

## 論 説

# 情報技術の発展が財務報告の 有用性に与える影響に関する考察

内 野 里 美

## 1. はじめに

本稿は、インターネットをはじめとする情報技術の発展が財務報告の有用性に与える影響について考察する。すでに内野（2014）において、各種の電子開示システム、すなわち Form 10-K（年次報告書）、Form 10-Q（四半期報告書）等の SEC（米国証券取引委員会）への届出書類の電子開示システム EDGAR、有価証券報告書等の電子開示システム EDINET および適時開示情報の電子開示システム TDnet の導入による影響に関する考察を行ったので、本稿では、その他に財務報告分野で利用されている情報技術について検討したい。そこで、XBRL（eXtensible Business Reporting Language）の導入やカンファレンス・コール（電話会議）の開催が財務報告の有用性にどのような影響を与えたかについて、実証研究に依拠して考察する。近年の目覚ましい情報技術の発展により、投資家の情報収集・分析コストは概して低下したと考えられる。特に、その恩恵を享受したのは小口取引を行う個人投資家ではないだろうか。従来、個人投資家は情報入手環境の面で劣位にあると見なされる存在であったが、情報技術の発展は投資家間の入手環境の差異をかなり緩和させたと期待される。個人投資家は以前より情報の入手が容易となり、投資の意思決定をするうえで望ましい環境が整いつつあるのではないだろうか。そのような情報環境の改善は、投資家の株式売買行動に期待通りの変化が表れているのだろうか。あるいは、当初の期待とは異なる効果も観察されているのだろうか。

報告される財務情報の質、量、報告の適時性および方法などが、財務報告の

有用性を決定する要因として挙げられる。報告の適時性には、さらに頻度の意味での適時性（年次から四半期へのインターバルの短縮など）と速さの意味での適時性（決算日から公表日までの開示所要日数の短縮など）がある。情報技術の発展は、財務報告の速さの意味での適時性や方法を変化させることが期待される。このような変化は財務報告の有用性にどのような影響を与えたのだろうか。

従来、テキストやHTML（Hyper Text Markup Language）ベースで作成された財務情報は、今日、XBRLベースで作成されたうえで電子開示システムによって提出されている。そこで、第2章ではXBRLによる財務情報の開示について考察する。まずXBRLのEDINETおよびEDGARへの導入（第1節）、続いてTDnetへの導入（第2節）について概観し、導入により期待される効果をまとめたうえで（第3節）、XBRL形式の財務報告書の任意提出が可能な期間に企業および投資家が示した反応（第4節）、そしてXBRLによる情報開示が財務報告の有用性に与える影響（第5節）について考察した研究をレビューする。

第3章ではカンファレンス・コールによる財務情報の開示について考察する。近年、米国だけでなく日本でもカンファレンス・コール開催の事例が観察されるようになってきた。元来、カンファレンス・コールとは、電話を通じて参加した証券アナリストや機関投資家など一部の投資家に対して、経営者が利益発表などについて説明・質疑応答するものである。しかし、情報技術の発展によってカンファレンス・コールのライブ配信が技術上可能となった。ライブ配信されれば、世界中のすべての投資家が会議の内容を知ることができる。そこで、カンファレンス・コールの概要をまとめたうえで（第1節）、カンファレンス・コールの内容と開催企業の属性（第2節）、さらにカンファレンス・コールの開催が証券市場に与える影響（第3節）について考察した研究を概観する。

第4章でその他の新たな媒体による財務情報の開示について考察し、第5章で総括と展望をまとめて本稿を締め括る。

## 2. XBRL による財務情報の開示

### 2.1 EDINET および EDGAR への導入の概要

XBRL (eXtensible Business Reporting Language) は、次世代のインターネット言語 XML (Extensible Markup Language) を基盤として、企業の財務報告を効率的に生産・交換・比較できるように開発された国際標準言語である。XBRL では財務データの定義（電子的雛形）であるタクソノミに基づき、実際の財務データが格納されるインスタンスが作成される。タクソノミは、財務諸表の勘定科目名のほか、科目間の関係、並び順、科目間の計算式などを定義することができる。これらの定義は XML 言語上で標準化され、システム環境に依存しない。このように、財務情報を XBRL ベースで作成するとは、財務データを XBRL という共通の標準に従って作成することを意味する。

XBRL は、財務情報開示のほかに金融監督、税務、一般企業の基幹業務など様々な分野へ導入されているが、ここでは、金融庁と東京証券取引所のホームページ、筏井・吉田（2009）および坂上（2011）を参照しながら財務情報開示の分野への導入に限定して概観する。

有価証券報告書、有価証券届出書、大量保有報告書等の開示書類は EDINET (Electronic Disclosure for Investors' NETwork: 金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム) を通じて開示されている。EDINET は、2001 年 6 月に本格稼働が開始され、それ以降、開示書類の対象を拡大するなどの拡充が図られ今日に至る。稼働当初、データ形式として採用されたのは HTML (Hyper Text Markup Language) であり、投資家が開示書類をコンピュータなどによる分析で利用するためには、分析可能な形式に変換する必要があった。

金融庁は EDINET の機能充実を図るための検討を続け、そのなかで、2005 年 5 月に公表された「有価証券報告書等に関する業務の業務・システム見直し方針(案)」には「XBRL 化に向けた動きを加速する」との記述が盛り込まれた。

その後、2008年4月1日以降に開始する事業年度から有価証券報告書等の財務諸表本表にXBRL形式が導入されることになった。EDINETのような大規模な電子開示システムにXBRLが導入・運用されるのは世界ではじめてのことであった。投資家は、財務諸表本表についてXBRL形式のデータをダウンロードし、財務情報の加工・分析を迅速に行うことが可能になった。ただしこの時点で注記はXBRL化の対象外であった。

