



企業のディスクロージャーが他企業に及ぼす波及効果

北川, 教央

(Citation)

国民経済雑誌, 215(4):51-72

(Issue Date)

2017-04-10

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/E0041142>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/E0041142>



企業のディスクロージャーが 他企業に及ぼす波及効果

北 川 教 央

国民経済雑誌 第215巻 第4号 抜刷

平成29年4月

企業のディスクロージャーが 他企業に及ぼす波及効果

北 川 教 央

本稿の目的は、ある企業のディスクロージャーが他企業に及ぼす波及効果について検証した先行研究をレビューし、将来的な研究課題を模索することにある。本稿では、以下に示した2種類の波及効果について考察する。1つは、他企業に関する投資家の評価に及ぼす波及効果である。具体的には、ある企業の(1)実績利益、(2)経営者予想利益、および(3)利益の修正再表示が、(1)国内同業他社、(2)海外同業他社、(3)取引関係のある他企業、(4)企業集団内の他企業、および(5)国内における全上場企業の株価へ及ぼす波及効果について分析した研究を取り上げる。いま1つは、他企業の経営者の意思決定に及ぼす波及効果である。具体的には、ある企業の(1)利益発表および(2)利益の修正再表示が、他企業の(1)投資行動および(2)会計行動に及ぼす波及効果について分析した研究を取り上げる。

キーワード 会計情報、ディスクロージャー、波及効果

1 は じ め に

本稿の目的は、ある企業のディスクロージャーが他企業に及ぼす波及効果について検証した先行研究を整理し、将来的な研究課題を模索することにある。

企業は資金調達を有利に進める必要上、株主や債権者、あるいは証券市場に対して、自発的に財務報告を行う動機を持っている（桜井，2016，12頁）。しかし、企業の財務報告は利害関係者に大きな影響を及ぼすため、企業の自発的開示のみに委ねるのではなく、ディスクロージャー制度や会計基準によって規制されている。財務会計における実証研究では、このようなディスクロージャー規制や会計基準設定の経済的帰結について検証することを通じ、当該規制のコストとベネフィットを評価する際の1つの判断材料を提供してきた。

近年、*Journal of Accounting Research* 誌より刊行された Leuz and Wysocki (2016) は、このような研究を体系的にサーベイした論文である。そのなかで著者は将来的な研究課題を複数挙げており、その1つとして企業の情報開示が産業や市場に及ぼす効果（market-wide effects of disclosure）について解明することを挙げている。このような分析視角を持った研

究がこれまで存在しなかったわけではない。理論研究では、企業の情報開示の影響が、当該企業のみならず産業や市場に波及することが示されており（Dye, 1990; Admati and Pfleiderer, 2000 など）、実証研究でも同様の波及効果を扱った研究は存在する（Firth, 1976; Foster, 1981 など）。しかしながら、この種の研究がディスクロージャー規制や会計基準設定を評価するうえで極めて重要であることに比して、研究の蓄積自体はそれほど多くないのが現状である（Leuz and Wysocki, 2016）。

このような Leuz and Wysocki (2016) の指摘を受け、本稿では企業の情報開示が他企業に及ぼす波及効果について分析した先行研究を取り上げ、これまでに得られた知見を整理するとともに、将来的な研究課題について検討を行うことにする。

本稿の構成は以下のとおりである。続く第2節では、企業の情報開示が他社に関する投資家の評価に及ぼす波及効果について分析した研究をレビューする。第3節では、企業の情報開示が他社の経営者の意思決定に及ぼす波及効果について分析した研究を取り上げる。第2節と第3節の末尾では、それぞれの研究トピックスにおける将来の研究課題について検討する。最後に第4節において本稿の要約を行う。

2 企業の情報開示が他社に対する投資家の評価に及ぼす波及効果

本節では、ある企業の情報開示が、他企業に関する投資家の評価、すなわち他企業の株価に及ぼす波及効果について考察する。ある企業の情報開示が他企業の株価に影響を及ぼす現象は、情報波及効果（information transfers）と呼ばれる²⁾。本節ではこのような情報波及効果に関する先行研究を、情報波及先の他企業の種類に基づいて整理する。以下、(1)国内同業他社（2.1節）、(2)海外同業他社（2.2節）、(3)取引関係のある他企業（2.3節）、(4)企業集団内の他企業（2.4節）、および(5)国内における全上場企業（2.5節）の株価へ及ぼす情報波及効果について検証を行った先行研究について順次検討する。その後、将来的な研究課題について議論したい（2.6節）。

2.1 国内同業他社への情報波及効果

これまでの研究で最も注目されてきたのは、産業内における情報波及効果（intra-industry information transfers）の存在である。同一産業に属する企業は、消費者需要や技術革新などの共通要因による影響を受けるため、それらが開示する内容にも共通の情報が含まれていることが期待される。したがって企業の情報開示は、情報開示を行った企業自身のみならず、情報開示を行っていない同業他社の将来業績に関する投資家の期待を改訂し、株価変化をもたらすと考えられる。

上記の議論に基づき、先行研究では様々な開示情報が同業他社に情報波及効果をもたらす

ことが例証されている。ここでは紙面の制約上、とくに論文数の多い(1)実績利益 (2.1.1 節), (2)経営者予想利益 (2.1.2 節), および(3)利益の修正再表示 (restatement) (2.1.3 節) を対象とした研究に焦点を当て、³⁾ 発見事項を整理する。

2.1.1 実績利益の開示に関する情報波及効果

複数の研究では、産業内で先行して行われた企業の利益発表が、まだ利益発表を行っていない同業他社に情報波及効果をもたらすことが示唆されている。このような研究の嚆矢となったのが Firth (1976) および Foster (1981) である。Firth (1976) は英国企業を対象としたイベント・スタディ (event study) により、産業内で先行して行われた利益発表の周辺において、同業他社の株価が大きな反応を示していることを報告した。また、Foster (1981) は米国企業を対象とした分析を実施し、産業内で先行して行われた利益発表の周辺における利益発表企業の期待外リターンと、同時点における同業他社の期待外リターンとの間に正の関連性があることを示した。そして、このことをもって、利益発表企業の好材料 (悪材料) が同業他社に好材料 (悪材料) として波及していると結論付けている。

Firth (1976) や Foster (1981) で析出された産業内の情報波及効果に関する証拠は、分析デザインの改善を伴いながら繰り返し検証が行われている。たとえば、Clinch and Sinclair (1987) は、Firth (1976) や Foster (1981) が採用した同業他社の株価反応尺度には問題があることを指摘する。すなわち、彼らが用いた市場インデックスのみを説明変数とする単一インデックス・モデル (single index model) による期待外リターンでは、情報波及効果を過大に析出してしまう可能性があることを指摘した。⁴⁾ そのうえで、市場インデックスと産業インデックスを説明変数に含む複数インデックス・モデル (two index model) を用いて期待外リターンを測定し、再検証を行った。また Han and Wild (1990) は、利益発表に含まれるニュースの代理変数として、Foster (1981) が採用した期待外リターンではなく、期待外利益を用いて分析を行った。そして、利益発表企業の期待外利益に対して、まだ利益発表を行っていない同業他社の株価が正の反応を示していることを例証した。

Baber et al. (1999) および Lim et al. (2002) は、企業の利益発表日前後における同業他社のアナリスト予想精度を比較することで、産業内において情報波及効果が存在することを示している。すなわち彼らは、アナリストによる利益予想値が、同一産業内で先行して行われた利益発表の後に改訂され、実績利益に近い値となる傾向があることを発見した。

さらに Tookes (2008) では、マーケット・マイクロストラクチャー (market microstructure) の観点から、1 日内 (intraday) の株価変動を観察することにより、それまで日次ベースで行われていた情報波及効果の分析をさらに精緻化した。

他方、情報波及効果の決定要因について検証を行った先行研究も多数存在する。主要な決

定要因は以下のとおりである。まず第 1 の決定要因としては、利益発表のタイミングが挙げられる。たとえば Freeman and Tse (1992) や Han and Wild (1997) は、情報波及効果が主として産業内で最初に行われた利益発表によって生じていることを発見した。ここから、代替情報が少ない場合に、投資家は他社の情報をより重視することがうかがえる。

