

[研究動向]

選択的情報開示 —日本の証券市場のケース—

高橋 秀徳

I. はじめに

2000年8月に米国証券取引委員会（SEC）が上場企業による証券アナリストやファンドマネジャーへの選択的情報開示を禁止するレギュレーション・フェア・ディスクロージャー（以下、レギュレーションFD）を制定してから15年以上が経過した¹⁾。日本でもようやく、証券アナリストや上場企業の選択的情報開示に関するルールの導入が議論されている。2016年9月には日本証券業協会が協会のアナリストに対して、上場企業への取材等及び情報伝達行為のあり方に関するガイドライン（以下、アナリスト・ガイドライン）を制定した。そして2017年5月には金融商品取引法の改正法が成立し、上場会社に対してフェア・ディスクロージャー・ルール（以下、FDルール）が導入される運びとなった。これらの新規制は日本の証券市場にどのような影響を与えるだろうか。本稿の目的は、米国のレギュレーションFDに関する先行研究をレビューすることで、日本における一連の情報開示規制導入の影響を考察し、今後の研究の方向性を示すことである。

本稿の構成は次の通りである。第Ⅱ節では、アナリスト・ガイドラインとFDルールの概要を説明する。第Ⅲ節で、米国のレギュレーションFDに関する先行研究のレビューを行なう。最後に、第Ⅳ節で、今後の研究の方向性を述べる。

II. 規制の概要

アナリスト・ガイドラインは日本証券業協会による協会のアナリストの行動のあり方に関する自主規制である。ガイドラインには、協会のアナリストの上場企業への取材等について、未公表の決算期の業績に関する情報の取材等は行なわないことや、意図せず未公表情報を取得した場合も社内で適切に

管理しなければならないという考え方が示されている。つまり、ガイドラインの導入により、協会のアナリストは決算発表前の企業に対し直前取材する「プレビュー取材」、およびプレビュー取材に基づいて決算発表直前に業績数値を予測する「プレビューレポート」を行なうことができなくなった。

アナリスト・ガイドライン制定のきっかけは、2015年と2016年に起きた証券会社に所属するセルサイド・アナリストが関与する複数の不祥事であった。アナリストが上場企業への取材等により取得した未公表の決算期の業績に関する情報を、決算発表前に特定の投資家（証券会社の顧客）に選択的に伝達したことが発覚したのである。

アナリストの不祥事が契機となり、アナリスト・ガイドライン導入に続き、FDルールの導入についても検討されることとなった。FDルールは、上場会社が未公表の決算情報などの重要情報を一部の機関投資家や証券アナリストなどに提供した場合、速やかに他の投資家にも公平に情報提供することを求めるものである。

上場企業とアナリスト、またアナリストと機関投資家の間の未公表の情報伝達行為は慣行であったが、日本において、選択的情報開示を規制するルールはこれまで存在しなかった。監督官庁は既存の制度（金融商品取引法の適時報告書制度や証券取引所規則による適時開示制度）が十分機能しているため、米国のレギュレーションFDのような選択的情報開示に関する規制は不要だと考えていたようである。

新規性で焦点となっている選択的情報開示の何が問題なのか。公表されれば株価に重要な影響を及ぼす蓋然性がある重要な情報を知り得た一部の投資家は、その情報に基づき取引を行なうことで利益を得

ることができる。株式の売買が成立するためには、取引相手が必ず存在しなければならない。この場合、取引の相手方は重要情報を持っていない投資家であろう。そして多くの場合、それは個人投資家である。投資家間（一部の機関投資家と個人投資家間）で情報格差が生じると、情報劣位にある投資家は平均的に損失を被ることになる。このような不正な市場で投資家は取引しようとは思わないであろう。そのため、公正性の観点から、アナリスト・ガイドラインやFDルールは、投資家間の情報格差を解消することを目的に、アナリストや上場企業の選択的情報開示を規制するのである。

Ⅲ. 先行研究のレビュー

アナリスト・ガイドラインやFDルールは、証券市場や市場でのプレイヤーにどのような影響を与えるだろうか。上場企業に対しては、未公表情報を一部の投資家に漏らすことがないように、それを早期に開示することが期待されている。一方で、上場企業がルール違反を過度に恐れ、アナリストや機関投資家からの取材を拒むなど情報開示に対して消極的になり、市場関係者が利用できる情報の量と質が低下することも懸念される。

