

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 5 月 31 日現在

機関番号：14501

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2016

課題番号：15K17161

研究課題名(和文) 会計情報の国際的波及効果

研究課題名(英文) Cross-border accounting information transfers

研究代表者

北川 教央 (KITAGAWA, Norio)

神戸大学・経営学研究科・准教授

研究者番号：80509844

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、決算発表に関するクロスボーダーの情報波及効果について検証を行うことである。具体的には、米国企業の利益サプライズが同一産業に属し、かつ未だ決算発表を行っていない日本の同業他社に関する投資家の評価に影響を及ぼすかについて分析する。近年における製品市場や資本市場のグローバル化により、海外企業の決算発表は、同一産業に属する日本企業の業績予測に有用な情報をもたらし、それゆえ株価に影響を及ぼしていることが予想された。しかし、一連の分析からは、米国企業の利益サプライズが、同一産業に属する日本企業の期待外リターンと有意に関連することを示唆する証拠は得られなかった。

研究成果の概要(英文)：The purpose of this study is to examine cross-border information transfers associated with earnings announcements. Specifically, I investigate whether earnings surprises announced by U.S. firms affect investors' perceptions of non-announcing Japanese firms in the same industry. I hypothesize that earnings surprises released by U.S. firms are positively related to abnormal returns of non-announcing Japanese peers because of the relentless globalization of product and capital markets. However, the result shows that U.S. firms' earnings surprise are not significantly related to abnormal returns of non-announcing Japanese peers.

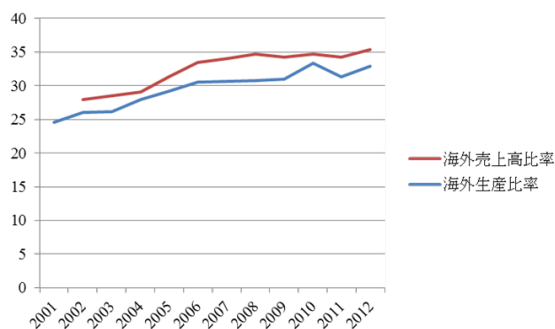
研究分野：会計学

キーワード：決算発表 利益サプライズ 情報波及効果

1. 研究開始当初の背景

近年のわが国では、海外売上高比率および海外生産比率が堅調な増加傾向にある。図1は、わが国における製造業の海外売上高比率(=海外売上高÷[国内売上高+海外売上高])と海外生産比率(=海外生産高÷[国内生産高+海外生産高])の推移を表しているが、2002年から2012年にかけて、いずれも5%以上の増加を示していることが分かる。このため、海外の同一産業や同業他社の業績動向は、昨今における日本企業の将来業績を予測するうえで重要な情報となっていることが期待される。

図1 海外売上高比率と海外生産比率の推移 (単位: %)



出所) 国際協力銀行「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」より作成。

実際、日本の投資家が海外の同業他社の業績動向に注目していることを示唆する傍証は少なくない。たとえば、米国のインテル社が2013年の第2四半期決算で業績不振を報告した際、インテル社自身の株価だけでなく日本の半導体関連企業の株価も大きく下落したことが報じられている(日本経済新聞朝刊2013年7月20日)。このことは、インテル社の決算発表から米国半導体業界の収益環境悪化を読み取った投資家が、日本の半導体企業の将来業績に関する期待を下方改訂したことを示唆している。このように、ある企業の情報開示が、情報開示をしていない同業他社に関する投資家の期待を改訂する現象のことを、情報波及効果(information transfers)という。本研究の関心は、こうした海外企業の決算発表による日本企業への情報波及効果が一般的に観察されるかということである。

これまでの先行研究では、英米間の情報波及効果(Firth, 1996)およびEU域内における国家間の情報波及効果(Alves et al., 2008; Yip and Young, 2012)について検証が行われている。しかし、海外企業の決算発表が日本企業に及ぼす影響を包括的に分析した先行研究は、筆者の知る限り存在しない。また、諸外国の研究においても国家間の情報

波及効果の決定要因については、十分な検証が行われていないというのが現状である。

そこで本研究では、海外企業の決算発表が日本企業にもたらす情報波及効果とその決定要因について検証を行った。

引用文献

- Alves, P., P. F. Pope, and S. Young. 2009. Cross-border information transfers: evidence from profit warnings issued by European firms. *Accounting and Business Research* 39(5): 449-472.
- Firth, M. 1996. The transmission of corporate financial information across national borders and equity market linkages. *Review of Accounting Studies* 1(4): 309-337.
- Yip, R. W. Y. and D. Young. 2012. Does mandatory IFRS adoption improve information comparability? *The Accounting Review* 87(5): 1767-1789.

