

現代ディスクロージャー研究

No.7 2007年3月

ディスクロージャー研究学会

目 次

■ 論 文

開示関連コストと経営者の情報開示
—実験市場での検証— ……………上枝 正幸 (1)

公的情報の精度と利益情報の質の関係 ……………海老原 崇 (11)
—アナリストが直面する情報精度に基づく検証—

■ 実務展望

東京証券取引所における適時開示政策の変遷 ……………土本 清幸 (23)
飯沼 和雄

投稿規程

Contemporary Disclosure Research

No.7 2007 · March

Japanese Association for Research in Disclosure

CONTENTS

▀ Articles

- Disclosure-related costs and disclosure of private Information:
an experimental market study
..... Masayuki Ueeda (1)
- Testing the Relation between the Precision of Analysts' Public Information
and Quality of Earnings
..... Takashi Ebihara (11)

▀ Practical Views

- The transition of the timely disclosure policy of Tokyo stock exchange
..... Kiyoyuki Tsuchimoto (23)
Kazuo Inuma

Instructions for Authors

ディスクロージャー研究学会

2005-2008

会 長

柴 健次 関西大学

副会長

事務局長 総務担当 須田 一幸 早稲田大学

研究担当 梶浦 昭友 関西学院大学

会員担当 吉田 和生 名古屋市立大学

常任理事

会誌担当 薄井 彰 早稲田大学

会計担当 奥村 雅史 早稲田大学

広報担当 坂上 学 大阪市立大学

会誌担当 笹倉 淳史 関西大学

研究担当 村井 秀樹 日本大学

理 事

伊藤 邦雄 一橋大学 竹原 均 早稲田大学

加賀谷哲之 一橋大学 中條 祐介 横浜市立大学

加藤 千雄 大阪経済大学 野口 晃弘 名古屋大学

神谷 健司 法政大学 河 榮徳 早稲田大学

川北 博 公認会計士 平松 一夫 関西学院大学

木本 圭一 関西学院大学 星野 優太 名古屋市立大学

國村 道雄 名城大学 松尾 聿正 関西大学

阪 智香 関西学院大学 百合草裕康 兵庫県立大

高須 教夫 兵庫県立大学

監 事

郡司 健 大阪学院大学 許斐 義信 慶應義塾大学

幹 事

太田 浩司 武蔵大学 富田 智嗣 関西大学

ディスクロージャー研究学会は1996年6月6日にインターネット上の「バーチャル」な学会として発足し、1999年5月8日に「リアル」な学会として創設された。本会はディスクロージャーの研究とその普及および提言を行うため、ディスクロージャーの研究にたずさわる者の交流を図ることを目的とする。

歴代会長

1999-2002 吉村光威

2002-2005 國村道雄

学会 Home Page <http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp>.

学会事務局

〒103-0027 東京都中央区日本橋1-4-1 日本橋1丁目ビルディング5階
早稲田大学大学院ファイナンス研究科 須田一幸研究室

現代ディスクロージャー研究 編集委員会

2005-2008

委員長

薄井 彰 早稲田大学

副委員長

笹倉 淳史 関西大学

編集委員

奥村 雅史 早稲田大学
岡村 雅仁 県立広島大学
神谷 健司 法政大学
木本 圭一 関西学院大学
坂上 学 大阪市立大学
高橋 元 作新学院大学
高須 教夫 兵庫県立大学
竹原 均 早稲田大学
田宮 治雄 東京国際大学
中條 祐介 横浜市立大学
星野 雄太 名古屋市立大学
弥永 真生 筑波大学
百合草裕康 兵庫県立大学

歴代編集委員長

1999-2002年 國村 道雄

2002-2005年 須田 一幸

研究論文募集

第1回 2007年現代ディスクロージャー研究カンファレンス

ディスクロージャー研究の最新トピックス

ディスクロージャー研究学会編集委員会は、早稲田大学ファイナンス研究センターとの共催により、第1回現代ディスクロージャー研究カンファレンスを2007年6月2日（土）に早稲田大学にて開催いたします。また、同日、研究奨励を目的とした大学院生セミナーをあわせて行います。

この研究カンファレンスは、ディスクロージャーの理論、実証、制度、実務に関する研究の理解を深め、本学会誌『現代ディスクロージャー研究』の論文掲載を促進することを目的とします。投稿論文は査読委員による所定のレビュープロセスを経て報告が受理されます。なお、研究カンファレンスに受理された論文は会誌8号に掲載の予定です。この結果、会誌の論文セッションは、（1）年次大会報告、（2）研究カンファレンス報告、（3）自由投稿の受理論文から構成されることとなります。

統一論題は「ディスクロージャー研究の最新トピックス」とし、広範な領域からの論文を募集いたします。私たちは以下の研究を歓迎しますが、分野や研究アプローチを特定するものではありません。

- ・分析的アプローチに基づく数理モデル研究
- ・資本市場を基礎とした実証研究
- ・契約理論を基礎とした実証研究
- ・実験を基礎とした研究
- ・ディスクロージャーに関する制度研究
- ・情報システムに関する研究

論文は投稿規程に従い、学会Webサイト

<http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp/cgi-bin/submission/index.cgi>

に投稿してください。研究カンファレンスと大学院生セミナーの案内はすべて学会ホームページ<http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp>に掲載されますのでご参照願います。研究カンファレンスの論文投稿の締切は2007年4月30日とします。

多くの会員の皆様の投稿とご参加をお待ちいたしますとともに、本研究カンファレンスが活発な討論のもとに、ディスクロージャー研究に貢献することを願っております。

編集委員会委員長

薄井 彰

開示関連コストと経営者の情報開示 —実験市場での検証*

Disclosure-related Costs and Disclosure of Private Information: An Experimental Market Study

上 枝 正 幸 (追手門学院大学 助教授)
Masayuki Ueeda, Otemon Gakuin University

要 約

本稿は、経営者の開示戦略および対応する投資者行動に関する理論モデルの予測の検証のためデザインされた実験市場の結果を報告する。実験の操作は、開示関連コストの存在および種類(タイプ)、すなわち、情報開示に伴うコストが存在するか否か、および開示コストは(1)情報伝達(事後)あるいは(2)情報獲得(事前)の何れの時点で発生するかという二つの処理変数である。開示関連コストがなく完全開示の生起を予測する基本的な環境を調査した、Ueeda and Takao (2003)は、実験市場の設定および主たる実験手続を同じくすることから、結果比較のさいのベンチマークとして用いられる。実験の結果、われわれの両実験市場の売り手(経営者)は、開示関連コストを理論の予測より高くつくものと一般に認識し、買い手(投資者)への情報有用な開示の頻度は、コストのない場合と比べて低かった。しかし、開示関連コストの種類(タイプ)が異なれば、各市場の詳細は相違し、売り手は、(1)情報伝達コストのある市場では、理論的閾値を超える商品価値の非開示により自らの経済厚生を低めたのに対し、(2)情報獲得コストのある市場では、買い手側の危険回避ゆえに選好に反する情報獲得を強いられた。

Summary

This paper presents the results from some experimental markets, which were designed to investigate the effects of two types of disclosure-related costs on disclosures of private information and the reactions to those disclosures. On the one hand, when there is (1) *ex post* cost of transmitting the information, the theory predicts that informed sellers (i.e. senders of information) only disclose the values of commodity above some threshold level. On the other hand, in case of (2) *ex ante* information-acquiring cost, the seller would prefer remain uninformed and not to disclose to risk neutral buyers (i.e. receivers of information) so long as s/he can credibly assert that lack of knowledge. Ueeda and Takao (2003), where tested the full-disclosure equilibrium when disclosures were credible and costless, works as the benchmark due to its similarity of main experimental settings and methods. The result indicates that, at the cost of their own well-beings, the sellers in our markets were likely to overestimate those disclosure-related costs and to lower the frequency of informative disclosure to their potential buyers, generally refuting the theoretical hypotheses. However, we find that the market mechanisms behind were different if the types of disclosure-related costs were different.

*本稿は、ディスクロージャー研究会第7回年次大会(関西学院大学大阪梅田キャンパス)での発表論文を加筆・修正したものである。会場では、司会の百合草康裕先生(兵庫県立大学)をはじめ、坂上学先生(大阪市立大学)および薄井彰先生(早稲田大学)から貴重なコメントを賜りました。査読段階において匿名のレフリーの先生方および編集委員長からいただいたコメントは、本稿の大幅な改善を促進する金句となりました。また、大阪大学大学院の浅田孝幸先生、高尾裕二先生および会計研究会のメンバーからの長年に亘るご指導・助言は、筆者の研究活動にとって不可欠のものです。ここに記して感謝申し上げます。もちろん、ありうべき誤謬は筆者の責にのみ帰することはいうまでもありません。

1. はじめに

Milgrom (1981) および Grossman (1981) らの経済学の初期の研究は、開示に信憑性があるかつコストがかからないならば、均衡において、情報の送り手は自らの私的情報を関係者に対して完全に顕示することを証明する。これら完全開示の結果は、開示規制を考察するうえで魅力的である。すなわち、利害関係者の意思決定に有用な会計情報が自発的に開示される結果、開示規制の役割は最小限のものとなるかもしれない（例えば、虚偽開示を排除する機構の構築）。しかしながら、実務上、情報に精通した主体が全ての私的情報を自発的に開示するわけではなく、かつ法令による開示要求は増加傾向にある（例えば、Kieso *et al.* (2004, Ch. 24)）。したがって、以降の分析的研究の議論は、理論モデルの厳格な仮定を緩め、完全開示均衡が生起しないかもしれない理由を示して展開してきている（Verrecchia (2001) および Christensen and Feltham (2002, Ch. 14) 参照）。

Jovanovic (1982) および Verrecchia (1983, 1990) は、情報伝達に伴う**事後**のコストを検討する。経営者にとって、自らの知る情報を外部関係者に開示する場合にコストが発生する。このとき、ある閾値を下回る評価を受ける情報をもつ経営者は、開示するよりも開示しないことで純経済厚生を高めうる。一方、Matthews and Postlewaite (1985) および Shavell (1994) らは、情報獲得の有無を決定する**事前**の選択肢がある設定を考察する。このとき、情報を獲得すると何らかのコストが発生し、かつ信憑性をもって無知を主張できるならば、経営者は情報を獲得しない（よって、開示しない）ほうが有利となる可能性が示唆される。何れの場合も、開示関連コストの存在が導きうる非開示の可能性を説明する。情報開示コストのタ

イプには、経済的なものばかりでなく、政治的、社会的および倫理的なものも含まれる（Elliott and Jacobson (1994, 80) 参照）ため、経営者の情報開示に影響する市場メカニズムの機能のみを単純なモデルで考察することは、開示環境全体の複雑さに対して十分ではない。さらに当該コストは、実務上の重要性は比較的低い、すなわち高価ではなくかつ技術進歩のため低下傾向にある（Albrecht and Sack 2000, 5）との指摘もある。しかし、経済財たる情報の獲得および伝達に不可避のコストは、中小会社の開示インセンティブを減退させ（須田・鈴木 2004）、かつ上場会社にさえ高価であると捉えられている（柴・伊藤 2000）との証拠も存する。さらに、これら外生的な開示関連コストの影響の知見の獲得は、競合会社および政府などの他利害関係者の行動からの内生的なコストを将来的に扱い、経営者の情報開示行動のより広範かつ深い理解へと繋げるための重要なステップである。

本稿の目的および貢献は、(i)情報伝達コスト（**事後**）、および(ii)情報獲得コスト（**事前**）の二つに開示関連コストを分類し、実験モデルを構築して検証することで、先行研究の追試および拡張を企図することである。なお、実験手続は、Ueeda and Takao (2003、以降 UT (2003) と記述) を踏襲するが、後述する幾つかの改訂を加えたという特徴がある。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、開示関連コストのある理論モデルおよびモデルの含意を説明する。第3節は、先行実験研究を略述する。第4節は実験手続および実験の仮説を示し、第5節では実験結果を報告する。第6節は要約および議論を提示する。

2. 理論モデル

本節の理論モデルは、一般的な密度関数における均衡について導出した上枝（2005, 74-79/82-83）に基づき、実験研究で一般に用いられる一様分布を用いて均衡を導出したものである。

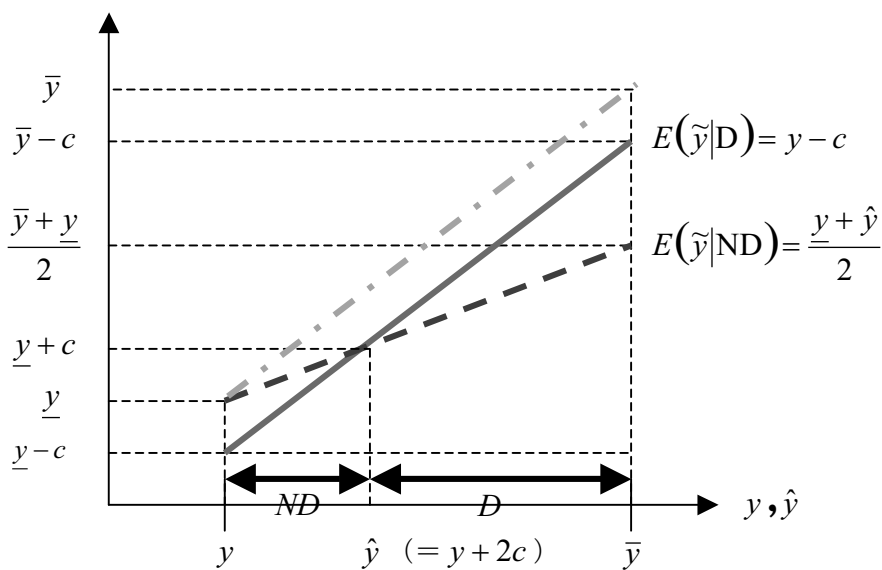
2.1. 情報伝達コスト（事後）

連続する3時点からなる1期間のモデルを考察する。期首（ $t=0$ ）には、経営者、現行株主および投資者からなるプレーヤーは、期末（ $t=2$ ）の企業価値の同一の**事前**信念をもつとする。ここで企業価値の確率変数 \tilde{y} は、範囲 $[\underline{y}, \bar{y}]$ の一様分布に従うとする。期中（ $t=1$ ）に、経営者は企業価値の期末の実現値 y についての私的情報を付与されるとする。一方、投資者は y を直接には知りえないが、経営者が y を観察することは知っているものとする。続いて経営者は、 y の値を開示する（事象D）か、あるいは開示を差し控える（同ND）かを決定する。信憑性のある情報の伝達を

するには、外生的かつ一定の情報伝達コスト c （ >0 ）が伴うことで企業価値を減少するとする¹⁾。経営者の開示または非開示を受けた自らの**事後**信念に基づき、危険中立的な投資者は条件付期待値で企業を評価すると仮定する。期末（ $t=2$ ）に、各関係者の富が決定される。ここで経営者は、投資者の企業価値の評価を最大化する開示政策を適用するよう動機付けられているとする。

この開示ゲームの均衡は、完全ベイジアン均衡の解概念によって導かれる。すなわち、(a) 投資者の評価を最大化すべく経営者は意思決定し、均衡では開示政策変更のインセンティブはなく、かつ (b) 投資者による企業価値の推論はベイズの定理で改訂された**事後**信念に基づき、(a) の開示政策と整合的である。分析の結果は、**図1**で示される。

