

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 15 日現在

機関番号：34506

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2014～2016

課題番号：26870756

研究課題名(和文) 有価証券報告書における定性情報に関する研究

研究課題名(英文) Empirical study about qualitative information of Japanese firms

研究代表者

伊藤 健顕 (ITO, Takeaki)

甲南大学・マネジメント創造学部・講師

研究者番号：00709496

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,800,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は有価証券報告書に記載される定性情報を分析対象とし、その開示実態や経済効果を実証的に検証することであった。分析対象は東証一部上場企業とし、分析期間は2004年3月期から2014年12月期までとした。分析に用いた定性情報は有価証券報告書の事業の状況に記載される「財政状態、経営成績およびキャッシュフローの分析(MD&A)」である。分析の結果、日本企業の開示しているMD&A情報は開示量は平均値でみた場合には大きく変化していないが、最大値は2012年をピークに低下する傾向にあるということが明らかになった。またMD&A情報を用いたスコアと業績予想などとの関連が明らかになった。

研究成果の概要(英文)：The purpose of this research is to analyze the qualitative information of Japanese firms. The sample period starts from the fiscal year beginning March 2004 when MD&A regulation was mandated in Japan. The sample period extends to fiscal year 2014. The result shows that the mean of MD&A information of Japanese firms is not significantly changed. But the maximum value is decreasing. We find that the relation between MD&A information and quantitative indexes such as management forecast.

研究分野：会計学

キーワード：定性情報 MD&A テキストマイニング 実証研究 ディスクロージャー

1. 研究開始当初の背景

これまでのディスクロージャー研究は、開示か非開示か、制度開示か自発的開示か、財務（定量的）開示か非財務（定性的）開示か、といった二項対立的な命題に対してどちらかに軍配をあげるための成果を提供することを主たる目的として行われてきた。しかし、グローバル化が進み企業活動も多岐にわたり複雑化している今日、果たしてある経済的事実についてそれを開示すべきか否か、強制的に開示させるのか自発的開示にゆだねるのかというような二者択一の制度設計で投資家を中心としたステークホルダーへの説明責任を果たすことができるのだろうか。経済および企業環境が変われば、それに合わせてディスクロージャー研究のアプローチやテーマも変わっていくべきであり、環境変化に対応して、従来の枠組みを超えた研究が必要になるのではないか。これが本研究の基本的な問題意識である。

現在、企業の開示している情報は非常に多岐に渡り、制度による強制開示と自発的開示の2つに分けることができる。制度による強制開示は、法制度（金融商品取引法）にもとづく開示と取引所規制にもとづく開示がある。そのアウトプットとしては、有価証券報告書や決算短信が挙げられる。自発的開示の例としては、IR活動の一環としての情報開示、Web上での開示、決算説明会や株主説明会等の各種説明会が挙げられる。これまでは、このように制度による強制開示か、自発的開示かの2元的なアプローチで研究が行われてきた。

しかし「制度開示でありながら自発的開示の要素を多分に含んだディスクロージャー」という情報が存在する。たとえば「事業等のリスク」と「財政状態および経営成績の分析（MD&A）」はどちらも有価証券報告書の「事業の状況」に記載が義務づけられている項目である。どちらも記載は義務づけられているものの、記載する情報内容については詳細に規定されていない。したがって、作成者側の判断によって開示する情報をコントロールすることができる。

これまでの研究では制度開示でありながら自発的開示の要素を多分に含んだディスクロージャーについて触れられることは少なく、制度による強制開示もしくは自発的開示に絞った分析のみが行われてきた。制度開示でありながら自発的開示の要素を多分に含んだディスクロージャーは、自発的開示についての要素を多分に含んでいるため、自発的開示についての先行研究において報告されている検証結果がこの場合も観測されることが推測される。

上述のように自発的開示・強制的開示という視点に加えて、本研究では定性情報の開示に着目する。上述のように定性情報とは、企業の経営理念や経営戦略、景気、社会情勢など、数値では表されない情報である、制度開

示でありながら自発的開示の要素を多分に含んだディスクロージャー情報については、定量情報ではなく定性情報こそがその効果を発することが期待される。そこで本研究では定性情報に焦点を当てて分析を行う。

2. 研究の目的

本研究の目的は日本企業の有価証券報告書に記載されている定性情報（MD&Aを中心に）の開示実態の把握が第一の目標である。MD&Aが記載される有価証券報告書の「事業の状況」は、2004年3月にはじまる事業年度より制度が改正され、開示項目に定性情報（事業等のリスク、財政状態及び経営成績の分析）が追加された。したがって、2004年3月から現在にいたるまでの開示実態を把握し、その時系列での変化を明らかにすることができるかと推定される。また、それらのデータと財務情報等との相関を実証的に検証することで、定性情報開示の決定要因や開示による経済的効果についても明らかにすることができると思われる。

3. 研究の方法

本研究は以下の2つのフェーズに分けて行う。

- (1) 有価証券報告書からのデータ収集、整理によるデータベース構築
- (2) (1)で構築したデータベースを用いた分析

(1)においては株式会社プロネクサスの提供する企業情報データベースである「eol」から、有価証券報告書に記載されている定性情報を取得し項目別の詳細なデータベースを作成する。この際、作業は1社毎にアクセスし、情報を一つ一つ取得し分類を行うため初年度はこの作業を主に行う。

