

決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に与える影響*

森 脇 敏 雄**

1. はじめに

決算発表の集中化とは、決算短信の公表が決算期末後の特定日に集中する現象のことである(森脇, 2016a, 2016b)。決算発表が集中することで、投資者による決算短信の分析が制約されるだけでなく、報道機関による情報伝達が制限されると懸念されている(決算短信に関する研究会, 2006, 6頁)。本研究では、こうした懸念を背景に、業績関連ニュースの報道の有無、業績関連ニュースに含まれる文字数、業績関連ニュースが報道されるまでの時間の観点から、決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に与える影響を明らかにすることを試みている。

2. 仮説設定

これまでの先行研究は、証券市場において企業情報の仲介機能を担っているメディア等の媒体(S&P Compustat, Dow Jones Newswire)に焦点をあて、証券市場で開示されている情報の過多に起因して、メディア等の媒体による情報仲介が制約されるほど、当該媒体を通じて情報が開示される確率は低くなり(Li et al., 2011;

Twedt, 2016)、開示されている場合であっても、その開示が遅くなることが明らかにされている(D'Souza et al., 2010; Li et al., 2011)。こうした先行研究に基づけば、決算発表企業数が増加すると、業績関連ニュースの報道確率は低下することが予想される(仮説1a)。さらに、メディアを通じて業績関連ニュースが報道されている場合であっても、業績関連ニュースに含まれる文字数は少なくなり(仮説1b)、業績関連ニュースの報道は遅くなる可能性がある(仮説1c)。

3. 分析方法

本研究では、東京証券取引所に上場する3月決算企業が実施した2013年3月期と2014年3月期の年次決算発表を対象に分析を行っている。(1)式と(3)式のパラメータは最尤法、(2)式、(4)式、(5)式のパラメータは最小二乗法で推定している。(1)式と(3)式の Φ は標準正規分布に従う累積分布関数を表しており、変数の定義は表1に要約している。分析に必要なデータは、日本経済新聞社の「新聞記事テキストデータ」、[NEEDS Financial-QUEST]、[コーポレートガバナンス評価システム(Cges)]、[日経平均プロフィール]、東京証券取引所の「適時開示情報伝達システムデータベースサービス(TDnetDBS)」、アイフィスジャパンの「コンセンサス・データ・サービス」から入手している。

* 本報告要旨は、日本会計研究学会第76回全国大会(於:広島大学)の報告論文(論題:決算発表の集中化が業績関連ニュースの報道に与える影響)に基づいており、音川和久氏(神戸大学)との共同研究の成果である。なお、本研究はJSPS 科研費16H07380(森脇)、17K04054(音川)の助成を受けている。

** 広島経済大学経済学部助教

<日本経済新聞朝夕刊>

$$\begin{aligned}
 P(MEDIA_{it} = 1 | X) &= \Phi(\beta_0 + \beta_1 \#EA_{it} + \beta_2 AbsAES_{it} \\
 &+ \beta_3 AbsMFS_{it} + \beta_4 ABAD_{it} + \beta_5 FBAD_{it} \\
 &+ \beta_6 LNSIZE_{it} + \beta_7 LNCOV_{it} \\
 &+ \beta_8 INDEX225_{it} + \beta_9 BTM_{it} \\
 &+ \beta_{10} FOREIGN_{it} + \beta_{11} LAG_MEDIA_{it} \\
 &+ YearDummies) \quad (1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 LN\#WORDS_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \#EA_{it} + \beta_2 AbsAES_{it} \\
 &+ \beta_3 AbsMFS_{it} + \beta_4 ABAD_{it} \\
 &+ \beta_5 FBAD_{it} + \beta_6 LNSIZE_{it} \\
 &+ \beta_7 LNCOV_{it} + \beta_8 INDEX225_{it} \\
 &+ \beta_9 BTM_{it} + \beta_{10} FOREIGN_{it} \\
 &+ YearDummies + \varepsilon_{it} \quad (2)
 \end{aligned}$$