実線（一）は、情報伝達コスト c をかけて実現値 y を開示した場合の企業価値の評価（ $E(\tilde{y}|D) = y - c$ 、 $E(\cdot)$ は期待値）である。



(注) Jovanovic (1982, Figure 1) 参照

図1 情報伝達コスト・モデルの均衡

点線 (---) は、企業価値の実現値 y が開示されない場合、均衡の条件 (b) から投資者は $y \leq \hat{y}$ と推論すると仮定した場合の企業価値の評価 ($E(\hat{y}|\text{ND}) = (\underline{y} + \hat{y})/2$) である。このとき、閾値 \hat{y} より大きい場合、開示は経営者にとって有利であることが示される。第4節において実験の仮説を導く際に重要となる閾値 \hat{y} は、実線 (—) および点線 (---) の交点で求められ、次式で示される。

$$\hat{y} = \underline{y} + 2c \quad (1)$$

なお、 $c = 0$ の場合、開示時の投資者の評価は一点鎖線 (- · -) となり、完全開示が生起することが確かめられる。

2.2 情報獲得コスト (事前)

モデルの設定は、2.1節と同様であるが、企業価値の実現値 y の情報の獲得は内生的なものへと変更され、ある期の企業価値の正確な実現値 y は経営者さえも知らない可能性が存する。すなわち経営者は、企業価値についての情報を獲得するかどうかを期中 ($t = 1$) に自ら決定するものとし、情報獲得の場合は企業価値の実現値 y を知る一方で、一定の情報獲得コスト c^* (> 0) が伴い²⁾ 企業価値は減少すると仮定する。さらに、情報を獲得しない経営者は、企業価値に関する情報の無知を信憑性をもって主張できるとする。

かような設定では、情報獲得がない場合には投資者の信念は改訂されず、事前の期待値 $E(\hat{y}) = (\hat{y} + \underline{y})/2$ で危険中立的な投資者は企業を評価することになる。一方、経営者が情報を獲得すれば、よく知られた完全開示の結果、投資者の企業評価は y となる。このとき、次式のように、経営者は情報の非獲得へのコミットを事前³⁾ に選好することが示される。

$$\begin{aligned} E(E(\hat{y})) &= E(\hat{y}) > E(y - c^*) \\ &= E(\hat{y}) - c^* \end{aligned} \quad (2)$$

以上、本節では、単純な開示の理論モデルを用いて、開示関連コストの発生のタイミングが異なれば、経済的帰結たる経営者の開示行動も異なりうるとの理論の示唆を確認した。

3. 先行実験研究

開示の理論モデルは、実験経済学の手法を用いて、取扱い理論モデルを徐々に複雑なものとして1990年頃から検証されている。実験経済学の手法には、(i) 開示対象たる私的情報のタイプ、(ii) 経営者および投資者が各時点で選択可能な行動、および (iii) 両者の経済的インセンティブについて、実験の設定として規定かつ統制したうえで行動データを収集できるという、方法論に固有の優位性があるためである。経営者および投資者の戦略的相互作用の帰結を論点とする先行実験研究のレビューは、上枝(2002, 121-129)にあるため、本稿と関連する Chow *et al.* (1996) および King and Wallin (1995) を取り上げる。

Chow *et al.* (1996) は、2.1節の情報伝達モデルを検証している。彼らの実験市場は1経営者および3投資者の計4名の参加者からなり、 $[0, 1, \dots, 200]$ の離散型一様分布から無作為抽出の清算価値を購入投資者に期末に支払う1資産が取引される。情報伝達コストは20であり、取引は第1価格封印入札で行われる。経営者は最高の付け値 (= 価格) から情報伝達コストを差し引いた額、最高の付け値の投資者は清算価値から当該付け値を差し引いた額が純利得である。すなわち、3投資者は資本市場を構成し、経営者となる参加者は、自社の市場価格を最大化すべく意思決定する。このとき、2.1節の(1)式から閾値40を超える清算価値の経営者は開示が予測される。彼らの実験市場では、しかしながら、複数実施された市場取引の最終盤から取られた検定期間のうち37.5%の

機会のみで開示はなされ、コストを負担しても閾値を超える企業価値を100%開示するとの理論の予測を反駁する結果を得ている。UT(2003)では、彼らを含む先行研究の実験の実施、デザインおよび解釈に疑念を呈し、開示関連コストがなく完全開示を予測する理論モデルを既に検証し、起こりうる最悪の状況以外は開示されるという意味で、理論の予測に沿った実験結果を得ている。しかしながら、Chow *et al.* (1996) 実験の主たる問題は、例えば、(i) 低い報酬額および決定による差が出にくいデザイン（投資者（経営者）役を担った参加者は、3時間のセッションで平均\$7.76（\$13.84）を獲得し、報酬額の標準偏差は\$10.53（\$0.85）であった）、および(ii) 実験インストラクションの説明の不徹底といえる。特に後者は問題であり、企業価値の実現値が各期に無作為に抽出され、期間毎の関連は全くない事実を理解できない参加者が存在したとされるChow *et al.* 1996, 146-147。本稿では、現在の標準たる「参加者の機会費用を若干上回る額」を考えた実験報酬の支払いに配慮し、かつ、(ii) の問題に対しては、ビンゴ籠からの球の抽出による商品価値の決定を全参加者に見せて無作為性を理解させるなど、先行研究を拡張・修正した手続改訂を実施している。よって本稿の一つの目的は、自らが適切と考える上記の実験デザインを用いた、先行するChow *et al.* (1996) の情報伝達コストのあるモデルの実験の追試の報告にある。

King and Wallin(1995)は、Wagenhofer(1990)の理論モデルに基づく実験結果を報告する。理論モデルは、対抗者（opponent）の存在を新たに仮定し、ある閾値 k を超える高い企業価値の実現との信念が形成されるといつでも、超過利益を読み取って対抗者が介入する結果、経営者の利得から一定の所有者（proprietary）コストが差し引かれるものへと変形された。以降の議論は2.2節

と同じであり、所有者コストは死荷重損失であるため、情報の欠如を信憑性をもって主張可能であれば、企業価値の実現値を知らないことで経営者は**事前**の期待利得を高められる。彼らの実験市場（T）では、企業価値の実現値を観察しない決定をすれば、所有者コストを**間接的に**回避しうるデザインが採用された。本稿2.2節のモデルとは相違し、ただし、情報を獲得する**直接**のコストはなかったことに注意されたい。しかしながら、経営者となった32人の参加者は、実験後半の期間に平均86.3%の頻度で情報を獲得し、うち23人の経営者は全ての機会を獲得することを選択した。

King and Wallin (1995) 実験の、情報を知ることによる**間接的な**コストを参加者が明確に認識しなかったとの知見は、情報を獲得する行動自体に**直接**のコストを課すことの開示行動への影響を本稿で調べる理由である。すなわち、2.2節の情報獲得コスト・モデルの検証は、先行研究の結果を受けて、本研究独自の実験の操作として加えたものといえる。

4. 実験手続および仮説

4.1. 市場環境および実験デザイン³⁾

実験市場の参加者たちのタスクは、仮想の商品売買であった。各市場では、4人の参加者が、1人の売り手および3人の買い手の役割を担った。買い手たちに販売する1単位の商品を売り手は各期に賦存され、商品の品質は全参加者に共通知識の離散型一様分布[25, 50, 75, 100, 125, 150, 175]から無作為に引き出された。売り手による品質の調査（あれば）およびメッセージ送付の決定を受け、商品を購入すべく買い手たちは付け値を提出した。第1価格封印入札の取引機構を用い、全市場参加者の富の決定がなされた。

実験では二つの操作がなされた。第一に、2.1

節の情報伝達モデルの検証のため、商品品質の信憑性のあるメッセージを送付する場合には、売り手は一定の**通知費用**15を負担する市場を設けた。これに対して、2.2節の情報獲得モデル検証する市場では、一定の**観察費用**15をかけた調査を選択しない限り、売り手は商品の品質を知りえないものとした。

4.2. 実験市場の実施

実験は2003年1月に大阪大学でなされ、学生28人が参加した。教室に到着した参加者は入り口で座席を決めるくじを引き、実験市場の役割へと無作為に割り当てられた。座席には、実験指示書および利得計算用紙など実験マテリアルの入った封筒が用意され、他の参加者の意思決定が見えない工夫がなされた。全員が着席すると、実験のタスク、取引ルールおよび報酬の決定方法などの理解のため、インストラクションに時間をかけた。各取引期間の商品売買取引の流れは、以下(i)～(iv)である。

- (i) その期の商品の品質が前述の分布にしたがい、ビンゴ籠からの球の抽出で決定された。2.1節の情報伝達コスト・モデルの検証では、決定した品質は売り手に通知された一方、2.2節の情報獲得コスト・モデルの検証では、品質を観察すれば売り手は商品価値を正確に知ることができる反面、15という**観察費用**が伴った。
- (ii) 売り手は、モデルの仮定および①の決定に従い、買い手にメッセージを送付した。なお、情報伝達コストのある市場では、メッセージ送付すると15の**通知費用**が伴った。
- (iii) 買い手は、商品を評価し、ゼロ以上199以下の整数の付け値を書面で提出した。
- (iv) 3人のうち最高の付け値の買い手が商品を購入し、売り手に付け値額を支払った。

各取引期間の利得は以下である（単位は円、購入しなかった買い手の利得は±0）。

売り手 : 取引利益 = 買い手から受け取った額 - 開示関連費用 (0または15)

購入した買い手: 取引利益 = 商品の品質 + 個人的な価値 - 自らの支払額

個人的な価値とは、いわゆるオークションの私的価値であり、買い手毎に各期[0, 1, ..., 24]の離散型一様分布から無作為に決定した。なお、UT(2003)からの手続の改訂点は、以下である。

同一の取引の反復からデータ収集したが、参加者にゲームの終点を知らせる影響を考慮し、18取引期間を超えて取引が実施される確率を箱からのボール抽出によって各期1/3とすることで緩和した。さらに、売り手および市場(3人の買い手)の組み合わせは、情報伝達コストのある市場では6期ごと、情報獲得コストのある市場では4期ごと(最終の4番目の組み合わせは6期)、かつ共に19期以降は毎回変更することにした。これら二つの改訂は、理論モデルの1回限りのゲームの設定に可能な限り近づけるためである。全期間の取引利益の合計が大きいほどより多くの報酬を支払うことで、参加者に経済的インセンティブを与え⁴⁾、2.5時間弱の実験報酬の平均は、4,326.35(最高5,174/最低3,672)円だった。

4.3. 実験の仮説

4.3.1. 情報伝達コストのある市場

情報伝達コストのある市場では、正確な商品の品質の信憑性のあるメッセージを送付すると、15の**通知費用**が売り手の取引利益を減少する。このとき、理論的閾値 \hat{y} は55(=25+2×15)と計算されるため、離散型の一様分布[25, 50, 75, 100, 125, 150, 175]について、2.1節の

理論モデルの分析の示唆から以下の実験の仮説が導かれる。

仮説 1：情報伝達コストのある市場の売り手は、商品の品質の実現値25および50を買い手に通知しない一方、他の起こりうる実現値は通知費用15をかけてメッセージを送付する（すなわち $ND \in [25, 50]$ 、かつ $D \in [75, 1, 00, 125, 150, 175]$ ）。

4.3.2. 情報獲得コストのある市場

情報獲得コストのある市場では、商品の品質の実現値を通知されない場合、**観察費用**を回避できることから売り手の期待利得は最大となる。このため、2.2節の理論モデルからの示唆は、以下の実験の仮説を導くことになる。

仮説 2：情報獲得コストのある市場の売り手は、商品の品質を知らないことを選択し、**観察費用**15の負担を回避する。

5. 実験結果

5.1. 情報伝達コストのある市場

情報伝達コストのある市場では、全18期を通じて61.1%、同じ売り手および市場の組み合わせの

後半（4-6、10-12および16-18期）では62.9%の頻度で商品品質の伝達があった。比率の検定では、開示比率が71.4%（5/7）であるとの仮説は棄却されない（二項検定で $p = 0.066$ 、正規近似では $p = 0.063$ ）。開示比率は、情報伝達コストのない市場（UT 2003）後半の77.5%と比べて低く、理論が予測する方向であったものの、比率の差は統計的に有意ではない（全期間および後半について、それぞれ $\chi^2 = 0.83$ および $\chi^2 = 1.67$ であり、共に $p > 0.1$ ）。仮説 1 は、しかし、開示/非開示は商品品質の実現値に依存すると予測する。

図 2 は、商品品質の実現値毎の開示比率を示し、実現値が高いほど開示比率が上昇する傾向を読み取れる。しかしながら、UT（2003）と比べ、情報伝達コストがある場合、50、75および100という実現値の開示比率は低く、取引期間の後半でも同様であった。

一方、商品の品質の実現値の開示がなされない場合、買い手たちは平均35.5（以下全て、私的価値を調整済）の付け値を提出し、情報伝達コストのなかったUT（2003）の結果35.2との差は殆どない。商品の品質の実現値75の開示がなされた場合、付け値平均は63.7であり、情報伝達コスト（実験では、**通知費用**）15を差し引いても、より高い評価を売り手は獲得できたことになる（ $t = 2.51$ 、 $p = 0.014$ で統計的に有意差有）。

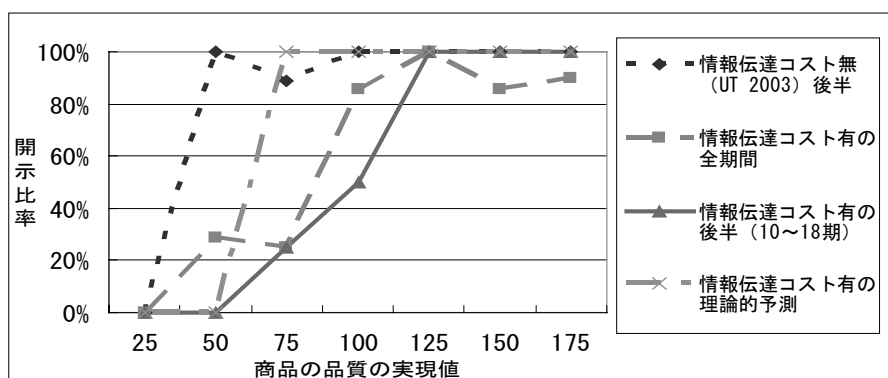


図 2. 商品の品質の実現値毎の開示比率

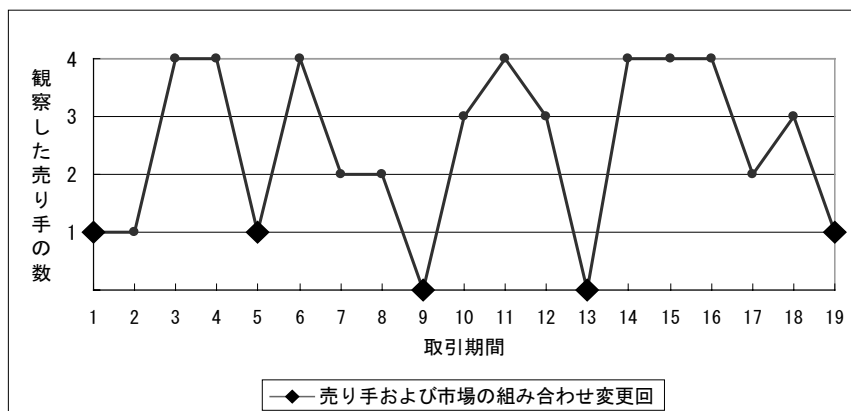


図3. 情報獲得コストのある市場の取引期間毎の観察者数

以上を総合すると、本実験の売り手は、情報伝達にかかるコストを理論の予測および市場の実情と比べ、高くつくものと認識したようである。情報伝達コストを過大に捉える傾向は、**仮説1**の予測を反駁する結果を導くのみではなく、買い手たちの推論と首尾一貫しないのもであり、結果的に売り手の利得を減少していた。