さらに、金融庁は「有価証券報告書等に関する業務の業務・システム最適化計画」（2011年3月31日改定）に基づき、「開示書類の二次利用性の向上」、「検索機能等の向上」等を目的として「有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム（EDINET）の次世代システム」（以下、次世代EDINETという）に係る設計・開発を進めている。次世代EDINETにおいてはXBRLの対象範囲が拡大し、2013年12月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等については報告書全体がXBRL化の対象となった。注記もXBRLの対象範囲に含まれるようになり、企業は注記についても、開示書類の開示項目をEDINETタクソノミに用意された注記の標準的な開示項目に合致させることが必要となった。

一方、米国では、Form 10-K（年次報告書）やForm 10-Q（四半期報告書）等のSEC（米国証券取引委員会）への届出書類はEDGAR（Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system）とよばれる電子開示システムを通じて開示されている。EDGARは1984年にSEC登録企業を対象として任意適用が開始され、1996年に強制適用となった。2005年2月、SECはEDGARに提出する財務情報を従来のテキストまたはHTML形式に代えてXBRL形式で作成するように奨励し（任意提出プログラムの稼働開始）、2005年4月以降、一部の企業がXBRL形式による財務報告書を任意提出するようになった。

2005年8月、SEC議長に就任したChristopher Cox氏はXBRLの本格導入に向けて積極的な姿勢を示し、2008年5月にXBRLの完全義務化が決定されたものの、リーマンショックなどの影響により、2008年12月、義務化は延期されることになった。

EDGAR システムにおける XBRL の適用が本格的に開始したのは 2009 年である。SEC は、XBRL の強制適用は、洗練されていない小口投資家とより洗練された大口投資家とを隔てる情報環境の障壁を削減し、投資家間の情報非対称性を緩和するとの見解を示した。2009 年 7 月からは資産総額の上位企業約 400 社が強制適用の対象となり、2010 年には約 1,200 社、2011 年にはすべての上場企業（約 12,000 社）が Form 10-K や Form 10-Q 等について注記も含め報告書全体を XBRL 化して提出することになった。

このように、日本の電子開示システム EDINET の稼働の開始時期は米国の電子開示システム EDGAR と比べ遅かったものの、電子開示システムに XBRL を導入したのは日本の方が早かった。ただし、それは財務諸表本表を対象とした XBRL の導入に限られ、注記も含めた報告書全体への対象範囲拡大については米国より遅れることになった。

## 2.2 TDnet への導入の概要

上場会社の決算短信等の適時開示資料は、東京証券取引所が構築・運営する TDnet (Timely Disclosure network: 適時開示情報伝達システム) を通じて開示されている。東京証券取引所のホームページには、「XBRL が、会社情報の正確性、公平性を高め、投資者の利便性を向上させるものであるとの基本的な考えに基づき、その普及、導入に向けて様々な取組みを行っている」として、その取組みの経緯が紹介されている。証券取引所の適時開示制度に基づく決算情報の開示すなわち決算短信による開示は、金融商品取引法に基づく決算情報の開示すなわち有価証券報告書による開示と比べきわめて早期の開示であり、投資家はまず決算短信における財務諸表を利用することが想定される。したがって、TDnet への XBRL の導入が投資家の意思決定の過程に及ぼす影響はかなり大きなものであることが予想される。

1998 年 4 月に稼働が開始された TDnet に XBRL が導入されたのは 2003 年 4 月である。決算短信の 1 枚目の記載事項、業績予想の修正および配当予想の修正に関する情報が、従来の CSV 形式から XBRL 形式に変更された。企業は、

開示資料作成ソフトにデータを入力すれば、TDnetに提出するためのXBRLデータとPDFデータを同時に作成することができるようになった。しかし、この時点において報道機関等のTDnetの利用者側はXBRLに対応する体制が整っていなかったため、企業側はXBRL化したデータをTDnetに登録したものの、TDnetから配信する際にはCSVに変換された。

2005年からは財務データがXBRL形式でTDnetに蓄積されるようになった。なお、2005年は大阪証券取引所でTDnetの稼働が開始され、全国のすべての証券取引所に上場する企業の情報がTDnetを通じて入手できるようになった年でもある。

2006年、東京証券取引所は決算短信等へのXBRLの本格導入に関する基本方針を発表し、決算短信のXBRLデータが試験的に公開された。2008年7月、通期および四半期決算短信のサマリー情報（主要な財務情報の概略）についてXBRL形式での提供が開始された（本格導入の開始）。これはEDINETへのXBRLの導入に時期をあわせて実施されている。これ以降、上場会社がXBRL化してTDnetに登録した決算情報はそのままXBRLデータで配信されるようになった。その後、XBRL化の対象となる適時開示情報の範囲が拡充され、2009年には四半期決算短信の財務諸表、2010年には通期決算短信の財務諸表についてXBRL形式での提供が開始された。

2014年1月にはInline XBRLが導入された。本来、XBRLファイルの閲覧には専用ソフトウェアが必要であるが、新たに適用が開始された新タクソノミで提出されたデータについては、適時開示情報閲覧サービス画面のXBRLデータは専用ソフトウェアを媒介することなく、ウェブブラウザでXHTML (Extensible Hyper Text Markup Language) を閲覧することが可能になった。なお、適時開示情報閲覧サービス (<http://www.tse.or.jp/listing/disclosure/>) は、TDnetを通じて開示された会社情報をインターネット上で無償閲覧できるサービスであり、2004年2月から開始されている。東京証券取引所は今後もXBRLの導入を推進し、XBRL化の対象となる適時開示情報のさらなる範囲拡充を図る見通しである。

## 2.3 導入により期待される効果

電子開示システムへのXBRLの導入および普及によって期待される効果としては、一般的に以下の点が指摘されている。まず、財務情報の利用者である投資家においては、データの分析に要する時間やコストの削減が期待される。それは、分析の開始にあたって、XBRLによるデータはそのまま表計算ソフト等に取り込むことができ、再入力、転記、加工のいずれも必要としないからである（テキスト形式やHTML形式のデータでは必要であった）。さらに、分析の実施にあたって、過年度比較や他社比較を機械的に容易に実施できる。XBRLによるデータは、データの構造がすべての年度、すべての企業で統一されており、勘定科目はその意味づけが統一されているためである。他社比較については、外国企業と日本企業の比較も容易である。言語を意識する必要はなく分析を実施することができ、また、日本語の財務データを英語やその他の言語で閲覧することも可能であるためである。この点は、特に外国人投資家にとって好都合であると考えられる。

