

# SEC 基準採用企業の MD&A 情報と 株式市場の反応

*Market reaction to MD&A information:  
Evidence from Japanese firms listed in the U.S.*

伊 藤 健 顕(甲南大学)  
*Ito Takeaki, Konan University*

## 論文要旨

本論文では有価証券報告書に記載される定性情報である MD&A 情報を分析対象に、文字数・文章数および株式市場の反応について分析を行った。分析の結果、時間の経過とともに SEC 基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が示唆された。また、SEC 基準採用企業は MD&A 情報を修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。このことから、日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。そして MD&A 情報と株式市場の反応については、SEC 基準採用かつ MD&A 情報を積極的に修正する企業ほど市場のボラティリティが高い可能性が示唆された。MD&A は投資家の意思決定有用性向上のために設けられた情報ではあるが、SEC 基準採用企業の開示している情報の多さがかえって投資家の混乱を招いている可能性がある。

## Summary

This paper analyzes MD&A information which is qualitative information on annual report. The firms which employed SEC standard (SEC firms) intended more information disclosure with the progress of the time, and the firms which employed Japanese standard (Japanese firms) intended concise information disclosure by analysis of the document length and the number of the sentences. In addition, I calculated TF-IDF, which was an index to measure the relative importance of the phrase about the MD&A information and analyzed the difference of the ratio of score in the previous year. As a result of analysis, the Japanese firms tend to revise only at specific times while the SEC firms have tended to always revise MD&A information. From the results, the Japanese firms intend more effective information disclosure. And, about MD&A information and the reaction of the stock market, the volatility of the market was high in the SEC firms and the company which revised MD&A information. The much information that the SEC firms disclosed may affect the volatility of the market than the above in Japan. The purpose of MD&A is to provide information for the decision making usefulness improvement of investors, but the much information may cause confusion.

## 1. 問題意識

現在、上場企業による情報開示は有価証券報告書や決算短信、アニュアルレポートや決算説明会

の資料、その他にも環境報告書や CSR 報告書、ホームページ上でのディスクロージャーなど多岐に渡る。その中でも、アニュアルレポートや環境報告書は法制度や証券取引所による規制で開示が

---

謝辞：本稿は日本ディスクロージャー研究会第9回研究大会（名古屋市立大学）での報告論文を加筆修正したものである。司会の向伊知郎先生（愛知学院大学）、コメンテーターの大鹿智基先生（早稲田大学）、コメントを賜りました柴健次先生（関西大学）に深く御礼申し上げます。また、本研究は日本学術振興会科学研究費補助金（若手（B）、研究課題番号：26870756）の助成を受けた成果の一部である。

連絡先：伊藤 健顕 〒663-8204 兵庫県西宮市高松町8-33 甲南大学マネジメント創造学部  
電話：0798-63-5729 Email：Itakeaki@center.konan-u.ac.jp

義務付けられてはならず、慣習化はしているもののあくまで企業による自発的な開示である。上述の開示情報の中で法定ディスクロージャーといえば、有価証券報告書と決算短信による情報開示が代表的であるといえるだろう。有価証券報告書は金融商品取引法により作成が義務付けられており、決算短信は証券取引所の要請により作成が義務付けられている。その中でも有価証券報告書は年々大きな変貌を遂げている。

1980年代後半から、有価証券報告書を中心としてディスクロージャー情報の整備が行われてきた。この要因としては、日本企業の活動がグローバル化し、またわが国の資本市場が拡大するとともに国際化が進み、ディスクロージャーも他国の先進事例と調和化させる必要が生じた点が挙げられる。1980年代後半から2000年頃までの情報開示の拡充は財務情報に関する内容がほとんどであったが、財務情報のような定量データにこだわった情報開示では、中核事業がどのように運営されていくかなど、長期的な価値創造に影響を与える要因は分析しきれない(伊藤2006, 166)。そのような場合に重要となるのが定性情報である<sup>1)</sup>。

