

現代ディスクロージャー研究

現代ディスクロージャー研究

JARDIS

現代ディスクロージャー研究 2014年10月

NO.14

日本ディスクロージャー研究学会

No.14
2014.10

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.14 2014年10月

日本ディスクロージャー研究学会

目 次

■ 会長メッセージ

専門知の復権と学者の職業倫理 黒川 行治 (1)

■ 論 文

経営者の情報開示・開示規制と投融資決定

—コーディネーション・ゲームを用いた分析— 上枝 正幸 (7)
上條 良夫

アナリストによる投資推奨の変更と株式リターン 中井 誠司 (25)

投稿規程

Contemporary Disclosure Research

No.14 2014 • October

The Japanese Association for Research in Disclosure

CONTENTS

▀ Presidential Message

Public Confidence in Academic Knowledge and Code of Ethics for Scholars

..... Yukiharu Kurokawa (1)

▀ Articles

The Effect of Managerial Disclosure Decision and Its Regulation on Investment
and Lending Behavior: An Analysis of Coordination Games

..... Masayuki Ueda (7)
Yoshio Kamijo

Changes in Analysts' Recommendations and Stock Returns

..... Seiji Nakai (25)

Instructions for Authors

日本ディスクロージャー研究学会

2012.4-2015.3

会 長

黒川 行治 慶應義塾大学

名誉会長

柴 健次 関西大学 日本学術会議および関西地区担当

副会長

薄井 彰 早稲田大学 研究および大会担当および関東地区担当

亀川 雅人 立教大学 研究および大会担当、経営関連学会評議員

常任理事

青淵 正幸 立教大学 年報編集委員長および会報担当

岩渕 昭子 東京経営短期大学 会計担当

大柳 康司 専修大学 会員担当およびディスクロージャー研究会議担当

坂上 学 法政大学 ウェブ・広報担当

中條 祐介 横浜市立大学 学会誌編集委員長

村井 秀樹 日本大学 渉外担当（他学会連携行事担当、経営関連学会評議員）

吉田 和生 名古屋市立大学 故須田先生追悼記念事業および中部地区担当

理 事

青木 茂男 茨城キリスト教大学 石川 博行 大阪市立大学

伊藤 邦雄 一橋大学 太田 三郎 千葉商科大学

奥村 雅史 早稲田大学 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

國村 道雄 名古屋市立大学 黒川 保美 専修大学

小西 範幸 青山学院大学 首藤 昭信 神戸大学

多賀谷 充 青山学院大学 竹原 均 早稲田大学

野口 晃弘 名古屋大学 八田 進二 青山学院大学

星野 優太 椙山女学園大学 古山 徹 日経メディアマーケティング株式会社

吉田 靖 東京経済大学

監 事

瓦谷 純一 株式会社メデイサイエンスプランニング 町田 祥弘 青山学院大学

幹 事

浅野 敬志 首都大学東京 記録担当

國見真理子 田園調布学園大学 会員・出納担当

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年 雨宮 真也

2009-2010年 黒川 行治

日本ディスクロージャー研究学会

2010-2012年 柴 健次

学会 Home Page <http://www.jardis.org/>

学会事務局

〒108-8345 東京都港区三田2-15-45

慶應義塾大学商学部会計研究室 黒川行治気付

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。

2012.4-2015.3

委員長

中條 祐介 横浜市立大学

副委員長

乙政 正太 関西大学 中野 誠 一橋大学

編集委員

石川 博行	大阪市立大学	榎本 正博	神戸大学
大鹿 智基	早稲田大学	太田 浩司	関西大学
太田 康広*	慶應義塾大学	大沼 宏*	東京理科大学
奥村 雅史	早稲田大学	阪 智香	関西学院大学
坂上 学	法政大学	首藤 昭信*	神戸大学
竹原 均	早稲田大学	田澤 宗裕	名城大学
吉田 靖	東京経済大学	米山 正樹	東京大学

(*の委員は2014年5月に就任)

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
2008-2012年	吉田 和生

専門知の復権と学者の職業倫理

Public Confidence in Academic Knowledge and Code of Ethics for Scholars

黒川 行治 (慶應義塾大学 教授)
Yukiharu Kurokawa, Keio University

1. 学者の役割と専門知への懐疑

学問は文明の一部として過去から現在、未来へと受け継がれていくものであり、学者の使命は、それぞれの専門分野について、先達の知的財産を受け継ぎ、到達点を見定め、その到達点をさらに伸ばすことに知的努力を捧げ、そして後進の学者が受け継ぐ時まで保持し続けることである。世俗的人間社会と一線を画し、学問の世界のなかでこのような学者としての役割を果たすのも悪くはない。しかし、専門が社会科学の領域の場合には、人間社会に存在する諸課題を構成する複雑な利害関係の解明と利害関係者間における資源の分配決定について、専門家としての意見が求められ審議に参画することも多くあるので、世俗的人間社会に身を置いた政策論も研究領域に加わってくる。

しばしば、このような政策論に軸足を置く学者は、資源の分配に直接関わる利害関係者、新たな政策から最大の影響を受けると予想される関係者に「捕囚」されているのではないかと疑われることから、「御用学者」という造語も生まれ呼ばれることも多い。他方、政策を審議する場での専門家の知見が一般社会の常識といささかかけ離れ、専門家集団内部でしか理解できない概念、モデルを用いた結論も散見された。人間社会の実態の認識の欠如、利害対立の実相の無理解とも思われる知見の開陳は、専門知への懐疑を生じさせ、人間社会の諸課題の解決には一般知(一般市民の参加)

も必要と見做されるに至った。

どうして、専門知への疑問が生じうるのであろうか。本稿の目的は、社会科学の研究者のあり方を少しく省みて、これまで以上に人間社会に存在する諸課題の解決に専門知が貢献できないものを考察することにある¹⁾。

2. 学者としての職業倫理

学者としての職業倫理を、まずもって確認しておこう。専門職(米国公認会計士協会その他)の職業倫理を参考にしながら、試案を提示することしようと思う²⁾。

学者である前に社会人としての道徳、すなわち、正直であり、誠実であることは必要条件である。それに加えて、研究過程における正確さが求められるので、注意深い性格も必要条件となる。さらに、研究は高貴な行為であって、それに身を投じる者は個人的な利益を犠牲にしても、その高貴な行為への確固たる献身をする覚悟が求められる³⁾。

具体的な行動規範は以下ようになる。

- ① 研究においては、注意義務、すなわち、専門研究者としての技術的および倫理的基準を遵守し、能力の向上と知識の蓄積に継続的努力を払い、自己の能力の限りを尽くす努力を行なうべきである。
- ② 公益を尊重し、公益につながると思われる方

法で活動する義務を負う。専門職業への献身をはっきりと表明し、社会からの信頼を維持拡大するために、最高度の誠実さをもって学者としての責任のすべてを遂行しなければならない

- ③ 独立性、すなわち、学識専門家としての責任を果たす場合には、利害対立から自由であるべきである。審議会等の委員として、あるいは為政者から意見を求められ、政策判断に関与する機会に携わっている学者は、利害関係から独立しているべきである⁴⁾。

若干重複しているようにも思えるが、学者としての行動規範を3つ程列挙してみた。研究過程とくに実証研究過程における客観的な（恣意的でない）データ処理、論文作成における適切な引用等は、学者としての職業倫理の結果であり、また、政策判断における利害関係者からの独立性は、捕囚を疑われないための行動規範である。このような学者の職業倫理を提案することには理由がある。そこで、研究過程における倫理問題が生じる原因が何であるのかについて検討することから始めよう。

3. なぜ、研究過程で倫理問題が発生するのか⁵⁾

第1に、「私利私欲」すなわち自分の利益のために研究するという目的設定が挙げられる。もちろん、人間であるので名誉欲は当然ある。名誉のために研究すること自体、努力を継続するインセンティブとして必要なことである。しかし、ここで言及しているのは、名誉を得ること自体が目的化することを問題にしている。名誉欲は動機付けの一要因であって、研究の目的は真理の追求と、それが解明されることで最も恵まれない人々が救われるような人間社会の制度（政策）を工夫する

ためである。つまり、研究は私利私欲のためではなく、利他的（社会的）な行為なのである。

第2に、研究成果をめぐる競争がある。競争状態そのものは、研究遂行上の工夫や、ライバルを超える仕事への没頭という点で、やはり研究を推進する要因になる。問題は、「何としても相手に勝ちたいという意欲が、何をしても相手を打ち負かすのだという行為に転換する」危険なのである。競争原理による研究費の配分制度が導入されている場合に、陥る危険が増すと思われる。

第3に、研究室単位など組織単位で共同研究をしている場合に、組織の長や指導教授等の権力をもっている者が権威主義的な態度をとることである。共同研究のゴールは、研究課題の解決に向かって、構成員の個々の目標・努力が一致することで成し遂げられる。権威主義的な風土が蔓延すると、部下が上司に向かって提言することができなくなり、研究途上における誤りが放置されることになる。部下は自分自身の分担箇所での誤りや滞りを上司に報告することに躊躇し、共同研究成果全体の信頼性にも疑義が生じる自体を招く危険がある。

次に学者個人の価値観・精神性と研究課題の選択の問題を考えてみよう。

4. 学者個人の価値観と研究の目的⁶⁾

どのような人生を歩んでいこうかという個人の信念、すなわち、学者個人の価値観や精神性は、研究課題の設定や研究過程における推論、モデルの設計、データの収集方法、そして結論の導出に少なからず影響を及ぼす。学者に限ったことではなく、人生を歩む個々の人間として、どれだけ成熟しているのかが問われるのである。

第1に、罰を逃避すること、権力に服従することを行為規範とする段階がある。母親に対する幼

見の態度を思い浮かべよう。この行為規範に従う学者あるいは教育者を兼ねた教授は最も尊敬されない。

第2に、個人的な金銭報酬の探索のために研究活動をすることが挙げられる。自己の株式投資収益のために、実証会計の研究に打ち込むことも例示される。もっとも、自己の利益を追求することは、研究遂行の有力なインセンティブになるので、自己の利益追求を最終の目的にしないことが大切である。

第3に、学者仲間からの承認、学会における高い地位、所属機関の上司や同僚からの承認を得ることに価値において研究活動をすることが挙げられる。ライバルたちからの査読に合格し、ジャーナルに掲載されるために研究すること、所属大学等で助教から准教授へ、准教授から教授への昇進のために研究成果をあげること、より好ましい大学等への移動を目的として研究をすることが例示できる。

第4に、学界の領域を超え、人間社会を構成する慣習や法律・経済等の社会制度への関心から、社会に存在する課題や矛盾を是正したいという強い意志が研究課題の選択と研究活動を推進する場合である。このような公共性に目覚めた（啓発された）学者は、もはや「象牙の塔」に閉じこもっていることができなくなるものだ。

第5に、（私の）理想とする学者像を挙げたい。正義や公正といった哲学上（道徳）の基本原則の素養をもち、さらに影響を受けるすべての利害関係者を思いやる慈しみや人間の本質を少しでも理解しての受容（許容）という精神性を持っていること。研究遂行上、他者（研究対象の場合もある）の基本的人権を当然ながら重視しつつ、しかしながら、普遍的原則を重視した推論により結論を得る（意思決定する）こと。このような価値観や精神性をもって、社会的な研究課題の設定と問題解

決のために研究を遂行することである⁷⁾。

5. 企業行動に関連した研究課題設定の例示

公益を重視する価値観に基づく研究課題はどのようなものがあるのか。「社会企業」の行動を例にしながら、具体例を列挙することにしよう⁸⁾。実証会計学における研究テーマが、資本（株式）市場と財務データとのなんらかの関連性に焦点を当てることが多いと思うので、少しく、会計学者の課題設定を広範囲なものにしたいという意図をもっての例示である。社会企業とは、倫理的態度で取引活動を行うように努め、すべてのステイクホルダーの要求にバランスをとるように注意を払い、他方において、環境を保護するよう努力するような行動指針をもった企業をいう。したがって、企業の経営行動の構成要素を分解してみれば、社会的研究課題が浮かび上がってくる。

（1）企業の目標と経営者のガバナンス

- ・高邁な経営目的と行動基準を有し、それをどのような手段（例えば社是・社訓等）を通じて、経営者および従業員に対し周知徹底しているのか。
- ・公正で誠実な経営慣行を行なうことを、外部のステイクホルダーに対し宣言しているのか。
- ・不祥事が生じた場合に備え、どのような即応原則を確立しているのか。
- ・経営者と取締役レベルでの倫理的監視を行う制度は何か。

（2）ステイクホルダーやコミュニティの重視

- ・すべてのステイクホルダーとの誠実な対話に努めているのか。
- ・コミュニティ活動に参加し、企業が立地するコミュニティへ投資することはあるのか。
- ・コミュニティ（地方政府や地域の他の企業や金

融機関を含む)も出資者となっているか(いわゆる「顔の見える株主」が存在するか)。

(3) 消費者に対する責任

- ・品質のよい製品とサービスを提供するために、研究活動に注力しているか。
- ・不良品が発生した場合、迅速にその情報を社会に公表しているか。
- ・真実で役立つ情報を提供し、効能(品質)に対する過大な期待を惹起するような広告宣伝をしていないか。

(4) 従業員に対する「人間的尊厳」の重視

- ・家族的で友好的な職場環境を提供しているのか(パワー・ハラスメントの実態はないのか)。
- ・責任のある人的資源管理に努めているか(従業員規則の設定と長時間労働などを強制していないか)。
- ・従業員は公正な報酬を受け取っているのか(サービス残業や同質の仕事でありながら非正規労働者化によって人件費を不当に抑えていないか)。
- ・従業員の人間的成長を促進し、能力開発に投資しているか(人間的尊厳を無視し、従業員を使い捨てにしていないか)。

(5) 投資家に対する責任

- ・投資に対するリターンを提供するために、競争的収益を獲得する努力をしているのか。
- ・資金提供者としての投資家を利用して、不当な資金を得ていないか(例えば、IPOとMBOを通じて経営者一族が株式市場から個人的な利益を得ていないか)。

(6) 供給業者(取引先)との公正な取引

- ・供給業者と不公正な取引を行っていないか(下請け企業に対して不当な取引条件を提示していないか)。
- ・銀行業の場合、与信判断において経済性と社会性のバランスをとっているか(不当な貸し渋り

や貸し剥がし行為をしていないか)。

(7) 環境への配慮

- ・環境への配慮と持続的な開発に向けたコミットメントを明示しているか。
- ・地球に対する環境負荷物質の排出低減の技術を重視し、着実に具体的成果を実現させているのか。

6. ディスクロージャーを研究対象とする学者の使命

学会の役割は、報告機会の提供と専門誌の発刊により、①知的財産を継承し、②異論を討議する場を提供し、③討議に基づく合意形成あるいは異論を互いに評価し合うことで、専門分野固有の研究方法論・アプローチの確立、研究対象の解明・明確化を図ることである。「日本ディスクロージャー研究会」も、当然にそのような役割を意識して運営されている。

さらに、本学会は、研究対象領域が、人間社会の其処此処に存在する情報の流通の実態とその影響・効果というディスクロージャーに関連する諸課題であることから、人間社会に存在する諸課題の解決に少しでも貢献するという役割を重視しなければならないと思うのである。「5. 企業行動に関連した研究課題設定の例示」についてみれば、それらの諸課題における利害関係の解明とディスクロージャー(制度・基準・内容)の実態、関連するステイクホルダーの利害関係へのディスクロージャーの影響、そして、ステイクホルダーによるディスクロージャーの改変への働きかけ等を研究することが求められている。

上記の諸課題の中には、それを解明するために現場でのインタビューやアンケート調査を通じたデータの作成と整備から始めなければならないものもある。それこそが専門知の核心の一つ、専門

家としての腕の見せ所ではないかと思う。実態を正確に描写するデータの創出なくして実態の解明はできない。現場の暗黙知を明示化することは専門研究者でしか成し得ないことであり、学者の役割の一つなのである。

すでに出来上がったデータ・ベースを使用しての実証研究は、ないとはいえないが独創性を発揮する場面が限られるし、専門家集団の中に常識化しつつある知見の見直しを迫る革新的な研究成果を得る機会は少なくなる。専門分野の近い学者仲間からの評価を得ることを研究目的とすること、自己の昇進などの業績の蓄積のために研究活動をしようとする、仮説が統計的に検証される可能性の高そうな研究課題を選択したくなる。意図した研究結果が実現するの否かに関する「研究業績の発現性」のリスクを侵さなければ、科学の進展に貢献するような革新的研究成果が生まれる可能性は小さい。

研究は高貴な行為であるとの自負心を持って、それに身を捧げたい。本学会に蓄積された専門知が社会に向かって発信され、より善い人間社会の実現に大きく貢献する日が訪れることを楽しみにしている。

《注》

- 1) 本稿の基本的主題、すなわち「学者の社会的責任、学者と市民との間のコミュニケーション・ギャップ」の問題は、10年余の前に藤田裕子博士によって詳細に検討されており、ジャーナル共同体の閉鎖性が指摘されている。「専門知」という用語も、藤田博士の著書名にあるものである。本稿の特徴は、この主題に対して個人の価値観（精神性）と専門的職業倫理の観点から考察していること、および、企業のディスクロージャーを研究対象にする社会科学の一分野を念頭に推量していることである。（藤田裕子著（2003）『専門知と公共性』、東京大学出版会。）
- 2) J・E・ポスト／A・ローレンス／J・ウェーバー著、松野弘／小阪隆秀／谷本寛治監訳（2012）『企業と社会—企業戦略・公共政策・倫理—』（上）、116-121頁を参照。
- 3) アーレントは、人間の条件の基本的要素である「活動力」を、「労働」、「仕事」、「活動」、「思考」の4つに分類している。

研究活動の成果は、「仕事」の結果であろう。「労働」が消費と結びつき、人間の肉体的生命の維持に専心する活動力であるのに対し、「仕事」は人間の個体の生命を超えて存続する人間の工作物全体＝「世界」を作り出すからである。（ハンナ・アーレント著、志水速雄訳（1994）『人間の条件』および同書の「訳者解説」を参照。）

このような意味から、研究活動を高貴な行為と記述した。なお、研究が「思考」の産物であることは論を俟たない。また、「労働」の価値を貶めていると考えないで欲しい。「労働」は人間が生存するための必要条件であり、それなくして「仕事」に没頭することはできない。本来、「仕事」の次元であるべき研究を、「労働」の次元で理解するべきではないということを用意している。

- 4) アーレントによれば、「活動」は、「公的領域」における「演技」である。人々は、公的領域における「言論」と「活動」によって自分の卓越を示す。公的領域においてこそ、人々は自分が何者であるのかの正体を暴露するというのだ。（ハンナ・アーレント著、志水速雄訳（1994）『人間の条件』および同書の「訳者解説」を参照。）
- 5) J・E・ポスト／A・ローレンス／J・ウェーバー著、松野弘／小阪隆秀／谷本寛治監訳（2012）の121-125頁を参考に推量している。
- 6) 同上書の142-147頁を参考に推量している。
- 7) ここで言及した「普遍的原則を重視した推論により結論を得る（意思決定すること）」とは、カントの「定言命法」を念頭においた記述である。

「ある種の行動によって達成されるなにか別の意図を条件として根底に据えることなく、この行動を〔それだけとして〕直接に命じる命法がある。この命法は、定言的である。定言命法は、行為の実質や行為から結果する事柄にはかわりをもたず、〔行為の〕形式と、行為そのものを生む原理とにかかわるのであり、行為の本質的＝善は心術のうちにあって、結果はどうであろうと構わない。この命法は、「道徳性の命法」と呼んでよい。」（I・カント著、宇都宮芳明訳・注解（2010）『道徳形而上学の基礎づけ』以文社、58項。）