一方、財務情報の作成者としての企業においては、XBRLへ財務データの統合が図られることによって、財務処理に関する業務の効率化が期待される。社内で複数の会計システムが稼働していたり、連結対象の各社が異なる会計システムを採用していたりする場合、それを変換する作業が必要であるが、XBRLへ統合されればそのような作業を省くことができる。この点は、特に連結子会社・関連会社を国内外に多く保有する企業にとって大きな意義があると考えられる。

さらに、XBRLはデータの整合性を自動的に検証する機能を有している。このチェック機能を利用すれば、財務処理業務上のミスやエラーは防止され、ひいては財務情報に係る内部統制プロセスおよび会計監査人や監査機関による監査機能の効率性・正確性の向上も期待されるだろう。

また、法律や会計基準などの改正が実施される際には、それに先立って標準タクソノミの対応が行われるため、企業は円滑に対応することができると予想

される。

作成されたXBRLベースによる財務情報の再利用にあたって、その優れた利便性は「ワンソースマルチユース (one source multi use)」という言葉によって表現されるのがふさわしいだろう。企業は、決算短信、有価証券報告書、株主総会召集通知など、様々な種類の資料を作成する必要がある。XBRLベースによる財務情報は、他のデータ形式 (Web サイト用の HTML や説明資料用の PDF など) に自動的に変換することができるため、各種資料の作成作業の簡素化・迅速化が見込まれる。

## 2.4 任意提出プログラムに対する企業および投資家の反応

本節および次節では、大鹿ほか (2011) で紹介されている先行研究について検討し、さらに他の関連する先行研究を紹介する。日本では金融庁によるシステム構築のもと、2008年にXBRLがEDINETに一斉に導入されたのに対し、米国ではSECがXBRL形式による財務報告の作成を奨励した2005年から全企業を対象とする義務化が完了した2011年までの間、一部の企業がXBRL形式による財務報告書を自発的に提出した。この任意提出プログラムの稼働期間に、企業や投資家はどのような反応を示したのだろうか。

Premuroso and Bhattacharya (2008) は、早期・自発的にXBRL形式で財務報告を行った企業はそうでない企業と比較して、コーポレート・ガバナンスや業績の側面から優れているかについて考察するため、次の4つの仮説を設定した。業績の良い企業は、それをシグナルするため、早期・自発的にXBRL財務報告を行う (仮説1)。大手監査法人の監査を受ける企業は、監査法人にXBRLの採用を促されるため、早期・自発的にXBRL財務報告を行う (仮説2)。負債比率の高い企業は、エージェンシー・コストの低減を目指すため、早期・自発的にXBRL財務報告を行う (仮説3)。大企業は、情報開示に対する圧力が強く、企業内部のリソースが豊富であるため、早期・自発的にXBRL財務報告を行う (仮説4)。サンプル対象は、2007年5月末時点でXBRL形式のForm 10-Kを任意提出した企業20社である。サンプル企業と対応させるた

めのコントロール企業として、サンプル企業と同一業種に属し、かつ売上高が近似しているものの、従来の形式で Form 10-K を開示した企業 20 社が選択された。分析の結果、XBRL 形式で財務報告を行った企業は、流動比率など財務内容の面で優れ、大手監査法人の監査を受け、資産規模が大きく、コーポレート・ガバナンスの面でより透明性が高い企業の割合が高いことが明らかになった。

Efendi et al. (2011) は、SEC による XBRL 導入の奨励から義務化までの経緯を踏まえ、XBRL 採用のメリットと普及の状況を概観したうえで、XBRL の自発的な採用がどの程度実施されていたかを 2005 年から 2008 年前半までを対象に調査した。2005 年にはじめて XBRL 形式の財務報告書を EDGAR システムに提出した企業は 9 社、2006 年は 25 社、2007 年は 28 社、2008 年前半は 20 社、すなわち 2008 年 6 月時点で合計 82 企業が提出した。2005 年当初、XBRL を採用した企業は極めて少なかったものの、年々少しずつ増加し約 3 年後に 82 企業になったことがわかる。ただし、この数は、NYSE および NASDAQ への上場企業が約 4,500 社であることを考えると 2% に満たず、割合としては非常に少ないことが観察された。また、自発的採用企業は規模が大きく、売上高に対する研究開発費の比率が高い革新的な企業であるという特徴が見られた。さらに、報告ラグ（決算日から提出日までの日数）は年を経るにつれて著しく減少し、XBRL の採用は財務報告の適時性の向上を促すことを示唆する結果が観察された。Efendi et al. (2011) は、今後強制的に XBRL を採用する企業にもこのような効果が期待されるので、XBRL の導入は財務報告に対して世界的に望ましい効果をもたらすであろうと結論付けている。

このように、Premuroso and Bhattacharya (2008) と Efendi et al. (2011) から、XBRL 形式の財務報告書を自発的に開示する企業は極めて少なく、ごく一部の大企業が採用していたこと、そして他の大多数の企業は義務化されない限り XBRL を採用することはなく、消極的な姿勢であったことが確認される。次に紹介する Janvrin et al. (2011) の実験室研究は、企業だけでなく投資家、特に一般投資家も XBRL の導入への迅速な対応は容易ではないことを示

