

『有価証券報告書における定性的情報の記述情報量と可読性の決定要因に関する実証研究』

中島隆広（神戸大学大学院経営学研究科 博士後期課程）

報告要旨

本研究の目的は、有価証券報告書の記述情報である定性的情報の特性の決定要因を調査することである。近年、「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下、開示府令）の改正が頻繁に行われており、定性的情報の記述情報量を拡充する動きがみられる。さらに、2019年3月に金融庁が公表した「記述情報の開示に関する原則」の総論の中では「分かりやすい開示」という項目が設けられており、可読性の高い定性的情報の開示が望ましいとの考え方が強調されている。したがって、本研究では定性的情報の特性のうち記述情報量と可読性に着目して、それらの特性の決定要因が何であるのかについて多変量回帰モデルによる推定結果に依拠したファクト・ファインディングを報告する。

有価証券報告書は金融商品取引法にもとづく法定開示情報であり企業は開示義務を有しているが、その記述内容に関しては経営者の裁量の余地を残している。そのため、経営者による何らかの意図により記述内容に変化が生じていけば、投資家の意思決定や契約に影響を及ぼしうるかもしれない。たとえば、国内の運用会社である三菱 UFJ 国際投信株式会社では有価証券報告書や決算短信の定性的情報を取り入れたアルゴリズムを用いて銘柄を選定するモデルによるファンド（AI 日本株式オープン（絶対収益追求型））を2017年2月1日から運用している。もし、経営者が裁量的に記述内容を変化させていけば、定性的情報の変化が銘柄選定に影響を及ぼす可能性も考えられる。そのため、定性的情報の特性がどのような要因により変動するのかを把握することは重要と考えられる。

有価証券報告書を対象とした先行研究では、記述情報量の指標に文字数を使用しているが、文字数は可読性の指標にも使用されており複数の定性的情報の特性を捉えた指標である。そのため、本研究では記述情報量の指標に文字数だけでなくタイプ・トークン比という語彙の多様性を捉えた指標を使用することで、結果の解釈をより明確にしている。また、可読性については文字数だけでなく先行研究と同様に柴崎・玉岡（2010）の指標を使用している。

さらに、先行研究では有価証券報告書の複数の項目と複数の特性を取り上げて包括的に決定要因を調査した研究がほとんど存在していない。そのため、本研究では「業績等の概要」、「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」（以下、「対処すべき課題」）、「事業等のリスク」、「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」（以下、「MD&A」）、「コーポレート・ガバナンスの状況等」、「注記事項」の6つの項目と

有価証券報告書全体を取り上げ、定性的情報の特性には記述情報量と可読性に着目して決定要因分析を包括的に行う。

本研究の主たる発見事項は次のとおりである。1つ目は開示府令の改正が「対処すべき課題」と「MD&A」の記述情報量を高め、「MD&A」の可読性を高めた可能性があることが分かった。本研究の分析対象期間には開示府令の改正の前後の期間が含まれており、年度別に記述情報量と可読性の指標の平均値（中央値）を項目ごとに比べた結果、「対処すべき課題」の記述情報の拡充を求める改正が施行された年度では「対処すべき課題」の記述情報量が前年と比べて増加する傾向にあることが分かった。さらに、「MD&A」を他の項目と統合するとともに記述情報の拡充を求める改正が施行された年度では、前年と比べて「MD&A」における記述情報量が増加し、可読性が高まる傾向にあることが分かった。

2つ目は、減益企業よりも損失企業のほうが定性的情報の可読性が悪化するものの記述情報量の水準が高くなる傾向を有することが分かった。これは、業績悪化というネガティブな情報を投資家に伝わりにくくするという Li (2008) の考え方よりも、ネガティブな情報はポジティブな情報よりも伝達することが難しいため記述が複雑になるという解釈 (Bloomfield, 2008) と整合的な結果である。

3つ目は、機関投資家持株比率が高いほど「MD&A」の記述情報量が高い水準を有する傾向にあり、これは金融機関やその他法人の持株比率にはない特徴であることが分かった。この結果は、機関投資家は他の投資家と異なり投資先企業とのエンゲージメントを積極的に行うことで、企業側が有価証券報告書の「MD&A」の記述を手厚くした可能性を示唆している。

4つ目は、取締役会の規模が大きい企業や独立性が高い企業ほど可読性が悪化するものの記述情報量の水準が高くなる傾向を有することが分かった。これは、取締役会の助言機能が働くことにより定性的情報の記述が手厚くなった可能性を示唆している。

5つ目は、利益増加型の実体的利益調整を行った企業ほど可読性が悪化し記述情報量も低い水準を有する傾向にあることが分かった。これは、実体的利益調整は企業の経営活動を変更する利益調整行動であり、経営活動の変化に対する説明を投資家に伝わりづらくするために、可読性を悪化させ記述情報量を少なくした可能性を示唆している。

引用文献（報告要旨）

Bloomfield, R. J. 2008. Discussion of “Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence.” *Journal of Accounting and Economics* 45 (2-3): 248-252.

Li, F. 2008. Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence. *Journal of Accounting and Economics* 45 (2-3): 221-247.

柴崎秀子・玉岡賀津雄. 2010. 「国語教科書を基にした小・中学校の文章難易学年判定式の構築」『日本教育工学会論文誌』33(4): 449-458.