5.2. 情報獲得コストのある市場

情報獲得コストのある市場では、取引期間を通じて61.8% (=47/76) の頻度で商品品質のコストをかけた観察が存在した。当該頻度は予測された0%とは大きく乖離して有意に高く(比率差の検定)、**仮説2**と首尾一貫しない。なお、情報伝達コストのある市場と同じく、情報獲得コストの存在は情報開示の頻度を低下させたが、開示関連コストのない市場(UT 2003)との差は統計的に有意ではない。われわれは次に、商品の品質を**観察費用**をかけて観察することを選択した売り手の人数について取引期間毎に調査した。

図3から読み取りうるのは、売り手および市場の組み合わせの変更回にあたる◆印の期間でのみ、4人の売り手のうち1名以下が商品の品質を観察したことである。15% (= 3 / 20) の観察で

あった◆印の期間を除けば、情報獲得の頻度は78.6% (=44/56) となる。原因を探るべく、買い手の値付け行動を分析した。情報獲得された場合の買い手の付け値の平均が97.5だったのに対して、情報獲得のない場合の付け値の平均は58.4であった。情報獲得コスト15調整後の両者の差は、統計的に有意であり($t = 4.98$, $p < 0.01$)、情報獲得のない場合、買い手は分布の**事前平均**100を下回って評価したといえる。

したがって、売り手が選択したいのは非観察であったが、不確実性への買い手の割引率は大きく、情報獲得コストを費消してなお商品品質を観察せざるをえなかったといえる。先行実験のKing and Wallin (1995)では、情報のない場合、買い手は期待値\$2,005から平均¢12.8小さい付け値を提出するのみであった(このとき $p > 0.4$, *Ibid.* 160)ことから、本実験の買い手たちの危険回避の程度は非常に大きかったといえる⁵⁾。

6. 要約および議論

本稿は、開示関連コストが存在するもとの経営者(売り手)の情報開示および投資者(買い手)の推論の戦略を調査する実験市場の結果を報告し

た。開示関連コストは、(i) 事後的な情報伝達コスト、および、(ii) 事前の情報獲得コストに二分類された。実験市場の実施の概要は、開示関連コストのない環境を調べたUT (2003) を基本的に踏襲した。

主要な結果は以下の通りである。売り手は、開示関連コストを理論の予測および実験市場の実状と比較して高くつくものと認識し、買い手への情報有用な開示の頻度を低下させた。しかし、開示関連コストのタイプにより、両市場の詳細は相違する。(i) 情報伝達コストのある市場では、理論的な閾値を超過するため開示が予測される商品品質について、売り手は自らの利得を犠牲にしても非開示を選択することがあった。これに対し、(ii) 情報獲得コストのある市場では、情報に通じないことを売り手は選好したが、買い手側が示した危険回避の程度は大きく、情報獲得コストを負担してなお商品の価値を知ることを強いられた。ただし、実施された市場の総数の少なさ、および任意の実験研究に固有の方法論上の制約のため、結果の解釈には慎重を要する。なお、私的価値のあるオークションを用いたため、実験市場全体の資源配分の効率性も併せて分析したが、報告すべき特段の知見は得ていない。

将来研究には、二つの方向性が存在する。一つは、現実世界に即したより豊かな開示環境を検証するものである。例えば、理論モデルは、一定ではなく変動する内生的な開示関連コスト、誤差項の精度で定義される私的情報の質、投資者の洗練の程度などの要因を扱い、あるいは本実験の設定に加えて第三の利害関係者（競合他社ないし監査人など）をプレーヤーとしてモデルに組み込んで展開してきている。実験経済学的手法は、これら理論研究の発展に貢献する潜在力を有している。もう一つの拡張の方向は、先行研究と比較した買い手（投資者）側の過大な危険回避の傾向に対応

して、将来の不確実性を減少する情報の価値をいかに評価するかを問うものである。このため、実験経済学のいわゆる「情報の市場（market for information）」（例えば、Sunder (1995, 461-464) 参照）および心理学理論を基盤とする行動科学ないし行動会計学といった、他の研究分野の方法および知見の本論点への適用可能性を考察しているところである。例えば、前者との関連では、商品を購入する買い手に開示関連コストの一部を負担させる操作の結果への影響の分析がある。さらに、本研究の追試実験も有用であり、その際には、一市場の買い手数の増員、市場内の役割の完全なローテーションの実施および第2価格封印入札制度への報酬決定方法の変更など、参加者の真の選好により近似する行動を一般に誘発可能とされる更なる実験手続の改訂が考えられる。

《注》

- 1) 当該コストの解釈は、例えば、Christensen and Feltham (2002, 511) は「経営者のメッセージを立証および伝達するコスト」とする。
- 2) 当該コストは、企業価値の実現値を知るために消費される経営資源であると考えうる。これには、会計情報システムの構築にかかるものも含まれる（例えば、Verrecchia (1990) 参照）。
- 3) 実験の設定および用語は、参加者の心理的なバイアス回避の要請のため、一般的なものに変換した。
- 4) 具体的には、売り手の取引利益の合計は2倍、買い手の取引利益の合計は4倍され、実施期間数に応じた参加報酬が情報伝達【獲得】コストのある市場において、売り手に40【60】、買い手には110【120】だけ与えられ、かつ買い手のみに予算2,000が賦存された。
- 5) 実験参加者の危険に対する態度は、古くから実験経済学の論点の一つであり、膨大な蓄積が存在する（Friedman and Sunder (1993, 44-47) など参照）ものの、われわれの知る限り、確固たる結論は現在に至るまで得られていないようである。本研究では、実験経済学で一般的な、いわゆるSmith (1982, 931-935) の「価値誘発理論 (induced value theory)」に基づく実験報酬デザインによって参加者のインセンティブを引き出すのみで、危険回避度を直接には測定していない。

《参考文献》

- Albrecht, W. S., Sack, R. J., 2000. Accounting Education: Charting the Course through a Perilous Future. Accounting Education Series 16, American Accounting Association, Sarasota, FL.
- Chow, C. W., K. Haddad, Hirst, M., 1996. An Experimental Market's Investigation of Discretionary Financial Disclosure, ABACUS 32, 133-152.
- Christensen, P. O., Feltham, G. A., 2002. Economics of Accounting — Information in Markets. Kluwer Academic Publishers, Norwell, MS.
- Elliott, R. K., Jacobson, P. D., 1994. Costs and Benefits of Business Information Disclosure. Accounting Horizons 8, 80-96.
- Friedman, D., Sunder, S., 1994. Experimental Methods: A Primer for Economists. Cambridge University Press, New York, NY.
- Grossman, S. J., 1981. The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality. Journal of Law and Economics 24, 461-483.
- Jovanovic, B., 1982. Truthful Disclosure of Information. Bell Journal of Economics 13, 36-44.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., Warfield, T. D., 2004. Intermediate Accounting: 11th Edition. John Wiley & Sons, New York, NY.
- King, R. R., Wallin, D. E., 1995. Experimental Tests of Disclosure with an Opponent. Journal of Accounting and Economics 19, 139-167.
- Matthews, S., Postlewaite, A., 1985. Quality Testing and Disclosure. Rand Journal of Economics 16, 328-340.
- Milgrom, P. R., 1981. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. Bell Journal of Economics 12, 380-381.
- Shavell, S., 1994. Acquisition and Disclosure of Information Prior to Sale. RAND Journal of Economics 25, 20-36.
- 柴健次・伊藤美幸, 2000. 「日本企業のディスクロージャー行動」『経理情報』第915号, 34-38.
- Smith, V. L., 1982. Microeconomic Systems as an Experimental Science. American Economic Review 72, 923-955.
- 須田一幸・鈴木一水, 2004. 「中小会社のディスクロージャーと監査—アンケート結果の分析—」『ディスクロージャー・フォーラム』第5号, 1-16.
- Sunder, S. 1995. Experimental Asset Markets: A Survey. In: Kagel, J., Roth, A. E. (Eds.), The Handbook of Experimental Economics. Princeton University Press, Princeton, NJ, 445-500.
- 上枝正幸, 2002. 「会計学における実験研究—方法論と開示関連文献のサーベイ」『大阪大学経済学』第52巻第2号, 109-136.
- 上枝正幸, 2005. 「裁量に基づく経営者の情報開示—理論モデルのレビュー—」『名古屋商科大学論集』第49巻第5号, 71-106.
- Ueeda, M., Takao, H., 2003. Voluntary Disclosure with or without an Antifraud Rule: An Experimental Study. Journal of Management Accounting, Japan 11, 25-41.
- Verrecchia, R. E., 1983. Discretionary Disclosure. Journal of Accounting and Economics 5, 179-194.
- Verrecchia, R. E., 1990. Information Quality and Discretionary Disclosure. Journal of Accounting and Economics 12, 365-380.
- Verrecchia, R. E., 2001. Essays on Disclosure. Journal of Accounting and Economics 32, 97-180.
- Wagenhofer, A., 1990. Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent. Journal of Accounting and Economics 12, 341-363.

公的情報の精度と利益情報の質の関係 —アナリストが直面する情報精度に基づく検証—

Testing the Relation between the Precision of Analysts' Public Information and Quality of Earnings

海老原 崇(早稲田大学 助手)
Takashi Ebihara, Waseda University

要 約

本研究の目的は、公的情報の精度と利益情報の質との関係を検証することである。従来の実証研究では、利益情報の精度が内生的に決定されることを仮定し、発生主義会計などの観察可能なプロセスから利益情報の精度を推定して分析に用いてきた。しかし、従来の方法では、利益情報の精度の全てを捉えているとはいえず、観察されないプロセスも考慮したより精緻な精度を用いた分析が必要だと考えられる。本研究では、Barron et al. (1998) に従い、アナリストの利益予測の誤差と利益予測間の分散から、観察可能・不可能なプロセスをともに反映した、アナリストが直面する公的情報の精度を導出した。そして、この情報精度を用いて価値関連性との関係を検証した結果、公的情報の精度が高いほど利益情報の価値関連性も高く、従来用いられてきた利益情報の精度を用いた場合よりもその関係性が大きいことが確認された。

Summary

The purpose of this research is to test the relation between the precision of public information and quality of earnings. Previous research assumes that the precision of earnings information is determined endogenously, and estimates the precision based on observable accounting process such as accruals accounting for analysis. Since previous research doesn't capture all the earnings precision, it is useful to test the more sophisticated precision which captures non-observable accounting process. Following Barron et al. (1998), this research estimates the precision of analysts' public information which captures observable and non-observable accounting processes. Using this precision to test the relation with value relevance, the result shows that the higher the precision of public information becomes, the more relevant the earnings information becomes.

1. はじめに

利益情報は、投資家や債権者などの会計情報の利用者の意思決定において重要な情報であり、近年その質に関する関心が高まりつつある。利益情報に代表される会計情報の質を高め有用なものとするために、概念フレームワークでは、会計選択において考慮されるべき財務報告の目的や会計情報の質的特徴が規定されている。しかし、会計選

択の結果によっては、利益情報にノイズやバイアスが生じ、その精度 (precision) や質が損なわれることがある。従来の研究では、公表情報から観察可能な会計のプロセスのみに注目し、そこから利益情報の精度を定量化することで、その質との関係の検証を行ってきた。従って、利益情報の精度の全てを捉えているとは言えず、一部を定量化しているに過ぎないといえる。

本研究は、従来の研究と観点を変えて、アナリ

*匿名のレフェリーおよび薄井彰編集委員長から貴重なコメントを頂いた。ここに記して謝意を表したい。また、本研究は、日本学術振興会科学研究費補助金 (若手研究(B): 課題番号17730289) による研究成果の一部である。

ストが直面する公的情報の精度に焦点を当てた研究を行う。アナリストの視点に立つことで、公表情報から観察可能なプロセスだけでは捉えきれない利益情報の精度についても考慮することが可能になると考えられる。本研究では、Barron et al. (1998) で提示されたモデルを利用して公的情報の精度を導出し、利益情報の質との関係を検証する。

2. 理論的背景

2.1 利益情報の質の定義

利益情報の質の概念は、主にアナリストがファンダメンタル分析に用いるために発展してきたといわれている (Ayers 1994, 27)。従って、その有用性に主眼が置かれてきたため、利益情報の質の定義は様々であった。しかし、近年利益情報の質が研究の場でも注目されるようになるにつれて、利益情報の質の概念は財務報告の基本目的である意思決定有用性と会計情報の質的特徴に依拠すべきとの議論が高まっている¹⁾。本研究もこの議論に依拠し、意思決定有用性の視点から、予測価値を要素とする目的適合性を満たしうる程度として利益情報の質を定義する。ここで、目的適合性とは、投資家の目的に適合する程度、すなわち企業の株主資本価値評価に資する程度であり、予測価値とは、株主資本価値評価に際して行われる将来予測に利益情報がインプットされる際の価値といえる。従って、Watts and Zimmerman (1986) の主張に従えば²⁾、利益情報の質とは、利益情報が将来キャッシュフロー予測能力を有することによって得られる、株主資本価値に対する価値関連性として解釈される。

2.2 公的情報、会計情報、利益情報の精度の関係と利益情報の質

McNichols and Trueman (1994)、Kim and Verrecchia (1994) などの分析的研究において、会計情報におけるノイズの分散の逆数として定義される精度は、公的情報としての会計情報の質の尺度としてモデルに組み込まれ、主に市場のマイクロストラクチャーとの関係についての分析がなされてきた。例えば、薄井 (2004) では、会計情報の精度が高いほど将来収益が正確に推定できるようになり、株価のInformativenessや市場の流動性を高める一方、価格のボラティリティを低下させることが報告されている。

これらの研究では、投資家やアナリストは、企業によって公表される全ての市場参加者が利用可能な公的情報と、他人が知りえない私的情報の2つの情報を統合して意思決定を行っていることが仮定されている。この2つの情報のうち、公的情報は、財務報告によって提供される会計情報と非会計情報の2つの要素から構成され、また、会計情報は、企業の利益に関する利益情報と利益以外の情報の2つの要素から構成されると定義できる。