唆している。

Janvrin et al. (2011) は、米国企業による XBRL の自発的な採用が現実にはそれほど進まず、一部の会計基準設定者や研究者が、投資家は XBRL 形式による情報利用を選択するかどうか疑問視していることを指摘したうえで、投資家は財務諸表分析を行うにあたって、なじみのある技術 (PDF や Excel など) よりも XBRL 対応の技術を選択するの否か、さらに、投資家が特定の技術を選択する理由は何かについて調査した。実験の被験者は中規模の州立大学で財務諸表分析の講義を受講するビジネス専攻の大学院生 45 人である。PDF, Excel, XBRL の 3 つの技術を被験者に訓練した後、そのなかから 1 つを選択させて、投資意思決定の課題を課した。被験者の 58% は XBRL の利用を選択し、42% は Excel を選択した。XBRL を選択した被験者は、課題を終わらせるのに必要な時間が削減する (効率が上がる) と考えて XBRL を選択した。一方、Excel を選択した被験者は、XBRL や PDF と比較して Excel の利用経験が多いために Excel を選択したことが判明した。ただし、Janvrin et al. (2011) は、認識された有用性と使い易さを、投資家の技術選択を説明する 2 要素とする仮説を立てたものの、仮説を支持する統計的に有意な結果を得るには至っていない。

## 2.5 導入により観察された効果

財務情報開示分野への XBRL の導入が財務報告の有用性に与える影響を考察した先行研究を概観する。Hodge et al. (2004) は、XBRL のサーチ支援技術の利用によって財務情報の透明性が向上する結果、投資家は経営者による会計方針選択の影響を正しく評価できるか否かを調査した実験室研究である。ここでは、サーチ支援技術を利用する人は利用しない人に比べて、財務諸表と注記から関連情報を獲得する可能性が高く (仮説 1)、さらに財務諸表と注記から関連情報をより十分に統合したうえで意思決定をする (仮説 2) という 2 つの仮説が設定されている。実験の被験者は MBA (経営学修士) コースで財務諸表分析の講義を受講する大学院生 96 名である。

2元配置分散分析の2×2被験者間デザインが用いられ、被験者は、情報提示（サーチ可能条件／サーチ不可能条件）×情報配置（開示条件／認識条件）の4つの条件にランダムに割り当てられた。サーチ可能条件に割り当てられた被験者には、パソコンのスクリーン下部にサーチ・エンジンが提供され、それを使ってXBRL形式の関連情報を検索することができる。一方、サーチ不可能条件に割り当てられた被験者には、同じ情報がPDF形式のファイルで提供され、その中から必要な情報を探さなければならない。開示条件／認識条件は、同業種に属するA社とB社のストック・オプション報酬の会計処理方法の違いによって区別される。ストック・オプション報酬は、2005年から費用認識が求められるが、それ以前は費用認識せず注記記載することが容認されていた。A社は開示条件、認識条件のいずれの場合でもストック・オプション報酬を注記記載する。一方、B社は開示条件のもとでは注記記載し、認識条件のもとでは費用認識し損益計算書に計上する。B社はA社より業績良好であり、被験者は4つの損益計算書関連比率を計算することでその事実を確認できる。しかし、認識条件のもとでは、A社とB社の会計処理方法が異なることを考慮しないと、あたかもA社の方が業績良好であるかのような結果が得られてしまう。以上の条件下で被験者は財務情報を収集し、4つの損益計算書関連比率を計算し、10,000ドルの資金をA社とB社にどのような割合で投資するかを意思決定する。

実験の結果、サーチ不可能・認識条件下では、他条件に比べて会計処理方法の差異が識別できた被験者の割合が有意に低く（仮説1の支持）、この条件下でB社に投資された資金は1/3に留まった（仮説2の支持）。すなわち、XBRLによる財務報告は、それが提供するサーチ支援技術の利用により、投資家の情報の獲得、評価および統合のプロセスの改善が期待されるという結果が得られた。

このように、Hodge et al. (2004) は、XBRL形式の財務報告の導入によって、投資家は企業間の会計処理方法の違いを容易に識別できるようになり、それは投資意思決定に役立てられる可能性を示唆するものとして解釈できる。た

だし、これは証券市場の反応を直接的に調査したものではなく、実験室研究である点には留意すべきであると考えられる。それに対し、次に紹介する Li et al. (2012) は、XBRL 採用企業の自己資本コストを計測することによって、XBRL 導入の望ましい効果を報告したものである。

Li et al. (2012) は、企業が XBRL 形式の財務報告を採用すると、投資家の情報処理コストが低減するので、企業の自己資本コストは低下するという仮説を検証した。2005 年 4 月から 2012 年 4 月までに XBRL 形式の財務報告書を EDGAR システムに提出した 5,751 企業の 11,280 企業・年のデータを用いて分析した。分析の結果、XBRL の採用によって自己資本コストは有意に低下し、この効果は、規模が小さく、成長性が高く、担当アナリスト数が少なくそして株式流動性が低い企業において顕著であった。また、XBRL の採用後、担当アナリスト数の増加、アナリスト予測の精度の向上、アナリスト間の予測誤差の低下および株式流動性の増加が観察された。さらに、強制的に XBRL を採用した企業より自発的に採用した企業のほうが、このような効果を多く享受することも明らかになった。

このように、XBRL 形式の財務報告は、投資家だけでなく企業に対しても望ましい効果をもたらすことが期待される。一方、Blankespoor et al. (2013) は、XBRL 形式の財務報告の導入には負の側面があり得ることを指摘している。すなわち、XBRL の強制適用は情報非対称性を緩和するという SEC の見解に対し、もし一部の大口投資家が、小口投資家と比べてより優れた資源や能力を利用して XBRL からより大きな便益を得るならば、投資家間の情報非対称性はむしろ増大するのではないかという問題を提起している。そこで、2009 年 6 月の XBRL の強制適用前後の取引行動の変化を捕捉するため、強制適用後はじめて XBRL 形式の Form 10-K を提出した 349 社について、適用直前（2008 年 6 月 15 日から 2009 年 6 月 14 日までの間に終了する会計期間）と適用初年度（2009 年 6 月 15 日から 2010 年 6 月 14 日までの間に終了する会計期間）のビッド・アスク・スプレッド（売買スプレッド）を調査した。分析の結果、強制適用の初年度における Form 10-K の提出後に高い水準のビッド・ア

