



有価証券報告書の定量的情報および定性的情報の特性に関する実証研究

中島, 隆広

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2021-03-25

(Date of Publication)

2022-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第7992号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1007992>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



論文内容の要旨

学位論文審査要旨

本論文は、有価証券報告書において金額で表示されている定量的情報と文字等で記述されている定性的情報の諸特性を定量化した上で、それらが企業間または年度間で異なる理由や将来業績とどのような関連性を有するのかについて実証的に分析したものである。本論文は、以下の8つの章から構成されている。

第1章「問題意識と論文構成」では、まず、金融商品取引法のもとで作成・開示が義務づけられている法定開示書類の1つである有価証券報告書の体系を示した上で、本論文が調査対象とする企業情報の範囲を特定している。そして、有価証券報告書や米国の Form 10-K といった法定開示書類における定量的情報や定性的情報を実証的に調査した先行研究を踏まえて、本論文の意義をまとめている。さらに、第2章と第3章において営利組織である企業の定量的情報の中で最も重要な業績指標と考えられる会計利益の特性を分析する一方で、第5章から第7章において定性的情報の特性を分析するという本論文の特徴と構成を簡潔に述べている。

第2章「会計的利益調整の抑制要因－企業の CSR 活動との関連性－」では、経営者による会計上の見積り・判断を通じて計上される会計発生高のうち、売上高の変化や償却対象有形固定資産の水準などで説明できない部分を異常会計発生高として抽出した上で、その決定要因を調査している。特に、企業規模、負債比率、株式所有構造など、数多くの先行研究で調査されてきた諸変数をコントロールしながら、人材活用、環境、企業統治、社会性といった観点からみた企業の CSR 活動の評価を独立変数に加えて、異常会計発生高の決定要因を分析している。そして、CSR 活動の評価が高い企業では、会計利益を捻出する異常会計発生高の計上が抑制されることを報告している。

第3章「実体的利益調整と将来業績の関連性－生産・仕入調整による利益捻出に着目して－」では、企業の生産活動または仕入活動の水準を表す当期製品製造原価または当期商品仕入原価のうち、当期の実績売上高や売上高予想誤差、次期の売上高予想で説明できない部分を異常製造原価または異常仕入原価として抽出した上で、将来業績（1年後、2年後、3年後の売上高総利益率、売上高営業利益率、売上高経常利益率、売上高純利益率）との関連性を調査している。そして、会計発生高などの諸変数をコントロールした上で、過剰な生産・仕入活動を行った企業ほど、売上高純利益率を除いて、将来3年間の売上高利益率が低下することを明らかにしている。さらに、そのような関連性は、黒字、増益または期初予想といった利益目標を達成するために過剰な生産・仕入活動を行ったと考えられる企業グループにおいて顕著に観察されることを報告している。

第4章「定性的情報における諸特性の測定方法」では、第5章から第7章までの実

氏名 中島 隆広

論題 有価証券報告書の定量的情報および
定性的情報の特性に関する実証研究

審査 令和3年2月

神戸大学

証分析に先立ち、英語または日本語の定性的情報を実証的に調査した先行研究を各特性の定義や計測方法の観点からレビューした上で、日本企業が日本語で作成・開示する有価証券報告書の定性的情報の諸特性を定量化する場合の諸課題を検討している。

第5章から第7章では、(1)有価証券報告書の「業績等の概要」「対処すべき課題」「事業等のリスク」「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析(MD&A)」「コーポレート・ガバナンスの状況」「注記事項」と、その全体において記載されている定性的情報の諸特性をそれぞれ定量化する、(2)定性的情報の諸特性を従属変数、企業規模や成熟性といったファンダメンタル要因、株式所有構造、取締役会の特性、利益調整、会計基準、上場市場などの諸要因を独立変数とする多変量回帰モデルを推定する、(3)調査対象である2014年から2018年までの期間に定性的情報の記載を充実させる開示府令の改正が複数回行われたことを利用し、各特性の記述統計量が改正前後でどのように変化したのかを観察するという共通のリサーチ・デザインを採用し、定性的情報の諸特性の決定要因を実証的に分析している。

第5章「有価証券報告書における定性的情報の記述情報量と可読性の決定要因」では、(1)文字数、(2)ユニークな単語が出現する頻度に基づくタイプ・トークン比、および(3)平仮名の割合や1文の平均述語数に基づく文章難易度といった3つの尺度を用いて、有価証券報告書の記述情報量や可読性を計測し、それらの決定要因を分析している。そして、損失計上企業、取締役会の規模が大きい企業、社外取締役の割合が高い企業において可読性が悪化する一方で記述情報量が高くなること、利益捻出型の実体的利益調整を行った企業において可読性が悪化すること、対処すべき課題やMD&Aに関する開示府令の改正後に当該箇所の記述情報量が向上し可読性が高まることなどを発見している。さらに、日本語の開示書類を分析した先行研究では、単語数ではなく文字数が使用されてきたことから、追加の分析を行い、単語数と文字数の相関係数が1に近似し、決定要因分析の結果が基本的に同じであることから、単語数の代替指標として算出が容易な文字数を使用することの妥当性も報告している。