ここで、利益情報は、将来キャッシュフローが平均 y_1 、精度 $1/\sigma_1^2$ の正規分布をとるというシグナルをもたらし、利益以外の情報は、将来キャッシュフローが平均 y_2 、精度 $1/\sigma_2^2$ の正規分布をとるというシグナルをもたらすと仮定する。2つのシグナルの分布が独立である場合、これらの情報を統合した会計情報全体がもたらす将来キャッシュフローのシグナルにおける平均と精度は、以下のように示される。

$$\text{平均} : \frac{\frac{y_1}{\sigma_1^2} + \frac{y_2}{\sigma_2^2}}{\frac{1}{\sigma_1^2} + \frac{1}{\sigma_2^2}}, \quad \text{精度} : \frac{1}{\sigma_1^2} + \frac{1}{\sigma_2^2} \quad (1)$$

すなわち、会計情報の精度は、利益情報の精度と利益以外の情報の精度の単純な和として表現さ

れる。同様の条件において考えれば、公的情報の精度は、会計情報と非会計情報の精度の単純な和として表現される。ゆえに、利益情報の精度が高いほど会計情報の精度が高く、会計情報の精度が高いほど公的情報の精度も高くなるといえる。逆に、非会計情報、利益以外の情報の精度が一定であると仮定すれば、公的情報の精度が高いほど会計情報の精度は高く、会計情報の精度が高いほど利益情報の精度も高く、将来キャッシュフローに対する予測可能性の向上を通じて利益情報の質としての価値関連性が高まると考えられる³⁾。

従来の実証研究では、公的情報および会計情報の構成要素としての利益情報の精度が会計制度や代替的な会計方針の選択などの会計のプロセスによって内生的に決定されることを仮定し、利益情報の質との関係を分析してきたといえる。例えば、Dechow and Dichev (2002) は、発生主義会計のプロセスに注目し、短期発生項目における予測誤差を推定するモデルを提示した。そして、推定した予測誤差の標準偏差を発生項目の質、ひいては利益情報の質の尺度としている⁴⁾。

Dechow and Dichev (2002) は、短期発生項目における予測誤差の標準偏差を用いているという点において、発生主義会計のプロセスから利益情報の精度を推定していると考えられる。しかし、Dechow and Dichev (2002) は短期発生項目における観察可能なプロセスのみに焦点を当てているため、利益情報の精度の全てを捉えているとはいえず、一部を定量化しているに過ぎないともいえる。しかし、利益情報の全ての精度を捉えるために、Dechow and Dichev (2002) モデルの展開や観察不可能なプロセスからの精度の導出を行うことには大きな困難が伴う。従って、利益情報の精度とその質との関係に関する精緻な検証を行うためには、従来とは異なる視点から、利益情報の精度を包括する会計情報全体の精度や会計情報

の精度を包括する公的情報の精度を捉えることが必要であると考えられる。

3. 研究デザイン

3.1 仮説

前節で議論したように、利益情報の質は、利益情報が将来キャッシュフロー予測能力を有することによって得られる、株主資本価値に対する価値関連性として解釈される。また、非会計情報や利益以外の情報の精度が一定であると仮定すれば、公的情報の精度が高（低）ければ会計情報の精度も高（低）く、会計情報の精度が高（低）ければ利益情報の精度も高（低）いといえる。そして、利益情報の精度が高（低）ければ、将来キャッシュフローに対する予測可能性の向上（低下）を通じて、利益情報の質としての価値関連性が高（低）まると考えられる。すなわち、市場が半強度の効率性を有するならば、公的情報における利益情報はその精度も含めて株価に反映されるため、利益情報の質としての価値関連性は、その精度に応じて変化すると考えられる。よって、本研究では、以下の仮説を設定する。

仮説 「公的情報の精度が高い（低い）ほど、利益情報の価値関連性は高い（低い）」

利益情報の精度と利益情報の質との関係を検証した従来の研究は、利益情報の精度の一部のみを定量化していると考えられる。この点を改善するために、本研究は、アナリストが直面する公的情報の精度に焦点を当てた研究を行う。アナリストの視点に立つことで、公表情報から観察可能なプロセスだけでは捉えきれない利益情報や会計情報の精度も考慮することが可能になると考えられる。利益情報や会計情報の精度を包括する公的情

報の精度を推定することで、従来の利益情報の精度と質との関係に関する研究よりも精緻な検証を行うことを目的としている。

3.2 アナリストの利益予測と公的情報の精度の関係

従来の実証研究において、アナリストの利益予測誤差や分散の程度が会計情報の精度の代理変数としてしばしば用いられてきた (Brown et al. 1987, Imhoff and Lobo 1992など)。しかし、アナリストは、会計情報を含む公的情報だけでなく私的情報も利用して予測を行うため、アナリストの利益予測誤差や分散そのものでは、会計情報やこれを含む公的情報の精度の代理変数として不適當であると考えられる。よって、公的情報のみを推定するために、本研究では、Barron et al. (1998)で提示されたモデルを利用する。

Barron et al. (1998) は、Abarbanell et al. (1995)を拡張し、アナリストが直面する公的情報と私的情報の精度をアナリストの利益予測の平方平均誤差、アナリスト間の利益予測の分散、アナリストの人数で表現するモデルを構築している。Barron et al. (1998) では、 N 人のアナリストが企業の利益 y (平均 \bar{y} 、精度 h) を予想する状況を想定している。将来利益に関連する情報には、企業によって公表され市場関係者全てが利用可能な情報 (公的情報) と、アナリストが私的に保有し他のアナリストが知りえない情報 (私的情報) の2つがある。ここで、公的情報は、次期の利益の平均が \bar{y} で精度が h であることとして表現され、私的情報は、次期の利益に関するシグナル $z_i = y + \varepsilon_i$ として表現される。私的情報における ε_i は、正規分布をし、精度 s_i を持つ他の変数と独立なノイズである。

アナリストは、公的情報と私的情報の双方を用いて将来利益の最良な推定値の予測を行うと仮定

される。このとき、各アナリストの利益予測 μ_i は、公的情報と私的情報をそれぞれの精度で加重平均を取った値として表現でき、平均予想利益 μ は、 N 個の利益予測の平均として以下の (1) 式で表現される。

$$\begin{aligned} \mu &\equiv \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N E[y|z_i] = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \mu_i \\ &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{h\bar{y} + s_i z_i}{h + s_i} \end{aligned} \quad (2)$$

また、各アナリスト間の予測利益の分散 D および実現利益に対する事前的な予測利益の誤差 SE は、それぞれ以下の (3) 式、(4) 式で表される。

$$D \equiv \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N \text{Var}(\mu_i - \mu) \quad (3)$$

$$SE \equiv E[(y - \mu)^2] \quad (4)$$

Barron et al. (1998) は、これらの表現を用いてアナリストの不確実性の水準 V とアナリスト間の予測誤差の共変動 C を表すとともに、アナリスト間のコンセンサスの程度 ρ を以下の (5) 式のように表わしている⁵⁾。

$$\rho = \frac{C}{V} = \frac{SE - \frac{D}{N}}{1 - \frac{1}{N} D + SE} \quad (5)$$

そして、 ρ に関する分析を行うとともに、以下の (6)、(7) 式のように、公的情報と私的情報の精度を表現している⁶⁾。

$$h = \rho \times \frac{1}{V} = \frac{SE - \frac{D}{N}}{1 - \frac{1}{N} D + SE}^2 \quad (6)$$

$$s = (1-\rho) \times \frac{1}{V} = \frac{D}{[(1 - \frac{1}{N}) D + SE]^2} \quad (7)$$

すなわち、公的情報の精度 h と私的情報の精度 s は、アナリストが行う予測利益の分散 D 、実現

利益に対する予測利益の誤差 SE 、およびアナリストの人数 N で表現することができる。(6)、(7)式は、アナリストが行う予測利益の分散 D や実現利益に対する予測利益の誤差 SE が小さい（大きい）ないしは予測を行うアナリストの人数 N が多い（少ない）ほど、公的情報の精度 h と私的情報の精度 s は大きな（小さな）値となり、それぞれの情報の精度が高く（低く）なることを意味している。逆に、公的情報や私的情報の精度が高（低）ければ、それだけ予測利益の分散 D や予測利益の誤差 SE が小さく（大きく）なり、正確な利益予測が実行できる（できない）ことを意味している。このように、Barron et al. (1998) のモデルとコンセンサス予測データを利用することにより、アナリストが直面する情報の精度の総計から公的情報の精度のみを定量化することが可能になる。アナリストの情報環境に焦点を当てた公的情報の精度を用いることで、利益情報の精度のうち従来の実証研究では考慮されなかった部分や、会計情報全体の精度も含めて推定することが可能になると考えられる。

3.3 分析モデル

はじめに、前項で概観したBarron et al. (1998) のモデルにおける(6)式を用いて、アナリストが直面する公的情報の精度を音川・村宮(2005)における計算手順を参考にして導出する⁷⁾。ここからは、音川・村宮(2005)に倣い、公的情報の精度を(6)式の h ではなく Pub_{it} と表現する。アナリスト予測は頻繁に改訂が行われるため、 Pub_{it} は予測前年度の決算発表翌月から予測年度の決算発表月まで、月ごとに求める。ここで、 μ_{int} は、 i 社の t 年における EPS に対するアナリスト n の予測値、 $\bar{\mu}_{it}$ は、アナリストの予測 EPS の平均、 EPS_{it} は、実績 EPS 、 D_{it} と SE_{it} は、それぞれ(3)、(4)式を用いて求めた予測 EPS の分散と

平均平方誤差を表している。また、 Pub_{it} の計算に際し、フォローしているアナリスト数が3人未満の場合と、計算した結果がマイナスの値をとるものは除去している⁸⁾。Barron et al.(1998)では、 D_{it} や SE_{it} を事前的観点から観察しているが、本研究では、事後的な実現値を用いて推定している。実現値を用いることによる測定誤差の緩和や予測改訂の影響を平均するために、本研究では、音川・村宮(2005)に従って12ヶ月分の Pub_{it} の平均値を計算し、公的情報の精度を計算している⁹⁾。また、このモデルを利用するにあたり、本研究でもBarron et al. (1998)と同様に、アナリストはバイアスのない利益予測を行うことを仮定している¹⁰⁾。

$$Pub_{it} = \frac{SE_{it} - \frac{D_{it}}{N_{it}}}{\left[\left(1 - \frac{1}{N_{it}}\right) D + SE_{it} \right]^2} \quad (8)$$

$$\text{ただし、} SE_{it} = (\bar{\mu}_{it} - EPS_{it})^2,$$

$$D_{it} = \frac{1}{N_{it}-1} \sum_{n=1}^N (\mu_{int} - \bar{\mu}_{it})^2 \quad (10)$$

次に、上記で求めた公的情報の精度 Pub_{it} を用いて、サンプルを精度の高いサブサンプル(HP)と精度の低いサブサンプル(LP)に分割する。そして、Cornell and Landsman(2003)のフレームワークに従い、海老原(2005)で用いられた以下のモデルによって仮説の検証を行う。

$$Ret_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{EPS_{it}}{SP_{it-1}} + \sum_{j=1}^{J-1} d_{ind_j} Ind_j + \sum_{k=1}^{K-1} d_{year_k} Year_k + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 P + \beta_2 \frac{UEPS_{it}}{SP_{it-1}} + \beta_3 \frac{UEPS_{it}}{SP_{it-1}} * P + \sum_{j=1}^{J-1} d_{ind_j} Ind_j$$

$$+ \sum_{k=1}^{K-1} d_{year_k} Year_k + v_{it} \quad (10)$$

(9) 式は、前年度決算発表の翌月から1年間の年次株式リターン Ret_{it} を利益情報に回帰することで、公的情報の精度と利益情報の相対的な価値関連性との関係を検証するモデルである。このモデルをサブサンプルごとに推定し、両者の自由度修正済み決定係数 (HP: R_{HP}^2 , LP: R_{LP}^2) の差異の有意性検定を行う。仮説より、公的情報の精度の高いサブサンプルHPの自由度修正済み決定係数の方が高くなる ($R_{HP}^2 - R_{LP}^2 > 0$) と予想される。決定係数の差異の有意性検定は、Press and Zellner (1978)、Cramer (1987) およびNwaeze (1998) で示されたZ検定を用いる¹²⁾。

(10) 式は、公的情報の精度と利益情報が持つ情報内容との関係を検証するモデルである。 $UEPS_{it}$ は、 EPS_{it} の期待外値を表し、予測前年度の決算発表翌月から予測年度の決算発表月までのアナリスト予測と実績 EPS_{it} との差異を平均した平均期待外 EPS を用いている¹³⁾。変数 P は、オブザベーションがHP (精度の高いサブサンプル) に属せば1、LP (精度の低いサブサンプル) に属せば0を取るダミー変数である。また、累積超過リターン CAR_{it} は、前年度の決算発表月以前60ヶ月にわたる月次の株価・指数データを用い、市場モデルを利用して計算している。この式における交差項のパラメータ β_3 の有意性検定によって、公的情報の精度と情報内容との関係を検証する。交差項のパラメータが有意に正であれば、公的情報の精度が高いほど利益情報の精度も高く、利益情報に対する市場の反応が大きい、すなわち利益情報の情報内容が大きいと解釈される¹⁴⁾。なお、両式における EPS_{it} と $UEPS_{it}$ は、分散不均一性の緩和のために期首の株価 SP_{it-1} でデフレートしている。また、利益情報と株価との関係における産

業間および年度間の影響を緩和するため、産業ダミー $Ind_j^{15)}$ と年度ダミー $Year_k$ をそれぞれ追加して分析を行っている。

3.4 データ

本研究の分析対象は、1990年から2005年までの16年間における銀行・証券・保険業を除く東証第一部、第二部上場企業の個別財務諸表である¹⁶⁾。データ収集にあたり、財務データと株価データは、日経「NEEDS-Financial QUEST」を使用し、株価データに対しては、権利落ち修正と配当修正を施した。また、アナリストの利益予測情報は、Thomson Financial社の「I/B/E/S Summary History File(International Edition)」を使用した。決算発表月については、「NEEDS-Financial QUEST」および「日本経済新聞縮刷版」を利用して調査した。分析対象のうち、決算期の変更期や変則決算の期を除き、 CAR_{it} の計算が可能なサンプル1,125社、7,763企業-年を抽出した¹⁷⁾。

分析に用いた各変数の年度別の分布と記述統計量、相関表は、以下の表1から表3でそれぞれ示してある。表1からは、サンプル合計の95%以上が東証一部上場企業であることがわかる。阿部(2000)で示されているように、I/B/E/Sが提供する利益予測値は東証一部上場企業に集中していることに影響を受けていると考えられる。表2からは、 CAR_{it} と Ret_{it} がともにマイナスになっていることがわかる。これは、本研究の分析期間がいわゆるバブル崩壊以後を対象としているためであると考えられる。表3における公的情報の精度 Pub_{it} について、期待外利益 $UEPS_{it}/SP_{it-1}$ との相関は5%水準で有意だが小さく、他の変数との相関は有意ではない。すなわち、本研究における公的情報の精度は、アナリストの予測誤差に基づいて推定しているが、利益の水準や株式リターンの影響をほとんど受けていないことがわかる。