第 2 の決定要因としては、企業の情報環境が挙げられる。たとえば Graham and King (1996) は、小規模企業、あるいは *Wall Street Journal* への記事の掲載件数が少ない企業、すなわち情報環境が悪い企業への情報波及効果は大きくなることを示した。Bannister (1994) も同様、小規模企業への情報波及効果が大きいことを報告している⁵⁾。これらの結果もまた、情報の入手可能性が低い企業ほど、他社の情報開示が株価に影響することを意味する。

第 3 の決定要因は産業構造や産業特性である。Freeman and Tse (1992)、Bannister (1994)、および Frost (1995) では、業績の連動性が高い産業に属する企業間において、とくに顕著な情報波及効果が観察されることを例証している。このことは、情報波及が共通情報の伝達によって生じることと整合的である。また Frost (1995) は、集中度が高い産業ほど、正の情報波及効果が生じることを報告した⁶⁾。Prokopczuk (2010) は、情報波及効果が銀行業においてとくに顕著に生じていることを示している。

第 4 の決定要因は利益発表企業の利益特性である。Bannister (1994) は、利益に含まれる期待外利益が大きいほど、同業他社へ大きな情報波及効果をもたらすことを発見した。また、利益発表企業の利益の変動性が大きいほど、利益の予測可能性が低くなるため、同業他社への情報波及効果は小さくなることを示した。さらに Schoderbek (1995) および Asthana and Mishra (2001) は、大規模企業の利益発表ほど産業情報を多く含むため、同業他社への情報波及効果は大きくなるという仮説を立て、これと首尾一貫する証拠を得た⁷⁾。

2.1.2 経営者予想利益の開示に関する情報波及効果

先行研究では、自発的開示項目の代表である経営者予想利益に調査対象を拡大し、ある企業による経営者予想利益の開示が、同一産業の非開示企業に及ぼす情報波及効果について検証を行っている。たとえば Baginski (1987) は、ある企業が開示した期待外の経営者予想利益と、予想開示日の周辺における同業他社の期待外リターンとの関係を調査した。その結果、両者の間には正の関係が観察されることを報告している。このことは、企業による経営者予想利益の開示が、予想を開示していない同業他社の将来業績に関する投資家の期待を改訂していることを示唆していると解される。

また Han et al. (1989) は、Clinch and Sinclair (1987) と同様、期待外リターンの測定方法に注目した。そして、単一インデックス・モデルによる期待外リターンを用いた検証では、経営者予想の開示が同業他社の株価に影響を及ぼす証拠が得られるが、複数インデックス・

モデルを用いた場合には、そのような証拠は得られなくなることを示した。一方、Pyo and Lustgarten (1990) は、利益の共分散が高い企業間においては、経営者予想の開示による情報波及効果の存在について、頑健な結果が得られることを明らかにした。

予想利益を対象とした情報波及効果の研究においても、決定要因分析が行われている。たとえば Kim et al. (2008) は、企業間の競争関係が情報波及効果の重要な決定要因であることを発見した。企業間競争の激しい産業において、ある企業が開示した好業績は、産業全体の収益性の改善ではなく、同業他社の市場シェアを奪ったことによって達成されたものであるかもしれない。そうであるならば、ある企業の好材料は、同業他社にとってはむしろ悪材料であると解される。⁸⁾このような議論に基づき、Kim et al. (2008) は、*Hoover's Handbook of American Business* および Form 10-K の記載内容に基づき、経営者予想を開示した企業のライバル企業を識別した。そして、当該企業が開示した経営者予想に関する好材料に対して、ライバル企業の株価は負、ライバル関係にない同業他社の株価は正の反応を示すことが観察された。すなわち、同一の予想利益情報であっても、予想開示企業との競争関係によって、同業他社にとっての含意は異なることが示されたのである。

また Hilary and Shen (2013) は、予想開示企業に関するアナリストの理解度が、情報波及効果の決定要因であると述べている。予想開示企業に関する理解度の高いアナリストが同業他社をフォローしている場合には、予想開示企業の情報から、アナリストが同業他社の利益予想値をより正確に修正でき、そのような予想修正が同業他社に関する適時情報を市場へ伝達すると考えられる。その結果として、企業が経営者予想を開示した時点においてより大きな情報波及効果が観察されることが予想される。Hilary and Shen (2013) は、アナリストがフォローしてからの予想開示企業による経営者予想の開示件数を理解度の代理変数と定義したうえで、このことを例証した。すなわち、アナリストの理解度が高いほど、開示企業の経営者予想情報を受けて、同業他社に関するアナリスト予想利益の精度が改善することが示された。また、同業他社の投資家は、理解度が高いアナリストの予想修正に対してより顕著に反応することもまた明らかとなったのである。

2.1.3 利益の修正再表示に関する情報波及効果

財務諸表に誤謬があった場合、過去に遡及して誤謬の訂正を財務諸表に反映することを財務諸表の修正再表示という。⁹⁾ Enron や WorldCom などの会計不正問題を受け、近年このような修正再表示、とくに利益の修正再表示が産業内にもたらす情報波及効果を検証した研究が複数発表されている。

ある企業の修正再表示は、同業他社にとって好材料と悪材料のいずれでもありうる。もしも投資家が、ある企業の修正再表示によって同業他社の財務報告の品質にも懐疑的になるの

であれば、それは同業他社にとって悪材料である。一方、同業他社が競争上優位に立つことを意味すると市場が解するならば、同業他社にとっては好材料になるであろう。このような議論を踏まえて多くの先行研究 (Xu et al., 2006; Gleason et al., 2008; Akhigbe and Madura, 2008) で分析が行われた結果、修正再表示の公表日周辺において、同業他社の期待外リターンは有意に負となることが示された。これは前者と首尾一貫した結果である。

さらに、修正再表示に関する情報波及効果の決定要因として、Xu et al. (2006) は(1)修正再表示を行った企業と事業内容が類似している同業他社、および(2)負債比率が高い同業他社について、情報波及効果が顕著に生じることを発見した。Gleason et al. (2008) は、(1)市場から強いプレッシャーを受けている同業他社、および(2)利益の品質が低い同業他社について、情報波及効果が大きくなることを例証した。Goldman et al. (2012) は、小規模企業への情報波及効果がとくに大きいことを報告している。これらの結果はいずれも、同業他社の財務報告に関する信頼性が低いほど、利益の修正再表示による情報波及の影響を強く受けることを示唆している。

日本では奥村 (2014) が同様の分析を行っている。奥村 (2014) は、日本企業が決算短信で開示した利益の訂正情報が同業他社に及ぼす情報波及効果について検証を行い、利益訂正の公表日周辺において同業他社の株価が負の反応を示していることを例証した。また情報波及効果は、(1)利益訂正が意図的な虚偽記載に起因するとき、および(2)同業他社が新興市場に上場しているときに、とくに顕著に観察されることを明らかにした。

近年の類似の研究としては、Silvers (2016) が注目される。Silvers (2016) は、米国の証券市場に上場している外国企業の不適切な財務報告に対して、米国証券取引委員会 (Securities Exchange Commission: SEC) が法的な執行措置 (enforcement action) をとるケースが増加していることに着目した。そして、ある外国企業に対する SEC の執行措置が、それ以外の外国企業に及ぼす情報波及効果について分析を行った。その際、Silvers (2016) は2つのシナリオを想定した。1つは、ある外国企業に対する SEC の執行措置は、他の外国企業の不適切な会計行動を抑制し、そのことがリスク低減につながるため、これら企業に好材料として波及するというシナリオである。いま1つは、他の外国企業も SEC の執行措置の対象となる可能性が高まったと投資家に判断され、悪材料として波及するというものである。分析の結果、Silvers (2016) は前者と首尾一貫した証拠を得た。¹⁰⁾

