

現代ディスクロージャー研究

No.11
2011.5

日本ディスクロージャー研究学会

現代ディスクロージャー研究

No.11 2011年5月

日本ディスクロージャー研究会

目 次

■ 論 文

格付会社規制における開示規律の活用と誠実義務

—証券化商品格付を巡る格付会社の法的責任— ……越智 信仁 (1)

ディスクロージャー優良企業における経営者予想

—予測誤差と業績修正行動を中心に ……奈良 沙織 (15)

野間 幹晴

投稿規程

Contemporary Disclosure Research

No.11 2011 • May

The Japanese Association for Research in Disclosure

CONTENTS

▀ Articles

The Disclosure-based Market Discipline and the Statutory Duty of Good Faith
in the Regulation of Credit Rating Agencies: The Legal Liability of Credit Rating
Agencies Over the Rating of Structured Finance Instruments
..... Nobuhito Ochi (1)

Management Forecast of Excellent Disclosure Firm: An Analysis of
Management Forecast Error and Revision Saori Nara (15)
Mikiharu Noma

Instructions for Authors

日本ディスクロージャー研究学会

2010-2012

会 長

柴 健次 関西大学

副会長

梶浦 昭友 関西学院大学 研究関連委員長
亀川 雅人 立教大学 ガバナンス委員長、経営関連学会協議会担当
黒川 行治 慶應義塾大学 日本経営分析学会ディスクロージャー研究会議連携担当
須田 一幸 早稲田大学
星野 優太 名古屋市立大学 選挙管理委員長、会員担当

常任理事

青木 茂男 茨城キリスト教大学
青淵 正幸 立教大学 年報編集委員長（会報担当を含む）
岩淵 昭子 東京経営短期大学 会計担当
大柳 康司 専修大学 コーポレート・ガバナンス・フォーラム連携担当
奥村 雅史 早稲田大学 会計担当
黒川 保美 専修大学 渉外担当
坂上 学 法政大学 HP・メール管理担当
猿山 義弘 駒澤大学 HP・メール管理担当
村井 秀樹 日本大学 渉外担当、経営関連学会協議会担当
吉田 和生 名古屋市立大学 研究誌編集委員長

理 事

雨宮 真也 弁護士	石川 博行 大阪市立大学
伊藤 邦雄 一橋大学	井上 博文 東京成徳大学
岩野 圭子 日本電気	薄井 彰 早稲田大学
太田 三郎 千葉商科大学	岡東 務 城西国際大学
奥田 真也 大阪学院大学	音川 和久 神戸大学
乙政 正太 関西大学	加賀谷哲之 一橋大学
神谷 健司 法政大学	川島 健司 法政大学
國村 道雄 名城大学	郡司 健 大阪学院大学
小西 範幸 青山学院大学	笹倉 淳史 関西大学
佐藤 倫正 名古屋大学	高橋 正子 慶應義塾大学

多賀谷 充	青山学院大学	竹口 圭輔	法政大学
竹原 均	早稲田大学	出見世信之	明治大学
中嶋 教夫	明星大学	中條 祐介	横浜市立大学
中野 誠	一橋大学	貫 隆夫	大東文化大学
野口 晃弘	名古屋大学	野間 幹晴	一橋大学
河 榮徳	早稲田大学	橋本 尚	青山学院大学
八田 進二	青山学院大学	平松 一夫	関西学院大学
古山 徹	日経メディアマーケティング		

監 事

飯塚 俊則	飯塚俊則法律事務所	許斐 義信	慶應義塾大学
枘田 圭兒	公認会計士	町田 祥弘	青山学院大学

幹 事

太田 浩司 関西大学

日本ディスクロージャー研究学会は、2010年4月1日に、旧ディスクロージャー研究学会と旧日本経営ディスクロージャー研究学会を統合して設立された。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

旧ディスクロージャー研究学会

1999-2002年 吉村 光威

2002-2005年 國村 道雄

2005-2010年 柴 健次

旧日本経営ディスクロージャー研究学会

2001-2008 雨宮 眞也

2009-2010 黒川 行治

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

学会事務局

〒564-8680

大阪府吹田市山手町3-3-35

関西大学 第2学舎研究棟 柴健次研究室気付

現代ディスクロージャー研究 編集委員会

『現代ディスクロージャー研究』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、広く学界と社会に貢献することを目的とする。本誌は、(i) 学界または実務において、ディスクロージャー問題の解決に貢献しており、論文を公表することに社会的意義があること、(ii) 新しい事実の発見、新しいモデルや手法の開発、新しい適用可能性の提示、サーベイとしての新規性などがあり、独創的な論文であること、(iii) 信頼性、論理性、再現性、明瞭性が確保されていること、などの観点から、高い品質の論文を収録する。分野や研究アプローチを特定することはしないが、本誌の主たる研究領域は、(a) 分析的アプローチに基づく数理モデル研究、(b) 資本市場を基礎とした実証研究、(c) 契約理論を基礎とした実証研究、(d) 実験を基礎とした研究、(e) ディスクロージャーに関する制度研究、(f) 情報システムに関する研究である。

2010-2012

委員長

吉田 和生 名古屋市立大学

副委員長

奥村 雅史 早稲田大学 坂上 学 法政大学

編集委員

石川 博行	大阪市立大学	榎本 正博	東北大学
音川 和久	神戸大学	乙政 正太	関西大学
竹原 均	早稲田大学	田澤 宗裕	名城大学
徳賀 芳弘	京都大学	中條 祐介	横浜市立大学
中野 誠	一橋大学	河 榮徳	早稲田大学
星野 優太	名古屋市立大学	弥永 真生	筑波大学
吉田 靖	千葉商科大学		

歴代編集委員長

1999-2002年 國村 道雄

2002-2005年 須田 一幸

2005-2008年 薄井 彰

2008-2010年 吉田 和生

格付会社規制における開示規律の 活用と誠実義務

—証券化商品格付を巡る格付会社の法的責任—*

The Disclosure-based Market Discipline and the Statutory Duty of Good Faith in the Regulation of Credit Rating Agencies: The Legal Liability of Credit Rating Agencies Over the Rating of Structured Finance Instruments

越 智 信 仁 (日本銀行金融研究所 企画役)
*Nobuhito Ochi, The Bank of Japan, Institute for
Monetary and Economic Studies*

2010年5月11日受付；2010年9月6日最終稿受付；

2010年9月13日論文受理

要 約

証券化商品の格付けにおける原資産情報のデューデリジェンスについては、サブプライム問題を受けて改正された金融商品取引法の下で、表現の自由に配慮して直接的な義務化は行われておらず、開示規制による市場規律に委ねられている。開示規制違反にも罰則はないが、格付会社が故意または重大な過失によりデューデリジェンスを怠ったことに起因して、格付けを信頼して損害を被った投資家等に対しては、格付会社には信義則上の損害賠償責任が私法上発生すると解される。格付けに際しての信義則上の誠実公正義務は判例にもみられる考え方であり、投資家の信頼保護とのバランスで、格付けという経済的意見表明の自由の内在的制約を画する私法上の義務と位置付けられる。改正金融商品取引法66条の32では、格付会社に独立した立場での公正かつ誠実な業務遂行を求めており、本規定に違反することが直接的に損害賠償責任を生むものではないが、その詳細を規定する政令、内閣府令、監督指針、検査マニュアル等の具体的内容は、今後の係争事件において、格付会社の信義則上の誠実公正義務違反を裁判所が総合的に認定する際に、重要な斟酌材料になると考えられる。

Summary

Under the Financial Instruments and Exchange Act revised in response to the subprime problem, the duty to exercise due diligence of the underlying assets associated with ratings of structured finance instruments is not required due to the freedom of expression, it is entrusted to the disclosure-based market discipline. However, rating agencies can be held liability of good faith principle in the private law to the investor who trusted the rating and suffered damage, if they neglect due diligence intentionally or by gross negligence. The liability of good faith principle for rating has been established through judicial precedent, the freedom of ratings should be subject to limitations imposed in the name of the investor's trust protection. In the revised Financial Instruments and Exchange Act (article 32- 66), rating agencies shall endeavor to ensure issues related to produce fair and sincere ratings from an independent standpoint. Although the violation of this statutory duty does not induce damage compensation, details of this duty such as the Government Ordinance, the Cabinet Office Ordinance, the Guideline for Supervision, and the Inspection Manuals become important in a future contentious case, when a court authorizes synthetically the violation of good faith principle.

* 本稿は筆者の個人的見解であり、筆者の属する組織とは無関係である。

1. はじめに

2007年夏に米国のサブプライム問題から端を発したグローバル金融危機は、国際的な金融資本市場の制度インフラ構築のあり方を改めて問い直す起爆剤になった。サブプライム問題は、金融緩和の下で、基本的な与信基準の緩み、リターンを追及したレバレッジの多用、不十分なデューデリジェンス¹⁾といった様々な原因が重なって生じたものであるが(茂木・上野(2008)78頁)、それが大きな危機に発展したのは、証券化をベースとした信用リスク移転によって影響が世界的に拡散する中であって、そのプロセスにおいてリスクに対する認識が薄れてしまったことも大きな要因である(大澤(2007)9頁)。欧米の金融当局は、そうした責任の一端は本来のリスクを見誤って高格付を付与した米系大手の格付会社²⁾にあるとして、格付ビジネスに対して利益相反および情報開示を中心とした規制強化の姿勢を打ち出した(今井(2010)8頁)。こうした中、わが国でも2009年6月に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」(以下、改正金商法という)では、格付会社について登録制が導入されるとともに、登録を受けた格付会社に対する規制・監督の枠組みが整備され、2010年4月から一部施行されている。

もともと格付けは私的財の性格を有していたが、料金を払っても大量の社債を発行するには格付けを取得した方が有利であるという企業のニーズと、より正確な信用リスクを知りたいという投資家の要求がミートするにつれて、公共財に準じる色彩を帯びるようになった(黒沢・田中・江川(2008)29-30頁(黒沢発言)、黒沢(2007)48頁)。ここでは、格付会社は、もはや単なる投資家の代理人ではなく、起債者と投資家の利益の均衡を図る資本市場のインフラとしての性格をも有するよ

うになる³⁾。さらにバーゼルⅡ⁴⁾において、民間格付会社の格付けが規制資本計算上の前提に採用され、言わば監督の基礎を提供するようになった。格付けが公共財に準じるようになれば、透明性確保や利益相反排除、新規参入制限等が必要となるだけでなく、生産される情報の品質確保も要請されるようになる。しかし、格付けは天気予報と同様に不確実である将来に関する情報として(黒沢(2008)40頁)、「表現の自由⁵⁾」が伝統的に保証されており、規制問題を考える際には、この点との兼ね合いをどう考えるかが重要となる。

本稿の目的は、サブプライム問題の起点となった証券化商品について、その格付付与の際に基礎となる原資産情報の適正性が確保されていなかった問題(デューデリジェンス問題)に焦点を当て、この点に関する投資家の信頼保護に向けた法的枠組みを考察することにある。以下では、まず格付会社の規制を巡る国際的潮流として、「表現の自由」との関係でデューデリジェンス問題がどのように扱われたかを振り返り、その結果として導入された開示規制の内容等をレビューする。次いで、わが国の改正金商法の規制枠組みの下で、証券化商品の格付のデューデリジェンスを巡る開示規制の効用と限界を論じる。最後に、わが国の法制度の下で、デューデリジェンスに関する格付会社の私法上の民事責任(不法行為責任)の成立可能性について、過去の判例や改正金商法第66条の32に規定された誠実義務を手掛かりに考察する。

2. 格付会社規制を巡る国際的潮流

2.1. デューデリジェンス問題と表現の自由

格付会社の格付けを巡る問題については、近年では、2001年末からのエンロンやワールドコムといった米国の企業会計不正事件を契機に、国際的に活発な議論が行われた。2004年12月には、

証券監督者国際機構（IOSCO；International Organization of Securities Commissions）から「信用格付機関の基本行動規範（Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies）」が公表され、格付会社は、自らの行動規範を公表して基本的行動規範の遵守状況を説明するとともに、基本的行動規範から逸脱している場合にはその理由等を説明することとされており、市場規律の下で基本行動規範の遵守を確保していく枠組みが整備された。また、米国では、2002年に制定されたSOX法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）の議論の延長として⁶⁾、格付会社の説明責任、透明性、競争を高めることを目的に、2006年9月に「2006年信用格付機関改革法（Credit Rating Agency Reform Act of 2006）」が成立した。ここでは、参入規制緩和により信用格付業界における競争を促進するとともに、米国証券取引委員会（SEC）による監督を強化した⁷⁾。

その後、2007年夏以降のサブプライム問題に端を発する格付会社を巡る新たな問題状況を受けて、金融安定化フォーラム（FSF、現在はFSBに改組）は、2008年4月「市場と制度の強靱性の強化に関する報告書（Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience）」において、格付プロセスの品質改善・利益相反の管理のための基本行動規範の改訂や、証券化商品に関する格付と社債格付との区分、当局による規制・監督の枠組みにおける格付の利用の検証等に関する提言を行った。また、証券化商品の格付に際し、格付会社は正確・適切な情報と適切なモデルに基づいて格付を行ったのか、格付手法や前提条件につき十分な吟味を行ったのか、といったデューデリジェンス問題も踏まえて、IOSCOは2008年5月に基本行動規範の改訂を行った⁸⁾。さらに、金融・世界経済に関する首脳会議（いわゆるG20）においても、これ

までのような格付会社の自主的な取り組みでは不十分であり、改訂された基本行動規範の遵守のための法的拘束力が必要との共通理解の下、登録制の下で格付会社を規制・監督の対象とする旨の合意がなされた。

翻って、格付けが適正ではなかったとして格付会社が世間の批判を浴びるケースは、米国ではエンロン等の企業会計不正事件以前の古くからみられてきた⁹⁾。その際、格付会社は常に、格付けは「意見」ないしは「世界で最も短い社説」とのスタンスを採り続けてきた（坂田（2004）46頁）。すなわち、格付けという「意見」の表明は合衆国憲法修正第1条の「言論の自由」で保護されると主張し、判例でも格付会社の主張する「言論の自由」が認められてきた。このため、格付会社は、「目論見書等への記載内容の同意に伴う民事責任」や「投資顧問業としての義務」が免除されるなど、ほぼジャーナリストに近い裁量が許されてきたと言える（坂田（2004）47頁）。

同様に、サブプライム問題における住宅ローンレベルのデューデリジェンスにおいて見落としがあったのではないかということに関しても、米国の格付会社は、「言論の自由」に基づいて債務の信用力に関しその時点での意見表明をしているだけとの立論から、提供された情報についてデューデリジェンスを行う義務を負っておらず、そのため格付けに含まれる事実関係の正確性、適時性、完全性については格付会社として保証を行っていないと主張した（Coffee（2009）p.11）。すなわち、アメリカの証券法において、デューデリジェンスについては信託および引受会社に法的な責任がある一方で、案件を組成するのはあくまで証券会社であって、格付会社は、その条件に合わせて格付けを行うに過ぎず、データの正確性や誤導的な不開示、不実・虚偽表示がないことについて一切の調査義務を負わないので、どのように利用するか

は利用者の責任とするのである（日本総合研究所（2009）43、49、58、59頁（いずれも北山発言））。

2.2. 証券化商品格付における開示規律の活用

格付会社規制については、IOSCOの基本行動規範（2008年5月改訂）と整合的なものとするのがG20で国際的に合意されており、2008年11月に発表された格付規制を巡るEU規制案（Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Credit Rating Agencies）では、格付会社の「言論の自由」に配慮し（小立（2009a）141頁）、格付会社が直接、原資産のデューデリジェンスを行うことまで義務的要件としていない。その代わりに、証券化商品の格付においてはデューデリジェンスが決定的な要素となることから、格付が利用可能な情報を十分に踏まえたものかどうか、提供された情報を格付会社がどの程度検証したかに関する開示を義務付けている。特に、証券化商品については、格付会社が行った損失分布やキャッシュフロー分析に関する情報の提供に加えて、原資産のレベルで行われるデューデリジェンスについて、自らが評価したものか第三者の評価に依拠したものかといった評価方法に関する情報、さらに、その評価が格付の正確性にどのような影響をもたらすのかといった点に係る開示まで義務付けている。

他方、これに先立ち2008年6月に公表されたSEC規制案（Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organization）¹⁰⁾では、サブプライム問題の中で指摘されている証券化商品の格付けの問題に対応して新たな情報の開示を要請しており（17g-5条）、それらはいずれも格付け利用者がNRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）の格付けの正確性を評価する際の重要な情報源になるとしている。すなわち、NRSROが証券発行者、引受人、

スポンサーから手数料の支払いを受けて証券化商品の格付を発行している場合に、格付の発行や格付のモニタリングのためにNRSROが利用する証券化商品の法的ストラクチャーや原資産の情報に対する検証の考慮、オリジネーターの質に対する評価方法など、パフォーマンスに関する情報について、NRSROのウェブサイトにおいて幅広く開示を行うことを求めた¹¹⁾。それによって、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報を利用して、投資家がNRSROの格付を自ら検証することなどが企図されていたのである。

