資料３

金融審議会
ディスクロージャーワーキング・グループ（DWG）第6回
2022年2月18日（金）

四半期開示制度に関する実証研究のサーベイ

法　政　大　学
中　野　貴　之

発表の構成

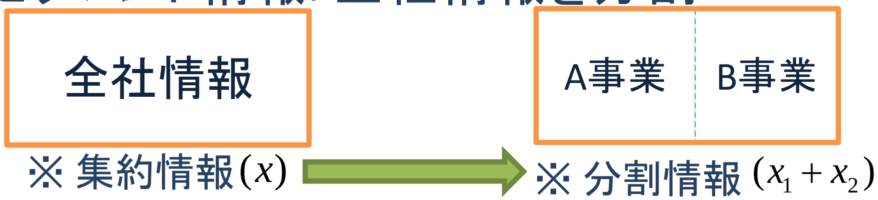
1. はじめに
2. 文献の選定
3. 出版状況
4. 制度比較
5. 主な証拠
6. 要約と課題

参考文献
補遺
1. 四半期開示制度に関する実証研究
2. EU域内の15証券市場におけるTPD適用前・後の四半期開示規制
3. 英国におけるIMSの実態

1　はじめに

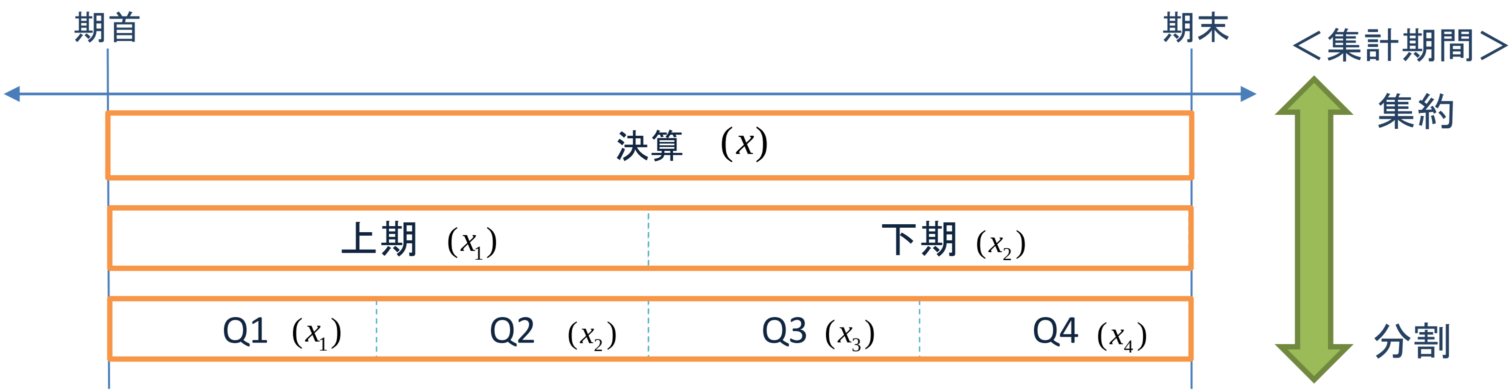
▼ 四半期開示の本質

- 分割情報: aggregated data vs. disaggregated data
  - ✓ セグメント情報: 全社情報を分割



分割情報の特性(cf. 中野 2018)
- ✓ ベネフィット→ 透明性向上
- ✓ コスト→ 競合他社への情報漏洩
- ✓ 社会的ベネフィット→ 競争促進

  - ✓ 四半期開示



1. 四半期開示の本質は「情報の分割の程度」、とくに集計の期間をどの程度分割するか、換言すれば**報告の頻度**をどの程度にすべきかという点にある。
2. 情報の分割度、ないしは、報告の頻度を高めれば、企業の透明性は向上するが、それには一定のコストを伴う。

1 はじめに

▼ 学術研究の動向と留意点

- EUにおける期中マネジメントステートメント（Interim Management Statements: IMS）強制開示の中止、米国SECによる四半期開示制度の検討の動向を受け、とくに前回の平成29年度DWG（金融庁 2018）以降に、会計学研究において四半期開示制度のベネフィットとコストに関する証拠の蓄積が進んでいる。わが国における「四半期開示の見直し」の議論においてもこれらの証拠を確認しておくことは有益と考えられる。
- ただし、政策決定に際し、一部の学術研究の結果を過大に評価するのは慎むべきであり、**学術研究の証拠**は仮説、サンプルおよび検証方法の妥当性を踏まえつつ**慎重に解釈する必要がある**。

本発表の目的

1. 会計学領域におけるアーカイバル・データに基づく実証研究を対象として、四半期開示制度の有効性、ベネフィットおよびコスト等に関する主な証拠を確認する[1]。
2. 可能な限り、中立的な立場から文献の選定および証拠の評価を行っていくこととしたい。

(注1) なお、藤谷（2020a）も同主題に関するサーベイを行っているので、併せて参照されたい。

2 文献の選定

▼ 文献の選定方針

サーベイの対象とする文献は、以下の方針に従って収集、選定した[2]。

- 2005年～2021年までに公表された、「四半期開示制度」の有効性・ベネフィット・コスト等を主題とする、**アーカイバル・データに基づく実証研究**のうち、

① 会計学分野におけるトップ・ジャーナル5誌、すなわち*Contemporary Accounting Research*（CAR）、*Journal of Accounting and Economics*（JAE）、*Journal of Accounting Research*（JAR）、*Review of Accounting Studies*（RAST）、*The Accounting Review*（TAR）において出版されている文献は優先的に対象とする、

② ①以外の学術専門誌において出版されている文献、または、未公刊のWorking Paper（WP）についても、研究の系譜、あるいは、制度の有効性・ベネフィット・コスト等の観点から必要性が高いと判断した文献は対象とする。