金融庁は2002年に発表した「証券市場の改革促進プログラム」において、ディスクロージャーの充実・合理化を訴え、その結果2003年4月には「事業等のリスク」「財政状態及び経営成績の分析(MD&A)<sup>2)</sup>」「コーポレート・ガバナンスの状況」が制度化された。ここから、有価証券報告書における定性情報の開示が本格化したといえるだろう。

本論文ではそれらの中でも特にMD&A情報に注目し分析を行う。MD&AとはManagement Discussion and Analysisの略称であり<sup>3)</sup>、企業の業績・財政状態から戦略に関する情報などを単純な数値ではなく、経営者の視点から見たナラティブな文章による記述情報のことを言う。

MD&A情報は有価証券報告書の事業の状況に記載され、他の定性情報と異なり開示すべき情報、すなわち記載すべき項目が制度上、厳密には規定されていない。「事業等のリスク」に開示すべき情報は企業のリスクに関連した情報、「コーポレートガバナンスの状況」に開示すべき情報は企業統治に関連した情報にそれぞれ限定される。その一方でMD&A情報は特定のトピックについての情報ではなく、自社の事業や経営環境に関する幅広い情報の開示が求められている。また、そこでのどのような情報を開示するかは作成者すなわち経営者に任されており、自由度が非常に高い。したがってMD&A情報は企業により異なった内容となる可能性があり、全ての企業が類似した情報を開示することは期待されていない。すなわち、MD&Aにどのような情報を開示するか、ということが企業のディスクロージャーに対する姿勢を表している可能性がある。

そのような性質をもつMD&A情報にたいして、米国では実証研究が行われているが日本のMD&A情報を用いた研究は数が少ない。海外での先行研究では様々な視点、手法を用いたMD&A情報に関する分析が蓄積されてきているが、日本ではまだ明らかにされていない点が多く存在する。

MD&Aに代表される定性情報にかんする分析において重要なのが、文字情報をいかに分析に落とし込むか、という点である。Bryan(1997)に代表される初期の研究では、記載されているMD&A情報を項目ごとに分類したダミー変数を用いて分析を行っている。また、Botosan(1997)のように独自のスコアを算出し、分析に用いている研究も存在する。そして近年増加してきているのがLi(2010)に代表される、テキストマイニングの手法を用いて比較的に大量の定性データを定量化し実証分析に組み込む研究である。これらの研究は海外では行われているものの、日本企業

を分析対象とした研究は現在のところ非常に少ない。

そこで、本論文ではテキストマイニングの手法を用いて、文字数や文章数に代表される定性情報の基本的な分析を行い、さらに先行研究を参考にスコア化を行う。本論文の構成は以下の通りである。第2節では先行研究のレビューを行い、第3節ではサンプルについてみていく。第4節ではMD&A情報の開示量について分析を行い、第5節では修正スコアを用いた分析を行う。そして第6節では株式市場からの反応との関連について分析を行い、第7節ではまとめと今後の課題について述べる。

## 2. 先行研究のレビュー

MD&A情報についての研究は、米国のMD&A情報を対象とした、様々な視点からの分析が行われている。Tennyson et al. (1990) は倒産企業におけるMD&A情報に注目しており、MD&A情報が後の倒産企業を識別するのに有用であることが示されている。また、Barron et al. (1999) はMD&A情報が証券アナリストの予測の正確性に与える影響を検証している。Barron et al. (1999) はSECが1987年から1989年にかけて実施したMD&Aの評価プロジェクトの結果をMD&Aの評価指標とし、その値とアナリストの予測値との関連を検証している。その結果、MD&Aの評価が高くなればアナリストの予測の誤差と変動性は低くなり、予測の正確性が高まることが示されている。Sun (2010) は不釣り合いな棚卸資産の増加 (disproportionate inventory increases、棚卸資産が1年で少なくとも20%増加すること) が起こっている企業においてMD&A情報が将来業績の予測能力を有しているかどうかを検証している。Sun (2010) はNYSE、AMEX、NASDAQ