しかし、その後のSECの再提案では、証券化商品の法的ストラクチャーや原資産に関する情報開示の対象は、SECから1年ごとに情報アクセスの認証を得たNRSRO等に限るように修正が加えられた。これは、1933年証券法（Securities Act of 1933）で義務付けられている証券発行者に対する開示規制との関係で、証券法の開示義務と異なる情報が提供されることは投資家の誤解を招く可能性があること、証券発行者以外の開示は米国外で法令違反に当たるおそれがあることなどに配慮したものとされる（小立（2009b）172-173頁）。欧州に比して透明性向上の観点からは一歩後退した形であるが、この点に関する再提案は未採択のまま改正案は二分割のうえ一方が2009年1月に採択され、SEC規則改正により最終規則（Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）が4月から施行された。

その後、オバマ政権が2009年6月に公表した金融規制改革法案（Financial Regulatory Reform Legislation）に基づいて、金融規制を改革する各種の法律案が策定される中であって、格付会社規制についても進展をみせてきた。すなわち、2009年7月の信用格付会社規制改革法案（Credit Rating Agency Reform Legislation）では、全て

の格付機関にNRSROとしての登録を義務付けるとともに、格付会社を監督する専担部署の創設や監督機関による格付機関の開示状況のレビュー等の提案が含まれていた。さらに、2009年11月に公表された上院の改革法案である米国金融安定回復法案（Restoring American Financial Stability Improvement Act of 2009）では、デューデリジェンスに関し、格付会社が故意または不注意により調査を怠ったり独立の情報源から分析を入手することを怠った場合には、投資家は法的措置をとることができる、とする注目すべき規定が含まれていた（Davis Polk（2009）pp.38-39）。同様の内容は、既にCoffee教授の米国議会証言（2009年3月10日）において言及されていたが（Coffee（2009）pp.66-67）、言論の自由を背景にした従来の考え方からすれば画期的な内容であり（小立（2010a）9頁）、2010年7月21日に最終成立した包括的な金融規制改革法であるドッド＝フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）においても盛り込まれている¹²⁾。

3. 改正金融商品取引法の規制枠組み

3.1. 証券化商品の格付を巡る開示規制

わが国における格付会社に対する公的規制については、2009年6月24日に公布された改正金商法において、IOSCOの基本行動規範など国際的に共有されている問題意識も踏まえ、1) 誠実義務、2) 情報開示義務（格付方針の付与など適時の情報開示、証明書類など定期的な情報開示）、3) 体制整備義務（格付プロセスの品質管理等）、4) 禁止行為（名義貸しの禁止、密接関係者への格付提供の禁止、格付コンサルティングの同時提供の禁止等）という四つの柱に整理して、格付会社の業務に関する規制を整備している¹³⁾。また、その

詳細を定める金商法施行令、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、府令という）では、基本行動規範および欧米の規制の動向等を踏まえた対応が行われている（野崎・徳安（2010）13頁）。さらに、監督指針や信用格付業者検査マニュアル¹⁴⁾等でも、金商法や内閣府令等で規定した経営陣による体制整備に向けて、具体的な着重点やチェックポイントを示している。

我が国においても格付会社は、金融・資本市場における情報インフラとして重要な役割を担っており、それに応じた適切な機能の発揮が求められている（証券取引等監視委員会（2010）1頁）。一方、格付会社に対する金商法の規制においては、格付が将来の不確定な信用リスクについての専門的知見に基づき表明される意見であることに鑑み、個々の信用格付の実質的内容そのものを規制対象とすることは適当でないとの考え方が採られており（金融庁（2010）1頁）、金融庁長官が格付会社に対して法令に基づく権限を行使する際には、個別の信用格付又は信用評価の方法の具体的な内容について関与しないよう配慮することが明確化されている（府令325条）。

改正金商法では、格付の意義や限界について投資者の理解を促すことを含め、格付会社による投資者への情報提供機能が適切に発揮されることを確保するとともに、格付会社の透明性を高めることを通じ、独立性確保、利益相反回避、格付プロセスの品質と公正性の確保等について、市場規律により自律的な取り組みを促すための枠組みを整備している（野崎（2009）64頁）。具体的には、格付会社に対し、1) 適時の情報開示として、府令で定めるところにより、格付の付与・提供等についての方針および方法の公表（法66条の36）、2) 定期的な情報開示として、業務の状況に関する説明書類の公表（法66条の39）を義務づけている。その際、格付会社は、格付方針等に関し、

変更した場合の公表や適時のアップデートが求められており（法66条の36第1項）、公表した格付方針等に従って格付業務を行わなければならない（同条2項）。また、説明書類については、業務の状況に関する事項を記載した説明書類を作成し、毎事業年度、政令で定める期間経過後1年間、公衆縦覧に供するとともに、インターネットの利用その他の方法により公表しなければならない（法66条の39）。

府令では、格付方針等の記載事項（府令313条）および公表方法（府令314条）を定めている。格付方針等の記載事項については、格付方針等を格付付与方針等（格付の付与に係る方針および方法）と格付提供方針等（格付の提供・閲覧に供する行為に係る方針および方法）とに区分してその要件を定めている。また、証券化商品の格付の場合には、格付提供時の公表すべき事項について特別な措置が講じられている。すなわち、第一に、投資家への情報提供機能を確保する観点から、証券化商品の発行者、アレンジャー、オリジネーターの氏名または名称の公表が求められており（府令313条3項3号ホ）、オリジネーターの氏名または名称について、合理的な理由がある場合には、業種、規模、所在する地域および当該合理的な理由の公表による代替が認められている（同項ただし書き）。第二に、証券化商品の格付については、1）損失、キャッシュフロー、感応度分析に関する情報（同項3号ル（1））、2）資産証券化商品の格付であることを明示するための表示（同号ル（2））の公表が求められている。

また、証券化商品の格付の妥当性については、第三者が独立した立場から検証できる措置を求めている（府令306条1項9号）。具体的には、格付会社に対し、1）第三者が証券化商品の格付の妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目を整理して公表すること¹⁵⁾、2）証券化商品の

発行者等に対し、当該証券化商品に関する情報の公表等の措置を講じるよう働きかけること、3）上記働きかけの内容およびその結果の公表を求めている。

3.2. 開示規制の効用と限界

わが国の格付会社規制には、格付会社のデューデリジェンス義務は含まれておらず、開示規制による規律付けが期待されている。その意味では、格付けを利用する側が適切に判断すべき問題となるが、開示規制を導入することにより、投資家等の意思決定有用情報の平等に資するだけでなく、格付行為を社会的な監視にさらし、格付会社の行動を適切ならしめる機能を発揮する効果も期待される。こうした開示による自己抑制機能の端的な表現として、「太陽の光は最良の消毒剤である」「電気の光は最も有能な警察官である」とのルイス・ブランドイス判事の有名な言葉（Brandeis (1914) p.92）がしばしば引用される。これは「情報インダクタンス（information inductance）」とも呼ばれ、実際に情報を伝達する以前に、情報のフィードバック効果の予測に基づいて、経営者の行動に変化が生じることが期待される（Prakash and Rappaport (1977) pp.29-32、越智（2008）318頁）。証券化商品格付に際してのデューデリジェンス問題については、基本的には問題の是正は市場の規律に委ね、改善できない格付会社に対する投資家の信認低下を通じて圧力をかけるアプローチが採用されていると言えよう（永田（2009）5頁）。

開示規制の強化は、利益相反を間接的に防止しようとするものであると同時に、格付けが参考情報に過ぎないことを周知させるものとも言える（久保田（2010）38頁）。すなわち、情報開示規制は、格付けの信頼性の向上を図るという意味もあるが、併せて格付けの機能的限界を示し、格付

けが、重要ではあるが一つの参考情報に過ぎないことを明らかにするとともに、どれほど参考のできる情報なのかを投資家が分かるようにする側面も有している（久保田（2010）37頁）。ただ、商品性の複雑な証券化商品の開示規制については、その格付けないし価値評価に必要な情報量が多いうえに、さらに格付機関に対する情報も多く開示されるため、大量の情報の分析に非常に大きなコストがかかるため、市場が情報を消化し、市場の規律付けに結び付くのかに関する実務的な実効性が問題とされなければならない。開示情報の分析に非常に大きなコストがかかるため、結局のところ格付けに基づいて証券化商品を取引する方がむしろ経済合理的ということにでもなれば（久保田（2010）39頁）、本末転倒である。

実効的な開示規制が敷かれた下でも、金商法上のエンフォースメント（法の実現）には自ずと限界がある。すなわち、格付会社又はその役員若しくは従業員が開示規制に違反した結果、格付会社の直接の契約の相手方又はその他の第三者が損害を被った場合につき、改正金商法等ではこれらの者に対する格付会社の損害賠償規定を設けていない。このため、格付会社の不法行為に対する損害賠償を求める場合には、私法上の請求として行うしかない（橋本（2009）91頁）。なお、格付会社が具体的にいかなる業務管理体制を採るかは、その業務の特性・規模・複雑性等に応じて、法令の範囲内で格付会社が自ら判断すべき事項であり（証券取引等監視委員会（2010）7頁）、監督指針や検査マニュアルのチェックポイント等を含め、その違反が直ちに行政処分につながるわけでもない¹⁶⁾。

4. 格付会社の法的責任に関する考察

4.1. 私法上の損害賠償義務

第三者が格付機関に対して不法行為に基づく損害賠償請求をした事例については、改正金商法の成立前であるが、名古屋高裁平成17年6月29日判決（平成17年（ネ）第296号、損害賠償請求控訴事件）がある。

事案としては、控訴人が、被控訴人Aから、B会社の社債（無担保社債）につき被控訴人Cによる格付け（Aマイナス）の紹介を受けて購入したが、その後、社債の償還期限前にB社の会社更生手続が開始された。控訴人の被った損失は、CのB社の債務償還能力に関する格付判定及びAの目論見書への記載事項等が不適切であったこと等によるものであるとして、Cに対し民法709条及び同715条に基づき、Aに対しては、証券取引法（当時）17条又は民法709条及び同715条に基づき、損害賠償を求めたものである。原審は、Cによる格付けが虚偽ないし誤りであると認めることはできないなどとして、請求を棄却したところ、これを不服とする控訴人が本件控訴に及んだものである。

控訴審においても請求棄却となったが、判旨では、格付けとは「当該時点における総合的な評価（意見）である」点に鑑みて、「当該評価が現実の結果と一致しないこともあり得る」ほか、「投資判断の一つの参考資料として提供されるものに過ぎない」としている。このように一般論として格付会社が格付評価につき責任を負わないという方向性を示しつつも、一方で格付けは、「信用リスク等に関する専門的な意見として、市場に対して実質的に大きな影響力を有するものであり、その意味で当該企業にとっても、また投資家にとっても重大な影響を与えるものであり、また特に一般投資家にとっては、自らの情報量や知識、判断力

の欠如を補完する専門的知見としての意味を有するものとして、これを信頼することになる」ことを根拠に、格付会社は、「信義則上、誠実公正に格付けを行うべき義務を有している」と判示した。

さらに判旨では、格付会社が誠実公正に格付けを行うべき信義則¹⁷⁾上の義務を根拠に一般論として、格付会社が、「上記誠実公正に格付けを行う義務に反して恣意的ないし不公正な格付けを行った場合や、当該格付けの評価の前提となる事実と重大な誤認がある場合、判断の過程に一見明らかな矛盾や不合理が認められる場合等、およそ結果としての格付け(判断)が合理的な意味を有するものとは認められないような場合」については、格付会社は、「これによって生じた損害を賠償すべき義務を負うと解するのが相当である」とし、例外的に信義則上の損害賠償義務を負う場合がある旨を示している。そのうえで、本件事案はどのようなケースに該当しないと判示している。

この裁判例で判示された「信義則上、誠実公正に格付けを行うべき義務」については、格付が市場インフラの一角を構成しており、その事実上の影響力に鑑み、格付会社による経済的意見表明としての「表現の自由」に関し、信義則上の一定の内在的制約を画したものと評価できる。そして、投資家の信頼保護とのバランスから信義則上の義務が導かれていることを勘案すれば、当該事案で問題となった社債に限定されるのではなく、投資家が参照している格付けを広く含み、例えば証券化商品のようなリスク商品にも射程が及び得ると解すべきであろう。問題は、この裁判例の枠組みにより格付会社に対する不法行為責任を追及する場合に、信義則に基づく誠実公正義務及びその義務違反を具体的にどのように構成するかである(橋本(2009)92頁)。

その際、参考になるのは改正金商法で新設された誠実義務(第66条の32)である。そこでは、

格付会社ならびにその役員・使用人は、独立した立場において公正かつ誠実に、その職務を遂行しなければならないことを規定している。すなわち、利用者に幅広く公表・提供している格付会社は、金融・資本市場において大きな影響を及ぼしている役割に鑑み、その独立性・公正性・誠実性を確保する観点から、格付会社に対する規制の一般原則として規定している(池田・三井ほか(2009)260頁)。なお、格付会社は、個別に顧客と契約を締結して金融商品の売買について直接的な関与を行うものではないことなどから、金融商品取引業者の場合(36条1項)と異なり、顧客に対する誠実義務ではなく、独立した立場において公正かつ誠実に、その業務を行う職責に関する義務とされている(池田・三井ほか(2009)260頁)。誠実義務の名宛て人は明記されていないが、情報開示等の名宛て人は投資家等が想定されており¹⁸⁾、IOSCOの基本行動規範との整合性の観点¹⁹⁾からも、誠実義務の規定は投資者等の格付利用者を視野に入れたものと言えよう。

誠実義務(第66条の32)違反については、金商法上、損害賠償義務が課されるわけではない。格付けは公的に認証するものではない以上、有資格の会計士が行う証明行為との類似性から演繹して、特別の責任が賦課されると解することも適当とは解されない。しかし、格付けの前提となる事実の重大な事実誤認や、専門家の立場からみて原データに明らかに偏向があると認められるにもかかわらずデューデリジェンスを怠る場合等には、格付けという意見の受け手である投資家の信頼は信義則上(私法上)の保護に値すると考えられる。その際、投資家の最低限の信頼保護水準、格付会社の市場における意見表明の内在的制約を画する目線として、金商法上の誠実義務の内容が総合的に斟酌されるべきであろう。すなわち、金商法上、誠実義務により格付会社の自律的行動が期待され

ており、誠実義務違反自体が賠償義務を生むものではないが、私法上の信義則違反を判断する際には、その内容は格付会社の「表現の自由」の限界を画する判断材料として十分考慮されるべきである。

4.2. 信義則上の義務と誠実義務

格付会社のデューデリジェンスについては、義務化されておらず、開示規制の対象となっているに過ぎない。しかし、格付会社は、「表現の自由」という名分の下で、役割と責任の分担を悪用し（あるいは重大な不注意を犯し）、格付判断の基礎となる発行者から提供された事実が正確だということを無制限に想定することは、投資家の信頼保護との兼ね合いで許されない。格付会社は、引受人や同業者間の激しい受注獲得競争に起因する圧力に屈しやすいインセンティブ構造を有しているが（首藤（2010年）62頁）、訴訟上の責任の脅威は、デューデリジェンスに関する格付会社の公正かつ不誠実な無作為を未然に防ぎ、格付会社の公正かつ誠実な職務遂行として、事実上疑念を抱かせる状況下でのデューデリジェンスを引き出す有力な誘因として機能する。

格付会社には、証券の売買に関連した言明が行われる限り、それを信頼して商品を購入する者との関係において、信義則上の実質的な責任が存在する。すなわち、もし格付会社の故意または重大な不注意により、格付手法が依拠している重要事実に対するデューデリジェンスに関し、合理的な努力が遂行されていないことを示す事実が放置されたのであれば、格付会社の格付付与に対する投資家の信頼は信義則上の保護に値する。こうした解釈は、格付会社にとって、新たに大きな責任を課すものではなく、デューデリジェンスが義務ではないにしても、公正かつ誠実な職務遂行の一環としてのデューデリジェンスを排除しないことを

明確にすることにある。

信義則上の義務であるが故に、明確に定義された責任の基準を事前的に明らかにすることには難しい要素も残るが、その判断材料として、金商法第66条の32が求める独立性、公正性、誠実性を実現するために、少なくともどのような手当をしなければならないかなどについては、監督指針、検査マニュアル等により具体的に示されている。勿論、それ自体が法規範性を有するものではないにしても、格付会社の信義則上の義務違反を裁判所が判断するうえで重要な斟酌材料となる。逆に、格付会社にとっては、それらのベストプラクティス（最良の実務慣行）は実質的なセーフハーバールール（安全港規定²⁰）の上限として、読み替えることも可能となろう。