このような企業の情報開示に対する姿勢の変化により、アナリストも大きく影響を受けることになる。アナリストは、これまで経営者からの早耳情報（今期の業績が上振れするか下振れするかなど）に基づきレポートを作成することができたが、規制導入後はこのような未公表情報に頼ることなく独立した調査に基づきレポートを作成しなければならない。独自予想にはこれまでより時間がかかる。業績予想の精度を保つためにはカバーする企業数を減らす必要が出てくるかもしれない。調査対象の企業数を減らさないとすれば、業績予想の精度が低下するかもしれない。

アナリストと企業との対話が制限されることで、アナリストの業績予想の幅が拡大し、その結果、アナリスト予想への投資家の信頼性が低下し、株価のボラティリティが高まるという指摘もある^{2),3)}。規制の様々な影響が考えられるものの、実際の効果は実証的課題である。

日本における規制導入の影響を考察するうえで、米国のレギュレーションFD導入の効果を検証した研究が参考になるであろう。そこで、以下ではレギュレーションFDに関する先行研究のレビューを行なう。なお、広範囲のレビューについてはKoch, Lefanowicz, and Robinson (2013)に譲り、本稿では主要な研究のみを取り上げる。

レギュレーションFDに関する初期の研究にはBailey, Li, Mao, and Zhong (2003)やHeflin, Subramanyam, and Zhang (2003)が存在する。Bailey et al. (2003)は、レギュレーションFD導入前後での市場反応、アナリスト予想と企業行動の変化を分析している。分析の結果、レギュレーションFD導入後は、決算発表日前後の株価のボラティリティに変化は見られないが、取引量は増加したことを明らかにした。アナリスト予想については、レギュレーションFD前後で予想精度に変化は見られないが、予想の幅が広がったという証拠を提示している。取引量の増加とアナリスト予想のばらつきの拡大は、投資家やアナリストの意見が多様化したことによるものと解釈している。また、企業の情報開示行動については、レギュレーションFD後は短期予想に関する自発的情報開示の頻度が増加し、市場参加者が利用できる公開情報が増加した可能性を指摘している。

Heflin et al. (2003)は、レギュレーションFD前後の情報の効率性を検証し、規制導入後は情報格差が縮小したことを明らかにしている。さらに、アナリスト予想の精度と予想のばらつきに変化は見られないこと、また、企業の自発的情報開示の頻度が増加したことを明らかにした。これらの証拠から、レギュレーションFDの導入によって、投資家が利用できる情報が損なわれるという証拠は見られず、むしろ投資家の情報環境は改善したと結論付けている。

Bailey et al. とHeflin et al.がレギュレーションFDの比較的短期間の効果を検証しているのに対して、Agrawal, Chadha, and Chen (2006)は、中期間（レギュレーションFD導入後15四半期）の影響をアナリスト予想に焦点を絞って分析している。分析の結果、レギュレーションFD後は、アナリスト予想の精度は低下し、予想の幅は拡大しているこ

とを明らかにした。この効果は、特に決算発表直前の予想より早期の予想、また大規模企業より小規模企業で顕著であることを明らかにしている。レギュレーションFDは、選択的情報開示を抑制させたが、同時にアナリスト予想の質も低下させたと評価している。

Francis, Nanda, and Wang (2006) は、レギュレーションFD導入前後という異時点間の比較だけではなく、クロスセクションの視点を加えて分析を行なった。米国に上場している外国籍企業(ADR企業)はレギュレーションFDの対象外であることを利用し、米国の上場企業とADR企業への影響を比較した。分析の結果、レギュレーションFD前後で、これらの企業のボラティリティや取引量、またアナリスト予想の精度および幅は変化しないことを明らかにした。変化が見られた点としては、アナリスト・レポートの有益性の低下である。この結果から、レギュレーションFDは、アナリストへの未公表情報の伝達を抑制する効果があったと解釈している。

IV. 研究の方向性

本節では、本稿のまとめとして米国のレギュレーションFDの研究を踏まえ、今後の研究の方向性について述べる。レギュレーションFD導入の影響を分析した研究は数多く存在するにもかかわらず、一貫した分析結果が得られていない。これはFrancis et al. (2006) も指摘するように、レギュレーションFDとそれと同時期(2000-2002年)に発生した証券市場に影響を与える事象の影響を分離することが困難であることが原因の一つと考えられる。たとえば、Bailey et al. (2003) は、レギュレーションFD導入後は株価のボラティリティが増加したように見えるが、これはレギュレーションFDと同時期に起こったティックサイズの変更(decimalization)が影響しており、このdecimalizationの影響を制御した分析においては、ボラティリティが増加したという証拠は得られなかったと結論付けている⁴⁾。

