

令和 4 年 6 月 15 日現在

機関番号：27101

研究種目：若手研究

研究期間：2018～2021

課題番号：18K12910

研究課題名（和文）企業情報の開示前における情報漏洩の可能性に関する実証分析

研究課題名（英文）An Empirical Analysis of the Possibility of Information Leakage Prior to Corporate Information Disclosure

研究代表者

森脇 敏雄（Moriwaki, Toshio）

北九州市立大学・経済学部・准教授

研究者番号：60780830

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、企業情報が開示前に漏洩している可能性を実証的に明らかにすることである。こうした目的のもと、利益発表前における投資家の行動について、その決定要因の分析を行った。主たる発見事項は次の通りである。(1) 利益発表前の期間において、公的情報が開示されている場合、とりわけ経営者予想が改訂されている場合に、投資家は積極的に注文を提示およびキャンセルする。(2) 利益発表直前の取引日において、投資家は積極的に注文を提示およびキャンセルする。以上の分析結果は、公的情報が公表されている場合、利益発表日が近づいている場合に、投資家は事前の期待を頻繁に改訂することを示唆している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の研究成果は、企業情報が開示前に漏洩している可能性を検討する際の基礎的な証拠を提示しているという点において、学術的および社会的意義を有する。利益発表前において、投資家は私的に入手した情報（漏洩した情報など）を利用する可能性がある。本研究の分析結果は、(1) 公的に入手した情報が投資家の事前の期待形成に影響を与えていること、(2) 利益発表直前の取引日において、投資家の事前の期待形成が活発になっていることを示している。企業情報が開示前に漏洩している可能性を指摘する際には、こうした平均的な傾向から乖離する投資家の行動に注目する必要がある。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to empirically clarify the possibility that corporate information is leaked prior to disclosure. With this goal in mind, we analyze the determinants of investor behavior prior to earnings announcements. The main findings are as follows (1) In the period prior to earnings announcements, investors are more willing to offer and cancel orders when public information is disclosed, especially when management's forecasts are revised. (2) On the trading day immediately before the earnings announcement, investors actively offer and cancel their orders. These results suggest that investors frequently revise their prior expectations when public information is disclosed and when the earnings announcement date is approaching.

研究分野：会計学

キーワード：会計学 適時開示 情報漏洩 フェア・ディスクロージャー・ルール 投資家間の情報の非対称性 沈黙期間

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

### 1. 研究開始当初の背景

証券市場の参加者である投資家は、利益発表前に様々な企業情報を入手している。TDnet (Timely Disclosure network) を通じて開示される情報がその代表例であり、上場企業の決算情報のほか、業績予想、配当予想の修正等の情報が開示される。そのため、証券市場の参加者は、上述の企業情報を利用して期待を形成し、その結果、株価は企業のファンダメンタルズを反映することになる。企業のファンダメンタルズを反映した株価は、証券市場における資源配分に影響を与えるため、企業情報の開示が株価形成に与える影響は、会計およびファイナンス分野において、研究上の関心を集めている。

ただし、TDnet を通じて開示される企業情報は、開示前に一部の市場参加者に漏洩している可能性がある。(株) エナリスが開示した情報によると、同社の平成 25 年 9 月期の決算資料が公表時間前にホームページで閲覧できる状態にあったことが報告されている。この他にも、アナリストが未公表の企業情報を入手し、それに基づいて顧客を勧誘したことをうけて、金融庁はアナリストの所属証券会社に対して行政処分を下している。証券会社に対する行政処分を契機に、日本の証券市場においても、平成 30 年 4 月より、FD ルールが施行されることになった。ただし、重要な未公開情報の選択的開示の存在については、定量的な把握が十分になされておらず、実証的な証拠の提示が求められている。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、企業情報が開示前に漏洩している可能性を実証的に明らかにすることである。Dong, Li, Ramesh, and Shen (2015) は、高コストかつ登録制のメディアを通じて企業のプレスリリースにアクセス可能な投資家が、他の投資家よりも早期に情報が入手可能になっている状況に着目し、こうした状況が価格形成に与える影響を調査している。Campbell, Twedt, and Whipple (2021) は、証券市場における分単位の約定データを利用し、情報開示前の出来高反応を調査することで、選択的開示を禁じる規則が有効に機能しているかどうかを検証している。本研究は、企業情報が開示前に漏洩している可能性を検討するために、利益発表前における投資家の行動について、その決定要因を分析する。

### 引用文献

- Campbell, J. L., B. J. Twedt, B. C. Whipple. 2021. Trading Prior to the Disclosure of Material Information: Evidence from Regulation Fair Disclosure Form 8-Ks. *Contemporary Accounting Research* 38 (1): 412-442.
- Dong, B., E. Li, K. Ramesh, and M. Shen. 2015. Priority dissemination of public disclosures. *The Accounting Review* 90 (6): 2235-2266.

