

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

令和 2 年 5 月 29 日現在

機関番号：14501

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K04054

研究課題名(和文) 企業情報の開示のあり方が証券市場にもたらす帰結に関する実証研究

研究課題名(英文) Empirical studies of the impact of corporate information disclosure on capital market

研究代表者

音川 和久 (Otogawa, Kazuhisa)

神戸大学・経営学研究科・教授

研究者番号：90295733

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：企業情報の開示は、企業により多様な報告書が作成され、経営者による戦略的意思決定に基づき多様なタイミングで開示され、そして多様なチャネルを通じて投資家などの利害関係者に伝達されるという特徴を有する。本研究は、そのような企業情報の多様な開示プロセスが証券市場参加者にどのような帰結をもたらすのか実証的に調査した。そして、有価証券報告書と決算短信では情報開示のタイミングや市場反応が有意に異なること、取引時間内または取引時間外に開示された決算短信では市場反応が有意に異なること、決算発表の集中化がメディア報道に及ぼす影響、高品質の企業情報の開示がアナリスト予想の特性に及ぼす影響などを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、企業情報がインターネットを通じて瞬時に伝播し、証券取引の高速化によって証券市場が瞬時に反応できるという昨今の情報環境を踏まえて、企業情報の多様な開示プロセスが証券市場参加者にもたらす様々な帰結を実証的に明らかにする学術的意義を有する。さらに、本研究は、重複する開示書類の合理化やフェア・ディスクロージャー・ルールの導入などの制度改革に資する科学的証拠を提供し、日本企業の持続的成長と企業価値の向上に必要な不可欠であると考えられているディスクロージャー制度の改善に貢献できる社会的意義を有する。

研究成果の概要(英文)：Corporate information disclosure has the following characteristics: (i) manager makes multiple reports to disclose corporate information, (ii) corporate information is disclosed at various timing based on manager's strategic decision, and (iii) corporate stakeholders such as investors get corporate information through several channels. I empirically investigate how consequences diverse disclosure processes of corporate information have on market participants. I then demonstrate that (i) there are significantly different disclosure timing of and market responses to Summary of Financial Results (Kessan-Tanshin) versus Annual Securities Report, (ii) there are significantly different market responses to earnings announcements made during trading versus non-trading hours, (iii) the impact of concentrated earnings announcements on media coverage, and (iv) the impact of high-quality corporate disclosure on analyst forecast attributes.

研究分野：会計学

キーワード：企業情報 開示プロセス 証券市場

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

1 番目に、日本では、会社法により計算書類・事業報告、金融商品取引法により有価証券届出書・有価証券報告書、証券取引所の規則により決算短信など、多岐にわたる開示書類を作成・開示することが要求されている。しかし、それらの開示内容は独立したのではなく重複する部分があり、その内容を整理・共通化・合理化するための議論が行われている。先行研究は、決算短信が開示された時点を特定し、その周辺の株価や出来高の反応を調査することにより、決算短信で開示された情報の有用性を明らかにしている。しかし、決算短信以外の、たとえば有価証券報告書などの報告書が金融庁のEDINETにおいて開示された時点の投資家の反応は必ずしも明らかではない。

2 番目に、企業情報が利用者の手元に届くスピードは、インターネットなどの情報技術の発達に伴って格段に速くなっている。2009年の単年度ではあるが、東証上場企業のうち30%を超える企業は、株式売買が行われている日中の時間帯に年次決算短信を開示する一方、約25%の企業は、金曜日の取引が終了した15時以降の夕方・夜間の時間帯に開示していた。後者のケースであれば、投資家は、週明けの月曜日まで株式売買を待たなければならない。一方、前者のケースであれば、投資家はその情報に基づく株式売買を、その日のうちに実行することが可能であり、効率的な証券価格の形成に寄与できる反面、仕事などの都合によって迅速な情報入手が可能でない投資家には不利に作用し、投資家間の情報格差を助長する可能性もある。経営者はどのような動機に基づいて企業情報を開示するタイミングを決定し、そのような戦略的な開示行動が投資家や証券市場にどのような影響を及ぼすのかについて検討することは大きな意義がある。