2.2 海外同業他社への情報波及効果

企業活動の国際化が進展するに伴い、企業は国内のみならず海外の産業動向の影響も受けるようになった。そこで、企業の利益発表は、国内の同業他社のみならず、海外の同業他社にも情報波及効果をもたらすことが期待される。

このような議論に基づき、Firth (1996, a) は米国企業の利益発表が英国企業にもたらす情報波及効果について調査した。その結果、ある米国企業の利益発表が好材料（悪材料）であるとき、英国の同業他社の株価が正（負）の反応を示すことを明らかにした。¹¹⁾ また Firth (1996, a) は、米国企業による利益発表を受けて、アナリストが英国の同業他社に関する利益予想値を修正していることも明らかにした。さらに、要因分析の結果、米国企業の(1)利益発表のタイミング、(2)企業規模、(3)期待外利益の大きさ、および(4)欧州での活動レベルが、情報波及効果の大きさに影響を及ぼしていることが確認された。加えて、米国の証券市場に上場している英国企業は、米国企業の利益発表から生じる情報波及効果の影響がとくに大きいことも示された。

同様に、Alves et al. (2009) は欧州29か国を対象として、利益発表前に自発的に開示される経営者の減益予報（profit warnings）がもたらす国際的な情報波及効果を分析した。そして、減益予報がもたらす悪材料は、海外の同業他社の株式リターンに負の影響を及ぼすという証拠を得た。さらに、減益予報の公表日周辺では同業他社の株式出来高の異常な増加やアナリスト予想の下方修正が観察されることも明らかにされた。

海外同業他社への情報波及効果については、会計基準の国際的調和化が重要な決定要因となっていることが示されている。各国が共通の会計基準を導入すれば、導入国に属する企業間で会計情報の比較可能性が高まるため、これらの企業を分析する際の投資家の情報処理コストが小さくなり、情報波及が促進されると予想されるのである。たとえば、Yip and Young (2012) は EU に加盟する17か国を対象に、2005年における国際会計基準（International Financial Reporting Standards: IFRS）の強制適用が会計情報の波及効果に及ぼす影響を分析した。その結果、IFRS の強制適用後は、ある企業の利益発表に対する海外同業他社の株価反応が大きくなることを例証した。¹²⁾

また Wang (2014) は、海外同業他社への情報波及の変化が、IFRS の強制適用だけでなく企業のファンダメンタルズの変化によっても生じうることを指摘する。そして、ファンダメンタルズの変化を考慮してもなお、IFRS の適用が海外同業他社への情報波及効果を増大させたといえるのかについて、差分の差分分析（difference-in-differences analysis）を用いた検証を行った。その結果、IFRS を適用している企業の利益発表がもたらす海外同業他社への情報波及効果は、海外同業他社が IFRS を適用することで増大し、その程度は同じ時期の IFRS を適用していない海外同業他社のそれと比較して大きいことが示された。このことから、Wang (2014) は、会計基準の国際的調和化が、海外同業他社への情報波及を促進する要因の1つであると結論付けている。

2.3 取引関係のある他企業への情報波及効果

先行研究では、同一産業内における情報波及効果だけでなく、異なる産業間における情報波及効果 (inter-industry information transfers) に関する分析も行われている。その代表が、サプライ・チェーン (supply chain) に着目した分析である。顧客企業 (customer firm) における業績の改善 (悪化) は、供給企業 (supplier firm) との取引増加 (減少) を意味するはずであるから、顧客企業の好材料 (悪材料) は、供給企業にも好材料 (悪材料) として波及することが期待される。

この種の研究の嚆矢となったのが Olsen and Dietrich (1985) である。Olsen and Dietrich (1985) は、小売企業が月ごとに発表する売上高に関する情報が、取引関係のある供給業者へ及ぼす情報波及効果について検証を行った。そして、小売企業の売上高が好材料 (悪材料) であるとき、当該企業と取引関係のある供給業者において、市場平均を上回る株価上昇 (下落) が観察されることを明らかにした。

Pandit et al. (2011) は、企業の利益発表を対象に同様の分析を実施し、顧客企業の業績が好材料 (悪材料) であるほど、顧客企業の利益発表日の周辺において、供給産業の株価が正 (負) の反応を示すことを例証した。さらに Pandit et al. (2011) は、取引企業間の情報波及効果に関する決定要因分析を行い、以下のような結果を報告している。第1に、顧客企業の利益の情報内容が大きいほど、¹³⁾ 供給企業への情報波及効果は大きい。第2に、顧客企業への取引依存度が高い供給企業ほど、顧客企業の利益発表から生じる情報波及効果は大きい。第3に、経済環境の不確実性が高いほど、供給企業への情報波及効果は大きい。

このほか、Eshleman and Guo (2014) は供給企業の利益発表が顧客企業に情報波及効果をもたらすことを報告している。Kang et al. (2012) は、顧客企業が利益の修正再表示を行った日の周辺で供給企業の期待外リターンが有意に負となることを明らかにした。¹⁴⁾

2.4 企業集団内の他企業への情報波及効果

産業間における情報波及効果に関する別の研究としては、企業集団に着目したものが挙げられる。子会社の報告する会計利益は親会社の連結利益を構成するため、子会社の好材料 (悪材料) は親会社にとっても好材料 (悪材料) として解釈できるはずである。このような議論に基づき、Graham and Lefanowicz (1997) は米国の上場親子会社間における情報波及効果について検証を行った。その結果、親会社に先行して行われた上場子会社の利益発表に対し、親会社の株価が正の反応を示すことを例証した。

また、Otogawa and Yamaji (2006) は、日本の連結企業集団を対象とし、Graham and Lefanowicz (1997) の分析を3つの観点から拡張した。第1に、子会社だけではなく、関連会社も分析対象に含めた。第2に、親会社から関係会社 (すなわち子会社および関連会社)

への情報波及効果のみならず、関係会社から親会社への情報波及効果についても検証を行った。第3に、実績利益情報ではなく、経営者予想利益の修正情報の波及効果を分析対象とした。その結果、経営者予想の修正による情報波及効果は、関係会社から親会社へだけでなく、親会社から関係会社へも生じていることが明らかとなった。

さらに、Otogawa and Yamaji (2006) では、日本型金融システムの特徴に着目し、旧六大企業グループの社長会メンバー企業が公表した経営者予想の修正情報が、同じ企業グループに所属する都市銀行にもたらす波及効果について分析を行った。そして、社長会メンバー企業の株価が経営者予想の下方修正によって下落すると、同じ企業グループに属する都市銀行の株価も有意に低下することを報告している。このことは、いわゆるメイン・バンク・システムの経済的機能として挙げられる、リスク・シェアリング¹⁵⁾もしくは保険機能と首尾一貫した結果であるといえる。同様に、Huang and Chang (2009) は、台湾の企業グループ内の情報波及効果について分析した。そして、ある企業が行った四半期利益情報に対して、同じ企業グループに属する企業の株価が有意に反応することを明らかにした。

2.5 国内における全上場企業への情報波及効果

近年の研究では、国内における市場全体への情報波及効果 (economic-wide information transfers) の存在が確認されている。企業活動は、為替変動や金利変動などのリスクにさらされており、企業業績にもその影響が反映されている。このようなマクロ経済要因による期待外の業績変化は、程度の差こそあれ、多くの企業に共通の業績変化として現れる。そこで当該情報は、特定の産業内、あるいは経済的な関係を有する特定の企業間だけではなく、市場全体に波及することが期待されるのである。

このような議論に基づき、Bonsall et al. (2013) は、企業の業績開示が、実際に市場全体へ情報波及効果をもたらすことがあるのかについて検証を行った。なかでも、Bonsall et al. (2013) はベルウェザー企業 (bellwether firm) による経営者予想利益の開示に着目した。一般にベルウェザー企業は、経済動向の先行指標としての役割を担う企業として定義され、利益予想値のなかにマクロ経済情報をとくに多く含んでいることが期待されるためである。¹⁶⁾ 分析の結果、ベルウェザー企業が実績利益と同時に開示した経営者予想利益が好材料 (悪材料) であるとき、開示日の周辺において市場リターンが有意に上昇 (下落) することを発見した。¹⁷⁾ これは、ベルウェザー企業による経営者予想の開示が、産業のみならず市場全体に情報波及効果をもたらすことと首尾一貫した結果であるといえる。

