が待たれる。

さらに、企業の長期的な視点にかかわる研究開発に対して、四半期開示制度が短期主義を助長し、研究開発費抑制の影響を与えているかどうかの実証研究例は日本においては存在しない。長期的な企業価値向上や企業の成長には、研究開発は大きく寄与するものとなるので、仮に短期主義の影響により研究開発費が抑制され、短期的利益を押し上げる行動を企業が取るようになっていけば、四半期開示の義務付け廃止を含めて抜本的な見直しの検討が必要になってくるといえよう。

---

12 加賀谷哲之（2018）であり、長期投資水準を目的変数とする回帰分析により、四半期決算の導入が投資家の株式保有期間の短期化を通じて、企業の長期投資水準に負の影響を与えている可能性があることを検証している。

13 藤谷涼佑（2020a, 2020b）であり、非上場の公開企業を四半期報告が強制されなかったコントロール・グループと設定し、Difference-in-Differenceにより、四半期報告導入による財務報告頻度の増加によって、投資が増加している効果があることを検証している。

### 第3章 四半期開示制度の影響に関する実証研究の仮説

#### (1) 短期主義弊害の議論

今般の実証研究の仮説内容を述べる前に、短期主義の弊害と四半期開示制度との関係性についてのこれまでの議論を概観しておく。

株主価値最大化を目的とする投資家資本主義（Investor Capitalism）が1980年代に米国で隆盛し、米系投資銀行の対英進出などによって欧州にも波及していた。投資家資本主義は、本来、中長期資金が供給されるべき資本市場において取引が短期化し、企業行動を近視眼的にさせる圧力となってきた。企業が、自社の長期的成長よりも、短期的な株価上昇のためなら労働者の解雇や自社株買い、事業部門の売却などを積極的に行った。

しかし、投資家資本主義に対しては、世界的な金融危機、すなわちリーマン・ショックを機に、短期主義（Short-termism）の問題として弊害の指摘や改善の提言が相次いだ。短期主義の問題は、企業や投資家において、短期的視野に基づく行動が蔓延し、企業や経済の長期的な発展や安定を阻害しかねないと議論された。

英国のビジネス・イノベーション・職業技能省のヴィンス・ケーブル大臣が、英国の株式市場における短期主義的傾向の広がりを懸念し、2011年6月にエコノミストのジョン・ケイ氏に対応策の検討を依頼した。ケイ・レビューといわれる報告書が2012年7月に公表された。ケイ・レビュー（Kay Review）<sup>14</sup>とは、英国株式市場の構造的問題、上場企業の行動、コーポレートガバナンスについて調査分析を行ったレポートである。株式市場における短期志向偏重問題、市場が資金調達役割を果たさなくなっている事実など、英国の株式市場が抱える広範な問題に考察が加えられている。四半期開示の義務付けの廃止も提言されている。

---

14 “THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING” [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)（最終閲覧日：2023年8月9日）

日本においても、短期主義の問題提起は行われている。内閣府「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」がとりまとめた「目指すべき市場経済システムに関する報告」（2013年11月公表）では、四半期開示制度について、「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」<sup>15</sup>と指摘している。さらに、伊藤レポート（2014年8月公表）でも、投資家側の短期利益志向を受けて、経営者側で、「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。一部の投資家が四半期情報を過大評価し、四半期実績の通期計画に対する進捗率などに過剰反応している例が散見され、これは是正されるべきである」<sup>16</sup>と言及している。

このように、四半期開示は、投資家や企業経営の短期利益志向を助長し、四半期ごとの決算数字や業績予想開示は、株主に注目する短期利益志向の投資家の期待から、かえって近視眼的な利益調整という副作用を起こしかねないという問題があるとされている。また、長期的な企業価値向上を望む株主や投資家にとって、四半期ごとの定型的な開示内容は必ずしも有用な情報となり得るものではないとも指摘されている。