監督指針や検査マニュアル等では、信用格付の付与に係る過程の品質の管理の方針の策定及びその実施に関するチェックポイントも定めている。例えば、1）信用格付の付与のために用いられる情報について十分な品質を確保するための措置として、信用格付の付与のために格付関係者から提供を受ける情報について、その品質を確保するための方針及び手続を適切に定め、当該方針等に従って適切に検証を行い、必要に応じ見直しを行っているか。2）信用格付の付与のために用いられる情報について十分な品質が確保されていることについて、適切に検証を行い、これらの確保が不十分な場合には信用格付を付与しない態勢となっているか。3）格付方針等の妥当性及び実効性（証券化商品の原資産の信用状態の特性が変化した場合における当該証券化商品の格付方針等の妥当性及び実効性を含む）について、検証を適正に行う機能を整備するための措置として、どのような場合が証券化商品の原資産の信用状態の特性が変化した場合に該当するかを基準をあらかじめ明確にし、証券化商品の格付付与方針等の妥当性及び実

効性についての検証を適切に行っているか。4) 過去に信用格付を付与した証券化商品の設計と著しく異なる証券化商品に係る信用格付を適正に付与することが可能であることを検証するための措置として、どのような場合が過去に信用格付を付与した証券化商品の設計と著しく異なる場合に該当するかの基準をあらかじめ明確にし、検証の要否を適切に判断しているか等を定めている。

このほか、第三者が独立した立場において証券化商品に係る信用格付の妥当性について検証することができるための措置として、1) 府令306条第1項第9号イの「第三者が当該信用格付の妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目」の公表に当たっては、第三者が証券化商品の内容やリスクを的確に把握できるようなものとしているか。また、当該項目の妥当性について適時・適切に検証を行い、必要に応じ見直しを行っているか。2) 格付関係者に対する「第三者が当該信用格付の妥当性について検証することができるための措置」を講じることの働きかけ（府令306条第1項第9号ロ）及びその内容・結果の公表（同号ハ）に関し、方針及び手続を明確に定めているか。また、働きかけの内容及びその結果に係る記録を適切に保存するとともに、当該記録に基づいて当該方針等の妥当性及び実効性について適時・適切に検証を行い、必要に応じ当該方針等の見直しを行っているか等を定めている。

5. おわりに

米国のサブプライム問題は、証券化商品における公正価値評価のあり方など幾つかの教訓を残した（越智（2009）175頁）。その際、格付けは資本市場のインフラの一部として重要な位置付けを有する（田中（2008）72頁）ことから、準公共財として、格付けの公正性ととも、格付会社の

独立性、利益相反等が厳しく問い直されることになった。本稿では、国際的な潮流となった格付会社規制を巡る論点のうち、格付けの基礎となる原資産のデューデリジェンス問題について、「表現の自由」への配慮と直接規制の是非、開示規制の効用と限界、私法上の損害賠償責任（不法行為責任）を巡る過去の判例等を踏まえて、わが国の法制度の下で、格付会社の法的責任の発生可能性を考察した。すなわち、格付会社は直接的なデューデリジェンス義務を負わないが、故意または重大な過失によりデューデリジェンスを怠ったことに起因して、格付けを信頼して損害を被った投資家等に対しては、信義則上の損害賠償責任が私法上発生すると考えられる。

デューデリジェンスを巡る直接規制に関しては、過去にエンロン事件を受けて発表された米国上院スタッフレポートにおいて、NRSROが財務諸表の十分な精査を行わず、エンロン側から提供された情報を額面通りに受け取り、何も追及しなかったと批判し、「言論の自由」は、格付会社の怠慢を許すものではなく、また説明責任を排除するものではないとした（Report of the Staff（2002）pp.119 and 124）。そのうえで、市場では専ら格付けに制約された取引が行われていること、また何百もの法規に格付けの枠組みが組み込まれていることに鑑みると、格付けは社説と同等のものとは言い難いとしていた（Report of the Staff（2002）pp.123-124）。こうした経緯や土壌あって、サブプライム問題発生後、2009年11月に公表された米国金融安定回復法案、さらには2010年7月に最終可決されたドッド＝フランク法において、格付会社が故意または不注意により調査を怠った場合等に、投資家は法的措置をとることができるとする規定が盛り込まれたとみることもできる。

格付業務自体は、あくまで主観的な評価であっ

て、有資格の会計士が行う証明業務とは異質である。したがって、基本的には開示規制による市場規律で対処していく方向性が是認される一方、証券会社のゲートキーパー役を格付会社に法的に求める形で、あるいは職業専門家という法的に漠然とした概念²¹⁾から演繹するような形で、デューデリジェンスの直接規制を規定することには自ずと限界がある。この点で、米国におけるドッド＝フランク法のデューデリジェンス義務が、特に軽過失の場合において、合衆国憲法修正第1条（言論の自由）との関係でどのように運用されていくか、今後の動向が注目されるところである。

本稿で論じたわが国法制度の下での信義則上の誠実公正義務については、デューデリジェンスに関してエンフォースメントを伴った直接的な義務化規定がない中であって、投資家の信頼保護とのバランスで、経済的意見表明である「表現の自由」の内在的制約を画する私法上の義務として位置付けられる。格付会社の自由は保障されなければならないが、その自由は役割と責任の分担の悪用を許すことまで包含されていないのである。したがって、自由に対する例外を厳格に解釈する観点から、格付会社が悪意または重過失の場合に限られるべきであろう。他方、2010年4月に施行された改正金商法66条の32（誠実義務）においては、格付会社が信用情報の提供者として適切に機能するために、その独立性、公正性、誠実性を確保する必要があり、かかる観点から、格付会社は独立した立場において公正かつ誠実に業務を遂行しなくてはならないことを、格付会社に対する規制の一般原則として規定している。本規定に違反することが直接的に損害賠償責任を生むものではないが、誠実義務の具体的内容を規定する政令、内閣府令、監督指針、検査マニュアル等は、今後の係争事件において格付会社の信義則上の義務違反を裁判所が総合的に認定する際に、重要な斟酌材料

になると考えられる。

《注》

- 1) デューデリジェンス (Due Diligence) とは、一般に証券会社、銀行などが投資や融資を行う際に、投資対象に係る各種事実確認を行う作業のことであるが、本稿では、格付会社が証券化商品の格付けを行う前提として、証券化の裏付けとなる原資産情報の確認を実施することまで視野に入れて、その実施の是非を論じている。
- 2) 信用格付機関 (Credit Rating Agencies) と呼ばれることもあるが、2008年以降、格付会社との呼称が定着している(池田・三井ほか(2009)17頁)ことから、本稿では、改正金商法で登録を受けた格付会社(「信用格付業者」<2条36項>)を含め、格付会社という用語で統一している。
- 3) 格付会社の機能・役割等について、証券監督者国際機構(IOSCO)「信用格付機関の基本行動規範」(2004年12月公表、2008年5月改訂版公表)の「序文」では、格付会社は、証券の発行体及び債務の信用リスクについての意見を述べることにより、現代の資本市場において重要な役割を果たすことができるとし、投資家が入手可能な大量の情報を取捨選択し、また借り手への融資や発行体の負債・負債類似証券の購入の際に直面する信用リスクを分析することを助ける役割に言及している。
- 4) 国際決済銀行(BIS)のバーゼル銀行監督委員会が2004年6月に公表した新しい自己資本比率規制(新BIS規制)であり、リスク量の計測に際し、民間の格付会社(「適格格付機関」)の格付けが参照される枠組みとなっている(日本は2008年3月末に導入)。
- 5) 日本国憲法第21条第1項では、「集会、結社及び言論、出版その他一切の表現の自由は、これを保障する」と規定されている。なお、米国では、合衆国憲法修正第1条において、「言論の自由」が保障されている。
- 6) SOX法は、SECが格付会社の役割と機能、資本市場の運営のあり方を見直すことを義務付けていたが、SECの第一次報告書には規制について明確な結論が示されないまま、その後には発表されたIOSCOの行動規範(2004年12月)も踏まえた長い討議を経て、2006年信用格付機関改革法の成立に至った(Davies・Green/野村総合研究所訳(2009)56頁)。
- 7) NRSROについて登録制を導入し、情報開示義務、重要な非公開会社や利益相反の取扱いに関する手続を整備するとともに、SECに対して規則制定権限を付与した。
- 8) 2008年5月改訂では、①格付プロセスの品質と公正性、②格付会社の独立性と利益相反の回避、③格付会社の一般投資家および発行体に対する責任、④行動規範の開示と市場参加者とのコミュニケーションの4つの柱の下で、格付会社が遵守すべき具体的な行動規範を定めている。
- 9) 例えば、ニューヨーク市債のデフォルト(1975年)や、原子力発電所ワシントン・パブリック・パワーサプライ・システムの破綻(1983年)、オレージ郡の破産(1994年)など

- の破綻に際しても批判を受けた(坂田(2004)46頁)。なお、格付機関規制は1975年にNRSRO制度が導入された後、1997年SEC規制改正案のように、何度か改革の提案がなされたが、成立には至らなかった経緯がある(久保田(2010)35頁)。
- 10) 「2006年格付機関改革法」を受けて2007年6月に策定されたSEC規制(NRSROとして登録された格付け機関の監督に関する規則<Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations; Final Rule>)の見直しを図るものであった(小立(2008)27-28頁)。
- 11) まず、原資産の情報に対する検証が格付け決定の際にどの程度考慮されているかという点の開示である。証券化商品の格付けはアレンジャー(証券化案件の組成員)から提供される原資産の情報に依存しているため、提供された情報が正確でなければ将来のパフォーマンスを予測するモデルの結果の正確性も失われる。そのため、格付け機関はどのような原資産の検証を求めているか、検証が十分でない場合どのようにそれを考慮するのかなどについて開示を行うことが求められた。次に、オリジネーター(原資産の保有者)の質に対する評価方法の開示である。オリジネーターの業務経験や住宅ローンの審査基準は、住宅ローンの品質や審査書類の正確性に大きな影響を与え、格付けモデルにおける証券化商品の原資産に関する将来的なパフォーマンスの評価に影響を与えることになる。さらに、格付けのモニタリング頻度と、モデルの修正がモニタリングにおいてどのように取り扱われるかということに関する開示である。
- 12) 格付会社が故意または不注意により、格付けされた証券に関して信用リスクを不注意するための手法から得られた事実要素に基づいて合理的な検証を行わなかった、または、格付会社が証券発行者や引受人以外の情報ソースを利用して事実要素について合理的な検証を行わなかったという強い推論がある場合、格付会社は損害賠償請求の対象となる(小立(2010b)147頁)。
- 13) 改正金商法においては、わが国においても格付会社に登録制を導入することとされ、登録を受けた格付会社に対して、規制・監督を行うための4つの枠組みのほか、監督規定として、格付会社に対する報告徴収・立入検査・業務改善命令、業務停止命令・登録取消・役員解任命令等も定められた。
- 14) 証券取引等監視委員会(財務局等を含む)が格付会社に対して検査を実施する際の、基本的考え方及び検査の具体的着眼点等(検査対象先の実態を把握する上で有効と考えられる確認項目)を整理したものを。
- 15) 具体的な情報の項目は、日本証券業協会の自主規制(「証券化商品の販売等に関する規則」)に盛り込まれている標準情報レポート・パッケージや、格付会社が格付を付与する際に発行者等に対して要求する情報のリストなども参考にしつつ、資産証券化商品の特性等を踏まえ、格付会社において決定されるとされる(野崎・徳安(2010)15頁)。
- 16) 金融機関検査マニュアルの規範的性質に関して、野村(2003)97頁。
- 17) 信義則(信義誠実の原則)とは、当該具体的事情のもとで、相互に相手方の信頼を裏切らないよう行動すべきであるという法原則であり(明文上は民法第1条第2項に規定)、具体的な条文がない場合に規範を補充する機能を有する。
- 18) なお、信用格付業者検査マニュアルに対する「コメントの概要及びコメントに対する証券取引等監視委員会の考え方」(2010年3月31日、7頁)では、情報開示に関する態勢に関連して、「府令第318条に定める説明書類は正確かつ投資家に誤解を生じさせないように記載するとある。もともと信用格付業者が付与・提供する格付は投資家を顧客として前提としておらず、また説明書類は広告や勧誘を意図したものであるのではないため、『正確かつ投資者に誤解を生じさせないように』は削除し、代わりに『正確かつ適切に』といった表現に変更して欲しい」との意見に対して、監視委員会は、「府令第319条において、説明書類の写しを『投資者及び信用格付の利用者が常に容易に閲覧できるように公表』することが規定されており、説明書類は投資家が閲覧することも前提としている。したがって、本項の文言を変更する必要はない」とした。
- 19) IOSCOの基本行動規範では、誠実義務に関連して、投資家に隠された利益相反等は、市場の透明性及び公正性に対する投資家の信頼を害することになる(序文)として、格付会社及びその従業員は、発行者、投資家その他の市場参加者及び一般市民に対して公正かつ誠実に対応するべきである(1.12)、格付会社のアナリストは高い公正性基準に従うべきであり、格付会社は明らかに公正性が疑わしい者を雇用すべきではない(1.13)、格付行動は、格付会社、発行者、投資家その他の市場参加者に対して与える潜在的な影響(経済的、政治的その他)に基づき抑制・自制されるべきではない(2.1)、格付会社及びそのアナリストは、その実質及び外見の両面において独立性及び客観性を維持するため、注意を払い、また専門的な判断を行うべきである(2.2)、信用格付の決定は信用評価に関連する要因によってのみ影響されるべきである(2.3)、格付会社が発行者又は証券に付与する信用格付は、格付会社等との事業上の関係の存在等により影響されるべきではない(2.4)、等が規定されている。
- 20) 船が安全な港にいる限り海難を避けることができることに由来して、一定のルールのもとで行動している限り、違法行為の認定を免れることができる範囲のことを指す。
- 21) 抽象的な専門家責任という概念を設定しなくても、弁護士、会計士等の有資格の職業専門家には、それぞれ法律の定めがあるので、基本的には、それぞれの法律に基づいて個別に各専門家の責任を検討すれば足りる(川井・塩崎(2004)4-5頁)。

《参考文献》

- Brandeis, Louis D, 1914, Other People's Money and How the Bankers Use It, F.A. Stokes.
- Coffee, John C, 2009, Enhancing investor protection and the

- regulation of securities markets, Working Paper No.348, The Center for Law and Economic Studies Columbia University School of Law.
- Davies, Howard, and David Green, 2008, Global Financial Regulation: The Essential Guide, Polity Press. (野村総合研究所訳, 2009, 『金融監督規制の国際的潮流—変革の道標』, 金融財政事情研究会.)
- Davis Polk, 2009, Summary of the Restoring American Financial Stability Act of 2009, Introduced by Senator Christopher Dodd, Discussion Draft.
- FSF, 2008, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience.
- G20, 2008, Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy.
- 橋本円, 2009, 「信用格付業者に対する規制」『ジュリスト』1390号, 86-92.
- 池田唯一・三井秀範・齊藤将彦・高橋洋明・谷口義幸・中島康夫・野崎彰, 2009, 『逐条解説 2009年金融商品取引法改正』, 商事法務.
- 今井一雄, 2010, 「アジア地場格付機関におけるBest Practices」『国際金融』1210号, 6-12.
- IOSCO, 2008, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies.
- 川井健・塩崎勤編, 2004, 『専門家責任訴訟法』, 青林書院.
- 金融庁, 2010, 「信用格付業者向けの監督指針」.
- 小立敬, 2008, 「サブプライム問題と証券化商品の格付け—米国SECの格付け機関規制の見直しとその背景」『資本市場クォーターリー』12巻1号, 13-35.
- 小立敬, 2009a, 「EUの格付規制案—サブプライム問題を踏まえたEUの対応」『資本市場クォーターリー』12巻3号, 134-144.
- 小立敬, 2009b, 「米国SECの格付機関規制に関する最終規則および再提案」『資本市場クォーターリー』12巻4号, 170-175.
- 小立敬, 2010a, 「米国上院議会による金融制度改革案—米国金融安定回復法の公表」『資本市場クォーターリー』13巻4号 (Web版), 1-10.
- 小立敬, 2010b, 「米国における金融制度改革法の成立—ドッド＝フランク法の概要」『資本市場クォーターリー』14巻1号, 127-152.
- 久保田安彦, 2010, 「証券化市場と格付会社規制」『企業と法創造』6巻3号, 32-40.
- 黒沢義孝, 2007, 「新BIS規制と信用格付け」『証券アナリストジャーナル』45巻4号, 46-54.
- 黒沢義孝, 2008, 「格付会社による格付評価の問題点と責任」『ファイナンシャルコンプライアンス』38巻3号, 40-44.
- 黒沢義孝・田中英隆・江川由紀雄, 2008, 「座談会 『規制ありき』ではなく、歴史・実態をふまえた本質的議論を」『金融財政事情』59巻39号, 28-35.
- 茂木哲也・上野佐和子, 2008, 「証券化商品を巡る会計上の評価」『企業会計』60巻11号, 74-80.
- 永田光博, 2009, 「格付会社に対する公的規制の導入」『金融法務事情』1880号, 60-69.
- 日本総合研究所, 2009, 「世界的危機と新たな国際金融システムの構築に向けて 第2部パネルディスカッション」『Business & Economic Review』19巻9号, 26-71.
- 野村修也, 2003, 「金融行政の新しい手法」『金融法研究資料編』19号, 94-108.
- 野崎彰, 2009, 「格付会社に対する規制の導入」『商事法務』1873号, 60-69.
- 野崎彰・徳安亜矢, 2010, 「格付会社規制に係る政令・内閣府令の整備」『商事法務』1890号, 13-22.
- 大澤和人, 2007, 『サブプライムの実相—詐欺と略奪のメカニズム』, 商事法務.
- 越智信仁, 2008, 「銀行監督と外部監査の連携—我が国金融環境の変化、各国制度の比較等を踏まえて」, 日本評論社.
- 越智信仁, 2009, 「モデル公正価値監査の成立要件と限界領域—証券化商品評価における検証可能性の考察を通して」『産業経理』69巻3号, 168-181.
- Prakash, Prem, and Alfred Rappaport, 1977, Information inductance and its significance for accounting standards, Accounting Organization and Society, vol.2, no.1, 29-38.
- Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 2002, Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs.
- 坂田和光, 2004, 「米国における格付機関をめぐる論議について」『レファレンス』54巻11号, 35-52.
- 証券取引等監視委員会, 2010, 「信用格付業者検査マニュアル」.
- 首藤恵, 2010, 「金融サービス業のガバナンスを考える」『証券レビュー』50巻2号, 54-91.
- 田中英隆, 2008, 「格付けの信頼性と規制」『証券アナリストジャーナル』46巻3号, 60-73.