に上場している製造業の米国企業568社を対象に分析を行っており、その結果、MD&Aにおける棚卸資産の変化への好意的な説明はその後3年間の収益性および成長性と正の関連がある、という結果を示している。

また、MD&A情報に対する株式市場の反応についての分析を行った研究として、Frazier et al.(1984)、Bryan(1997)、Feldman et al.(2010)、Brown and Tucker (2011) が挙げられる。Frazier et al. (1984) は、これまでの財務会計における実証研究は定量情報が中心であり定性情報が軽視されてきた、と指摘している。そして、MD&Aに記述されている情報をソフトウェアを用いて分類、数値化し、それらの情報と株式リターンとの関係について分析を行っている。その結果、アニュアルレポートにおけるMD&A情報は企業の将来パフォーマンスを予測するのに有用であると示されている。Bryan (1997) では、MD&A情報を開示項目ごとに分類し、株式リターンとの関係を検証している。株式リターンとして、MD&A情報公開前後の11日間の株式リターンを用いた検証と、MD&A情報公開日の6日後から250日間の株式リターンを用いた検証が行われている。前者は、MD&A情報が財務諸表に対して追加的な情報があるか否かを検証している。後者は、投資意思決定におけるMD&Aの潜在的な価値があるか否かを検証している。ここでは、株式リターンを被説明変数、MD&A情報の項目を説明変数として最小二乗法を用いて検証している。

検証の結果、資本的支出についてのMD&A情報を表した変数が2期間のリターンのどちらでも有意な正の関連があると示されている。すなわち、資本的支出についての情報は財務諸表の情報を所与としても、株式リターンに対して追加的な説明力があることが示されている。その他のMD&A

に関する変数が有意な結果とならなかった理由について、Bryan (1997) では、それらの情報が経営者による自発的なディスクロージャーを通じて市場に既に織り込まれていたためである、としている。また、Feldman et al. (2010) ではMD&A情報のトーン<sup>4)</sup>と株式リターンとの関係を検証している。分析の結果、accrualsおよびearnings surprises<sup>5)</sup>をコントロールしたうえで、MD&A情報のトーンと株式リターンには有意な関係があると示唆された。Brown and Tucker (2011) では、MD&A情報の修正と株式リターンとの関係を検証している。分析の結果、前年比でMD&Aに情報に修正を行った企業に対して市場がポジティブに反応する可能性が示唆された。

以上のように海外ではMD&A情報に対する研究は行われているものの、日本のデータを用いた研究は数が少ない<sup>6)</sup>。

先行研究より、MD&A情報における一部の項目やトーン、修正に対して株式リターンはポジティブな反応を示す可能性が示唆された。日本におけるMD&Aの規制は自由度が高く、米国のように開示すべき項目が明確に分類されていない<sup>7)</sup>ため、Bryan (1997) の行ったようなカテゴリーごとに分けた分析を行うことは困難である。また、Feldman et al. (2010) で行われているようなMD&Aのトーンについても明確な基準で行うことは難しい<sup>8)</sup>。したがって本研究では文字数や文章数といったテキスト情報の基本的な分析を行い、さらにBrown and Tucker (2011) を参考としたMD&A情報の修正スコアを算出し分析を行う。

### 3. サンプル

現在、日本では米国式連結財務諸表をSEC (Securities and Exchange Commission) に登録

している企業はその提出が認められている。MD&A情報は財務諸表情報を補完する役割が期待されているため、用いる会計基準が異なるとMD&A情報の内容にも差が生まれる可能性がある。すなわち、日本の会計基準で財務諸表を作成する企業（以下、日本基準採用企業）とSECの会計基準で財務諸表を作成する企業（以下、SEC基準採用企業）とでは会計基準の違いがMD&A情報の内容に影響を与える可能性がある。したがって、本論文ではSEC基準採用企業を分析対象とする。分析対象はSEC基準を採用している企業かつ米国での株式公開を継続させている企業22社であり、SEC基準採用企業と同業種・同規模の日本基準採用企業22社を比較に使用している。