3 番目に、企業が作成・開示する報告書は、情報の送り手である経営者から情報の受け手である投資家などの利害関係者に伝達されるが、その伝達プロセスもまた多様である。投資家がEDINETや企業のウェブサイトから報告書を直接入手し、それを利用することは勿論であるが、証券アナリストやメディアなどの情報仲介者の存在や役割を見逃すことはできない。企業が開示した報告書の内容は、新聞などのメディアにおいて取り上げられることもあれば、そうでないこともある。このようなメディアにおける報道のあり方の違いは、その後の投資家による情報利用に大きな影響を及ぼしている可能性があるが、その点が十分に探求されてきたとは言い難い。

このように、財務諸表などの企業情報の開示について、企業は、多額のコストを負担しながら「多様な報告書」を作成し、その報告書を「多様なタイミング」で戦略的に開示する一方、投資家などの利害関係者は、その情報を「多様なチャネル」を通じて獲得している。しかし、そのような企業情報の開示プロセスの多様性が投資家の意思決定や証券市場にどのような帰結をもたらしているのかについて、十分な証拠は蓄積されていない。

### 2. 研究の目的

そこで、本研究は、会計情報がインターネットを通じて瞬時に伝播し、証券取引の高速化によって証券市場が瞬時に反応できるという昨今の情報環境を踏まえながら、複数の観点から企業情報の開示プロセスに関する実証研究を展開した。1 番目に、金融庁のEDINETや東京証券取引所のTDNetを通じて有価証券報告書や決算短信などの開示書類が開示された時点を特定し、その周辺の株価や出来高の動向を調査する。この実証分析を通じて、異なる開示書類の投資意思決定有用性を比較し、それぞれの存在意義を検討することができる。2 番目に、決算短信などの企業情報がどのタイミングで開示されたかにより、情報開示後の株価や出来高の反応がどのように異なるのかを調査する。この実証分析を通じて、経営者の戦略的意思決定である情報開示のタイミングが証券市場の価格形成に対してどのような影響を及ぼしているのかを明らかにすることができる。3 番目に、メディアが決算短信などの企業情報をどのようにニュース報道するかを調査する。この実証分析を通じて、メディアによるニュース報道がどのような要因の影響を受けるのかを明らかにすることができる。4 番目に、充実した企業情報の開示を行っている企業とそうでない企業について、証券アナリストによる利益予想の誤差や分散を比較する。この実証分析を通じて、充実した企業情報の開示が証券アナリストによる利益予想の正確性や不確実性にどのような影響を与えているのかを明らかにすることができる。

### 3. 研究の方法

本研究で採用した研究方法の特徴は、次のとおりである。1 番目に、これまでの資本市場研究の多くは、証券取引所の規則により決算日後早期に開示される決算短信に注目し、決算短信の開示に対する投資家の反応を調査してきた。その一方で、計算書類・事業報告や有価証券報告書といった開示書類に対する研究者の注目度は相対的に低く、決算短信以外の開示書類に対する投資家の反応は必ずしも明らかではなかった。その理由の1つとして、有価証券報告書が紙媒体で提出されていた時代には、投資家が有価証券報告書をいつ入手しえたのか、その時点を正確に特定するのが困難であったことが挙げられる。しかし、金融庁が2004年6月に導入したEDINETのもとで、有価証券報告書が公開された時刻を追跡することができる。また、決算短信も、東京証券取引所が1998年4月から運営するTDnetを通じてリアルタイムで配信されており、その公開時刻を把握することができる。そこで、本研究では、インターネットによる企業情報の開示が普及し

