

令和 2 年 6 月 3 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2019

課題番号：17K04042

研究課題名（和文）公平開示をめぐる取り組みが企業の情報開示活動やその評価や企業行動に与える影響

研究課題名（英文）Economic Effects of FD regulation in Japan

研究代表者

加賀谷 哲之（Kagaya, Tetsuyuki）

一橋大学・大学院経営管理研究科・准教授

研究者番号：80323913

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の狙いは、フェア・ディスクロージャーの取り組みの変化が企業の情報開示やその評価に与える影響を検討することにある。本研究では、特に経営者による業績予想の保守性および修正タイミングや決算発表に対する株式市場の評価に注目し、フェア・ディスクロージャーの取り組みが変化した前後で、それらがどう変化したかを検証した。検証の結果、フェア・ディスクロージャーの枠組み変化を契機に、沈黙期間における異常リターンの解消の程度が縮小したり、あるいは経営者がより業績予想の修正スピードを早期化するなど、かつて批判されてきた「プレビュー取材」の影響が小さくなるなど、「情報開示の公正化」が進展した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

本研究では、フェア・ディスクロージャーをめぐる取り組みとして、アナリストに対して実施された発行体への取材および情報伝達行動をめぐるガイドラインが、経営者と投資家との間のコミュニケーションにどのように影響し、結果として経営者による業績予想の開示行動やそれをめぐる評価に与えた効果を検討した。日本の制度的環境の持つメリットを活用し、経営者による業績予想の適時性や保守性が高まった事実を示しているほか、異常株式リターンの解消の程度や決算情報に対する株価の感応度から制度変化を通じて日本固有の「プレビュー取材」などが減少している可能性を示唆している点で一定の意義があると考えられる。

研究成果の概要（英文）：The objective of this research is to examine how guidelines and regulation on fair disclosure could affect management forecasts and its evaluation in Japanese capital market. In particular, this study focuses on conservatism and adjusting speeds on management forecasts and their evaluation in stock market. This study shows changes in fair disclosure guidelines and regulation promote timely and conservative management forecasts and improve the response to the earnings announcements. The facts suggest that fair disclosure guidelines and regulation would make playing level fields to stock market in Japan by extinguishing "preview interviews" from some analysts.

研究分野：財務会計

キーワード：フェア・ディスクロージャー 経営者による業績予想 プレビュー取材 自発的開示 適時開示

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

本研究に取り組む背景には、以下の3つの問題意識が存在する。

第1に、日本において選択的開示をめぐる証券会社の違反事例が頻発する中で、フェア・ディスクロージャーに対する取り組みへの期待がにわかに高まり始めている点である。たとえばアナリストが入手した内部情報を活用して、顧客勧誘を行い、2015年12月、2016年4月に相次ぎ金融庁より行政処分を受けるなど、証券市場の信頼性を毀損させるような選択的開示案件が頻発している。さらに日本の証券市場は、沈黙期間前に証券アナリストが「プレビュー取材」と称して、未公表の業績情報の着地点を探り、それをクライアントである投資家に伝達する慣行が横行していたとの指摘もある。上述した行政処分がそうした悪評に拍車をかける可能性があり、日本の証券市場においてはフェア・ディスクロージャーをめぐる取り組みの進展が喫緊の課題であったと解釈することも可能である。実際に、日本証券業協会では2014年前後よりフェア・ディスクロージャーを巡る取り組みについて議論を進めており、2016年9月には「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」を公表している。同ガイドラインの中では、未公表の業績情報に対するアナリストの取材を制限するほか、取材を通じて獲得した情報については、アナリスト・レポート以外の経路を通じて公表することを制限することを証券会社に求めている。2017年5月には金融商品取引法が改正され、フェア・ディスクロージャーの導入が決定され、その詳細を決めた改正金融商品取引法施行令、内閣府令が2017年10月に公表された。2018年4月以降に同改正法が施行されることとなった。このようにフェア・ディスクロージャーへの期待が高まり、それに対する取り組みが進展する中で、企業の情報開示活動や市場評価にどのような影響をもたらしているかを検討することは一定の意義があると考えられる。