また、Aobdia et al. (2014) は産業ネットワークに関する先行研究に依拠し、米国商務省経済分析局 (Bureau of Economic Analysis: BEA) が公表した産業連関表 (input-output tables) を用いて産業の位置関係を定量評価した。そして、経済において中心的な位置づけにある産

業の利益変化は、取引関係がある関連産業の当四半期および翌四半期の利益変化と強い正の関連性を有することを示した。また、中心産業における月次の平均株式リターンと、同時期における関連産業の平均株式リターンとの間には正の関係があることも示された。このことから、Aobdia et al. (2014) は、経済の中心的な産業の動向に関する情報が、取引関係がある複数の産業へ広範に情報波及効果をもたらしていると結論付けている。

2.6 将来の研究課題

第2節で取り上げた先行研究はいずれも、ある企業の利益発表や、経営者予想利益、修正再表示などの情報開示が、他企業に関する有用な情報を投資家に伝達することを示唆している。しかしここで注意すべきは、企業の開示情報に含まれる他社に関するシグナルを、投資家が開示情報から直接観察することはできないことである。したがって、投資家は開示情報から他企業に関連するシグナルを抽出しなければならない。もしも投資家が、ある企業の開示情報から他企業に関する情報を正確に抽出できなければ、ある企業の情報開示時点で情報は他企業の株価に織り込まれることはなく、事後的に価格修正が生じる可能性がある¹⁸⁾。このような問題を抽出問題 (extraction problem) という。

先行研究では、抽出問題の存在を示唆するような証拠が提示されている。たとえば、Ramnath (2002) や Easton et al. (2010) は、早期の利益発表から得られる同業他社の情報を投資家が過小評価しており、事後的に価格修正を行っていることを指摘している。一方、Thomas and Zhang (2008) は、利益発表から生じる産業内の情報波及効果は過剰であり、同業他社の利益発表を通じてこれが修正されていることを例証している¹⁹⁾。

同様の証拠は、サプライ・チェーンを対象とした分析からも得られている。たとえば、Cohen and Frazzini (2008) および Zhu (2014) では、顧客企業の利益発表に対して供給企業の株価が過小反応していることを示している。Menzly and Ozbas (2010) は、顧客産業の株価変動が供給産業の翌月の株価に遅れて波及することを例証した。他方、Cheng and Eshleman (2014) は、顧客企業の利益発表に対して供給企業の株価が過剰反応しており、供給企業の利益発表時に価格修正が生じることを明らかにした。とくに、顧客企業への供給企業の取引依存度が低いほど、株価の過剰反応が顕著に生じることを報告している²⁰⁾。

しかしながら、抽出問題に着目した研究は相対的に少ない。また、情報波及効果が過剰であることを示す結果と、過小であることを示す結果とが混在しており、これを統一的に説明できる理論も、これまでのところ提示されてはいない。今後の研究では、この点について、理論と実証の両面から深化を図る必要があると考える。

3 企業の情報開示が他社の経営者の意思決定に及ぼす波及効果

本節では、企業の情報開示が他企業の経営者の意思決定に及ぼす波及効果について分析した先行研究を整理する。ここでは先行研究の多さに鑑み、ある企業の(1)利益発表および(2)利益の修正再表示が、同業他社の(1)投資行動（3.1節）および(2)会計行動（3.2節）に及ぼす波及効果について考察する。その後、将来的な研究課題について議論する（3.3節）。

3.1 企業の情報開示が他企業の投資行動に及ぼす波及効果

経営者は同じ産業内における企業の業績から産業の新たな投資機会を評価し、設備投資の意思決定を行っている（Bushman and Smith, 2001）。したがって、ある企業が好材料を開示したとき、同業他社の経営者は産業全体における収益性の改善を予想し、その投資機会を逃さないよう設備投資を増加させるかもしれない。逆に、ある企業が悪材料を開示した場合には、設備投資を控えると予想される。

上記の議論と整合的な結果がいくつかの先行研究で提示されている。たとえば、Badertscher et al. (2013) は、公開企業の利益情報が同一産業に属する非公開企業の設備投資効率に及ぼす影響について分析を行った。そして、規模の大きい公開企業が存在する産業では、非公開企業の設備投資は投資機会に対してより感応的になること、とくに公開企業の利益の品質が高いほどそのような傾向が顕著に観察されることを発見した。この結果は、公開企業の利益情報が産業の不確実性を低下させ、非公開企業の効率的な設備投資に貢献していることを示唆すると解釈される。

また、Chen et al. (2013) は、欧州17か国を対象として、ある企業の利益発表が、海外同業他社の設備投資効率を向上させることを明らかにした。とくに、上記17か国がIFRSを強制適用した2005年以降は、このような設備投資効率の改善効果がより顕著に観察されることが判明した。このことは、IFRSの強制適用によって、国際的な利益情報の比較可能性が高まった結果、利益情報が海外同業他社による投資機会集合の予測により有用になったことを意味している。

一方、利益の修正再表示が同業他社の投資行動に及ぼす波及効果についても、複数の研究が行われている。この種の研究では、ある企業が修正再表示の対象となる利益の過大報告を行った場合に、同業他社の経営者がこれを見抜けるかどうかが問題となる。もしも同業他社の経営者がこれを見抜けないのであれば、彼らは産業全体の収益性を過大評価することになるかもしれない。その結果、同業他社は過剰投資に陥るおそれがある。

先行研究では、この見解を支持する傍証が得られている。たとえば Sidak (2003) は、WorldCom が会計不正の発覚前に開示した、通信事業に関する楽観的な将来予測によって同

業他社が誤導され、当該事業に過剰な投資を行ってしまったことを例示している。Durnev and Mangen (2009) はモデル分析と実証分析を通じ、ある企業が修正再表示を行った翌年に、同業他社の設備投資水準が低くなる傾向があることを示した。このことは、企業の修正再表示を受けて、同業他社の経営者が将来の投資機会に関する期待を下方修正したことを示唆していると解される。Beatty et al. (2013) は、会計不正によって過大な利益が報告された年は、同業他社の設備投資が過剰になることを示唆する直接的な証拠を提示した。

さらに、Li (2016) は修正再表示が同業他社の研究開発投資および広告宣伝投資に与える影響について分析を行った。ある企業の利益の過大報告によって、同業他社の経営者が消費者需要や産業全体の収益性を過大評価してしまうならば、同業他社の研究開発投資や広告宣伝投資は、設備投資と同様、過剰になると考えられる。しかしながら、研究開発投資や広告宣伝投資は、即時費用処理が求められる点で設備投資とは性格が異なっている。もしも経営者が当期の利益を捻出する動機を有しており、将来の投資機会よりも当期の利益水準を優先的に考えるならば、他企業の利益の過大報告に誤導されて、研究開発投資や広告宣伝投資を増加させる行動はとらないと考えられる。²¹⁾

Li (2016) はどちらのシナリオが支持されるかについて検証を行い、前者が支持されることを例証した。すなわち、ある企業が修正再表示の対象となる利益の過大報告を行ったとき、過大な利益が報告された会計期間において、同業他社の研究開発費および広告宣伝費が有意に増加することを示したのである。

3.2 企業の情報開示が他企業の会計行動に及ぼす波及効果

第2節で考察したとおり、企業の情報開示は同業他社の株価に影響を及ぼすため、同業他社の経営者はその影響を意識して自社の利益水準を決定する動機を持つかもしれない。たとえば、ある企業が先行して好材料を報告し、市場がこれを産業の共通要因に起因するものと解釈するならば、まだ利益発表を行っていない同業他社の業績に関する市場の期待は上方修正されるであろう。このような状況のなかで同業他社が悪材料を公表してしまうと、市場の落胆は大きくなり、大きな株価下落が生じるかもしれない。同業他社の経営者はこうした悪材料の報告に関するコスト増を予想し、先行企業が好材料を報告した場合に悪材料を報告することを回避するため、積極的な利益捻出を行うと予想される。逆に、先行企業が悪材料を報告した際には、同業他社の業績に対する市場の期待は低下する。その結果、同業他社が悪材料を報告するコストは相対的に小さくなるため、同業他社が利益捻出を行う動機は相対的に弱くなると予想される。