なお、拙稿（黒川行治（2014）「納税行為の意義—わが国の財務状況と消費税改定をどのように理解すべきか—」『産業経理』第74巻1号、4-15頁）において、「定言命法」や、自由を尊重しつつも平等主義的なロールズの「格差原理」などについて紹介し、それらと公共政策との関係を論じているので、私自身の浅薄非才をお許しいただいた上で、参照していただければ幸いである。

- 8) J・E・ポスト／A・ローレンス／J・ウェーバー著、松野弘／小阪隆秀／谷本寛治監訳（2012）の88-90頁を参考に推量している。

経営者の情報開示・開示規制と投融資決定 —コーディネーション・ゲームを用いた分析—*

The Effect of Managerial Disclosure Decision and Its Regulation on Investment and Lending Behavior: An Analysis of Coordination Games

上 枝 正 幸(青山学院大学 教授)

Masayuki Ueeda, Aoyamagakuin University

上 條 良 夫(高知工科大学 准教授)

Yoshio Kamijo, Kochi University of Technology

2012年12月18日受付；2013年4月22日改訂稿受付；2013年9月20日最終稿受付；

2013年10月26日論文受理

要 約

本稿は、経営者による企業の経営状態の「開示とその規制」が当該企業に投融資する個々の関係者の意思決定に、ひいては投資自体の成否にいかに関与するかについて、経営者と利害関係者間の投融資ゲームを用いて分析する。依拠したAncitil et al. (2004) では、企業の経営状態が「良好」ないし「悪い」場合には債権者の融資行動は投資プロジェクトの成否に影響しないが、その中間的な状態においては、プロジェクトの成否は債権者らの融資行動に依存する。

利害関係者間の協調が主題であり、戦略的補完性が内在し、自己実現的な信念にドライブされる現実の社会・経済事例は、企業・会計環境も含めて数多くある。さらに、モデルの均衡にとって情報が果たす役割は決定的である。よって、われわれは、経営者の情報開示を新たに組み込み、Ancitilらのモデルを拡張した。分析の結果、直観的予測に反し、経営状態の悪い企業の経営者は必ずしも最大限度に情報を歪曲しないことが示された。これは、状況によっては、閾値を超える透明性の操作が開示情報の歪曲を見込めた債権者の投融資引揚げを招き、経営者が望まない均衡を導くことによる。比較静学分析の結果、モデルの意義および将来展開も併せて議論する。

Summary

We examine the effect of corporate financial disclosure, its influence on stakeholder's behavior, and, subsequently, on the success or failure of a risky project in a version of a coordination game with a manager and stakeholders. Ancitil et al. (2004) and Ancitil et al. (2010) developed a loan foreclosure game with finite signals, in which creditors do not cause the project to succeed or fail in the "solvent" and "bankrupt" states, but in the interim "uncertain" state, the outcome of the project is dependent on creditors' action. Coordination problems with the strategic complementary and self-fulfilling beliefs of players are ubiquitous in social and economic life. Furthermore, the information environment plays a crucial role in relation to the equilibria of these games. Therefore, we add to prior studies by endogenizing the manager's incentive to disclose.

Contrary to our intuitive prediction, it is proved that the manager of a "bankrupt" position does not necessarily distort the disclosure to the maximum. The reasoning behind this is that distorting the transparency of information above a certain threshold causes creditors to foreclose in the "uncertain" state, resulting in an unfavorable outcome for the manager. We also provide some results of a comparative statics analysis.

*本稿は、第71回日本会計研究学会全国大会（一橋大学）での報告論文を加筆修正したものです。司会をしてくださった椎葉淳先生（大阪大学）、学会・研究会において有益なコメントを賜りました坂上学先生（法政大学）と田口聡志先生（同志社大学）に深く御礼申し上げます。また、匿名のレフェリーの先生からの貴重なコメントは、本稿の大幅な改善につながったと確信しております。共著者の1名（上枝）にとって、本研究は文科省（MEXT）科研費22653052（課題名「競争的配分」の観点に依拠した情報提供機能と利害調整機能の同時分析（研究代表者・高尾裕二撰南大学教授））の助成を受けたものとなります。

1. はじめに

本稿は、経営者による企業の経営状態の「開示とその規制」が企業に投融資する個々の利害関係者に、ひいては投資自体の成否にどのように影響するかについて、経営者と利害関係者間の投融資ゲームを用いて分析するものである。分析は Anctil et al. (2004) と Anctil et al. (2010) のモデルに依拠してなされ、彼女たちは、Morris and Shin (2004) の融資の満期引揚げゲームのプレイヤー数や起こりうる状態・シグナルの集合を有限なものとした版を調査する。Anctilらのモデルは、ある投資プロジェクトに過去になした融資を満期にあたり継続するか資金を引き揚げるか、という決定に直面する複数かつ有限の債権者がいる設定を用いる。プロジェクトの成否は、(1) 企業の真の経営状態、および (2) 融資を継続する債権者の数の双方に依存する。すなわち、企業の経営状態が健全な（破産）状態であれば融資の継続いかんに関係なくプロジェクトは成功（失敗、括弧同士は対応）するが、両者の中間の経営状態では、ある閾値以上の数の債権者の融資継続の決定がプロジェクト成功の条件となる。プロジェクト失敗は利得ゼロとなるため、各債権者は、融資引揚げで確定利得をいま入手するか、あるいは将来のより大きな成功利得を目指して「関連諸条件」を勘案しながら、リスクを伴う融資を継続するかを意思決定する。

上記のモデルは、2つの興味深い特徴を有している。第一に、モデルの設定および主旨は、財務・管理会計を含む社会・経済環境に幅広く応用可能である。すなわち、事後の経済的帰結が各主体の行動の集積に依存する事前の社会・経済の状態が内在しており、各プレイヤーは他のプレイヤーらの信念を推論して意思決定する。このように、他のプレイヤーとの協調が最適反応となる戦略的補

完性、さらに自己実現的な予想¹⁾を伴う社会・経済環境の事例には、社会的パニック、投機家の通貨攻撃・通貨危機 (Morris and Shin, 1998) や銀行取り付け (Goldstein and Pauzner, 2005)、本稿で扱う投融資の継続可否の決定のほか、寡占・複占市場の価格競争、さらにネットワーク効果をもつ産業に対する投資や組織内の活動のコーディネーションなどがある²⁾。

第二に、これらモデルの均衡において、情報が果たす役割は決定的である。宇井 (2002) は、たとえば、銀行取り付けモデルを用い、銀行の経営状態に関する情報構造が異なる3つのケースを分析する。そこでは、銀行の真の経営状態がノイズなく開示されるかどうか（完全/非完全情報）、および預金者が同一の公開情報を入力するか独立した私的情報を入力するか（公開/私的情報）が、銀行取り付けの発生確率に決定的に影響することが示される。また、いわゆるグローバル・ゲーム³⁾の文献は、経済のファンダメンタルの状態を公開情報から私的情報に変えると、複数均衡のゲームが一意的均衡をもつようになると証明する（たとえば、Heinemann et al. 2002, 2004 参照）。すなわち、公開情報は、複数ある均衡のうち、どれが実現するか判然としない不安定な経済をもたらすかもしれない。Anctilらの融資ゲームでは、各債権者は、企業の経営状態に関する私的シグナルを事前に入手し、当該私的シグナルは企業の状態とある確率で正確に対応しない場合がある。すなわち、それが0.2の場合、企業が破綻状態にある場合に、20%の確率で真の状態を誤って伝達するという意味でノイズのある私的情報が存在する。Anctilらは当該確率のことを情報の透明性とよび⁴⁾、私的情報とは、中間売上高、受注状況、デリバティブのポジションのリターン、アクセス方法の異なる予測値のような会計データ、および公開情報の部分集合から選択されるものであると

解釈する（Anctil et al., 2004, 163）。

また、完全に透明な情報は、社会的厚生を最大化する経済的帰結を必ずしももたらさないことも重要な含意である。Anctilらの融資ゲームにおいて、情報の透明性を高めることは、私的シグナルと企業の経営状態の対応関係を強化し、企業の経営状態にかかわる「経済ファンダメンタルの不確実性」を減殺する一方で、他の債権者らの「戦略の不確実性」の残存により、非効率的な均衡を生起せしめる可能性がある。なお、戦略の不確実性とは、他者の信念に対してある意思決定者がもつ不確実性をいう（Anctil et al., 2004, 160）。さらに、完全に透明な情報が開示される場合には、グローバル・ゲームの分析において一般的とされる複数均衡がここでも生起する。

本稿では、Anctilらの融資ゲームでは考慮されない、経営者による情報開示および開示規制を組み込んだ新たなモデルを分析する。Anctilらのモデルでは、情報の透明性、すなわち企業の経営状態を適切に示さないシグナルの伝達確率は、外生変数である。しかしながら、情報の果たす役割の決定的な重要性に鑑みれば、情報の透明性が操作できるという設定は、モデルの自然な拡張の1つである。なお、このような方向でのモデルの展開は、たとえば、Walther（2004, 200, footnote 2）が示唆するものの未だ存在しないようであり、本稿の第一の貢献である。さらに、一般に会計の開示規制は、開示すべき情報の質・量の下限を規定する（たとえば、斎藤, 2011, 2）ものであり、かつ1つの経済事象について複数の会計処理が許容される場合がある。このため、経営者による経営状態の開示が内生化されるというモデルの改訂にあたって、開示規制も同時に考察する。なお、本稿で扱うのは私的シグナルのゲームであり、ここでの設定は、会計情報も含んだ経営者によるより広範な情報開示であるととらえる。分析の結果、

新たなゲームの完全ベイジアン均衡では、中位（Medium）の経営状態というシグナルを入手する債権者は融資を継続し、経営状態の悪い企業の経営者は必ずしも開示情報を最大限度まで歪曲するよう選択しないことが示される。すなわち、経営者による情報の透明性の操作の程度には自主的な制限が課されるのである。

なお、本稿のモデルは、相対的直接金融の環境を扱ったものであるが、資本市場の設定への敷衍も不可能ではない。このとき、企業の経営状態が破綻状態と予想されれば、株売りによる株価急落から深刻な経済的帰結が導かれる。また、プロジェクトの成否が事前には明確でない場合、投資者が状態を楽観視し、株式保有を継続し、また高値で購入したいと望めば、企業にとって好ましい経済的帰結が生じるかもしれない。さらに、Anctilらの共著者であるC. Kanodiaの提唱する「リアルな」影響（Kanodia, 2007）、すなわち経済の資源配分に対する影響を考察するうえで、たんに開示の有無を問うのみでないモデルは興味深い特徴を有する。

次の第2節は、Anctilらの実験文献を含め、関連する先行研究を簡潔にサーベイする。第3節は、Anctilらの投融資ゲームについて記述し、われわれの設定のもとでの均衡を実際に計算しかつ精緻化してみせ、均衡の比較静学分析を行う。第4節は、Anctilらの融資ゲームに経営者の情報開示と開示規制を組み込んだオリジナルのモデル分析を提供する。第5節は、研究の今後の展開可能性を述べつつ本稿をまとめ、締めくくる。

2. 先行研究

本稿の基礎となる理論・実験研究は、Anctil et al. (2004) と Anctil et al. (2010) である。第3節でみる投融資ゲームでは、企業の経営状態に関

する債権者らの事前の期待に加え、情報の透明性が投資プロジェクトの帰結の予測に影響する。情報の透明性が高いほど、各債権者が入手する私的シグナルは企業の経営状態をより正確に伝達する。彼女たちの分析は、情報の透明性の向上は、他の債権者らの戦略の不確実性を高めることから、透明性がある閾値を超えると複数均衡が生起し、モデルのパラメータ値いかんで社会的に最適でない帰結が導かれる可能性があることを証明する。Anctilらの関心は、ヒトの動学的な意思決定プロセスの解明や認知・計算能力の限界にあるようであり、情報の透明性を巧みに操作した経済実験によって、複数均衡が存在する場合にリスク支配の規準⁵⁾の予測能力が優勢であること、また実験参加者の行動がいわゆるレベル k 理論の思考法 (Stahl and Wilson 1995) と首尾一貫するという知見を得ている。

本稿は、たとえば宇井 (2002) が例証するように、Anctilらと同様の環境における均衡予測での情報の決定的な役割から、経営者の情報開示・開示規制を組み込みAnctilらのモデルを拡張する。その意味では、本稿の分析は、会計操作や会計不正と関連するものであるといえる。会計操作や会計不正の分析的研究には、エージェンシー理論に基づき、顕示原理の成否と関連して、企業の経営者が会計操作をする原因や会計操作がプリンシパルたる株主にとって有利となる条件などを議論の主題とするものがある (たとえば、Lambert 2001, 70-77 参照)。また、本稿で用いるゲームの設定においても、プレイヤーの属性や数、とりうる戦略、手番や情報環境に工夫を凝らした豊饒な議論が存在する (わが国の文献としては、たとえば、奥田 2010 参照)。さらに、自発的開示の文脈のチープトークの環境においても、企業の経営者がコストを負担することで開示情報を歪曲できる設定が調査されている (たとえば、Beyer et

al. 2010, 303-304 参照)。本稿のモデルは、私的シグナルのゲームである点、いわゆるコーディネーション・ゲームの変形型である点、開示情報自体ではなくそれを産出するシステムの事前の選択を伴う点、経営者の操作の対象が情報に付加されるノイズではなく情報の透明性にある点などから、先行研究との異同を指摘することができる。しかしながら、本稿の投融資ゲームのもっとも顕著な特徴は、複数の企業関係者間の協調が主題であり、このため戦略的補完性が設定に内在し、自己実現的な信念が経済的帰結を主導することにある。したがって、本節の残りにおいては、戦略的補完性のある経済環境で私的・公開情報あるいは情報自体のあり方が果たす役割を中心に据えて扱った、先行するいくつかの理論・実験研究を簡単にたどることにしたい。

Heinemann et al. (2004) は、Morris and Shin (1998) の投機攻撃モデルを理論・実験的に分析する。投機攻撃モデルでは、通貨切下げを予測する投機家らは、ある国の通貨を空売りし、ペッグ (peg) を放棄するよう圧力をかける。経済のファンダメンタルが「良好」・「悪い」の中間の状況にある場合、ある閾値を超える投機家が通貨攻撃をすれば、攻撃がなければ維持できたペッグの放棄を求める市場の圧力となる。Heinemannらは、経済のファンダメンタルのノイズを伴う私的情報の提供、またはノイズなしの公開情報の提供が、投機家らの通貨攻撃行動にどのように影響するかを調査する。ノイズを伴う私的情報がある場合は、ある閾値を超える情報を入手すれば通貨攻撃がなされると理論的に予測される。ノイズなしの公開情報がある場合、経済のファンダメンタルによっては、複数均衡が存在する。405人もの学生が参加した実験の結果、両情報条件下ともに、ノイズを伴う私的情報のゲームの予測と近い行動をとる傾向があることを知見する。ノイズのない

公開情報がある場合の理論的予測と整合しない実験の結果について、彼らは、実験参加者の推論能力の問題を理由として示唆する。公開情報は、参加者間の協調的な行動の生起を早期化し、かつ投機攻撃の成功をもたらす利得を高めるように働いた。

Morris and Shin (2007) は、会計基準の設定も念頭に置いた最適なコミュニケーションを理論的に分析し、そのモデル分析の主旨は以下である。さまざまな情報やインセンティブの問題のある改善の世界⁶⁾では、多様な利害関係者間の契約の基盤を与え、かつ外部監視のために会計基準の果たす役割は大きい。個々人の行動の調整において、会計システムは言語と同じ役割を果たすことになることから、共有されたフレームワーク内で共通の解釈や理解を導いてこそ会計数値は意義をもつ。このとき、会計基準の多様性、洗練や複雑化は、会計数値の共通の解釈や理解の阻害化・断片化要因たりうる。Morris and Shin (2007, 597) は、Morris and Shin (2002) の「美人コンテスト」モデルを変形し、2つの部分（項）からなる複数の利害関係者間で共通の目的関数（損失関数）を仮定する。そこでは、社会全体の損失を最小化するには、各利害関係者は、(1) 真の企業価値を正確に把握・予測すると同時に、(2) 他の利害関係者の予測も正確に推論しなければならない。すなわち、株式投資でキャピタルゲイン獲得をもくろむ場合のように、ファンダメンタル分析（(1) に対応）だけでなく、他の市場参加者らの評価（(2) に対応）も同時に考慮して協調する必要がある。彼らは、全員が入手する公開シグナルに加え、利害関係者によって異なる可能性のある半公開シグナルが意思決定前に伝達される設定を分析する。後者の半公開シグナルは、全体の $1/n$ （たとえば、 $n=5$ であれば20%）が真の企業価値に攪乱項（ノイズ）が付加された同一の情報を受領するが、残

る $(n-1)/n$ （同じく、 $n=5$ である場合は80%）の利害関係者は別の情報を受領する点で半公開とされる。このとき、 n は情報断片化の指標であり、 n が大きいほど同じ企業の価値に対して各人が受け取るシグナルの相違度が高まるため、半公開シグナルは利害関係者間の行動の協調にとって有用でなくなる。さらに、 $n \rightarrow \infty$ であると全員が私的シグナルを入手するケースとなる。彼らの分析によれば、公開シグナルと半公開シグナルの精度が高まるほど社会全体の損失は減少する一方、情報の断片化が高まるほど社会全体の損失が増大することが証明される。

Cornand and Heinemann (2011) は、Morris and Shin (2002) の「美人コンテスト」モデルを有限（2人プレイヤー）ゲームに改版し、私的・公開情報が戦略的補完性のあるゲームの環境で経済厚生に対してどのように影響するかを理論的・実験的に調査する。Cornand and Heinemann (2011, 6) は、公開シグナルは「諸刃の剣」とすると表す。すなわち、公開シグナルは他者との協調に有用な情報を伝達する一方で、公開シグナルへの過剰な反応を導くため、最適な水準を下回る経済的帰結をもたらすかもしれない。彼らの実験セッションの結果は、公開シグナルに相対的に大きなウェイトが置かれる傾向があるものの、その推定値は理論的予測よりは小さいことを示すものであった。理論的予測と首尾一貫しない結果は、実験参加者はベイズ・ルール⁷⁾の適用と他のプレイヤーの行動の推論が不十分なことによるとされる。諸条件の結果の検討から、彼らは、協調的な行動が社会的に望ましい場合、公開シグナルの精度の向上は経済厚生を常に高める一方で、私的シグナルの精度を上げて経済厚生が高まらない可能性があることを示唆する。

上記に加え、最近のShurchkov (2012) は2段階の動学的グローバル・ゲームを理論・実験的

に検討して情報の異時点間の到達の影響を調べ、Wilson and Zillante (2010) は全く別の分析枠組みである市場設定を用いて、取引制度や情報開示がいわゆるレモンの市場の結果 (Akerlof 1970) にどのように影響するかを探索的な実験研究で調査し、公開情報が多いほど効率的な市場を必ずしも導くわけではないことを知見する。

3. 債権者間の融資ゲーム

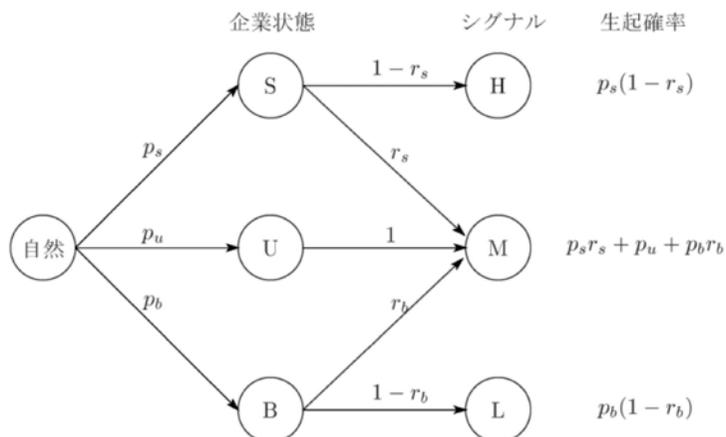
本節では、次節でわれわれが分析する企業情報開示のモデルの基礎となる、Ancitil et al. (2004) と Ancitil et al. (2010) で用いられた企業に融資中の債権者間のゲームについて説明する。これを以下では融資ゲームとよぶ。