第2に、フェア・ディスクロージャーが企業の経営行動や市場評価にどのような影響を与えるかという点については必ずしも十分な研究蓄積が存在せず、とりわけ日本においてはその経済的影響を確認する研究は皆無である点である。フェア・ディスクロージャーがもたらす経済的影響については、2000年に関連規制が導入された米国を中心に、欧州や韓国などの導入国で広く検討されてきている。それらの研究の多くは、フェア・ディスクロージャーの導入が「情報獲得の公正化」(Level Playing Fields Effects)を促すのか、「情報開示の縮小・萎縮」(Chilling Effects)をもたらすのかを検討してきたが、必ずしも一貫した検証結果を導き出すことができていないのが現状である。本研究を通じて、日本における公正開示の導入が企業の開示行動やその効果に与える影響について明らかにすることに一定の意義はある。

第3に、日本では他国に比べて、フェア・ディスクロージャー導入による企業開示行動への影響を検証しやすい環境が整っている点があげられる。フェア・ディスクロージャー導入の影響を検討するにあたって、投資家に公平に開示すべき重要情報が企業内にどれほど蓄積されており、それがフェア・ディスクロージャーの導入によってどれほどより積極的に開示されたかを検討することが求められる。しかし、企業外のステークホルダーにとっては、開示すべき情報がしかるべきタイミングで公表されたかどうかについては、その情報の成熟度が確認できない限りは明らかにできない。このため、先行研究の多くは、公正開示前後で開示される情報量が増加したか、あるいは実績業績情報の公表に対する株式市場の評価の変化にフォーカスをあてて検討しているケースが多い。しかしそれでは実際に、開示すべき情報がどれほど公表されるようになったのか(あるいはされないようになったのか)が定かにはならない。日本では、他国と異なり、経営者による年次業績予想をレンジではなくポイントで開示している企業がほとんどであり、四半期決算を通じて、その業績予想の達成の可能性の高低を検討できる状況にある。他国とは異なり、より厳密に公正開示が情報開示行動に与える影響を検討できるという点で、それを実践する意義がある。

2. 研究の目的

本研究の狙いは、証券会社によるフェア・ディスクロージャーへの対応が、企業の情報開示行動やその市場評価に与える影響を検討することにある。特に日本では、2015年後半から2016年初めにかけて起こった証券会社によるクライアントへの選択的開示案件の発生を契機として、主要な証券会社の多くは、フェア・ディスクロージャーへの対応を余儀なくされ、企業経営者もそれまで慣行として実施してきた「プレビュー取材」への対応などを取りやめざるを得ない状況となっている。本研究では、こうしたフェア・ディスクロージャーをめぐる取り組みを契機に、企業経営者は私的チャネルによる情報伝達を行うことが困難となり、公的チャネルとしての業績予想や適時開示などを積極的に活用する傾向があるのか、さらに取り組み前後で株式市場がどのように変化するのかを示すことで、フェア・ディスクロージャーをめぐる取り組みが、「情報獲得の公正化」(Level Playing Fields Effects)を促すのか、「情報開示の縮小・萎縮」(Chilling Effects)をもたらすのかを明らかにする。日本の株式市場は、「プレビュー取材」などの存在もあり、その公正性について海外投資家から批判されることが少なくなかった。本研究を通じて、フェア・ディスクロージャーへの取り組みが日本の株式市場の主要なプレイヤーである企業経営者の開示行動に与える影響やそれを契機にした評価の変化を示すことで、公正な証券市場の設計にあたって、ガイドラインや規制が果たす役割やその経済的な意義を検討することが可能となる。

特に日本では、証券取引所から要請される経営者による業績予想を年次ベースで開示してお

り、業績予想情報を公的チャンネルで公表する制度的基盤が整備されている、インサイダー取引規制により外部ステークホルダーに開示すべき業績に関する重要情報が特定できる、四半期決算を実施しており、情報の成熟度が確認できるなど、海外市場と比べて、未公表の業績情報の開示についての実態を解明しやすい制度的環境にあるといえる。こうした制度的環境を活かして、未公表の業績情報に関する成熟度の違いを検証対象とすることで、先行研究では十分に考慮されていない未公表情報開示に関する経営者の動機付けの強さも勘案した、経営者による業績予想行動の変化を示すことで、学会への貢献も意識している。