スク・スプレッドが観察された。これは、情報非対称性が大きいことや株式流動性が低いことを示唆する結果である。さらに初年度には、流動性および取引量の低下が小口取引について顕著に観察されたものの、年を経るにつれ幾分緩和していることが観察された。これらの結果を受けて Blankespoor et al. (2013) は、少なくとも強制適用の直後において、XBRLの採用によるデータ集計コストの削減はすべての投資家の情報環境の平準化を促すという、当初 SEC が期待した目的を果たしていなかった可能性を指摘している。

### 3. カンファレンス・コールによる財務情報の開示

#### 3.1 カンファレンス・コールの概要

カンファレンス・コール（電話会議）は、利益発表、M&A（合併および買収）やリストラクチャリングなどに関する経営者による説明や質疑応答を電話によって実施するものである。証券アナリストや機関投資家など一部の投資家に参加を限定するクローズド・カンファレンス・コールに対し、投資家を限定しないものは、オープン・カンファレンス・コールと呼ばれる。近年、情報技術の発展によって、カンファレンス・コールの様子をインターネットでライブ配信することも技術上可能となった。その場合、すべての投資家がカンファレンス・コールの内容を知ることができる。オープン・カンファレンス・コールの開催や、カンファレンス・コールのライブ配信は、そこでの開示情報に基づいて投資家がリアルタイムで株式売買を行う機会を提供する。その他に、リアルタイムではないが、後日、ホームページで録音した音声配信することによって、情報開示の公平性を図る企業も観察される。SECは2000年10月、公平開示規則（Regulation Fair Disclosure）の施行により、公平な情報開示を要請し、証券アナリストや機関投資家など特定の者に限定した情報開示を禁じた。カンファレンス・コールを開催し、さらにその内容をすべての投資家に公開することは、公平開示規則を順守するための対応のひとつとして考えられる。実際、米国ではカンファレンス・コールが財務情報の開示手段として広く普及し

ている。

一方、日本では、カンファレンス・コールは米国ほど普及していない。その一因として、日本を含むアジア諸国には、相手の顔を見ながら話をする環境を重視する文化があることが指摘されている。しかし、カンファレンス・コールを開催する日本企業も観察される。例えば次のような事例がある。2000年代に入り、上場会社の四半期財務情報の開示の促進に向けた取組みが進められた。東京証券取引所は、2004年3月期決算に係る第1四半期より「四半期業績の概況」の開示を行うことを上場会社に求め、2005年3月期決算に係る第1四半期より財務諸表を添付した「四半期財務・業績の概況」の開示を求めた。そして、金融商品取引法に基づき2008年4月1日以後開始する事業年度から四半期報告制度が導入された。このような四半期財務情報の開示要請に伴い、企業は開示書類の作成負担が増加しただけでなく、開示書類の説明に伴うコストの負担増も迫られることになった。カンファレンス・コールは、このような負担増を緩和するための一手段として用いられている。すなわち、中間期・通期の決算説明会は会場を使って開催し、第1・第3四半期の決算説明会にカンファレンス・コールを開催する。それによって、四半期を含むすべての決算期について、投資家に説明する機会を確保しつつ、会場の使用料などの情報開示コストを低減できるというメリットが享受できる。

### 3.2 情報内容および開催企業の属性

本節および次節では、音川（2009）で紹介されている、ティック・データ（音川，2009，1章）を用いた投資家の株式売買行動に関する先行研究と、他の関連する先行研究を概観する。まず、カンファレンス・コールで開示された情報内容およびカンファレンス・コールの開催を選択する企業の属性について分析した研究を扱う。Tasker（1998a）は四半期決算発表に伴うカンファレンス・コールにおいて、アナリストが要求する情報内容について分析した。調査対象のカンファレンス・コールの数は多くないものの、ひとつひとつの内容について詳細に調査したところ、以下のような特徴が観察された。第一は、業績

の財務的指標および非財務的指標についての詳細で豊富な量的情報である。調査対象の12のカンファレンス・コールでの質問のうち約15%は、製品、顧客、地域ごとの収益の内訳や、在庫、新規顧客数、出荷数、社員数などの、財務的および非財務的な量的情報の詳細を尋ねるものであった。第二は、産業の動向（価格設定、市場規模、市場の成長性など）、競合他社の新製品供給についての評価、新製品に対する顧客の反応、サプライチェーンや流通経路における発展などの問題についての経営者の見解である。質問の約1/3がこのような質的情報を求めるものであった。第三は、コスト削減、運転資本管理、新製品投入のタイミングや特徴といったテーマについて、経営者の将来プランについての詳細な情報である。質問の約1/5がこれに該当した。続いて4番目に多かった質問は、業績予想についての経営者の指針を尋ねるものであった。Tasker (1998a) は以上の結果に基づき、カンファレンス・コールは、経営者がアナリストに対して、四半期財務諸表における開示情報の補足情報を提供する機会であると結論付けた。

それに対しTasker (1998b) は、どのような企業が四半期決算発表に伴うカンファレンス・コールを開催するかについて調査した。ここでカンファレンス・コールは、企業の自発的情報開示の尺度として用いられている。財務諸表の報知性が少ない (less informative) 企業は、代わりにカンファレンス・コールを積極的に開催して投資家に説明するという仮説を設定した。米国に本社があり、NYSE, AMEX, NASDAQ のいずれかに上場する企業 984 社について、1995年3月31日から1996年2月28日までに開催されたカンファレンス・コールを分析対象とした。この間に984社のうち343社、すなわち約35%がカンファレンス・コールを実施している。分析の結果、企業の財務諸表の報知性の尺度と、四半期のカンファレンス・コールの利用頻度の間には、企業の情報環境についての他の特性をコントロールしてもなお、統計的に有意な負の関係が観察され、仮説を支持する結果が得られた。