融資ゲームでは、ある企業のプロジェクトに融資中の N ($N \geq 2$) 人のリスク中立的な債権者が、企業から提供される情報をもとに企業状態に関するシグナルを獲得する。このシグナルは債権者たちにとって私的情報である。つまり、それぞれの債権者が異なるシグナルを獲得している可能性を許している。これは、債権者間の獲得するシグナルはそれぞれの債権者に固有のノイズなどが含ま

れているからである。各債権者は、シグナルを獲得したのち、それに応じて融資を継続するのか (Rollover)、あるいは担保権を行使するのか (Foreclose, 引揚げ)、を決定する。Foreclose を選択した債権者は、確定的な利得 λ を獲得する。Rollover を選択した際の利得は、企業のプロジェクトが成功するかどうかに依存する。プロジェクトが成功した場合は、Rollover を選んだ債権者の利得は V である ($V > \lambda$)。その一方で、プロジェクトが失敗した際は 0 である。プロジェクトの成否は、企業の状態と Rollover を選択した債権者数に依存することになる。以上が融資ゲームの大まかな流れである。それでは融資ゲームをより正確に記述する。

- ステージ 1. 企業の状態が状態の集合 $\Gamma = \{B, U, S\}$ の中からある確率分布に従って定まる。 B, U, S はそれぞれ破産状態、不確定状態、健全状態を表す。それぞれが生じる確率は p_b, p_u, p_s である。当然 $p_b + p_u + p_s = 1$ が成り立つ。
- ステージ 2. 企業の情報開示を通じて、債権者たちは企業状態に対するシグナルを獲得する。シグナルの集合は $\Theta = \{L, M, H\}$ である。

図1



シグナル L, M, H はそれぞれ企業の健全性が低い、中くらい、高いことを意味している。シグナルの発生の確率分布は企業状態に依存して、状態 B のときには確率 r_b でシグナル M が債権者に獲得され、確率 $1 - r_b$ でシグナル L が獲得される。状態 U のときには確率 1 でシグナル M が債権者に獲得される。状態 S のときには、確率 r_s でシグナル M が獲得され、確率 $1 - r_s$ でシグナル H が獲得される。（ステージ 1, 2 の関係については図 1 を参照）

○ステージ 3. シグナル獲得後、各債権者は同時に Rollover (R) か Foreclose (F) かを決定する。

以上がゲームの流れである。ゲームの記述を完結させるため、最後に利得がどのように決まるのかを説明する。すでに説明したとおり、 F を選択した債権者の利得は λ である。その一方で、 R を選択した債権者の利得はプロジェクトの成否によって異なる。プロジェクトの成否は、企業の状態と融資を継続した人数に依存して、企業の状態が B であれば常に失敗し、状態が S であれば常に成功し、状態が U のときには R を選択した債権者数が全体の半数を超えた場合に成功し、半数以下の場合には失敗すると仮定する。 R を選択してプロジェクトが成功すれば利得は V 、失敗すれば 0 である。

表 1 は、 $N = 2$ のときのプレイヤーの選択とその時の利得の関係を、企業の状態別に利得行列を用いて表したものである。これより、仮に債権者たちが企業の状態を確実に知ることができる完備情報ゲームであれば、状態 S のときは唯一のナッ

シュ均衡が (R, R) であり、状態 U ではナッシュ均衡は (R, R) と (F, F) の 2 つ存在し、状態 B のときは (F, F) が唯一のナッシュ均衡である。さらにいえば、状態 S, B のときのナッシュ均衡における選択 R, F はそれぞれの支配戦略である。

当該ゲームに関していくつか注意点を述べておく。一点目は、このゲームは私的シグナルのモデルであるということである。つまり、シグナル発生の確率分布は債権者間で等しいが、それはすべての債権者が同じシグナルを獲得していることを意味しない。例えば、企業状態が B のときに、一部の債権者たちはシグナル L を獲得していて、他の債権者たちはシグナル M を獲得しているようなことはあり得るのである。二点目は、確率 r_b, r_s の解釈についてである。仮に状態 B のときにシグナル L 、状態 U のときにシグナル M 、状態 S のときにシグナル H が確実に得られるのならば、債権者たちは企業の状態を確実に知ることができることを意味する。これと比較すれば、確率 r_b, r_s は状態 B, S において債権者が誤ったシグナルを獲得してしまう確率を表している。Anctil et al. (2004) においては、これらの確率は情報開示の透明性と関連付けられて解釈されている（本稿の文末注 4 もまた参照）。つまり、これらの確率が小さいほど透明性の高い状況を表すと考えたのである。本節では Anctil et al. (2004) の解釈に従い、確率 r_b, r_s は制度により要請される確率であり、これはモデルの外部で決定されたものであるとする。次節ではこの仮定が弱められ、経営者が情報を積極的・消極的に開示する、あるいは情報を歪めることにより、これらの確率を操作でき

表 1

		状態 S		状態 U		状態 B	
		R	F	R	F	R	F
R		V, V	V, λ	V, V	$0, \lambda$	$0, 0$	$0, \lambda$
F		λ, V	λ, λ	$\lambda, 0$	λ, λ	$\lambda, 0$	λ, λ

るような、より現実的なモデルを構築し、それを分析する。

融資ゲームにおける各プレイヤー（債権者）のとりうる戦略は、観察されたシグナルに応じてどのような行動（ R か F ）を選択するのかを決定する関数である。つまり、債権者 i の戦略は $s_i = (s_i(L), s_i(M), s_i(H))$ のように書かれ、 $s_i(L)$, $s_i(M)$, $s_i(H)$ はそれぞれ R か F であり、シグナル L, M, H を観察した後に選択する行動を表す。よって各プレイヤーの戦略は $8 (=2^3)$ 通りあることになる。

以下では当該ゲームのベイジアンナッシュ均衡 $s^* = (s_1^*, s_2^*, \dots, s_N^*)$ を導出する。つまり、任意の i と任意のシグナル θ に対して、他の戦略の組 $s_i^* = (s_1^*, \dots, s_{i-1}^*, s_{i+1}^*, \dots, s_N^*)$ を所与として、ベイズの公式により更新された確率のもとで計算できる期待利得を、 $s_i^*(\theta)$ が最大化しているような戦略の組を求めるのである。

ベイジアンナッシュ均衡の導出に当たり、注意点が2つある。一点目は、シグナル L, H を観察した後の選択では、相手の行動に関わらず常に望ましい選択があるということである。つまり、 L のときには担保権を行使（ F ）したほうがよく、 H のときには融資を継続（ R ）したほうが常によいのである。これより、ベイジアンナッシュ均衡になりうるプレイヤーの戦略としては、 (F, F, R) か (F, R, R) の2つしかあり得ないのである。

第二に、われわれは導出するベイジアンナッシュ均衡として、まず対称なものを求める。つまり、 $s_1^* = s_2^* = \dots = s_N^*$ が成り立つようなベイジアンナッシュ均衡を導出する。その後、当該モデルには純粹戦略の範囲内では、特殊なケースを除いて、対称な均衡以外は存在しないことを確認する。

それではまず、全員が戦略 (F, F, R) をとることがベイジアンナッシュ均衡になる条件を求める。以下では、このようなベイジアンナッシュ均

衡のことをベイジアンナッシュ均衡 (F, F, R) とよぶ。債権者 i を一人適当に選ぶ。 i 以外の $N-1$ 人が全員 (F, F, R) を選択している状況において、シグナル M を観察後 i が F を選択した時の期待利得は λ である。その一方で、シグナル M を観察後 i が R を選択した時の期待利得は

$$q(B|M) \times 0 + q(U|M) \times 0 + q(S|M) \times V$$

である。ここで $q(T|\theta)$ は、シグナル θ を獲得した債権者の、企業状態が T であることに対する主観的確率を表す。ベイズの公式から $q(T|\theta)$ は以下のように計算できる。

$$q(T|\theta) = \frac{\text{Prob}(\text{シグナルが}\theta\text{かつ企業のタイプが}T)}{\text{Prob}(\text{シグナルが}\theta)} \quad (1)$$

これより、上記期待利得を以下のように書き換えることができる。

$$\frac{p_s r_s}{p_b r_b + p_u + p_s r_s} \times V$$

以上より、シグナル M を観察後に F を選択することが最適になるための条件は

$$\lambda \geq \frac{p_s r_s}{p_b r_b + p_u + p_s r_s} \times V \Leftrightarrow$$

$$\frac{\lambda}{V} \geq \frac{p_s r_s}{p_b r_b + p_u + p_s r_s} \stackrel{\text{def}}{=} l^*(r_b, r_s)$$

である。つまり、これが (F, F, R) がベイジアンナッシュ均衡になるための条件である。

では次に、全員が戦略 (F, R, R) をとることがベイジアンナッシュ均衡になる条件を求める。以下では、このようなベイジアンナッシュ均衡のことをベイジアンナッシュ均衡 (F, R, R) とよぶ。債権者 i を一人適当に選ぶ。 i 以外の $N-1$ 人が全員 (F, R, R) を選択している状況において、シグナル M を観察後 i が F を選択した時の期待利得は λ である。その一方で、シグナル M を観察後 i が R を選択した時の期待利得は

$$q(B|M) \times 0 + q(U|M) \times V + q(S|M) \times V$$

ベイズの公式から $q(T|\theta)$ を計算すれば、上記期

待利得を以下のように書き換えることができる。

$$\frac{p_u + p_s r_s}{p_b r_b + p_u + p_s r_s} \times V$$

以上より、シグナル M を観察後に R を選択することが最適になるための条件は

$$\lambda \leq \frac{p_u + p_s r_s}{p_b r_b + p_u + p_s r_s} \times V \Leftrightarrow \frac{\lambda}{V} \leq \frac{p_u + p_s r_s}{p_b r_b + p_u + p_s r_s} \stackrel{\text{def}}{=} m^*(r_b, r_s)$$

となる。

議論の最後に、当該モデルには非対称な均衡、つまり一部の債権者が (F,R,R) をとり、その他が (F,F,R) を選んでいるような均衡が、特殊な場合を除いて存在しないことを確認しよう。背理法により証明する。仮にそのような均衡があると仮定する。今2つのケースに場合分けを行う。ケース1を (F,R,R) を選ぶ債権者の数が半数を超えている場合、ケース2を (F,R,R) を選ぶ債権者の数が半数以下の場合、とする。ケース1において、 (F,F,R) を選んでいる債権者がシグナル M を観察した後の期待利得は

$$\lambda$$

である。その一方で、 (F,R,R) を選んでいる債権者の、シグナル M を観察した後の期待利得は

$$q(B|M) \times 0 + q(U|M) \times V + q(S|M) \times V$$

である。前者が後者よりも大きいとき、つまり $\frac{\lambda}{V} > m^*(r_b, r_s)$ のときには、 (F,R,R) を選んでいる債権者は戦略を (F,F,R) に変更することで利得を改善することが可能である。その一方で、後者が前者よりも大きいときには、つまり $\frac{\lambda}{V} < m^*(r_b, r_s)$ のときには、 (F,F,R) を選んでいる債権者は戦略を (F,R,R) に変更することで利得を改善することが可能である。つまり、いずれの場合にも戦略を変えることにより利得を改善できるプレイヤーが存在するので、これは均衡であることと矛盾する。

次にケース2について考察する。ケース2において、 (F,F,R) を選んでいる債権者がシグナル M を観察した後の期待利得は λ である。その一方で、 (F,R,R) を選んでいる債権者の、シグナル M を観察した後の期待利得は

$$q(B|M) \times 0 + q(U|M) \times 0 + q(S|M) \times V$$

である。前者が後者よりも大きいとき、つまり $\frac{\lambda}{V} > l^*(r_b, r_s)$ のときには、 (F,R,R) を選んでいる債権者は戦略を (F,F,R) に変更することで利得を改善することが可能である。その一方で、後者が前者よりも大きいときには、つまり $\frac{\lambda}{V} < l^*(r_b, r_s)$ のときには、 (F,F,R) を選んでいる債権者は戦略を (F,R,R) に変更することで利得を改善することが可能である。つまり、いずれの場合にも戦略を変えることにより利得を改善できるプレイヤーが存在するので、これは均衡であることと矛盾する。

以上より、 $\frac{\lambda}{V} = m^*(r_b, r_s)$ あるいは $\frac{\lambda}{V} = l^*(r_b, r_s)$ となるような極めて特殊な場合を除いて対称ベイジアンナッシュ均衡のみが均衡であることが確認できた。その一方で、 $\frac{\lambda}{V} = m^*(r_b, r_s)$ のときには半数以上が (F,R,R) を選んでいるような非対称ベイジアンナッシュ均衡が存在し、 $\frac{\lambda}{V} = l^*(r_b, r_s)$ のときには (F,R,R) を選ぶ債権者の数が半数以下であるような状態が非対称ベイジアンナッシュ均衡になる。

$l^*(r_b, r_s) < m^*(r_b, r_s)$ に注意すれば、これらの結果を次のようにまとめることができる。

命題1. 融資ゲームのベイジアンナッシュ均衡を以下のようにまとめることができる。

- $\lambda/V < l^*(r_b, r_s)$ のとき、 (F,R,R) が唯一の対称ベイジアンナッシュ均衡であり、非対称ベイジアンナッシュ均衡は存在しない。
- $\lambda/V = l^*(r_b, r_s)$ のとき、 (F,R,R) と (F,F,R) がそれぞれ対称ベイジアンナッシュ均衡で

あり、さらに (F,R,R) を選ぶ債権者の数が半数以下であるような状態が非対称ベイジアンナッシュ均衡である。

- $l^*(r_b, r_s) < \lambda/V < m^*(r_b, r_s)$ のとき、 (F,R,R) と (F,F,R) がそれぞれ対称ベイジアンナッシュ均衡であり、非対称ベイジアンナッシュ均衡は存在しない。
- $\lambda/V = m^*(r_b, r_s)$ のとき、 (F,R,R) と (F,F,R) がそれぞれ対称ベイジアンナッシュ均衡であり、さらに (F,R,R) を選ぶ債権者の数が半数を超える状態が非対称ベイジアンナッシュ均衡である。
- $m^*(r_b, r_s) < \lambda/V$ のとき、 (F,F,R) が唯一の対称ベイジアンナッシュ均衡であり、非対称ベイジアンナッシュ均衡は存在しない。

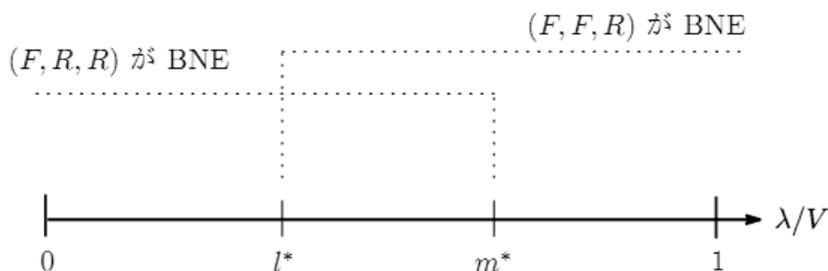
命題より、非対称なベイジアンナッシュ均衡が存在するのは、非常に特殊なケースのみであり、以後、この非対称均衡については考察から外すことにする。

図2は命題1の主張内容を端的に表している。命題の内容を V, λ により説明すると以下ようになる。プロジェクト成功時の報酬 V が担保の価値 λ を大きく上回るようなときは、 (F,R,R) が唯一の対称ベイジアンナッシュ均衡であり、 V の値が小さくなると (λ の価値が大きくなると)、ある時点より (F,F,R) も対称ベイジアンナッシュ均

衡となる。さらに、 V の値が小さくなり (λ の価値が大きくなり) ある閾値を超えると、 (F,R,R) は対称ベイジアンナッシュ均衡でなくなり、 (F,F,R) が唯一の対称ベイジアンナッシュ均衡となる。

命題の主張を以下のように説明することも可能である。プロジェクト成功の価値が十分に高い場合には、他の債権者たちがシグナル M を獲得した際に資金を引き揚げるような選択をしていたとしても、自身がシグナル M を獲得した際には、企業状態が健全であるときに獲得できる V を期待して融資を継続することが最適になる。プロジェクト成功の価値が下がると、他の債権者たちがシグナル M を獲得した際に融資を継続するならば、自身にとってもシグナル M を獲得した際に融資を継続するのが最適になるが、他の債権者たちがシグナル M を獲得した際に融資を引き揚げるならば、自身にとってもシグナル M を獲得した際に融資を引き揚げるのが最適になる。さらにプロジェクト成功の価値が下がると、シグナル M を獲得した際に融資をしても、自身にとってはシグナル M を獲得した際に融資を引き揚げるのが最適となるのである。

図2



BNE とはベイジアンナッシュ均衡をさす。

4. 経営者による情報開示と開示基準

前節の議論では、債権者たちが誤ったシグナルを獲得してしまう確率は、情報開示基準などのモデル外部の要因によって定まる値である。しかるに、多くの現実例が示唆するように、たとえ一定の情報開示基準が定まっても、開示する情報の選択は情報の真偽までも含めて、企業の操作可能な範囲内にあるといえる。そこで、前節のモデルに企業の経営者の情報提供行動をゲームの中に組み込むことで、企業があえて債権者たちをミスリードさせるような情報を提供できるモデルを新たに構築する。前節の非対称ベイジアンナッシュ均衡の考察に加えて、この節の内容が本稿のオリジナルな貢献である。

本稿で分析される情報開示ゲームでは、破産状態の企業の経営者が情報を歪曲して提供する問題に焦点を当てる。説明を円滑にするため、状態 T の企業の経営者のことを、タイプ T の経営者とよぶ。本節のモデルでは、タイプ B の経営者が開示情報を操作することにより、債権者たちが誤ったシグナルを獲得する確率 r_b を選択できるのである。その一方で、情報操作をすることなく開示基準通りに情報を提供すれば、誤ったシグナルを獲得する確率は r である。タイプ S の経営者の情報開示の問題はここでは扱わないので、 r_s の値は r で固定する。また、経営者の情報操作の動機そのものを分析するため、情報操作にかかわる費用は、発覚の際の処罰の価値なども含めてゼロと仮定して分析する⁷⁾。

それでは、なぜ破産状態の企業の経営者に情報を操作する動機があるのかを、ゲームにおける経営者の利得がどのように定まるのかを明らかにすることにより説明しよう。仮に、経営者が何の情報操作もしなければ、これは前節の債権者間の融資ゲームと一致している。今、パラメータがベイ

ジアンナッシュ均衡 (F, R, R) が成立する範囲内にあると仮定する。ここでもし、経営者に、プロジェクトが失敗することが明らかであっても、融資を維持してもらいたいインセンティブがあるとどうなるだろうか（このようなインセンティブがあることはさして不自然ではない。融資が継続されればそれだけ経営者報酬を上乗せられるかもしれないし、また融資が続くことによりプロジェクトの失敗の発覚を遅くさせることができるかもしれない）。そのようなインセンティブが存在することを表現するため、経営者の利得を、(期待)融資人数に対して単調増加の関数であると想定しよう。