前述したように、短期利益志向問題を反省したEUでは、すでに法令による四半期開示の義務付けが廃止されている。アジアのシンガポールにおいても、原則、四半期開示は任意化されている。日本においても、投資家と企業の双方が、短期的な決算を気にせずに、長期的視点で対話を進め、企業価値向上を図る経営を実現するため、四半期開示の義務付け廃止は、今般の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの検討では退けられたものの、今後も検討されるべき課題ではないだろうか。

そこで、本稿では、四半期開示制度による短期主義促進の弊害という仮説に

---

15 内閣府（2013）の4頁参照。

<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>（最終閲覧日：2023年8月9日）

16 経済産業省（2014）伊藤レポート79頁を参照。[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf)（最終閲覧日：2023年8月9日）

に基づき、企業財務データによる実証研究を試みることにした次第である。

もちろん、企業経営の短期主義化の原因を四半期開示制度のみに帰するのは、適切とはいえないだろう。経営の短期主義化の影響要因には、株式市場の特徴、コーポレートガバナンス、株式所有構造（もの言う株主などの機関投資家の存在など）も経営の短期主義化を増大させるとの証拠が蓄積されている<sup>17</sup>。正確にいうならば、四半期開示制度は短期利益重視となり経営の短期主義化を一層促進させるものであり、その可能性はありうると考えられる。

## （２）実証研究の仮説

研究開発は、一時的な景気変動にあまり左右されず、企業が長期的な成長に向けて実行するものである。本稿の実証研究では、企業の長期的な視点にかかわる研究開発に対して、四半期開示制度が短期主義（短期利益志向）を助長し、研究開発費の抑制という負の影響を与えているかどうかの検証を試みた。すなわち、短期主義仮説により実証研究を行った。

四半期開示の導入による研究開発費の抑制の因果関係については、仮説として、四半期開示によって投資家の短期利益志向が強まり、それが企業に対する市場からの圧力となって経営判断を短期化させ、目先の利益を確保・計上するために、企業の長期的な成長にかかわる研究開発費の抑制による財務内容の改善といった対応に頼る企業行動がみられる可能性があると考えた<sup>18</sup>。

投資家の短期利益志向を表す指標としては二つあるとみている。一つは、投資家の株式平均保有期間の短期化である。つまり、株式の長期保有よりも、盛んに株式の売買を行い短期の鞘取りを積み重ねるために株式の平均保有期間が短くなるということである。もう一つは、外国法人等株式保有率の上昇である<sup>19</sup>。日本の株式市場において、短期利益志向が強いとされる海外投資家の株

---

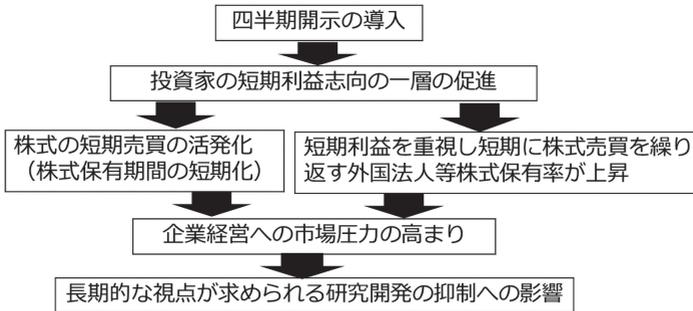
17 中野貴之（2022）の報告を参照。

18 こうした消極的な対応が進めば、中長期的な研究開発の不足による収益力の低下や新規ビジネスの創出の停滞など、長期的な企業価値の向上を損なうことになりかねない。

19 海外投資家の売買シェアも上昇している。東京証券取引所における売買金額に占める海外投資家のシェアは、2003年の33%から2021年には70%まで上昇している。