表1 サンプルの分布

年度	東証第一部		東証第二部		合計
1990	372	(4.79%)	0	(0.00%)	372
1991	401	(5.17%)	1	(0.01%)	402
1992	455	(5.86%)	17	(0.22%)	472
1993	480	(6.18%)	23	(0.30%)	503
1994	526	(6.78%)	22	(0.28%)	548
1995	764	(9.84%)	29	(0.37%)	793
1996	761	(9.80%)	21	(0.27%)	782
1997	832	(10.72%)	89	(1.15%)	921
1998	745	(9.60%)	69	(0.89%)	814
1999	584	(7.52%)	13	(0.17%)	597
2000	509	(6.56%)	22	(0.28%)	531
2001	429	(5.53%)	27	(0.35%)	456
2002	316	(4.07%)	8	(0.10%)	324
2003	165	(2.13%)	8	(0.10%)	173
2004	48	(0.62%)	1	(0.01%)	49
2005	24	(0.31%)	2	(0.03%)	26
合計	7,411	(95.47%)	352	(4.53%)	7,763

表2 変数の記述統計量 N=7,763

変数名	平均値	標準偏差	Q 1	中央値	Q 3
EPS_{it}/SP_{it-1}	0.014	0.046	0.010	0.020	0.032
$UEPS_{it}/SP_{it-1}$	-0.009	0.034	-0.008	-0.001	0.002
Pub_{it}	1.085	9.742	0.004	0.024	0.123
Ret_{it}	-0.055	0.348	-0.307	-0.128	0.118
CAR_{it}	-0.061	0.295	-0.242	-0.070	0.104

表3 変数の相関表 N=7,763

	EPS_{it}/SP_{it-1}	$UEPS_{it}/SP_{it-1}$	Pub_{it}	Ret_{it}
$UEPS_{it}/SP_{it-1}$	0.825**			
Pub_{it}	0.001	0.027*		
Ret_{it}	0.103**	0.116**	0.008	
CAR_{it}	0.053**	0.027**	0.001	0.559**

* p 値 < 0.05

** p 値 < 0.01

4. 分析結果

4.1 (9)、(10) 式の分析結果

以下の表4は、(9)式の分析結果である。 EPS_{it}/SP_{it-1} のパラメータ α_1 は、すべて1%水準で有意である。サブサンプルHPでは、1,403と全体サンプルより大きい値を示す一方、サブサンプ

ルLPでは、有意水準は若干高いものの、全体サンプルより小さい0.595となっている。すなわち、公的情報の精度が高いほど企業評価に際して利益情報に信頼を置き、評価ウェイトが大きくなる傾向にあると解釈できる。自由度修正済み決定係数は、全体サンプルが0.495であるのに対し、サブサンプルHP (R_{HP}^2)は0.595、サブサンプルLP

(R_{LP}^2)は0.395である¹⁸⁾。両者の差異($R_{HP}^2 - R_{LP}^2$)は0.201であり、有意に正の値を示している(Z値=14.475, p値<0.001)。以上より、公的情報の精度が高いほど利益情報の相対的価値関連性も高いことが確認できる。すなわち、利益情報の精度の向上を通じて公的情報の精度を高めることによって、投資家は利益情報に信頼を置いて企業評価を行うため、相対的価値関連性が高くなると解釈できる。

表5は、(10)式による利益情報の情報内容に関する検証結果である。(10)式における $UEPS_{it}/SP_{it-1}$ のパラメータは、0.422を示し1%水準で有意であるのに加え、交差項のパラメータ β_3 も2.520を示し1%水準で有意である。つまり、公的情報の精度が高い場合は、精度が低い場合よりも利益情報の期待外値に対する市場の反応が大きい、すなわち、利益情報の情報内容が大きいこ

とが確認できる。ゆえに、利益情報の精度の向上を通じて公的情報の精度を高めることによって、利益情報が持つ情報内容が向上して投資家の期待の改訂に大きく貢献できるようになると解釈できる。

以上より、本研究の仮説「公的情報の精度が高い(低い)ほど、利益情報の価値関連性は高い(低い)」は、支持された。本研究の検証結果は、先行研究と整合的であり、アナリストが直面する公的情報の精度を用いたことによって、先行研究に比べて精度の大きさによる価値関連性の差異をより明確に確認できている。また、上記の結果からは、意思決定有用性の観点からの利益情報の質、すなわち目的適合性を高めるために、経営者による会計方針の選択や設定主体による会計基準設定において、利益情報の精度の向上という点を考慮することが必要であることが示唆される。

表4 (9)式の推定結果

$$Ret_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{EPS_{it}}{SP_{it-1}} + \sum_{j=1}^{J-1} d_{ind_j} Ind_j + \sum_{k=1}^{K-1} d_{year_k} Year_k + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

	N	α_0	α_1	R ²
全サンプル	7,763	-0.076 (-1.339)	0.696** (11.156)	0.495** (169.430)
HP	3,882	-0.108 (-1.149)	1.403** (7.127)	0.595** (122.370)
LP	3,881	-0.063 (-1.025)	0.595** (8.339)	0.395** (54.800)

パラメータ推定値の括弧内数値はt値、R²の括弧内数値はF値
* p値<0.05 ** p値<0.01

表5 (10)式の推定結果

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 P + \beta_2 \frac{UEPS_{it}}{SP_{it-1}} + \beta_3 \frac{UEPS_{it}}{SP_{it-1}} * P + \sum_{j=1}^{J-1} d_{ind_j} Ind_j + \sum_{k=1}^{K-1} d_{year_k} Year_k + v_{it} \quad (10)$$

N	β_0	β_1	β_2	β_3	R ²
7,763	-0.092 (-1.605)	0.011 (1.514)	0.422** (4.145)	2.520** (4.288)	0.079** (14.660)

パラメータ推定値の括弧内数値はt値、R²の括弧内数値はF値
* p値<0.05 ** p値<0.01

4.2 追加的分析

本研究は、アナリストの利益予測プロセスをサンプルに描写したBarron et al. (1998) の理論モデルに依拠し、従来の価値関連性研究のフレームワークに従ったオーソドックスな分析モデルを用いているという点で、分析結果の一定の妥当性は確保されていると考えられる。しかし、本研究の結果は、(i)Barron et al. (1998) に従った事前の観点からの予測誤差SEを用いていない影響、(ii) 公的情報の精度 Pub_{it} に基づくサブサンプルの分割を2つのみにしている影響、(iii)私的情報の精度と公的情報の精度間における相関関係の影響を受けている可能性が指摘される。

以上を踏まえ、本研究における分析結果の頑健性をテストするために、次の追加的分析を行った。分析結果は割愛するが、追加的分析の内容と結果は次の通りである。(i)については、Barron et al. (1998) のモデルに従って、事前の推計値として前期の実績EPSを用いたナイーブ・モデルによって計算した Pub_{it} を用いて(9)、(10)式の分析を行った。分析の結果、4.1においてEPSの実現値を用いて事後的に計算した Pub_{it} を利用した場合と結果は同様であった。(ii)については、サンプルを Pub_{it} に基づいて5分位した場合における(9)式の分析を行った。分析の結果、公的情報の精度が上がるにつれて決定係数の有意な上昇が観察され、2分位した場合と同様の結果であった。(iii)については、(7)式および公的情報の精度 Pub_{it} と同様の計算方法を利用して私的情報の精度 Pri_{it} を計算し、この影響を除去した場合における(9)、(10)式の分析を行った¹⁹⁾。分析の結果は、私的情報の精度の影響を除去しない場合と同様であった。

5. 要約と今後の展望

本研究では、公的情報の精度という概念に焦点をあて、利益情報の質としての価値関連性との関係の検証を行った。はじめに、利益情報の質を意思決定有用性の観点から定義し、利益情報の精度と利益情報の質との関係を考察した。次に、先行研究を概観することで、従来用いられてきた利益情報の精度は、その一部のみを捉えるものであることを確認し、より精緻な公的情報の精度の定量化が必要であることを確認した。そして、Barron et al. (1998) のモデルからアナリストが直面する公的情報の精度を推定し、公的情報の精度と利益情報の質としての価値関連性との間のより包括的な関係の検証を行った。

分析の結果、本研究の仮説「公的情報の精度が高い(低い)ほど、利益情報の価値関連性は高い(低い)」は、支持された。また、分析結果は先行研究と整合的であり、精度の大きさによる価値関連性の差異も先行研究に比べてより明確に確認された。本研究の結果からは、意思決定有用性の観点からの利益情報の質、すなわち目的適合性を高めるために、経営者による会計方針の選択や設定主体による会計基準設定において、利益情報の精度の向上という点を考慮することの必要性が示唆される。

しかし、本研究には残された課題がある。本研究では、アナリストはバイアスのない予測を行うことを仮定しているが、アナリスト予測には楽観性などのバイアスがあることが報告されている²⁰⁾。そして、太田(2005)では、本研究で用いたI/B/E/S予想は、経営者予想や東洋経済予想に比べて精度、価値関連性とも低く、市場での利用度も低い状況にあるとの指摘がなされている。従って、公的情報の精度を推定するにあたり、これらが大きな影響を与えている可能性がある。今

後は、以上の点をコントロールして研究を行う必要があると考えられる。また、本研究では、多くの研究で示されている公的情報の精度と市場のマイクロストラクチャーとの関係は考慮していない。今後は、公的情報の精度と市場のマイクロストラクチャーとの関係を考慮した上での検証が必要であると考えられる。

《注》

- 1) Kirschenheiter and Melumad (2002, 3) では、いかなる利益情報の質の定義も、報告利益の意思決定有用性の観点で構築されるべきことを必要な要件として挙げている。また、Schipper and Vincent (2003) は Hicks 的な利益 (Hicksian Income) を忠実に表す程度と利益情報の質を定義するとともに、利益情報の質の構成要素や尺度として、(i) 利益の時系列特性、(ii) 利益・キャッシュフロー・発生項目の関係性、(iii) 会計情報の質的特徴、(iv) 意思決定の実行を挙げている。
- 2) Watts and Zimmerman (1986, 21-36) は、資本資産評価モデルの仮定に従って、投資家が将来キャッシュフローの割引現在価値に基づいて株主資本価値の評価を行う状況で説明を行っている。この状況においては、利益情報が企業の将来キャッシュフローに関する情報を提供するならば、利益情報は企業の価値についての情報も市場に提供することができる」と述べている。
- 3) Cohen (2003, 9) は、「(公的情報の) 精度は、GAAP により許容される柔軟性と裁量性の下で、一定水準の期待将来キャッシュフローの予測可能性を達成するものと解釈される。ゆえに、公的情報の精度が高いほど報告される利益情報の質も高まり、将来のキャッシュフローはより正確に予測されうる」と述べている。
- 4) Dechow and Dichev (2002)、田澤 (2004)、Francis et al. (2005)、海老原 (2005)、野間 (2005) などが、短期発生項目における予測誤差の標準偏差に依拠した研究を行っている。これらの研究では、短期発生項目における予測誤差の標準偏差が小さいほど (i) 利益の持続性、(ii) 利益のキャッシュフロー予測能力、(iii) 利益の価値関連性が高まり、(iv) 資本コストが低下することが報告されている。
- 5) Barron et al. (1998) は、この際にアナリスト間の私的情報の程度が等しい ($s_i = s_j$) とする仮定をおいている。
- 6) モデルの詳細な展開については、Barron et al. (1998)、音川・村宮 (2005) を参照されたい。
- 7) 音川・村宮 (2005) は、公的情報、私的情報の精度と株主資本コストとの関係に関する Easley and O'Hara (2004) の理論的予測に依拠した仮説の検証に、Barron et al. (1998) における公的情報と私的情報の精度の尺度を利用している。本研究は、利益情報の精度と利益の質の尺度としての価値関連性との関係の検証に際し、利益情報の精

度の精緻化のために Barron et al. (1998) における公的情報の精度を利用しているという点で、音川・村宮 (2005) とは異なっている。本研究では、音川・村宮 (2005) で行われている Barron et al. (1998) に基づく公的情報の精度 Pub_{it} の計算手順を参考としているが、音川・村宮 (2005) で行っているような年度別のランキングは計算せず、プールしたデータに対して Pub_{it} そのままの値を用いてサンプルの分割を行っている。

- 8) 音川・村宮 (2005) と同様に、 Pub_{it} が 3 ヶ月未満しか計算できない企業もサンプルから除いている。
- 9) 音川・村宮 (2005) では、決算月にかかわらず分析時点が 9 月としているため、同一時点のアナリスト予測について予測日から決算日までの期間が企業によって異なる。音川・村宮 (2005) は、この影響を回避する手段の一つとして 12 ヶ月間の Pub_{it} の平均をとっている。一方、本研究の分析時点は決算発表月であるが、次期の EPS に対する予測が最初に行われる時点や予測改訂の回数は企業によって様々である。また、阿部 (2002) では、I/B/E/S に収録されているアナリストのコンセンサス予測における実現値との予測誤差は、決算発表に近づくほど小さくなる傾向にあることを示している。従って、本研究では、予測時点による予測誤差の企業間差異や予測の改訂回数の企業間差異が Pub_{it} に与える影響を緩和するため、音川・村宮 (2005) と同様に 12 ヶ月間の平均を取っている。
- 10) Barron et al. (2002) は、(i) 利益予測の楽観的バイアス、(ii) 経営者が持つアナリスト予測以上の利益を生もうとするインセンティブ、(iii) アナリストの Herding、(iv) 利益予測誤差の非正規性といった先行研究で指摘される利益予測におけるバイアスと、(v) 公的情報と私的情報の区別の問題、(vi) 同質的な私的情報といった Barron et al. (1998) の仮定における問題点を指摘し、その調整を試みている。
- 11) Barron et al. (2002) や音川・村宮 (2005) では、旧額面や規模の違いによる影響を緩和するために、 SE_{it} や D_{it} を $|EPS_{it}|$ でデフレートした値を用いている。しかし、本研究におけるサンプルでは、 Pub_{it} がマイナスになるオブザベーションが多く、サンプル数が大きく減少する傾向があった。よって、本研究では、サンプル数確保の観点から $|EPS_{it}|$ でデフレートしない値を用いている。ただし、 $|EPS_{it}|$ でデフレートした値を用いた場合にも、本研究の分析結果と同様の傾向を示している。
- 12) Press and Zellner (1978)、Cramer (1987)、Nwaeze (1998) 等に従い、決定係数の差異の検定の概略を示しておく。まず、本研究における仮説は以下のように定式化される。

$$H_0 : R_{LP}^2 = R_{HP}^2$$

$$H_1 : R_{LP}^2 < R_{HP}^2$$
 そして、それぞれの決定係数の期待値と分散が以下の式で近似される。

$$E(R^2) \cong R^2 + \left(\frac{k}{n}\right)(1 - R^2)(1 - 2R^2)$$

$$\sigma^2(R^2) \cong \frac{2R^2(2-R^2)(1-R^2)^2}{n} + \frac{2k(1-R^2)(1-12R^2+22R^4-8R^6)}{n^2}$$

ただし、k：説明変数の数、n：サンプル数

以上で求めた決定係数の期待値と分散から、次のZ統計量が求められる。

$$Z(R_{HP}^2 > R_{LP}^2) = \frac{E(R_{HP}^2) - E(R_{LP}^2)}{\sqrt{\sigma^2(R_{HP}^2) + \sigma^2(R_{LP}^2)}}$$