融資ゲームにおいてベイジアンナッシュ均衡 (F, R, R) が起きるとすれば、タイプ B の経営者への融資人数が k 人である確率は $\binom{N}{k} r_b^k (1 - r_b)^{N-k}$ である。それゆえタイプ B の経営者への期待融資人数は

$$A = \sum_{k=1}^N k \binom{N}{k} r_b^k (1 - r_b)^{N-k} \quad (2)$$

である。

これは、 r_b に関する増加関数である。つまり、経営者は均衡が (F, R, R) であり続ける限りは、 r_b を可能な限り高くすることにより、利得を高めることができるのである。となると、この r_b の上限は存在するのか、存在する場合にはそれはどのように決まるのか、制度の要求水準とはどのような関係にあるのか、という疑問点が残る。

それでは情報提供ゲームの流れを説明する。ステージ 1、ステージ 3 は前節の融資ゲームと同一である。ステージ 2 だけ次のように変更される。

○ステージ 2'。タイプ B の経営者は、情報操作を通じて、シグナル M が債権者に獲得される確率 r_b を $[0, 1]$ の中から自由に選択できる。企業状態が U, S のときのシグナルの発生確率は前節

と同様である。つまり、状態 U のときには確率 1 でシグナル M が債権者に獲得される。状態 S のときには、確率 r でシグナル M が獲得され、確率 $1-r$ でシグナル H が獲得される。

債権者の利得は前節と同様である。経営者の利得は説明したとおり、期待融資金数に対する増加関数である。

それではこのゲームの完全ベイジアン均衡を導出しよう。命題 1 から明らかにされたように、非対称均衡は特殊なケースでのみ存在するので、債権者行動については対称均衡のみを考える。また、支配の概念は変わらないので、債権者の戦略として実質的に考慮されるのは (F,F,R) と (F,R,R) だけである。

さて、ここでの関心に照らしていえば、単に完全ベイジアン均衡を導出することよりも、完全ベイジアン均衡になりうるような経営者の情報歪曲 r_b の最大値のほうが重要である。さらにいえば、われわれが関心あるのは、そのような r_b の限界値は制度の要求水準 r とどのような関係にあるのか、という点である。

完全ベイジアン均衡は、プレイヤーの戦略と信念（不確定要素に対する主観確率）の組として定義される。シグナル θ を観測した債権者が企業の状態が T であると見積もる信念を $q(T|\theta)$ とする。債権者 i の信念を q_i とし、債権者 i の戦略を s_i とすれば、完全ベイジアン均衡とはある条件を満足する

- 経営者の選択 r_b ,
- 債権者の戦略の組 $s = (s_1, s_2, \dots, s_N)$,
- 債権者の信念の組 $q = (q_1, q_2, \dots, q_N)$

である。これが完全ベイジアン均衡となるためには

- (i) 経営者の選択 r_b が債権者の戦略の組 $s = (s_1, s_2, \dots, s_N)$ を所与として経営者の期待利得を最大化すること、

- (ii) 債権者 i の戦略 s_i が、債権者自身の信念 q_i と他の債権者の戦略 s_{-i} を所与として、債権者自身の期待利得を最大化していること（これは戦略 s_i により記述されるシグナル獲得後の i の行動が、債権者自身の信念と他の人の戦略を所与として、シグナル獲得後の期待利得を最大化していること、と同一の条件である）、

- (iii) 各 i の信念 q_i が、ベイズの公式と経営者の選択 r_b から適切に計算されていること、を満たす必要がある。

条件 (ii) は、経営者の選択 r_b を所与として、 $s = (s_1, s_2, \dots, s_N)$ が前節の融資ゲームにおけるベイジアンナッシュ均衡になっていること、と同値である。また条件 (iii) は、経営者の選択 r_b を所与として、(1) により債権者の信念が条件付き確率として計算されることを意味している。それゆえ、残るは (i) を考察すればよい。

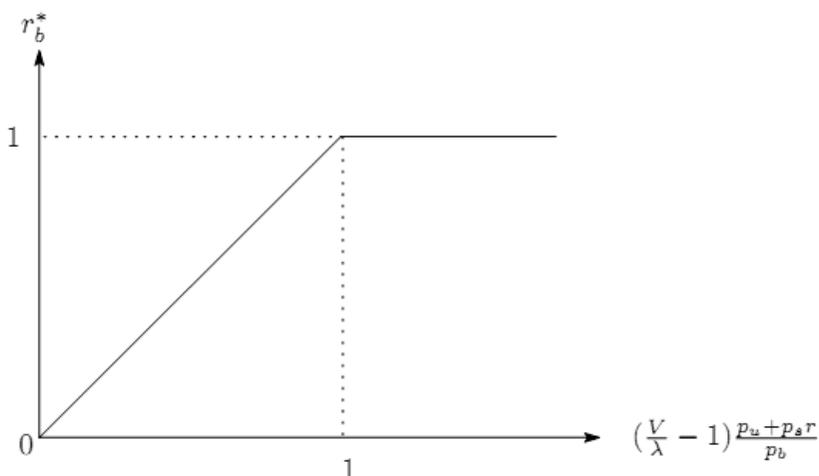
経営者の利得は期待融資金数の増加関数であり、期待融資金数は債権者間の融資ゲームのベイジアンナッシュ均衡が (F,R,R) である限りは (2) のように表され、これは r_b の増加関数である。その一方で、融資ゲームのベイジアンナッシュ均衡が (F,F,R) であれば、期待融資金数はゼロであり、経営者にとっては最悪の結果となる。よって、経営者の最適な選択は、融資ゲームのベイジアンナッシュ均衡として (F,R,R) が存在する範囲内で、可能な限り r_b の値を大きくすることである。命題 1 より、 (F,R,R) がベイジアンナッシュ均衡であるための条件は

$$\lambda/V \leq m^*(r_b, r) = \frac{p_s r + p_u}{p_b r_b + p_u + p_s r}$$

である。右辺は r_b に関して減少するので、経営者の最適な選択 r_b^* は以下ようになる。

$$r_b^* = \begin{cases} \left(\frac{V}{\lambda} - 1\right) \frac{p_u + p_s r}{p_b}, & \text{if } \left(\frac{V}{\lambda} - 1\right) \leq \frac{p_b}{p_u + p_s r} \\ 1, & \text{otherwise} \end{cases} \quad (3)$$

図3



以上の考察は次のようにまとめられる。

命題2. 情報公開ゲームには以下のような完全ベイジアン均衡が存在する。

- タイプB企業の経営者が、 r_b^* を選択する、
- 債権者たちは、戦略 (F, R, R) を選択する、
- 債権者たちの信念は、経営者の選択 r_b^* と制度の要求水準 r と企業タイプが決定される事前確率 p_s, p_u, p_b からベイズの公式で計算されたものである。

このように完全ベイジアン均衡を導出することができたので、われわれは経営者の最適な選択について議論することが可能である。まず特筆すべき点は、(3)にあるように、経営者は必ずしも情報を最大限に歪める ($r_b = 1$ とする) わけではないという点である。これは企業タイプの分布の中で、破産企業の占める割合が大きいつきに観察される現象である。この直観的な理由は、シグナル M を発生する企業の中に占める破産企業の割合に求めることができる。破産企業の割合が大きいつきには、 M のときに R を選ぶという債権者の

行動が最適にはなりえなくなるのである。それゆえ、そもそもの企業の分布の中に占める破産企業の割合が高ければ、経営者が情報を歪めることができる範囲には自然な限界が置かれることになるのである。情報開示制度の指標である r の値との関係を説明すると、 r の値が小さいほど、つまり制度の要求が大きいつきほど、破産企業の経営者が情報を最大限まで歪める可能性が縮小する傾向がある。この意味で、情報開示制度はたとえ罰則規定がないとしても、破産企業の経営者の開示行動を抑制する効果があるといえる。しかし、このような効果は他のパラメータの値に影響されることに注意が必要である。例えば、 $(\frac{V}{\lambda} - 1) \frac{p_u}{p_b} \geq 1$ が成り立つようなときには、情報開示水準が厳しく $r = 0$ であるような場合であっても、破産企業の経営者は最大限情報を歪めて開示することになる。これは、 V が極めて大きい場合や、 λ が極めて小さい場合や、あるいは p_b が極めて小さい場合などに起きる。つまり、破産企業の経営者にとって投資を継続してもらつメリットが極めて大きい場合や、市場における破産企業の割合が極めて小さ

い場合には、破産企業の経営者が情報を歪めることを制限することは難しいのである。その一方で、 $\left(\frac{V}{\lambda} - 1\right) \frac{p_u + p_s}{p_b} < 1$ であれば、情報開示水準が緩く $r=1$ であっても、破産企業の経営者は情報の透明性の操作に自主的な制限を設けることになるのである。

最後に、破産企業の経営者の行動を説明する限界値である

$$\left(\frac{V}{\lambda} - 1\right) \frac{p_u + p_s r}{p_b}$$

が他の要因によってどのように変化するかを考察しよう。まず経済状態に関する要因について確認する。これは p_s に関する増加関数なので、健全な企業の割合が増すほど、歪みが大きくなることが分かる。一方、これは p_b に関する減少関数なので、破産企業の割合が増すほど、歪みは小さくなる。次に、債権者の直面する意思決定問題にかかわる点について考えてみる。担保の価値に関してみれば、担保の価値 (λ) が高いほど歪みは小さく、その一方でプロジェクトからのリターン (V) が大きいほど歪みが大きくなりうることが分かる。最後に情報開示制度とかわる点について考察すると、制度からの要求水準が大きい（つまり r が小さい）ほど情報の透明性に施す操作の程度は小さくなることが分かる。

5. 結論

本稿でわれわれは、Ancitlらの企業の投資プロジェクト融資中の債権者間のゲーム（融資ゲームと言及）に基づき、経営者による情報開示、さらに開示規制を組み込んだモデルを分析した。融資ゲームでは、企業の経営状態が相応に良好な（悪い）場合には債権者の融資継続・引揚げいかんは投資プロジェクトの成否に影響しない（それぞれ

必ず成功（失敗、括弧同士は対応）が、その中間的な経営状態の場合は、投資プロジェクトの成否は債権者らの融資行動に依存する。

このように、利害関係者間の協調行動が主題であり、戦略的補完性が内在し、かつ自己実現的な信念によってドライブされる現実の社会・経済事例は、企業・会計環境も含めて数多く存在する。これに加え、モデル内のミクロの各プレイヤーの、延いてはその集積たるマクロ経済の動向の予測にあたり、情報が果たす役割は決定的である。よって、われわれは、新たなプレイヤーとして経営者による情報開示と開示基準をモデルに組み込み、外生的であった企業の経営状態に関する情報の透明性の内生的な操作を可能とするなど、Ancitlらのモデルを拡張した。情報開示の動機自体の調査を目的とし透明性の操作にかかる直接・間接のコストはないとしたため、経営状態の悪い企業の経営者は、最大限度まで情報の透明性を低めることが直観的に予想された。しかしながら、分析の結果、こうした直観と異なる部分も発見された。

すなわち、状況によっては、経営状態の悪い企業の経営者による情報透明性の操作の程度に自主的な制限が設けられる。これは、たとえば経営状態が悪い企業の割合が一定水準以上の場合、ある閾値を超えて情報の透明性が低まると、開示情報の歪曲を見込めた債権者の融資引揚げが起こる結果として、経営者にとって望ましくない均衡を導くことによる。さらに、比較静学分析からは、経営状態の健全または中位な企業の事前の割合が増すほど、逆に経営状態の悪い企業の事前の割合が低まるほど、情報の透明性は低く、すなわち経営者による開示の歪曲が大きくなることが分かる。さらに、制度による開示の要求水準が高いほど、経営者による情報の歪曲が小さくなるという結果も得られた。もちろんのこと、投資プロジェクト成功時の債権者の利得の相対的な魅力度も重要で

あった。なお、同時に実施した経営状態の良好な企業の分析（本稿には未収録）からは、経営者は必ずしも最大限度まで情報の透明性を高めず、ただし情報の透明性の低さが債権者の投資引揚げを導かないよう自主的な制限が設けられることが本稿の分析と同様に証明される。本稿のモデル分析は、社会的に最適な水準の開示規制のためには、企業の経営環境（の期待）とそれぞれ状況を異にする企業で執務する経営者らの開示インセンティブなどから導かれる戦略的補完の帰結を見極める必要性を示唆する。

本稿の将来展開の方向性としては、以下の四点が挙げられる。第一に、同様のモデル分析をさらに推し進めることである。たとえば、私的シグナルから公開シグナルへの情報のあり方の変更、本稿で考察した純粋戦略に加えて混合戦略を許容すること、さらに動学分析の実施などが視野に入ろう。私的シグナルから公開シグナルへの変更は先行研究でのように複数均衡のある不安定な状況に経済を陥らせるだけかもしれないが、法令等で開示が強制され公に伝播するという会計情報の特性を考えるうえで有用であろう。また、現実世界の機構から捨象・抽象された分析モデルであるとはいえ、それでも複数のパラメータがかかわっているため、その相互関係をさらに精緻に分析することも必要かもしれない。さらに、本稿のモデルを改変し、経営状態の「悪い」企業の経営者が経営状態の「良い」企業の行動を模倣しようとする状況、あるいは企業の経営状態とそこから導かれるシグナルの対応関係が本稿のものとは相違する状況などの分析も想定することができる。第二に、情報の透明性は本稿では、企業の経営状態と債権者が入手する私的シグナルが1対1で対応しない程度を意味するが、会計情報の経済分析において情報の質はある真の値に付加される攪乱項の分散の大きさでも表わされる。会計情報の質・量の変

更がモデルの設定と帰結にどのように影響するかは、われわれの関心事の1つである。第三に、本稿とは別のモデルを用いた「市場」設定の考察である。すなわち、財務報告の主たる目的は、「投資家による企業成果の予測と企業価値の評価に役立つような、企業の財務状況の開示にある（企業会計基準委員会、2006、第1章【序文】）」とされ、証券市場がまずもって念頭に置かれる。したがって、利害関係者の将来期待に基づき個々人の行動、ひいては経済全体の帰結が決定するという構造の類似性があるが、いわゆる市場の諸力が本稿の分析にどのような影響を及ぼすかの分析は、大きな意義をもつと考えられる。第四かつ最後に、実証研究の実施である。モデルの設定、情報のあり方、またパラメータ値などに依存して、均衡予測が変動するもとは、ヒトの実際の行動をデータで検証する研究に重要性があり、先行研究のように実験経済学的手法による検証が有用であろう。

《注》

- 1) 宇井 (2002, 32) によれば、「ある現象を予期したことの帰結として、その現象が実際に起こる性質」を自己実現的 (self-fulfilling) という。さらに、岡田 (2011, 33) による「自己充足的」の説明も参照。
- 2) 組織内部の活動のコーディネーションについて、たとえば、Ancil et al. (2010, 228 and 241) は、顧客満足向上のための戦略的新規構想や全社的な研究開発のプロジェクトを挙げ、将来展望の明るい案件であっても、社内各部署や関連する個々人の献身的なコミットメントを伴わない場合には失敗に終わる可能性があるとして説明する。
- 3) Ancil et al. (2010, 229, footnote 2) では、「プレイされているゲームのファンダメンタルについてノイズのある私的情報を受領する任意のゲーム」をグローバル・ゲームと呼ぶ。会計学の分析的研究では、たとえば、店頭市場取引の金融機関のローン・ポートフォリオを題材にして、社会的厚生観点から公正価値会計と原価主義会計を比較した Plantin et al. (2008) において、複数個存在する純粋戦略均衡から単一の均衡を導くためにグローバル・ゲームの手法が適用されている。
- 4) なお、Ancil らのオリジナルの分析では、企業の状態と私的シグナルが正確に対応する確率として情報の透明性 (r) を定義する。本稿では、後の数式展開・表記の便宜のため

情報の透明性 (r) を原論文とは正反対に設定し、情報の透明性 r は企業の状態と私的シグナルが正確に対応しない確率をいい、したがって $r=0$ ($r=1$) が最高の (最低の、括弧同士は対応) 透明性を指している。このような設定においては、澄みきった空気や水 ($r=0$) が遮蔽物や汚濁要因によって透明性を低めて向こう側が見通せなくなる (最大が $r=1$) ことと解釈できる。

- 5) リスク支配の規準とは、Ancil et al. (2004, 161 and 172) によれば、他の債権者ら全員がある戦略をプレイする場合にそれと相違する戦略を自分だけがプレイすることで失われる利得が最小となるような戦略を採用するものである。さらには、岡田 (2011, 46-49) 参照。
- 6) 会計が単なる遮蔽物 (a veil) となってしまう、摩擦のない世界 (a frictionless world) ないし理想的な世界 (an ideal world) と対比される言葉である (Morris and Shin, 2007, 594 and 595)。
- 7) 本稿では、モデルの設計段階で r_b の値が r に影響されることが自明となるような外生的な仮定 (たとえば、 r からの乖離度に応じてコストが発生する、など) をあえて避けることとした。後にわかるように、このような設定にもかかわらず、均衡におけるタイプ B の経営者の行動は r に影響され、自主的な規制が生じうるのである。

《参考文献》

- Akerlof, G., 1970. The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500. (幸村千佳良・井上桃子訳, 1995. 「レモン」の市場: 品質の不確実性と市場メカニズム, 『ある理論経済学者のお話の本』, ハーベスト社, 第2章, 9-33.)
- Ancil, R. M., Dickhaut, J., Kanodia, C., Shapiro, B., 2004. Information transparency and coordination failure: Theory and experiment. *Journal of Accounting Research* 42, 159-195.
- Ancil, R. M., Dickhaut, J., Johnson, C., Kanodia, C., 2010. Does information transparency decrease coordination failure? *Games and Economic Behavior* 70, 228-241.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., Walther, B. R., 2010. The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics* 50, 296-343.
- Cornand, C., Heinemann, F., 2011. Measuring agents' reaction to private and public information in games with strategic complementarities. Working Paper, 1-45.
- Goldstein, I., Pauzner, A., 2005. Demand-deposit contracts and the probability of bank runs. *Journal of Finance* 60, 1293-1327.
- Heinemann, F., Nagel, R., Ockenfels, P., 2002. Speculative attacks and financial architecture: Experimental analysis of coordination games with public and private information. Working Paper, 1-42.
- Heinemann, F., Nagel, R., Ockenfels, P., 2004. The theory of global games on test: Experimental analysis of coordination games with public and private information. *Econometrica* 72, 1583-1599.
- Kanodia, C., 2007. Accounting disclosure and real effects. *Foundations and Trends® in Accounting* 1, (佐藤絃光監訳・奥村雅史・鈴木孝則訳, 2011. 『会計ディスクロージャーと企業行動—市場の価値評価は経営にどのような影響を及ぼすか』, 中央経済社.)
- 企業会計審議会, 2006. 討議資料『財務会計の概念フレームワーク』.
- Lambert, R. A., 2001. Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics* 32, 3-87.
- Morris, S., Shin, H. S., 1998. Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks. *American Economic Review* 88, 587-597.
- Morris, S., Shin, H. S., 2002. Social value of public information. *American Economic Review* 92, 1521-1534.
- Morris, S., Shin, H. S., 2003. Global games: Theory and applications. in Dewatripont, M., Hansen, L., Turnovsky, S. (eds.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications: Proc. the Eighth World Congress*, Volume 1. Cambridge University Press, Cambridge, UK. Chapter 3, 56-114.
- Morris, S., Shin, H. S., 2004. Coordination risk and the price of debt. *European Economic Review* 48, 133-153.
- Morris, S., Shin, H. S., 2007. Optimal communication. *Journal of the European Economic Association* 5, 594-602.
- 岡田章, 2011. 『ゲーム理論 (新版)』, 有斐閣.
- 奥田真也, 2010. 「会計不正のゲーム分析」, 太田康広編著. 『分析的会計研究—企業会計のモデル分析』中央経済社, 第4章, 107-125.
- Plantin, G., Sapra, H., Shin, H. S., 2008. Marking-to-market: Panacea or Pandora's box? *Journal of Accounting Research* 46, 435-460.
- 斎藤静樹, 2011. 「会計基準開発の基本思考とコンバージェンスのあり方」『金融研究 (日本銀行金融研究所)』2011年8月, 1-17.
- Shurchkov, O., 2012. Coordination and learning in dynamic global games: Experimental evidence. *Experimental Economics* 15 (Published online on September), 1-22.
- Stahl, D. O., Wilson, P. W., 1995. On players' models of other players: Theory and experimental evidence. *Games and Economic Behavior* 10, 218-254.
- 宇井貴志, 2002. 「期待の階層構造と銀行取り付け」『経済セミナー』第571号, 32-36.
- 宇井貴志, 2009. 「グローバル・ゲーム」『経済セミナー』第649号, 120-128.
- Walther, B. R., 2004. Discussion of information transparency and coordination failure: Theory and experiment. *Journal*

of Accounting Research 42, 197-205.