有価証券報告書の情報はedinetやeolに代表される企業情報データベースから閲覧可能であるが、その詳細や概要に関する情報についてまとまったものは存在しない。首藤・緒方[2009]のように、研究者自身が情報を整理し、開示状況を分析した研究は存在するものの、対象となる情報や分析期間が限られており、改善の余地は存在する。本研究では、分析期間は事業の状況が現在のフォーマットとなった2004年3月期から2014年12月期までとし、分析対象は東証一部上場企業とする。

(2)に関して、本研究課題において行った研究は以下の通りである。

- ① 日本企業のMD&A情報の開示実態
- ② SEC基準採用企業のMD&A情報と株式市場の反応
- ③ 赤字企業の決算短信を対象とした、ディスクロージャーのトーンに関する一考察
- ④ ボイラープレート化の測定

4. 研究成果

本研究の研究成果は以下の4点である。

- (1) 日本企業のMD&A情報の開示実態
- (2) SEC基準採用企業のMD&A情報と株式市場の反応
- (3) 赤字企業の決算短信を対象とした、ディスクロージャーのトーンに関する一考察
- (4) ボイラープレート化の測定

(1) 表1は2004年から2014年にかけての東証1部上場企業のMD&A情報の文字数についての記述統計量をまとめたものである。平均値はおよそ2900文字前後、中央値は2200文字前後で推移しておりこの期間で大きな変動は見られない。また、文字数の最小値は300字に満たない傾向は変わらないものの、最大値は2012年をピークに減少する傾向が見られる。

表1

| | n | mean | sd | median | min | max | se |
|------|-------|----------|----------|----------|-----|---------|--------|
| 2004 | 1,469 | 2,831.90 | 3,470.48 | 2,145.00 | 272 | 70,841 | 90.55 |
| 2005 | 1,596 | 2,932.81 | 4,185.01 | 2,213.50 | 290 | 114,971 | 104.76 |
| 2006 | 1,634 | 2,908.09 | 3,138.65 | 2,258.50 | 296 | 57,820 | 77.65 |
| 2007 | 1,669 | 2,873.92 | 3,199.00 | 2,245.00 | 286 | 56,739 | 78.30 |
| 2008 | 1,684 | 2,861.87 | 3,217.12 | 2,256.00 | 238 | 57,761 | 78.40 |
| 2009 | 1,707 | 2,901.19 | 3,414.12 | 2,303.00 | 240 | 62,819 | 82.63 |
| 2010 | 1,732 | 2,961.96 | 3,836.71 | 2,289.00 | 266 | 67,595 | 92.19 |
| 2011 | 1,743 | 2,946.70 | 3,949.28 | 2,285.00 | 266 | 71,119 | 94.60 |
| 2012 | 1,763 | 2,918.02 | 3,990.97 | 2,254.00 | 266 | 72,223 | 95.05 |
| 2013 | 1,782 | 2,839.85 | 3,736.14 | 2,216.50 | 266 | 60,931 | 88.51 |
| 2014 | 1,499 | 2,902.98 | 3,774.69 | 2,193.00 | 373 | 53,994 | 97.49 |

(2) 本研究ではMD&A情報を分析対象に、文字数・文章数および株式市場からの反応について分析を行った。分析の結果、時間の経過とともにSEC基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が示唆された。また、SEC基準採用企業はMD&A情報を常に修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。このことから、日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。そしてMD&A情報と株式市場の反応については、SEC基準採用企業かつMD&A情報を積極的に修正する企業ほど市場のボラティリティが高い可能性が示唆された。MD&Aは投資家の意思決定有用性向上のために設けられた情報ではあるが、SEC基準採用企業の開示している情報の多さがかえって投資家の混乱を招いている可能性がある。

図1

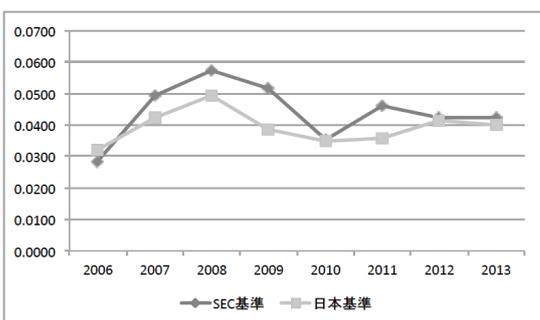


図1はSEC基準採用企業および日本基準採用企業について、そのRMSEを比較したものである。図からわかるように、SEC基準採用企業と日本基準採用企業を比較した場合には2006年以外はSEC基準採用企業のほうが株式市場のボラティリティが高い傾向がみられる。なお、この2グループの平均値の差を検定した結果、有意な差はみられなかった。