<日経速報ニュース>

$$\begin{aligned}
 P(MEDIA2_{it} = 1 | X) &= \Phi(\beta_0 + \beta_1 \#EA_{it} + \beta_2 AbsAES_{it} \\
 &+ \beta_3 AbsMFS_{it} + \beta_4 ABAD_{it} + \beta_5 FBAD_{it} \\
 &+ \beta_6 LNSIZE_{it} + \beta_7 LNCOV_{it} \\
 &+ \beta_8 INDEX225_{it} + \beta_9 BTM_{it} \\
 &+ \beta_{10} FOREIGN_{it} + \beta_{11} LAG_MEDIA2_{it} \\
 &+ YearDummies) \quad (3)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 LN\#WORDS2_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \#EA_{it} + \beta_2 AbsAES_{it} \\
 &+ \beta_3 AbsMFS_{it} + \beta_4 ABAD_{it} \\
 &+ \beta_5 FBAD_{it} + \beta_6 LNSIZE_{it} \\
 &+ \beta_7 LNCOV_{it} + \beta_8 INDEX225_{it} \\
 &+ \beta_9 BTM_{it} + \beta_{10} FOREIGN_{it} \\
 &+ YearDummies + \varepsilon_{it} \quad (4)
 \end{aligned}$$

表1 変数の定義

変数	定義
<i>MEDIA</i>	業績関連ニュースが決算発表当日の日本経済新聞夕刊または翌日の日本経済新聞朝夕刊を通じて報道されていれば1, そうでなければ0
<i>MEDIA2</i>	決算発表時刻から翌日23時59分までの間に日経速報ニュースを通じて業績関連ニュースが報道されていれば1, そうでなければ0
<i>LN#WORDS</i>	日本経済新聞朝夕刊を通じて報道された業績関連ニュースに含まれている文字数(複数ある場合はその合計)の自然対数値
<i>LN#WORDS2</i>	日経速報ニュースを通じて報道された業績関連ニュースのうち最初に報道されたニュースに含まれている文字数の自然対数値
<i>LNTIME2</i>	決算発表時刻から日経速報ニュースを通じて最初に業績関連ニュースが報道された時刻までの時間(分単位)の自然対数値
<i>#EA</i>	決算発表企業数(同じ日に決算発表を行っている企業の数)
<i>AbsAES</i>	実績利益サプライズ((<i>t</i> 期実績利益 - <i>t</i> 期決算発表前 <i>t</i> 期経営者予想)/ <i>t</i> 期末株式時価総額)の絶対値
<i>AbsMFS</i>	経営者予想サプライズ((<i>t</i> +1期経営者予想 - <i>t</i> 期実績利益)/ <i>t</i> 期末株式時価総額)の絶対値
<i>ABAD</i>	実績利益サプライズの符号が負であれば1, そうでなければ0
<i>FBAD</i>	経営者予想サプライズの符号が負であれば1, そうでなければ0
<i>LNSIZE</i>	株式時価総額(<i>t</i> 期末株価× <i>t</i> 期末発行済株式総数)の自然対数値
<i>LNCOV</i>	決算発表前のアナリスト・カバレッジの自然対数値
<i>INDEX225</i>	日経225構成銘柄であれば1, そうでなければ0
<i>BTM</i>	簿価時価比率(<i>t</i> 期末自己資本/ <i>t</i> 期末株式時価総額)
<i>FOREIGN</i>	外国人株主保有比率
<i>LAG_MEDIA</i>	<i>t</i> -1期の決算発表当日の日本経済新聞夕刊または決算発表翌日の日本経済新聞朝夕刊を通じて業績関連ニュースが報道されていれば1, そうでなければ0
<i>LAG_MEDIA2</i>	<i>t</i> -1期の決算発表時刻から翌日23時59分までの間に業績関連ニュースが日経速報ニュースを通じて報道されていれば1, そうでなければ0
<i>YearDummies</i>	年度ダミー

$$\begin{aligned}
LNTIME2_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \#EA_{it} + \beta_2 AbsAES_{it} \\
&+ \beta_3 AbsMFS_{it} + \beta_4 ABAD_{it} \\
&+ \beta_5 FBAD_{it} + \beta_6 LNSIZE_{it} \\
&+ \beta_7 LNCOV_{it} + \beta_8 INDEX225_{it} \\
&+ \beta_9 BTM_{it} + \beta_{10} FOREIGN_{it} \\
&+ YearDummies + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{5}$$