Wilson, B. J., Zillante, A., 2010. More information, more ripoffs: Experiments with public and private information in markets with asymmetric information. Review of Industrial Organization 36, 1-16.

アナリストによる投資推奨の変更と 株式リターン*

Changes in Analysts' Recommendations and Stock Returns

中井 誠 司(諏訪東京理科大学 准教授)
Seiji Nakai, Tokyo University of Science, Suwa

2013年5月12日受付；2013年9月17日改訂稿受付；2014年1月7日最終稿受付；
2014年1月13日論文受理

要約

本論文ではアナリストの投資推奨変更後の中期の株価変動に関する分析を行った。その結果、アナリストの投資推奨変更後に中期の株価のドリフトが観察された。これはアナリストの投資推奨の変更情報に対する市場の当初の過小反応を示し、その情報を市場は短期間には織り込まないことを意味する。また投資戦略の実現可能を探るために構築した投資推奨のコンセンサスをを用いたヘッジポートフォリオでは、中期の正の超過リターンが観測された。このことからアナリストによる投資推奨の変更は中期の投資情報としての価値を有することが明らかになった。

Summary

This paper examines the investors' reaction to stock recommendations in the medium term. It finds that there is a post-recommendation drift. The stocks with upgraded (downgraded) recommendations earn significant positive (negative) abnormal returns for 3 and 6 months after the recommendation day. This result means that investors' initial reaction to stock recommendations is incomplete. Additionally this paper also shows that purchasing stocks with upgraded consensus recommendations and selling short stocks with downgraded recommendations in conjunction with monthly portfolio rebalancing yield abnormal gross returns. The results suggest that changes in analysts' recommendations have investment value in the medium term.

1. はじめに

セルサイド・アナリスト（以下、単に「アナリスト」と表記）は投資家に対して、投資に有用な情報を提供することを職務としている。具体的には調査企業の事業内容を分析し、収益を予想し、それをもとに株価に対する評価を行い、最終的に

は投資推奨を公表する。投資推奨は株式レーティングとも呼ばれ、それはその公表日以降の所定の期間内における株価の値上がりまたは値下りの可能性の大小を順位づけたうえで記号化したものである（太田 1994）。その内容は証券会社毎に異なるが、通常想定する期間は6カ月～12カ月であり、またその企業の株価の値上がりまたは値下

*本稿を作成するにあたり、八重倉孝教授（法政大学）、椿広計教授（統計数理研究所）、神山直樹氏（メリルリンチ証券）及び二名の匿名の査読者の先生方より多くの有益なコメントを頂いた。またIFISジャパンよりデータ提供のご厚意を受けた。ここに謝辞を申し上げたい。本研究の一部は日本学術振興会科学研究費基盤研究（A）「技術開発促進のための新たな統計科学体系とそれに基づく情報システム開発」の支援を受けた。

がり、絶対評価ではなくベンチマークに対する相対評価であることが多い(近藤 2009)。そしてアナリストがどのような投資推奨を公表するかに関しては、様々な判断基準があることが予想される(諏訪部 2003)¹⁾。一方でアナリストが所属する証券会社は投資銀行業務を兼ねており、アナリストは投資家のためではなく社内の投資銀行部門の意向に沿った投資推奨を行う可能性がある。そのため投資家はアナリストの投資推奨を無批判に利用するのではなく、その特徴を踏まえた上で利用する必要がある。アナリストの投資推奨は中長期の株式リターンを予想しているのにも関わらず、それが投資家にとって実際に中長期の投資情報として価値があるか否かについての検証はこれまであまり行われていない。また学術的には、投資推奨の中長期の情報効果は市場の効率性の程度の問題となる。投資推奨の変更はその企業の株価に短期的インパクトを与えるのみならず、その変更後には中長期のドリフトが観察される(Womack 1996; Barber et al. 2001; Ryan and Taffler 2006; Loh 2010)。その点においても海外と情報環境が異なるわが国での検証は少ない。本稿ではアナリストが公表する投資推奨の変更後の株価変動を実際の投資行動に近い形で検証する。特に投資推奨の水準よりも変更に関する情報効果が大きいことから(Francis and Soffer 1997)、本稿でも投資推奨の変更に着目する²⁾。加えてアナリストの予想利益情報も考慮した投資推奨変更後の株価変動に関する分析を行う。

本稿の特徴は以下の三点である。まずわが国においてアナリストによる投資推奨の変更に対する中期(3か月、6か月)の株価変動に関して検証した点である。アナリストの投資推奨の変更に対して株式市場は短期的に反応することが明らかになっている(末木 1997; 小川 2003; 中井 2009; 近藤・太田 2009)。しかしアナリストの投資推

奨はその定義から中長期的な視点から付与されており、投資推奨の変更という情報が中長期的にその企業の株価変動にどのような影響を与えるかについて、わが国ではこれまで詳細な検証は行われていない。投資推奨の情報効果として、短期的なアナウンスメント効果と中長期の投資情報としての価値は区別する必要がある(Bauman et al. 1995)。また実務的観点では、投資推奨情報のアナウンスメント効果により短期的に超過リターンを獲得できても、投資推奨情報にその定義から期待される中長期の投資情報としての価値がなければ超過リターンはゼロに収束することが予想され、中長期の超過リターンは獲得できないことになる。一方で、投資推奨情報の中長期の投資情報としての価値に対して短期的に獲得される超過リターンが不十分であれば、中長期で獲得される超過リターンは短期以降も蓄積されることが予想される。本稿ではIFISデータによる大サンプルを用い、かつ実運用に近いbuy-and-hold戦略によりアナリストの投資推奨の変更に関する有効性を検証した。二番目の本稿の特徴は個別アナリストによる投資推奨とそれらをもとにしたコンセンサスの投資推奨(以下、「コンセンサス・レーティング」と表記)の両方を分析対象としたことである。本稿の目的のひとつは実運用で獲得可能な超過リターンの計測である。個別アナリストによる投資推奨の変更をそのまま用いて投資戦略とすると、実運用では取引頻度が多くなる。そこで実運用で実行可能な投資戦略として、コンセンサス・レーティングを用いた月次リバランスによる投資戦略の有効性を検証した。三番目の特徴は、アナリストの投資推奨情報に加えて予想利益の改訂情報を分析対象とした点である。アナリストはそのレポートの中で投資推奨とともに今期以降の利益予想もおこなう。アナリストの予想利益情報は投資推奨と独立した情報内容を持っており、市場も

アナリストの予想利益情報に対して短期的に反応することが明らかになっている (中井 2009)。ただしわが国では、予想利益情報に関して経営者による予想 (以下、「経営者予想」と表記) が一般化しており、その発表に対して資本市場は反応する (河 1998)。そこで本稿では経営者予想の発表による影響をコントロールするため、経営者予想発表日から一定期間経ったサンプルを抽出し、同じ投資推奨の中でもアナリストの予想利益の改訂の方向によりその後の株価変動に差異が見られるか否かを検証した。

本稿の学術的、実務的貢献は以下の通りである。まず学術的貢献は、本稿はアナリストの投資推奨情報に対する市場での反映の程度のテストとなる。株式市場は企業の様々な情報に対して短期間に全てを織り込むのではなく、過剰反応や過小反応を示すことがある³⁾。海外の先行研究では、アナリストの投資推奨の発表に対してその後数カ月間のドリフトが報告されている。情報発表後のドリフトはその情報に対する過小反応と考えられるが、過小反応の理由の1つに情報の不確実性がある (Zhang 2006)。わが国では経営者予想が一般化されているなど、海外と投資に関する情報環境が異なる。本稿ではアナリストの投資推奨情報の発表後の株価変動を検証し、その情報の市場での織り込み方について検討する。次に実務的貢献は、実現可能性の観点からアナリストの投資推奨の有効性を検討した点である。アナリストが日常的に公表する投資推奨が果たして投資に役立つのか、という点は実務での大きな関心事である。投資タイミングや取引頻度を考慮したうえでアナリストの投資推奨を実運用で利用した場合に、超過リターンを獲得できるか否かを検討した点が実務的貢献である。以上の点より、アナリストの投資推奨の変更に関する中期的な株価変動および投資情報価値を包括的に検証した点が先行研究と比較した

場合の本稿の貢献である。

論文の構成は以下の通りである。まず次節において先行研究をサーベイし、本稿の意義を述べる。第3節ではデータについて述べ、第4節でリサーチ・デザインを示す。そして第5節で検証結果を示し、最終節で本稿の結論と今後の課題を述べる。

2. 先行研究

2.1 個別アナリストの投資推奨に関する先行研究

個別アナリストの投資推奨の公表とその後の株価動向に関して、Stickel (1995) は、1988年から1991年の個別アナリストの投資推奨を Zacks Investment Research より入手し、株価の変化の検証を行った。そこでは「買い」「売り」推奨は公表後120日後でも、有意に正(負)であることが示された。また Womack (1996) は First Call から入手した1989年から1991年までの個別アナリスト毎の投資推奨の変更についての市場の反応を検証した。そこでは最上位の「買い」の投資推奨に加わる(外れる)、最下位の「売り」の投資推奨に加わる(外れる)の4つのケースに分類し、投資推奨公表後も株価の変化が続くことを示し、特に「売り」推奨の場合にその傾向が強いことを明らかにした。同様に Ryan and Taffler (2006) は、イギリス市場においてもアナリストの投資推奨公表後6か月間、公表時と同方向へ株価の上昇(下落)することを示した。また Kecskes et al. (2009) は、予想利益に関して上方(下方)修正を伴う投資推奨の上方(下方)修正は予想利益の変更を伴わない場合と比較して、より株価の上昇(下落)が見られることを明らかにした。

次にわが国における個別アナリストの投資推奨公表後の中期の株価変動に関する先行研究として

は末木(1997)、小川(2003)、Jegadeesh and Kim(2006)が挙げられる。末木(1997)は、1994年から1995年までの野村総合研究所の投資推奨データを用いて日経平均株価をベンチマークとした比較を行い、パフォーマンスが投資推奨と整合的ではない、との結果を得た。また小川(2003)は、1996年から1997年と2000年の大手証券会社4社の投資推奨データに関して、TOPIXをベンチマークとした比較を行った。その結果、投資推奨の有効性が低いことを示した。一方でJegadeesh and Kim(2006)は1993年から2002年までのデータを用いて検証した。その結果は、投資推奨の上方修正銘柄の6か月後のリターンが統計的に有意に正の値であった。

以上のようにわが国での検証では、個別アナリストの投資推奨発表後の株価変動に関して統一的な見解は得られていない。加えて末木(1997)や小川(2003)は分析期間も短く、分析対象ブローカーも少ないため、結論は限られたものとなる。またJegadeesh and Kim(2006)のベンチマークは市場リターンであるが、アナリストカバレッジは大型株に偏っており(中井2006)、投資推奨の違いによる企業間の株式リターン格差を測定するためには企業規模による要因をコントロールすることが望ましい。このように先行研究ではサンプルの問題、ベンチマークの問題を含んでいる。そこで本稿ではIFISデータから入手した大サンプルで、かつ企業規模の効果を考慮したベンチマークを用いたbuy-and-hold戦略によるパフォーマンス測定を行い、投資推奨の変更による株価変動を検討する。加えて本稿では経営者予想の発表タイミングを考慮した場合の株価の変動についても検討する。わが国では経営者予想が一般化しており、経営者予想の発表はその後の株価変動に影響を与える。そこで経営者予想の発表による影響を除くために、経営者予想の発表日から一定期間

経過したサンプルによる分析を行う。最後に投資推奨の変更とともにアナリストの予想利益の改訂を考慮した分析を行う。アナリストの予想利益もアナリストから提供される情報の重要な一つであり、同じ投資推奨の変更でも予想利益の改訂の違いにより、その後の株価変動は異なることが予想される。アナリストの予想利益の改訂情報の違いにより、その投資推奨変更後の株価変動の違いが見られるか否かについて検証する。

2.2 コンセンサス・レーティングに関する

先行研究

個別アナリストの投資推奨を集計して作成されたコンセンサス・レーティングの有効性に関する先行研究ではBarber et al.(2001, 2003)、Jegadeesh et al.(2004)が挙げられる。Barber et al.(2001)は、1985年から1996年までのZacks Investment Researchより入手したコンセンサス・レーティングを用いた日次リバランスによる投資戦略が有効であることを示した。しかし分析期間を変えたBarber et al.(2003)は、同様の投資戦略が2000年と2001年においては有効ではないことを報告した。またJegadeesh et al.(2004)は様々な投資指標を所与としても、コンセンサス・レーティングが相対的に大きく上方修正された銘柄群はその後のリターンが高いことを示した。

わが国におけるコンセンサス・レーティングの検証は少ない。八重倉(2003)は、残余利益モデルによる割安指標とアナリストの投資推奨を用いた投資戦略は、どちらか単独の投資戦略の場合よりも高い投資収益率を得られることを明らかにした。ただし八重倉(2003)はポートフォリオ構築が一時点であり分析期間が短い。本研究では大サンプルにより実運用に近い形での有効性を検証する。個別アナリストの投資推奨の分析はイベン

トを基礎として行われるのに対し、コンセンサス・レーティングの分析は月次で区切った期間を基礎として行われる。

3. データ

個別アナリストの投資推奨のデータは、2000年10月から2005年9月までに発表された東証一部銘柄データをIFISジャパンより入手した。ただし投資推奨と予想利益に関して、個別アナリスト毎の前回発表時の値を得るために分析期間は2001年4月からとした。投資推奨データはブローカー毎に区分や名称が異なるが、データベースではIFISジャパンにより5段階に統一した投資推奨が付与されており、このうち上位2段階を「買い (BUY)」とし、中位を「保有 (HOLD)」、下位2段階を「売り (SELL)」とした。同一日に複数のアナリストから同一のレーティングが付与された場合はサンプルを1つとし、異なるレーティングが付与された場合はその両方をサンプルから除いた⁴⁾。株式リターンに関しては東洋経済株価CDと実績配当金から個別銘柄毎の配当込のリターンを作成した。財務データや発行済株式数はReuterから入手し、予想利益は連結データを優先とした経常利益を用いた。経営者予想データは日経QUICK社のAMSUSから取得し、新規に発表された日もしくは予想経常利益が変更された日を経営者予想発表日とした。また分析対象とする決算期は投資推奨の発表日が含まれる決算期とした。

一方、コンセンサス・レーティングに関しては、対象企業毎に集計された個別アナリストの3段階の投資推奨を各月末時点での平均値から算出した。また予想利益のコンセンサスは、対象企業毎に集計された個別アナリストの予想経常利益の中央値とした。

4. リサーチ・デザイン

4.1 個別アナリストの投資推奨の分析

4.1.1 超過リターンの計算

投資推奨の変更のあった個別銘柄*i*について、保有期間 (τ 日間) の超過リターンの計算方法としては累積超過リターン (CAR) と buy-and-hold 戦略による超過リターン (BHAR) とがある。

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^{\tau} (R_{it} - R_{BMt})$$

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^{\tau} (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^{\tau} (1 + R_{BMt})$$

R_{it} : 個別銘柄*i*の日次リターン

R_{BMt} : ベンチマークの日次リターン

投資推奨によりグルーピングされたポートフォリオの超過リターンは、個別銘柄のCARおよびBHARを銘柄数*N*で割って平均したものである。この場合、CARで計算されたポートフォリオの構成銘柄の日次のウェイトは等ウェイト ($1/N$) であり、それは日々調整 (リバランス) されることを意味する。一方、BHARで計算されたポートフォリオの構成銘柄の日次のウェイトはリバランスされない。ある時点で投資をした後、一定期間保有する投資戦略でのパフォーマンス測定はBHARが実運用での計算結果となる (Barber and Lyon 1997)。本稿のリターン計測期間は最高で120日間であるためCARではリバランス回数が多くなり、パフォーマンス測定にリバランスのバイアスが生じると判断し、本稿ではBHARを採用する⁵⁾。

またベンチマークとして市場リターンとリファレンス・ポートフォリオによるリターンを考え

る。市場リターンとしてはTOPIXを採用し、リファレンス・ポートフォリオによるリターンとしては企業規模（時価総額）で分類したポートフォリオ、及び企業規模と簿価時価比率（B/M）で分類したポートフォリオを採用する。企業規模とB/Mは株式リターンの企業間差異に影響を与えるファクターであり、アナリストが調査対象企業を決定する際にも考慮されるファクターでもあるので、それらを基準としたリファレンス・ポートフォリオをベンチマークとする。これら3つのベンチマークの中で、投資推奨の有効性を検証するためのベンチマークとしては、リターン格差に影響を与える要因をコントロールする意味で企業規模とB/Mで分類したリファレンス・ポートフォリオが最適と考える。そこで経営者予想を考慮した検証と予想利益の改訂に関する検証でのベンチマークは、企業規模とB/Mで分類したリファレンス・ポートフォリオとする。

リファレンス・ポートフォリオの作成方法は以下の通りである⁶⁾。まずアナリストの投資推奨の発表日の前月末の時価総額（企業規模）を基準として東証1部銘柄を5分位に振り分ける。そこで分析対象銘柄の属するクラスの銘柄の等金額ポートフォリオを企業規模のリファレンス・ポートフォリオとする。次に企業規模での各分位毎にB/Mを基準に5分位に再分割し、25個のポートフォリオを作成する。B/Mの計算で用いる実績自己資本は決算期末より3か月後から利用可能とし、月末の株価と実績自己資本からB/Mを計算する。分析対象銘柄が投資推奨日の前月末時点で属するクラスの銘柄で構成された等金額ポートフォリオを企業規模と簿価時価比率（B/M）でのリファレンス・ポートフォリオとする。このように計算されたベンチマークのリターンを分析対象銘柄のリターンから差し引いて超過リターンを計算する。

4.1.2 分析方法

本検証は投資推奨の変更日をイベント日としたbuy-and-hold戦略によるイベント・スタディであり、分析対象銘柄の保有期間（イベント期間）が同一銘柄の他の投資推奨変更の発表日（イベント日）と重なるいわゆるオーバーラッピング・バイアスが発生する。そのためサンプルの独立性に問題が残る。そこで本稿ではJegadeesh and Kim (2006)の分析方法を採用する。具体的な方法は以下の通りである。