したがって、今後の研究においては、規制導入のユニークな効果をとらえるために、規制導入と同時期に発生した事象の影響を制御したよりクリアな環境下での分析が求められる。少なくとも

decimalizationがなかったという点では、日本のサンプルを用いた研究が有益な分析結果を提供するであろう。

そのほかには、情報開示規制によって生じる企業やアナリストの行動の変化に関するさらなる証拠を提示することが重要である。選択的情報開示が行なわれたか否かを直接観察することはできない。そのため、規制の効果を検証するためには、企業やアナリストの行動の変化に注目することが有効である。たとえば、先行研究では規制導入後においてもアナリスト予想の精度は低下していないという結果が得られたが、この結果は、早耳情報に頼ることができなくなったアナリストが独自の分析に基づき価格見解を積極的に行なうようになったためか、あるいはほかの情報源を利用するようになったからなのか定かではない⁵⁾。そのため、規制がどのように効果的であったのかということ特定するためにも、企業やアナリストの行動の変化をより詳細に分析する必要がある。ファイナンスやアカウンティングの分野において、今後これらの課題に対処した実証研究が望まれる。

注

- 1) 同年10月施行。
- 2) 『日本経済新聞』2017年1月15日「プレビュー取材自粛 証券会社、深堀り分析に活路」、『日経ヴェリタス』2017年10月22日「アナリスト 迫る正念場」
- 3) しかし、アナリスト・ガイドラインはアナリストと企業との建設的な対話を制限するものではない。また、アナリストによる企業への取材等を一律に禁止するものでも、企業から送付される情報の受領を制限するものでもない。アナリストの企業からの早耳情報の取得および一部の投資家への情報伝達を禁ずる規制である。アナリストが企業の未公表情報を一足早く発表するという役割しか果たしていない場合、アナリストの存在意義が問われることになるであろう。
- 4) Francis et al. (2006) は、レギュレーションFD導入と同時期に発生した事象として、decimalizationに加えて、米国経済の景気後退、ネットバブルの崩壊、エンロンやワールドコムなど大企業の経営破綻とそれに伴う監査法人の解散をあげている。
- 5) 近年の研究では、レギュレーションFD導入後でも、アナリストは経営陣から未公表情報を取得する経路を持っており、依然として選択的情報開示は行なわれているという証拠がある。たとえば、Green, Jame, Markov, and Subasi (2014) は、アナリストは、アナリストが所属する証券会社が主催するカンファレン

スを通じて経営者に接触でき、そこでより有益な情報を得ている証拠を提示している。

参考文献

- Agrawal, Anup, Sahiba Chadha, and Mark A. Chen (2006), "Who is Afraid of Reg FD? The Behavior and Performance of Sell - Side Analysts Following the SEC's Fair Disclosure Rules," *The Journal of Business*, Vol.79, No.6, pp.2811-2834.
- Bailey, Warren, Haitao Li, Connie X. Mao, and Rui Zhong (2003), "Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses," *Journal of Finance*, Vol.58, No.6, pp.2487-2514.
- Francis, Jennifer, Dhananjay Nanda, and Xin Wang (2006), "Re-examining the Effects of Regulation Fair Disclosure Using Foreign Listed Firms to Control for Concurrent Shocks," *Journal*

- of Accounting and Economics*, Vol.41, No.3, pp.271-292.
- Green, T. Clifton, Russell Jame, Stanimir Markov, and Musa Subasi (2014), "Access to Management and the Informativeness of Analyst Research," *Journal of Financial Economics*, Vol.114, No.2, pp.239-255.
- Heflin, Frank, K. R. Subramanyam, and Yuan Zhang (2003), "Regulation FD and the Financial Information Environment: Early Evidence," *The Accounting Review*, Vol.78, No.1, pp.1-37.
- Koch, Adam S., Craig E. Lefanowicz, and John R. Robinson (2013), "Regulation FD: A Review and Synthesis of the Academic Literature," *Accounting Horizons*, Vol.27, No.3, pp.619-646.

(名古屋大学大学院経済学研究科)