### 3.3 開催により観察された効果

本節では、カンファレンス・コールの開催が投資家の意思決定に及ぼした影響について調査した研究を概観する。Frankel et al. (1999) は、カンファレンス・コールは情報の伝達手段として有効なのか、投資家はカンファレンス・コールで提供された情報を公平に入手できるのか、そしてカンファレンス・コールを開催する経営者と開催しない経営者がいるのはなぜかという3つの疑問を解くため、1995年の2月から11月にかけて808企業によって開催された1,056のカンファレンス・コールを分析した。分析の結果、カンファレンス・コールを開催する企業は、大企業で、高い利益をあげ、企業の動向を熱心に追う担当アナリストがいることが明らかになった。カンファレンス・コールは、プレスリリース情報を上回る情報を提供すること、さらにカンファレンス・コールの開催中は株式の取引サイズの平均値が大きくなることから、大口投資家が積極的に取引を行うことが確認された。

Bowen et al. (2002) は、カンファレンス・コールの開催が証券アナリストの利益予想の誤差や分散に及ぼす効果を分析することによって、定期的な開催が証券アナリストにとって入手可能な情報量を増やすか否かについてを調査した。これは、カンファレンス・コールはアナリストなど特定の投資家だけに新情報を開示し選択的開示を促進するのではないかという、1998年にSECが示した懸念を受けて実施されたものである。

分析の結果、カンファレンス・コールの開催によって、証券アナリストは利益をより正確に予想できるようになることが判明した。これは、開催によって入手可能な情報量が増すことを示唆するものである。さらに、カンファレンス・コールの開催には、アナリスト間の予想の分散を増やす効果があることも明らかになった。これは、カンファレンス・コールが開催されると、それに関わったアナリストとそれ以外の者との間に情報格差を生むことを示唆する。さらに、カンファレンス・コールの開催がアナリストの利益予想の誤差に及ぼす影響は、アナリストの事前の予想能力や証券会社への所属によって異なるか否

かについて調査したところ、事前の予測能力が比較的低いアナリストほど、カンファレンス・コールが開催されると予想精度を高めることが確認された。

Brown et al. (2003) は、カンファレンス・コールは投資家間の情報非対称性の長期的な緩和をもたらす効果があるかについて調査した。情報非対称性は Easley et al. (2002) が提案した PIN (probability of informed based trading) と呼ばれる尺度によって測定されている。PIN は、すべての注文の約定到着率 (分母) に対する私的情報に基づく注文の約定到着率 (分子) の割合である。私的情報が存在しなければ (すなわち投資家間の情報非対称性が存在しないならば) PIN はゼロになり、逆に、すべての投資情報 (私的情報と公的情報) に占める私的情報の割合が増加する (情報非対称性が大きくなる) につれて PIN は増加する。Brown et al. (2003) は、1999年1月から2001年12月までに1回以上カンファレンス・コールを開催した企業を対象に分析した。クロスセクションデータとタイムシリーズデータによる分析によると、情報非対称性の程度は、カンファレンス・コール開催の積極性との間に負の相関が観察された。一度だけの開催では情報非対称性を緩和する効果は観察されなかったが、定期的に開催する方針を持つ企業は、情報非対称性の持続的な低下を享受していた。

Diamond and Verrecchia (1991) などの分析的研究や Botosan (1997) などの実証研究において、情報非対称性が緩和するほど自己資本コストが低下することが指摘されていることから、Brown et al. (2003) の結果は、より頻繁にカンファレンス・コールを開催する企業はより低い自己資本コストを享受することを示唆するものである。ただし、情報非対称性を PIN で測定することについては議論の余地があり、Duarte and Young (2009) などが情報非対称性を測定する他の尺度を考案している点には留意すべきである。

以上のように、先行研究によって、カンファレンス・コールの開催は、投資家の株式売買行動、アナリストの利益予想そして情報非対称性の程度などに影響を与えることが確認されている。このことは、企業がどのようなカンファレンス・コールを開催するかを選択が、投資家の情報入手環境を大きく変えるこ

とを示唆するものである。次に紹介する Bushee et al. (2003) と Sunder (2002) は、カンファレンス・コールをオープンとクローズドに分けて分析を行うことによって、その点を明らかにしようと試みている。

Bushee et al. (2003) はまず、カンファレンス・コールが開催される要因を調査した。分析対象期間は 1999 年から 2000 年まで、分析対象サンプルは、クローズド・カンファレンス・コールを開催した 1,475 社と、オープン・カンファレンス・コールを開催した、1,799 社である。開催の決定要因を独立変数、カンファレンス・コールの開催を従属変数とするロジット回帰モデルが推定されている。オープン・カンファレンス・コールを開催する企業には、株主数が多い、機関投資家の割合が低い、個人株主の割合が高い、浮動株主の割合が高い、証券アナリストによるフォローが少ない、株式売買の回転率が高いという特徴が確認された。そのような企業は、投資家の情報開示要求に対応するため、オープン・カンファレンス・コールを開催すると予想される。一方、クローズド・カンファレンス・コールを開催する企業には、無形資産の割合が高い、年次利益情報の有用性が低い産業に属するという特徴が観察された。

Bushee et al. (2003) は次に、カンファレンス・コールが投資家の株式売買に及ぼす影響を調査した。分析対象サンプルは、1999 年 3 月から 2000 年 6 月までに証券取引所の取引時間内に開催された 3,176 件のカンファレンス・コールである。開始予定時刻の 15 分前から 75 分間にわたる株式売買の動向を観察した。小口投資家、大口投資家、中規模投資家のうちどの投資家による売買かについては、売買株数や売買金額などの取引サイズによって設定した基準（例えば、10,000 ドル超 50,000 ドル以下の取引を中規模の取引と定義するなど）によって分類した。オープン・カンファレンス・コールの開催は、小口投資家の株式売買を促進することが観察された。すなわち、オープン・カンファレンス・コール開催中における小口投資家による取引は売買回数全体の 66.3% を占めるのに対し、クローズド・カンファレンス・コールの場合は 57.9% であり、有意な差が観察された。また、開催日前日の同時刻の株式売買と比較したときの小口投資家による株式売買は、オープン・カンファレンス・コール開催