ていることを踏まえて、有価証券報告書や決算短信がEDINETまたはTDnetを通じて公開された時刻を正確に特定した上で、決算短信のみならず有価証券報告書に対する市場反応も調査対象とした。2番目に、これまでの資本市場研究の多くは、決算短信の開示に対する株価や出来高の反応を1週間単位または1日単位で調査してきた。それに対して、本研究では、証券取引の高速化が進展していることを踏まえて、株式市場における投資家の株式売買取引の詳細を収録したティック・データを活用することにより、株価や出来高の動向を時間単位で追跡した。3番目に、これまでの資本市場研究の多くは、証券市場参加者として投資家に注目し、企業情報の開示に対する投資家の反応を調査してきた。それに対して、本研究では、企業と投資家の間に介在する情報仲介者としてのメディアを取り上げ、さらに従来の紙媒体による新聞報道のみならず、インターネットによる速報ニュースの配信についても調査対象とした。4番目に、本研究では、さらにメディアとは異なる情報仲介者としての証券アナリストにも注目し、証券アナリストが公表した利益予想のデータを活用することにより、高品質の企業情報の開示が利益予想の正確性や不確実性といったアナリストの予想特性に及ぼす影響を調査した。

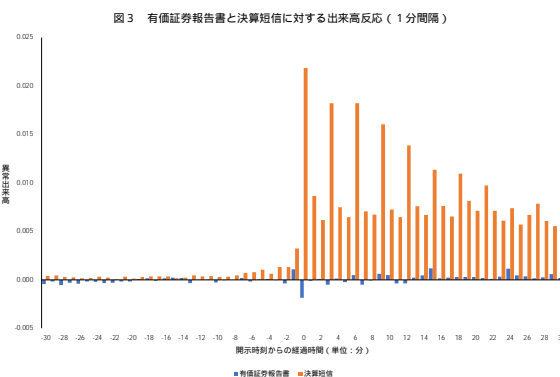
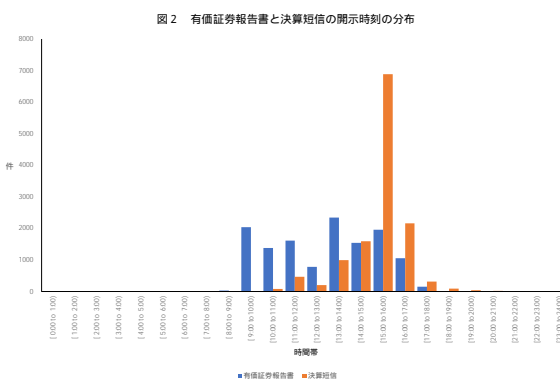
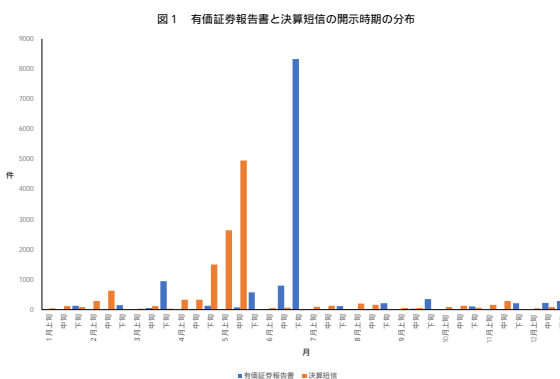
#### 4. 研究成果

本研究の実証分析を通じて得られた主な分析結果は、次のとおりである。

(1) 有価証券報告書と決算短信の比較：東京証券取引所に上場する会社が2012年から2016年までの間に開示した12,891件の有価証券報告書と決算短信を調査対象として、各企業の有価証券報告書がEDINETを通じて開示された時刻または決算短信がTDnetを通じて開示された時刻を特定した上で、有価証券報告書と決算短信の情報開示のタイミングや市場反応を比較した。

図1は、有価証券報告書または決算短信が開示された月別の件数をグラフ表示したものである。各月の月上旬は1日から10日まで、中旬は11日から20日まで、下旬は21日から月末までのことを意味する。日本企業の多くは3月末を決算日としているから、TDnetを通じて開示される決算短信は、4月下旬から5月中旬に開示されるケースが多く、その1ヵ月間に7割を超える企業が集中して決算短信を開示している。一方、EDINETを通じて開示される有価証券報告書は、集中化の傾向がさらに強く、サンプル企業の約2/3が6月下旬の10日間に有価証券報告書を開示している。さらに、6月以外の月についても、件数こそ少なくなるが、有価証券報告書は、決算日から3ヵ月以内という提出期限の間際である下旬に提出されることが多い。図2は、有価証券報告書または決算短信が開示された時間帯別の件数をグラフ表示したものである。TDnetを通じて開示される決算短信は、取引が終了した直後の15時から16時までの時間帯に開示する企業が多く、全体の半数を超えている。それに対して、EDINETを通じて開示される有価証券報告書は、一般的な勤務時間である9時から17時までの時間帯に分散して開示される傾向がある。こうした分析結果は、有価証券報告書と決算短信で情報開示のタイミングが大きく異なることを示唆している。