第6章「有価証券報告書における定性的情報の硬直性と特定性の決定要因」では、同一企業の当年度と前年度の記述の類似度に基づいて有価証券報告書の硬直性(記述内容が前年度から変化していない程度)を計測し、また同一年度の当該企業と同業他社の記述の類似度に基づいて有価証券報告書の特定性(記述内容が同業他社と異なる程度)を計測した上で、それらの決定要因を分析している。そして、損失計上企業、社外取締役の割合が高い企業、米国会計基準または国際会計基準を採用している企業において硬直性が低く特定性が高いこと、対処すべき課題やMD&Aに関する開示府令の改正後に当該箇所の硬直性が低下し特定性が上昇することなどを析出している。

第7章「有価証券報告書における定性的情報のトーンの決定要因」では、ポジティブな単語とネガティブな単語の出現頻度に基づいて有価証券報告書のトーンを計測し、それらの決定要因を分析している。そして、成熟企業の記述内容がネガティブに

なること、経営環境の不確実性が高い企業において事業等のリスクの記述内容がポジティブになること、社外取締役の割合が高い企業において業績等の概要やMD&Aの記述内容がネガティブになることなどを明らかにしている。

第8章「結論と課題」では、本論文の各章の実証分析から得られた発見事項を要約し、本論文の貢献を述べるとともに、今後の研究課題を展望している。

論文審査の結果の要旨

本論文は、金融商品取引法のもとで作成・開示が義務づけられている法定開示書類の1つである有価証券報告書において記載されている定量的情報および定性的情報の諸特性を定量化した上で、それらの決定要因や将来業績との関連性を実証的に分析したものである。本論文の分析結果は、以下の各点において、財務会計研究に対する追加の学術的貢献を有するのみならず、企業の財務報告に関わる規制当局に対しても有意義な示唆を提供するものである。

1番目に、本論文は、日本の制度環境や関連分野の研究結果などを踏まえて、リサーチ・デザインを設計している。たとえば、日本企業の多くが次期の売上高予想を開示していることから、経営者による過去の売上高予想の誤りや将来の売上高予想に起因する生産・仕入活動の変動を考慮した上で、異常製造原価や異常仕入原価を抽出している。さらに、硬直性や特定性を計測するにあたり、単語が出現した文脈やその語順も考慮した上で、前年度または同業他社との記述の類似度を算出している。また、トーンを計測する場合には、分析対象の有価証券報告書がビジネス文書であることから、汎用的な辞書を利用するのではなく、経済ニュース記事をベースに作成された金融特化型の辞書を用いて、ポジティブな単語とネガティブな単語を判定している。これらの工夫は、先行研究における定量的情報や定性的情報の諸特性の定量化を改善するものである。

2番目に、本論文は、異常会計発生高や異常製造原価といった従来の財務会計研究で分析されてきた定量的情報の特性に加えて、研究上の蓄積が乏しい定性的情報の諸特性も分析対象とし、その決定要因を明らかにしている。さらに、本論文では、1つの特性・尺度ではなく、記述情報量、可読性、硬直性、特定性、トーンといった5つの特性を取り上げ、その実証的尺度として6つの指標を定量化した上で、定性的情報の諸特性の決定要因を総合的に分析している。したがって、本論文は、日本語の開示書類の定性的情報を分析する今後の研究において、コントロール変数の選択などのリサーチ・デザインを設計するために必ず参照しなければならない文献の1つとなるであろう。

3番目に、本論文は、有価証券報告書全体のみならず、「業績等の概要」「対処す

べき課題」「事業等のリスク」「MD&A」「コーポレート・ガバナンスの状況」「注記事項」といった有価証券報告書の重要な各パートについても、同じ分析を繰り返している。それにより、各パートで統計的に有意な決定要因が必ずしも同じではないこと、すなわち1つのパートの分析結果が他のパートに対して無条件に一般化できるわけではないことを明らかにしている。さらに、本論文は、開示府令の改正に伴う定性的情報の記述内容の変化も例証している。したがって、規制当局は、定性的情報の開示内容をさらに充実させるため、本論文の研究成果に基づいて規制の効果を検証したり開示内容を改善する余地がある企業グループを識別したりすることができる。

このように、本論文の学術的および実務的な意義は非常に大きいが、本論文に問題がないわけではない。第1に、本論文の主たる分析は、有価証券報告書の定量的情報や定性的情報の諸特性を定量化した上で、その決定要因について明らかにすることである。しかし、特に、定性的情報の諸特性が将来業績とどのように関連しているのか、また証券市場や投資家に対してどのような帰結を有するのかについては、調査が行われていない。第2に、本論文では、定性的情報の諸特性として6つの尺度が定量化されているが、これで十分かどうかは検討の余地がある。本論文で使用されている尺度は元来、会計学とは異なる研究分野において開発・利用されてきたものであるから、会計学が研究対象とするセッティングで使いやすいように改良を施すことができるかもしれない。また、経済ニュース記事と有価証券報告書において、出現する単語の特徴はまったく同じでないかもしれない。たとえば、日本語で記述された有価証券報告書をベースにした辞書を新たに作成することにより、有価証券報告書の定性的情報の諸特性の計測がさらに精緻化できるかもしれない。第3に、有価証券報告書は重要な法定開示書類の1つではあるが、企業の財務報告は、四半期報告書や決算短信などの他の開示書類、または決算説明会などの他のチャネルを通じても行われており、それらの定性的情報や会話を分析する余地が残されている。もっとも、これらの課題は、本研究がさらに発展する可能性を内包していることを示すものであって、本論文の価値をいささかなりとも損なうものではない。

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が、博士（経営学）の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

令和3年3月6日

審査委員 主査 教授 音川 和久

教授 後藤 雅敏

准教授 北川 教央