

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 6 月 7 日現在

機関番号：14501

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2009～2011

課題番号：21730369

研究課題名（和文） 決算発表と私的情報に基づく取引確率との関連性に関する実証研究

研究課題名（英文） Earnings Announcements and Probability of Informed Trading

研究代表者

村宮 克彦 (MURAMIYA KATSUHIKO)

神戸大学・経済経営研究所・講師

研究者番号：50452488

研究成果の概要（和文）：

本研究課題では、経営者による業績予想の公表を含む日本特有の決算発表制度が、投資者間の公平性の確保に寄与し、情報格差の改善に役立っているかどうかを実証的に評価した。この研究課題における主要な発見事項は、次の通りである。すなわち、決算発表時に業績予想を開示している企業ほど、私的情報を収集しようとする情報トレーダーのインセンティブが低く、その結果、情報の非対称性のレベルが低く抑えられていることを発見した。本研究課題での発見事項は、経営者による業績予想の公表を含む現行の決算発表制度が、投資者間の情報の偏在を是正する役割を果たしていることを示唆している。

研究成果の概要（英文）：

This research project examines whether contemporaneous announcements of actual earnings and management earnings forecasts affect the probability of information-based trade (PIN), information asymmetry among investors, using the data from the Tokyo Stock Exchange. My main findings are as follows. First, PIN is positively associated with cross-shareholdings for Japanese firms after controlling for other determinants of information asymmetry. Second, individuals' trading is so naïve as if they use nothing other than the information released at the time of earning announcement, while institutions' trading is so sophisticated. Finally, the information asymmetry for firms disclosing management earnings forecasts at the time of earning announcement is lower than those for non-disclosing firms and the result is primarily caused by lowering the incentives to search for private information. This finding suggests that simultaneously reporting the actual earnings along with the management earnings forecast leads to reductions in information asymmetry among investors.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	1,400,000	420,000	1,820,000
2010 年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2011 年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	3,000,000	900,000	3,900,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：オーダー・インバランス、決算発表、PIN、情報トレーダー、業績予想開示

1. 研究開始当初の背景

近年、米国では企業情報に関して、選択的開示を禁止し、情報開示の公平性を確保しようとするレギュレーションFDが施行された。一方、日本でもオンライン・トレードの普及などに伴って、個人投資家が年々増加し、主に一般に利用可能な情報のみを頼りに株式売買を行う個人投資家とそうでない投資家との情報格差の問題が浮き彫りになっている。このような背景から、近年、株式市場における投資者間の公平性、および情報格差が注目されている。本研究課題では、最近のこうした投資者を取り巻く情報環境を鑑み、情報開示の中核にある決算発表に焦点をあて、その制度が投資者間の公平性の確保に寄与し、情報格差の改善に役立っているかどうかを実証的に評価する。

2. 研究の目的

日本の上場企業は、決算発表の際、当期の実績数値に加え、経営者による次期予想数値の公表も行っている。こうした決算発表制度は他国には類を見ないものである。本研究課題は、このような日本独自の決算発表制度が、株式市場における投資者間の公平性の確保に寄与し、主として個人投資家と機関投資家との情報格差の改善に役立っているかどうかを分析しようとするものである。

3. 研究の方法

本研究課題は、次のような複数の分析を経て、上述の目的を達成することを試みた。すなわち、(1) 企業の決算発表とは無関連に、情報格差の企業間差異を説明する要因を調査し、(2) 個人投資家と機関投資家の各グループは、決算発表の際に公表される情報を利用しているのか、そして、もし利用しているとすれば、両者が使っている情報に相違はあるのか否かを分析し、そして(3) 本研究課題の主要な研究テーマである経営者による業績予想の公表を含む日本独自の決算発表制度が、投資家間の情報格差の改善に役立っているかどうかを分析した。以下では、この3つの分析について、それぞれ研究方法を論じる。