ディスクロージャー優良企業における経営者予想 —予測誤差と業績修正行動を中心に*

Management Forecast of Excellent Disclosure Firm: An Analysis of Management Forecast Error and Revision

奈良 沙 織 (筑波大学 大学院博士課程)
Saori Nara, University of Tsukuba

野 間 幹 晴 (一橋大学 准教授)
Mikiharu Noma, Hitotsubashi University

2010年12月4日受付；2011年2月27日改訂稿受付；2011年3月26日最終稿受付；
2011年4月1日論文受理

要 約

本稿の目的は、ディスクロージャーに優れた企業の経営者予想について、期初の予測誤差と期中の業績修正行動の特徴を解き明かすことである。実証分析から、ディスクロージャーに優れた企業は、期初に保守的な経営者予想を開示し、期中に予想を上方修正し、その修正幅は相対的に小さいことが明らかになった。

期初予想を保守的に公表し、期中に小幅上方修正する経営者予想のマネジメントは、投資家の期待を上方へ誘導する効果を持つと考えられる。このことから、ディスクロージャーに優れた会社は、予想を小幅修正することで投資家にサプライズを与えることを防ぐだけでなく、より戦略的に投資家の期待をマネジメントしているといえる。これに対し、ディスクロージャーが優良でない企業では、期初予想の修正幅は大きく、実績が期初予想を下回り、期中に大幅下方修正を行う傾向があることも明らかになった。

Summary

We examine management forecasts of excellent disclosure firms and verify the features of management forecast errors and its revisions. We find that excellent disclosure firms disclose conservative management forecast from the beginning of the fiscal year, and modestly revise upward their forecasts during this period. In addition, the width of the revision is relatively smaller.

Also, this type of forecast management that announces conservative forecasts and revises them upward modestly during this period, has an effect of leading investor' expectations upward. For this reason, excellent disclosure firms not only avoid investors' unanticipated expectation but also control their expectation strategically. In contrast, non-excellent disclosure firm's management forecast errors are bigger. And their actual earnings are below their original forecasts. Moreover, they revise downward their forecasts drastically.

*本稿の作成にあたり、筑波大学大学院牧本直樹教授、編集委員長および2名の匿名のレフェリーから非常に有益なコメントをいただいた。また本稿は、平成22年度文部科学省科学技術補助金（若手研究(B)）（課題番号20730295）の研究成果の一部です。ここに記して心より御礼申し上げます。

1. はじめに

本稿の目的は、ディスクロージャーに優れた企業の経営者予想について、期初の予測誤差と期中の業績修正行動の特徴を解明することである。

米国では、経営者予想は開示内容や公表の様式、予想の期間など統一されていない完全な自主開示であるが、投資家からは信頼性のある新しい情報として認識されており、監査を通った財務諸表並の信頼を得ている(Healy and Palepu (2001))。このため、公表された経営者予想が新しい情報を含む場合、株価はその情報の内容によって上昇もしくは下落し(Waymire (1984), Ajinkya and Gift (1984))、さらには予期しない経営者予想の公表があった場合、株価はその情報に反応し、予期していなかった分だけ調整する(Pownall and Waymire (1989))。他方、ニュースに対する株価の反応では、ネガティブな決算に対して株価の下落が大きくなる傾向にあり(Skinner and Sloan (2001))、特に決算発表時のバッド・ニュースは期初に低い予想を公表するよりも株価に大きな影響がある(Matsumoto (2002))。このことから、経営者は投資家の予期せぬ期待が起きるのを最小限に止めるために予想を公表するインセンティブを持つ(Ajinkya and Gift (1984))。これは“Expectation Adjustment”と呼ばれ、先行研究では予想を通して投資家の期待をコントロールしようとする経営者の行動が報告されている(Coller and Yohn(1997), Frankel et al.(1995))。

日本では、経営者予想は法律の義務付けがない自主開示である点で米国と同じであるものの、本決算と同時に決算短信で次期予想の公表を行うのが通例で、ほぼ全ての企業が経営者予想を公表している。また、公表された予想に重要な変更があった際の修正は義務であることから、経営者予想は実質的に制度開示に近い。日本市場を対象とし

た研究では後藤(1997)が、決算時の実績値のみならず予想値も証券投資の意思決定に活用されるとの証拠を示しており、河(1998)は業績修正時の株価の反応を検証し予想値の修正が株価や取引高に大きな影響を与えるとの結論を得ている。加えて、桜井・後藤(1992)は業績修正日前後の株価を検証し、株価は修正日に最も大きく反応することを示し、後藤・桜井(1993)と河(1994)は、株価はグッド・ニュースにプラス、バッド・ニュースにマイナスの反応を示すことを明らかにしている。米国の研究成果を日本に援用する際は両国の制度の違いを考慮する必要はあるが、日本でも米国同様の現象が確認されていることから、経営者による投資家の期待コントロールは日本でも行われていると推測できる¹⁾。

なお、この投資家の期待コントロールに利用される経営者予想は、企業により楽観性や精度に差があることが知られている²⁾。しかし、楽観性や精度が完全に経営者の意図でコントロールされているわけではなく、予測精度が低いために下方修正などが行われるのであれば、期待コントロールは成立しない。経営者が予想を完全にコントロールしているのであれば実績が予想を大幅に下回る決算は避けられるはずであるが、実際にはそのような決算は数多くある。つまり、すべての経営者が予想をコントロールできているわけではなく、企業により経営者予想を用いた投資家の期待コントロールに巧拙があると考えられる。

そこで、本稿は経営者予想の開示や投資家の期待コントロールに優れていると考えられる会社に着眼し、その経営者予想の分析と考察を行う。具体的には検証1で期初の経営者予想の予測誤差に着目し、ディスクロージャーに優れている企業では期初から経営者予想が保守的であることを明らかにする。また、ディスクロージャーに優れた企業は投資家に予期しない期待を抱かせるのを最小

限に止め、さらには期中にディスクロージャーを積極的に行って情報の透明性を高める行動をしていると考える。そこで、検証2ではディスクロージャーに優れた企業の期中の業績修正行動に注目し、ディスクロージャーに優れた企業は、期中に戦略的に予想の修正を行って情報リスクを低下させ、さらには投資家の期待を上方に誘導するディスクロージャーを行っていることを明らかにする。

以下では、2章で先行研究と本稿の検証課題を提示し、3章で分析に用いたデータと検証方法について説明し、4章で実証結果を示し、5章で全体の総括を行う。

2. 先行研究と検証課題

本稿はディスクロージャーに優れた企業の経営者予想は、期初経営者予想の修正幅が相対的に小さく、実績が期初予想を上回る保守的な予想になっていることを明らかにする。また、ディスクロージャーに優れた企業は、情報の透明性を高めるため、期中に予想を頻繁に小幅上方修正していることを示す。

企業から新たな経営者予想などの情報が公表されると、株価はその情報が市場の期待を下回るネガティブ・サプライズの時に下落し、市場の期待を上回るポジティブ・サプライズの時に上昇する(Brown et al.(1987), Richardson et al.(1999))。また、株価はポジティブ・サプライズよりもネガティブ・サプライズに強く反応する傾向にある(Skinner and Sloan (2002)) ことから、経営者には決算時のネガティブ・サプライズを避ける強いインセンティブがある。このため、決算発表時には実績が予想を上回るポジティブ・サプライズが広範囲に渡って確認されており((Brown et al.(1987), Dowen(1996), Hwang et al.(1996),

Degeorge et al. (1999))、ポジティブ・サプライズ決算の企業の比率は毎年上昇する傾向にある(Brown (2001))。

しかし、Soffer et al. (2000) によれば、実際の決算は市場の予想を上回る傾向にあるが、決算発表の前に行われる情報開示の大半は下方修正などのバッド・ニュースである。また、Burgstager and Eams (2001) は、決算時にネガティブ・サプライズがなかったグループでは期初から期末にかけてより大きな下方修正が行われていると報告している。上述の指摘から、決算時にポジティブ・サプライズが多く見られるのは、経営者により事前に予想の下方修正が行われた結果である可能性が高いといえる。また、その背景には、決算時のネガティブ・サプライズを避けるために、事前に悪いニュースを公表することで投資家の期待を下げ、決算発表時に投資家の期待を上回らせて株価下落のインパクトを最小限に抑えようという経営者の意図があると推測する。

こうした傾向は日本市場でも確認されており、Kato et al. (2009) は日本市場を対象とした分析で、日本の経営者予想は期初が楽観的であり、決算時のネガティブ・サプライズを避けるために期中に下方修正をする傾向があると指摘している。加えて、期中に修正を行うということは、経営者が期中の下方修正より決算時のバッド・ニュースのほうが株価に与える影響が大きいと考えていることを示しており³⁾、また期中の修正はバイアスが小さいとも指摘している。

これらを考慮すると、決算時に市場の予想を上回る決算実績を発表できたとしても、事前の下方修正で投資家の期待を下げていることが問題となる。Skinner and Sloan (2002) が述べているように市場がネガティブ・サプライズに強く反応する傾向があるならば、経営者は決算時だけでなく期中においても下方修正の回避を試みようとする

るであろう。言うまでもなく、下方修正を回避するためには、期初から適切な予想を公表し、下方修正せずに予想を達成することが必要である。

ところが、Burgstogler and Eams (2001) や Soffer et al. (2000) が示しているように、期初の経営者予想は楽観的で途中で下方修正される傾向があることから、一般的な企業が期中を通じて投資家の期待コントロールに成功しているとは言い難い。これは、経営者予想は自主開示であることから取り組みに差があり、予想の楽観性や精度において企業により差があることが一因であると考える。しかし、ディスクロージャーに積極的に取り組む企業の中には経営者予想のマネジメントに優れ、期初から期中を通して投資家の期待を適切にコントロールしている企業もあると考えられる。

そこで、本稿では経営者予想を適切にマネジメント出来ている会社として日本アナリスト協会が行っている「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定（以下、ディスクロージャー評価）」の評価点を用いてディスクロージャーに優れた企業を定義し、その期初の経営者予想と修正行動の特徴を明らかにする。ディスクロージャーに優れた企業が投資家の期待をコントロールしているならば、下方修正を回避するために期初から保守的な予想を公表していると考えられる。他方で、極度に保守的な予想は投資家の期待を低下させ予想の信頼性を低下させかねないため、予測誤差は相対的に小さいと考えられる。そこで、検証1で、ディスクロージャーに優れた企業では実績が予想を上回り、かつ、期初経営者予想の予測誤差が小さい保守的な予想になっていることを検証する。

また、経営者予想の下方修正による株価下落を回避するということは、経営者が投資家や株価を意識したディスクロージャーを行っていることを

意味している。その背景に、経営者は株主に対し業績や株価に関する説明責任を負っていること、M&Aや資金調達に備えてディスクロージャーを積極的に行い、情報リスクを低減させるインセンティブがあることなどがある(Healy and Palepu (2001))⁴⁾。なお、ディスクロージャーに積極的な企業と株価の関係は、Healy et al. (1999) が、自主開示を増やした会社では利益水準に関係なく株価が上昇することを示しており、Milgrom (1981) はディスクロージャーを行わない会社では他社がディスクロージャーを行ったときに、株価が下落したと報告している。このことは、経営者は絶えずディスクロージャーを行い、情報の非対称性解消に努める必要があることを示唆している。

以上を勘案すると、ディスクロージャーに優れた企業は情報の非対称性を解消するためにディスクロージャーを積極的に行っており、その過程で投資家や株価に大きな影響を与える経営者予想についても頻繁に予想を更新しているのではないかと考えられる。また、検証1の仮説でディスクロージャーに優れた企業の経営者予測誤差は期初から保守的で誤差が小さいとしていることから、必然的に予想の修正方向はプラスで修正幅は小幅になると考えられる。そこで、検証2では、期中の経営者予想の修正行動、とりわけ修正回数と修正幅に着目し、ディスクロージャーに優れた企業は期中に予想の小幅上方修正を頻繁に行っていることを明らかにする。

3. リサーチデザイン

3.1. サンプル

本稿は日本証券アナリスト協会のディスクロージャー評価で1999年から2008年に評価対象となった企業を分析の対象とする。本調査は、日本証

券アナリスト協会が毎年行っている調査であり、アナリストが企業のディスクロージャー状況を業種ごとにアンケート方式で評価し、その結果をまとめたものである。

評価項目は業種により異なるが、総合点は①経営陣のIR姿勢、IR部門の機能、IRの基本スタンス、②説明会、インタビュー、説明資料等における開示、③フェアー・ディスクロージャー、④コーポレート・ガバナンスに関連する情報の開示、⑤各業種の状況に即した自主的な情報開示の5つの各業種共通項目から構成される。経営者予想に関する質問では、売上高や利益、部門別の見通しとその増減理由が適切かつ十分開示されているかを問うものがある。本稿では後述するようにディスクロージャーが優良か非優良かを分ける尺度にディスクロージャー評価の総合点を用い、総合点の高いものをディスクロージャー優良、低いものをディスクロージャー非優良と定義する。

なお、本稿の分析に用いたサンプルは、ディスクロージャー評価の評価対象企業のうち、銀行・新興市場銘柄、決算月数が12ヶ月以外の企業、期中の上場、期初の経営者予想発表日が前期の決算

発表日の前後30日を超えるものは除外した。また、経営者予想がないサンプル、売上高・経常利益・当期利益の全ての予想を行っていないサンプル⁵⁾、その他欠損のあるサンプルも除外した。上場廃止企業は、評価時点でデータが取得できる場合は分析対象に含めた。検証期間は、期初経営者予想の分析を行った検証1が1999年～2008年（10期間）、期中の経営者予想の修正を分析した検証2が2003年～2008年（6期間）である。検証2では、後述するデータベースから期中の経営者予想の修正データを取得できるのが2003年以降であるため、検証1より検証期間が短い。最終的なサンプル数は、検証1が1,215サンプル、検証2が860サンプルとなった。ディスクロージャー評価以外の本稿で用いる会計・株価データはQUICK社のASTRAより取得している⁶⁾。

図表1で検証1の1,215サンプルの時価総額とそのカバー率を示す。ディスクロージャー評価の評価対象企業は年々増加する傾向にあるためサンプルは増加傾向にあるが、平均するとサンプルのカバー率は東京証券取引所（以下、東証）第1部時価総額の3割程度、上場企業数の10%弱であ

図表1 年度別サンプル数

年度	サンプル数	サンプル時価総額	カバー率			
			東証1部上場社数	東証1部時価総額	企業数	時価総額
1999	71	66,238	1,364	313,370	5.2%	21.1%
2000	80	113,295	1,447	446,481	5.5%	25.4%
2001	104	105,761	1,491	342,852	7.0%	30.8%
2002	91	100,690	1,495	299,624	6.1%	33.6%
2003	115	63,897	1,533	228,307	7.5%	28.0%
2004	120	115,926	1,595	353,068	7.5%	32.8%
2005	120	116,228	1,667	365,534	7.2%	31.8%
2006	175	204,444	1,715	548,192	10.2%	37.3%
2007	146	194,281	1,727	548,787	8.5%	35.4%
2008	193	197,426	1,715	389,305	11.3%	50.7%
合計	1,215	1,278,186	15,749	3,835,519	7.7%	33.3%

注) サンプル数とサンプル時価総額は、検証1の実績と期初経営者予想との差についてディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1のサンプル数と評価年の3月末の時価総額合計を表す。東証1部上場社数は評価年末（12月）に東証1部に上場していた企業数、東証1部時価総額は評価年の3月末に東証1部に上場していた企業の時価総額合計、カバー率は東証1部上場企業をベースにサンプルの比率を時価総額と企業数について算出している。時価総額の単位は10億円。

る。2008年は時価総額ベースのカバー率が上昇しているが、サンプル数が大幅に増えその時価総額が大きくなったものの、株価下落により東証1部の時価総額が大幅に低下したことが要因である。なお、ディスクロージャー評価の評価対象企業は原則として東証1部上場企業について時価総額を基準に選択されているため、サンプルは大企業が中心となっている⁷⁾。