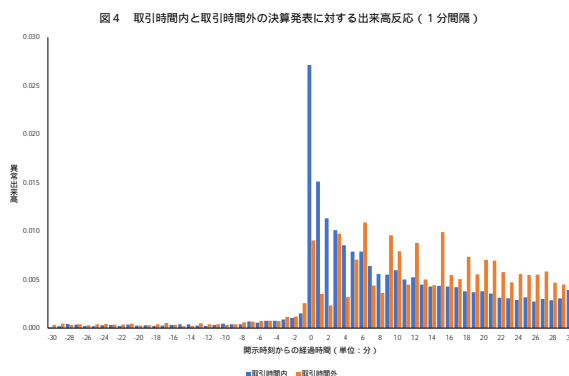
そして、有価証券報告書または決算短信が開示された時刻を基準として、その周辺の株価および出来高の動向を30分間隔または1分間隔といった時間単位で調査した。分析の結果、30分間隔および1分間隔のいずれにおいても、決算短信がTDnetを通じて開示された直後に、大きな株価の変化と出来高の増加が観察された。しかし、有価証券報告書がEDINETを通じて開示された前後の期間において、顕著な株価の変化や出来高の増加は観察されなかった。図3は、有価証券報告書または決算短信の開示時刻を基準として、その30分前から30分後までを1分間隔の



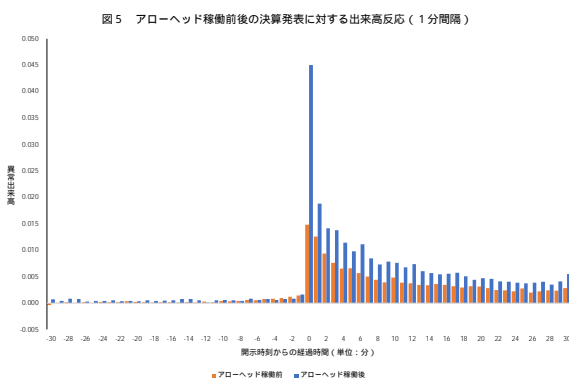
ウィンドウに区切り、各ウィンドウの平均的な出来高水準をグラフ表示したものである。こうした分析結果は、短期の株価反応および出来高反応という観点から、有価証券報告書ではなく決算短信の有用性を支持するものである。

(2) 取引時間内と取引時間外の比較：東京証券取引所に上場する会社が2001年10月から2016年12月までの間にTDnetを通じて開示した延べ33,412件の決算短信を調査対象として、TDnetを通じて決算短信が開示された時刻を特定した。33,412件のうち、9時から14時59分までの取引時間内に決算発表をしたケースは11,485件(34.37%)、それ以外の取引時間外に決算発表をしたケースは21,927件(65.63%)であった。一方、米国では、経営者が証券アナリストや機関投資家など特定の第三者に対して重要な未公表情報を選択的に開示することを禁止したフェア・ディスクロージャー・ルールが2000年代に導入され、その後、日中の取引時間帯に決算発表を行う企業が大きく減少したことが、先行研究において報告されている。したがって、こうした分析結果は、決算発表の開示タイミングが日米の企業で大きく異なることを示唆するものである。

そして、決算短信が開示された時刻を基準として、その周辺の株価および出来高の動向を30分間隔や1分間隔といった時間単位で調査した。分析の結果、決算短信を取引時間内に発表したケースであれ取引時間外に発表したケースであれ、開示直後から有意な市場反応が観察された。しかし、決算短信が開示された直後の時間帯に注目すると、市場反応の程度は、取引時間外よりも取引時間内に発表したケースのほうが大きいことが分かった。図4は、決算短信の開示時刻を基準として、その30分前から30分後までを1分間隔のウィンドウに区切り、各ウィンドウの平均的な出来高水準をグラフ表示したものである。こうした分析結果は、米国の証券市場を対象とした先行研究とは正反対の結果であった。そこで、本研究では、取引ルールが日米の証券市場で大きく異なる点に注目し、その理由をさらに探求した。