☞ 補遺1: 四半期開示制度に関する実証研究

(注2) 文献の選定方針は、基本的に中野（2020、第2章）に準じている。

選定文献の公表媒体

年	文献数計	公表媒体の内訳		
		Top	Top 以外	WP
2005-2010	4	1	3	-
2011-2017	4	3	1	-
2018-2021	11	4	4	3

(注) Topは会計学分野におけるトップ・ジャーナル5誌掲載論文、WPはworking paperを指す。

- 近年、政策決定上の重要性が高まったことを受け、学術研究も活発に行われている。
- 最近3年間における出版数が多く、かつ、トップ・ジャーナルにおいて出版された研究が多い。平成29年度DWG（金融庁 2018）以降、証拠の蓄積が進展した。

3.2　出版年×研究主題

選定文献の研究主題

年	文献数計	主題内訳			
		(1)資本市場	(2)規律付け	(3)投資行動	(4)その他
2005-2010	4	4	-	-	-
2011-2017	4	2	1	1	-
2018-2021	11	7	1	5	1

(注) 複数の主題の検証を行っている文献もあるため、文献数計と主題内訳の合計は一致しない。

※　**研究主題**
(1)　資本市場— 資本市場への影響
(2)　規律付け— 経営に対する資本市場の規律付け
(3)　投資活動— 投資活動への影響
(4)　その他— ベネフィット･コストを合わせた効果

- 平成29年度DWG時点では、証拠は「(1)資本市場への影響」に集中していた。
- 最近年では、(3)投資行動への影響（短期主義の促進、投資の促進等）を主題とする研究が多くなっている。

- 平成29年度DWGの時点に比べ、四半期開示制度に関する実証研究の主題の幅は拡大しており、証拠の蓄積が進展している。

4.1 米国、日本およびEUの四半期開示制度

HOSEI Univ.

(1) 米国、日本

- 四半期財務諸表を中核とする四半期開示が行われており、開示内容は標準化されるとともに、財務諸表には公認会計士による保証が付与されている。

(2) EU[3]

▼ 透明性指令（Transparency Directive: TPD）および期中マネジメントステートメント（Interim Management Statements: IMS）

(2007年- 2014年)四半期開示強制化: TPDに基づくIMS

※ **IMS**: 自由度が大きく、四半期の状況を定性的に説明するにとどめることができ、narrative statementsと称されることもある。

(2015年)四半期開示任意化

(注3) 現在、英国はEUから離脱しているが、四半期開示強制化・任意化の時点ではEUに加盟していたことを踏まえ、本稿ではEUに含めて考察している。

▼ TPD適用前・後におけるEU域内の規制状況

TPD適用前・後におけるEU域内の規制状況

Type	TPD Before	TPD After	該当市場
1	Semi Annual	IMS	9 市場: 英国、フランス、ドイツ-General Standard）等
2	Quarterly	Quarterly	5 市場: ドイツ-Prime 等
3	Quarterly	IMS	1 市場: スペイン

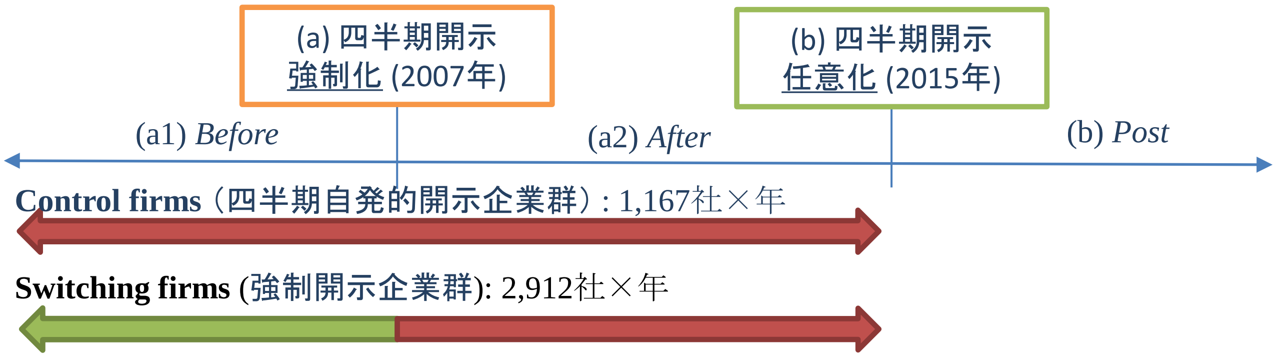
(出所) [9]Ernstberger et al.(2017, 36, Table 1)TAR [4]をもとに筆者作成。

☞ (詳細は)補遺2:「EU域内の15証券市場におけるTPD適用前・後の四半期開示規制」

- TPD適用前・後におけるEU域内の規制状況は、かなり多様である。
- EUの四半期強制開示とは、基本的に定性情報を強制開示と位置づけ、売上高および利益額をはじめ財務諸表情報の開示は任意である。

(注4)　以下、文献の記載に際しては補遺1の番号([1]、[2]・・・・)を付すとともに、トップ・ジャーナル掲載論文およびWorking Paperの識別を容易にするため、著者名(出版年)にジャーナル名(CAR、JAE、JAR、RAST、TAR)またはWPの略記号を付記している。

▼ [16]Nallareddy et al.(2021)の調査　補遺3:「英国におけるIMSの実態」



- 四半期開示
  - ✓ 定性情報のみ開示を含む
  - ✓ *Quant*: 売上高および利益額を開示している場合には1、開示していない場合は0とする二値変数

英国における四半期開示強制化および任意化時における企業の意思決定

Panel A 四半期開示強制化時 （*Quant* = 1 の割合）

Switching firms		Control firms	
(a1) *Before*	(a2) *After*	(a1) *Before*	(a2) *After*
0%	4%	44%	20%