3.2. 検証方法

本稿の検証は、大きく2つに分けられる。まず、検証1でディスクロージャー優良企業ほど期初経営者予想が保守的であることを示し、検証2でディスクロージャー優良企業は期中に小幅上方修正を頻繁に行っていることを明らかにする。

検証1では、2つの分析を行う。分析1では、期初経営者予想と実績との差（期初経営者予測誤差）についてディスクロージャー優良企業の特徴を示す。具体的な検証方法は、はじめにディスクロージャー評価の総合点をもとに上位30%をディスクロージャー優良企業、下位30%をディスクロージャー非優良企業、中間の40%を普通の企業に分ける。さらに、これらを期初経営者予測誤差がプラスのグループとマイナスのグループに分類し6つのグループを作成する。なお、ディスクロージャー評価の総合点は業種間で評価項目や配点が異なり、素点で評価するのは必ずしも適切でない。そのため、業種の別なく比較できるように総合点を標準化したものをディスクロージャー標準化点数（以下標準化点数）⁸⁾として分析に利用する⁹⁾。

その上で、修正方向を検証するために、各グループにおける経営者予測誤差の平均値・中央値を求める。その際、経営者予想予測誤差は実績と期初経営者予想との差を決算月の時価総額で除し算出する¹⁰⁾。これに加えて、経営者予想の精度を検

証するために、経営者予測誤差の絶対値についても平均値と中央値を示す。本検証では、経営者予測誤差を実績が予想を上回ったか否かの検証に使用し、経営者予測誤差の絶対値を精度の検証に使い、両者を分けて利用している。

先に述べたように、ディスクロージャーが優良であるか非優良であるかは毎年の標準化点数により評価される。ディスクロージャーが優良・普通・非優良と判定されたサンプルについて、翌年の評価がどのように変化したかを見たものが図表2のパネルAである。これは検証1のディスクロージャー優良企業の期初経営者予想の分析に使用したサンプルのうち2年連続して評価が行われているサンプルについて、前年から当年にかけて優良・普通・非優良の評価がどのように推移したかを示したものである。図表2より明らかのように、前年ディスクロージャーが優良と評価された企業のうち79.6%が当年も優良と評価されている。しかし、19.6%は普通に評価が落ちており、前年に優良と評価されたにもかかわらず、当年には非優良と評価された企業も存在した。非優良に関しては、前年に非優良と判断された企業のうち74.8%は当年も非優良となった。残り23.6%は普通に改善しているが、非優良から優良に評価が大幅改善したサンプルも存在する。全体での評価の入れ替わりは2～3割程度となっており、評価は比較的安定しているといえる。

図表2のパネルBは、ディスクロージャー優良・普通・非優良企業の企業特性を示している。これによると、ディスクロージャー優良企業は非優良企業よりも売上高や利益、時価総額が大きくより規模の大きな企業となっている。また、業績変化率は、売上高・利益ともにディスクロージャー優良企業が非優良企業より高く、ディスクロージャー優良企業は業績が相対的に良い。先行研究では大企業の利益予測精度は高く(Jaggi(1980))、

図表2 ディスクロージャー優良・普通・非優良企業の企業特性と評価推移

パネルA サンプル企業のディスクロージャー評価の推移

		当年の評価		
		優良	普通	非優良
前年の評価	優良	191 (79.6%)	47 (19.6%)	2 (0.8%)
	普通	59 (18.5%)	204 (63.9%)	56 (17.6%)
	非優良	4 (1.6%)	58 (23.6%)	184 (74.8%)

注) 検証1のディスクロージャー優良企業の期初経営者予想の分析の対象となったサンプルで、2年連続して評価が行われているサンプルについて、前年から当年にかけての優良・普通・非優良の評価の推移を示す。優良はディスクロージャー標準化点数の上位30%のグループ、普通は中位40%のグループ。非優良は下位30%のグループ。()は構成比。

パネルB ディスクロージャー優良・普通・非優良企業の企業特性

		平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値	データ数
優良	売上高	2,032,778	923,132	3,390,203	26,289,240	36,712	365
	経常利益	131,186	57,554	265,985	2,437,222	-586,072	365
	当期利益	69,726	26,023	177,559	1,717,879	-483,837	365
	決算月時価総額	1,602,082	736,763	2,645,498	27,255,480	18,432	365
	売上高変化率	5.26	4.60	10.21	96.70	-19.49	364
	経常利益変化率	17.14	9.09	115.29	1,289.95	-644.01	356
	当期利益変化率	-38.98	8.59	581.39	964.18	-9,843.86	336
普通	売上高	1,562,426	668,263	2,337,501	17,009,060	31,326	486
	経常利益	74,470	30,830	173,481	1,723,312	-461,183	486
	当期利益	33,401	12,721	98,415	710,184	-834,672	486
	決算月時価総額	918,109	414,132	1,316,534	9,400,143	7,768	486
	売上高変化率	4.66	4.09	11.92	92.61	-42.28	482
	経常利益変化率	15.86	10.48	168.21	2,247.69	-1,331.14	457
	当期利益変化率	-32.15	8.71	407.29	1,096.01	-4,589.40	414
非優良	売上高	1,100,373	516,874	1,425,790	11,226,730	41,739	364
	経常利益	46,489	26,575	63,886	324,782	-179,172	364
	当期利益	14,620	11,903	60,532	180,796	-684,363	364
	決算月時価総額	673,088	359,186	761,982	6,000,625	21,131	364
	売上高変化率	2.23	1.64	10.73	57.47	-44.95	362
	経常利益変化率	10.43	2.00	196.20	3325.62	-581.09	343
	当期利益変化率	-63.55	1.91	425.74	947.71	-3,570.71	317
全体	売上高	1,565,300	673,779	2,523,368	26,289,240	31,326	1,215
	経常利益	83,125	35,442	188,636	2,437,222	-586,072	1,215
	当期利益	38,687	15,377	122,035	1,717,879	-834,672	1,215
	決算月時価総額	1,050,177	479,232	1,762,300	27,255,480	7,768	1,215
	売上高変化率	4.11	3.59	11.14	96.70	-44.95	1,208
	経常利益変化率	14.64	7.56	163.29	3,325.62	-1,331.14	1,156
	当期利益変化率	-43.63	6.78	473.71	1,096.01	-9,843.86	1,067

注) 優良はディスクロージャー標準化点数の上位30%、普通は中位40%、非優良は下位30%のグループを示す。決算月時価総額・売上高実績・経常利益実績・当期利益実績の単位は百万円、売上高成長率・経常利益成長率・当期利益成長率の単位は%。

悲観的 (Choi and Ziebart (2004)) であることが明らかになっている。また、利益成長が産業平均以上の企業は競争力保持のため他社の参入を避

けようと悲観的な予想を行う傾向にある (Irani (2000))。このことから、ディスクロージャー優良企業は精度が高く悲観的な予想を行っており、

予想を若干上回る決算を発表すると考えられる。

なお、経営者予想は売上高・営業利益・経常利益・当期利益・配当などについて開示される。しかし、東証の有価証券上場規定で営業利益の修正開示が要請されるようになったのは2006年12月以降であり、それ以前は営業利益の開示を行っていない企業が多く存在した。また、配当は全ての企業で公表されているわけではない。このため、本稿では分析の対象を売上高・経常利益・当期利益とする。仮説が支持されるならば、ディスクロージャー優良企業では実績が期初経営者予想を上回ると考えられ、符号は正となり、予測誤差の絶対値は相対的に小さくなると予想される。

分析2では、ディスクロージャー標準化点数と期初経営者予測誤差の関係を明らかにする。分析の方法は期初経営者予測誤差を被説明変数とする回帰式の推定により、ディスクロージャー標準化点数が高いほど期初経営者予測誤差がプラスであり、標準化点数が低いほどマイナスであることを明らかにする。この分析ではディスクロージャー優良・非優良企業に加え、普通の企業も分析の対象としている。しかし、モデルに投入した説明変数で欠損のあるサンプルを除外したため、ここでのサンプル数は1,063サンプルとなっている。推定に用いたモデルと説明変数を以下に示す。

$$\begin{aligned} \text{モデル1: MFERR}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SCORE}_{it} \\ & + \beta_2 \text{OFFER}_{it} + \beta_3 \text{PBR}_{it} + \beta_4 \text{MFERR}_{it-1} \\ & + \beta_5 \text{GROWTH}_{it-1} + \beta_6 \text{LOSS}_{it-1} \\ & + \beta_7 \text{YEAR}_{it} + \beta_8 \text{INDUST}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

MFERR：経営者予測誤差（(実績－期初経営者予想)/時価総額¹¹⁾。

SCORE：ディスクロージャー標準化点数。

OFFER：公募増資の有無を示す変数であり、増資を行っていれば1、そうでなければ0

とする。

PBR：株価純資産倍率。

GROWTH：売上高成長率（前期売上高 / 前々期売上高）。

LOSS：損失の有無を表す変数であり、当期利益が赤字であれば1、そうでなければ0とする。

YEAR：評価年度を示すダミー変数。

INDUST：業種を示すダミー変数¹²⁾。

ディスクロージャー評価の総合点が高い企業で期初経営者予測誤差がプラスの傾向があり、低い企業で期初経営者予測誤差がマイナスの傾向があるならば、SCOREの係数は正になると予想される¹³⁾。

なお、モデル1の被説明変数であるMFERRはSCORE以外の変数からも影響を受けると考えられる。そこで、先行研究をもとに経営者予想の楽観性と精度に影響があると予想されるものを選択し、それらをモデルに投入することでモデルのコントロールを行う。以下に、先行研究とともに説明変数の説明を行い符号の予想を示す。

公募増資の有無を表す変数（OFFER）について、Richardson et al. (2004) は公募増資を行う企業はネガティブ・サプライズを防ぐため達成可能な業績の水準にまでアナリスト予想を下方に誘導すると述べている。よって、公募増資を行う企業では予想が保守的もしくは悲観的であり、係数の符号は正になると考えられる。

株価純資産倍率（PBR）は、倒産確率の代理変数として用いられている。先行研究では財務状況の良くない会社のディスクロージャーの信頼性は低く（Frost (1997)）、予想は楽観的（Irani (2000), Koch (2002)）で、アナリストの信頼性に欠ける（Koch (2002)）ことが明らかになっている。また、Betker et al. (1999) は連邦破産法

11条申請企業の経営者予想は企業の再建に有利になる楽観的バイアスが存在すると述べている。このことから、PBRが低いほど予測誤差がマイナス方向に大きくなるため、符号は正になると予測される。

前期の経営者予測誤差（MFERR）について、Williams（1996）は過去の経営者予想の精度は当期の経営者予想の信頼性の指標となると報告している。また、Hirst et al.（1999）は、当期の経営者予想が公表されている場合、それ以前の経営者予想の精度が投資家の利益見通しに影響すると述べている。つまり、ある企業の予測誤差には一定のトレンドがあり、過去の予測誤差がプラスになる傾向があれば当期の予測誤差もプラスになる傾向がある。したがって、係数の符号は正と予想される¹⁴⁾。

前期の売上高成長率（GROWTH）について、Matsumoto（2002）およびRichadson et al.（1999, 2004）は、成長企業はアナリストの期待を達成するためにアナリスト予想を下方に誘導するような予想を公表すると述べている。また、Choi and Ziebart（2004）は、成長企業は悲観的な予想を公表すると論じている。成長企業が悲観的な予想をするのであれば、成長率が高いほど予測誤差がプラス方向に大きくなると考えられ、係数の符号は正になると考えられる。

損失の有無（LOSS）について、Choi and Ziebart（2004）は、損失を計上している企業は翌期に楽観的な予想を公表する傾向にあると述べている。このことより、損失を計上している企業では予測誤差がマイナス方向に大きくなると考えられ、係数の符号は負になると予想する。

図表3に回帰式に用いた変数について記述統計量と相関係数を示す。パネルAは変数の記述統計量である。MFERRの平均値はディスクロージャー優良企業で-0.001とわずかなマイナスである

のに対し、非優良企業では-0.009とより大きなマイナスになっている。このことより、ディスクロージャー非優良企業は実績が期初経営者予想をより大きく下回っていたことがわかる。また、全サンプルにおけるMFERRの平均値はマイナスの値であり、期初経営者予想が楽観的な傾向があることが認められる。また、PBRの平均値はディスクロージャー優良企業で2.039、非優良企業で1.642となっており、優良企業が割高となっている。なお、本稿では主にディスクロージャー優良企業と非優良企業のグループの違いに着目していることから、以下の考察は優良企業と非優良企業について行い、普通のグループを参考として示す。

パネルBは各変数の相関係数を示している。説明変数の中で、相関が大きいものは前期のMFERRとLOSSであり、その相関係数は-0.521である。モデル1の推定に際して、多重共線性が懸念されるため、本稿ではモデル1から前期のMFERRを除外したモデル2、モデル1からLOSSを除外したモデル3も合わせて推定する。これらの推定結果に矛盾が生じなければ本検証は多重共線性について頑健であるといえる。

なお、分析に際し、外れ値が結果に与える影響を排除するために、ダミー変数以外の4つの変数であるSCORE、前期のMFERR、PBR、前期のGROWTHについて99.5パーセンタイル以上と0.5パーセンタイル以下のサンプルはそれぞれ99.5パーセンタイル、0.5パーセンタイルの値に置換して分析する。

検証2では、経営者予想の回数と修正幅についてディスクロージャー優良企業と非優良企業の比較を行い、仮説と整合的な有意差があるか否かを検証する。具体的には、ディスクロージャー優良企業は期中の修正回数が多く、修正幅が小幅で符号はプラスであることを示す。

業績修正回数の検証方法は、検証2のサンプル

図表3 変数の記述統計量と相関係数

パネルA 記述統計量		平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値	データ数
優良	MFERR _t	-0.001	0.004	0.038	0.078	-0.280	319
	SCORE _t	0.611	0.602	0.042	0.724	0.558	319
	OFFER _t	0.103	0.000	0.305	1.000	0.000	319
	PBR _t	2.039	1.807	1.073	6.992	0.488	319
	MFERR _{t-1}	0.001	0.004	0.033	0.096	-0.268	319
	GROWTH _{t-1}	1.061	1.049	0.110	1.887	0.720	319
	LOSS _t	0.075	0.000	0.264	1.000	0.000	319
普通	MFERR _t	-0.008	0.002	0.049	0.095	-0.280	426
	SCORE _t	0.505	0.505	0.030	0.557	0.449	426
	OFFER _t	0.085	0.000	0.278	1.000	0.000	426
	PBR _t	1.669	1.426	0.880	6.992	0.377	426
	MFERR _{t-1}	-0.008	0.001	0.043	0.096	-0.268	426
	GROWTH _{t-1}	1.047	1.032	0.132	1.887	0.720	426
	LOSS _t	0.138	0.000	0.346	1.000	0.000	426
非優良	MFERR _t	-0.009	-0.001	0.040	0.095	-0.214	318
	SCORE _t	0.383	0.395	0.050	0.449	0.250	318
	OFFER _t	0.088	0.000	0.284	1.000	0.000	318
	PBR _t	1.642	1.426	0.981	6.992	0.377	318
	MFERR _{t-1}	-0.008	0.002	0.045	0.096	-0.268	318
	GROWTH _{t-1}	1.046	1.022	0.122	1.887	0.720	318
	LOSS _t	0.110	0.000	0.313	1.000	0.000	318
全サンプル	MFERR _t	-0.006	0.002	0.044	0.095	-0.280	1,063
	SCORE _t	0.500	0.505	0.097	0.724	0.250	1,063
	OFFER _t	0.091	0.000	0.288	1.000	0.000	1,063
	PBR _t	1.772	1.528	0.986	6.992	0.377	1,063
	MFERR _{t-1}	-0.005	0.003	0.041	0.096	-0.268	1,063
	GROWTH _{t-1}	1.051	1.034	0.123	1.887	0.720	1,063
	LOSS _t	0.111	0.000	0.314	1.000	0.000	1,063

パネルB 変数の相関係数

	MFERR _t	SCORE _t	OFFER _t	PBR _t	MFERR _{t-1}	GROWTH _{t-1}	LOSS _t
MFERR _t	1.000						
SCORE _t	0.086	1.000					
OFFER _t	-0.079	0.018	1.000				
PBR _t	0.171	0.130	0.164	1.000			
MFERR _{t-1}	0.099	0.079	-0.054	0.132	1.000		
GROWTH _{t-1}	-0.018	0.012	-0.008	0.154	0.307	1.000	
LOSS _t	-0.020	-0.033	0.054	-0.113	-0.521	-0.203	1.000

注) SCOREはディスクロージャー標準化点数、OFFERは増資の有無を示す変数、PBRは株価純資産倍率、MFERRは経営者予測誤差、GROWTHは前期の売上高成長率、LOSSは損失の有無を表す。外れ値が結果に与える影響を排除するために、ダミー変数以外の4つの変数であるSCORE、前期のMFERR、PBR、前期のGROWTHについて99.5パーセンタイル以上と0.5パーセンタイル以下のサンプルはそれぞれ99.5パーセンタイル、0.5パーセンタイルの値に置換した上で分析を行っている。ここでは、MFERRは経常利益の予測誤差について示す。