4. 分析結果

表2の(1)と(2)は、日本経済新聞朝夕刊を用いた場合の回帰式の推定結果(一部抜粋)である。*MEDIA*を被説明変数とした場合、*#EA*の係数推定値は1%水準で統計的に有意に負であった。*LN#WORDS*を被説明変数とした場合も同様に、*#EA*の係数推定値は1%水準で統計的に有意に負であった。以上の推定結果は、決算発表企業数が増加するほど、日本経済新聞朝夕刊を通じて業績関連ニュースが報道される確率は低くなり、業績関連ニュースが報道されている場合であっても、決算発表企業数が増加するほど、業績関連ニュースに含まれている文字数は少なくなることを示している。

(3)から(5)は、日経速報ニュースを用いた場合の回帰式の推定結果(一部抜粋)である。*MEDIA2*を被説明変数とした場合、*#EA*の係数推定値は1%水準で統計的に有意に負であった。一方、*LN#WORDS2*を被説明変数とした場合には、*#EA*の係数推定値は統計的に有意ではなかった。*LNTIME2*を被説明変数とした

場合には、*#EA*の係数推定値は1%水準で統計的に有意に正であった。以上の推定結果から判断すると、決算発表企業数が増加するほど、日経速報ニュースを通じて業績関連ニュースが報道される確率は低くなり、業績関連ニュースが報道されている場合であっても、業績関連ニュースが報道されるまでの時間は遅くなっているといえる。

5. 貢献

本研究の貢献は次の通りである。一つは、情報供給サイドの制約がもたらす影響を検出するために、文字数に関する情報を用いたことにある。これまでの先行研究は、経営者予想に関するフラッシュ・ニュースの報道の有無(Twedt, 2016)、S&P Compustatにおける定期開示書類の開示の速さ(D'souza et al., 2010)、定期開示書類に関するアラートの開示の有無とその速さ(Li et al., 2011)によって、情報供給サイドの制約がもたらす影響を分析している。それに対し本研究は、日本経済新聞朝夕刊および日経速報ニュースを通じて報道される業績関連ニュースを利用することで、文字数の観点からその影響を調査している。

いま一つは、業績関連ニュースの報道の速さに関して分単位の分析を行っていることである。情報供給サイドの制約が情報開示の速さに与える影響を調査した研究では、それを日次単位で計測している(D'souza et al., 2010; Li et al.,

表2 回帰式の推定結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	<i>MEDIA</i>	<i>LN#WORDS</i>	<i>MEDIA2</i>	<i>LN#WORDS2</i>	<i>LNTIME2</i>
<i>#EA</i>	-0.001*** (-4.840)	-0.001*** (-3.181)	-0.006*** (-9.078)	0.000 -0.576	0.004*** -3.541
Obs.	3,125	619	3,125	224	224
Pseudo R ² /Adjusted R ²	0.387	0.264	0.515	0.247	0.217

(注) 括弧内の数値は不均一分散に対して頑健な標準誤差に基づくz値(t値)である。***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で統計的に有意であることを表している(両側検定)

2011)。それに対し本研究では、業績関連ニュースが最初に報道されるまでの時間を分単位で計測することで、先行研究の分析を発展させている。日次単位の計測では、高頻度取引の普及といった、決算情報利用の高速化の影響を十分に捕捉することはできないため、業績関連ニュースが最初に報道されるまでの時間を分単位で計測した本研究の意義は大きい。

参 考 文 献

- D'souza, J. M., K. Ramesh, and M. Shen. 2010. The Interdependence between Institutional Ownership and Information Dissemination by Data Aggregators. *The Accounting Review* 85(1): 159-193.
- Li, E. X., K. Ramesh, and M. Shen. 2011. The Role of Newswires in Screening and Dissemination Value-Relevant Information in Periodic SEC Reports. *The Accounting Review* 86(2): 669-701.
- Twedt, B. 2016. Spreading the Word: Price Discovery and Newswire Dissemination of Management Earnings Guidance. *The Accounting Review* 91(1): 317-346.
- 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～決算情報のより適切な開示に向けて～」東京証券取引所.
- 森脇敏雄. 2016a. 「年次決算発表の集中化が利益情報に対する株価形成に与える影響」証券アナリストジャーナル54(11): 83-93.
- 森脇敏雄. 2016b. 「四半期決算発表の集中化が利益情報に対する株価形成に与える影響」広島経済大学経済研究論集39(3-4): 101-110.