このような議論に基づき、Bratten et al. (2016)²²⁾ は、産業界のリーダー企業による利益発表が、その後に利益発表を行う同業他社の利益調整行動に与える影響について分析を行った。

その結果、リーダー企業が負の利益サプライズを発表したとき、そうでないときと比較して、同業他社は(1)正の裁量的発生高 (discretionary accruals) を計上せず、(2)分類操作 (classification shifting) によるコア利益 (core earnings) の捻出を行わず、(3)負の利益サプライズを報告することを発見した。この結果は、リーダー企業の利益発表が悪材料であることが、利益捻出に関する同業他社の動機を抑制する可能性があることを示唆しており、先に議論した予想と首尾一貫していると解される。²³⁾

一方、Kedia et al. (2015) は、企業の修正再表示とそれに対する制裁が、同業他社の利益調整行動に影響を及ぼすと論じている。企業の経営者は、産業内の修正再表示から、利益調整によって得られる便益と発覚コストを推定しており、コストの方が相対的に小さいと判断された場合には、利益調整の実行を選択すると考えられる。したがって、多くの企業が修正再表示を開示している場合や、修正再表示に対して規制当局が厳しい制裁を課さない場合には、利益調整が産業全体に波及すると予想される。

Kedia et al. (2015) は、上記の議論に基づく検証を行い、以下のような発見事項を得た。第1に、ある会計期間における修正再表示の開示件数が多い産業ほど、その翌年から、修正再表示を開示した企業の同業他社による利益調整が活発に行われるようになる。第2に、修正再表示を行った企業が訴訟を起こされたり、SECの指導を受けたりした場合には、同業他社の利益調整が活発になるという証拠は得られなかった。これらは上記の予想と首尾一貫した結果であるといえる。

3.3 将来の研究課題

本節で取り上げた研究からは、同一産業内における他企業の利益発表が、経営者による設備投資等の意思決定に際して有用な情報を提供していることが確認された。しかし一方で、ある企業が修正再表示の対象となる利益の過大報告を行った場合には、同業他社の経営者がこれに誤導され、過剰投資に陥る傾向にあることが判明した。すなわち、2.6節で述べた抽出問題と同様の問題が、企業行動への波及効果についても生じていることが示されたのである。さらに、ある企業の利益発表や修正再表示が同業他社の利益調整を助長するという、いわば波及効果の負の側面に着目した研究も近年散見されるようになった。このような分析視角の研究はこれまでほとんど存在しなかったため、研究の拡張を図れるかもしれない。

たとえば、第2節で取り上げた情報波及効果の研究結果を踏まえれば、顧客企業の利益情報が、供給企業の利益調整の動機に影響を及ぼしている可能性もある。また、顧客企業が修正再表示を行った場合には、供給企業の設備投資や研究開発投資などが過剰になっている可能性がある。あるいは、2.5節のように、中心産業に位置する企業やベルウェザー企業の過大な利益報告は、市場全体に過剰投資をもたらしている可能性がある。

また、その他の研究課題としては、第2節で取り上げた他企業の株価への波及効果と、本節で取り上げた他企業の行動への波及効果との関係について検討することが挙げられる。たとえば、2.1.3節で言及した Gleason et al. (2008) などの諸研究によれば、修正再表示が同業他社の株価に及ぼす情報波及効果は、投資家が同業他社の財務報告の品質に対して懐疑的になったために生じたのだと解釈される。しかし、Beatty et al. (2013) が示したような、同業他社の設備投資行動への波及効果を、投資家が修正再表示の時点で認識しているならば、異なる解釈も可能である。すなわち、修正再表示を伴うある企業の利益の過大報告は、同業他社の過剰投資を誘発し、将来期間における収益性の低下を招く。投資家はこのような収益性の低下を評価し、ある企業の修正再表示を、同業他社にとっての悪材料と捉えているのかもしれない。投資家が他企業の行動への波及効果をいつの時点で株価に織り込んでいるかを明らかにすることは、波及効果を体系的に理解するうえで重要な論点であると思われる。

4 お わ り に

本稿では、ある企業のディスクロージャーが他企業に及ぼす波及効果について検証した先行研究を整理し、将来的な研究課題を模索した。

一連の文献渉猟からは、ある企業の情報開示が、他企業に関する有用な情報を投資家や経営者に伝達していることが示唆された。第1に、ある企業による実績利益、経営者予想利益、および利益の修正再表示は、当該企業と関係を有する他企業の将来業績を投資家が評価する際に、有用な情報を伝達する。第2に、ある企業の利益発表は、同業他社の経営者が投資機会を予測する際に有用な情報を伝達している。とくに、会計基準の国際的調和化が、これらの波及効果を促進することは興味深い発見事項であると思われる。

しかし一方で、上記のような情報伝達が必ずしも効率的に行われていない可能性があることも指摘されている。第1に、投資家は企業の開示情報に含まれる他企業に関するシグナルを正確には抽出できておらず、情報の開示時点における情報波及効果は過剰または過小になっている可能性がある。第2に、ある企業が修正再表示の対象となる利益の過大報告を行った場合、同業他社の経営者はその情報に誤導され、過剰投資を行ってしまう。さらに、企業の情報開示は、意思決定に有用な情報の伝達という正の側面だけでなく、同業他社の利益調整を助長するといった負の側面も有していることが確認された。このような観点から分析を行った研究はまだ少なく、今後の課題として残されている。

注

本稿は、科学研究費助成事業（若手研究（B））（課題番号：15K17161）の助成を受けた研究成果の一部である。ここに記して厚く御礼申し上げる。

- 1) とくに本稿では、アーカイバル・データを用いた実証研究に焦点を当てる。
- 2) 情報波及効果に関する初期の研究については、Schipper (1990) および Brown (1994) が詳しくレビューをしている。それ以降の研究については、山口 (2011) などとも参照されたい。
- 3) 情報波及効果に関するその他の代表的な文献としては、銀行の貸倒引当金に関する情報開示 (Diaz and McLeay, 1996; Docking et al., 1997) に焦点を当てたものなどが存在する。またファイナンス分野においては、配当 (Firth, 1996, b; Howe and Shen, 1998; Laux et al., 1998; Kohers, 1999; Bessler and Nohel, 2000; Impson, 2000; Caton et al., 2003), 企業倒産 (Warner, 1977; Asness and Smirlock, 1991; Lang and Stulz, 1992; Ferris et al., 1997; Slovin et al., 1999; Kang and Stulz, 2000), 自社株買い (Hertzel, 1991; Erwin and Miller, 1998; Massa et al., 2007), 株式分割 (Slovin et al. 1995; Tawatnuntachai and D'Mello, 2002), 設備投資 (Chen et al., 2007), 合併と買収 (Eckbo, 1983; Stillman, 1983; Akhigbe and Madura, 1999), 株式新規公開 (Akhigbe et al., 2003; Cotei and Farhat, 2013), 公募増資 (Szewczyk, 1992), 会社の清算 (Akhigbe and Madura, 1996), 債券格付け (Akhigbe et al., 1997; Jorion and Zhang, 2010), 債券利回り (Jorion and Zhang, 2007; Hertzel and Officer, 2012), 会社の非公開化 (Slovin et al., 1991; Otchere and Chan, 2003), 原子力発電所の事故 (Bowen et al., 1983), 薬品会社の製品回収 (Dranove and Olsen, 1994), ハッカーによる攻撃 (Ettredge and Richardson, 2003) などの公表が、同業他社に情報波及効果をもたらすことが明らかにされている。
- 4) たとえば、利益情報とは異なる他の情報 (原材料価格の変化など) によって生じる産業内の株価連動性を、情報波及効果と解してしまう可能性がある。
- 5) ただし、Asthana and Mishra (2001) では、同業他社の規模と情報波及効果の大きさとの間に有意な関係を見出していない。
- 6) Joh and Lee (1992) は寡占産業における情報波及効果をさらに詳細に分析し、売上高に関する情報が正の情報波及効果をもたらす主要因であることを示している。
- 7) ただし、Han and Wild (2000) では、利益発表企業の企業規模が小さいほど、情報波及効果は顕著に観察されるという相反する証拠を得ている。
- 8) 産業全体の収益性の変化によって生じる正の情報波及効果を伝播効果 (contagion effect), 産業内の競争関係の変化によって生じる負の情報波及効果を競争効果 (competitive effect) と呼ぶことがある。
- 9) 修正再表示は、国際会計基準 (IFRS) 第8号「会計方針, 会計上の見積りの変更及び誤謬」や財務会計基準書 (SFAS) 第154号「会計上の変更及び誤謬の訂正」で規定されている。日本では、企業会計基準第33号「会計上の変更及び過去の誤謬に関する会計基準」が存在する。
- 10) この結果は、Gleason et al. (2008) とは矛盾するように思われる。しかし、Silvers (2016) が分析対象とする米国上場の外国企業は、国や産業が異なるなど経済的な類似性が低い。このため、Gleason et al. (2008) とは異なり、SEC の執行措置の対象である外国企業とその他の外国企業とが同様の修正再表示のリスクに直面していると推定することは合理的でないと考えられる (Silvers, 2016, p. 187)。
- 11) ただし、英国企業から米国企業への波及効果については限定的な証拠しか得られなかった。
- 12) ただし、Yip and Young (2012) の分析デザインは波及効果の大きさのみを問題としたものであり、その符号については考慮していない。したがって、IFRS の導入が伝播効果と競争効果のい