- 13) (9) 式において、(i)一株当たり税引前当期純利益、(ii)一株当たり経常利益を用いた場合、また、(10) 式において、(i) 予測前年度の決算発表直後のアナリスト予測を用いた期待外利益、(ii) 予測年度の決算発表直前のアナリスト予測を用いた期待外利益、(iii) 前期のEPSの実績値に基づく期待外利益、(iv) 前期の一株当たり税引前当期純利益の実績値に基づく期待外利益、(v) 前期の一株当たり経常利益の実績値に基づく期待外利益を用いた場合も、本研究の分析結果と同様の傾向を示している。
- 14) Verrecchia (1980) や Holthausen and Verrecchia (1988) などのように、企業の将来キャッシュフローに対する不確実性が高いほど利益反応係数は大きくなるとの主張もある。しかし、本研究では、Imhoff and Lobo (1992) の主張と結果に従い、利益情報に含まれるノイズに起因する利益情報の不確実性が高ければ、利益情報が持つ情報内容が損なわれ、利益反応係数は小さくなることを仮定している。
- 15) 産業ダミー Ind_j は、日経業種中分類に基づいて作成している。
- 16) L/B/E/Sの予測データの収録は1987年からだが、音川・村宮 (2005) と同様に、太田 (2004) の指摘に従って1990年以降のデータを用いることにした。ただし、1990年以前のデータを含めた場合も、本研究の分析結果と同様の傾向を示している。
- 17) サンプルの抽出に際して、外れ値の影響をコントロールするために、各変数の上位0.5%と下位0.5%の合計1%をカットオフしている。
- 18) 自由度修正済み決定係数は、海老原 (2005) と同様に、ダミー変数を用いて産業間と年度間の影響をコントロールしたことにより全体的に高くなる傾向にある。
- 19) 私的情報の精度 Pri_{it} は、公的情報の精度 Pub_{it} と同様の計算方法を利用して、以下の式を用いて求めている。なお、私的情報の精度 Pri_{it} の平均は0.292であり、公的情報の精度 Pub_{it} との Pearson の積率相関係数は13.0%、Spearman の順位相関係数は79.3%である。 Pub_{it} のランキングと Pri_{it} のランキングの相関の高さがサンプルの分割に与える影響を除去するために、はじめにサンプルを Pri_{it} で100分位し、次にそれぞれのサブサンプルを Pub_{it} で2分位することで、私的情報の精度の影響を除去している。

$$Pri_{it} = \frac{D_{it}}{\left[\left(1 - \frac{1}{N_{it}}\right) D + SE_{it} \right]^2}$$

- 20) アナリスト予測におけるバイアスについては、Abarbanell and Lehavy (2003)、Gu and Wu (2003)、Cohen and Lys (2003)、松村 (2001) などを参照されたい。

《参考文献》

- Abarbanell, J., and Lanen, W. N., and R. E. Verrecchia, 1995. Analysts' Forecasts as Proxy for Investor Beliefs in Empirical Research. *Journal of Accounting and Economics* 20, 31-60.
- Abarbanell, J., and Lehavy, R., 2003. Biased Forecast or Biased Earnings? The Role of Reported Earnings in Explaining Apparent bias and Over/Underreaction in Analysts' Earnings Forecast. *Journal of Accounting and Economics* 36, 105-146.
- 阿部圭司, 2000. 「アナリストによる企業業績予測に関する調査」『産業研究』(高崎経済大学) 第35巻第2号, 54-66.
- 阿部圭司, 2002. 「コンセンサス収益予測とアナリストの予測改訂行動について」『産業研究』(高崎経済大学) 第38巻第1号, 74-90.
- Ayers, F. L., 1994. Perceptions of Earnings Quality: What Managers Need To Know. *Management Accounting* 75 (9), 27-29.
- Barron, O. E., Byard, D., Kim, O., 2002. Changes in Analysts' Information around Earnings Announcements. *The Accounting Review* 77 (4), 821-846.
- Barron, O. E., Kim, O., Lim, S. C., Stevens, D. E., 1998. Using Analysts' Forecasts to Measure Properties of Analysts' Information Environment. *The Accounting Review* 73 (4), 421-433.
- Brown, L. D., Richardson, G. D., Schwager S. J., 1987. An Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting Earnings. *Journal of Accounting Research* 25 (1), 49-67.
- Cohen, D. A., 2003. Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences. Working Paper, NorthWestern University.
- Cohen, D. A., Lys, T. Z., 2003. A Note on Analysts' Earnings Forecast Errors Distribution. *Journal of Accounting and Economics* 36, 147-164.
- Cornell, B. Landsman, W. R., 2003. Accounting Valuation: Is Earnings Quality an Issue?. *Financial Analysts Journal* 59 (6), 20-28.
- Cramer, J. S., 1987. Mean and Variance of R^2 in Small and Moderate Samples. *Journal of Econometrics* 35 (2/3), 253-266.
- Dechow, P. M., Dichev, I. D., 2002. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77 Supplement, 35-59.
- Easley, D. O' Hara, M., 2004. Information and the Cost of

- Capital. *The Journal of Finance* 59(4), 1553-1583.
- 海老原崇, 2005. 「発生項目の予測誤差が利益の質に与える影響」『会計プロGRESS』第6号, 59-73.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2005. The Market Pricing of Earnings Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39(2), 295-327.
- Gu, Z., Wu, J. S., 2003. Earnings skewness and analyst forecast bias. *Journal of Accounting and Economics* 35, 5-29.
- Imhoff, E. A., Lobo, G. J., 1992. The Effect of Ex Ante Earnings Uncertainty on Earnings Response Coefficients. *The Accounting Review* 67(2), 427-439.
- Holthausen, R., Verrecchia, R. E., 1988. The Effect of Sequential Information Releases on the Variance of Price Changes in an Intertemporal Multi-Asset Market. *Journal of Accounting Research*, 26(1), 82-106.
- Kim, O., Verrecchia R. E., 1994. Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics* 17, 41-67.
- Kirschenheiter, M. Melumad, N., 2002. Earnings Quality and Smoothing. Working Paper, Graduate School of Business, Columbia University.
- 松村尚彦, 2001. 「アナリスト予想の保守的バイアス—業績予想の非効率性と投資戦略への応用—」『証券アナリストジャーナル』第39巻第9号, 28-45.
- McNichols, M., Trueman, B., 1994. Public disclosure, private information collection, and short-term trading. *Journal of Accounting and Economics* 17, 69-94.
- 野間幹晴, 2005. 「会計発生高の質に対する資本市場の評価」『会計』第168巻第1号, 15-28.
- Nwaeze, E. T., 1998. Regulation and the Valuation Relevance of Book Value and Earnings Evidence from the United States. *Contemporary Accounting Research* 15(4), 549-573.
- 太田浩司, 2004. 「経営者の利益予想情報の有用性」, 須田一幸編『ディスクロージャーの戦略と効果』, 森山書店, 169-208.
- 太田浩司, 2005. 「予想利益の精度と価値関連性—I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較—」『現代ファイナンス』第18号, 141-159.
- 音川和久・村宮克彦, 2005. 「企業情報の開示、アナリストの情報精度と株主資本コスト」. Discussion Paper 2005・34, 神戸大学.
- Press, S. J., Zellner, A., 1978. Posterior Distribution for The Multiple Correlation Coefficient with Fixed Regressor. *Journal of Econometrics* 8(3), 307-321.
- Schipper, K., Vincent, L., 2003. Earnings Quality. *Accounting Horizon* 17 Supplement, 97-110.
- 田澤宗裕, 2004. 「発生項目の質とキャッシュ・フロー予測の分析」『現代ディスクロージャー研究』第5号, 11-22.
- 薄井彰, 2004. 「会計情報の質と市場のマイクロストラクチャー」. Graduate School of Finance, Accounting and Law Waseda University Working Papers, 早稲田大学.
- Verrecchia, R. E., 1980. The Rapidity of Price Adjustments to Information. *Journal of Accounting and Economics* 2(1), 63-92.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L., 1986. *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ. (須田一幸訳, 1991. 『実証理論としての会計学』白桃書房).

東京証券取引所における適時開示政策の変遷*

The transition of the timely disclosure policy of Tokyo stock exchange

土 本 清 幸(株式会社東京証券取引所 上場部長)

Kiyoyuki Tsuchimoto, Tokyo Stock Exchange, Inc.

飯 沼 和 雄(株式会社東京証券取引所 調査役)

Kazuo Inuma, Tokyo Stock Exchange, Inc.

要 約

東京証券取引所は、平成11年以来、適時開示について遵守すべき最低限の要件、方法等を上場規則で定め、上場有価証券の発行者に対して会社情報の適時開示を義務づけている。またこれに反して上場会社により適時開示が行われない場合には、上場廃止を含む措置が用意されている。

適時開示政策は東京証券取引所の重点課題であり、規則化以前においても、「要請」というかたちで上場会社に個別に適時開示を求める努力を積み重ね、平成元年にはそれまでに蓄積された適時開示の事例等を参考に適時開示が要請される会社情報の目安等を体系化し、明示するに至った。平成11年の規則化後も、東京証券取引所は様々な施策を通じて一段の開示の充実に精力的に取り組んできており、現在では、適時開示の骨格が定まってから相当の期間を経たことを踏まえ、決算短信の総合的見直しをはじめとする適時開示事項等の見直しを進めている。

Summary

Tokyo Stock Exchange requires issuers of listed securities to provide timely disclosure of corporate information, and has outlined the minimum requirements and procedures which listing companies must follow in the exchange's listing regulations since 1999. In the case of a violation, these regulations contain steps to be taken against the company including possible delisting. Since policies for timely disclosure is a significant issue for TSE, prior to the establishment of these regulations, TSE had made efforts to request each listing company to provide timely disclosure information, and in 1989 it formally established the information to be included in timely disclosure by referring to the cases accumulated over time. After launching the timely disclosure system in 1999, TSE has been energetically working to enhance timely disclosure through the development of a variety of policies. Today, in consideration of the fact that a considerable period of time has passed since the framework of the timely disclosure system was made, TSE is proceeding with a review of timely disclosure items, the main work of which is a comprehensive revision of the format for summary of earnings digests (kessan-tanshin).

1. 適時開示に関する考え方

証券市場において、会社情報の適時開示の必要性、すなわち重要な会社情報が有価証券の発行者によって適時かつ適切に投資者に開示されるべきことは、もはや説明の必要のない常識であるといえよう。上場有価証券の価値は、発行者たる上場

会社の経営状態等を反映して日々刻々と変化するものであるところ、重要な会社情報が開示されない状況では、投資者は自ら投資対象である有価証券の価値を推し量ることができず、合理的な投資判断ができない。このため、市場は効率的ではなくなる。また、会社によって重要な会社情報が開示されない状況では、当該会社の関係者だけが重

*本文中、意見にわたる部分は筆者の私見であり、東京証券取引所の公式見解を示すものではない。
編集委員会ノート：本稿は編集委員会の依頼によるものである。

要な会社情報を入手し、この情報に基づいてその者に有利に証券取引（インサイダー取引）を行うという極めて不公平な事態を招来させることにも繋がりやすい。インサイダー取引の横行する市場は、投資者の信頼を得ることができず、縮小する結果となる。上場会社において十分な適時開示がなされることは、こうした懸念を払拭し、市場機能を発揮させるために必要不可欠なことである。

さて、東京証券取引所（以下、「東証」という）は、適時開示について遵守すべき最低限の要件、方法等を上場関係規則で定め、上場有価証券の発行者に対して会社情報の適時開示を義務づけている。これは単なる努力規定ではなく、義務違反に対しては、改善報告書の徴求、開示注意銘柄への指定や上場廃止といった措置を有する「制度」であり、平成11年9月に導入した。これを適時開示制度という。その歴史は未だ10年に満たないが、これまで東証が適時開示制度の一環として行ってきた施策は、開示内容そのものの充実を目的とするもの（例えば、四半期開示の導入、定性的情報の充実）のみならず、開示態勢面から適時開示制度の充実を図ろうとするもの（適時開示の電子化、宣誓書制度の導入等）まで多岐に及ぶ¹⁾。そして、こうした適時開示政策の通底には、投資者への適切な会社情報の開示が健全な証券市場の根幹をなすものであるとの認識を出発点に、適時開示とは、投資者の視点に立った「迅速」、「正確」かつ「公平」の要件を備えた情報開示でなければならないとの考えがある。

ところで東証は、適時開示制度の充実に向けた新たな検討・施策を実施する一方で、最近では既存の制度の見直しについても積極的に取り組んでいる。現在のところ、その主たる内容は決算短信の総合的見直しであり、平成17年9月に着手している²⁾。

いかなる制度もその必要性のみならず、当該制

度が存在しても不都合はないという許容性を備えてはじめて存立基盤を有すると考えられるが、適時開示制度は、前述のとおり必要性とともに、証券市場において重要な会社情報が豊富に開示されても不都合なことはないという点で、許容性も有している。もっとも、上場会社が情報開示を行うには相応のコストを要するものであるから、適時開示制度の運営にあたっては、かかるコストを考慮する必要はあろう。勿論、このことは重要な会社情報の開示に対する要請が、偏にこのコストの大きさを理由に後退しなければならないことまでを意味するものではない。

決算短信の総合的見直しは、決算情報のより迅速で適切な開示を実現することを企図して開示時期・記載内容等の検討を進めたものであるが、それに加えて、現行制度が上場会社に対して不必要な負担を求めているか、さらには、語弊を恐れずにいえば、これまで時代状況を背に、求められるものを決算短信の内容として順次取り込む一方であったことに鑑み、それが時代状況に即したものであるかといった観点をも含めて検討を行ったものである。

以下では、適時開示制度の開始から約10年を経て、東証が本格的にその見直しに取り組み始めたこの機会を捉え、これまでまとまって説明される機会に乏しかった東証における適時開示政策の歩みを振り返るとともに、現在行っている見直しについて決算短信に関わる事項を中心として若干の説明を試みる。

2. 適時開示制度の歩み

適時開示制度は、前述のとおり、上場有価証券の発行者に対して投資者の投資判断に影響を与える重要な会社情報を適時、適切に投資者に開示することを義務づけるとともに、その義務違反に対

しては、改善報告書の徴求、開示注意銘柄への指定や最終的には上場廃止といった措置を備える制度である。さらに、適時開示制度を定める東証規則では、適時開示が求められる最低限の事項を類型化するほか、開示に際しては原則として電子的な開示方法であるTDnet（Timely Disclosure network）によることなど適時開示に関する手続きについても定めている³⁾。既に触れたように、これらは平成11年になって制度化したものであるが、適時開示の充実は、それまでも東証における大きな課題であった。制度化までの過程は、（1）昭和49年6月以前、（2）昭和49年6月から平成11年9月まで、そして（3）平成11年9月以降と3つの時期に区分して理解され得る。

2.1 昭和49年6月以前

この時期において、現在のように上場会社から投資者に対して重要な会社情報が適時開示されるという枠組みは、明確には存在しなかった。もっとも、東証が上場会社の企業内容の開示に無関心であったわけでは勿論なく、例えば、昭和40年以降、年1回決算会社が増加し、有価証券報告書が提出される機会が減少してディスクロージャーが後退するとみるや、年2回決算から年1回決算に決算期変更を行う上場会社等に対し、中間決算報告書の提出を要請している。これは、証券取引法の半期報告書制度の導入（昭和46年）に先駆けるものであった⁴⁾。