本論文での分析期間はMD&A情報の開示が義務付けられた2004年3月期から2013年3月期であり、最終的に440社年をサンプルとして使用した。MD&A情報はプロネクサス社の提供するeolより、財務データは日経メディアマーケティング社の提供する日経NEEDS Financial Questより取得した。

## 4. MD&A情報の開示量

表1および表2はMD&Aに記載されている文字数の記述統計量を示している。また、文字数の平均値を比較したものが図1である。SEC基準採用企業は平均15,000字から20,000字で推移しており、日本基準採用企業は平均4,000字から4,500字で推移している。このことからSEC基準採用企業は日本基準採用企業の5倍近い開示量であるということがわかる。では、なぜSEC基準採用企業は日本基準採用企業と比較して開示量が多いのだろうか。その要因として、日米のMD&Aの開示規制の違いを挙げるができる。

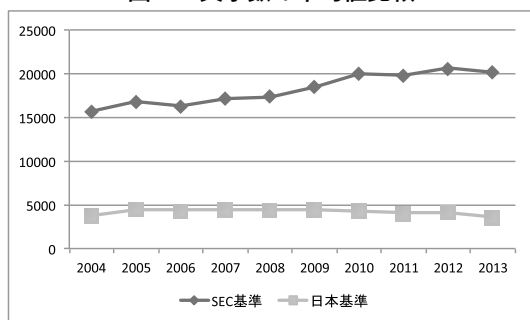
表1. 記述統計量（文字数、SEC基準採用企業）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Min.	2,113	1,970	1,835	1,793	1,836	1,950	2,045	1,877	2,123	2,108
1st Qu.	4,991	4,922	5,694	5,181	5,258	5,319	5,465	5,166	6,208	5,978
Median	11,041	13,147	12,063	11,913	14,689	14,722	16,397	15,007	14,395	13,873
Mean	14,493	16,400	15,826	16,007	16,535	17,925	19,291	19,174	20,045	19,302
3rd Qu.	21,547	22,874	22,902	22,936	23,022	23,636	28,853	29,239	29,256	27,570
Max.	49,708	52,980	58,520	57,353	58,258	63,691	68,790	72,379	73,404	61,965

表2. 記述統計量（文字数、日本基準採用企業）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Min.	367	405	466	885	406	665	638	641	643	673
1st Qu.	1,874	1,700	1,547	1,690	1,567	1,552	1,794	1,750	1,804	1,792
Median	2,781	2,989	3,053	2,835	2,478	2,600	3,049	2,783	2,739	2,852
Mean	4,064	4,387	4,219	4,388	4,349	4,436	4,445	4,280	4,334	4,053
3rd Qu.	4,808	5,107	4,674	5,066	4,852	4,534	5,073	4,036	4,094	4,115
Max.	13,194	18,792	18,082	19,159	20,703	20,542	18,931	18,112	18,847	22,237

図1. 文字数の平均値比較



米国では1974年に証券取引法が改正され、MD&A情報の開示が企業に対して義務付けられることになった。米国では制度導入以降、幾度となく改正を行っており、制度として完全に定着したといえるだろう。近年では、エンロン事件に端を発する会計スキャンダルを受けて、オフバランス取引に関するMD&Aにおける開示規制が改正されるなど、開示に関して詳細な規定が存在する。一方日本においては、金融庁が2002年8月に「証券市場の改革促進プログラム」を公表し、

MD&Aの開示を含めたディスクロージャー制度の見直しを行い、2003年4月以降に始まる事業年度から、有価証券報告書においてMD&A情報の開示が義務付けられた。規定された制度の中では、MD&A情報開示の目的は投資家の適正な判断を導くためと示されているが、開示すべき内容に関しては例示されているものの具体的には定められていない。