ずれを促進したかについては未解決の問題として残されている。

- 13) Pandit et al. (2011) では、利益の情報内容を(1)顧客企業の利益発表に対する顧客企業自身の株価反応、および(2)顧客企業が公表した売上高や売上原価の対前年度変化額によって測定する。
- 14) ファイナンスの分野では、Hertzel et al. (2008) が、顧客企業の倒産に関するアナウンスメントが、供給企業の株価に負の波及効果をもたらすことを例証している。
- 15) メイン・バンクは、拘束性預金などによって企業から保険プレミアムを受け取っている。その一方、企業が経営危機に陥った際には、救済のために積極的に融資を行う。このような機能を、ここではリスク・シェアリングもしくは保険機能と呼んでいる (Otogawa and Yamaji, 2006)。
- 16) ベルウェザー企業の定義は、研究によって様々である。たとえば Anilowski et al. (2007) では、S&P500 銘柄をベルウェザー企業と定義している。Bonsall et al. (2013) では、二段階推計法により、経営者予想利益とマクロ経済要因とがとくに強い関連性を有する企業をベルウェザー企業と定義している。
- 17) Ogneva (2013) は、ベルウェザー企業の開示する実績利益が市場インデックスに及ぼす影響について検証を行った。そして、ベルウェザー企業の実績利益が好材料（悪材料）であるとき、利益発表日周辺の市場インデックスが有意に下落（上昇）することを発見した。Ogneva (2013) は市場の割引率に関する期待改訂に求めている。すなわち、市場リターンは、(A) 期首時点における期待市場リターン、(B) 当期および将来の期待キャッシュ・フローの変化、および (C) 将来の期待割引率の変化という 3 つの要素によって影響される。市場リターンと要素 (A) および (B) との間は正の相関、要素 (C) との間には負の相関が観察されることが期待される。期待外利益が伝達する情報は、要素 (A) や (B) よりも (C) と強い相関関係を有するため、期待外利益と市場リターンとの間には負の関係が生じたと解される。
- 18) 抽出問題にかかわる別の分析視角を持つ研究として、利益発表企業の株価変化に着目した Kovacs (2016) がある。Kovacs (2016) は、以下のような議論に基づき、利益発表後の株価ドリフト (post-earnings announcement drift: PEAD) の発生が、同業他社の利益発表と密接な関係にあることを指摘した。すなわち、利益発表企業の利益発表日において、投資家は当該企業の利益に含まれる産業共通の情報をよく理解できておらず、これに対して過小反応となっている。そして、後続の同業他社の利益発表によって始めて、投資家は産業共通の情報に対して正確に理解をし、この情報を株価に織り込むと考えられる。このような議論に基づき、Kovacs (2016) は PEAD の発生タイミングについて調査を行い、PEAD は後続の同業他社の利益発表日周辺で集中的に生じていることを明らかにしている。
- 19) ただし Chung et al. (2015) は、近年のサンプルに限定した場合には、Thomas and Zhang (2008) で観察されたアノマリーが観察されなくなること、その原因が米国における証券市場の流動性が向上したことに原因があることを示している。
- 20) また Guan et al. (2014) は、顧客企業の利益発表後に供給企業のアナリスト予想精度は改善するが、その改善の程度は、顧客企業と供給企業の両方をフォローしているアナリストの方が供給企業のみをフォローしているアナリストよりも大きいことを示している。このことは、顧客企業に関する理解度が低いアナリストは、顧客企業の利益発表に含まれる供給企業に関するシグナルを完全には抽出できていないことを意味しており、抽出問題の存在を示唆している。
- 21) 実際に、経営者が利益捻出の動機を有するとき、利益捻出の手段として研究開発費や広告宣伝

費を削減することが示されている (Bushee, 1998; Roychowdhury, 2006)。

- 22) Bratten et al. (2016) は、産業界のリーダー企業 (leader) の動向に追随してその他の企業 (follower) が行動することを議論の前提としているため (follow the leader)、リーダー企業の利益発表による波及効果に着目している。なお Bratten et al. (2016) では、同一の産業に属する企業のうち、株式時価総額が上位25パーセントに属する大企業をリーダー企業と定義する。
- 23) リーダー企業が正の利益サプライズを発表した場合も予想通りの結果が得られた。すなわち、同業他社は負の利益サプライズを発表した場合と比較して、利益捻出を行う傾向にあることが確認されたのである。しかし、その結果は必ずしも頑健ではなかったことに注意を要する。

引用文献

- Admati, A. R., and P. Pfleiderer. 2000. "Forcing firms to talk: Financial disclosure regulation and externalities." *Review of Financial Studies* 13(3): 479-519.
- Akhigbe, A., S. F. Borde, and A. M. Whyte. 2003. "Does an industry effect exist for initial public offerings?" *The Financial Review* 38(4): 531-551.
- Akhigbe, A., and J. Madura. 1996. "Intra-industry effects of voluntary corporate liquidations." *Journal of Business Finance and Accounting* 23(7): 915-930.
- Akhigbe, A., and J. Madura. 1999. "Intra-industry signals embedded in bank acquisition announcements." *Journal of Banking and Finance* 23(11): 1637-1654.
- Akhigbe, A., and J. Madura. 2008. "Industry signals relayed by corporate earnings restatements." *The Financial Review* 43(4): 569-589.
- Akhigbe, A., J. Madura, and A. M. Whyte. 1997. "Intra-industry effects of bond rating adjustments." *Journal of Financial Research* 20(4): 545-561.
- Alves, P., P. F. Pope, and S. Young. 2009. "Cross-border information transfers: Evidence from profit warnings issued by European firms." *Accounting and Business Research* 39(5): 449-472.
- Anilowski, C., M. Feng, and D. J. Skinner. 2007. "Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance." *Journal of Accounting and Economics* 44(1): 36-63.
- Aobdia, D., J. Caskey, and N. B. Ozel. 2014. "Inter-industry network structure and the cross-predictability of earnings and stock returns." *Review of Accounting Studies* 19(3): 1191-1224.
- Asness, C., and M. Smirlock. 1991. "A note on REIT bankruptcy and intraindustry information transfers: An empirical analysis." *Journal of Banking and Finance* 15(6): 1171-1182.
- Asthana, S. C., and B. K. Mishra. 2001. "The differential information hypothesis, firm size, and earnings information transfer: An empirical investigation." *Journal of Business Research* 53(1): 37-47.
- Baber, W. R., J. D. Kim, and K. R. Kumar. 1999. "On the use of intra-industry information to improve earnings forecasts." *Journal of Business Finance and Accounting* 26(9-10): 1177-1198.
- Badertscher, B., N. Shroff, and H. D. White. 2013. "Externalities of public firm presence: Evidence from private firms' investment decisions." *Journal of Financial Economics* 109(3): 682-706.
- Baginski, S. 1987. "Intra-industry information transfers associated with management forecasts of earnings." *Journal of Accounting Research* 25(2): 196-216.