他方、重要な会社情報の適時開示について、明文の規定等が設けられていたわけではない。確かに、昭和46年に制定された上場有価証券管理基準は、上場会社は（1）発行した手形の不渡り、災害による多大な損害等、経営に重大な影響を与える事実が発生した場合および（2）新株の発行、資本の減少等の事項を決議、決定した場合には、東証に通告（説明）することを義務づけていたが、

これは東証に対する通告を求めるに留まり、投資者への開示までを対象とするものではなかった。投資者への情報開示という観点からは、東証がこれらの情報を一般に公表することが必要であると認めた場合に、記者クラブで公表するよう上場会社に要請するという個別の働きかけによるものであった⁵⁾。

2.2 昭和49年6月から平成11年9月

昭和49年6月に東証は、適時開示について大きく踏み出した施策を講じることとなる。全上場会社代表者宛てに行った「会社情報の適時開示に関する要請」がそれであり、「一般投資者が投資判断を行うに当たって影響を受けることが予想される重要な会社情報の開示」について、「公表は、会社の代表者により、新聞・放送・通信記者団等、全国的な報道網をもつ組織を通じて、一般投資者に対して、遅滞なく、正確かつ公平に行うこと。また、公表前の会社情報が外部に漏洩したことを察知した場合は、直ちに公表の措置を講じること」など3項目の要請を行った⁶⁾。これは、昭和40年代の後半、天然資源開発に関する不確かな会社情報が交錯し、株価が乱高下するという事態が発生したことを背景とするものであるが⁷⁾、会社情報の適時適切な開示は証券市場の根幹をなすものであるという基本的な認識を表明したものであり、東証のその後の適時開示政策の礎として大きな役割を果たしたといえる。

この「要請」について証券取引法を中心に多くの業績を残された故神崎克郎神戸大学名誉教授は、「証券取引所の適時開示政策を一般的に明確にしたものであり、この点についての証券取引所の態度を大きく前進させるものである」として評価された⁸⁾。しかし、それと同時に、「適時開示が要請される『重要な』会社情報の内容について具体的な論及をしていない。それは、また、適時

開示政策の実施ないし規制方法を明確にしてい
ない⁹⁾ことも挙げられていた。この点については
東証自身も十分に認識しており、「要請」を行
うにあたって、重要な会社情報については、それを
開示すべきことを上場有価証券管理基準¹⁰⁾に明
文化することをも視野に入れて検討したが、我が
国の証券市場の実情から考えて当時としては時期
尚早であり、事例を積み重ねていく中で制度化を
図っていくことが適当であるとして、上記の要請
というかたちをとったのであった¹¹⁾。

それでは、この「要請」を行った昭和49年の開
示状況はどうであったか。当時の資料によれば、
東証が通告を受けて開示がなされた会社情報は
50件に過ぎなかったという¹²⁾。こうした状況に対
しては、やはり「経営に重大な影響を与える事実」
が具体的にどのような事例であるかを上場会社
に対して明確に示していないことがその原因の一
つであると強く認識されたが、会社情報は多種多
様であり、あらゆるケースを分類して整理するこ
とは極めて難しい作業である。東証は、その後、試
行錯誤を重ねながら適時開示が求められる情報の
類型化とそのような情報が公表される実務の定着
に努め、証券取引法における内部者取引規制の施
行に先立つ平成元年3月には、「会社情報適時開
示の手引き」をまとめるに至った。これは、それ
までに蓄積された適時開示の事例等を踏まえて適
時開示が要請される会社情報の目安、開示手順等
を体系化したものである。

2.3 平成11年9月以降

適時開示を制度化する平成11年頃には、「会社
情報適時開示の手引き」の作成からすでに10年
を経て、上場会社の適時開示に対する理解は着実
に進むとともに、その実務も定着していた。しかし
ながら、開示の目安や開示そのものの根拠が上場
規則に明定されていないことを理由に、東証への

通告義務は履行するものの投資者への開示は拒否
するといった上場会社が依然として存在したほ
か、実際に適時開示の実務を担当する上場会社
の担当者からは、開示に関する社内の意思統一を
図るため、むしろ開示すべき明確な根拠を明示
して欲しいとの要望も寄せられていた¹³⁾。

また、東証は、平成10年4月、日本版「金融ビ
ッグバン」の実施や海外取引所の改革の進展など
著しい環境変化を背景に、東証として目指すべき
将来像及びその実現のためにどのような課題に取り
組むべきかについて証券政策委員会に諮問した
が、平成11年2月になされたその答申では、適時
開示の制度化についての提言もなされた¹⁴⁾。それ
は、「東証としては、今後は、単なる要請に留ま
らず、諸外国の証券取引所の事例を参考に、タイ
ムリー・ディスクロージャーの実効性を担保する
ため、義務の履行を怠ったと認められるような上
場会社に対しては、機動的に具体的な改善方法を
明示した書面の提出を求め、その内容を投資者に
公表したり、さらには、反則金を課すなど、牽制
効果を期待できる措置を導入すること」とする内
容であった。「金融ビッグバン」が進展すること
により投資者の自己責任が強調されるなかで、情
報開示はその前提として不可欠であると認識され
るとともに、上場会社がボーダレスに資金調達を
行ううえで、適時開示制度を備える欧米諸国の取
引所との整合性を確保する必要性が認識されてい
たのである。そこで、東証は平成11年9月に「上
場有価証券の発行者の通告等に関する規則」を大
幅に改正し、前出の「上場有価証券の発行者の
会社情報の適時開示等に関する規則」として、適
時開示の制度化を行った。

故神崎名誉教授は、先の引用に続けて「適時開
示が上場会社の実効的な行動基準となるように、
それが要求される会社情報が具体的に列挙され
るとともに、適時開示政策が上場会社によって実際

上十分に履行されるように、その実施・規制方法が確立され、その違反に対する制裁が明確にされていることが必要である」旨を指摘されていたが¹⁵⁾、これにより、適時開示は制度として完結したものとなったのである。

以降、東証は最近では会社法の施行に伴う改正など時々必要の改正を織り込みながらも適時開示制度を維持し、運営している。

3. 決算短信の変遷

3.1 定性的情報の充実

決算短信は、上場会社の作成する決算発表資料のなかでも決算内容が固まった時点で発表されるという迅速性もあって投資者において最も重視される資料の一つである¹⁶⁾。また、上場会社においても各種ディスクロージャー資料のうち、まず発表時期の早い決算短信の作成から取り掛かるため、決算短信が他の資料のベースになることも多いという。

この決算短信の様式は、昭和55年4月に改正¹⁷⁾がなされ、各決算期の業績を(1)経営成績、(2)配当状況および(3)財政状態の3区分により表示するとともに、会計処理の方法に変更があった場合には、その旨及び損益に与える影響額を注記欄に記載することとされた。会計基準の変更等により種々の改訂が行われているものの、その後もこれを引き継いだ形で様式を定めており、現在では「経営成績」、「配当状況」、「財政状態」、「業績予想」を数値データで表す「1枚目」に会社の経営方針等の定性的情報および財務諸表を添付したものから構成される。

実務ではこのうち、数値データを扱う「1枚目」のみを決算短信と呼称し、定性的情報および財務諸表を「添付資料」として整理するのが一般であるが、いずれにせよ東証では、「1枚目」に記載

される数値データのみならず、定性的情報の充実にも鋭意取り組んできた。それは、投資者の合理的な投資判断を促すうえでは、上場会社と投資者の情報格差を是正する必要があるが、そのためには数値情報のみならず、その背景にある事業活動の状況等に関する上場会社自身の分析をも開示することが必要であると考えられている¹⁸⁾。

このような考えにより東証は、平成11年3月以降、経営成績、財政状態、業績見通し等に関する分析に関する記述的な説明のほか、会社経営の基本方針、利益配分に関する基本方針（配当政策を含む。）、投資単位引下げに関する考え方、目標とする経営指標、中長期的な会社の経営戦略、会社の対処すべき課題、親会社等に関する事項、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方と施策¹⁹⁾、役員との間の重要な取引に関する事項等の開示を順次求めてきた。

3.2 決算短信の抜本的見直し

本稿の冒頭でも触れたとおり、東証では現在、この決算短信について抜本的な見直しに取り組んでいる。それは、次の事情による。まず、これまで決算短信で開示することが望ましいとされる項目は増加する一方であったが、その結果として迅速な決算発表が制約されているのではないかとの指摘が見られるようになったこと、また、決算短信と有価証券報告書とでは開示項目に重複するものが含まれるが、法定開示の電子化（EDINET）が充実し、投資者の有価証券報告書の閲覧が容易化したと評価できるようになったことから、このうち必ずしも決算発表時に開示される必要がないと思われる事項については有価証券報告書での開示に任せても投資者の利便性を損なうことはないと思われようになったことである。

こうした指摘や認識を踏まえ、東証は平成17年9月に「決算短信に関する研究会」（座長・黒沼

悦郎早稲田大学大学院教授)を設け、決算短信が、決算発表時に投資者が必要とする情報を迅速に開示するものとなるよう、その内容の見直しと望ましい開示時期について幅広く検討することとした。

検討に当たっては、(1) 基本的な決算数値・業績予想値のほか、投資者がそれらを適切に理解・活用するうえで重要な情報については決算短信での開示を求めること、(2) 決算発表より後に行われる有価証券報告書のEDINET提出に委ねることで足りる情報については有価証券報告書に委ねること、(3) 情報の性格から毎年大きな変更のあることが想定されるものではない情報については、直近の有価証券報告書など既に開示されている資料において開示されている限り、変更がある場合にのみ決算短信での開示を求めること、(4) 決算に関する情報ではないため決算発表の枠組みの中で開示する必要が乏しい情報については、決算短信から分離することといった点が開示項目の整理の視点として採用された。

そして、こうした趣旨、考え方のもと、計8回に及んだ研究会の検討内容は、(1) 望ましい開示時期と早期開示のための対応、工夫のあり方、(2) 決算発表時に投資者にとって必要な情報の整理、(3) 業績予想開示の考え方、(4) その他決算短信に望まれる内容・構成等についてと広範に及んだ²⁰⁾。

東証では、本年(平成18年)8月にこの研究会での検討結果を踏まえた決算短信の新様式を公表し、平成19年3月期決算発表からこの決算短信様式が用いられるよう準備を進めている。

3.3 業績予想の開示

「決算短信に関する研究会」においては、決算短信の具体的な項目のうちでも業績予想について、既述の定性的情報と並んで特に詳細な議論が

なされたので、ここで触れておくこととしたい。

業績予想については、現在では上場会社の99%が決算短信で開示を行っているが、手元に入手可能な資料によれば²¹⁾、昭和55年の段階でも大半の上場会社が決算短信での開示を行っており、業績予想の開示自体は我が国において古くから定着していたものといえる。しかし、最近では予想に用いられる指標に変化が見られるほか、業績予想を一意の数値ではなく、ある程度の幅をもたせる方法で開示する上場会社が現れるなど開示方法が多様化してきている。そこで、決算短信研究会では、業績予想の開示内容や開示方法、また仮にこれらの開示にあたって上場会社の裁量を認めるとしてどの程度まで柔軟化を図ることが可能かについて整理を行った。

結論のみ示せば、望ましい業績予想のあり方としては、最低限開示が必要であると考えられる標準的な開示項目、予想期間、予想方法を定めたいうで、やむを得ない事情によりこれに拠れない場合を除いて、原則としてこの標準に従った開示を求めることとした。なお、幅を持たせる形での予想の可否については、原則としてこれを認めず、ただ、事業環境の動向等による業績の変動幅が大きく、特定の数値による予想が困難な場合には、予想レンジの開示で代替することが許容されることとされた。

さらに研究会では、業績予想が不確実な将来情報を投資者に提供するものであることに鑑み、(1) 業績予想の背景(セグメント・事業分野別の見通しや業績に大きな影響を与える可能性のある重要な経営上の施策等)について定性的に説明すること、(2) 投資者が分かりやすいかたちで将来情報の利用に関する注意文言の表示をすべきこと(業績予想から実績を大きく乖離させるおそれのあるリスク要因の説明等)(3) 当初予想時点から業績に変動を与える事情が生じた場合に

は、速やかに業績予想の見直しについて検討することが適当であるとされた。

折しも上場会社による決算情報の虚偽記載が明るみとなり、業績予想に関する社会的関心も高まったことから、東証は既にこれらの3項目を平成18年3月に上場会社に対して文書により要請している。

4. 適時開示制度の今後の方向

これまで東証は、適時開示制度の運営にあたって投資者の投資判断に影響を与える重要な会社情報は何か、それが十分に投資者に開示されているかといった観点を中心に制度の充実に努めてきた。適時開示制度の趣旨からして、それは当然のことであり、今後もそれが東証の基本的スタンスであることに変わりはない。

一方、上場会社の資金調達手段の多様化、複雑化をはじめとして企業行動が多様となり、会社法による規制もそれを支えるべく緩和される中、近年、証券市場の開設者としては看過できない企業行動も目立つようになってきている。もとより企業行動は、基本的には自由に行われるべきであるから、問題のあると思われる企業行動を禁止することは極めて例外的な場合に限られよう。しかし、そうした行為規制に適さないまでも上場会社が市場に重大な影響を及ぼすことが危惧される企業行動をとる場合には、適時開示においてそれに関する投資者への十分な説明を求めることを通じて不適切な企業行動を抑制することが可能となる。上場会社が、合理的な理由もなく、投資者からおおよそ評価されない企業行動を取ることはないと思われるからである。

このように適時開示制度には、その第一次的な機能である投資者の投資判断に資することを目的とした重要な会社情報の開示という側面に加え、

こうした情報開示を通じて企業行動を律するという機能があり、後者の役割も今後、重要になっていくことと思われる。

また東証は、平成18年6月22日に幅広く上場制度全般について検討・見直しを行っていくこととして「上場制度総合整備プログラム」を公表した。会社情報の開示の充実、その柱のひとつである。適時開示制度の運営に携わる者としては、今後、適時開示の重要性が一段と高まっていく中で、会社情報を投資者が利用しやすい環境の整備を促進するとともに、投資者にとって必要な情報が過不足なく開示される、透明性が高く魅力ある証券市場を目指して邁進していく考えである。

《注》

- 1) 適時開示制度下における東証の重要施策を網羅的に解説したものと、飯沼(2006)がある。
- 2) このほか、後述の「上場制度総合整備プログラム」では、投資者にとって必要な情報を過不足なく開示する観点から適時開示すべき事項、軽微基準及び具体的な開示内容について、実状に照らして適切かどうか検討を行うこととしている。
- 3) 上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則
- 4) 東京証券取引所(1981)62-63頁。
- 5) 企業秘密の問題もあることから、上場会社から通告を受けた東証が、通告内容を公表することはなかった。
- 6) 昭和49年6月7日付東証上管第525号
- 7) 東京証券取引所(1981)65頁。
- 8) 神崎(1975)135頁。
- 9) 神崎(1975)135-136頁。
- 10) 後に「上場有価証券の発行者の通告等に関する規則」に改称している。
- 11) 東京証券取引所(1981)65頁。
- 12) 東京証券取引所(1975)11-12頁。
- 13) 下村(1999)42頁。
- 14) 「東証の将来像について～新たなステージへの道標として」
- 15) 神崎(1975)136頁。
- 16) 東証では、常々、上場会社において決算発表がさらに早期になされるよう努めており、決算期末から決算短信の開示までの期間は平均で42.6日にまで短縮されてきている(18年3月期決算発表状況(連結)による)。
- 17) 昭和55年4月11日付で全国証券取引所協議会会長から上場会社代表者宛てに要請がなされた。