また、Tarca et al. (2011) では2009年12月から2010年5月にかけて26名のMD&A作成担当者（10名が米国、残り16名はカナダ・UK・オーストラリア）にインタビューしており、米国以外の回答者の大部分が、自国基準はSEC基準よりも規制が緩いと回答している。このことから、SECにおける規制の厳しさがSEC基準を採用している日本企業の開示にも影響を与えている可能性が考えられる。

図2は文章数の平均値を示している。SEC基準採用企業の文章数が徐々に増加している一方

図2. 文章数の平均値比較

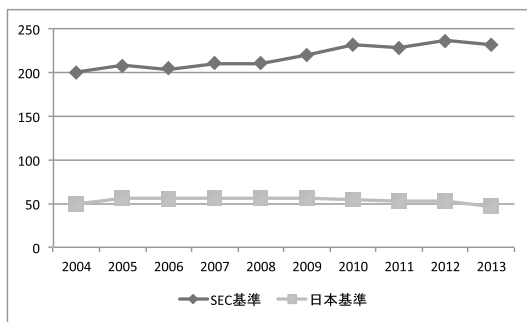
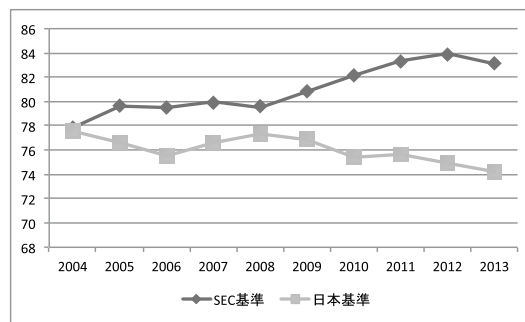


図3. 文字数／文章数の平均値比較



で、日本基準採用企業の文章数は横ばいである。また、図3は文字数を文章数で割った値の平均値を示している。この値が高ければ高いほど、1文あたりの文字数が多い、すなわち文章が長いことを示している。MD&A情報開示の初年度である2004年においてはSEC基準採用企業と日本基準採用企業にはほぼ差がみられないが、その差は徐々に拡大している。SEC基準採用企業はその値が徐々に増加している一方で日本基準採用企業はその値が徐々に低下している。すなわち、SEC基準採用企業のMD&Aにおける文章は年々長くなる傾向にあり、日本基準採用企業のMD&Aにおける文章は短くなる傾向にあるといえる。このことから、SEC基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が考えられる。

## 5. MD&A情報の分析

第2節で述べたように海外ではMD&A情報を分析対象とした先行研究が存在し、定性情報を変数化する方法は多様であるが、本論文ではBrown and Tucker (2011)を参考にMD&A情報のスコア化を行う。Brown and Tucker (2011)はMD&A情報の修正(modify)に着目し、語句の相対的な重要度を測る指標であるTF-IDFを

用いて修正度合いを指標化し分析を行っている。TF(Term Frequency)は単語の出現回数であり、IDF(Inverted Document Frequency)は一部の文書にのみ現れる単語の重み付けを表す指数である。IDFは以下の式により算出される。

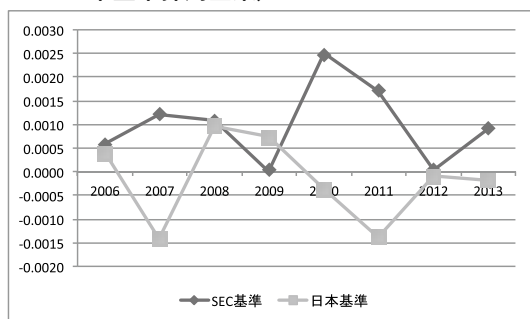
$$IDF = \log \frac{N}{df}$$

ここで $N$ は文書数であり、 $df$ はある形態素が出現した文書数である。IDFは語句が多くの文書中に現れる場合にはその値が小さくなり、特定の文書にしか現れない場合には大きくなる。TF-IDFはこのIDFにTFを掛けた値であり、この値が大きいくほど、その語の重要度が増すことになる。すなわち、全てのテキストに出現する単語のTF-IDFはゼロとなる。