(3) 証券取引の高速化の影響：東京証券取引所では2010年1月に、売買注文の処理速度を飛躍的に向上させた新しい株式売買のシステム（アローヘッド）を稼働させた。そこで、本研究では、アローヘッドの稼働により証券取引が高速化された影響を検討するため、決算短信を取引時間内に発表した上記のサンプル11,485件を、アローヘッド稼働前（2009年12月以前）に決算短信を開示したサンプル（6,794件）と、アローヘッド稼働後（2010年1月以降）に決算短信を開示したサンプル（4,691件）に分割した。図5は、決算短信の開示時刻を基準として、その30分前から30分後までを1分間隔のウィンドウに区切り、各ウィンドウの平均的な出来高水準をグラフ表示したものである。それによれば、アローヘッド稼働前よりも稼働後のほうが決算発表に対する出来高反応が顕著に大きい、すなわち証券取引の高速化に伴って決算短信に対する市場反応がより速く、より大きくなっていることが分かった。



(4) メディアによるニュース報道：本研究では、東京証券取引所に上場する会社が2013年から2016年までの間に開示した延べ7,480件の決算短信をサンプルとして、インターネットによるニュース報道の決定要因を分析した。分析の結果、多くの企業が同時に決算発表をすると、ニュース報道される確率が低下し、たとえ報道されても報道までの経過時間が長くなり記事の量も少なくなることなど、メディア・カバレッジの決定要因を明らかにした。

(5) アナリスト予想の諸特性：本研究では、監査役会の会計専門性が高い企業ほど財務報告の質が高いことを示唆する先行研究の結果を踏まえて、監査役会の会計専門性と証券アナリストの利益予想の特性の関連性を調査した。この分析のサンプルは、2014年または2015年3月末時点で東京証券取引所第1・2部に上場していた3月連結決算企業のうち、所定の要件を満たす744件である。分析の結果、監査役会の会計専門性が高い企業では、高品質の企業情報の開示が行われており、その情報はすべての市場参加者が利用できる公的情報であることから、アナリスト予想の正確度が高くなり、アナリスト間の予想のバラツキが小さくなることを析出した。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 山本健人・音川和久	4. 巻 2017-14号
2. 論文標題 監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 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シリーズ	6. 最初と最後の頁 1-36
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 音川和久・森脇敏雄	4. 巻 2017-29号
2. 論文標題 有価証券報告書と決算短信の有用性比較	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 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シリーズ	6. 最初と最後の頁 1-22
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 音川和久	4. 巻 193巻1号
2. 論文標題 大規模データとしての会計情報と資本市場研究	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 会計	6. 最初と最後の頁 12-24
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 森脇敏雄・音川和久	4. 巻 2018-4号
2. 論文標題 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	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 神戸大学経営学研究科ディスカッションペーパーシリーズ	6. 最初と最後の頁 1-27
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 山本健人・音川和久	4. 巻 196巻2号
2. 論文標題 監査役会の会計専門性とアナリスト予想の特性	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 会計	6. 最初と最後の頁 96-108
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 1件）

1. 発表者名 音川和久
2. 発表標題 大規模データとしての会計情報と資本市場研究
3. 学会等名 日本会計研究学会第76回大会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 森脇敏雄・音川和久
2. 発表標題 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
3. 学会等名 日本会計研究学会第76回大会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 山本健人・音川和久
2. 発表標題 監査役会の会計・財務の専門性とアナリスト予想の特性
3. 学会等名 日本会計研究学会第76回大会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Moriwaki, Toshio and Kazuhisa Otogawa
2. 発表標題 Earnings Announcement Timing and Market Attention: Evidence from Japan
3. 学会等名 2019 Annual Meeting of American Accounting Association (国際学会)
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----