### 3. 研究の方法

上記の目的のもとで、いくつかの研究課題に取り組んだ。最新の研究成果は、"Pre-Disclosure Information Environment and Investors' Behavior: Evidence from Order Submissions and Cancellations" と題する論文にまとめている。以下、簡潔にその内容を要約する。

#### (1) 注文行動の捕捉

利益発表前における投資家の行動について、いくつかの方法でその捕捉を試みた。ここでは、主として用いている、指値注文、約定、指値注文のキャンセルの捕捉方法を説明する。2018 年 1 月から同年 12 月までの年次利益発表を対象とし、その利益発表前 20 取引日について、取引日ごとに注文種別を判定し、種別ごとの件数を集計した。分析に用いているデータベースは、NEEDS ティックデータファイル(複数気配板)である。分析対象とする利益発表は、2,644 件であるため、観測値数は、2,644 件 × 20 取引日の計 52,880 件・取引日である。注文種別の判定方法を要約すると、取引日ごとに、任意の時点における最良気配の値段および数量が、その直前の時点の最良気配の値段および数量から変化しているかどうかを確認する。例えば、最良気配の値段に変化がなく、数量が増加していれば、最良気配で指値注文があったと考える。最良気配の値段に変化がなく、数量が減少していれば、最良気配で指値注文の約定またはキャンセルがあったと判定する。約定かキャンセルかの識別は、同時点で約定があったかどうかを確認することで行っている。

#### (2) 決定要因の分析

利益発表前における投資家の行動の決定要因として、利益発表前における公的情報の開示、利益発表直前であるか否かの 2 点に注目した。分析に用いている回帰式は下記の通りである。被説明変数( #Orders )は、取引日 d-1 から d にかけての注文件数の変化(指値注文件数の変化( #LimitOrders ), 約定件数の変化( #MarketOrders ), キャンセル件数の変化( #CancelledOrders ))である。主たる説明変数は、公的情報の開示に関するものとして、経営者予想の改訂の有無(MFR)、コンセンサス予想の改訂の有無(CFU)、業績関連ニュースの報道の有無(ERA)、利益発表直前であるか否かに関するものとして、利益発表日前日ダミー(PreEA)を

用いている。

$$\Delta\#Orders_{i,[d:d-1]} = \beta_0 + \beta_1 MFR_{i,d} + \beta_2 CFU_{i,d} + \beta_3 ERA_{i,d} + \beta_4 PreEA_{i,d} + \beta_4 \text{Log}(\text{Spread})_{i,d-1} \\ + \beta_5 \text{Log}(\text{Depth})_{i,d-1} + \beta_6 \text{Log}(\text{PriceTrend})_{i,d-1} + \beta_8 \text{Log}(\text{Var})_{i,d-1} + \text{Controls} + \varepsilon_{i,d}$$

$$\Delta\#Orders_{i,d} = \{\Delta\#LimitOrders_{i,d}, \Delta\#MarketOrders_{i,d}, \Delta\#CancelledOrders_{i,d}\}$$

#### 4. 研究成果

研究成果は未公開かつ未公表であるため、ここでは文章での説明に留めている。主たる発見事項は次の通りである。(1)利益発表前の期間において、経営者予想が改訂されている場合、コンセンサス予想が改訂されている場合、業績関連ニュースが報道されている場合に、投資家は積極的に注文を提示およびキャンセルする。(2)投資家はコンセンサス予想の改訂および業績関連ニュースの報道よりも、経営者予想の改訂に対して強く反応する。(3)投資家が提示する注文の方向性(売りまたは買い)は、経営者予想の改訂の方向性(上方修正または下方修正)およびコンセンサス予想の改訂の方向性と整合する。(4)利益発表直前の取引日において、投資家は積極的に注文を提示およびキャンセルする。以上の分析結果は、公的情報が公表されている場合、利益発表日が近づいている場合に、投資家は事前の期待を頻繁に改訂することを示唆している。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計3件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 1件）

1. 発表者名 森脇敏雄
2. 発表標題 企業の情報環境と利益発表前の投資家行動の関連性
3. 学会等名 2020年度日本経済会計学会秋季大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 Toshio Moriwaki
2. 発表標題 Intraday Price Discovery Process to Earnings Announcements: Evidence from Japan
3. 学会等名 2020 American Accounting Association Virtual Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 森脇敏雄
2. 発表標題 沈黙期間の設定と情報の非対称性
3. 学会等名 日本経営財務研究学会・第43回全国大会（於：神戸大学）
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
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------