本論文ではBrown and Tucker (2011)と同様に $t$ 年と $t-1$ 年のMD&A情報においてTF-IDFを算出し、その差分をScoreとして用いる<sup>9)</sup>。このScoreが高ければ高いほどMD&A情報の積極的な修正を示し、低ければ低いほど修正度合いが低いということを示している。

図4はサンプルをSEC基準採用企業と日本基準採用企業に分けてScoreの平均値を示したもの

図4. Scoreの平均値（SEC基準採用企業、日本基準採用企業）



である<sup>10)</sup>。図からわかるようにSEC基準採用企業と日本基準採用企業ではScoreの変化傾向が異なる。全体的な傾向としてはSEC基準採用企業はスコアがプラスになる傾向、日本基準採用企業はスコアがマイナスになる傾向がみられる。このことから、SEC基準採用企業はMD&Aの情報内容を積極的に修正する一方で日本基準採用企業は修正しない傾向があると推測される。

日本基準採用企業は分析期間全体でみると修正しない傾向にあるものの、2008年および2009年においてはスコアはプラスになっている。2008年および2009年は米国での金融危機を発端とした世界的な不況の時期であり、この時期に関しては積極的な情報開示を行った可能性が考えられる。

第3節での文字数および文章数の分析からは、時間の経過とともにSEC基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が示唆された。本節での分析では、SEC基準採用企業はMD&A情報を常に修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。このことから、SEC基準採用企業と比較した場合に日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。

## 6. MD&A情報と株式市場の反応

前節まではMD&Aの情報内容について分析を行ったが、本節ではMD&A情報と株式市場の反応について分析を行う。本節では前節での分析で用いたスコアと株式市場の関連についてみていく。

Brown and Tucker (2011) は株式市場の反応の代理変数としてCARを用いた分析を行っており、MD&A情報の修正スコアが高いほど高いリターンを得ることができるという結果を示しているが、本論文ではリターンではなく株式市場のボラティリティに注目をする。その理由は以下の通りである。上述の先行研究では、MD&A情報と株式リターンの関連について分析され、結果が示されているもののなぜMD&A情報とリターンに関連があるのかについての理論的な考察が十分にされているとは言い難い<sup>11)</sup>。ディスクロージャーが株式の流動性に影響を与え、その結果株式リターンが高まるという既存の理論を用いた説明では、なぜMD&A情報を積極的に修正した企業を投資家がポジティブに評価するのかが明らかにされているとは言い難い。したがって本論文ではリターンではなくボラティリティに注目して分析を行う。

株式市場のボラティリティの代理変数としては、有価証券報告書の公表日を0時点とし、6から28時点における市場モデルにもとづいた平均二乗誤差 (Root Mean Squared Error, RMSE) を用いる<sup>12)</sup>。分析に際して、RMSEが0に近ければ近いほどボラティリティが小さいと判断することができる。

図5. RMSEの比較 (SEC基準採用企業、日本基準採用企業)

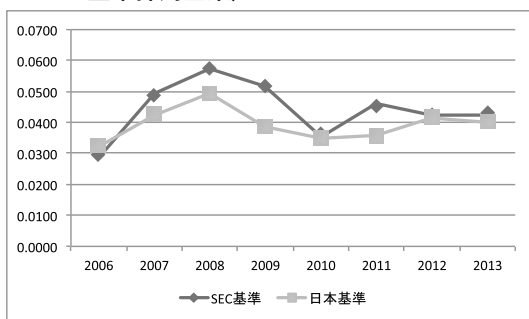
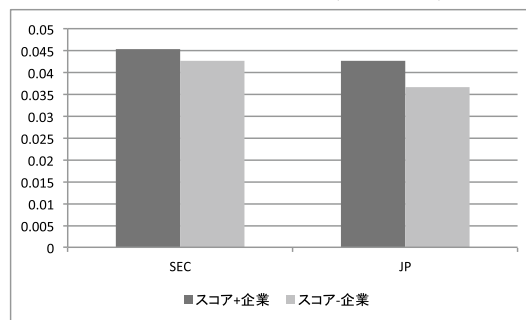