(出所) [16]Naralledy et al.(2021)をもとに筆者作成。

Panel B 四半期開示任意化時

四半期開示中止企業	四半期開示継続企業
45 社（8.7%）	471 社（91.3%）

(出所) [16]Naralledy et al.(2021)をもとに筆者作成。

Findings:
1. **Switching firms**（強制開示企業群）のうち、四半期売上高・利益額も開示した企業は4%に留まる。
2. **Control firms**（四半期自発的開示企業群）は、四半期開示強制化に伴い、売上高・利益額を開示する企業の割合が半分弱に低下した。

Findings:
1. 四半期開示任意化に伴い、実際、四半期開示を取りやめたのは8.7%に留まる。
2. 売上高・利益に関する経営者予想の開示（年次ベース）が定着した。

⇒ 経営者予想値を四半期開示で確認していく実務が定着。英国では、環境に適応する形でディスクロージャー実務が進展しているといえる。

選定文献の研究主題

年	文献数計	主題内訳			
		(1)資本市場	(2)規律付け	(3)投資行動	(4)その他
2005-2010	4	4	-	-	-
2011-2017	4	2	1	1	-
2018-2021	11	7	1	5	1

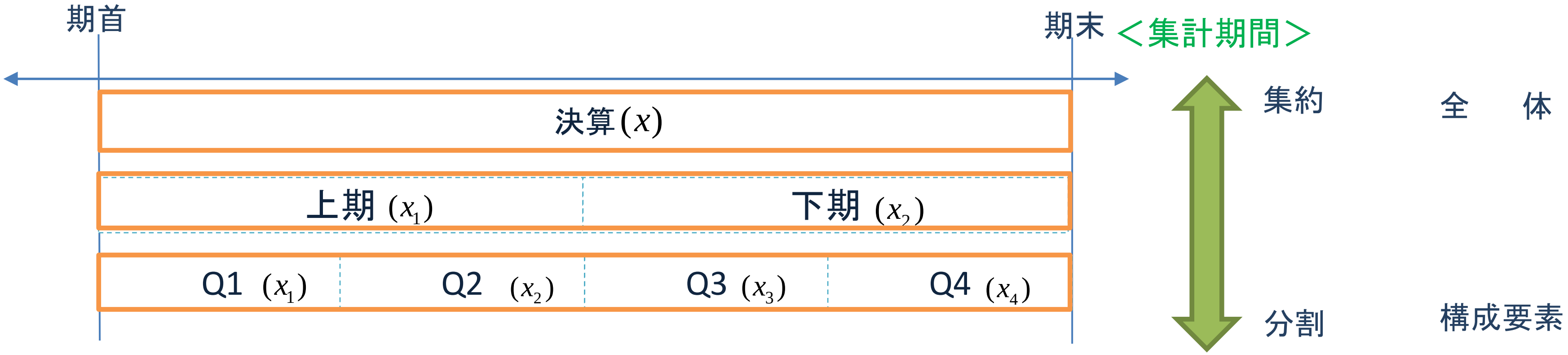
(注) 複数の主題の検証を行っている文献もあるため、文献数計と主題内訳の合計は一致しない。

(1) 資本市場への影響
(2) 経営に対する資本市場の規律付け
(3) 投資行動への影響
(4) その他— ベネフィットとコストを合わせた効果

5　主な証拠

5.2　資本市場への影響

▼ 集計期間の分割と情報量



▼ 証拠

(1) <u>情報の非対称性、流動性および資本コスト</u>

- 〔米国、EU〕報告の頻度を半期から四半期に自発的に引き上げた企業群では適時性（株価への会計情報の反映の速度）が向上する（[4]Butler et al.(2007)JAE）、四半期開示企業は半期開示企業に比べ投資家間の情報の非対称性および資本コストが小さく、証券の流動性が高い（[5]Cuijpers and Peek(2010)、[10]Fu et al.(2012)JAE）。
- 〔日本〕四半期決算短信の実施後、投資家間の情報の非対称性が縮小した（[14]Kubota and Takehara(2016)）。
- 〔シンガポール〕四半期開示強制化後、大規模企業群、および、アナリスト・フォローイングがありかつ所有の集中率が低い企業群においては投資家間の情報の非対称性の低下が観察された（[12]Kajüter et al.(2019)TAR）。
- 〔グローバル・データ、シンガポール〕四半期報告は、半期報告に比べ、適時の情報提供が可能になるものの株価のボラティリティを高める（[15]Mensah and Werner(2008) 、[17]Rahman et al.(2007)）

5　主な証拠

5.2　資本市場への影響

(2) EUにおけるIMS開示の強制化、任意化の影響

- 〔英国〕IMS開示の強制化に伴い、次年度の利益額または売上高の経営者予想を公表する企業が大幅に増加し、アナリスト・フォローイングが大きくなった。また、IMS開示任意化後、四半期開示を取り止めた企業群ではアナリスト・フォローイングが下がった（[16]Nallareddy et al.(2021)）。
- 〔ドイツ〕2016年にフランクフルト証券取引所において四半期強制開示の水準を引き下げた後、四半期報告書の水準が低いほど、情報の非対称性が大きく、企業価値が小さく、かかる傾向は情報環境が脆弱である企業群において顕著である（[3]Behrmann et al.(2021)WP）。

(3) 四半期開示が投資家による予想形成に及ぼす影響[5]

- 〔米国〕[6]D'Adduzio et al.(2018)WP

＜現在＞

株　価

反映の程度は？

＜研究では事後的に計算可能＞

①1期先の残余利益　※ 短期的利益

②　2期先以降の残余利益　※ 長期的利益

- 四半期利益の開示は、半期開示に比べ、②がより反映されている。
- 四半期利益が定期的に開示されるとき、資本市場においては、近視眼的ではなく、むしろ**長期的利益に比重を置いた価格形成**が促進される。