について、標準化点数の上位30%をディスクロージャー優良企業、下位30%をディスクロージャー非優良企業、それ以外を普通の企業と定義し、3つのグループを作る。その上で、各グループの業績修正回数の平均値について、売上高の修正があ

った場合、経常利益の修正があった場合、当期利益の修正があった場合、上述のうちいずれか1つでも修正があった場合の4パターンについて示す。サンプルの各年度における業績修正回数については、期初に予想を公表した後、四半期決算や

適時開示等で期中に修正が行われた際に1回と数える。例えば、中間決算発表時と期中の適時開示でそれぞれ1回修正を行った場合、その年度の修正回数は2回になる。

業績修正幅の検証方法は、各グループの業績修正幅の平均値と中央値を示す。その際、業績修正幅は修正後会社予想から修正前会社予想を控除したものを決算月の時価総額で除して1回あたりの修正幅を算出し¹⁵⁾、その上で各サンプルの年平均修正幅を示す。合わせて修正幅の絶対値も示す。なお、検証1の実績と期初経営者予想の差について、ディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1と同様、本検証でも修正幅を上方修正か下方修正かの検証に、修正幅の絶対値を修正度合いの検証に用い、両者を峻別して考える。

仮説が正しければ、ディスクロージャー優良企業の期中の業績修正回数は多く、業績修正幅の符号は正（上方修正）で、修正幅の絶対値は相対的

に小さくなると予想する。結論を先にいえば、こうした仮説と整合的な結果が得られた。ただし、業績修正回数と業績修正幅は、ディスクロージャーの優劣以外にもさまざまな要因の影響を受けている可能性があるため、重回帰分析によって検証結果を補強する。

4. 実証結果

4.1. 検証1：ディスクロージャー優良・非優良企業の期初経営者予測誤差

図表4は分析1のディスクロージャー優良・非優良企業の期初経営者予測誤差の分析結果である。パネルAは各グループの予測誤差の平均値と中央値を示している。平均値については、ディスクロージャー優良企業および非優良企業は共にマイナスの値である。このことは実績が期初経営者予想を下回ったことを示している¹⁶⁾。しかし、

図表4 ディスクロージャー優良・非優良企業の期初経営者予測誤差

	優良		普通		非優良		t値	Z値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	-1.53%	0.59%	-3.07%	0.29%	-10.03%	0.10%	-1.628	0.660
経常利益	-0.28%	0.35%	-0.82%	0.16%	-1.11%	-0.12%	-2.626***	4.233***
当期利益	-1.22%	0.09%	-1.54%	0.05%	-3.21%	-0.34%	-2.406**	3.411***

	優良		普通		非優良		カイ二乗
	プラス	マイナス	プラス	マイナス	プラス	マイナス	
売上高	207	158	251	235	187	177	1.882
経常利益	234	131	264	222	171	193	20.975***
当期利益	206	159	249	237	152	212	15.133***

	優良		普通		非優良		t値	Z値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	7.98%	3.66%	10.68%	4.43%	18.78%	5.03%	2.101**	3.315***
経常利益	1.92%	0.93%	2.84%	1.27%	2.53%	1.16%	2.226**	2.177**
当期利益	2.17%	0.68%	2.55%	0.96%	4.07%	0.94%	2.342**	3.162***

注) t値はt検定、Z値はウィルコクソン検定、カイ二乗はカイ二乗検定の結果を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と修正幅の符号について独立性の検定を行ったものである。また***は1%水準で、**は5%水準で、それぞれ有意であることを意味する。

マイナス幅はディスクロージャー優良企業でより小さくなっており、実績が予想を下回った場合でもディスクロージャー優良企業のバッド・ニュースの度合いは小さいといえる。中央値を見ると、ディスクロージャー優良企業では売上高・経常利益・当期利益の全てで符号が正となっている。このことから半数以上の企業で実績が期初の経営者予想を上回っていることがわかる。これに対して、ディスクロージャー非優良企業は経常利益と当期利益の符号が負であり、実績が期初経営者予想を下回っている。例えば、経常利益で比較すると、優良企業は0.35%、非優良企業は-0.12%となっており、両者の間には有意な差がある。また、当期利益も同様の傾向である。以上より、ディスクロージャー優良企業は実績が期初経営者予想を上回る傾向があり、反対に非優良企業は実績が期初経営者予想を下回る傾向があるといえる。

パネルBは、各グループの予測誤差がプラスとマイナスのサンプル数を示したものである。ディスクロージャー優良企業は売上高・経常利益・当期利益の全てで経営者予測誤差がプラスの企業が過半を占めており、実績が期初経営者予想を上回る企業が多いことがわかる。他方、ディスクロージャー非優良企業は、売上高では期初経営者予測誤差がプラスの企業が過半を占めているものの、経常利益と当期利益では期初経営者予測誤差がマイナスになる企業が多く、実績が期初経営者予想を下回る企業が多い。なお、ディスクロージャーが優良であるグループと非優良であるグループ、修正幅がプラスのグループとマイナスグループについて独立性の検定であるカイ二乗検定を行った結果からは、経常利益と当期利益について有意な差が確認されている。以降の分析でも同様の傾向が見られるが、売上高は統計的な有意性が認め難い。理由として、ディスクロージャーが優良であるか非優良であるかに関わらず、売上高の予想は

利益の予想に比べ重要性が低く、ディスクロージャー優良企業でも利益ほど売上高の予想を重視していない可能性がありうる。

パネルCは、各グループの予測誤差の絶対値の平均値と中央値を示している。平均値・中央値ともに全ての項目でディスクロージャー優良企業が有意に小さい値になっている。例えば、経常利益の平均値は優良企業が1.92%、非優良企業が2.53%、中央値は優良企業が0.93%、非優良企業が1.16%であり、優良企業のほうが小さい。こうした傾向は売上高、当期利益についても確認できる。つまり、ディスクロージャー優良企業では非優良企業に比べ期初経営者予想と実績の乖離が小さいといえる¹⁷⁾。

次に、図表5は分析2のMFERRを被説明変数とした重回帰モデルの推定結果を示している。分析の結果、SCOREの係数は経常利益・当期利益のモデル1から3の全てで有意なプラスとなり、一部で10%水準とやや弱いものもあるが、概ね仮説と整合的な結論を得られた。このことより、ディスクロージャー標準化点数が高いほど経営者予測誤差がプラスになり、一方、点数が低いほど経営者予測誤差がマイナスになる傾向があるといえる。なお、売上高については、他の分析と同様に有意な結果は得られていない。

他の係数を見ると、OFFERがマイナスであり、公募増資を行う企業では予想が保守的もしくは悲観的になるという仮説と反対の結果となった。これについて、Kato et al. (2009)は、日本ではリーガルコストが低いいため経営者予想が楽観的になる傾向があると論じている。こうした背景が影響して、欧米とは異なり日本の場合は増資を行う際の経営者予想が楽観的になっている可能性がある。前期のMFERRは全てのモデルで係数がプラスになり予測誤差は1期前の経営者予測誤差と正の関係があると示された。

図表5 経営者予測誤差を被説明変数にした重回帰モデルの結果

パネルA 被説明変数=売上高の予測誤差		Intercept	SCORE _t	OFFER _t	PBR _t	MFERR _{t-1}	GROWTH _{t-1}	LOSS _t	Adj.R ²
モデル1	係数	-0.189	0.017	-0.015	0.011	0.547	0.092	0.002	0.135
	t値	-3.343***	0.401	-1.03	2.364**	4.366***	2.435**	0.141	
モデル2	係数	-0.238	0.030	-0.017	0.012	0.128	0.128	-0.030	0.120
	t値	-4.238***	0.694	-1.176	2.607***		3.449***	-2.179**	
モデル3	係数	-0.189	0.017	-0.015	0.011	0.539	0.092		0.135
	t値	-3.345***	0.402	-1.024	2.36**	4.888***	2.435**		

パネルB 被説明変数=経常利益の予測誤差		Intercept	SCORE _t	OFFER _t	PBR _t	MFERR _{t-1}	GROWTH _{t-1}	LOSS _t	Adj.R ²
モデル1	係数	-0.035	0.024	-0.013	0.008	0.122	0.003	0.008	0.183
	t値	-2.071**	1.867*	-2.971***	5.48***	3.277***	0.307	1.756*	
モデル2	係数	-0.046	0.027	-0.013	0.008		0.012	0.001	0.176
	t値	-2.749***	2.085**	-3.075***	5.66***		1.048	0.224	
モデル3	係数	-0.035	0.024	-0.013	0.008	0.091	0.003		0.182
	t値	-2.069**	1.885*	-2.874***	5.38***	2.773***	0.301		

パネルC 被説明変数=当期利益の予測誤差		Intercept	SCORE _t	OFFER _t	PBR _t	MFERR _{t-1}	GROWTH _{t-1}	LOSS _t	Adj.R ²
モデル1	係数	-0.028	0.045	-0.021	0.008	0.401	0.007	0.003	0.213
	t値	-1.208	2.536**	-3.448***	4.322***	7.826***	0.426	0.514	
モデル2	係数	-0.063	0.054	-0.022	0.009		0.033	-0.021	0.167
	t値	-2.708***	2.992***	-3.625***	4.666***		2.137**	-3.543***	
モデル3	係数	-0.028	0.045	-0.021	0.008	0.389	0.007		0.213
	t値	-1.208	2.543**	-3.426***	4.301***	8.621***	0.424		

注) モデル1: $MFERR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 MFERR_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 YEAR_{it} + \beta_8 INDUST_{it} + \varepsilon$

モデル2: $MFERR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 GROWTH_{it-1} + \beta_5 LOSS_{it-1} + \beta_6 YEAR_{it} + \beta_7 INDUST_{it} + \varepsilon$

モデル3: $MFERR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 MFERR_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 YEAR_{it} + \beta_7 INDUST_{it} + \varepsilon$

t値はt検定の結果を示す。*** 1%水準で、** 5%水準で、*10%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

モデルではYEARダミーと業種ダミーを説明変数に加えているが、分析結果でダミー変数の結果は省略している。

検証1の分析結果を総括すると、実績と期初経営者予想との差についてディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1ではディスクロージャー優良企業は実績が期初経営者予想を上回る企業が多く、期初経営者予想を下回る場合でもその幅は小さく、予測誤差の絶対値が相対的に小さいことが示された。このことは、ディスクロージャー優良企業の期初経営者予想は保守的であるという仮説と整合的である。また、過度に保守的な経営者予想は投資家の期待を低下させるが、適度に保守的な会社予想は後の上方修正余地を残すため投

資家の期待を上げることに利用できることを指摘しておく。

他方で、ディスクロージャー非優良企業は優良企業と対照的に、期初経営者予想は楽観的で、実績が期初の経営者予想を下回る企業が多く、予測誤差の絶対値も大きいことが明らかになった。これは、投資家の期待と予想に対する信頼性を損なうものであり、大幅な株価下落および情報リスクの増大による資本コストの上昇、株価低迷の原因になりうると考えられる。

また、ディスクロージャー評価の総合点と期初

経営者予測誤差の関係を明らかにした分析2では、ディスクロージャー標準化点数が高いほど期初経営者予測誤差はプラス、点数が低いほど期初予測誤差がマイナスの傾向にあることが確認できた。このことはディスクロージャーの評価が高い企業ほど期初経営者予想は保守的であることを示しており、仮説を支持するものである。

4.2. 検証2：ディスクロージャー優良・非優良企業における期中の業績修正行動

図表6は業績修正回数についての分析結果である。これによると、売上高・経常利益・当期利益の修正があった場合と上述のうちいずれか1つでも修正があった場合の全てでディスクロージャー優良・非優良ともに1.24~1.65回のレンジに収まっている。いずれの場合もディスクロージャー優良企業のほうが非優良企業より修正回数が多いが、その差に統計的な有意性は認められない。優良企業は非優良企業に比べて業績修正回数が多いと予想していたが、業績修正回数に関してはディスクロージャー優良企業と非優良との間で有意な差はないといえる。

その背景を検討するにあたり、業績修正回数1.24~1.65回に注目したい。年間1.24~1.65回という数字は、平均的な会社で期初に経営者予想を公表したのち年1~2回の修正が行われていることを意味し、それほど多い回数ではない。これは、ディスクロージャー優良企業は期初予想がある程

度正確なため業績見通しに変更がないか、期初から正確な予想を公表しているため、修正の余地が限定されていることが要因かもしれない。他方、ディスクロージャー非優良企業でこのような数字となっているのは、業績修正の必要性があってもタイムリーに修正を行わないため修正回数が少なくなっていると考えられる。このような姿勢は情報リスクの上昇、資本コストの上昇要因になると考えられる。

次に、図表7に期中の経営者予想の修正幅を示す。パネルAは各グループの修正幅の平均値・中央値である。平均値を見ると、ディスクロージャー優良企業は売上高が0.50%、経常利益が0.02%、当期利益が-0.50%となっている。当期利益のマイナスは、期初経営者予想に期中に発生する特別損益の影響が考慮されていない結果生じる現象と考えられるが、この影響がない売上高と経常利益を見ると符号は正で上方修正が行われていることがわかる。他方、ディスクロージャー非優良企業の平均値は売上高が-0.14%、経常利益が-0.56%、当期利益が-1.13%であり、符号は全て負で下方修正が行われている。

中央値では、ディスクロージャー優良企業は売上高が0.71%、経常利益が0.25%、当期利益が0.14%であり、全ての値がプラスである。このことより、過半数の企業で上方修正が行われていることがわかる。一方、ディスクロージャー非優良企業は売上高が0.50%、経常利益が-0.20%、当

図表6 ディスクロージャー優良・非優良企業の経営者予想修正回数

	優良	普通	非優良	t値	Z値	カイ二乗
売上高	1.33	1.34	1.26	-0.931	1.001	1.208
経常利益	1.29	1.34	1.24	-0.528	0.552	0.034
当期利益	1.36	1.34	1.34	-0.234	0.089	0.073
いずれか	1.65	1.64	1.54	-1.277	1.208	0.497
サンプル数	258	344	258			

注) t値はt検定、Z値はウィルコクソン検定、カイ二乗はカイ二乗検定の結果を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と2回以上であったサンプルと2回未満であったサンプルについて独立性の検定を行ったものである。

図表7 ディスクロージャー優良・非優良企業の期中の経営者予想修正幅

パネルA 期中の経営者予想修正幅の平均値と中央値

	優良		普通		非優良		t 値	Z 値	カイ二乗
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値			
売上高	0.50%	0.71%	-0.08%	0.50%	-0.14%	0.50%	-0.732	1.213	5.098**
経常利益	0.02%	0.25%	-0.23%	0.21%	-0.56%	-0.20%	-2.841***	3.924***	21.584***
当期利益	-0.50%	0.14%	-0.58%	0.10%	-1.13%	-0.24%	-1.632	3.210***	14.063***

パネルB 期中の経営者予想修正幅の絶対値の平均値と中央値

	優良		普通		非優良		t 値	Z 値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	3.55%	1.87%	5.37%	2.86%	6.09%	3.04%	3.541***	4.098***
経常利益	0.91%	0.56%	1.46%	0.74%	1.52%	0.88%	3.658***	3.735***
当期利益	1.16%	0.46%	1.16%	0.52%	1.69%	0.62%	1.429	3.288***

パネルC 期中の経営者予想修正幅を被説明変数にした重回帰モデルの結果

		Intercept	SCORE _{it}	OFFER _{it}	PBR _{it}	MFERR _{it-1}	GROWTH _{it-1}	LOSS _{it}	Adj.R ²
		係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	
売上高	係数	-0.257	-0.030	-0.018	0.013	0.331	0.072	-0.041	0.102
	t 値	-4.155***	-0.658	-1.129	2.148**	2.449**	1.695*	-2.232**	
経常利益	係数	-0.056	0.024	-0.011	0.007	0.153	-0.006	0.001	0.110
	t 値	-3.213***	1.886*	-2.432**	4.337***	4.037***	-0.482	0.162	
当期利益	係数	-0.029	0.020	-0.018	0.008	0.355	-0.006	-0.002	0.177
	t 値	-1.267	1.158	-3.169***	3.755***	7.107***	-0.406	-0.367	

注) パネルCの分析に用いた重回帰モデルは以下のとおりである。

$$CMF_{it} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{it} + \beta_2 OFFER_{it} + \beta_3 PBR_{it} + \beta_4 MFERR_{it-1} + \beta_5 GROWTH_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 YEAR_{it} + \beta_8 INDUST_{it} + \varepsilon$$

CMF = (修正後経営者予想 - 修正前経営者予想) / 時価総額

ここで、CMFは売上高・経常利益・当期利益について分析を行っている。

t値はt検定、Z値はウィルコクソン検定、カイ二乗はカイ二乗検定の結果を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と修正幅の符号について独立性の検定を行ったものである。また***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