3. 研究の方法

これらの研究上の背景や目的を実施するため、本研究では大きく3つのステップをとることとした。

第1は先行研究のレビューである。米国では2000年に、欧州では2003年にフェア・ディスクロージャー規制が導入されており、フェア・ディスクロージャーの経済効果をめぐる先行研究が多数蓄積されている。先行研究では、フェア・ディスクロージャーの導入前後で、アナリスト予測のばらつきや予測乖離度がいかに変化するか、株式リターンや株式取引量がどのように変化しているかを検討することで、フェア・ディスクロージャー導入に伴う投資家間の情報の非対称性の解消や市場の信頼度向上がどれほど進展したかを示している。また近年では、各社が直面している情報環境そのものにフォーカスをあて、フェア・ディスクロージャー導入前には情報優位にあった証券市場プレイヤーが導入後にはそれらの優位性を享受できなくなったことを示している。

第2に、日本の制度的環境を前提とした検証モデルを設定するため、主要な証券会社に対してアンケート調査を行い、未公表の業績情報に対する取材および情報伝達方法の変更をどのタイミングから変更したかを確認することとした。

第3に、日本の制度的環境を活かしながら、フェア・ディスクロージャーへの取り組みに対する影響を検討するためのモデルを設定した。検討にあたっては、経営者による業績予想と株式市場の評価にフォーカスをあてる。経営者による業績予想については、「プレビュー取材」など私的チャンネルを通じた業績への期待変更機会が縮小することによる影響を析出するほか、決算発表前の異常リターンの解消度や決算発表に対する株式市場の反応をみることで、フェア・ディスクロージャーへの取り組みによる経済的影響を検討した。

第1～第3のステップを組み合わせ、フェア・ディスクロージャー導入による経済的影響についての実証的な証拠を蓄積した。

4. 研究成果

本研究ではまず検討に先立ち、日本証券業協会に協力をいただき、日本の主要な証券会社の顧客情報管理担当者に対してアンケート調査を実施し、各社がどのタイミングでフェア・ディスクロージャーをめぐる取り組みを社内アナリストや投資家に徹底し始めたかのタイミングを調査した。そのうえでその前後にフォーカスをあて、連続して決算情報を収集できる3月期決算企業を分析対象として検討を行った。

本研究では大きく3つの仮説を検討した。

第1に、決算公表に伴い公表される情報に伴う異常株式リターンが、決算公表日前後でどのように解消されるかを検討した。フェア・ディスクロージャーに関わる取り組みを契機に、未公表の業績情報に対する取材やそうした取材を通じたアナリスト・レポート以外の公表に制限がかかることで、沈黙期間前後における異常株式リターンの解消スピードが鈍化する可能性がある。分析の結果、それを支持する検証結果が導き出された。

第2に、フェア・ディスクロージャーの導入を契機に、企業経営者による業績予想がどのように変化するかについて検討を行った。検討にあたっては、期首予想の楽観性がどれほど変化するか、第3四半期決算から年次決算にかけての業績予想修正を公表する可能性が増大しているか、期首予想から業績修正するまでの期間が短くなっているかの3点を検証した。検証の結果、期首予想の楽観性は低下していることが確認された。また期首予想と前期実績の乖離度が大きい企業については、期首予想から業績修正するまでの期間は短縮化していることが確認できた。フェア・ディスクロージャーの導入を契機に、企業経営者は公的チャンネルとしての業績予想をより積極的に活用し、ネガティブ・サプライズを回避するなどの取り組みを進めていることが確認できる。また第3四半期決算から年次決算にかけての業績予想修正を公表する企業は特に第3四半期累積実績値と直近予想との乖離度が大きい場合にとりわけ業績予想修正を公表する可能性が高いものの、分析対象としたすべての業績、期間において統計的に有意な水準で帰無仮説を棄却できなかった。

第3に、フェア・ディスクロージャーの導入を契機に、年次決算および期首業績予想公表に対する株式市場の反応が変化しているかどうかを検証した。検証の結果、特に期待外予想利益(期首予想と前期実績の乖離額)に対する株式市場の反応が大きくなっていることが確認された。期待外実績利益(当期実績と直近予想の乖離額)については、フェア・ディスクロージャーの導入を契機に経営者による私的チャンネルを通じた情報公表の機会が制限される中、期首予想や期中修正などの変化を通じて、より年次決算公表前に株式市場にその評価が織り込まれるようになっている一方で、フェア・ディスクロージャーの導入を契機に、未公表の業績情報に対する取材