(注5)　[18]Tsao et al.(2018)は台湾企業を対象として報告頻度の引き上げによりミスプライシングの程度が低下したことを報告する。

5　主な証拠

5.2　資本市場への影響

(4) 四半期開示の情報波及効果

＜四半期開示非実施企業＞

株　価

情報波及効果？

＜同業他社＞

四半期開示情報（Q1、Q3）

✓ **正の効果**〔国内における波及効果〕

- 〔シンガポール〕上場企業内において四半期開示強制適用企業と非適用企業がある。（2003年3月31日時点の）時価総額S$7,500万以上（未満）は同適用（非適用）企業である。
- 〔発見事項1〕国内大手企業の四半期利益が大きいほど、同業種の四半期利益非開示企業の（左記大手企業四半期決算発表日周辺の）累積異常リターンが大きい。
- 〔発見事項2〕同一業種内における四半期開示強制適用企業の比率が大きいほど**流動性が改善**する（[12]Kajüter et al.(2019)TAR）。

✓ **負の効果**〔グローバルな波及効果〕

- 〔グローバル・データ〕低報告頻度株式（半期決算発表）は、当該企業が決算発表を行う期間に比べ、米国の同業大手企業の決算発表時のリターンに対して**約2倍感応**する一方、次期の半期決算発表時に**リターン・リバーサル**が起きる。かかる発見事項は、半期報告は投資家による企業評価能力を低下させ、**資本市場の質に負の効果**を及ぼすことを示唆する（[1]Arif and De George(2020)TAR）。
- 〔EU域内22市場上場企業〕同業他社が四半期開示を行うとき、同非開示企業は**市場の注目を失い**、企業価値および流動性が低下する（[7]De George et al.(2019)WP）。

▼ 証拠

- 〔EU〕サンプルの**銀行**においては、四半期財務情報開示開始後、不良債権が相対的に約11%減少した。市場規律は貸出の実務の質を高めるという考えと整合して預金者保険および外部監視が脆弱な状況下、ならびに、資本市場の力が強い状況下においてかかる傾向が強い。また、四半期財務情報を提供している銀行は、金利およびクレジット・デフォルト・スワップのスプレッドが低い。以上、四半期開示は銀行のリスクテイクを減少させることが示唆される（[2]Balakrishnan and Ertan(2017)TAR）。

- 〔EUの**IMS強制開示**前・後〕証券市場によるモニタリングの効果を測るために株主による**現金資産の評価**を用いた。半期報告企業は、四半期報告企業より現金価値が低いが、前者が四半期報告を実施後、当該差異が縮小することがわかった。これは、よりタイムリーなモニタリングの機会を株主に提供すると考えられる。以上の効果は、コーポレート・ガバナンスや利益の質が低い場合には、一層顕著である（[8]Downar et al.(2018)CAR）。

▼ 経営の短期主義化（近視眼的なプロジェクトの選択）

＜理論研究＞

Gigler et al.(2014)JAR

- 短期主義（近視眼的なプロジェクトの選択）：相対的にNPV（正味現在価値）が正に大きい案件があるにも拘らず、投資家の圧力により短期に利益が実現する、NPVが相対的に小さい短期投資案件の選択を余儀なくされる。

- 完全情報下: 価格圧力によりショート・ターミズムは起きない。

- 不完全情報下:
  1. コスト：投資家がプロジェクト選択を観察できない場合に、財務報告の頻度を高めると業績を見る機会が増し、企業は市場価格を高めようとするために、**近視眼的なプロジェクトが選択されうる**。
  2. ベネフィット：報告頻度の高い制度は、報告頻度が低い制度に比べ、**NPVが負のプロジェクトに投資するインセンティブを抑制**し、企業の投資行動を規律付ける。かかる予想は、高頻度財務報告下では企業が**過大投資を見送り、株主に現金を還元する可能性が高くなる**ことを意味する。

▼ 証拠

(1) 短期主義支持

- 〔米国：1950-1970〕四半期開示強制化後、投資の減少が拡大した。（ただし、同強制化後、資産回転率低下およびROAは低下した。）また、同強制開示後、イノベーション・アウトプット（特許数等）が減少した（[13]Kraft et al.(2018)TAR、[11]Fu et al.(2020)）。
- 〔EU：IMS強制開示前・後〕IMS強制開示に伴い四半期利益情報の開示を開始した企業群（介入群：英国企業の比率が48.7%）は、とくに投資家による価格圧力が大きい場合に研究開発費の削減等により短期の利益を押し上げる、短期主義的な行動をとる。当該行動は企業業績を短期的に改善した後に悪化させている。ただし、頁数が多い、あるいは、研究開発、販売・一般管理に関する説明が行われているなど、IMSの情報提供力が大きい場合には、上記の行動は抑制される（[9]Ernstberger et al.(2017)TAR）。

(2) 短期主義非支持

- 〔英国：IMS開示強制化・任意化〕企業の投資活動に影響を及ぼしたとする証拠はほとんど得られなかった（[16]Nallareddy et al.(2021)）。
- 〔シンガポール：四半期開示強制化〕投資の短期主義化を裏づける証拠は得られなった（[12]Kajüter et al.(2019)）。

(3) 投資活動促進化を支持

- 〔日本〕四半期決算短信の開始後、企業の投資行動が促進されるという考えと整合的な証拠を見出した。とくに、過小投資傾向にあった企業、実質的な無借金状態に近い企業で投資が増加する効果が大きく、事後的な業績が改善していることが確認された（[19]藤谷（2020b））。

5.4　投資行動への影響

HOSEI Univ.