先ずアナリストの投資推奨変更の発表日（イベント日）が含まれる月毎でサンプルを集計する。月毎に集計されたサンプルの120日間超過リターン（BHAR）の平均をARとし、1か月目からTか月目までの各月のサンプルの平均超過リターンを $(T \times 1)$ 行列で $AR = [AR_1, AR_2, AR_3, \dots, AR_T]'$ とする。ここでTは分析対象期間内の月数であり、本稿では分析期間が2001年4月から2005年9月なので $T = 54$ である。次に全体のサンプル数をN、月毎のサンプル数を N_t とし、月毎のサンプル数のウェイト w_t を N_t/N で計算する。そこで1か月目からTか月目までの各月のウェイトを $(T \times 1)$ 行列で $w = [w_1, w_2, w_3, \dots, w_T]'$ とする。以上の月毎に集計された平均超過リターンとサンプル数のウェイトから、サンプル全体の平均超過リターン (\overline{AR}) は以下のように表わされる。

$$\overline{AR} = w'AR$$

次に平均超過リターンの分散を以下のように定義する。

$$\text{Var}(\overline{AR}) = w'V_A w$$

ここで V_A は120日間の超過リターン（AR）に関して推定される分散共分散行列である。超過リターンは月毎で集計されており、オーバーラップ

する期間は6か月と考え、それを超える間隔がある超過リターンの自己相関はゼロと考える。そこで V_A の (i, j) 要素を以下のように定義する。

$$V_{i,j} = \begin{cases} (AR_i - \overline{AR})^2 & (i = j \text{ の場合}) \\ (AR_i - \overline{AR})(AR_j - \overline{AR}) & (1 \leq |i - j| \leq 6 \text{ の場合}) \\ 0 & (\text{その他}) \end{cases}$$

ここで保有期間(τ 日間)の平均超過リターン(\overline{BHAR}_τ)の有効性を以下の t 統計量により検討する。

$$t = \overline{BHAR}_\tau / \left(\sqrt{\frac{\text{Var}(\overline{BHAR}_\tau)}{120}} \times \sqrt{\tau} \right)$$

この t 統計量は、サンプル数が多ければ標準正規分布に収束する(Jegadeesh and Karceski 2009)。

4.2 コンセンサス・レーティングの検証

本検証では個別アナリスト毎の分析に加えて、コンセンサス・レーティングの変化に関する分析を行う。個別アナリスト毎の投資推奨の変更にもとづいた投資戦略を実際の運用で適用するには取引頻度が多く煩雑であり、実際の投資戦略として採用することは難しい。そこで投資推奨情報の実運用での利用可能性を探る観点から、ポートフォリオ構築がより容易なコンセンサス・レーティングによる投資戦略の有効性を検討する。コンセンサス・レーティングはその企業をカバーする全てのアナリストの投資推奨が反映されており、投資戦略構築のための情報として用いることができる(Barber et al. 2001)。

各月末時点で集計された個別アナリストの3段階の投資推奨を平均し、コンセンサス・レーティ

ングを算出する。その上でコンセンサス・レーティングが前月末時点より上方修正された銘柄群を等ウェイト投資でロング、下方修正された銘柄群を等ウェイト投資でショートとするヘッジポートフォリオを構築する。売買の実行は実運用への適用可能性を考慮して、翌月第一営業日の終値ベースとする。計測するリターン期間は1か月、3か月、6か月とし、ヘッジポートフォリオのリターンの正負を検定する。ただし1か月毎に構築したポートフォリオの3か月、6か月リターンはリターンの計測期間が重なるので、正負の検定については自己相関を考慮したNewey-West修正による標準誤差を用いる。次に投資推奨の変化と予想利益のコンセンサスの変化を組み合わせた投資戦略の有効性も検証する。予想利益のコンセンサスは集計された個別アナリスト予想経常利益の中央値とし、同じ投資推奨の変更の中で予想利益の上方修正銘柄群と下方修正銘柄群に分け、上方修正銘柄群を等ウェイトでロング、下方修正銘柄群を等ウェイトでショートとするヘッジポートフォリオを構築し、リターンの正負を検定する。

5. 検証結果

5.1 基本統計量

個別アナリストの投資推奨の分析では投資推奨に変更のあったものを分析対象とする。投資推奨別の内訳を表1に示す。

これまでの検証のサンプルと同様に、「売り」推奨と比較して「買い」推奨のサンプルが多い。アナリストのネガティブな意見を表明しながらない傾向が窺える。

次にサンプルのベンチマークとなるリファレンス・ポートフォリオの内訳を表2に示す。

アナリストが調査対象とする企業は大企業が多く、本稿でもサンプルの多くが時価総額の大きい

表1 投資推奨の内訳

旧レーティング	新レーティング			合計
	売り	保有	買い	
新規	172	570	779	1,521
売り		1,094	422	1,516
保有	1,103		2,560	3,663
買い	426	2,984		3,410
合計	1,701	4,648	3,761	10,110

表2 時価総額およびB/Mの内訳

SIZE rank	B/M rank	B/M rank					合計
		1 (low)	2	3	4	5 (high)	
1 (small)	1 (small)	30	38	17	11	15	111
	2	105	104	72	48	55	384
	3	193	242	164	169	150	918
	4	550	603	567	498	366	2,584
	5 (Large)	1,080	1,440	1,436	1,206	951	6,113
	合計	1,958	2,427	2,256	1,932	1,537	10,110

企業のものである。また時価総額が同一のクラスのB/Mのクラス別サンプル数をみると、低B/M（高PBR）企業が多い。

次に総サンプルのうち、同一企業の登場回数を表3に示す。

本稿の分析対象企業数は855である。多くの企業の登場回数は10回以下であり、最大でも75回

である。同一企業が分析結果に与える影響は少ない。

最後に超過リターンに関する基本統計量を表4に示す。

表3 同一企業の登場回数

登場回数	~5	~10	~15	~20	~25	~30	~35	~40	~45	~50	51~	合計
企業数	376	136	97	73	51	45	33	9	10	11	14	855

表4 超過リターンの基本統計量 (obs=10,110)

ベンチマーク	リターン日数	平均	標準偏差	中央値	最大	最小	第1四分位	第3四分位
TOPIX	5	0.07	5.19	-0.17	45.87	-50.83	-2.79	2.78
	10	0.18	6.71	-0.14	50.24	-47.52	-3.63	3.74
	20	0.38	8.79	0.01	70.01	-54.81	-4.87	5.19
	60	1.28	15.16	0.36	141.98	-64.31	-8.01	8.94
	120	2.20	21.76	0.43	335.47	-73.42	-11.12	12.72
規模によるリファレンス・ポートフォリオ	5	-0.04	5.15	-0.28	46.03	-50.66	-2.86	2.62
	10	-0.03	6.66	-0.40	53.25	-50.56	-3.82	3.51
	20	-0.08	8.72	-0.47	73.03	-56.73	-5.24	4.61
	60	-0.11	15.05	-1.08	145.42	-64.65	-9.26	7.58
	120	-0.57	21.58	-2.26	338.70	-74.03	-13.83	9.90
規模とB/Mによるリファレンス・ポートフォリオ	5	-0.03	5.08	-0.27	45.93	-48.78	-2.78	2.55
	10	-0.02	6.54	-0.36	53.25	-50.16	-3.72	3.38
	20	-0.04	8.53	-0.54	72.39	-53.44	-5.13	4.57
	60	0.01	14.68	-1.04	138.09	-65.37	-9.06	7.45
	120	-0.35	21.03	-2.22	340.39	-74.70	-13.24	9.62

5.2 個別アナリストの投資推奨に関する

分析結果

ここでは先ず投資推奨別のリターンの比較を表5において行う。

アナリストの投資推奨の公表後5日間の超過リ

ターンを見ると、ベンチマークに関わらず、新規の「買い」や投資推奨の「買い」への上方修正銘柄は正で、新規の「売り」や「売り」への下方修正銘柄は負で統計的に有意の値である。これは短期リターンの分析を行なった中井(2009)や近

表5 投資推奨別の中期リターン

ベンチマーク：TOPIX

	旧	新	obs	保有期間				
				5日間	10日間	20日間	60日間	120日間
新規		売り	172	-0.80 *	-0.56	-0.46	0.46	1.57
		保有	570	0.11	0.46	0.66	2.33	3.79 *
		買い	779	0.99 **	1.36 **	1.47 **	2.37 **	4.35 **
下方修正	保有	売り	1,103	-1.81 **	-2.27 **	-2.85 **	-2.73 *	-2.57
	買い	売り	426	-1.83 **	-2.34 **	-2.25	-2.45	-0.12
	買い	保有	2,984	-1.37 **	-1.54 **	-1.63 **	-1.28 *	-0.71
上方修正	売り	保有	1,094	1.08 **	1.61 **	2.19 **	3.76 **	4.73 *
	売り	買い	422	1.97 **	2.20 **	3.24 **	4.51 **	7.15 **
	保有	買い	2,560	1.90 **	2.35 **	2.98 **	4.50 **	5.20 **

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

ベンチマーク：規模によるリファレンス・ポートフォリオ

	旧	新	obs	保有期間				
				5日間	10日間	20日間	60日間	120日間
新規		売り	172	-0.97 *	-0.75	-0.92	-1.08	-1.49
		保有	570	-0.03	0.24	0.14	0.96	0.91
		買い	779	0.78 **	0.98 **	0.78 *	0.69	1.21
下方修正	保有	売り	1,103	-1.90 **	-2.44 **	-3.26 **	-4.19 **	-5.56 **
	買い	売り	426	-1.87 **	-2.46 **	-2.80 *	-4.14 *	-4.07
	買い	保有	2,984	-1.47 **	-1.73 **	-2.05 **	-2.55 **	-3.25 **
上方修正	売り	保有	1,094	1.01 **	1.47 **	1.83 **	2.55 *	2.04
	売り	買い	422	1.70 **	1.74 **	2.50 **	2.39 *	3.67 *
	保有	買い	2,560	1.80 **	2.15 **	2.56 **	3.21 **	2.68 **

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

ベンチマーク：規模とB/Mによるリファレンス・ポートフォリオ

	旧	新	obs	保有期間				
				5日間	10日間	20日間	60日間	120日間
新規		売り	172	-1.05 **	-0.83	-1.03	-1.33	-1.75
		保有	570	-0.04	0.21	0.06	0.87	0.67
		買い	779	0.78 **	1.00 **	0.84 **	1.14 *	1.92 *
下方修正	保有	売り	1,103	-1.88 **	-2.38 **	-3.14 **	-4.03 **	-5.32 **
	買い	売り	426	-1.81 **	-2.36 **	-2.64 *	-3.46	-2.85
	買い	保有	2,984	-1.43 **	-1.68 **	-1.91 **	-2.27 **	-2.85 **
上方修正	売り	保有	1,094	1.02 **	1.46 **	1.80 **	2.32 *	1.63
	売り	買い	422	1.70 **	1.69 **	2.47 **	2.38 **	3.71 **
	保有	買い	2,560	1.77 **	2.09 **	2.48 **	3.17 **	2.78 **

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

藤・太田(2009)と同様の結果であり、アナリストの投資推奨の変更に対して市場は想定された方向に反応することが分かる。しかしその後の超過リターンの大きさについてはベンチマークにより異なる。TOPIXをベンチマークとした120日間のリターンに関して、投資推奨が「売り」もしくは「保有」から「買い」への上方修正の場合は正で統計的に有意である一方、「保有」もしくは「買い」から「売り」への下方修正の場合は負であるが統計的に有意ではない。これはJegadeesh and Kim(2006)と同様の結果である。一方、ベンチマークが規模によるリファレンス・ポートフォリオの場合や規模とB/Mによるリファレンス・ポートフォリオの場合、120日間リターンは投資推奨が「売り」もしくは「保有」から「買い」への上方修正の場合でも、投資推奨が「保有」から「売り」もしくは「買い」から「保有」への下方修正の場合でも統計的に有意である。投資推奨の下方修正の場合にベンチマークにより差異が見られた理由は、この分析期間が総じて小型株優位の株式市況だったためである⁷⁾。本稿の分析ポートフォリオは小型株も等ウェイトで含まれる。小型株優位の市況では分析ポートフォリオは対TOPIXに対してリターンの上方バイアスが含まれるので、TOPIXをベンチマークにした際には下方修正の場合のマイナスが軽減される。これらの結果から投資推奨の変更の方向に関わらずアナリストの投資推奨の変更は短期的なインパクトのみならず、中期的にもその超過リターンはゼロに収束することなく残ることが示された。加えてベンチマークに関わらず、投資推奨が上方修正の場合でも下方修正の場合でも、120日間リターンの絶対値が5日間リターンの絶対値を上回っている。このことは超過リターンの蓄積を意味し、米国の結果と同様にアナリストの投資推奨の変更に対するドリフトを示す。そこで投資推奨変更日以降にポートフ

ォリオ構築を行った場合でも超過リターンが観測されるか否かに関して検証を行った。具体的には投資推奨変更日の5日後・10日後・20日後に分析対象銘柄の等ウェイト投資によるポートフォリオを構築し、そのBHARを計算した。その結果を表6に示す⁸⁾。

投資推奨変更日の5日後にポートフォリオ構築を行った場合、多くのケースでその日以降のリターンは当初の正負の方向で統計的に有意であり、ここでもドリフトは観察された。この結果から、市場は投資推奨の変更情報をその発表直後に即座には織り込まないことが明らかになった。またその115日後の超過リターンの絶対値は上方修正のケースよりも下方修正のケースの方が大きい。この点はWomack(1996)やRyan and Taffler(2006)と同様である。下方修正のケースでより超過リターンが蓄積される理由として、投資家は保有株式の評価損を実現させたくないために売却を躊躇するディスポジション効果が考えられる(Frazzini 2006)。ただし投資推奨変更日の20日後にポートフォリオ構築を行った場合、多くのケースで統計的に有意な超過リターンは獲得されていない。すなわちわが国の市場でもアナリストの投資推奨の変更に対してドリフトが見られるものの、投資戦略の観点からは投資推奨変更日の20日後にポートフォリオを構築しても超過リターンは獲得できない。

次に経営者予想とアナリストの投資推奨の発表タイミングに関して検討する。経営者予想の発表もしくは改訂された日から投資推奨が変更されるまで日数の累積比率を図1に示す。

投資推奨の変更の多くが経営者予想の発表もしくは改訂後直ちに行われていることが分かる。これはアナリストの収益予想が経営者予想の発表後直ちに改訂されることと同様である(野間 2008)。そこで経営者予想の発表による短期的インパクト

表6 投資推奨変更日以降にポートフォリオを構築した場合の中期リターン
(ベンチマーク: 規模とB/Mによるリファレンス・ポートフォリオ)

① 5日後にポートフォリオ構築

	旧	新	obs	保有期間			
				5日間	15日間	55日間	115日間
新規		売り	172	0.27	0.12	-0.17	-0.43
		保有	570	0.27	0.14	0.98	0.77
		買い	779	0.23	0.08	0.34	1.05
下方修正	保有	売り	1,103	-0.50	-1.25 *	-2.13	-3.36 *
	買い	売り	426	-0.52	-0.83	-1.83	-1.15
	買い	保有	2,984	-0.23	-0.47 *	-0.80	-1.31 *
上方修正	売り	保有	1,094	0.46	0.81	1.26	0.52
	売り	買い	422	0.04	0.76 **	0.64	1.80 *
	保有	買い	2,560	0.32 **	0.69 **	1.31 **	0.88 *

② 10日後にポートフォリオ構築

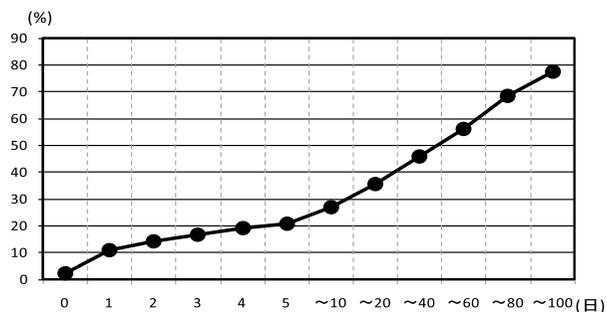
	旧	新	obs	保有期間		
				10日間	50日間	110日間
新規		売り	172	-0.10	-0.30	-0.58
		保有	570	-0.12	0.62	0.39
		買い	779	-0.14	0.15	0.81
下方修正	保有	売り	1,103	-0.70	-1.62	-2.76
	買い	売り	426	-0.32	-1.32	-0.62
	買い	保有	2,984	-0.23	-0.54	-1.05
上方修正	売り	保有	1,094	0.36	0.81	0.08
	売り	買い	422	0.78 **	0.68	1.83 **
	保有	買い	2,560	0.39 **	1.01 **	0.58

③ 20日後にポートフォリオ構築

	旧	新	obs	保有期間	
				40日間	100日間
新規		売り	172	-0.38	-0.71
		保有	570	0.67	0.49
		買い	779	0.25	0.80
下方修正	保有	売り	1,103	-0.84	-1.94
	買い	売り	426	-1.00	-0.42
	買い	保有	2,984	-0.27	-0.77
上方修正	売り	保有	1,094	0.38	-0.30
	売り	買い	422	-0.10	1.18
	保有	買い	2,560	0.62 **	0.21

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

図1 投資推奨の変更日と
経営者予想発表日の関係



を除くため、経営者予想が発表された日から20日以内に投資推奨が変更されたサンプルを除いた分析を行い、その結果を表7-1に示す⁹⁾。またリターン計測期間における経営者予想の影響を除くために、経営者予想が発表された日から120日以内のサンプルを除いた分析結果を表7-2に示す¹⁰⁾。

表7-1の結果は概ね表5の結果と同様である。経営者予想発表による短期的インパクトを除いても投資推奨の上方修正の場合は正の、下方修正の場合は負の超過リターンが蓄積される。またサンプル数は極端に減少するが、表7-2の結果も表5や表7-1と同様であった。経営者予想の発表の影響を受けないサンプルにおいても、アナリストの投資推奨の変更に対して中期の超過リターンは観測

された。ドリフトは情報がより不確実な場合に起こる (Zhang 2006) ことを考えると、経営者予想の発表から時間の経った投資推奨の変更は、経営者予想の発表が比較的近い場合の変更と比べて情報の不確実性が高く、それだけドリフトが大きいが予想される。表7-1と表7-2を比較すると、経営者予想の発表から時間の経った表7-2の場合の下方修正の場合に中期の超過リターンの蓄積が大きい。この点は事前の予想と整合的である。

最後に予想利益の改訂との組み合わせによるリターンの比較を行う。予想利益の変更を伴う投資推奨の変更はその後のリターンが大きいことが予想される (Kecskes et al. 2009)。同じ投資推奨の変更内容であっても、予想利益の変更の方向に

表7 経営者による利益予想の発表日から一定期間経過した場合の中期リターン

(表7-1) 経営者による利益予想発表日から20日以上経過した場合
ベンチマーク：規模とB/Mによるリファレンスポートフォリオ

	旧	新	obs	保有期間				
				5日間	10日間	20日間	60日間	120日間
新規		売り	101	-0.74	-0.21	-0.51	0.14	-0.24
		保有	340	-0.29	-0.29	-0.73	-1.32	-1.50
		買い	472	0.52 **	0.73 **	0.33	0.31	0.23
下方修正	保有	売り	625	-1.92 **	-2.43 **	-3.21 **	-4.29 **	-4.73 **
	買い	売り	239	-1.99 **	-2.48 **	-2.66 **	-4.10 **	-3.77 **
	買い	保有	1,704	-1.63 **	-1.93 **	-2.29 **	-2.94 **	-2.98 **
上方修正	売り	保有	569	1.23 **	1.66 **	2.04 **	2.53 *	2.41
	売り	買い	250	1.52	1.27	2.25	1.97	3.90
	保有	買い	1,388	1.57 **	1.74 **	1.93 **	2.41 **	1.57 *