サンプルでは 10.1% 増に対し、クローズド・カンファレンス・コール開催サンプルではわずか 1.4% 増であった。一方、大口投資家と中規模投資家による取引が売買回数全体に占める割合については、クローズド・カンファレンス・コール開催中の方が、オープン・カンファレンス・コールより有意に大きかった。しかし、開催日前日の同時刻の株式売買と比較したときの株式売買の増加率は、オープン・カンファレンス・コールとクローズド・カンファレンス・コールとの間に有意な差は観察されなかった。

Sunder (2002) は、SEC の公平開示規則の施行は、次のような議論を引き起こしたと指摘している。それは、(1) クローズド・カンファレンス・コールのような、選択的情報開示のための非公開の開示手段の利用によって、投資家間の情報非対称性は増加するのだろうか、(2) 非公開の情報提供を禁止することによって、投資家間の情報非対称性は緩和するのだろうか、さらに (3) 公平開示規則によって企業の自発的情報開示の質は低下したのかという問題である。Sunder (2002) はこれらの問題に取り組むため、利益発表に関するカンファレンス・コールのサンプルを用い、企業を次の 2 つに分類した。すなわち、(1) 公平開示規則の施行前も施行後も、すべての投資家がアクセス可能なカンファレンス・コールを開催した「開放的」企業と (2) 公平開示規則の施行前に、アナリストや機関投資家のみを対象としたカンファレンス・コールを開催した「閉鎖的」企業である。公平開示規則の施行前、閉鎖的企業は開放的企業と比較してより大きな情報非対称性に直面していた。しかし、施行後、開放的企業と閉鎖的企業との間の情報非対称性の差異は持続していなかった。以上の結果から、選択的情報開示は、大きな情報非対称性を引き起こしていたものの、公平開示規則は情報非対称性の平準化に貢献したことが示唆される。また、公平開示規則の施行後に企業はカンファレンス・コールで伝達する情報の質を減らしたという証拠は観察されなかった。

#### 4. 新たな媒体による財務情報の開示

現在、財務情報を含め様々な企業情報を自社のホームページで公表すること

はごく一般的に普及している。しかし、米国ではインターネットを用いた財務情報の開示について、2000年に施行された公平開示規則の順守との折り合いが長らく懸念されてきた。ようやく2008年、SECは企業ウェブサイト・ガイダンスを発表し、自社のホームページが広く認知され、容易にアクセスでき、更新された情報に投資家に対応するための十分な時間的余裕があるなどの要件を満たすことを条件として、自社のホームページで重要な企業情報を開示することを認めている。

さらに近年、情報発信のための新たな媒体（メディア）、すなわちSNS（ソーシャルネット・ネットワーキング・サービス）などのソーシャルメディアの普及および影響力が目覚ましく増大している。2013年4月、SECはどのソーシャルメディアを利用するかを予め明らかにすることを条件として、財務情報などの重要な企業情報をソーシャルメディアによって公表することを認めると発表した。SECはその声明のなかで、投資家とのコミュニケーションにソーシャルメディアを利用する企業は増加しており、今日の市場におけるソーシャルメディアの持つ価値や普及度を高く評価し、各企業の新たなコミュニケーション手段の追求を支持するとしている。SECは、利用の旨を事前に周知すれば、ソーシャルメディアによる重要情報の開示は、公平開示規則を鑑みても問題ないと判断し、企業情報の配信チャンネルとしてソーシャルメディアを利用することを認めたのである。

このようなソーシャルメディアの進展やそれに対するSECの判断は、投資家や企業にどのような影響を及ぼすだろうか。まず、投資家にとっては、情報を入手する環境が一段と改善されることになり、小口投資家であっても、機関投資家や証券アナリストなどの専門家と遜色ない情報入手環境を手に入れることになるだろう。ただし、情報開示手段の多様化が利用者の混乱を誘発しないように留意することが、開示側にも利用者側にも一段と強く求められるだろう。企業は、利用するソーシャルメディアの種類についての情報を予め周知し、実際に情報開示を行う際に、その周知の内容は厳密に順守されなければならない。投資家は、ソーシャルメディアで情報が開示された場合、迅速に対応

できるよう備える必要がある。今日、ソーシャルメディアなどの情報技術の発展に対応できる能力の有無が、そのまま情報入手環境の格差を生じさせるという状況になりつつある。このことは、同じ小口投資家であっても、日進月歩で発達する情報技術についていける者とそうでない者との間に情報非対称性が生じる可能性があることを示唆する。

一方、企業にとっては、開示方法の選択肢が増加したことを意味する。選択肢の増加によって、企業の裁量の余地は大きくなるので、開示方法の多様化が今後観察されると予想される。企業は、それぞれのソーシャルメディアの特徴、効果および開示コストなど諸要件を鑑みて情報開示を実施することになるだろう。さらに、企業はその選択に対して投資家がどのような反応を示すかについての動向を注視し、改善していく必要があると考えられる。

このような情報技術の発展に対応して、今後、日本企業の財務情報開示に係る体制も変化することが予測される。東京証券取引所が適時開示規制を明示的に実施したのは1974年9月であり（土本・飯沼，2007）、それ以降、日本の上場企業は適時開示規制に基づき決算短信を公表してきた。今日に至るまで、決算短信は利用者が決算日後もしくは四半期末後はじめて決算情報を入手する機会であることに変わりはない。そして、決算短信の情報有用性は、1985年から2009年までの過去25年間にわたって向上していることが確認されており（薄井，2013）、決算短信は資本市場の価格形成にとって極めて重要な役割を果たし続けてきたと考えられる。

それに対し情報作成者は、企業の情報開示コストの負担増を懸念する立場から、決算短信の簡素化を要請している（日本経済団体連合会（2010）など）。具体的には、経営者による業績予想の廃止あるいは自主開示や四半期報告制度の簡素化・効率化などを求めている。経営者予想の開示は日本独自の開示規制である。米国でも、公平開示規則に対応するため業績予想を発表資料で広く公表する企業行動が定着しているものの、強制開示の対象ではない。経営者予想の開示については、今後様々な立場から議論が進められることになるだろう。四半期報告については、2011年3月に改正された企業会計基準第12号「四半