式保有率の高まりも市場圧力の一因とみられる。図表2に四半期開示による短期利益志向の助長を通じた研究開発活動への負の影響についての仮説フローをまとめている。

図表2 四半期開示による研究開発活動への負の影響についての仮説フロー



出所：筆者により作成。

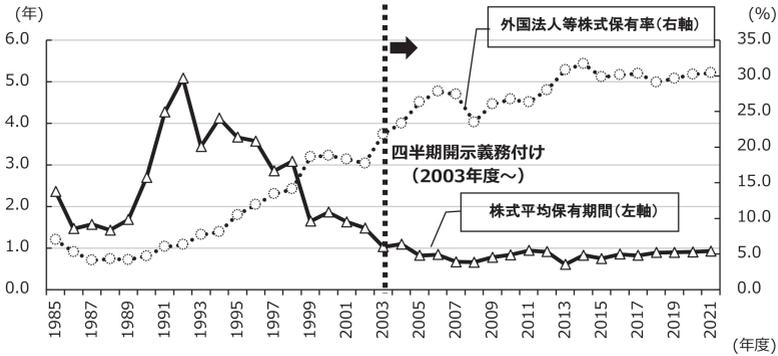
図表3は、投資家の株式平均保有期間と外国法人等株式保有率の推移を示したものである。明らかに、日本で四半期開示の義務付けがされた2003年度前後を比べると、投資家の株式平均保有期間が短期化してきていることや外国法人等株式保有率が上昇してきていることが確認できる。株式平均保有期間は1年に満たない短期化が進んでいる<sup>20</sup>。外国法人等株式保有率は3割を超えるところまで上昇している。

株式平均保有期間について、1985年度からのデータでみると、2003年度以前は、平均値で約2.7年であったものが、四半期開示が義務付けられた2003年度以降は、平均値で約0.8年と短期化している。

外国法人等株式保有率について、1985年度からのデータでみると、2003年度以前は、平均値で10.1%であったものが、四半期開示が義務付けられた2003年度以降は、平均値で27.9%と大きく上昇している。

20 金融の技術革新で、世界の主要証券取引所は迅速かつ大量な取引に対応できる高度なシステムを導入しており、これによる高頻度取引の活発化も株式平均保有期間の短期化を促進しているとみられる。

図表3 株式平均保有期間と外国法人等株式保有率の推移



出所：日本取引所ホームページの統計資料より筆者作成。

注：株式平均保有期間は、東京証券取引所の前年度末の時価総額と当年度末の時価総額の平均値を売買代金で割った値（売買回転率）。数値は一部上場企業の市場区分のもの。

## 第4章 四半期開示制度の影響に関する実証研究のモデル式と推計結果

こうした四半期開示導入による投資家の短期利益志向を表す指標をもとに、企業の長期的な研究開発活動にどのような影響を与えているかを企業の財務データによるパネル分析を行うこととした。

四半期開示制度は上場企業すべてに義務付けられているが、今般の分析対象企業は、日本の各業界を代表し株式取引の多い日経225の株価銘柄企業（225社）とした。企業の財務データは、すべて日経NEEDS-Financial QUEST (FQ) から取得した。有価証券報告書の連結財務諸表データについて、時系列で継続的に最も多くの社数で財務データをとれることから、検証期間は2001年度から2021年度の21年間とした。

パネルデータ<sup>21</sup>のサンプル数は、検証期間で連続して必要なデータが入手で

21 パネルデータとは、時系列データとクロスセクションデータをあわせたものである。時系列とクロスセクションという2つの次元を同時に扱うので、パネルデータ固有の推計方法がある。

きる3213社・年(153社×21年)となっている。各社の財務データは決算期に違いがあるので、すべて年度換算した数値を利用した。

検証のためのパネル分析では、研究開発費に関するモデル式を設定している。研究開発費の関数推計は投資関数推計のアナロジーで考えられる<sup>22</sup>が、ここでは、精密な研究開発費の関数推計が主目的ではないので、ベーシックな考え方でモデル式を考えている。