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

(表7-2) 経営者による利益予想発表日から120日以上経過した場合
ベンチマーク：規模とB/Mによるリファレンスポートフォリオ

	旧	新	obs	保有期間				
				5日間	10日間	20日間	60日間	120日間
新規		売り	15	-2.78 **	-1.34 **	-1.59 **	3.57 **	4.00 **
		保有	53	-0.85 **	-0.96 **	-0.66	-0.86	-4.26 **
		買い	83	0.82 **	1.34 **	1.16	-0.24	0.16
下方修正	保有	売り	95	-1.50 **	-1.86 **	-2.83 **	-4.52 **	-6.24 **
	買い	売り	41	-1.13 **	-2.84 **	-2.34 **	-4.45 **	-9.97 **
	買い	保有	288	-1.31 **	-1.44 **	-1.72 **	-3.36 **	-4.46 **
上方修正	売り	保有	84	0.85 **	1.11 **	1.30	2.01	-1.18
	売り	買い	35	1.06	1.73 **	3.63 **	3.72 **	-0.12
	保有	買い	267	1.44 **	1.56 **	2.13 **	2.28 **	3.02 **

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

よってその後のリターンが異なるか否かについて検証する。この分析でも経営者予想の発表による影響を除くために経営者予想の発表日から20日以上経過したサンプルと120日以上経過したサンプルを分析対象とする。ただしサンプル数を確保するために、投資推奨の変更を上方修正と下方修正の2つに集約した。結果を表8に示す。

まずサンプル数を見ると、投資推奨が下方修正される場合には予想利益も下方修正されることが多く、投資推奨が上方修正される場合には予想利益も上方修正されることが多いことが分かる。次に5日間リターンを見ると、予想利益情報の改訂の方向に関わらず、投資推奨が下方修正の場合は負であり、上方修正の場合は正になっている。この結果は、投資家が注目する指標としてはまずは投資推奨であり、次に予想利益とする近藤・太田(2009)と一貫している。また表8-1において経営者予想の発表日から20日以上経過したサンプ

ルでの超過リターンを見ると、予想利益の上方修正の場合と下方修正の場合の差異は統計的に有意ではない。しかし表8-2において経営者予想の発表日から120日以上経過したサンプルでの利益予想の上方修正と下方修正の超過リターンの差異は、投資推奨が上方修正の場合に統計的に有意である。経営者予想の発表日からある程度経過した際に、アナリストの予想利益の改訂情報が投資推奨変更情報を補完することが分かった。投資家がアナリストの投資推奨は楽観的であると考えて、その楽観的な投資推奨の際に追加情報として予想利益の改訂に関する情報を用いるとすれば、予想利益の改訂の情報効果は投資推奨が楽観的な場合の方が悲観的な場合よりも大きいと考えられる(Francis and Soffer 1997)。

表8 投資推奨の変更と予想利益の改訂を組み合わせた場合の中期リターン

(表8-1) 経営者による利益予想発表日から20日以上経過した場合
ベンチマーク：規模とB/Mによるリファレンスポートフォリオ

投資推奨	予想利益	obs	保有期間				
			5日間	10日間	20日間	60日間	120日間
下方修正	上方修正	372	-1.13 **	-1.41 **	-1.26 **	-2.27 **	-1.69
	下方修正	1,275	-2.16 **	-2.64 **	-3.24 **	-3.93 **	-4.35
	差異		1.03	1.24	1.97	1.66	2.66
上方修正	上方修正	1,052	1.65 **	2.11 **	2.70 **	3.20 **	3.07 **
	下方修正	428	1.20 **	1.05	0.91	2.07	0.99
	差異		0.45	1.06	1.79	1.13	2.08

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

(表8-2) 経営者による利益予想発表日から120日以上経過した場合
ベンチマーク：規模とB/Mによるリファレンスポートフォリオ

投資推奨	予想利益	obs	保有期間				
			5日間	10日間	20日間	60日間	120日間
下方修正	上方修正	50	-0.98	-1.13	-1.87	-1.63	-4.27
	下方修正	214	-1.55 **	-1.78 **	-2.31 **	-4.86 **	-6.98 **
	差異		0.56	0.64	0.44	3.23	2.70
上方修正	上方修正	167	1.52 **	2.01 **	2.72 **	3.18 **	5.01 **
	下方修正	69	0.76 **	0.55 **	0.72 **	0.83	-3.70 **
	差異		0.77 **	1.46 **	2.01 **	2.35 **	8.71 **

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

5.3 コンセンサス・レーティングによる

投資戦略に関する分析結果

前節までは個別アナリスト毎の投資推奨の変更に関する分析を行なった。そこではアナリストの投資推奨の変更日から5日後までに投資を開始すれば、中期の超過リターンを獲得することができることが明らかになった。しかしその投資戦略を実際に適用すると個別銘柄の売買頻度が多くなり煩雑である。そこで投資推奨変更情報の実運用での利用可能性とその効果を探る観点から、本節では個別アナリストの投資推奨を元にしてコンセンサス・レーティングを作成し、それを用いた投資戦略の有効性を検討する。アナリストの投資推奨が「売り」である場合を0、「保有」の場合を1、「買い」の場合を2に置き換えて、各月末時点で銘柄毎に付与されたレーティングの平均値からコンセンサス・レーティングを作成する¹¹⁾。先ずコンセンサス・レーティングの水準を用いた投資戦略の有効性を検討する。各月末時点で投資推奨が「買い」の銘柄群を等ウェイトでロング、「売り」の銘柄群を等ウェイトでショートとするヘッジポートフォリオのリターンを表9示す¹²⁾。

コンセンサス・レーティングの水準によるヘッジポートフォリオのリターンは負で、統計的に有

意ではない。この結果から、コンセンサス・レーティングの水準を用いた投資戦略は有効ではないことが明らかになった。

次にコンセンサス・レーティングの変更を用いた投資戦略の有効性を検討する。コンセンサス・レーティングが先月時点と比較して上方修正された銘柄群を等ウェイトでロング、下方修正された銘柄群を等ウェイトでショートとするヘッジポートフォリオのリターンを表10に示す¹³⁾。

1か月、3か月、6か月ともそのリターンが統計的に有意であることから、コンセンサス・レーティングの改訂情報を用いた投資戦略は有効であると言える。コンセンサス・レーティングを用いる投資戦略では、投資推奨の水準よりもその変更による投資情報価値がある結果となった。

次に個別アナリスト情報の場合と同様、コンセンサス・レーティングの変更内容が同じ銘柄群の中で、予想利益の改訂情報¹⁴⁾により銘柄選別をした場合にリターンが向上するか否かについての結果を表11に示す。

コンセンサス・レーティングが上方修正された場合でも下方修正された場合でも、予想利益が上方修正された銘柄群は下方修正された銘柄群よりもリターンが大きい、統計的には有意ではない。

表9 投資推奨の水準を用いたヘッジポートフォリオの中期リターン

		期間リターン		
ロング	ショート	1か月	3か月	6か月
(投資推奨) 「買い」推奨	(投資推奨) 「売り」推奨	-0.20	-1.47	-3.98

※3か月、6か月リターンはNewey-Westによる標準誤差を使用

表10 投資推奨の変更を用いたヘッジポートフォリオの中期リターン

		期間リターン		
ロング	ショート	1か月	3か月	6か月
(投資推奨) 上方修正	(投資推奨) 下方修正	1.43 **	2.03 **	2.33 **

※3か月、6か月リターンはNewey-Westによる標準誤差を使用

** 1%水準で有意

表11 投資推奨の変更と予想利益の改訂を用いたヘッジポートフォリオの中期リターン

	条件	期間リターン				
		ロング	ショート	1か月	3か月	6か月
投資推奨変更 が同じで予想 利益改訂が異 なる場合	(投資推奨) 下方修正	(予想利益) 上方修正	(予想利益) 下方修正	0.23	-0.2	0.66
	(投資推奨) 上方修正	(予想利益) 上方修正	(予想利益) 下方修正	0.81	1.11	2.04
予想利益改訂 が同じで投資 推奨変更が異 なる場合	(予想利益) 下方修正	(投資推奨) 上方修正	(投資推奨) 下方修正	0.88 *	1.09	1.26 *
	(予想利益) 上方修正	(投資推奨) 上方修正	(投資推奨) 下方修正	1.46 **	2.40 **	2.65 **
投資推奨変更 と予想利益改 訂が異なる場 合		(投資推奨) (予想利益) 上方修正 下方修正	(投資推奨) (予想利益) 下方修正 上方修正	0.65	1.28	0.61
		(投資推奨) (予想利益) 上方修正 上方修正	(投資推奨) (予想利益) 下方修正 下方修正	1.69 **	2.20 **	3.31 *

※ 3か月、6か月リターンはNewey-Westによる標準誤差を使用

** 1%水準で有意 * 5%水準で有意

コンセンサス・レーティングの修正の方向が同じ場合、予想利益の改訂情報によるパフォーマンスの差異は明確ではない。ここでコンセンサス・レーティングが上方修正でかつ予想利益も上方修正された銘柄群と、コンセンサス・レーティングが下方修正でかつ予想利益も下方修正された銘柄群のヘッジポートフォリオのパフォーマンスを計測したところ、1か月、3か月、6か月リターンとも正で統計的に有意である。またそれは表10で示された単にコンセンサス・レーティングの修正方向のみを用いたヘッジポートフォリオのリターンよりも大きい。ただしその差異は統計的には有意ではなく、予想利益の修正情報を加えることによるパフォーマンスの向上は明確ではない。

6. 結論と今後の課題

アナリストの投資推奨は株価の中長期のリターンを予想するものである。これまでの研究から、株式市場は投資推奨の変更に対して短期的に反応することが明らかになっている。本稿ではアナリストの投資推奨の変更に対して、その後の中期の株価変動を大サンプルにより検証した。その結果、明らかになったことは以下の点である。まず投資

推奨の変更に関して、上方(下方)修正の場合に、その後の正(負)の中期の超過リターンが観測された。加えてその中期の超過リターンは短期の超過リターンの比べて大きい。これは超過リターンのドリフトを意味し、市場は投資推奨の変更情報を短期間では織り込まないことを示している。そしてそのドリフトは投資推奨が上方修正の場合よりも下方修正の場合が大きく、これは投資家の損失の先送り心理を表していると考えられる。ただしこのドリフトを利用した投資戦略では、投資推奨変更日から20日間経ったのちにポートフォリオを構築しても超過リターンは得られない。投資戦略は投資推奨変更日から比較的短い間に投資を開始することが必要である。また経営者予想の影響を除くために経営者予想の発表日から日数を経たサンプルによる分析を行なった。そこでも投資推奨の変更日以降の中期の超過リターンが観測された。これはアナリストの投資推奨の変更が経営者予想と異なる独自の投資情報価値を有することを意味している。また本稿では投資推奨の変更情報に予想利益改訂情報を加えた分析を行った。その結果、投資推奨が上方修正の場合に予想利益の改訂の上方修正の銘柄群と下方修正の銘柄群のリターンに差異が見られた。アナリストの予想利益

改訂情報は、投資推奨が上方修正の場合に追加情報価値を有することが示された。

最後に投資戦略の実行可能性の観点から、ポートフォリオ構築がより容易なコンセンサス・レーティングを用いた投資戦略の有効性を検証した。コンセンサス・レーティングが「買い」ポートフォリオと「売り」ポートフォリオのリターンの差異は統計的に有意ではない一方、コンセンサス・レーティングが上方修正されたポートフォリオと下方修正されたポートフォリオのリターンの差異は統計的にも有意であった。この結果は個別アナリストの投資推奨を要約した情報であってもその変更情報により超過リターンを獲得できることを示し、投資推奨情報を用いた投資戦略の実運用への適用可能性を示唆するものである。

以上の結果をまとめると、個別アナリストの投資推奨の変更に対して市場は当初の反応を中期においても続ける。これは米国市場と同様、投資推奨変更情報のドリフトを意味する。ただし20日後にポートフォリオを構築した場合にはその超過リターンは統計的に有意ではなく、ドリフトを利用した投資戦略では投資タイミングが重要になる。また実現可能性の観点から個別アナリストの投資推奨を要約したコンセンサス・レーティングを用いた場合でも中期の超過リターンを獲得できる。以上の点から、アナリストによる投資推奨の変更情報は中期的な投資情報価値を有していることが示された。

今後の課題としては二点挙げられる。第一に経営者による予想利益情報との関連性である。経営者による予想利益情報とアナリスト情報が相互にどのように影響を与え、その結果として市場はそれらをどのように織り込むのか、というダイナミックな関連性の解明が課題である。第二に個別アナリスト毎の検証である。本稿では個別アナリストの投資推奨を等しく評価したが、その有効性は

アナリストによって異なると考えられる。個別アナリスト毎の投資推奨の有効性を検証することにより、投資パフォーマンスのより向上が期待される。

《注》

- 1) 諏訪部 (2003) は、アナリストの投資推奨に対して順序プロビットモデルを適用し、アナリストがレーティングを付与する際に考慮していることを定量的な観点から明らかにしている。
- 2) 本稿で用いたデータベースは、定期的に発行されるアナリスト・レポートも含まれる。そのためアナリストの投資推奨が継続の場合、アナリストによる意見表明なのか、各時点 (例えば月末) の確認のためのレポートなのかを区別できず、発表日 (イベント日) を特定化できない。また投資推奨の水準としての「保有」はベンチマークと同程度のパフォーマンスを予想するものであるが、投資推奨の変更である「売り」から「保有」の上方修正はショート・ポジションの解消という意味でその後のパフォーマンスもプラスであることが期待される。
- 3) 株式市場の過小反応・過剰反応については城下 (2002) を参照。
- 4) 複数のアナリストが、同一銘柄に対して同一日に異なった投資推奨を行ったことにより除かれたサンプル数は370 (社×日) である。
- 5) 長期のイベント・スタディのリターン計測方法としてCARとBHARのどちらが優れているかは明確ではない。BHARへの批判はFama (1998) を参照。ただしイベント・スタディの長期リターンとして使用されるCARは月次リターンであることが多い。それは毎月毎に構成銘柄のウェイトを等ウェイトにするリバランスを行っていることを意味する。しかし本稿では日次リターンを用いており、6か月リターンの計算ではリバランスが120回となり、パフォーマンス測定に関してリバランスの影響が大きくなることが予想される。また本稿では実運用でのパフォーマンス測定を目的としておりBHARを採用した。
- 6) リファレンス・ポートフォリオの作成方法はBarber and Lyon (1997)、山崎 (2008) を参考にした。
- 7) 大和日本株スタイルインデックスによれば、分析期間の東証1部の小型株指数と大型株指数の平均月次リターンを比較すると小型株指数が0.88%の優位であった。
- 8) ベンチマークをTOPIXや規模によるリファレンス・ポートフォリオに変更しても同様の結果であった。
- 9) 経営者予想発表日からの経過日数を5日間、10日間に設定しても同様の結果であった。
- 10) 予想利益の分析対象決算期はアナリストの投資推奨変更日が含まれる決算期である。そのため経営者予想を考慮した分析では、決算期末間近に経営者予想の変更が行われた場

合、経営者予想変更日から決算期末までその企業のアナリスト予想のデータはサンプルに含まれない。

- 11) 投資推奨の平均が0.5未満の場合を「売り」とし、1.5を超える場合と「買い」とした。
- 12) 分析期間内の平均投資銘柄数は「買い」が314銘柄、「売り」が59銘柄であった。
- 13) 分析期間内の平均投資銘柄数は上方修正が100銘柄、下方修正が101銘柄であった。
- 14) 銘柄別にその月末時点が含まれる決算期の予想利益を分析対象とし、その予想利益を月末毎に集計した。

【参考文献】

- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., Trueman, B., 2001. Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock return. *Journal of Finance* 56(2), 531-563.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M., Trueman, B., 2003. Reassessing the return to analysts' stock recommendations. *Financial Analysts Journal* 59(2), 88-96.
- Barber, B., Lyon, J. D., 1997. Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 43(3), 341-372
- Bauman, W. S., Datta, S., Iskandar-Datta, M. E., 1995. Investment analyst recommendations: A test of 'The announcement effect' and 'The valuable information effect'. *Journal of Business and Accounting* 22(5), 659-670.
- Fama, E. F., 1998. Market efficiency, long-term returns and behavioral finance. *Journal of Financial Economics* 49, 283-306
- Francis, J., Soffer, L., 1997. The Relative informativeness of analysts' stock recommendations and earnings forecast. *Journal of Accounting Research* 35(2), 193-211.
- Frazzini, A., 2006. The disposition effect and underreaction to news. *Journal of Finance* 61(4), 2017-2046.
- 河築徳, 1998. 「業績予想の修正と資本市場の反応」『早稲田商学』第377巻, 63-89.
- Gleason, C. A., Lee, M. C., 2003. Analyst forecast revisions and market price discovery. *Accounting Review* 78(1), 193-225.
- Jegadeesh, N., Karceski, J., 2009. Long-run performance evaluation: Correlation and heteroskedasticity-consistent tests. *Journal of Empirical Finance* 16, 101-111.
- Jegadeesh, N., Kim, J., Krische, S. D., Lee, M. C., 2004. Analyzing the analysts: When do recommendations add value? *Journal of Finance* 59(3), 1083-1124.
- Jegadeesh, N., Kim, W., 2006. Value of analyst recommendations: International evidence. *Journal of Financial Markets* 9(3), 274-309.
- Kecskes, A., Michaely, A., Womack, K., 2009. What drives the value of analysts' recommendations: Earnings estimates or discount rate estimates? working paper.
- 近藤江美, 2009. 「セルサイド・アナリストの役割と株式レーティングに関する研究」『星陵台論集』第41巻3号, 159-192.
- 近藤江美・太田浩司, 2009. 「アナリストによる株式推奨と利益予想の情報内容」『証券アナリストジャーナル』第47巻11号, 110-122.
- Loh, R. G., 2010. Investor inattention and the underreaction to stock recommendations. *Financial Management* 39(3), 1223-1251.
- Mokoaleli-Mokoteli, T., Taffler, R. J., Agarwal, V., 2009. Behavioural bias and conflicts of interest in analyst stock recommendations. *Journal of Business Finance and Accounting* 36(3,4), 384-418.
- 中井誠司, 2006. 「アナリストカバレッジと機関投資家保有」『証券アナリストジャーナル』第44巻6号, 84-97.
- 中井誠司, 2009. 「アナリストの投資推奨及び利益予想の変更に対する株価の反応」『現代ディスクロージャー研究』第9巻, 63-75.
- 野間幹晴, 2008. 「経営者予想とアナリスト予想」『企業会計』第60巻5号, 116-122.
- 小川長, 2003. 「株式市場における株価レーティングの影響」『現代ディスクロージャー研究』第4巻, 33-41.
- 太田浩司, 2007. 「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』第45巻8号, 54-66.
- 太田八十雄, 1994. 「株式レーティング～その導入と問題点」『証券アナリストジャーナル』第32巻6号, 25-46.
- Ryan, P., Taffler, R. J., 2006. Do brokerage houses add value? The market impact of UK sell-side analyst recommendation changes. *British Accounting Review* 38(4), 371-386.
- 城下賢吾, 2002. 『市場のアノマリーと行動ファイナンス』, 白桃書房.
- Stickel, S. E., 1995. The anatomy of the performance of buy and sell recommendations. *Financial Analysts Journal* 51(5), 25-39.
- 末木将史, 1997. 「株価レーティング：その予測精度と情報効果」『証券アナリストジャーナル』第35巻4号, 62-77.
- 諏訪部貴嗣, 2003. 「企業アナリストは何を銘柄推奨の判断基準としているのか?」『グローバル・クオンツ・ストラテジー』(野村証券金融研究所).
- Womack, K., 1996. Do brokerage analysts' recommendations have investment value? *Journal of Finance* 51(1), 137-168.
- 八重倉孝, 2003. 「残余利益モデルによる投資戦略とアナリストの株価レーティング」ワーキングペーパー, 筑波大学.
- 山崎尚志, 2008. 「わが国における長期異常収益率の分析」『経営財務研究』第28巻1号, 15-37.
- Zhang, X. F., 2006. Information uncertainty and stock returns. *Journal of Finance* 61(1), 105-137.

