

平成 30 年 6 月 11 日現在

機関番号：35402

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2016～2017

課題番号：16H07380

研究課題名(和文) 決算発表の集中化が市場の効率性に影響を与える経路に関する実証研究

研究課題名(英文) An empirical research on the path through which earnings announcement clustering affects market efficiency

研究代表者

森脇 敏雄 (Moriwaki, Toshio)

広島経済大学・経済学部・助教

研究者番号：60780830

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,100,000円

研究成果の概要(和文)：決算発表の集中化は、投資家が企業に向けることのできる注意力を低下させ、利益情報に対する市場の効率性を低下させることが明らかにされている。本研究では、決算発表の集中化が市場の効率性に影響を与える経路の調査を通じて、決算発表の集中化は(1)業績関連ニュースの報道確率を低下させること、(2)業績関連ニュースの報道を遅らせること、(3)アナリストによるキャッシュ・フロー予想の公表とは無関係であることを発見した。

研究成果の概要(英文)：Prior literature find that earnings announcement clustering distracts investors' attention from firms and lowers market efficiency to earnings information. Investigating the pass through which earnings announcement clustering affects market efficiency, I find that earnings announcement clustering (1) lowers the probability of disseminating performance-related news, (2) delays the speed of disseminating performance-related news, (3) is not related to disclosing cash flow forecast by financial analysts.

研究分野：会計学

キーワード：決算発表 市場の効率性 注意力の限界 アナリスト予想 新聞報道 流動性の供給

1. 研究開始当初の背景

決算発表の集中化とは、決算短信の公表が決算期末後の特定日に集中する現象のことである。図1は、東京証券取引所に上場する3月決算企業が実施した2013年3月期から2016年3月期の年次決算発表を対象とし、決算期末から決算発表日までの日毎に、決算発表企業数(#EA)、#EAの相対度数(%EA)、#EAの累積相対度数(CUM%EA)を表したものである。要約すると、決算期末後40日目以降に決算発表が集中している。図1には未掲載であるが、年度別に決算発表企業数が最も多かった日は、2013年5月10日(金)、2014年5月9日(金)、2015年5月15日(金)、2016年5月13日(金)であり、決算期末後45日以内の最後の金曜日となっている。

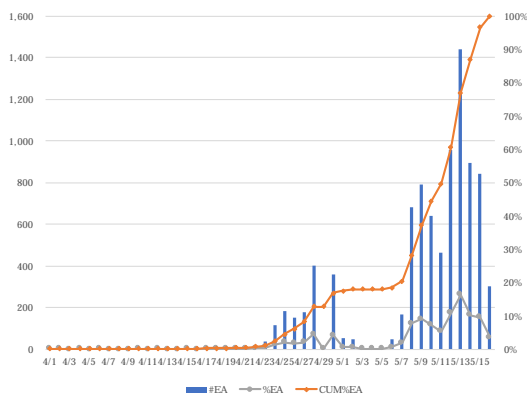


図1：決算発表の集中化（5．主な発表論文等のより転載）

こうした現象に関して、これまでの先行研究では、投資家が情報処理に利用できる時間や投資家が持つ分析能力には限界があること（注意力の限界）を仮定し、決算発表の集中化によって、利益情報に対する市場の効率性が低下することを発見している。ただし、決算発表の集中化が投資家の注意力に影響を与え、その結果、利益情報に対する市場の効率性が低下するという経路は、あり得る経路の1つに過ぎない。決算発表の集中化が市場の効率性に影響を与える経路を特定し、実証的証拠を提示することで、決算発表の集中化に起因する市場の非効率性の背後にあるメカニズムをより明確にすることができる。

2. 研究の目的

本研究の目的は、決算発表の集中化が市場の効率性に影響を与える経路を明らかにすることである。これまでの先行研究では、決算発表の集中化が投資家の注意力に影響を与えるという想定のもとで分析を行っている。ただし、決算発表の集中化は、投資家による流動性の供給に影響を与え、その結果として、即時の取引執行を望む投資家が負担しなければならないコストを増加させている

かもしれない。また、決算発表の集中化は、投資家が入手可能な情報に変化をもたらす可能性がある。例えば、アナリスト予想やメディアを通じたニュース報道などがそれである。本研究の特徴は、投資家による流動性の供給、アナリストの情報生産、メディアを通じた決算情報の伝播といった、決算発表の集中化による市場の効率性の低下をもたらす他の要因に焦点をあて、決算発表の集中化が市場の効率性に影響を与える経路を実証的に明らかにすることにある。

3. 研究の方法

本研究では、投資家による流動性の供給、アナリストの情報生産、メディアを通じた決算情報の伝播の3つの側面に焦点をあて、決算発表の集中化が市場の効率性に影響を与える経路を明らかにすることを試みてきた。以下では、3つの側面ごとに、研究の方法を要約する。

(1) 投資家による流動性の供給

株式市場における約定データおよび決算発表の時刻に関するデータを用いることで、決算発表の集中化と決算発表時刻周辺の指値注文フローとの関連性を調査する計画であった。しかしながら、指値注文の発注行動に関する理論的な検討やデータの整備に多くの時間を費やしたことにより、研究期間内に論文として公表することができていない。当該作業が完了後に論文として公表できるよう、鋭意作業を進行中である。