2. 研究の目的

本研究の目的は、海外企業の決算発表が日本企業にもたらす情報波及効果について分析を行うことである。具体的に、本研究では以下の2つの課題に取り組む。(1)海外企業の決算発表が日本企業へ情報波及効果をもたらしているか。すなわち、海外企業の決算発表が、同一産業に属する日本企業の株価に影響を与えているか。(2)海外売上高や海外生産高の割合が高い企業(決算期)ほど、海外企業の決算発表が日本企業に及ぼす情報波及効果は大きくなるか。

3. 研究の方法

本研究は、主として以下の3つのパートから構成される。

第1に、会計情報の波及効果の検証を行うに先立ち、文献サーベイを行い、先行研究で得られた知見を整理するとともに、本研究の位置づけを明確化する。

第2に、日本における会計情報の波及効果について検証した実証研究がほとんど存在しないことに鑑み(数少ない先行研究としてOtogawa and Yamaji, 2006; 奥村, 2014がある)、国内の同一産業における情報波及効果に関する分析を行う。

第3に、上記の分析を踏まえ、海外企業の決算発表が、日本国内の同業他社の株価に与える情報波及効果について検証する。とくに本研究では、日本企業の取引量が多い米国企業の決算発表に焦点を当て、分析を実施する。なお、上記の研究は代表者である筆者がすべて遂行した。

引用文献

- Otogawa, K. and H. Yamaji. 2006. Corporate groups and stock pricing in Japan:

Information transfer effects of earnings forecast revision. Kobe Economic and Business Review 51: 11-31.

奥村雅史. 2014. 『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社.

4. 研究成果

(1) 文献サーベイ

会計情報の波及効果の検証を行うに先立ち、まずは先行研究で得られた知見を整理した(発表論文を参照)。会計学分野とファイナンス分野で発表された論文延べ103編をサーベイし、そのうち本研究課題と比較的關係が深い以下の2種類に分類される研究を本文で考察した。1つは、他企業に対する投資家の意思決定に及ぼす波及効果に関する研究である。具体的には、ある企業の(1)実績利益、(2)経営者予想利益、および(3)利益の修正再表示が、(1)国内同業他社、(2)海外同業他社、(3)取引関係のある他企業、(4)企業集団内の他企業、および(5)国内における全上場企業の株価へ及ぼす波及効果について分析した研究を取り上げた。いま1つは、他企業の経営者の意思決定に及ぼす波及効果に関する研究である。具体的には、ある企業の(1)決算発表および(2)利益の修正再表示が、他企業の(1)投資行動および(2)会計行動に及ぼす波及効果について分析した研究を取り上げた。そのうえで、将来的な研究課題について検討した。

(2) 国内における情報波及効果の分析

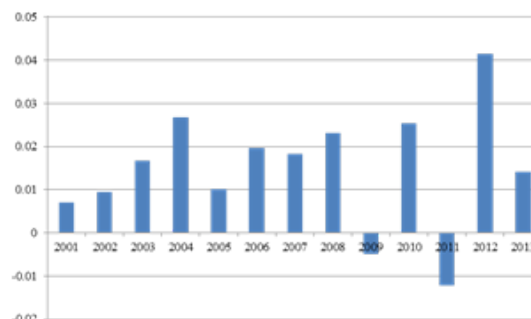
次に、わが国における会計情報の波及効果に関する実証研究がほとんど存在しないことに鑑み、国内の同一産業における情報波及効果に関する2つの分析を行った(発表論文を参照)。

第1に、情報波及効果の存在を確認するために、同一産業内において最も早く決算発表を行った企業の期待外利益に対し、同業他社の株価が有意に反応しているかを分析した。分析の結果、両者には正の関連性が存在することが確認された。加えて、競争の激しい産業においては、両者の正の関連性が相対的に小さいことが示された。このことは次のように解釈することができる。すなわち、情報波及効果には産業共通の情報が伝達される結果として生じる正の波及効果(伝播効果: contagion effect)と、同一産業に属する企業間の競争関係の変化に関する情報が伝達される結果として生じる負の波及効果(競争効果: competitive effect)とが存在する。産業内の競争が激しくなると後者が顕著に観察されるようになり、前者の効果を相殺する結果、平均的には波及効果が小さく観察されるのだと考えられる。

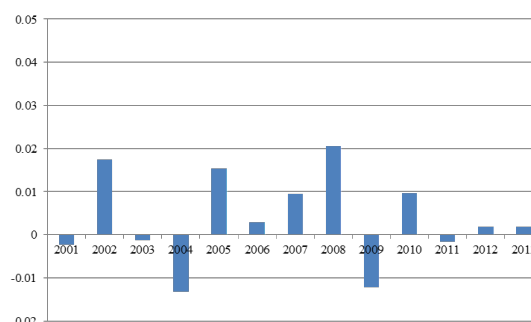
第2に、情報波及効果に関する市場の効率性を検証するため、同一産業内で最も早い決

算発表日周辺における同業他社の期待外リターンと、同業他社自身の決算発表日周辺における期待外リターンの関係について分析した。その結果、両者には負の関係があることが確認された。このことは、情報波及効果が必ずしも効率的に生じておらず、同業他社自身の決算発表を受けて価格修正が行われることを示唆している。さらに、このような傾向は、競争の激しい産業(Herfindahl-Hirschman Index および Price-Cost Margin で測定)においてより顕著に観察されることが分かった。図2は、大きな負の情報波及効果が生じた企業群(D1)の自身の決算発表日周辺における平均期待外リターンから、大きな正の情報波及効果が生じた企業群(D10)の自身の決算発表日周辺における平均期待外リターンを差し引いた年度別のヘッジ・ポートフォリオ・リターンを示している。この図からは、他企業の決算発表日周辺において正(負)の情報波及効果が生じた企業は、自身の決算発表日周辺の期待外リターンが負(正)となる傾向があること、その傾向は産業競争度が高いケースでより顕著に観察されることが分かる。