日本ディスクロージャー研究学会

第6回研究大会プログラム・第6回研究カンファレンスプログラム

主催校 神戸大学
大会準備委員会 音川和久、榎本正博、首藤昭信、鈴木健嗣、村宮克彦、高田知実、北川教央
開催日 2013年1月13日（日）
開催場所 神戸大学 六甲台キャンパス

自由論題報告 9：30～12：00

- (1)第1報告 9：30～10：05
 - (2)第2報告 10：05～10：40
 - (3)第3報告 10：50～11：25
 - (4)第4報告 11：25～12：00
- （報告25分、質疑応答10分）

●第1会場 本館2階 206教室

司会 石川博行（大阪市立大学）

- (1)大沼 宏（東京理科大学）・安藤博昭（東京理科大学大学院生）
「企業の利益の質と情報開示の積極性」
- (2)井手健二（東京富士大学）・松澤孝紀（武蔵大学）
「銀行業における包括利益情報の価値関連性について」

司会 吉田和生（名古屋市立大学）

- (3)稲村由美（新潟大学）・奥田真也（大阪学院大学）
“Deferred taxes and debt cost: Evidence from Japan”
- (4)竹原 均（早稲田大学）・久保田敬一（中央大学）
「同族企業経営と会計の保守主義」

●第2会場 本館2階 208教室

司会 坂上 学（法政大学）

- (1)市原啓善（名古屋市立大学大学院生）
「我が国における配当規制の改正と報告利益管理行動の分析」
- (2)宮川 宏（専修大学大学院生）
「情報特性を基軸とした階層的開示内容に関する検討」

司会 星野優太（名古屋市立大学）

- (3)國見真理子（田園調布学園大学・慶応義塾大学大学院生）
「ビックデータ時代における企業のディスクロージャーとプライバシーに関する一考察」

(4) 中嶋教夫 (明星大学)

「ICT投資評価の問題点とBSC」

昼食休憩 12:00~13:00

理事会 12:10~12:50 本館3階 大会議室

研究カンファレンス 13:00~14:00 本館2階 206教室

(報告20分、コメント20分、質疑応答20分)

司会 阪 智香 (関西学院大学)

報告者 首藤昭信 (神戸大学)・岩崎拓也 (関西大学)

“The effect of institutional factors on discontinuities in earnings distribution: Public versus private firms in Japan”

コメンテーター 野間幹晴 (一橋大学)

統一論題報告 14:10~15:40 本館2階 206教室

「ディスクロージャー研究のシンカ」

司会 薄井 彰 (早稲田大学)

第1報告 14:10~14:40

榎本正博 (神戸大学)

「利益マネジメントの検出方法の深化」

第2報告 14:40~15:10

太田浩司 (関西大学)

「アナリスト予想 vs 経営者予想 (過則勿憚改)」

第3報告 15:10~15:40

奥村雅史 (早稲田大学)

「財務諸表の訂正」

統一論題討論 16:00~17:30 本館2階 206教室

司会 薄井 彰 (早稲田大学)

討論者 榎本正博 (神戸大学)

太田浩司 (関西大学)

奥村雅史 (早稲田大学)

懇親会 17:45~19:15 アカデミア館3階 「さくら」

日本ディスクロージャー研究学会 第7回研究大会プログラム

主催校 福島学院大学
大会準備委員長 中島真澄
大会準備委員 鈴木忠雄
協力 坂上 学
開催日 2013年5月11日(土)～12日(日)
開催場所 福島学院大学 宮代キャンパス

大会前日 5月10日(金)

常任理事会 17:00～18:00 福島学院大学 駅前キャンパス 407教室

大会1日目 5月11日(土)

理事会 11:00～12:00 のぎく館2階 ハーモニールーム

会員総会 12:30～13:00 千葉記念ホール

特別講演 13:00～14:00 千葉記念ホール

野村修也(中央大学法科大学院教授・弁護士)

「福島原発事故にみられたリスク・コミュニケーションの問題点」

統一論題報告 14:05～16:15 千葉記念ホール

「東日本大震災後のリスク開示と情報のディスクロージャーのあり方」

司会 黒川行治(慶應義塾大学)

統一論題解題 14:05～14:10

黒川行治(慶應義塾大学)

第1報告 14:10～14:40

吉川肇子(慶應義塾大学)

「リスク・コミュニケーションの現代的意義」

第2報告 14:40～15:10

藤野美都子(福島県立医科大学)

「東日本大震災と福島第一原発事故をめぐる情報：福島在住者の視点から」

第3報告 15:15～15:45

八田進二(青山学院大学)

「ディスクロージャーの原点を探る—会計が果たす役割を中心に—」

第4報告 15:45~16:15

柴 健次 (関西大学)

「リスクのディスクロージャーに関する研究の必要性」

統一論題討論 16:30~17:45 千葉記念ホール

「リスク管理と情報のディスクロージャーのあり方」

座長・統一論題解題 黒川行治 (慶應義塾大学)

討論者 野村修也 (中央大学法科大学院)

吉川肇子 (慶應義塾大学)

藤野美都子 (福島県立医科大学)

八田進二 (青山学院大学)

柴 健次 (関西大学)

(飯坂温泉へ移動 18:15 大学千草門から専用バスで出発)

懇親会 19:00~20:30 飯坂温泉摺上亭大鳥

大会2日目 5月12日(日)

特別プロジェクト 10:00~11:20 千葉記念ホール

(報告30分、質疑応答10分)

第1報告 10:00~10:40

司会 音川和久 (神戸大学)

「東日本大震災のディスクロージャー問題に関する実証研究」

代表 薄井 彰 (早稲田大学)

浅野敬志 (首都大学東京)・稲葉喜子 (早稲田大学)・海老原崇 (武蔵大学)・大鹿智基 (早稲田大学)・奥村雅史 (早稲田大学)・乙政正太 (関西大学)・坂上 学 (法政大学)・中野貴之 (法政大学)・吉田和生 (名古屋市立大学)・吉田 靖 (東京経済大学)

第2報告 10:40~11:20

司会 亀川雅人 (立教大学)

「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」

代表 柴 健次 (関西大学)

副代表 太田三郎 (千葉商科大学)・本間基照 (インターリスク総研)

金子友裕 (岩手県立大学)・佐藤綾子 (早稲田大学)・円谷昭一 (一橋大学)・中島真澄 (福島学院大学)

自由論題報告・院生コロキウム

- (1) 第1報告 11:30~12:00
- (2) 第2報告 12:00~12:30
昼食休憩 12:30~13:30
- (3) 第3報告 13:30~14:00
- (4) 第4報告 14:00~14:30
(報告20分、ディスカッション5分、質疑応答5分)

●第1会場 自由論題報告 新本館4階 大教室

司会 木村史彦 (東北大学)

- (1) 川島健司 (法政大学)
「東日本大震災によるディスクロージャー実務への影響—被災地企業に関する定性的調査」
ディスカッサント 村宮克彦 (大阪大学)
- (2) 杉浦慶一 (日本バイアウト研究所)
「東日本大震災復興ファンドの現状と情報開示のあり方に関する一考察」
ディスカッサント 青淵正幸 (立教大学)

司会 高橋 衛 (浜松大学)

- (3) 円谷昭一 (一橋大学)
「情報開示の有効性向上にいかに取り組むべきか」
ディスカッサント 坂上 学 (法政大学)
- (4) 岩淵昭子 (東京経営短期大学)
「風評被害とディスクロージャー」
ディスカッサント 町田祥弘 (青山学院大学)

●第2会場 院生コロキウム 新本館4階 大教室

司会 橋本 尚 (青山学院大学)

- (1) 佐藤綾子 (早稲田大学大学院博士課程)
「地方議会における財務報告活用に関する事例研究」
ディスカッサント 宗岡 徹 (関西大学)
- (2) 小倉賢治 (立教大学大学院博士課程)
「被買収企業の存続期間に関する生存時間分析—情報通信業における事例研究」
ディスカッサント 大沼 宏 (東京理科大学)

●第2会場 自由論題報告 新本館4階 大教室

司会 榎本正博（神戸大学）

- (3) 古山 徹（日経メディアマーケティング）

「子会社・関係会社との取引と企業の支払能力の関係についての一考察」

ディスカッサント 一ノ富士郎（専修大学）

- (4) 奥田真也（大阪学院大学）・北川教央（神戸大学）

“Management forecasts, idiosyncratic risk, and information environment”

ディスカッサント 太田浩司（関西大学）

日本ディスクロージャー研究学会

第8回研究大会プログラム・第7回研究カンファレンスプログラム

主催校 専修大学
大会準備委員長 大柳康司
大会準備委員 黒川保美、山崎秀彦、一ノ宮士郎、国田清志、宮川 宏
開催日 2014年1月11日（土）
開催場所 専修大学 神田キャンパス

自由論題報告 10：00～14：15

- (1) 第1報告 10：00～10：40
- (2) 第2報告 10：45～11：25
- 昼食休憩 11：25～12：50
- (3) 第3報告 12：50～13：30（第4会場は第1報告）
- (4) 第4報告 13：35～14：15（第4会場は第2報告）

●第1会場 771教室

司会 浅野敬志（首都大学東京）

- (1) 棚橋則子（名古屋市立大学大学院）
「経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応」
- (2) 鈴木智大（亜細亜大学）
「なぜ経営者が公表する業績予想の誤差は持続するのか」

司会 一ノ宮士郎（専修大学）

- (3) 松山将之（日本政策投資銀行）
「銀行業におけるヘッジ会計適用に関する考察」
- (4) 梅澤俊浩（北九州市立大学）
「地方銀行の貸倒引当金に対する市場の評価」

●第2会場 782教室

司会 中嶋教夫（明星大学）

- (1) 澤井康毅（慶應義塾大学大学院）
「のれんの換算会計処理と開示に関する一考察」
- (2) 古山 徹（日経メディアマーケティング（株））
「売上債権の増減、仕入債務の増減と支払能力の関係についての一考察」

司会 薄井 彰 (早稲田大学)

- (3) 大沼 宏 (東京理科大学)・安藤博昭 (東京理科大学大学院)

「企業の利益の質と実体的裁量行動」

- (4) 櫻田 譲 (北海道大学)

「資本剰余金配当を実施する法人の財務的特性と投資家の反応」

●第3会場 781教室

司会 吉田 靖 (東京経済大学)

- (1) 村上暢子 (筑波大学大学院)

「M&A効果の誤認リスクに関する研究—財務情報の視点から—」

- (2) 高橋由香里 (首都大学東京)

「M&Aに関する適時開示情報と株式市場の反応」

司会 山崎秀彦 (専修大学)

- (3) 村上敏也 (慶應義塾大学大学院)

「データサイエンスによる会計教育の試行、統合報告時代に向けた開示情報ユーザの育成について」

- (4) 浅野信博 (大阪市立大学)

「社外監査役の出自の違いは監査の品質に影響を及ぼすのか」

●第4会場 731教室

司会 吉田和生 (名古屋市立大学)

- (3) 石田惣平 (一橋大学大学院)

「会計保守主義が企業の資金調達活動に及ぼす影響」

- (4) Hitoshi Takehara (Waseda University), Tai-Yuan Chen (Hong Kong University of Science and Technology), Zhaoyang Gu (Chinese University of Hong Kong), Keiichi Kubota (Chuo University)

“Accrual Based and Real Activities Based Earnings Management Behavior of Family Firms in Japan”

■研究カンファレンス 10:30~11:30 731教室

(報告20分、コメント20分、質疑応答20分)

司会 坂上 学 (法政大学)

報告者 円谷昭一 (一橋大学)

「変数「外国人持株比率」はなぜ有意になるのか」

コメンテーター 田澤宗裕 (名城大学)

統一論題報告 14：30～16：00 731教室

「企業不祥事におけるディスクロージャー」

司会 太田三郎（千葉商科大学）

解題 14：30～15：00

大柳康司（専修大学）

第1報告 15：00～15：30

末松義章（千葉商科大学大学院・文京学院大学）

第2報告 15：30～16：00

齋藤 憲（専修大学）

パネルディスカッション 16：20～17：30 731教室

パネリスト 末松義章、齋藤憲、大柳康司

モデレーター 太田三郎

懇親会 18：00～20：00 エスベリア

日本ディスクロージャー研究学会 第9回研究大会プログラム

主催校 名古屋大学
大会準備委員長 野口晃弘
大会準備委員 胡 丹
アドバイザー委員会 黒川行治（慶應義塾大学）、亀川雅人（立教大学）、坂上 学（法政大学）
開催日 2014年5月10日（土）
開催場所 名古屋大学 東山キャンパス

自由論題報告Ⅰ 9：00～10：10 経済学部 第1講義室

司会 中條祐介（横浜市立大学）

(1) 渡邊誠士（京都大学大学院生）

「従業員ストック・オプション費用の価値関連性—比較可能性と注意情報—」

コメンテーター 中島真澄（千葉商科大学）

(2) 譚 鵬（関西学院大学）

「IFRSの導入が企業価値に及ぼす効果」

コメンテーター：浅野敬志（首都大学東京）

自由論題報告Ⅱ 10：20～11：30 経済学部 第1講義室

司会 向伊知郎（愛知学院大学）

(1) 伊藤健顕（甲南大学）

「SEC基準採用企業のMD&A情報と株式市場の反応」

コメンテーター 大鹿智基（早稲田大学）

(2) 円谷昭一（一橋大学）・加藤良治（日本たばこ産業）

「買収プレミアムの実態分析を通じた会計研究の課題提起」

コメンテーター 音川和久（神戸大学）

昼休憩 11：30～12：30

理事会 11：40～12：30

会員総会 12：30～13：15

会長 黒川行治（慶應義塾大学）

特別プロジェクト報告 13:15~14:45 経済学部 第1講義室

●報告1 「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」

司会 薄井 彰 (早稲田大学)

主査 柴 健次 (関西大学)

委員 太田三郎 (千葉商科大学)・金子友裕 (東洋大学)・佐藤綾子 (富山国際大学)・円谷昭一 (一橋大学)・中島真澄 (千葉商科大学)・本間基照 (インターリスク総研)

●報告2 「東日本大震災のディスクロージャー問題に関する実証研究」

司会 柴 健次 (関西大学)

主査 薄井 彰 (早稲田大学)

委員 浅野敬志 (首都大学東京)・稲葉喜子 (公認会計士)・海老原崇 (武蔵大学)・大鹿智基 (早稲田大学)・奥村雅史 (早稲田大学)・乙政正太 (関西大学)・坂上 学 (法政大学)・中野貴之 (法政大学)・吉田 靖 (東京経済大学)・吉田和生 (名古屋市立大学)

統一論題報告 14:50~16:20 経済学部 第1講義室

「M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか」

司会 黒川行治 (慶應義塾大学)

「統一論題解題：M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか」

(1) 花村信也 (みずほ証券)

「M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか—M&Aの促進とのれんの償却」

(2) 矢部謙介 (中京大学)

「M&Aの効果に関する実証研究—測定手法と効果を左右する要因の視点から—」

(3) 中村公一 (駒沢大学)

「M&Aマネジメントの組織的課題—M&Aによって競争力を高めるために—」

特別講演 16:30~16:50 経済学部 第1講義室

國村道雄 (名古屋市立大学名誉教授)

「国際的視座からの会計と企業行動：伊藤・中野 (2014) を読んで」

統一論題討論 16:50~17:50 経済学部 第1講義室

座 長 黒川行治 (慶應義塾大学)

討論者 花村信也 (みずほ証券)

矢部謙介 (中京大学)

中村公一 (駒沢大学)

懇親会 18:00~19:00 生協

Editor's Note

皆様のご協力により、ここに『現代ディスクロージャー研究』第14号をお届けすることになりました。この14号については、論文セッションに10本の投稿があり、厳正な審査の結果、2本が採択されました(次頁の「編集データ」参照)。

1 本目の論文は、債権者の融資継続に関する意思決定について分析を試みたものです。先行研究で提示されたモデルに経営者による情報開示および開示規制という要素を組み込むことで分析の拡張が図られています。

2 本目の論文は、証券アナリストによる投資推奨の公表・変更と株価収益率の関係を分析した実証研究です。証券アナリストの投資推奨の情報価値を検証しており、特に中長期的なりターンに焦点を当て、その情報効果が6か月間に及ぶという興味深い結果を報告しています。

また、会長メッセージとして黒川行治会長より寄稿いただきました。社会科学者の果たすべき役割は何かという根源的な問題を問いかける内容です。具体的な研究課題を提示されつつ、本学会および研究者に対する期待が語られています。

以上が第14号に掲載いたしました論文等になりますが、これ以外の本編集委員会の活動に研究カンファレンスの開催があります。2013年1月の神戸大学における、首藤昭信氏(神戸大学)・岩崎拓也氏(関西大学)の“The effect of institutional factors on discontinuities in earnings distribution: Public versus private firms in Japan”、2014年1月の専修大学における円谷昭一氏(一橋大学)の「変数「外国人持株比率」はなぜ有意になるか」を企画しました。報告者、コメンテーター、司会者そして参加いただいた皆様には、この場を借りて御礼申し上げます。その一方で、研究カンファレンスの活発化とそこでの報告を経た論文の本誌への掲載というルートを太くしていくことも編集委員会の課題であると考えています。

また、2014年5月の理事会、総会で承認されました諸規程の変更についても触れさせていただきます。最も大きな変更は、英語による投稿を認めることが明記された点です。日本発の研究成果を海外に発信していくためには不可欠な取り組みと思います。当面は、日本語による論文と英語による論文が並列する形式になろうかと思いますが、ゆくゆくは英語による論文のみで構成された号を刊行していきたいと考えています。これを実現するためには、会員各位のますますの協力が必要になります。学会からも2014年度予算において、英語への翻訳に関する助成を計上していただきました。この点に関する具体的な募集については編集委員会にて検討中ですので、確定しましたらホームページ等を通じてお知らせさせていただきます。

最後になりましたが、快く査読を引き受けていただき、本誌の質的水準の向上に貢献いただきました査読委員の皆様にあらためて感謝申し上げます。また不慣れな編集委員長をサポートいただいた編集委員の先生方に心より感謝申し上げます。

研究誌編集委員長

中條祐介

編集データ

『現代ディスクロージャー研究』第14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	10
受理数（採択率）	2（20%）

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14号の査読委員の皆様へ感謝の意を表します。謹んで御礼申し上げます。

浅野	敬志	首都大学東京
石川	博行	大阪市立大学
一ノ宮	史郎	専修大学
海老原	崇	武蔵大学
大鹿	智基	早稲田大学
太田	浩司	関西大学
太田	康広	慶應義塾大学
奥村	雅史	早稲田大学
加藤	千雄	大阪経済大学
坂上	学	法政大学
中野	誠	一橋大学
村宮	克彦	大阪大学

(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

ディスクロージャー研究学会

編集委員会 2006年12月28日制定

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編集委員会 2014年 5月 5日改訂

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

日本語または英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://www.jardis.org/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。

2014年5月9日に開催された日本ディスクロージャー研究学会理事会は、ディスクロージャー研究学会に帰属する著作権および著作権の取扱いが日本ディスクロージャー研究学会に継承されていることを確認しました。

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.14

2014年10月10日 発行

©発行者 日本ディスクロージャー研究学会
発行所 〒108-8345
東京都港区三田2-15-45
慶應義塾大学
商学部会計研究室 黒川行治気付
印刷所 株式会社NPCコーポレーション