(1) 企業の所有構造と情報格差

投資家間の情報格差は、本研究が注目する決算発表のみと関連しているわけではない。その他にも、様々な要因によって規定されるはずである。そこで、本研究課題の主要な分析に入る前段階として、企業の所有構造に着目して、投資家間の情報格差の度合いが、それによって影響を受けるかどうかを調査した。とりわけ、日本企業特有と言われる持ち合い株式の多寡が、企業間の情報格差の差異

を説明するかを分析したのである。近年、一般株主によるガバナンス強化を目的として、持ち合い解消に対する社会的要請が高まっている。この分析を行うことにより、そうした解消の流れが、株式市場の公平性を高め、もって株式市場の厚生の高めることに寄与するか否かを評価するための基礎資料を提供することができると考えられる。

この分析では、投資者間の情報格差を測る必要があるが、それを測るのは容易な作業ではない。しかし、マーケット・マイクロストラクチャーと呼ばれる研究分野の進展により、情報格差の程度を定量的に把握することが可能になった。それが、私的情報に基づく取引確率(probability of informed trading; 以下 PIN と略称)である。株式市場には少なくとも2タイプの投資家が存在するはずである。一方は、一般に利用可能な公的情報のみを頼りに株式売買を行う個人投資家を代表とする非情報トレーダー(uninformed trader)である。他方は、公的情報のみならず、自身の開拓した私的な情報源から追加的なコストを支払ってでも得た私的情報をも駆使して株式売買を行う機関投資家に代表される情報トレーダー(informed trader)である。PINは銘柄ごとに、後者の情報優位にいる情報トレーダーの行う取引がどの程度の割合を占めるかを測る尺度である。もし、ある銘柄のPINが高ければ、その銘柄の多くの取引が情報トレーダーによって執行されていることを示唆し、情報優位にある投資者と情報劣位にある投資者との情報格差が大きいことを意味する。したがって、PINは投資者間の情報格差を測定する尺度として捉えることができるのである。

このように推定されたPINと株式持ち合いとの関係を調査し、両者に明確な関係があるかどうかを分析したのである。

(2) 決算発表に対する個人投資家と機関投資家の反応差異

経営者による予想利益の公表を含む決算発表と情報格差との関連を調べる前に、そもそもそうした決算発表が投資家にとって有用なものかどうかを調査することは重要である。もし、決算発表が投資家にとって重要なものでなければ、それが情報格差の役立つはずはないからである。本分析では、投資家を相対的に情報劣位にある個人投資家グループと情報優位にある機関投資家グループとに大別し、両者は決算発表時点で公表される情報を利用しているか、そして、もし利用しているとすれば、両者が使っている情報に差があるか否かを検証したのである。分析の方法は、以下の通りである。

まず、各銘柄、各取引日ごとに、上述の2

つのグループ毎に株価の上昇圧力となる買い手主導の取引株数と株価の下落圧力となる売り手主導の取引株数を集計する。両グループを分ける方法は、先行研究に依拠して、取引金額が比較的少額なものは零細な資金で株式取引を行う個人投資家によって執行されたもの、他方、取引金額が多額なものは莫大な資金を元手に株式取引を行う機関投資家によって執行されたものと仮定した。次に、決算発表日周辺において、両グループが買い手主導の取引と売り手主導の取引のいずれが優勢であったかを求め、それと決算発表の内容を対応させる。両者に一定の相関が確認されれば、各投資家グループが決算発表情報を利用していることが明確になるのである。

(3) 業績予想の開示と情報格差

経営者による業績予想公表を含む日本の決算発表制度は、投資家や証券アナリストの有する期待を改訂するのに十分な情報を提供してきたという意味で高く評価されている。すなわち、少なくとも情報の需要サイドには、恩恵をもたらしてきたと言えるのである。しかしながら、一方で供給サイドである企業側からは、近年その制度に懐疑的な声が聞かれるようになってきている。そうした背景の中、この分析では、業績予想開示企業と非開示企業との比較を通じて、年次決算短信を通して行われる業績予想の開示が、その後の期間におけるPINに影響を及ぼすかどうかを検証したのである。