期利益が-0.24%となっている。売上高の符号のみ正で上方修正となっているが、経常利益・当期利益では符号が負であり、過半数の企業が下方修正を行っている。このことより、ディスクロージャー優良企業は期中に上方修正を、非優良企業は期中に下方修正を行う傾向があることがわかる。なお、これらの結果について、ディスクロージャーが優良であるグループと非優良であるグループ、上方修正か下方修正かのグループについて独立性の検定であるカイ二乗検定を行った。結果は、売上、経常利益、当期利益の全てについて有意な差があることが確認された。

パネルBは各グループの期中の経営者予想修正幅の絶対値について平均値・中央値を示してい

る。平均値・中央値ともにいずれの項目でもディスクロージャー優良企業のほうが小さい。このことは、ディスクロージャー優良企業は非優良企業に比べて小幅な修正を行う傾向があることを示している。

なお、期初経営者予想の楽観性や精度が業績や過去の予測精度の影響を受けたように、期中の経営者予想修正幅やその絶対値についてもほかの要因の影響を受けている可能性が考えられる。そこで、検証結果を補強する分析として、期中の経営者予想修正幅 (CMF) を被説明変数にした回帰式により予想修正幅とディスクロージャーの優良度合いについて分析を行う。なお、期初経営者予想の分析同様、説明変数には検証1の分析2、期

初予測誤差を被説明変数とした回帰式の分析で用いた説明変数 (SCORE, OFFER, PBR, 前期のMFERR, 前期のGROWTH, LOSS, YEARダミー、業種ダミー) を用いる。結果をパネルCに示す。結果は経常利益で10%水準とやや弱いもののSCOREの有意性が確認された。パネルA、Bで有意となった当期利益についてはこの分析からは有意性を確認できなかったが、当期利益が特別損益を控除した後の利益であることから外れ値が結果に影響している可能性も考えられる。

以上を総括すると、予想修正回数についてはディスクロージャー優良企業と非優良企業の間有意な差は確認されなかった。ディスクロージャー優良企業は頻繁に予想情報を更新することで情報の非対称性の改善に努めていると考えていたが、修正の回数は優良と非優良間に有意な差はないようである。しかし、修正幅の検証では、特別損益控除前の経常利益の段階で優良企業の1回当たりの予想修正幅はプラスでその幅は相対的に小さくなっていることが明らかになった。これはディスクロージャー優良企業が期中に小幅上方修正を行っている事を示しており、修正幅については仮説と整合的な結果が得られた。株価はグッド・ニュースにプラスの反応を示し (Brown et al. (1987))、アナリストは経営者予想を受けて予想を見直す傾向がある (Hassell et al. (1988)) ことから、このような経営者予想の修正は投資家の期待や株価を上方にシフトさせる効果があると考えられる。このことから、ディスクロージャー優良企業は期中に小幅上方修正を行うことで投資家の期待を上方に誘導するような経営者予想のマネジメントに成功していると考えられる。

他方、ディスクロージャー非優良企業は期中に下方修正を行っており、修正幅の絶対値は相対的に大きいことが明らかになった。このことはディスクロージャーの信頼性を低下させると同時に、

投資家の期待を下げる要因になり得る。また、両者の違いは翌期以降のディスクロージャー評価や株式市場での評価にも大きく影響している可能性がある。

4.3. 追加分析：期末経営者予測誤差とディスクロージャー優良・非優良企業の関係

ここまでは、期初の経営者予想と期中における経営者予想の修正について検証を行った。最後に、決算直前の経営者予想を用いて、期末経営者予測誤差の分析を行い、ディスクロージャー優良企業と非優良企業において期初と期末でどのような違いがあるかを明らかにする。

先行研究で決算時にポジティブ・サプライズが広範囲に渡って認められていることから、期末時点の予想は達成可能な保守的な数字になっていると予想され、誤差はプラスになっていると考えられる。また、期中の修正 (優良企業の小幅上方修正と非優良企業の大幅下方修正) により、両グループの実績との差は共に小さくなっていると考えられるため、期末時点では両グループに差がないと予想する。なお、期初経営者予測誤差の代わりに用いた期末経営者予測誤差は、実績から期末の経営者予想をマイナスしたものを決算月の時価総額で割って算出する¹⁸⁾。本分析のサンプルは検証1の実績と期初経営者予想との差についてディスクロージャー優良企業の特徴を示した分析1に使用したサンプルのうち、期末の経営者予想を把握できる2003年3月以降に決算発表を行った企業に限定している。そのため、サンプル数は860となっている。

分析結果を図表8に示す。パネルAはディスクロージャー優良・非優良企業ごとに期末経営者予測誤差の平均値・中央値を示している。期初との比較においては、平均値はディスクロージャー優良・非優良企業ともに期初マイナスであったが

図表8 ディスクロージャー優良・非優良企業の期末経営者予想誤差

	優良		普通		非優良		t値	Z値
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値		
売上高	0.26%	0.28%	0.45%	0.41%	1.71%	0.62%	2.062**	1.544
経常利益	0.31%	0.25%	0.25%	0.19%	0.34%	0.30%	0.291	0.7916
当期利益	0.05%	0.10%	-0.08%	0.12%	-0.08%	0.08%	-1.126	0.994

	優良		普通		非優良		カイ二乗
	プラス	マイナス	プラス	マイナス	プラス	マイナス	
売上高	165	93	215	129	161	97	0.075
経常利益	197	61	238	106	185	73	1.220
当期利益	185	73	233	111	162	96	4.259**

注) t値は平均の差の検定であるt検定の検定統計量、z値は独立な2組の標本の有意差を検定するWilcoxon検定のz統計量、カイ二乗は独立性の検定であるカイ二乗検定の検定統計量を示す。カイ二乗はディスクロージャー優良・非優良と修正幅の符号について独立性の検定を行ったものである。また**は5%水準で有意であることを意味する。

期末にはプラスに転じている。また、中央値は、優良企業では期初・期末共に符号がプラスである点では変わらないが、非優良企業では期末時点で経常利益の符号がプラスに転じている。決算直前の経営者予測誤差の符号がプラスになるのは、実績が経営者予想を上回るポジティブ・サプライズであったことを示しておりDownen (1996)、Hwang et al. (1996)、Degeorge et al. (1999)の結果とも整合的である。

なお、パネルAでディスクロージャー非優良企業の当期利益の平均値がマイナスになっているのは、期末時点でも特別損益の把握ができていない、もしくは把握しながら経営者予想を修正しない企業が存在するからであると推測される。このようなディスクロージャーに対する姿勢は投資家の期待値を下げるだけでなく、投資家の信頼性を損なうことに他ならない。このことから、ディスクロージャー非優良企業では、経営者予想を用いた投資家の期待コントロールができていないことがわかる。

またパネルAとBを見ると、ディスクロージャー優良企業と非優良企業で、多くの場合、期末時点の予測誤差は平均値・中央値ともに統計的に有

意な差は確認されない。その背景には、検証2で確認された期中の修正行動（ディスクロージャー優良企業では小幅上方修正、非優良企業では大幅下方修正）により、経営者予想が実績に近い値に修正されたため違いが見られなくなったと考えられ、仮説と整合的な結論を得られた。

追加分析では期末時点の経営者予測誤差について、ディスクロージャー優良・非優良企業の傾向を示した。分析の結果から、両グループともに期末には実績が期末経営者予想を上回る傾向があることが分かった。また、期末には期中の業績修正によりディスクロージャー優良・非優良企業間で経営者予測誤差に有意な差が消滅することも明らかになった。ここで重要なことはディスクロージャー優良企業の経営者予想は期初から予測誤差が小さく実績が予想を上回る保守的な数字になっており、コントロールが効いている点である。繰り返しになるが、このような予想は投資家に信頼感を与え、ディスクロージャーの質に対する評価を高め、情報リスクの低減、資本コストの低下、株価の上昇につながる。他方で、ディスクロージャー非優良企業では期末時点になっても経営者予想をコントロールできておらず、信頼性の低い経営

者予想を公表している企業があることも明らかとなった。このような企業ではディスクロージャーに対する投資家の信頼性は低く、情報リスクが高くなる結果、資本コストも高くなり、ディスクロージャーを行っても情報リスクが解消されず株価が低迷する可能性がある。

5. まとめ

本稿は、日本証券アナリスト協会のディスクロージャー評価の対象企業を分析の対象とし、ディスクロージャー優良企業の期初経営者予想は保守的であり、期中に小幅上方修正を行っていることを示す実証分析を提示した。

期初の経営者予想を保守的に公表し期中に上方修正を行うことは、投資家の期待を上方に誘導することにつながる。このことから、ディスクロージャー優良企業は経営者予想の公表と修正を利用して投資家の予期せぬ期待が生じるのを防ぐと同時に、徐々に期待を上方に誘導するような投資家の期待マネジメントを行っていると考えられる。株価や投資家を意識した企業であればこうした行動をとるインセンティブがあると考えられるが、特にディスクロージャー優良企業がこうした行動に成功している背景には、予想精度の高さがあると考えられる。

また、分析からディスクロージャー非優良企業では、優良企業と対蹠的な経営者の公表と修正が行われていることも明らかになった。ディスクロージャー非優良企業では、実績は期初経営者予想を下回る傾向があり、期中に大幅下方修正を行う傾向にある。このことは投資家の期待を下げただけでなく予想の信頼性を損なうものであり、ディスクロージャー非優良企業では投資家の期待コントロールに課題が多いことが明らかになった。

本稿で確認されたディスクロージャー優良企業

が行っている経営者予想のマネジメントは、経営者予想と決算実績の双方を期初から正確に把握し、コントロールする必要があるため全ての企業で実現可能ではない可能性がある。しかし、ディスクロージャーに優れた企業では経営者予想の公表を通じて予期せぬ期待が起こるのを最小限にとどめるだけでなく、さらに進んで投資家の期待を徐々に上方へ誘導するようなディスクロージャーを行っていることが明らかになったことは重要な発見である。ディスクロージャーに優れた企業による投資家の期待マネジメントは、継続的かつ安定的な株価成長を実現する上でも重要であると考えられ、こうした論点については今後も引き続き検討していきたい。

《注》

- 1) 日本市場における期待コントロールについては野間 (2008) を参照。
- 2) 予想の楽観性には、企業の財務内容、所属産業、上場市場、企業の収益率、資金調達必要性、その時代の経済状況などが関連している。例えば、所属産業に関して、McDonald (1973), Basi et al. (1976), Jaggi (1978), Porter (1982) は企業の所属産業と予想誤差の関連を調査し、規制産業に属する公益企業の経営者予想は過度に儲けている印象を避けるため非公益企業より精度が高く悲観的であると述べている。上場市場に関してはBasi et al.(1976), Jaggi(1980), Choi and Ziebart (2004) などの研究があり、Basi et al. (1976) はNYSE上場企業の利益予想はAMEX上場企業よりも精度が高く悲観的と報告している。
- 3) この点について、Matsumoto (2002) は、経営者は決算時のネガティブ・サプライズが事前の予想修正より影響が大きいと考えていると述べている。
- 4) 経営者の自主開示の動機を論じた自主開示理論 (voluntary disclosure theory) では、経営者は取締役や株主に対する説明責任があり、業績や株価の低迷による解雇のリスクがあるためにディスクロージャーを行うとされる。実証結果からはWarner et al. (1988), Weisbach (1988) が、CEOの交代は低調な株価パフォーマンスに関連していると述べ、DeAngelo (1988) は、取締役採択に反対した投資家はその理由に株価低迷・業績低迷を指摘していると報告している。また直接金融を頻繁に行う企業ほど経営者は予想を積極的に公表するという実証結果もあり、Healy et al. (1999) などがディスクロージャーが改善した会社で資金調達が行われたことを確認している。

- 5) 米国会計基準採用企業、特別損益が確定していない等の理由から当期利益予想を行わない場合など。
- 6) 商社の売上高は経営者予想が総額表示で公表されることから総額表示を採用する。
- 7) 本稿の分析対象外ではあるが、2005年度からは従来の業種別の評価に加えて、新興市場上場企業の評価も行っている。
- 8) ディスクロージャー標準化点数 $j = |50 + 10(\text{総合評価点}_j - \text{平均値}_{sj}) / \text{標準偏差}_{sj}| / 100$ 。ただし、 j はサンプル企業、 s は業種、 y は年度を表す。100で割っているのは他の変数と位を合わせるためである。
- 9) なお、米国のディスクロージャーに関する研究ではAIMR (Association of Investment Management and Research) が毎年行っている Corporate Information Committee Report のディスクロージャー評価を用いることが多い。代表的なものに、Welker (1995) と Heflin et al. (2005) のディスクロージャー評価とビット・アスク・スプレッドの分析、Botosan and Plumlee (2002) のディスクロージャー評価と資本コストの分析、Lang and Lundholm (1996) のディスクロージャー評価とアナリストの利益予測についての分析などがある。また Healy et al. (1999) はディスクロージャーが大幅に改善した企業を検証し、これらの企業ではディスクロージャー改善後に株式リターンが増加し、機関投資家比率が増え、ビット・アスク・スプレッドが小さくなったと報告している。
- 10) 期初経営者予測誤差 = (実績 - 期初経営者予想) / 時価総額。ただし、時価総額は決算月のものを用いる。
- 11) ただし、時価総額は決算月のものを利用する。PBR_tについても同様。
- 12) 東証業種大分類のうち金融とサンプルに含まれてない鉱業は除く。本稿はサンプル数が多くないため、東証業種大分類を用いる。大分類は、10業種であるが、本稿がサンプルから除外している金融と、サンプルに含まれていない鉱業は除くので、サンプルに含まれる業種は8業種である。
- 13) 日本における経営者予想の予測誤差に関する要因分析では、Ota (2006) が同様に先行研究をもとにした説明変数で回帰モデルを作成したのものがある。
- 14) 2期前の経営者予測誤差も説明変数に投入し分析を行ったが、有意とならなかったため説明変数より除外した。
- 15) 期中の経営者予想修正幅 = (修正後経営者予想 - 修正前経営者予想) / 時価総額。ただし、時価総額は決算月の時価総額を利用。
- 16) ディスクロージャー非優良企業の売上高の予測誤差がマイナス方向に大きくなっているのは、商社の売上高が総額表示となっていることが大きく影響している。これは、売上高で総額表示を採用すると分母(時価総額)に対し分子(実績 - 期初経営者予想)が大きくなるためである。
- 17) ディスクロージャーが優良であるかの基準として、上位30%を優良、中位40%を普通、下位30%を非優良と定義したが、結果の頑健性を確認するために、パネルAに示した予測誤差について、①上位20%を優良、中位60%を普通、下位20%を非優良とした場合、②上位40%を優良、中位20%を普通、

- 下位40%を非優良とした場合についても分析を行った。結果は、上下30%を優良/非優良と定義した場合と同じであり、このことから結果の頑健性は保たれていると考えられる。
- 18) 期末経営者予測誤差 = (実績 - 期末経営者予想) / 時価総額。ただし、時価総額は決算月のものを利用した。

《参考文献》

- Ajinkya, B., Gift, M., 1984. Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22, 425-444.
- Basi, B., Carey, K., Twark, R., 1976. A comparison of the accuracy of corporate and security analysts' forecasts of earnings. *The Accounting Review* 51, 244-243.
- Betker, B., Ferris, S., Lawless, M., 1999. Warm with sunny skies: Disclosure statement forecasts. *American Bankruptcy Law Journal* 73, 809-835.
- Botosan, C. A., Plumlee, M. A., 2002. A re-examination of disclosure level and expected cost of capital. *Journal of Accounting Research* 40, 21-40.
- Brown, L. D., 2001. A temporal analysis of earnings surprises: Profits versus losses. *Journal of Accounting Research* 39, 221-241.
- Brown, L. D., Griffin, P., Hagermana, R., Zmijewski, M., 1987. An evaluation of alternative proxies for the market's assessment of unexpected earnings. *Journal of Accounting and Economics* 9, 159-194.
- Burgstahler, D., Eams, M., 2001. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. Working paper, University of Washington and Santa Clara University.
- Choi, J., Ziebart, D., 2004. Management earnings forecasts and the market's reaction to predicted bias in the forecast. *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics* 11, 167-192.
- Coller, M., Yohn, T., 1997. Management forecast and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research* 35, 181-191.
- DeAngelo, L., 1988. Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics* 10, 3-37.
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R., 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business* 72, 1-33.
- Downen, R. J., 1996. Analyst reaction to negative earnings for large well-known firms. *Journal of Portfolio Management* 23, 49-55.
- Frankel, R., McNichols, M., Wilson, G. P., 1995. Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*