図6. RMSEの比較 (スコア別)



$$RMSE = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (X_i - \hat{X}_i)^2}$$

図5はSEC基準採用企業および日本基準採用企業について、そのRMSEを比較したものである。図からわかるように、SEC基準採用企業と日本基準採用企業を比較した場合には2006年以外はSEC基準採用企業のほうが株式市場のボラティリティが高い傾向がみられる。なお、この2グループの平均値の差を検定した結果、有意な差はみられなかった。

図6はSEC基準採用企業および日本基準採用企業について、MD&Aの修正スコアがプラスとなった企業とマイナスとなった企業に分け、RMSEの平均値を比較したものである。図からわかるように、SEC基準採用企業および日本基準採用企業のいずれにおいても、MD&Aの修正スコアがプラスとなった企業のほうがRMSEが高くなっている。すなわち、MD&A情報を積極的に修正する企業ほど市場のボラティリティが高いと推測される。

## 7. まとめと今後の課題

本論文ではMD&A情報の情報内容の変化と株式市場の反応について分析を行った。文字数および文章数の分析からは、時間の経過とともにSEC基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が示唆された。本節での分析では、SEC基準採用企業はMD&A情報を常に修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。このことから、SEC基準採用企業と比較した場合に日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。

また、MD&Aの修正スコアを用いた分析では、SEC基準採用企業はMD&A情報を常に修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。上述の文字数および文章数の分析における結果と合わせ、SEC基準採用企業と比較した場合に日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。そしてMD&A情報と株式市場の反応については、MD&A情報を積極的に修正する企業ほど市場のボラティリティが高い可能性が示唆された。



Li (2010) は情報量が多い企業は市場から適切に評価されていないと指摘している。文字数および文章数でみた場合にはSEC基準採用企業のほうが情報量が多く、かつ、統計的に有意な結果とはならなかったものの株式市場のボラティリティが高い傾向がみられた。以上より、日本においてはSEC基準採用企業の開示している情報の多さが市場のボラティリティに影響を与えている可能性が示唆される。MD&Aは投資家の意思決定有用性向上のために設けられた情報ではあるが、その情報の多さがかえって混乱を招いている可能性がある。

今後の課題としては、第一により詳細なテキスト分析の必要性が挙げられる。本論文ではMD&A情報の変化を示すためにTF-IDFを用いたスコアを採用したが、情報内容の変化以上には踏み込めていない。今後は更なる分析を通じて、どのように変化をしたのか、その変化が投資家へどのような影響を与えるのか、といった点についても検討する必要がある。

#### 《注》

- 1) 定性情報は、企業の経営理念や経営戦略、景気、社会情勢など、数値では表されない情報を言う（伊藤2007, 109）。
- 2) 2009年3月24日に内閣府令第5号により「財政状態・経営成績およびキャッシュ・フローの分析」に名称が変更された。
- 3) 米国ではSECのForm 10-Kおよび10-Qなどに記載が求められており、正確な名称はManagement Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operationであるが、SECの制度や先行研究においてもManagement Discussion and Analysisと表記される場合が多いため、本論文においても同様の扱いとする。
- 4) 記載されている文章からネガティブな単語とポジティブな単語を分類して分析を行っている。
- 5) Feldman (2010) では実績EPS (Earnings Per Share) から予測EPSを引いた値をearnings surprisesと定義している。
- 6) 数は少ないが、たとえば中野 (2010) はリスク情報とMD&A情報を分析対象としその開示量と開示内容を分析している。分析の結果、MD&Aについて開示量は2005年以降、

平均的な開示量は増えておらず、記載すべき内容はすでに固まっている傾向がある。業種別にみると、開示に積極的な企業とそうではない業種が存在する。事業リスクの高い企業、大規模企業、市場からの注目度の高い企業および事業構造が複雑な企業ほど、積極的に開示する傾向がある、という結果を報告している。開示内容については、全般的に同様の表記に従い記述しており、標準化されている。表題は標準化されているもののその具体的記述内容に差異があると推測される、という結果が報告されている。