- 18) 東京証券取引所 (2006) 272頁。
- 19) コーポレートガバナンスに関する事項は、2006年3月より、決算短信から独立したコーポレートガバナンス報告書によって開示することとなっている。
- 20) 「決算短信に関する研究会」の報告書及び研究会各回における議論の様子は、東証ホームページ (<http://www.tse.or.jp/listing/kessan/tanshin/k-kenkyu.html>) にて公表している。
- 21) 東京証券取引所 (1980) 11-12頁。

《参考文献》

- 飯沼和雄, 2006. 「東京証券取引所における適時開示制度の整備」『月刊資本市場』No.252.
- 神崎克郎, 1975. 「適時開示政策の充実」, 『鈴木竹雄先生古稀記念 現代商法学の課題上』, 有斐閣 129-156 (当該論文は、神崎 (1987) 318-334にも所収されている)。
- 神崎克郎, 1987. 『証券取引法の法理』, 商事法務研究会.
- 下村昌作, 1999. 「会社情報適時開示の上場規則化」『旬刊商事法務』No.1535, 42-47.
- 東京証券取引所, 1974. 『東証レポート』創刊号, 東京証券取引所.
- 東京証券取引所, 1975. 『東証レポート』第3号, 東京証券取引所.
- 東京証券取引所, 1980. 『東証レポート』第17号, 東京証券取引所.
- 東京証券取引所, 1981. 『創立30周年記念 東京証券取引所資料集 制度編』, 東京証券取引所.
- 東京証券取引所, 1991. 『創立40周年記念 東京証券取引所資料集 制度編』, 東京証券取引所.
- 東京証券取引所, 2000. 『東京証券取引所50年史 資料集』, 東京証券取引所.
- 東京証券取引所, 2006. 『会社情報適時開示ガイドブック 平成18年冊子版』, 株式会社東京証券取引所.
- 東京証券取引所決算短信に関する研究会, 2006. 「決算短信に関する研究会報告」 (<http://www.tse.or.jp/listing/kessan/tanshin/zenbun.pdf>)

ディスクロージャー研究学会 第7回年次大会プログラム

主催校 関西学院大学
大会準備委員長 平松一夫（関西学院大学）
大会準備委員 木本圭一（関西学院大学）、阪智香（関西学院大学）、児島幸治（関西学院大学）
開催日 2005年11月12日
開催場所 関西学院大学 大阪梅田キャンパス

I. 開会挨拶 10:00 アプローチタワー・14階1405号室

- 挨拶 國村道雄会長、平松一夫大会準備委員長

II. 自由論題セッション 10:20~12:30

第1会場（アプローチタワー・14階1405号室）

司会：野口晃弘（名古屋大学）

- 第1報告：10:20~11:00 柴 健次（関西大学）・本間基照（インターリスク総研）
「リスク情報に見る期待ギャップとギャップの解消」
- 第2報告：11:05~11:45 竹原 均（早稲田大学）
「私的情報に基づく取引高と株式資本コスト」
- 第3報告：11:50~12:30 植村信保（格付投資情報センター）
「破綻生保のディスクロージャーとその後の改善動向について」

第2会場（アプローチタワー・13階14号室）

司会：百合草裕康（兵庫県立大学）

- 第1報告：10:20~11:00 山崎 泉（京都産業大学）
「キャッシュ・フロー情報による企業健全性の検証
—オーダード・プロバビリティ・モデルの主要7産業への応用—」
- 第2報告：11:05~11:45 海老原崇（早稲田大学）
「利益の質とアナリストの利益予測精度との関係」
- 第3報告：11:50~12:30 上枝正幸（追手門学院大学）
「開示関連コストと経営者の情報開示—実験による検証」

III. 休憩・理事会 12:30~13:30

- 理事会（12:35~13:25）：アプローチタワー・14階1403号室

IV. 会員総会 13:30~14:20 アプローチタワー・14階1405号室

- 会長選挙及び理事選挙

V. 統一論題セッション 14：30～17：10 アプローチタワー・14階1405号室

テーマ：「ディスクロージャー制度の再検討」

モデレーター：柴 健次（関西大学）

●第1報告：14：30～15：20

「証券取引所の立場から見たディスクロージャー制度の再検討」

東京証券取引所 上場部長 土本清幸

●第2報告：15：25～16：15

「企業の立場から見たディスクロージャー制度の再検討」

松下電器産業株式会社 本社 財務・IRグループ

グループマネージャー（理事）河井英明

●第3報告：16：20～17：10

「公認会計士の立場から見たディスクロージャー制度の再検討」

日本公認会計士協会近畿会 監査会計委員会委員長 新免和久

VI. 懇親会 18：00～20：00 ホテル阪急インターナショナル 月華の間

Editor's Note

今号は2005年11月に編集委員長の大任を仰せつかりましてから最初の会誌となります。『現代ディスクロージャー研究』は歴代の会長と編集委員長、会員の皆様の多大なるご尽力のおかげで、ディスクロージャー研究では国内有数のジャーナルに育っています。とりわけ実証会計研究の領域では自他ともに認めるトップジャーナルの一つであります。会誌の編集を引き継ぐにあたり、本学会の設立趣意書と2001年の「ディスクロージャー新世紀宣言」をもう一度読み直してみました。いずれもアカデミズムと実務の連携を強く訴えています。私たち研究者はディスクロージャーを単なる研究対象として捉えるだけでなく、広く社会への発言を求められています。

会誌の一層の質の向上と投稿数の増加に向けて、今号が刊行されるまでにいくつかの改善を行いました。第1に、これまでは号ごとに編集委員会が組成されてきましたが、恒常的な編集委員会が設置されました。本委員会はディスクロージャーの理論、実証、制度、システム、実務を研究対象とする専門家からなります。学界と実務に貢献の高い学会誌として高水準の品質を保持し、一定の編集方針に従い、会計ディスクロージャーだけではなく、広範な領域の原稿を受け入れる所存です。第2に、オンラインでの投稿・審査プロセスに移行しました。会員の皆様は学会ホームページから随時投稿が可能です。第3に、アカデミズムと実務の連携をはかるため、新たに「実務展望」のセッションを設けました。「実務展望」は学術論文とは性格が異なるため、査読を行いません。研究論文と同様に学界と実務に大きな貢献が期待されます。第4に編集規程等の整備です。新たに本学会の編集規程が常任理事会で承認され、それに基づいて、投稿規程を整備しました。著作権等の取り扱いが変更になっていますので、本誌の投稿規程をご参照願います。

編集委員と査読委員の方々に心より御礼申し上げます。学会誌の編集は会員としての責務ですが、各編集委員の献身的な編集作業がなければ、今号は刊行できなかったと思います。また、査読委員の厳格かつ建設的なコメントと執筆者の真摯な対応によって、本学会誌の質的な水準が確保されています。

会誌8号からは研究論文の字数制限がなくなります。また、年次大会に加えて、編集委員会主催の研究カンファレンスも予定しています。編集委員会は、ディスクロージャーに関するあらゆる領域において、特定の研究アプローチに限定することなく、独創的な研究論文の投稿を歓迎しています。私たちはアカデミズムと実務の連携を目指して、独創的な学術研究と実務的な貢献の二兎をおってみたいと思います。

最後に、これまでの國村道雄教授と須田一幸教授の編集委員長としてのリーダーシップと献身的な編集に厚く御礼申し上げます。編集委員会は、両教授の志を引き継ぎ、会誌の一層の発展を望んでいます。会員の皆様のご協力、ご支援を心からお願い申し上げます。

編集委員長
薄井 彰

編集データ

『現代ディスクロージャー研究』第7号の編集状況は次の通りである。すべての原稿は、編集委員会が掲載の採否を決定した。「論文」セッションの原稿は、複数の匿名査読委員によってレビューされている。「実務展望」セッションの原稿は、レビュープロセスを実施していない。

「論文」セッション

受付数	6
受理数	2
採択率	33%

編集委員会

謝 辞

現代ディスクロジャー研究は、第7号の査読委員であった以下の方々に感謝の意を表します。査読委員の方々のご協力がなければ、学会誌の品質は確保できなかったといえます。謹んで御礼申し上げます。

奥田 真也	大阪学院大学
奥村 雅史	早稲田大学
加賀谷哲之	一橋大学
坂上 学	大阪市立大学
首藤 昭信	専修大学
竹原 均	早稲田大学
田宮 治雄	東京国際大学
中條 祐介	横浜市立大学
野口 晃弘	名古屋大学
百合草裕康	兵庫県立大学
吉田 和生	名古屋市立大学
吉田 靖	千葉商科大学

『現代ディスクロージャー研究』投稿規程

ディスクロージャー研究学会編集委員会

1. 投稿資格

- (1) 本学会の会員、入会申込者
- (2) 共同執筆の場合には、執筆者のうち少なくとも1人が本学会の会員とします。

2. 論稿の種類

日本語で執筆された未刊行の著作。他誌に投稿中の著作を除きます。執筆者は、(1) 論文(Articles)、(2) 実務展望 (Practical Views)、(3) 書評 (Book Reviews)、(4) その他のいずれかのセッションに投稿してください。「論文」のセッションには、新しい知見や理論が示された独創的な原著論文、総括論文など、「実務展望」には、ディスクロージャー実務に関する提言、論評、解説などを含みます。「書評」はディスクロージャーの研究と実務に重要な著書の論評とします。

3. 字数

「論文」セッションの投稿原稿には字数制限を特に設けません。ただし、会誌の掲載に際し、編集委員会が字数を制限することがあります。「実務展望」セッションの投稿原稿は5,000字以内、「書評」セッションの投稿原稿は1,000字以内とします。

4. 査読

「論文」セッションの投稿原稿については、査読委員(匿名)による査読意見を参考にして、編集委員会が掲載の採否を決定します。「実務展望」と「書評」の各セッションの投稿原稿については、査読委員による査読を実施せず、編集委員の査読意見を参考にして編集委員会が掲載の採否を決定します。

5. 投稿先

投稿を随時受け付けます。執筆者は、投稿するセッションを指定し、MS Word形式の文書ファイルを本学会のホームページに投稿して下さい。

<http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp/cgi-bin/submission/index.cgi>

6. 受理原稿の公表

編集委員会が掲載を決定した受理原稿は、会誌が刊行されるまでの一定期間、本学会のホームページにオンラインで公表されます。

7. 著作権の取扱い

2006年11月19日に開催された理事会は著作権の取扱いは次のように決定し、会員総会で報告しました。

- (1) 会誌に掲載される著作物の著作権は、編集委員会が最終稿を受理した時点から、原則として、本学会に帰属します。本学会が著作権を有する著作物の著作者は、編集委員会に事前に文書で申し出を行い、許諾を得た上で、著作物を使用することができます。編集委員会は、特段の事由がない限り、これを許諾します。
- (2) 会誌に掲載された著作物が第三者の著作権その他の権利および利益を侵害するものであるとの申し出があった場合には、当該著作物の著作者が一切の責任を負います。
- (3) 第三者から、本学会が著作権を有する著作物の使用要請があった場合には、本学会は理事会において審議した上で、それを許諾する場合があります。なお、著作権の使用許諾に伴う収入は本学会の会計に組み入れられます。
- (4) 2006年11月19日より前に会誌に掲載された著作物の著作権については、著作者から文書で申し出があり、本学会が理事会においてその申し出を承認した場合を除き、上記(1)(2)(3)の規程に従い取り扱うものとします。

8. 様式

(1) 表紙

表紙に論題（日本語、英語）、氏名（日本語、英語）、所属と肩書き（日本語、英語）、要約（日本語(500字)、英語(200words)）、連絡先(氏名、住所、電話番号、Fax番号、E-mailアドレス)、謝辞を記載します。

表紙には頁をつけず、1頁から本文をはじめます。査読を円滑に実施するために、執筆者を特定、あるいは類推させるような文言を記載しないで下さい。

(2) フォント

日本語はMS明朝、英語はTimes New Romanとします。見出し、図、表の題目のフォントはMSゴシック（太字）。漢字、ひらがな、カタカナ以外の文字（例えば、数字、アルファベット）は半角にします。文字化けを避けるため、特殊なフォントの文字（例えば丸数字①②など）を使用しないで下さい。フォントサイズ等はつぎの通りです。

論題	14ポイント	センタリング
執筆者名	11ポイント	右寄せ
所属	11ポイント	右寄せ
要約	10ポイント	左寄せ
本文	11ポイント	左寄せ
見出し	12ポイント	左寄せ

参考文献 10ポイント 左寄せ

注（文末）10ポイント 左寄せ

（3）スタイル

本文の章や節は、以下のように分けて下さい。

（1行空き）

1. 見出し

（1行空き）

本文

1.1. 見出し

本文

1.1.1. 見出し

本文

注

参考文献

（4）表記

横書き、新仮名遣い、当用漢字、新字体を使用して下さい。本文の句読点は、句点（。）と読点（、）にします。

（5）図と表

図表は必要最小限にして下さい。図と表はそれぞれ通し番号（図1、図2、表1、表2、…）をつけます。図と表は、本文と区別して、参考文献リストの後の頁に配置します。なお、本文中に図と表の挿入位置を指示して下さい。

（6）数式

数式はできる限り簡潔な表現にして下さい。添え字の添え字等は避けること。また、数式の導出過程や計算プロセスを冗長に記載しないで下さい。

数式番号（(1)、(2)、…のようにカッコ付き通し番号）を数式の右側に配置して下さい。数式の変数は可能な限りイタリックとします。ただし、exp、log、lim、数字、大文字のギリシャ文字等は立体を使用します。

（7）引用

文献を引用する場合には、著者（発行年）（例 田中（2006）、Ball and Brown（1968））として下さい。

(8) 参考文献

研究に引用した論文、著書、参考URLのリストを論文の最後に記載します。頁数にはp.やpp.を使用しないで下さい。和文献の句読点は、全角(、)(.)を使用します。

和文献と洋文献を区別せずに、著者氏名のアルファベット順に記載して下さい。

・単行本

著者名, 発行年. 『書名 (副題を含む)』, 第X版, 発行所.

・論文

著者名, 発行年. 「論文名 (副題を含む)」『雑誌名』第X巻第Y号, 1-10.

・編著に収録された論文

著者名, 発行年. 「論文名 (副題を含む)」, 編者『書名 (副題を含む)』第X版, 発行所, 1-10.

Ball, R., Brown, P., 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers.
Journal of Accounting Research 6, 159-178.

Watts, R., Zimmerman, J., 1986. Positive Accounting Theory. Prentice Hall, Englewood
Cliffs, NJ.

現代ディスクロージャー研究 No.7

2007年3月25日 発行

©発行者 ディスクロージャー研究学会
発行所 〒103-0027
東京都中央区日本橋1-4-1
日本橋1丁目ビルディング5階
早稲田大学大学院ファイナンス研究科
須田一幸研究室

印刷所 株式会社N P C コーポレーション