▼ 全体的な結果
- 検証結果は一致していない。

▼ 留意点

(1) 制度、サンプルの特徴
- 〔EU〕[16]Nallareddy et al.(2021)は定性的なIMS開示企業を含んでいるのに対して、[9]Ernstberger et al.(2017)TARは四半期利益開示企業のみに限定している。

(2) 検証仮説（cf. [12] Kajüter et al.(2019)）

目的変数

- ＜投資水準の高・低へのチャネル＞

①【Before】適切投資→【After】過小投資化（短期主義化）⇒ **投資水準低下**
②【Before】過大投資→【After】過大投資是正（規律付け）⇒ **投資水準低下**
③【Before】過小投資→【After】過小投資是正（規律付け）⇒ **投資水準上昇**

(3) 経営の短期主義化への影響要因
- 資本市場の特徴、ガバナンスおよび所有構造（機関投資家の存在、アナリスト・フォローイング、株式の流動性および反トラスト法等）が経営者の短期主義志向を増大させるとの証拠が蓄積されている。当該研究系譜からいえば、四半期開示が短期主義化を促進するという証拠はかかる研究群の一つに位置づけられる（[13]Kraft et al.(2018)TAR）。

⇒
- 経営者の短期主義志向の原因を四半期開示のみに帰するのは、必ずしも適切とはいえないのではないだろうか。

5　主な証拠

5.5　その他- ベネフィットとコストを合わせた効果

▼ 証拠（[12]Kajüter et al.(2019)TAR）

- 〔シンガポール〕（2003年3月31日時点の）時価総額S$7,500万（当時の為替レートでが約50億円）が四半期開示強制適用（41.6%）・非適用（58.4%）の閾値である。
- 四半期強制開示の実施が発表された際、イベントスタディにより、閾値未満の企業群において約5%の正の異常リターンが観察された。以上の結果は、閾値付近の企業群は四半期開示強制強制化に伴い**時価総額比約5%のコスト超**（コスト＞ベネフィット）の発生を市場が見込んだことを示唆する。

財務報告頻度

四半期開示

半期開示

企業にとっての四半期開示の

ベネフィットとコスト

① （＋）流動性

② （－）コンプライアンス・コスト

③ （－）経営の短期主義化

効　果

(net effect）

企業価値

※　5%低下

- 【**閾値付近の企業群**】四半期開示の強制化は、閾値付近の企業群（中小上場企業群）において、時価総額比5%程度の（直接費、間接費込の）コンプライアンス・コストの発生を市場が見込んだことを示唆する。
- 【**資本市場全体、国の規制の観点**】ただし他方で、大規模企業等における情報の非対称性の低下や、正の情報波及効果が観察されており、四半期開示制度の導入が国全体としてコスト超過なのか、それともベネフィット超過かまでは究明に至っていない。

6 要約と課題

6.1 要約

(1)制度比較

- 米国・日本とEUにおける四半期開示制度および実態の相違

(2) 主な証拠

＜情報＞ ＜財務報告頻度＞

分割 高

集約 低

＜研究主題＞

1. 資本市場への影響
   ① 市場の効率性、流動性、資本コスト、情報環境
   ② 長期的利益に基づく価格形成
   ③ 情報波及効果
2. 経営に対する資本市場の規律付け
3. 投資行動への影響
4. その他- ベネフィットとコストを合わせた効果

企業価値

＜資本市場の質の観点＞

1. 四半期財務諸表（実績値）の開示
   ① 市場の効率性、流動性、資本コストおよび情報環境
   ② 長期的利益に基づく価格形成
2. 低頻度開示企業に対する高頻度開示企業の情報波及効果
   ① 〔シンガポール: 国内における開示頻度の相違〕 正の効果
   ② 〔グローバル・データ: 国を超えた開示頻度の相違〕負の効果

(1) 四半期開示のコスト

① 〔経営者の観点〕**短期主義**（近視眼的なプロジェクトの選択）：相対的にNPVが正に大きい案件があるにも拘らず、投資家の圧力により短期に利益が実現する、NPVが相対的に小さい短期投資案件の選択を余儀なくされる。
② 〔経営者の観点〕**コンプライアンス・コスト**
③ 〔投資家の観点〕報告頻度の高い制度は、報告頻度が低い制度に比べ、**NPVが負のプロジェクトに投資するインセンティブを抑制**し、企業の投資行動を規律付ける。
⇒ 〔経営者の観点〕四半期開示のコストとして短期主義の文脈で議論？

- 短期主義に関する見解（[12]Kajüter et al.(2019)TAR, 255)
  - ✓ アナリスト・フォローイングの大きい企業において懸念されるのであって、小規模企業においては大きな懸念にはなっていないかもしれない。（短期主義は、「市場の圧力」を背景とした概念である。）

(2) 研究の限界

- たとえば、四半期開示から半期開示（あるいは年次開示のみ）に変更した際に、具体的にいかなるコスト、ベネフィットがどの程度発現するかには直接的には答えることができていない。
- また、四半期を上回る開示頻度とする場合のコスト、ベネフィットについても現状では分明にはなっていないといわざるをえないだろう。

ご清聴いただき、ありがとうございました。

参考文献

Arif, S., and E. T. De George. 2020. The Dark Side of Low Financial Reporting Frequency: Investors' Reliance on Alternative Sources of Earnings News and Excessive Information Spillovers. *The Accounting Review* 95 (6): 23-49.

Balakrishnan, K., and A. Ertan. 2017. Banks' Financial Reporting Frequency and Asset Quality. *The Accounting Review* 93 (3): 1-24.

Behrmann, V., L. Hornuf, and J. Zimmermann. 2021. Disclosure Deregulation of Quarterly Reporting. Working Paper.

Butler, M., A. Kraft, and I. S. Weiss. 2007. The Effect of Reporting Frequency on the Timeliness of Earnings: The Cases of Voluntary and Mandatory Interim Reports. *Journal of Accounting and Economics* 43 (2-3): 181-217.

Cuijpers, R., and E. Peek. 2010. Reporting Frequency, Information Precision and Private Information Acquisition. *Journal of Business Finance & Accounting* 37 (1-2): 27-59.

D'Adduzio, J., D. S. Koo, S. Ramalingegowda, and Y. Yu. 2018. Financial Reporting Frequency and Investor Myopia. Working Paper.