やそうした取材に基づくアナリスト・レポート以外の情報伝達が制限される中で、将来情報については、より決算公表の重要性が増大していることが確認できる。

本研究の結果は全般的に、フェア・ディスクロージャーに関わる取り組みの実施を契機として、より業績予想の修正を行うべき企業による情報開示が積極化され、それに伴い株式市場における評価においてもより決算情報に対する相対的重要性が増大していることを示唆している結果と位置付けることができよう。日本でのフェア・ディスクロージャーをめぐる取り組みが、海外機関投資家から批判されてきた「プレビュー取材」などを減少させ、投資家間の情報の非対称性を緩和させる、「情報獲得の公正化」(Level Playing Fields Effects)を進展させてきたと考えることができるだろう。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計11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 加賀谷哲之	4. 巻 194(3)
2. 論文標題 四半期財務報告制度導入・廃止の論理とその影響	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 會計	6. 最初と最後の頁 306-320
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 加賀谷哲之	4. 巻 682
2. 論文標題 ESG投資に日本企業はいかに対峙すべきか	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 月刊監査役	6. 最初と最後の頁 46-56
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 加賀谷哲之	4. 巻 39(2)
2. 論文標題 E S G インテグレーションを促進させる統合報告	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 経済経営研究	6. 最初と最後の頁 245-269
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 加賀谷哲之	4. 巻 なし
2. 論文標題 日本企業の租税回避行動の特徴とその決定因子	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 『会計制度のパラダイムシフト』所収（第17章）	6. 最初と最後の頁 301-321
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 伊藤邦雄・加賀谷哲之・鈴木智大・河内山拓磨	4. 巻 65(3)
2. 論文標題 日本におけるガバナンス改革の「実質的」影響をめぐる実証分析	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 一橋ビジネスレビュー	6. 最初と最後の頁 76-92
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 加賀谷哲之	4. 巻 192(4)
2. 論文標題 日本企業の会計情報の有用性喪失	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 會計	6. 最初と最後の頁 649-663
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 加賀谷哲之	4. 巻 69(9)
2. 論文標題 財務情報の有用性は低下しているか	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 1189-1196
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 加賀谷哲之	4. 巻 384
2. 論文標題 ESG投資評価のための非財務情報活用の課題と展望	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 月刊資本市場	6. 最初と最後の頁 26-34
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 加賀谷哲之	4. 巻 223
2. 論文標題 ビジネスと人権問題と持続的な企業価値創造	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 アジ研ワールド・トレンド	6. 最初と最後の頁 9-13
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 加賀谷哲之	4. 巻 667
2. 論文標題 新たな時代における日本企業のコーポレートガバナンス	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 月刊監査役	6. 最初と最後の頁 8-21
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 加賀谷哲之	4. 巻 2
2. 論文標題 フェア・ディスクロージャーの導入が企業および株式市場に与える影響	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 日本証券業協会・第2期JSDAキャピタルマーケットフォーラム調査研究報告書	6. 最初と最後の頁 1-42
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6件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件)

1. 発表者名 Tetsuyuki Kagaya
2. 発表標題 The Impact of FD regulation on Management and Market Responses. Evidence from Japan
3. 学会等名 2nd Hitotsubashi & Taipei University International Accounting Joint Workshop (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 加賀谷哲之
2. 発表標題 フェア・ディスクロージャー導入が企業および株式市場に与える影響
3. 学会等名 日本会計研究学会第77回全国大会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Tetsuyuki Kagaya
2. 発表標題 The Impact of Fair Disclosure regulation on Management and Market Responses. Evidence from Japan
3. 学会等名 42nd Europe Accounting Association Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Tetsuyuki Kagaya
2. 発表標題 Economic Consequences of Fair Disclosure Regulation on Management and Market Responses. Evidence from Japan
3. 学会等名 2019 American Accounting Association Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 加賀谷哲之
2. 発表標題 公正開示をめぐる取り組みが企業の情報開示行動やその効果に与える影響
3. 学会等名 JSDAキャピタルマーケットフォーラム
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 加賀谷哲之
2. 発表標題 公正開示をめぐる取り組みが企業の情報開示行動やその効果に与える影響
3. 学会等名 日本会計研究学会
4. 発表年 2018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
--	---------------------------	-----------------------	----