すなわち、研究開発費は、資金のファイナンスと市場における需要動向に影響を受けると考えた。ファイナンスにかかわる変数には負債比率(レバレッジ、1期前の数値)をとった。負債比率が高くなるとハイリスクとみなされファイナンスが困難になるので、研究開発費に対する負債比率の符合条件はマイナスと考えられる。また、需要そのものを変数で表すのは困難であるため、需要の代理変数として、売上高(1期前の数値)をとった。売上高が大きくなれば将来の需要も成長していくとみられるので、売上高の符合条件はプラスと考えられる。なお、モデル式の推計に際しては、各財務データを総資産残高で基準化することによって、企業規模のもたらすバイアスを取り除くようにした。

モデル式は、説明変数に株式平均保有期間または外国法人等株式保有率を入れることで、次のように2式とした。いずれも、観測数：3213、クロスセクションユニット数：153、時系列：21年のパネルデータを対象にしている。

【モデル式】

$$R\&D_{i,t} = \alpha + \beta_1 Leverage_{i,t-1} + \beta_2 Sales_{i,t-1} + \beta_3 TimeHorizon_{i,t} + \varepsilon \dots (1)$$

$$R\&D_{i,t} = \alpha + \beta_1 Leverage_{i,t-1} + \beta_2 Sales_{i,t-1} + \beta_3 Foreigners_{i,t} + \varepsilon \dots (2)$$

【変数の説明】

R&D：研究開発費／総資産    Leverage：負債／総資産    Sales：売上高／総資産  
TimeHorizon：投資家の株式平均保有期間    Foreigners：外国法人等株式保有率  
添字  $t$  は時系列要素を、 $i$  はクロスセクション要素を示している。 $\varepsilon$  は誤差項である。

Leverage と Sales の変数は1期前の数値としている。

22 花岡正晴・羽田徹也(2017)の投資関数の推計モデル式、加賀谷哲之(2018)の長期投資水準の推計モデル式を参考にした。

この2つのモデル式での推計結果をまとめたものが図表4である。

図表4 モデル式の推計結果

モデル式(1) 被説明変数：R&D

説明変数	プーリング・モデル	固定効果モデル	変量効果モデル
Leverage(-1)	-0.0530069*** (-21.33)	-0.00288906* (-1.752)	-0.00403306** (-2.460)
Sales(-1)	0.0218942*** (12.65)	0.0148564*** (13.07)	0.0149211*** (13.19)
TimeHorizon	0.00504265*** (2.597)	-0.000984986 (-1.645)	-0.000855472 (-1.425)
定数項	0.0358837*** (14.39)	0.0197588*** (14.88)	0.0202151*** (8.549)
決定係数	0.139773	—	—

モデル式(2) 被説明変数：R&D

説明変数	プーリング・モデル	固定効果モデル	変量効果モデル
Leverage(-1)	-0.0543346*** (-21.80)	-0.00704106*** (-4.088)	-0.00820093*** (-4.797)
Sales(-1)	0.0214271*** (12.49)	0.0148248*** (13.28)	0.0148309*** (13.37)
Foreigners	-0.000587969*** (-4.999)	-0.000169480*** (-4.522)	-0.000180167*** (-4.802)
定数項	0.0574159*** (14.84)	0.0257320*** (13.28)	0.0266519*** (9.700)
決定係数	0.144626	—	—

出所：筆者作成。

注1：\*\*\*, \*\*, \* は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示す。括弧内は、それぞれ、t値（プーリング・モデル、固定効果モデル）、z値（変量効果モデル）を示す。

注2：モデル式の(1)と(2)ともに、F検定では、F統計量が大きくp値が非常に小さいので、定数項はすべて等しいという帰無仮説が棄却され、固定効果モデルが選択される。モデル式の(1)と(2)ともに、ハウスマン検定では、検定統計量が大きく、p値が非常に小さいので、変量効果モデルの定式化は正しいという帰無仮説は棄却され、固定効果モデルが選択される。

四半期開示の導入によって投資家の短期売買が活発化し、株式平均保有期間が短期化しているが、モデル式(1)のパネル分析結果によると、プーリング・モデル（一般の最小二乗法）では株式平均保有期間のパラメータの符合や