De George, E. T. and M. Phan, and R. C. Stoumbos. 2019. Negative Externalities of Financial Reporting Frequency: Peer Reporting Choice and the Loss of Investor Attention. Working Paper.

Downar, B., J. Ernstberger, and B. Link. 2018. The Monitoring Effect of More Frequent Disclosure. *Contemporary Accounting Research* 35 (4): 2058-2081.

Ernstberger, J., B. Link, M. Stich, and O. Vogler. 2017. The Real Effects of Mandatory Quarterly Reporting. *The Accounting Review* 92 (5): 33-60.

Fu, R., A. Kraft, X. Tian, H. Zhang, and L. Zuo. 2020. Financial Reporting Frequency and Corporate Innovation. *The Journal of Law and Economics* 63 (3): 501-530.

Fu, R., A. Kraft, and H. Zhang. 2012. Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *Journal of Accounting and Economics* 54 (2): 132-149.

Gigler, F., C. Kanodia, H. Sapra, and R. Venugopalan. 2014. How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency. *Journal of Accounting Research* 52 (2): 357-387.

Kajüter, P., F. Klassmann, and M. Nienhaus. 2019. The Effect of Mandatory Quarterly Reporting on Firm Value. *The Accounting Review* 94 (3): 251-277.

Kraft, A. G., R. Vashishtha, and M. Venkatachalam. 2018. Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia. *The Accounting Review* 93 (2): 249-275.

Kubota, K., and H. Takehara. 2016. Information Asymmetry and Quarterly Disclosure Decisions by Firms: Evidence From the Tokyo Stock Exchange. *International Review of Finance* 16 (1): 127-159.

Mensah, Y. M., and R. H. Werner. 2008. The Capital Market Implications of the Frequency of Interim Financial Reporting: an International Analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 31 (1): 71-104.

Nallareddy, S., R. Pozen, and S. Rajgopal. 2021. Consequences of More Frequent Reporting: The U.K. Experience. *Journal of Law, Finance, and Accounting* 6 (1): 51-88.

Rahman, A. R., T. M. Tay, B. T. Ong, and S. Cai. 2007. Quarterly Reporting in a Voluntary Disclosure Environment: Its Benefits, Drawbacks and Determinants. *The International Journal of Accounting* 42 (4): 416-442.

Tsao, S.-M., H.-T. Lu, and E. C. Keung. 2018. Interim Reporting Frequency and the Mispricing of Accruals. *Accounting Horizons* 32 (3): 29-47.

金融庁. 2018. 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20180628.html)

中野貴之. 2018「セグメント財務報告における経営者の裁量行動― 上場企業の内部データに基づく検証 ―」『会計プログレス』19: 96-112.

中野貴之（編著）. 2020『IFRS適用の知見― 主要諸国および日本における強制適用・任意適用の分析 ―』同文舘出版。

藤谷涼佑. 2020a「財務報告制度の経済的影響― 四半期財務報告の政策評価の視点から ―」『証券アナリストジャーナル』58 (9): 15-24.

藤谷涼佑. 2020b「財務報告頻度のリアル・エフェクト: 企業投資に注目した四半期報告の政策評価」『経営財務研究』40 (1-2): 2-23.

【URL 参照日: 2022 年 2 月 10 日】

補遺 1　四半期開示制度に関する実証研究

No.	著者（出版年）	研究の関心	主な発見事項	サンプル（主分析）
[1]	**Arif and De George (2020)TAR**	高頻度開示企業（四半期開示企業）の利益情報（Q1、Q3）は低頻度開示企業（半期開示企業）の株価形成にいかなる影響を及ぼすか？	①半期ベース決算発表を行う企業の株式リターンは、当該企業自身が決算発表を行う期間に比べ米国の同業種大手企業の決算発表周辺リターンに対し約 2 倍の感応度をもつ、ただし②次期に半期決算発表を行った際、リターン・リバーサルが生じる。	〔グローバル・データ: 2001-2012〕米国大手企業（1,830 社）の四半期決算発表データに、米国以外の 29 ヶ国 9,439 社をマッチングした 177,799 社×四半期。
[2]	**Balakrishnan and Ertan (2017)TAR**	四半期開示は銀行の融資実務を規律付け、不良債権を少なくするか？	①四半期財務情報開示後、不良債権が相対的に約 11%減少した、②四半期財務情報を開示する銀行は、金利およびクレジット・デフォルト・スワップのスプレッドが低い。	〔EU: 2000-2014〕EU 域内 32 ヶ国の証券市場に上場する銀行 3,008 社×年（417 社）。
[3]	**Behrmann et al. (2021)WP**	ドイツのフランクフルト証券取引所は 2016 年に四半期強制開示の水準を引き下げたが、同規制緩和は情報の非対称性等にいかなる影響を及ぼすか？	四半期報告書の水準が低いほど情報の非対称性が大きく、企業価値は小さい。かかる傾向は情報環境が脆弱である企業群において顕著である。	〔ドイツ: 2012-2019〕フランクフルト証券取引所（FSE）プライム・スタンダードに上場する 2,005 社×年（361 社）。
[4]	**Butler et al. (2007)JAE**	財務報告の頻度は、会計情報が証券価格に反映される速度に影響するか？	①四半期財務開示企業と同半期開示企業の間では利益の適時性に差異があることを裏づける証拠はほとんど得られない、②半期から四半期開示に自発的に頻度を引き上げた企業群は利益の適時性が上昇した。	〔米国: 1950-1973〕検証に必要なデータが入手可能な 28,824 社×財務報告頻度。
[5]	**Cuijpers and Peek (2010)**	四半期または半期開示は、投資家の情報の正確性、および、私的情報収集活動に影響を及ぼすか？	報告頻度が高いほど、①投資家の情報における財務諸表情報の比重が大きくなる、②投資家は私的情報を取得するインセンティブが抑えられる結果、投資家間の情報の非対称性（ビッド・アスク・スプレッド、株式売買回転率により代理）は小さくなる。	〔デンマーク、オランダ、英国: 2002-2007〕半期または四半期開示企業 4,641 社×年。
[6]	**D'Adduzio et al. (2018)WP**	四半期開示の下、株価は近視眼的に形成されているか？	①報告頻度が増加するほど、投資家は短期的利益ではなく長期的利益への比重を高め株価が形成されている（報告頻度の強制的増加は株式リターンが将来の情報を反映する程度を引き上げる）、ただし②報告頻度の増加が投資家の近視眼的行動を緩和する効果は報告頻度の増加の強制化により短期志向の投資家を引き付ける可能性の大きい企業群においては消失する。	〔米国: 1950-1973〕財務報告頻度強制的変更企業およびマッチングしたコントロール群、計 1,514 社×年。
[7]	**De George et al. (2019)WP**	EU 域内において最低報告頻度が一律ではない規制は負の外部性をもたらすか？	①同業他社が四半期開示を選択する場合、投資家の注目度（アナリスト・フォローイング等で代理）を失い市場価値および流動性が低下する、②四半期開示選択企業の開示による正の情報波及効果は観察されていない。	〔EU: 1998-2016〕検証に必要なデータが入手可能な EU 域内 22 ヶ国 8,175 社×年。