- 7) 米国におけるMD&Aの制度では流動性 (liquidity)、資本の源泉 (capital resources)、経営成績 (result of operations)、オフバランス取引 (off-balance sheet arrangements)、契約債務についての図表 (tabular disclosure of contractual obligations) の5項目を記載することが義務付けられているが、日本ではMD&Aの開示に際して開示すべき項目は規定されていない。
- 8) Feldman et al. (2010) に代表される、MD&Aのトーンを測定し分析する方法はdictionary approachと呼ばれ、特定のワードリストに基づいてトーンの判定が行われる。Li (2010) ではワードリストを使ったアプローチは財務報告の文書においては適切ではないと指摘している。例えばincreaseという単語についても費用の文脈ではネガティブになり、利益の文脈ではポジティブになってしまう。これに対してLoughran and McDonald (2014) では提出された電子ファイルの容量をもってして代理変数とするのが適切であると主張している。
- 9) 実際にはt年のMD&A情報に現れる単語1つ1つにTF-IDFが算出され、文書全体での平均値を用いてS coreを算出する。t年とt-1年のMD&A情報を比較し、現れる単語が異なるほど値は大きくなる。
- 10) S coreの算出に際して44社×10年のデータを使用した。分析には差分を用いるためサンプルは396社年となる。
- 11) この点については最近の定性情報研究の動向をまとめた金 [2015] が詳しい。
- 12) RMSEとMD&Aの関連を分析した研究としてはLoughran and McDonald [2014] が挙げられる。Loughran and McDonald [2014]はMD&A情報の読みやすさ (readability) についての分析を行っており、読みやすい文書は投資家にとってinformativeであり、経営者がrelevantな情報を外部へ効率的に伝えると株式市場のボラティリティは低下するという仮説を検証している。

#### 《参考文献》

- Barron, O. E., Kile, C. O., O'Keefe, T. B. 1999. MD & A Quality as Measured by the SEC and Analysts' Earnings Forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 16 (1), 75-109.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323-349.
- Brown, S. V., Tucker, J. W. 2011. Large-Sample Evidence on

- Firms' Year-over-Year MD&A Modifications. *Journal of Accounting Research*, 49 (2), 309-346.
- Bryan, S. 1997. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. *Accounting Review*, 72 (2), 285-301.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., Segal, B. 2010. Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15 (4), 915-953.
- Frazier, K. B., Ingram, R. W., Tennyson, B. M. 1984. A Methodology for the Analysis of Narrative Accounting Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 22 (1), 318-331.
- 伊藤邦雄, 2006. 『無形資産の会計』中央経済社.
- 伊藤邦雄, 2007. 『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社.
- 金鉉玉, 2015. 「定性情報に焦点を当てた研究動向(1)」『企業会計』第67巻第1号, 6-7.
- Li, F. 2010. Textual Analysis of Corporate Disclosures A Survey of the Literature. *Journal of Accounting Literature*, 29, 143-165.
- Loughran, T., McDonald, B. 2014. Measuring Readability in Financial Disclosures. *Journal of finance*, 69 (4), 1643-1671.
- 中野貴之, 2010. 「財務諸表外情報の開示実態—事業等のリスクおよびMD&Aの分析—」『財務諸表外情報の開示と保証—ナラティブ・リポーティングの保証—』同文館出版, 133-150.
- Sun, V. 2010. Do MD & A Disclosures Help Users Interpret Disproportionate Inventory Increases ?. *The Accounting Review*, 85 (4), 1411-1440.
- Tarca, A., Street, D. L., Aerts, W. 2011. Factors affecting MD&A disclosures by SEC registrants: Views of practitioners. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20 (1), 45-59.
- Tennyson, B. M., Ingram, R. W., Dugan, M. T. 1990. Assessing The Information Content of Narrative Disclosures in Explaining Bankruptcy. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17 (3), 391-410.