(3) 本研究では定性情報のトーンと株価リターンについて高村・乾・奥村[2006]によって測定された感情極性値を用いたスコアを算出し分析を行った。分析から、決算短信におけるポジティブな開示は市場からの低評価を抑える効果があると示唆された。これらの結果に関して「ポジティブな開示をすれば赤字による株価低下をいくらか軽減することができる」もしくは「赤字にもかかわらず評価を大きく落としていない企業はポジティブな開示をしている」という2つの解釈が考えられる。スコア上位グループに属する企業のなかには3期連続で赤字決算となった企業や業績予想値と実績値の差が比較的大きい企業など、定量情報のみではポジティブな評価が難しい企業も存在する。もちろん、定量および定性での情報開示以外の要素による影響も存在すると考えられるが、ポジティブな情報開示が市場からの評価の一端を担っている可能性は存在する。一方でHuang et al. [2014]が指摘しているように企業がトーンのマネジメントを行っている可能性もある。本稿ではその点を解明するには至っていないが、スコア上位のグループに属する企業の中にはトーンのマネジメントを行っている企業が存在する可能性も否定はできない。

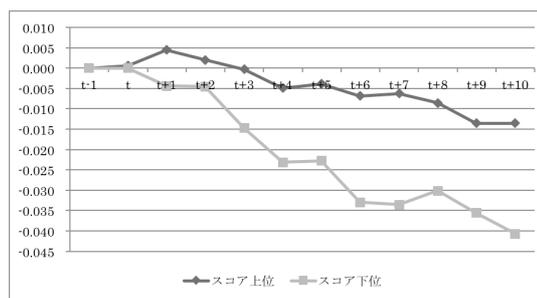


図2

図2は決算公表後10日間の累積超過リターンを表したものである。いずれのグループも累積超過リターンは低下傾向にあるが、スコア上位グループのほうが低下幅は小さい。したがって両グループともに赤字決算という状況で市場からの評価は低下しているが、決算短信において比較的ポジティブな記述をしている企業は決算公表直後の短期間では市場からの評価による下がり幅を抑えることに成功している。また、長期間でみた場合にも市場からの低評価をおさえること

ができていいる可能性が示唆される。すなわち、決算短信におけるポジティブなトーンは決算情報開示直後のネガティブサプライズをおさえる効果を果たし、なおかつ赤字決算による市場からの評価の低下をおさえることに成功している可能性が示唆される。

(4) 本研究では、日本企業の MD&A 情報がボイラープレート化しているかどうかを実証的に検証している。検証にあたって、テキストマイニング分析において用いられる指標である TF-IDF をもとに MD&A 情報の修正度合いを示すスコアを算出し、分析を行っている。分析の結果、2008 年から 2009 年の間に MD&A の文字数が増加しスコアが減少していることが明らかになった。この傾向は 2008 年と 2009 年を除いて、日本の MD&A 情報はボイラープレート化していないことを示している。また、MD&A 情報のボイラープレート化の決定要因を分析すると、積極的な業績予想を行う企業は MD&A 情報を活用していることが明らかになった。一方で、MD&A の情報が多い企業は積極的な MD&A 情報の修正を行っていない可能性が示唆された。さらに、SEC 基準を採用している企業は積極的な修正を行っている。また一部のケースでは MD&A 情報の決定要因はセグメント数ではなく、業績予想の積極性である可能性が示唆された。

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伊藤 健頭, SEC 基準採用企業の MD&A 情報と株式市場の反応, 年報経営ディスクロージャー研究, 査読無, 第 14 号, 2016, 53-62

②伊藤 健頭, ディスクロージャーのトーンに関する一考察-赤字企業の決算短信を対象として-, IR-COM, 査読無, 第 5 号, 2015, 4-7

[学会発表] (計 6 件)

①伊藤健頭・越智学, 継続企業の前提に関する注記の情報量と株主資本コスト, 日本会計研究学会第 75 回大会, 自由論題報告, 2016 年 9 月 13 日, 静岡コンベンションアーツセンター (静岡県静岡市) .

② Takeaki Ito, Boilerplate MD&A Disclosure Levels and Firm Characteristics, American Accounting Association Annual Meeting, 2016 年 8 月 8 日, ニューヨーク (アメリカ合衆国) .

③Takeaki Ito, Measuring Boilerplate MD&A Disclosure Levels of Japanese Firms, 27th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, 2015 年

11 月 3 日, ゴールドコースト (オーストラリア) .

④伊藤健頭, ボイラープレート型ディスクロージャーの測定, 日本会計研究学会第 74 回大会, 自由論題報告, 2015 年 9 月 7 日, 神戸大学 (兵庫県神戸市) .

⑤Takeaki Ito, Measuring Boilerplate MD&A Disclosure Levels of Japanese Firms, American Accounting Association Annual Meeting, 2015 年 8 月 11 日, シカゴ (アメリカ合衆国) .

⑥伊藤健頭, SEC 基準採用企業の MD&A 情報と株式市場の反応, 日本会計研究学会第 73 回大会, 自由論題報告, 2014 年 9 月 5 日, 横浜国立大学 (神奈川県横浜市) .

6. 研究組織

(1) 研究代表者

伊藤 健頭 (Ito, Takeaki)

甲南大学・マネジメント創造学部・講師

研究者番号 : 00709496