[8]	**Downnar et al. (2018)CAR**	報告頻度の増加は、株主のモニタリング能力を高めるか？	株主による現金資産の評価をモニタリング効果の尺度として用いた結果、①半期から四半期開示に移行後、相対的に現金価値が上昇している、②当該効果はコーポレート・ガバナンスが脆弱および利益の質が低い場合により顕著である。	〔EU: 2006-2013〕IFRS（国際財務報告基準）を適用し検証に必要なデータが入手可能な 8,844 社×年（1,376 社、半期および四半期開示企業各 688 社）。
[9]	**Ernstberger et al. (2017)TAR**	EU における四半期開示強制化は、経営の短期主義化を促進させるか？	IMS 開示の強制化に伴い四半期利益情報の開示を開始した企業群（介入群: 英国企業の比率が 48.7%）は、①とくに投資家による価格圧力が大きい場合に研究開発費の削減等により短期の利益を押し上げる短期主義的な行動をとる、②当該行動は企業業績を短期的に改善した後に悪化させている、③ただし、頁数が多い、あるいは、研究開発、販売・一般管理に関する説明が行われているなど、IMS の情報提供力が大きい場合には上記の行動は抑制される。	〔EU: 2005-2014〕EU 域内 15 ヶ国の規制株式市場に上場し、TPD 適用開始以降、四半期売上高および利益額を開示することになる 2,652 社×年、およびマッチングしたコントロール群 2,652 社×年、計 5,304 社×年。
[10]	**Fu et al. (2012)JAE**	財務報告の頻度は、情報の非対称性および株主資本コストに影響するか？	①報告頻度が高いほど情報の非対称性および株主資本コストが縮減する、②報告頻度の強制的変更に関しても同様の結果を確認する。	〔米国: 1950-1973〕検証に必要なデータが入手可能な 7,654 社×年。
[11]	**Fu et al. (2020)**	財務報告の頻度の規制は企業のイノベーションにいかなる影響を及ぼすか？	①報告頻度の増加前・後において、介入群のイノベーション・アウトプット（特許数、同被引用数等により代理）はコントロール群に比べ有意に低下している、②報告頻度の増加に伴う同業他社への正の外部性効果は統計的に有意ではない。	〔米国: 1950-1973〕検証に必要なデータが入手可能な 9,904 社×年。
[12]	**Kajüter et al. (2019)TAR**	四半期開示強制化は企業および資本市場に対していかなる影響を及ぼすか？	①中小上場企業（時価総額 S$7,500 万ドル付近の企業群）においては四半期開示強制化に伴い時価総額比約 5%のコスト超（コスト＞ベネフィット）を市場が見込んだことを示唆する証拠を得た、②証券の流動性の変化、経営の近視眼化を裏づける証拠は見出せず当該価値減少は四半期開示のコンプライアンス・コストを反映しているとみられる、ただし、③大規模企業群、および、アナリスト・フォローイングがありかつ所有の集中率が低い企業群においては投資家間の情報の非対称性の低下が観察されるとともに、④四半期開示強制化の対象となった大規模企業から同適用外の企業への正の情報波及効果が確認された。	〔シンガポール: 2003 年〕検証に必要データが入手可能な 340 社。
[13]	**Kraft et al. (2018)TAR**	財務報告頻度の強制的増加は、企業の投資意思決定に影響を及ぼすか？	①財務報告頻度の強制的増加後、投資の減少が拡大する、②追加検証の結果、当該投資減少は高頻度の財務報告が近視眼的な経営行動を誘発しているという考えと最も整合的である。	〔米国: 1950-1973〕財務報告頻度強制的変更企業およびマッチングしたコントロール群、計 1,874 社×年。