- Bannister, J. W. 1994. "Earnings signals and inter-firm information transfers." *Journal of Business Finance and Accounting* 21(8): 1127-1149.
- Beatty, A., S. Liao, and J. J. Yu. 2013. "The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments." *Journal of Accounting and Economics* 55(2): 183-205.
- Bessler, W., and T. Nohel. 2000. "Asymmetric information, dividend reductions, and contagion effects in bank stock returns." *Journal of Banking and Finance* 24(11): 1831-1848.
- Bonsall, S. B., Z. Bozanic, and P. E. Fischer. 2013. "What do management earnings forecasts convey about the macroeconomy?" *Journal of Accounting Research* 51(2): 225-266.
- Bowen, R., R. Castanias, and L. Daley. 1983. "Intra-industry effects of the accident at Three Mile Island." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18(1): 89-106.
- Bratton, B., J. L. Payne, and W. B. Thomas. 2016. "Earnings management: Do firms play "follow the leader"?" *Contemporary Accounting Research* 33(2): 616-643.
- Brown, P. 1994. *Capital markets-based research in accounting: An introduction*. Coopers & Lybrand, and Accounting Association of Australia and New Zealand. 山地秀俊・音川和久（共訳）. 1999.『資本市場理論に基づく会計学入門』勁草書房.
- Bushee, B. J. 1998. "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior." *The Accounting Review* 73(3): 305-333.
- Bushman, R. M., and A. J. Smith. 2001. "Financial accounting information and corporate governance." *Journal of Accounting and Economics* 32(1): 237-333.
- Caton, G. L., J. Goh, and N. Kohers. 2003. "Dividend omissions and intraindustry information transfers." *Journal of Financial Research* 26(1): 51-64.
- Chen, C., D. Young, and Z. Zhuang. 2013. "Externalities of mandatory IFRS adoption: Evidence from cross-border spillover effects of financial information on investment efficiency." *The Accounting Review* 88(3): 881-914.
- Chen, S. S., L. C. Ho, and Y. C. Shih. 2007. "Intra-industry effects of corporate capital investment announcements." *Financial Management* 36(2): 1-21.
- Cheng, C. S. A., and J. D. Eshleman. 2014. "Does the market overweight imprecise information? Evidence from customer earnings announcements." *Review of Accounting Studies* 19(3): 1125-1151.
- Chung, D. Y., K. Hrazdil, and K. Trottier. 2015. "On the efficiency of intra-industry information transfers: The dilution of the overreaction anomaly." *Journal of Banking and Finance* 60: 153-167.
- Clinch, G. J., and N. A. Sinclair. 1987. "Intra-industry information releases: A recursive systems approach." *Journal of Accounting and Economics* 9(1): 89-106.
- Cohen, L., and A. Frazzini. 2008. "Economic links and predictable returns." *The Journal of Finance* 63(4): 1977-2011.
- Cotei, C., and J. Farhat. 2013. "Informational externalities of initial public offerings: Does venture capital backing matter?" *Journal of Economics and Finance* 37(1): 80-99.
- Diaz, C., and S. McLeay. 1996. "Bad debt provisions and intra-industry information transfer in the banking sector." *European Accounting Review* 5(4): 625-650.
- Docking, D. S., M. Hirschey, and E. Jones. 1997. "Information and contagion effects of bank loan-loss

- reserve announcements.” *Journal of Financial Economics* 43(2): 219-239.
- Dranove, D., and C. Olsen. 1994. “Economic side effects of dangerous drug announcements.” *The Journal of Law and Economics* 37: 323-348.
- Durnev, A., and C. Mangen. 2009. “Corporate investments: Learning from restatements.” *Journal of Accounting Research* 47(3): 679-720.
- Dye, R. A. 1990. “Mandatory versus voluntary disclosures: The cases of financial and real externalities.” *The Accounting Review* 65(1): 1-24.
- Easton, P. D., G. Gao, and P. Gao. 2010. “Pre-earnings announcement drift.” Working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1786697>.
- Eckbo, B. 1983. “Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth.” *Journal of Financial Economics* 11(1): 241-273.
- Erwin, G. R., and J. M. Miller. 1998. “The intra-industry effects of open market share repurchases: Contagion or competitive?” *Journal of Financial Research* 21(4): 389-406.
- Eshleman, J. D., and P. Guo. 2014. “The market’s use of supplier earnings information to value customers.” *Review of Quantitative Finance and Accounting* 43(2): 405-422.
- Ettredge, M. L., and V. J. Richardson. 2003. “Information transfer among internet firms: The case of hacker attacks.” *Journal of Information Systems* 17(2): 71-82.
- Ferris, S. P., N. Jayaraman, and A. K. Makhija. 1997. “The response of competitors to announcements of bankruptcy: An empirical examination of contagion and competitive effects.” *Journal of Corporate Finance* 3(4): 367-395.
- Firth, M. 1976. “The Impact of earnings announcements on the share price behavior of similar type firms.” *The Economic Journal* 86(342): 296-306.
- Firth, M. 1996 (a). “The transmission of corporate financial information across national borders and equity market linkages.” *Review of Accounting Studies* 1(4): 309-337.
- Firth, M. 1996 (b). “Dividend changes, abnormal returns, and intra-industry firm valuations.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(2): 189-211.
- Foster, G. 1981. “Intra-industry information transfers associated with earnings releases.” *Journal of Accounting and Economics* 3(3): 201-232.
- Freeman, R., and S. Tse. 1992. “An earnings prediction approach to examining intercompany information transfers.” *Journal of Accounting and Economics* 15(4): 509-523.
- Frost, C. A. 1995. “Intraindustry information transfer: An analysis of research methods and additional evidence.” *Review of Quantitative Finance and Accounting* 5(2): 111-126.
- Gleason, C., N. Jenkins, and W. Johnson. 2008. “The contagion effects of accounting restatements.” *The Accounting Review* 83(1): 83-110.
- Goldman, E., U. Peyer, and I. Stefanescu. 2012. “Financial misrepresentation and its impact on rivals.” *Financial Management* 41(4): 915-945.
- Graham, R. C., and R. D. King. 1996. “Industry information transfers: The effect of information environment.” *Journal of Business Finance and Accounting* 23(9-10): 1289-1306.
- Graham, R. C., Jr., and C. E. Lefanowicz. 1997. “Parent and subsidiary earnings announcements and par-