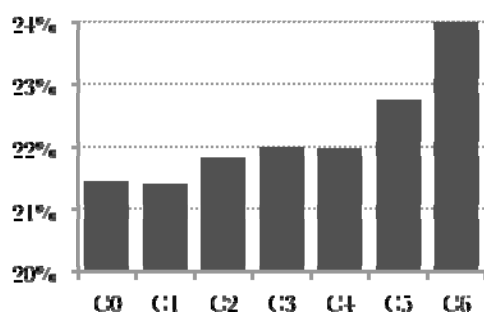
もし、業績予想開示企業の情報格差が、非開示企業のそれと比較して、有意に低いことが分かれば、業績予想の開示が、投資者間の情報の偏在を是正する役割を果たしていると言えることができるであろう。

4. 研究成果

以下では、上述の3つの分析によって得られた研究成果を詳述する。

(1) 企業の所有構造と情報格差

次の図は、株式持ち合いとPINとの関係を明らかにするため、企業を持ち合いの割合に応じてグループ化し、各グループのPINの平均値を図示したものである。



C0は持ち合い割合がゼロの企業群を、C1はゼロより大きく5%未満の企業群を、C2は5%以上10%未満の企業群を、以下同様で、C6は25%以上の企業群を意味する。これを見ると、持ち合いの割合が高い企業群ほど、PINが高い傾向にあることが分かる。すなわち、この結果は、持ち合いが多い企業ほど、投資家間の情報格差が大きいことを示唆しているのである。こうした結果は、PIN以外の情報格差を表す尺度を用いても保持された。また、情報格差に関して先行研究で認識されている決定要因を所与としてもなお、持ち合い割合が高い企業ほど、情報格差が大きいことが確認され、非常に頑健な結果が得られたのである。

この分析結果は、今後日本企業の持ち合いがますます解消されることによって、株式市場全体における情報格差が一層改善される可能性があることを暗示している。この研究成果は、武蔵大学で研究報告を行い、そこで得られたコメントを反映しつつ、目下1編の論文としてまとめているところである。

(2) 決算発表に対する個人投資家と機関投資家の反応差異

この分析では、個人投資家グループが、決算発表の際に公表される情報だけに基づいて単純に取引を行っている一方で、機関投資家グループは、決算発表以前に公表される重要な事前情報と決算発表時に公表される情報とを総合的に分析して思慮深く取引していることを発見した。詳述すると、個人投資家グループは、前期から今期にかけて増益した企業や来期は今期よりも増益すると経営者が予想した企業について、買い圧力を強める傾向にある。一方で、機関投資家グループは、今期の業績について、決算発表前にアナリストが予想した値よりも業績が良い企業について買い圧力を強め、経営者の予想利益については、増益予想企業に買い圧力を強めるといった単純な行動は取っておらず、経営者の予想利益にどれほど楽観的のバイアスが含まれているかまで考慮して予想利益に反応していることが明らかとなった。

また、決算発表時の売買行動と将来リターンとの関係を分析すると、思慮深く行動していた機関投資家グループは、その後プラスのリターンを獲得する傾向にある一方で、ナイーブに行動していた個人投資家グループは、その後損失を被る傾向にあることを発見した。

全体として、両グループは、決算発表時に利用している情報が異なっており、個人投資家は非常にナイーブな投資家として、一方、機関投資家は洗練された投資家として位置づけることができるという興味深い事実を発見した。

この研究は、The Japanese Accounting Reviewのジャーナル・カンファレンスや他大学のセミナーなどで報告を行い、そこで得られたコメントを反映して、一編の論文としてまとめた。その論文は、現在神戸大学経済経営研究所のディスカッション・ペーパー(Katsuhiko Muramiya and Kazuhisa Otagawa, “How Do Investors Trade When Actual Earnings Are Reported with Management Forecasts?” Kobe University RIEB Discussion Paper Series, DP2012-06 (2012).)として公表されており、海外ジャーナルへの掲載に向けて努力しているところである。