図2 ヘッジ・ポートフォリオ・リターン
Panel A: 産業競争度が高いサンプル



Panel B: 産業競争度が低いサンプル



このことは次のように解釈することができる。すなわち、先行研究によれば、産業共通の要因によって生じる利益変化よりも、企業固有の要因によって生じる利益変化は持続性が低い。しかしながら、機能的固定化仮説(functional fixation hypothesis)でも

主張されるように、投資家は企業固有の要因によって生じる利益変化の持続性が低いことを理解しておらず、持続性を過大評価している可能性がある。そうであるならば、競争関係の変化という企業固有の要因によって生じる負の波及効果（競争効果）は、正の波及効果（伝播効果）と比較して、過剰に生じる傾向にあるかもしれない。このことが原因となり、競争が激しい産業では、情報波及効果に対する価格修正が顕著に観察されるのだと考えられる。

(3) 米国企業の決算発表が日本の同業他社にもたらす情報波及効果

上記を踏まえたうえで、米国企業の決算発表が日本の同業他社に及ぼす情報波及効果について検証を行った。本研究では Wang (2014) の分析手法を参考に、4桁の SIC コードで定義される産業のなかで株式時価総額が最も大きい企業の決算発表に着目し、当該企業の期待外利益（＝〔年次の純利益－アナリストによる直近の純利益予想〕÷期首総資産）と、当該企業の決算発表日周辺における日本の同業他社の期待外リターンとの関係について分析を行った。

分析の結果は予想に反しており、米国企業の期待外利益は、当該企業の決算発表日周辺における日本の同業他社の期待外リターンとは有意な関係はなく、情報波及効果の存在を示唆する証拠は得られなかった。

研究当初は、製品市場のグローバル化により、米国の産業動向もまた国内の産業動向と同様、日本企業の将来業績を予測するうえで重要な情報となっていることが期待された。しかし、本研究の結果は、米国の産業動向が、国内の産業動向とは異なり、日本企業の業績に顕著な影響を及ぼしているわけではないことを示唆している。

ただし、本研究にはいくつかの課題が残されている。まず第1に、本研究では競争効果の存在を考慮していない。国内における情報波及効果の検証で確認されたように、産業競争が情報波及効果の大きさに影響を及ぼしている可能性がある。米国企業との競争が激しい産業においては、伝播効果が競争効果と相殺され、平均的には有意な株価反応が観察されない可能性もある。

第2に、本研究では効率的市場仮説を前提とした検証を行っているが、投資家のミスプライシングの可能性を考慮した分析も必要であるかもしれない。前述のとおり、本研究では国内の産業内波及効果が効率的に生じていないことを示唆する証拠が得られた。米国の先行研究のなかには、決算発表に含まれる産業共通の情報に対して、同業他社の株価が過小反応となっていることを示唆するものも存在する（Ramnath, 2002）。たとえば情報の非対称性などの理由によって、海外企業の決算発表に対し、日本の投資家は直ちに反

応していない可能性もある。

第3に、本研究ではデータ・ベースの制約もあり、米国企業の決算発表が日本の同業他社に及ぼす情報波及効果が分析対象となっている。しかし、欧州やアジアへの売上依存度が高い企業については、米国企業よりもむしろ欧州企業やアジア企業の決算発表から情報波及効果が生じているかもしれない。データの入手可能性に関する問題が克服されれば、欧州企業やアジア企業に分析対象を拡張することも検討すべきであろう。

引用文献

Ramnath, S. (2002). Investor and analyst reactions to earnings announcements of related firms: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 40(5), 1351-1376.

Wang, C. (2014). Accounting standards harmonization and financial statement comparability: Evidence from transnational information transfer. *Journal of Accounting Research*, 52(4), 955-992.

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計3件）

Kitagawa, N. Product market competition and overreaction to intra-industry information transfers, Available at SSRN(<https://ssrn.com/abstract=2723928>), 2017, 55.

北川教央, 企業のディスクロージャーが他企業に及ぼす波及効果、*国民経済雑誌*、査読無、第215巻、第4号、2017、21 (pp.51-72).

北川教央, 会計情報の産業間波及効果、*会計*、査読無、第190巻、第1号、2016、13 (pp.67-80).

6. 研究組織

研究代表者

北川 教央 (KITAGAWA, Norio)

神戸大学・大学院経営学研究科・准教授

研究者番号：80509844