期財務諸表に関する会計基準」によって簡素化が行われ、一定の注記を条件として、第1四半期と第3四半期の連結キャッシュ・フロー計算書の作成は任意となった。

情報技術の発展によって情報発信のための媒体の選択肢が多様化するなか、決算短信制度のあり方とともに、投資家の実績決算情報や業績予想情報を入手する媒体や時期も変化することが予想される。そのような変化のなかにあっても、すべての投資家にとって公平な情報開示が常に実施されることは重要となるだろう。

## 5. 総括と展望

本稿は、XBRLの導入およびカンファレンス・コールの開催という、財務報告の適時性や方法の変更が企業や投資家にどのような影響を及ぼすかについて考察した。XBRLとカンファレンス・コールのそれぞれについて、導入もしくは開催の概要、企業属性そして証券市場に及ぼす影響を順に概観した。さらに、その他の新たな媒体による情報開示について検討した。

XBRLの導入やカンファレンス・コールの開催に対する証券市場の反応は、概して、投資家、特に個人投資家の情報入手環境の改善を示唆する望ましい効果を報告するものが多く観察された。本稿では米国企業を対象として実施された実証研究を概観したが、分析モデルやデータ入手のうえで実施可能なものについては、日本企業を対象とした分析を実施する余地があると考えられる。

情報技術の発展は概して、財務報告の適時性を向上させ、財務報告の方法の多様化を促す。それは、企業にとって、数多くの選択肢のなかから方法を選ぶことができること、さらにその選択によっては情報非対称性を緩和させ、ひいては自己資本コストを低下させることも可能であることが先行研究で明らかになってきた。企業は、それぞれの選択肢のコストや効果を十分に吟味したうえで、適切な選択をすることが重要になると考えられる。

## 【参考文献】

- Blankespoor, E., B. P. Miller, and H. D. White (2013) "Initial Evidence on the Market Impact of the XBRL Mandate," *Review of Accounting Studies*, Forthcoming.
- Botosan, C. A. (1997) "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review*, Vol. 72(3), pp. 323-350.
- Bowen, R. M., A. K. Davis, and D. A. Matsumoto (2002) "Do Conference Calls Affect Analysts' Forecasts?" *The Accounting Review*, Vol. 77(2), pp. 285-316.
- Brown, S., S. A. Hillegeist, and K. Lo (2003) "Conference Calls and Information Asymmetry," Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=363040>.
- Bushee, B. J., D. A. Matsumoto, and G. S. Miller (2003) "Open Versus Closed Conference Calls: The Determinants and Effects of Broadening Access to Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34(1-3), pp. 149-180.
- Diamond, D. W., and R. E. Verrecchia (1991) "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, Vol. 46(4), pp. 1325-1355.
- Duarte, J., and L. Young (2009) "Why is PIN Priced?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 91(2), pp. 119-138.
- Easley, D., S. Hvidkjaer, and M. O'Hara (2002) "Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?" *Journal of Finance*, Vol. 57(5), pp. 2185-2221.
- Efendi, J., S. Murphy, and W. Jeffrey (2011) "Longitudinal Analysis of Voluntary Adoption of XBRL on Financial Reporting," *International Journal of Economics and Accounting*, Vol. 2(2), pp. 173-189.
- Frankel, R., M. Johnson, and D. J. Skinner (1999) "An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium," *Journal of Accounting Research*, Vol. 37(1), pp. 133-150.
- Hodge, F. D., J. J. Kennedy and L. A. Maines (2004) "Does Search-facilitating Technology Improve the Transparency of Financial Reporting?" *The Accounting Review*, Vol. 79(3), pp. 687-703.
- Janvrin, D. J., R. E. Pinsker and M. Masch (2011) "XBRL, Excel or PDF? The Effects of Technology Choice on the Analysis of Financial Information," CAAA Annual Conference 2011, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1740249>.
- Li, O. Z., C. Ni and Y. Lin (2012) "Does XBRL Adoption Reduce the Cost of Equity Capital?," Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2131001>.
- Premuroso, R. F., and S. Bhattacharya (2008) "Do Early and Voluntary Filers of Financial Information in XBRL Format Signal Superior Corporate Governance and Operating performance?," *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol. 9(1), pp. 1-20.
- Sunder, S. V. (2002) "Investor Access to Conference Call Disclosures: Impact of Regulation Fair Disclosure on Information Asymmetry," AFA 2003 Washington, DC Meetings, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=298653>.

- Tasker, S. C. (1998a) "Technology Company Conference Calls: A Small Sample Study," *Journal of Financial Statement Analysis*, Vol. 4, pp. 6-14.
- Tasker, S. C. (1998b) "Bridging the Information Gap: Quarterly Conference Calls as a Medium for Voluntary Disclosure," *Review of Accounting Studies*, Vol. 3(1-2), pp. 137-167.
- 筏井大祐・吉田幸司 (2009) 「XBRL の導入事例」XBRL Japan 監修, 白田佳子・坂上学 編著『XBRL が拓く会計情報開示—IFRS 対応の切り札』中央経済社。
- 薄井彰 (2013) 「決算短信の情報有用性は過去 25 年間で低下していたか」『早稲田商学』第 434 号, pp. 411-427。
- 内野里美 (2014) 「会計情報の電子開示システム導入の効果に関する考察」『専修商学論集』第 98 号, pp. 121-130。
- 大鹿智基・奥村雅史・須田一幸・河榮徳 (2011) 「電子開示システム導入の効果に関する実証研究」広瀬義州編著『財務報告の変革』中央経済社。
- 音川和久 (2009) 『投資家行動の実証分析—マーケット・マイクロストラクチャーに基づく会計学研究』中央経済社。
- 坂上学 (2011) 『新版 会計人のための XBRL 入門』同文館。
- 土本清幸・飯沼和雄 (2007) 「東京証券取引所における適時開示政策の変遷」『現代ディスクロージャー研究』第 7 号, pp. 23-30。
- 日本経済団体連合会 (2010) 「財務報告に関わるわが国開示制度の見なおしについて」(2010 年 7 月 20 日)。