[14]	**Kubota and Takehara (2016)**	四半期決算短信の規制は、情報の非対称性、市場の流動性および私的情報に基づく取引に影響を及ぼすか？	①四半期開示企業は、情報の非対称性が低下し、市場の流動性が改善し、私的情報に基づく取引が減少した、②情報の非対称性が低く（高く）、流動性が高い（低い）企業は四半期財務諸表を開示する傾向が強い（弱い）。	〔日本: 1996-2008〕1996 年から 2008 年第 3 四半期に、東京証券取引所第 1 部・第 2 部に上場する企業。
[15]	**Mensah and Werner (2008)**	期中財務報告（半期、四半期）は株価のボラティリティに影響を及ぼすか？	四半期開示を行う米国およびカナダと、半期開示の英国およびオーストラリアとを比較すると、株価のボラティリティは四半期開示を行う国の企業群の方が大きい。	〔米国、カナダ、英国、オーストラリア: 1991-2001〕検証に必要なデータが入手可能な 51,286 社×年。
[16]	**Nallareddy et al. (2021)**	英国における IMS 開示の強制化および任意化は、企業および資本市場にいかなる影響を及ぼすか？	IMS 開示強制化時において、①会計情報を含む報告書を開示する企業（四半期売上高および利益額双方を開示している企業と定義する）は大幅に減少した、②次年度の利益額または売上高の経営者予想を発表する企業は大幅に増加した、③アナリスト・フォローイングは増加した。一方、④2014 年以降、四半期から半期報告に自発的に戻した企業ではアナリスト・フォローイングが減少した。ただし、⑤以上の IMS 開示の強制化および任意化が、企業の投資活動に影響を及ぼしたとする証拠はほとんど得られなかった。	〔英国: 2005-2014〕資産額が 100 万ポンド以上かつ検証に必要なデータが入手可能な 4,079 社×年。
[17]	**Rahman et al. (2007)**	四半期利益情報を自発的に開示する企業のベネフィット、コスト、および、同開示を選択する決定要因は何か？	四半期開示を自発的に行う企業群は、①アナリスト・フォローイングが大きい（ベネフィット）、②株価のボラティリティが大きい（コスト）、また③成長性が高く、企業規模が大きく、技術志向である傾向が強い（選択決定要因）。	〔シンガポール: 2001〕2001 年にシンガポール証券取引所に上場する 520 社。
[18]	**Tsao et al. (2018)**	財務報告頻度の強制的増加は、ミスプライシングを減少させるか？	①半期から四半期開示制度への移行、四半期開示制度から月次開示制度への移行のいずれの場合も、年次アクルーアルに含まれる情報の株価への反映が迅速化し、年次アクルーアルのミスプライスが減少している、ただし②月次開示制度への移行の方が効果は小さい。	〔台湾: 1982-1993〕台湾証券取引所に上場し、検証に必要なデータが入手可能な 1,357 社×年（235 社）。
[19]	**藤谷 (2020b)**	四半期開示の導入は、企業の投資行動にいかなる影響を及ぼすか？	四半期決算短信の開始後、企業の投資行動が促進されるという考えと整合的な証拠を見出された。とくに、過小投資傾向にあった企業、実質的な無借金状態に近い企業で投資が増加する効果が大きく、事後的な業績が改善していることが確認された。	〔日本: 2001-2003、2005-2007〕半期から四半期決算短信に移行した企業群およびマッチングしたコントロール群、計 2,559 社×年。

(注) *Contemporary Accounting Research* (CAR)、*Journal of Accounting and Economics* (JAE)、*Journal of Accounting Research* (JAR)、*Review of Accounting Studies* (RAST)、*The Accounting Review* (TAR)、Working Paper (WP)。会計学分野トップ・ジャーナル掲載論文および Working Paper の識別を容易にするため、著者名（出版年）にジャーナル名（CAR、JAE、JAR、RAST、TAR）または WP の略記号を付記している。

補遺 2　EU 域内の 15 証券市場における TPD 適用前・後の四半期開示規制

no	EU- 15 株式市場	TPD 適用年月	TPD	
			Before	After
1	オーストリア - Non-Prime Market	2007 年 4 月	Semi Annual	IMS
1	オーストリア - Prime Market	2007 年 4 月	Quarterly	Quarterly
2	ベルギー	2008 年 9 月	Semi Annual	IMS
3	デンマーク	2007 年 7 月	Semi Annual	IMS
4	フィンランド	2007 年 2 月	Quarterly	IMS
5	フランス	2007 年 12 月	Semi Annual	IMS
6	ドイツ - General Standard	2007 年 1 月	Semi Annual	IMS
6	ドイツ - Prime Standard	2007 年 1 月	Quarterly	Quarterly
7	ギリシャ	2007 年 7 月	Quarterly	Quarterly
8	アイルランド	2007 年 7 月	Semi Annual	IMS
9	イタリア	2009 年 4 月	Quarterly	IMS
10	ルクセンブルグ	2008 年 1 月	Semi Annual	IMS
11	オランダ	2009 年 1 月	Semi Annual	IMS
12	ポルトガル	2007 年 11 月	Quarterly	Quarterly
13	スペイン	2007 年 12 月	Quarterly	IMS
14	スウェーデン	2007 年 7 月	Quarterly	Quarterly
15	英国	2007 年 1 月	Semi Annual	IMS

(注) TPD (Transparency Directive): 透明性指令、IMS (Interim Management Statements): 期中マネジメントステートメント、Semi Annual: 半期開示制度、Quarterly: 四半期開示制度。

（出所）[9]Ernstberger et al. (2017, 36, Table 1)TAR に基づき筆者作成。

補遺 3　英国における IMS の実態

[16] Nallareddy et al.(2021)は、サンプル企業うち 2010 年決算の 100 社を無作為抽出し、IMS を詳しく調査した結果、以下の開示状況であったことを報告している。

表　補 3.1　IMS の実態

n = 100

類型	IMS に含まれる情報	比率
1	損益計算書および貸借対照表双方を開示する。	10%
2	損益計算書または貸借対照表のいずれかを開示する。	2%
3	財務諸表を開示せず、売上高および利益額のみを開示する。	2%
4	売上高および利益額は開示せず、その他の定量情報（たとえば、主要な業績指標）を開示する。	47%
5	年次経営者予想の確認等、定性情報を開示する	36%

（出所）[16] Nallareddy et al. (2021, 65)の記載内容に基づき筆者作成。

表　補 3.2　IMS の頁数の統計量

n = 100

(1) レンジ	39 頁　（1 頁～40 頁）
(2) 10 パーセンタイル	2 頁
(3) 90 パーセンタイル	12 頁

（出所）[16]Nallareddy et al. (2021, 65)の記載内容に基づき筆者作成。