(3) 業績予想の開示と情報格差

本分析では、年次決算短信を通じて経営者による業績予想を開示している企業と開示していない企業とで、その後の期間において両者の情報の非対称性のレベルに差があるかどうかを検証した。

分析の結果、そのレベルに影響を及ぼす種々の要因をコントロールすると、業績予想開示企業ほど、非開示企業と比較してPINが約2.6%ほど低いことを発見した。また、その結果は、業績予想開示企業ほど、機関投資家をはじめとする情報トレーダーによる私的情報の収集活動が活発に行われていないことに起因することも併せて発見した。これらの発見事項は、業績予想の開示が、私的情報を収集しようとする情報トレーダーのインセンティブを低下させることに繋がっており、結果として情報の偏在の是正に寄与していることを示唆するものである。

先行研究では、情報の非対称性の低減が、流動性を向上させ、ひいては資本コストの低下をもたらすという証拠が蓄積されつつある。これらの結果を加味すると、本分析結果は、業績予想を開示すること自体に、流動性の向上や資本コストの低下を誘引する機能があることを暗示する。これらの経済的帰結は、業績予想の開示が企業側にもたらすベネフィットに他ならない。近年、業績予想開示制度に否定的である企業が多く、また既に業績予想を非開示とする企業が増えているという。この結果は、業績予想開示制度が、需要サイドである投資家のみならず、供給サイドである企業側にもベネフィットをもたらしていることを意味しており、その制度がいかに重要であるかを訴えるものである。

この研究成果は、1編の論文としてまとめ、証券アナリストジャーナル(2011年6月号)へと掲載された。

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2件)

- ①村宮克彦「業績予想の開示・非開示が情報の非対称性に及ぼす影響」証券アナリストジャーナル, 査読無, 第49巻第6号(2011), 18-29頁.
- ②村宮克彦「企業の情報開示と株主資本コスト」IR-COM, 査読無, 10月号(2010), 4-7頁.

〔学会発表〕(計6件)

- ①Muramiya, Katsuhiko and Kazuhisa Otagawa, “How Do Investors Trade When Actual Earnings Are Reported with Management Forecasts?” 一橋大学研究会, 2011年7月24日, 一橋大学.
- ②Muramiya, Katsuhiko and Tomomi Takada, “Reporting of Internal Control Deficiencies, Restatements, and Management Forecasts,” 2011 Annual/Summer International Conference, Korean Accounting Association, 2011年6月16日, Lotte Hotel Jeju, KOREA.
- ③Woo-Jong Lee, Katsuhiko Muramiya and Tomomi, “Information Asymmetry of Cross-Held Companies in Japan,” 武蔵大学ワークショップ, 2011年3月5日, 武蔵大学.
- ④Muramiya, Katsuhiko and Kazuhisa Otagawa, “Investor-Level Reactions to Earnings Announcements: Evidence from Japan,” 2011 The Japanese Accounting Review Conference, 2011年2月1日, 神戸大学.
- ⑤Muramiya, Katsuhiko and Tomomi Takada, “Reporting of Internal Control Deficiencies, Restatements, and Management Forecasts,” Asian Academic Accounting Association, Annual Conference, 2010年11月30日, The Shangri-la Hotel, Bangkok, THAILAND.
- ⑥村宮克彦「投資家の異質性を前提とした決算発表に対する投資行動分析」中央大学企業研究所ワークショップ, 2010年10月28日, 中央大学.

〔図書〕(計1件)

- ①村宮克彦「残余利益モデルを構成する財務比率の特性分析」桜井久勝編『企業価値評価の実証分析—モデルと会計情報の有用性検証』第9章・230-269頁.

〔その他〕

ホームページ等

<http://www.rieb.kobe-u.ac.jp/academic/ResearchStaff/muramiya-j.html>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

村宮 克彦 (MURAMIYA KATSUHIKO)

神戸大学・経済経営研究所・講師

研究者番号：50452488