統計的有意性があるが、F検定やハウスマン検定により選択される固定効果モデルでは符合条件が反対となり統計的有意性も確認できず、頑健ではない推計結果となっている。一方で、モデル式（2）のパネル分析結果によると、選択される固定効果モデルも含めて、外国法人等株式保有率のパラメータの符合や統計的有意性に頑健な結果が得られた。

短期利益を求めて、利益還元など強く求める海外投資家の市場圧力が、日本企業の研究開発費を抑制している可能性があることが示唆されたことになる。四半期開示制度が短期利益志向を高め、企業の長期的な企業価値向上に対して負の影響が否定できないという含意になる。

## 第5章 四半期開示制度の評価をめぐる実証研究の蓄積への期待

実証研究については、仮説、サンプル、検証方法などに左右されるところがあり、一つの結果をもって過大に評価することは妥当でなく、結果の評価は慎重に考えていく必要がある。

今般の実証分析では、四半期開示が義務付けられている上場企業のすべてを対象としなかったが、日本の各業界を代表する日経225の株価銘柄企業を対象としたパネル分析で、四半期開示の負の影響の可能性という一定の結果を得た意味は少なくないと考ええる。

筆者として、上場企業すべてを分析対象にし、財務報告作成者のコスト負担の影響なども考慮したモデル式をさらに改善して検証することは、今後の研究課題となる。

特に、財務報告者のコスト負担<sup>23</sup>についていえば、財務報告を行うコストは、報告資料を作成するためのマンパワーコスト、企業内の情報システムの整備と運用のコスト、法律や制度に従った監査や内部統制のコストもある。さら

---

23 四半期開示には、企業として大きな費用と労力を投入せざるを得ず、前向きに経営資源を振り向ける機会が奪われている面があり、いたずらに詳細な報告を四半期ごとに提出させることが必ずしも投資家の利益にかなうとは言い切れないだろう。

に、作成した報告資料を株主・マスメディアのみならず広く社会に公表するためのコストもある。これらは直接コストであり、企業ごとには総コストを算出できるかもしれない。しかし、有価証券報告書など、公開資料からは抽出できない。また、総コストの代理変数的な指標も、現状、見出しえない。したがって、四半期開示のコストからの影響の実証分析については、今回の研究では見送ることとした。今後の研究課題としたい。

最後に重要なこととして述べておきたいが、政策決定のエビデンス蓄積に向けて、アカデミアの多くの研究者が、四半期開示制度の評価を試みる有益な実証研究を進めていくことを期待したい。

## 参考文献

- 加賀谷哲之（2018）「四半期財務報告制度導入・廃止の論理とその影響」『会計』第194巻9月号第3号：68-82頁
- 加護野忠男（2014）『経営はだれのものか—協働する株主による企業統治再生—』日本経済新聞出版社
- 加護野忠男（2017）「コーポレートガバナンス・コードをもとに企業統治を考える」『企業会計』第69巻第9号：16-20頁
- 金融庁（2022a）「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」
- 金融庁（2022b）「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」
- 経済産業省（2014）「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（伊藤レポート）最終報告書
- 内閣府（2013）「目指すべき市場経済システムに関する報告」
- 中野貴之（2022）金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ2021年度第6回（2022年2月18日開催）説明資料「四半期開示制度に関する実証研究のサーベイ」
- 花岡正晴・羽田徹也（2017）「企業の投資行動の決定要因分析—投資の多様化の進展と内部資金の役割—」『フィナンシャルレビュー』2017年第4号：56-80頁
- 原丈人（2013）『増補 21世紀の国富論』平凡社
- 原丈人（2017）『「公益」資本主義—英米型資本主義の終焉—』文藝春秋
- 藤谷涼佑（2020a）「財務報告制度の経済的影響—四半期財務報告の政策評価の視点から—」『証券アナリストジャーナル』2020年9月号：15-24頁
- 藤谷涼佑（2020b）「財務報告頻度のリアル・エフェクト：企業投資に注目した四半期報告の政策評価」『経営財務研究』Vol.40 No.1・2：2-23頁
- THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING, July 2012