(2) アナリストの情報生産

決算発表の集中化とアナリストによる利益予想の関連性を調査することで、決算発表の集中化がアナリストの情報生産に与える影響を明らかにする予定であったが、当初の予定とは異なる分析を行った。具体的には、利益予想に加えてキャッシュ・フロー予想を公表することがアナリストにとっての追加的な負荷になることに注目し、決算発表の集中化がアナリストによるキャッシュ・フロー予想の公表に与える影響を調査した。

(3) メディアを通じた決算情報の伝播

決算発表の集中化がメディアを通じた決算情報の伝播に与える影響を検証するために、日経速報ニュースを通じた業績関連ニュースの報道の有無、業績関連ニュースに含まれる文字数、業績関連ニュースが報道されるまでの時間、および決算発表の時刻に関するデータを利用し、決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に与える影響を多面的に検証した。

4. 研究成果

決算発表の集中化が市場の効率性に影響

を与える経路のうち、アナリストの情報生産およびメディアを通じた決算情報の伝播については、一定の研究成果が得られた。

(1) アナリストの情報生産

IFIS Japan の「IFIS Consensus Data」から、アナリストが公表するキャッシュ・フロー予想に関するデータを取得し、決算発表が集中するほど、アナリストがキャッシュ・フロー予想を公表する確率は低くなっているかどうかを検証した。検証の対象は、東京証券取引所に上場する3月決算企業をフォローしているアナリストである。キャッシュ・フロー予想の公表に影響を与える要因としては、決算発表の集中化に関する変数だけでなく、キャッシュ・フロー予想を公表するアナリストの動機と関連づけられる企業特性（会計的特性、事業的特性、財務的特性）に関する変数を用いている。決算発表の集中化に関する変数は、同じ日に決算発表を行なっている同業他社の数を採用している。

検証の結果、同じ日に決算発表を行なっている同業他社の数とアナリストによるキャッシュ・フロー予想の公表との間に、統計的に有意な関連性は確認されなかった。以上の発見事項は、決算発表の集中化がアナリストの情報生産に影響を与え、その結果として、市場の効率性を低下させるという経路の存在を支持するものではない。

(2) メディアを通じた決算情報の伝播

日本経済新聞社の「新聞記事テキストデータ」から、業績関連ニュースの報道に関するデータを入手し、決算発表が集中するほど、業績関連ニュースの報道確率が低下しているかどうか、業績関連ニュースに含まれる文字数が少なくなっているかどうか、業績関連ニュースの報道が遅れているかどうかを分析した。分析の対象は、東京証券取引所に上場する3月決算企業であり、年次決算短信の公表時刻から翌日の23時59分までの間に報道された業績関連ニュースに焦点をあてている。

分析の結果、同じ日に決算発表を行っている企業の数が増加するほど、業績関連ニュースが報道される確率は低くなることが確認された。さらに、業績関連ニュースが報道されている企業を対象とした場合において、同じ日に決算発表を行っている企業の数が増加するほど、年次決算短信の公表時刻から業績関連ニュースが報道されるまでの時間は長くなることが明らかになった。一方で、同じ日に決算発表を行っている企業数は、業績関連ニュースに含まれる文字数とは無関係であった。以上の発見事項は、決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に影響を与えており、それが市場の効率性の低下に繋がっていることを示唆するものである。

現在は、こうした経路の存在をより厳密に特定するために、業績関連ニュースの報道時

刻周辺における市場反応に関する分析を進めている。

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6件)

森脇敏雄，アナリストによるキャッシュ・

フロー予想と企業特性，国民経済雑誌，218(1)，2018年，近刊(査読なし)。

森脇敏雄・音川和久，決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に与える影響，神戸大学大学院経営学研究科ディスカッション・ペーパー，2018年，

https://www.b.kobe-u.ac.jp/paper/2018_04.pdf (査読なし)。

森脇敏雄，広島経済大学経済学会 2017年度 第2回研究集会 報告要旨 決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に与える影響(中川栄治教授 退任記念号)，広島経済大学経済研究論集，40(2・3)，pp.107-110，2017年，

<http://dx.doi.org/10.18996/keizai2017400209> (査読なし)。

森脇敏雄，選択的開示の特定方法に関する実証的課題，広島経済大学創立50周年記念論文集，上巻，pp.513-535，2017年，

<http://harp.lib.hiroshima-u.ac.jp/hue/detail/1231520171030103752> (査読なし)。

音川和久・森脇敏雄，決算発表時刻と株価反応 - 日中取引データを用いた実証分析 - ，JSDA キャピタルマーケットフォーラム(第1期)論文集，日本証券業協会，pp.65-88，2017年，

<http://www.jsda.or.jp/katsudou/otogawaronbun.pdf> (査読なし)。

音川和久・森脇敏雄，有価証券報告書と決算短信の有用性比較，神戸大学大学院経営学研究科ディスカッション・ペーパー，2017年，

https://www.b.kobe-u.ac.jp/paper/2017_29.pdf (査読なし)。

〔学会発表〕(計3件)

森脇敏雄，会計発生高とアナリストによるキャッシュ・フロー予想の公表，日本ディスクロージャー研究学会第16回研究大会，法政大学，2017年12月．

森脇敏雄，決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に与える影響，日本会計研究学会第76回全国大会，広島大学，2017年9月．

森脇敏雄，決算発表の集中化と情報仲介機能，第2回JARDISワークショップ，北九州市立大学，2017年3月．

6．研究組織

(1)研究代表者

森脇 敏雄 (MORIWAKI, Toshio)

広島経済大学・経済学部・助教

研究者番号：60780830