- ent and subsidiary valuation." *Accounting and Business Research* 28(1): 3-17.
- Guan, W., F. Wong, and Y. Zhang. 2014. "Analyst following along the supply chain." *Review of Accounting Studies* 20(1): 210-241.
- Han, J., and J. Wild. 1990. "Unexpected earnings and intra-industry information transfer: Further evidence." *Journal of Accounting Research* 28(1): 211-219.
- Han, J., J. Wild, and K. Ramesh. 1989. "Managers' earnings forecasts and intra-industry information transfers." *Journal of Accounting and Economics* 11(1): 3-33.
- Han, J. C., and J. J. Wild. 1997. "Timeliness of reporting and earnings information transfers." *Journal of Business Finance and Accounting* 24(3): 527-540.
- Han, J. C., and J. J. Wild. 2000. "Predisclosure information, firm capitalization, and earnings information transfers." *Journal of Business Research* 49(3): 273-288.
- Hertzel, M. G. 1991. "The effects of stock repurchases on rival firms." *The Journal of Finance* 46(2): 707-716.
- Hertzel, M. G., Z. Li, M. S. Officer, and K. J. Rodgers. 2008. "Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain." *Journal of Financial Economics* 87(2): 374-387.
- Hertzel, M. G., and M. S. Officer. 2012. "Industry contagion in loan spreads." *Journal of Financial Economics* 103(3): 493-506.
- Hilary, G., and R. Shen. 2013. "The role of analysts in intra-industry information transfer." *The Accounting Review* 88(4): 1265-1287.
- Howe, J. S., and Y. P. Shen. 1998. "Information associated with dividend initiations: Firm-specific or industry-wide?" *Financial Management* 27(3): 17-26.
- Huang, C. L., and H. Y. Chang. 2009. "Information transfers among group-affiliated firms." *Contemporary Management Research* 5(1): 3-14.
- Impson, M. 2000. "Contagion effects of dividend reduction or omission announcements in the electric utility industry." *The Financial Review* 35(1): 121-136.
- Joh, G. H., and C. W. Lee. 1992. "Stock price response to accounting information in oligopoly." *The Journal of Business* 65(3): 451-472.
- Jorion, P., and G. Zhang. 2007. "Good and bad credit contagion: Evidence from credit default swaps." *Journal of Financial Economics* 84(3): 860-883.
- Jorion, P., and G. Zhang. 2010. "Information transfer effects of bond rating downgrades." *The Financial Review* 45(3): 683-706.
- Kang, J., and R. Stulz. 2000. "Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience." *The Journal of Business* 73(1): 1-23.
- Kang, J. K., M. Tham, and M. Zhu. 2012. "Spillover effects of earnings restatements along the supply chain." Working Paper. Available at CAPANA: <http://www.capana.net/download/2012papers/Kang-ThamZhu.pdf>.
- Kedia, S., K. Koh, and S. Rajgopal. 2015. "Evidence on contagion in earnings management." *The Accounting Review* 90(6): 2337-2373.
- Kim, Y., M. Lacina, and M. Park. 2008. "Positive and negative information transfers from management

- forecasts." *Journal of Accounting Research* 46(4): 885-908.
- Kohers, N. 1999. "The industry-wide implications of dividend omission and initiation announcements and the determinants of information transfer." *The Financial Review* 34(1): 137-158.
- Kovacs, T. 2016. "Intra-industry information transfers and the post-earnings announcement drift." *Contemporary Accounting Research* 33(4): 1549-1575.
- Lang, L. H. P., and R. Stulz. 1992. "Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements: An empirical analysis." *Journal of Financial Economics* 32(1): 45-60.
- Laux, P., L. T. Starks, and P. S. Yoon. 1998. "The relative importance of competition and contagion in intra-industry information transfers: An investigation of dividend announcements." *Financial Management* 27(3): 5-16.
- Leuz, C., and P. D. Wysocki. 2016. "The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research." *Journal of Accounting Research* 54(2): 525-622.
- Li, V. 2016. "Do false financial statements distort peer firms' decisions?" *The Accounting Review* 91(1): 251-278.
- Lim, S. C., B. T. Ro, and Y. Pyo. 2002. "Analysts' earnings forecast revision around industry member firms' earnings announcement." *Advances in Accounting* 18: 149-168.
- Massa, M., Z. Rehman, and T. Vermaelen. 2007. "Mimicking repurchases." *Journal of Financial Economics* 84(3): 624-666.
- Menzly, L., and O. Ozbas. 2010. "Market segmentation and cross-predictability of returns." *The Journal of Finance* 65(4): 1555-1580.
- Ogneva, M. 2013. "Discussion of what do management earnings forecasts convey about the macroeconomy?" *Journal of Accounting Research* 51(2): 267-279.
- Olsen, C., and J. R. Dietrich. 1985. "Vertical information transfers: The association between retailers' sales announcements and suppliers' security returns." *Journal of Accounting Research* 23 (supplement): 144-166.
- Otchere, I., and J. Chan. 2003. "Intra-industry effects of bank privatization: A clinical analysis of the privatization of the commonwealth bank of Australia." *Journal of Banking and Finance* 27(5): 949-975.
- Otogawa, K., and H. Yamaji. 2006. "Corporate groups and stock pricing in Japan: Information transfer effects of earnings forecast revision." *Kobe Economic and Business Review* 51: 11-31.
- Pandit, S., Wasley, C. E., and T. Zach. 2011. "Information externalities along the supply chain: The economic determinants of suppliers' stock price reaction to their customers' earnings announcements." *Contemporary Accounting Research* 28(4): 1304-1343.
- Prokopczuk, M. 2010. "Intra-industry contagion effects of earnings surprises in the banking sector." *Applied Financial Economics* 20(20): 1601-1613.
- Pyo, Y., and S. Lustgarten. 1990. "Differential intra-industry information transfer associated with management earnings forecasts." *Journal of Accounting and Economics* 13(4): 365-379.
- Ramnath, S. 2002. "Investor and analyst reactions to earnings announcements of related firms: An empirical analysis." *Journal of Accounting Research* 40(5): 1351-1376.
- Roychowdhury, S. 2006. "Earnings management through real activities manipulation." *Journal of Ac-*

- counting and Economics* 42(3): 335-370.
- Schipper, K. 1990. "Information transfers." *Accounting Horizons* 4(4): 97-107.
- Schoderbek, M. P. 1995. "Theory of the dominant firm: A capital market test." *Review of Quantitative Finance and Accounting* 5(3): 253-270.
- Sidak, J. G. 2003. "The failure of good intentions: The WorldCom fraud and the collapse of American telecommunications after deregulation." *Yale Journal on Regulation* 20(2): 207-267.
- Silvers, R. 2016. "The valuation impact of SEC enforcement actions on nontarget foreign firms." *Journal of Accounting Research* 54(1): 187-234.
- Slovin, M., M. Sushka, and J. Polonchek. 1999. "An analysis of contagion and competitive effects at commercial banks." *Journal of Financial Economics* 54(2): 197-225.
- Slovin, M. B., M. E. Sushka, and Y. M. Bendeck. 1991. "The intra-industry effects of going-private transactions." *The Journal of Finance* 46(4): 1537-1550.
- Slovin, M. B., M. E. Sushka, and S. R. Ferraro. 1995. "A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs." *Journal of Financial Economics* 37(1): 89-104.
- Stillman, R. 1983. "Examining antitrust policy towards horizontal mergers." *Journal of Financial Economics* 11(1): 225-240.
- Szewczyk, S. 1992. "The intra-industry transfer of information inferred from announcements of corporate security offerings." *The Journal of Finance* 47(5): 1935-1945.
- Tawatnuntachai, O., and R. D'Mello. 2002. "Intra-industry reactions to stock split announcements." *Journal of Financial Research* 25(1): 39-57.
- Thomas, J., and F. Zhang. 2008. "Overreaction to intra-industry information transfers." *Journal of Accounting Research* 46(4): 909-940.
- Tooks, H. E. 2008. "Information, trading, and product market interactions: Cross-sectional implications of informed trading." *The Journal of Finance* 63(1): 379-413.
- Wang, C. 2014. "Accounting standards harmonization and financial statement comparability: Evidence from transnational information transfer." *Journal of Accounting Research* 52(4): 955-992.
- Warner, J. 1977. "Bankruptcy, absolute priority, and the pricing of risky debt claims." *Journal of Financial Economics* 4(3): 239-276.
- Xu, T., M. Najand, and D. Ziegenfuss. 2006. "Intra-industry effects of earnings restatements due to accounting irregularities." *Journal of Business Finance and Accounting* 33(5): 696-714.
- Yip, R. W. Y., and D. Young. 2012. "Does mandatory IFRS adoption improve information comparability?" *The Accounting Review* 87(5): 1767-1789.
- Zhu, H. 2014. "Implications of limited investor attention to customer-supplier information transfers." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 54(3): 405-416.
- 奥村雅史. 2014. 『利益情報の訂正と株式市場』中央経済社.
- 桜井久勝. 2016. 『財務会計講義 (第17版)』中央経済社.
- 山口貴史. 2011. 「資本市場における会計報告書の情報波及効果」『大阪大学経済学』61(1): 106-119.