- 70, 135-150.
- Frost, C. A., 1997. Disclosure policy choices of UK firms receiving modified audit reports. *Journal of Accounting and Economics* 23, 163-188.
- 後藤雅敏, 1997. 『会計と予測情報』, 第4版, 中央経済社.
- 後藤雅敏, 桜井久勝, 1993. 「利益予測の改訂情報とインサイダー取引規制」『企業会計』第45巻第9号, 127-132.
- 河榮徳, 1994. 「ファイリング制度の実証分析—業績予想修正の情報効果—」『企業会計』第46巻第6号, 83-92.
- 河榮徳, 1998. 「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第377号, 63-89.
- Hassell, J., Jennings, R., Lasser, D., 1988. Management earnings forecasts: Their usefulness as a source of firm-specific information to security analysts. *The Journal of Financial Research* 11, 303-320.
- Healy, P., Hutton, A., Palepu, K., 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16, 485-520.
- Healy, P., Palepu, K., 1988. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics* 21, 149-175.
- Healy, P. Palepu, K., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Heflin, F., Shaw, K. W., Wild, J. J., 2005. Disclosure quality and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes. *Contemporary Accounting Research* 22, 829-865.
- Hirst, E., Koonce, L., Miller, J., 1999. The joint effect of management's prior forecast accuracy and the form of its financial forecasts on investor judgment. *Journal of Accounting Research* 37, 101-124.
- Hwang, L., Jan, C., Basu, S., 1996. Loss firms and analysts' earnings forecast errors. *Journal of Financial Statement Analysis* 1, 18-30.
- Irani, A., 2000. Determinants of bias in management earnings forecasts. *Accounting Enquiries* 10, 33-86.
- Jaggi, B., 1978. A note on the information content of corporate annual earnings forecasts. *The Accounting Review* 53, 961-67.
- Jaggi, B., 1980. Further evidence on the accuracy of management forecasts vis-à-vis analysts' forecasts. *The Accounting Review* 55, 96-101.
- Kato, K., Skinner, D., Kunimura, M., 2009. Management forecast in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated. *The Accounting Review* 84, 1575-1606.
- Koch, A., 2002. Financial distress and the credibility of management earnings forecasts. Working Paper, Carnegie Mellon University.
- Lang, M., Lundholm, R., 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71, 467-493.
- Matsumoto, D., 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review* 77, 483-514.
- McDonald, C., 1973., An empirical examination of the reliability of published predictions of future earnings. *The Accounting Review* 48, 502-510.
- Milgrom, P., 1981. Good news and bad news: Representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics* 12, 280-291.
- 野間幹晴, 2008. 「経営者予想とアナリスト予想—期待マネジメントとハーディング」『企業会計』第60巻第5号, 116-112.
- Ota, K., 2006. Determinants of bias in management earnings forecasts: Empirical evidence from Japan. Gregoriou N., Gaber, M., *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*. Elsevier Press, Burlington. 267-294.
- Piotroski, J., 1999. Discretionary segment reporting decisions and the precision of investor beliefs. Working paper, University of Chicago.
- Porter, G., 1982. Determinants of the accuracy of management forecasts of earnings. *Review of Business and Economic Research* 17, 1-13.
- Pownall, G., Waymire, G., 1989. Voluntary disclosure credibility and securities prices: Evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 27, 227-246.
- Richardson, S., Teoh, S., Wysocki, P., 1999. Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: Are analysts' forecasts optimistic or pessimistic? Working paper, University of Michigan.
- Richardson, S., Teoh, S., Wysocki, P., 2004. The walkdown to beatable analyst forecasts: The role of equity issuance and insider trading incentives. *Contemporary Accounting Research* 21, 885-924.
- 桜井久勝, 後藤雅敏, 1992. 「利益予測改訂情報に対する株価の反応—インサイダー取引規制の実証分析—」『会計』第141巻第6号, 43-57.
- Skinner, D., Sloan, R. G., 2002. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7, 289-312.
- Soffer, L. C., Thiagarajana, S. R., Walther, B. R., 2000. Earnings preannouncement strategies. *Review of Accounting Studies* 5, 5-26.
- Warner, J., Watts, R., Wruck, K., 1988. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics* 20, 461-493.
- Waymire, G., 1984. Additional evidence on the information

- content of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research* 22, 703-719.
- Weisbach, M., 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-461.
- Welker, M., 1995. Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research* 11, 801-828.
- Williams, P., 1996. The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast. *The Accounting Review* 71, 103-115.

日本経営ディスクロージャー研究学会 第12回年次大会

開催日 2009年6月27日(土)

主催校 駒澤大学

報告者

自由論題

岩渕昭子氏(東京経営短期大学)

猿山義広氏(駒澤大学)

賈 昕氏(日本大学)

統一論題 「経営ディスクロージャーの原点」

司会: 黒川行治氏(慶應義塾大学)

基調講演

「日本経営ディスクロージャー研究学会の原点」

雨宮真也氏(駒澤大学)

統一論題シンポジウム

パネリスト

雨宮真也氏(駒澤大学)

青木茂男氏(青山学院大学)

貫 隆夫氏(大東文化大学)

ディスクロージャー研究学会 第11回年次大会プログラム

主催校 兵庫県立大学
大会準備委員長 高須 教夫
開催日 2009年11月22日（日）
開催場所 兵庫県立大学 神戸学園都市キャンパス

I. 開会挨拶 9：45～9：50 キャンパス教育棟 I 1階C-101

挨拶 柴健次会長

II. 自由論題セッション 10：00～12：00

第1会場（キャンパス教育棟 I 1階C-104）

司会：太田浩司氏（兵庫県立大学）

(1) 梅澤俊浩氏（北九州市立大学）

「直近の業績予想修正値を考慮した決算発表の情報効果」

(2) 円谷昭一氏（埼玉大学）

「事業セグメント情報にみるディスクロージャー研究の課題」

（休憩 11：15～11：25）

(3) 竹原 均氏（早稲田大学）

「年金資産運用が母体企業の財務諸表に与える影響の評価」

第2会場（キャンパス教育棟 I 1階C-105）

司会：吉田和生氏（名古屋市立大学）

(1) 田口聡志氏（同志社大学）

「会計ディスクロージャーと投資家心理に係る実験的検証」

(2) 太田康広氏（慶應義塾大学）

「監査人の有限責任制，監査の質，監査リスクおよび監査報酬についての比較ゲーム分析」

（休憩 11：15～11：25）

(3) 中野 勲氏（神戸大学）

「資本主義の多期間的ゲームモデルと保守主義会計－無限期間への拡張－」

III. 休憩・理事会 12：15～13：15 大学会館別館大会議室

IV. 会員総会 13：30～14：30 キャンパス教育棟 I 1階C-101

V. 統一論題セッション 15:00~17:45 キャンパス教育棟 I 1階C-101

テーマ:「ディスクロージャー研究の課題と展望」

司会: 笹倉淳史氏 (関西大学)

(1) 坂上 学氏 (法政大学)

「XBRL環境下におけるディスクロージャー研究の新たな展望」

(2) 杉本徳栄氏 (関西学院大学)

「IFRS導入とディスクロージャー」

(3) 村井秀樹氏 (日本大学)

「炭素制約社会におけるカーボン・ディスクロージャーの課題と展望」

(休憩 16:30~16:45)

統一論題討論 16:45~17:45

VI. 懇親会 18:00~19:30 大学生協

日本ディスクロージャー研究学会 第1回研究大会プログラム

主催校 関西大学
大会準備委員長 柴 健次
大会準備委員 太田浩司、乙政正太、加藤久明、笹倉淳史、田村香月子、富田知嗣、松尾聿正、
松本祥尚、宗岡 徹
開催日 2010年5月7日（金）・8日（土）
開催場所 関西大学 千里山キャンパス

5月7日（金） 関西大学百周年記念会館

16：00 理事会受付
16：30 両学会の統合理事会（新学会理事会を兼ねる）

5月8日（土） 関西大学百周年記念会館

9：30 大会受付開始（16：30まで）
10：00 開会挨拶

10：10 旧学会最終総会

第1会場 日本経営ディスクロージャー研究学会
第2会場 ディスクロージャー研究学会

10：45 - 11：45 自由論題報告

第1会場 司会：松尾聿正氏（関西大学）

- 報告 古山 徹氏（日経メディアマーケティング株）
「訂正有価証券報告書の提出状況と提出会社の特徴について」
- 報告 坂上 学氏（法政大学）
「財務数値の分布特性とその含意」

第2会場 司会：星野優太氏（名古屋市立大学）

- 報告 奥田真也氏（大阪学院大学）・中條良美氏（阪南大学）
「残余利益モデルによる株価の過剰分散制約の検証」
- 報告 石川博行氏（大阪市立大学）
「利益と配当のコロポレーション効果に関する実証分析」

11:45 - 13:15 お昼休み

* 12:00 - 13:00 統一論題打合せ

13:15 - 13:45 新学会設立総会

14:00 - 17:30 統一論題報告・討論

<報告の部> 14:00 - 16:10

司会 柴 健次氏 (関西大学)

●第1報告 黒川行治氏 (慶應義塾大学)

「公共社会とディスクロージャー学の意義」

●第2報告 亀川雅人氏 (立教大学)

「経営情報の意味と役割～ディスクロージャーが創造する価値について～」

<休憩 10分>

●第3報告 高須教夫氏 (兵庫県立大学)

「情報と規制～規制の経済的意味について～」

●第4報告 伊藤邦雄氏 (一橋大学)

「ディスクロージャー研究の今後の展望」

<討論の部> 16:30 - 17:30

座長 柴 健次氏

パネリスト 黒川行治氏、亀川雅人氏、高須教夫氏、伊藤邦雄氏

18:00 - 19:30 懇親会

日本ディスクロージャー研究学会
第2回研究大会プログラム・第4回研究カンファレンスプログラム

主催校 立教大学
大会実行委員長 亀川雅人
大会実行委員 青淵正幸
開催日 2011年1月9日(日)
開催場所 立教大学 池袋キャンパス

10:00~16:00 受付(7号館A棟1階)

10:30~11:50

自由論題報告1

- 会場: 7号館2階7201教室
- 司会: 山中伸彦氏(立教大学)
- 10:30~11:10
テーマ: 医療における情報の可視化とその問題点
報告者: 八木麻衣子氏(聖マリアンナ医科大学東横病院)
- 11:10~11:50
テーマ: 技術進歩と経営戦略の両面から見た特許情報開示の是非
報告者: 柴田 徹氏(東京交通短期大学)

自由論題報告2

- 会場: 7号館2階7203教室
- 司会: 中嶋教夫氏(明星大学)
- 10:30~11:10
テーマ: 成長オプションの価値形成と研究開発費
報告者: 譚 鵬氏(関西学院大学)
- 11:10~11:50
テーマ: 銀行のパフォーマンス指標に関する一考察
報告者: 古山 徹氏(日経メディアマーケティング)

<昼休み(理事会)>

13：20～14：40

自由論題報告 3

- 会場：7号館2階7201教室
- 司会：大柳康司氏（専修大学）
- 13：20～14：00
テーマ：監査事務所における監査人の協調関係に関する理論的考察
報告者：下川智広氏（日本マルチメディアサービス）
- 14：00～14：40
テーマ：日米におけるガバナンスの新動向
報告者：三宅博人氏（公認会計士）

研究カンファレンス

- 会場：7号館1階7102教室
- 司会 中條祐介氏（横浜市立大学）
- 13：30～14：00
テーマ：法人税率変更時における企業の報告利益管理
報告者：山田哲弘氏（名古屋市立大学）
- 14：00～14：20 コメント
コメンテータ：奥田真也氏（大阪学院大学）
- 14：20～14：40 質疑応答

統一論題セッション（14：50～17：10）

テーマ：ステークホルダーコミュニケーションとディスクロージャー

統一論題報告（14：50～15：50）[7号館1階7101教室]（報告時間各20分）

- 司会：星野優太氏（名古屋市立大学）
- 第1報告「東証の独立役員制度とディスクロージャー」
濱田眞樹人氏（ハリリー・ウィンストン・ジャパン）
- 第2報告「コーポレートガバナンスとディスクロージャー」
市川佐知子氏（弁護士）
- 第3報告「企業情報を戦略的に取り扱う意義」
本島康史氏（ボストン・コンサルティング・グループ）

会長挨拶（16：00～16：05）[7号館1階7101教室]

事務局からのお知らせ（16：05～16：10）[7号館1階7101教室]

統一論題シンポジウム（16：10～17：10）【7号館1階7101教室】

●コーディネータ：亀川雅人氏（立教大学）

●パネリスト

濱田眞樹人氏（ハリ－・ウィンストン・ジャパン）

市川佐知子氏（弁護士）

本島康史氏（ボストン・コンサルティング・グループ）

懇親会（17：20～18：40）【第一食堂】

Editor's Note

多くの関係者・会員のご協力のおかげで、ここに『現代ディスクロージャー研究』第11号をお届けすることになりました。この11号については、次頁(編集データ)に示されるように5本の応募が寄せられ、厳正な審査の結果、2本が採択されました。ひとつは、格付けにおける原資産情報のデューデリジェンスについてとりあげたもので、当該問題について歴史的、経済的かつ法的な視点から詳細に議論しており、最近の社会問題に関係するディスクロージャー分野の学術研究として価値が認められます。もうひとつは、経営者予想について、その期初予想と期中の修正行動を包括的に分析したものであり、企業のディスクロージャーを解明する研究として興味深いものです。いずれも厳正な審査が行われ、査読意見を含めて十分に検討され、修正を重ねて完成されたものです。第11号の発行に当たり、15名の編集委員の方々には、委員会の審議や研究カンファレンスの運営など、多くのご協力をいただきました。また、査読委員の方々には、厳しい時間的制約の下で査読を担当していただきました。併せて感謝申し上げます。

さて、今年3月11日(金)に東北地方を中心とするマグニチュード9の大地震が発生しました。この東日本大震災によって多数の死者や行方不明者が発生し、また家屋の倒壊や農作物の放射能汚染をはじめとする物的被害も甚大であり、お悔やみ申し上げるとともに1日も早いご復興を心よりお祈り申し上げます。この大震災は未曾有の社会的現象であり、いろいろな問題に波及しており、多岐な議論が可能です。その中で、特にディスクロージャーの視点からこれを取りあげると、情報の適時性や信頼性などについて興味深い示唆を得ることができます。ほんの数分前に起こった大地の震動や津波などの大事故が映像としてリアルに報道され、ショッキングではありましたが、即時なディスクロージャーとしては評価できます。福島原子力発電所の事故についても、突然の発煙や懸命な放水作業の様子は同様なものとして評価できます。しかし、これに関連する政府や東京電力等の説明については、迅速性に欠け、不明な点も多く、問題が残るものでありました。それに対応してか、関連する国民の反応は過剰さみになったと考えられます。避難区域やその近隣に救援物資が配達されなかったり、特定の住民の宿泊が拒否されたり、また海外に一時的に避難する人もありました。こうした反応は何故起こるのでしょうか? もちろん、すべてが過剰ではなく、正常なものもあるかもしれませんが、過剰なものとして議論をすすめることをお許しください。理由として、まず健康に直接関わるため関心が高く、敏感に反応しやすいことがあります。その上で、関連する公表情報に対する不信感があげられます。政府等が健康への影響は極めて少ないと公表しても、何か重要事実を隠蔽していると思われ、情報を拡大解釈して行動したと考えられます。また、多くの国民においては放射能について専門的な知識が少なく、わからないために不安感が増幅したかもしれません。約10年前に東海村の臨界事故があったとはいえ初めての体験であり、個人が考えつく可能な行動をとったと考えられます。このことから、今回の大震災は情報の信頼性と情報内容の理解度が情報の受け手の行動に影響を与えた代表的な事例として捉えることができます。但し、結論を確定するには厳密な分析を行う必要があることは言うまでもありませんが、この日本ディスクロージャー研究会において学術研究として非常に多く分析されている企業情報についても、同様な議論が可能かどうか、今後の研究に期待したいと思います。

研究誌編集委員長

吉田和生

編集データ

『現代ディスクロージャー研究』第11号の編集状況は次の通りである。すべての原稿は、研究誌編集委員会が採否を決定した。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。

論文セッション

受付数	5
うち、	
受理数（採択率）	2（40%）
条件付採録決定・未受理数	1

研究誌編集委員会

謝 辞

査読委員の長期にわたる真摯なレビューがなければ、学会誌の品質はけっして確保できませんでした。現代ディスクロージャー研究編集委員会は、ここに記して、第11号の査読委員、並びに、査読プロセス中のために第10号で掲載を差し控えさせて頂いた査読委員の皆様に感謝の意を表します。謹んで御礼申し上げます。なお、査読プロセス中の査読委員につきましては、採録決定まで掲載を差し控えさせていただきます。

太田 浩司	関西大学
乙政 正太	関西大学
岸田 雅雄	早稲田大学
徳賀 芳弘	京都大学
向 伊知郎	愛知学院大学
山形 武裕	佐賀大学
吉田 和生	名古屋市立大学
吉田 靖	千葉商科大学

(敬称略、五十音順)

研究誌編集委員会

『現代ディスクロージャー研究』投稿規程

日本ディスクロージャー研究学会研究誌編集委員会

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

投稿原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を次のように決定し、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）、論文要旨（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
論文要旨	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、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する。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(,) (.)を使用する。

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, 掲載頁.

・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, 掲載頁.

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.

参考文献の英字はすべて立体にして下さい。

現代ディスクロージャー研究 No.11

2011年5月20日 発行

©発行者 日本ディスクロージャー研究学会
発行所 〒564-8680
大阪府吹田市山手町3-3-35
関西大学 第2学舎研究棟
柴健次研究室気付
印刷所 株式会社NPCコーポレーション
