

規制当局にとって、経営者（企業）に対して「強制的」に経営予測情報を開示させる方が良いのか、それとも経営者による「自発的」経営予測情報の開示に任せる方が良いのか？

国立大学法人東海国立大学機構 名古屋大学大学院経済学研究科の仙場 胡丹（せんば ふだん）准教授、張 暁白（元）博士後期課程学生、徐 泓 博士後期課程学生の研究グループは、規制当局にとって経営者に経営予測情報をルールなどに基づき「強制的に」開示させる方が良いのか、経営者による「自発的な」経営予測情報の開示に任せる方が良いのかという重要な政策的・実践的テーマに取組み、当該テーマへの検証が可能である中国市場における経営予測情報などの分析を通じて、自発的開示の方が、①経営者予想の予測正確性、そして②モデルに基づく将来情報への予測力という2つの側面において、強制的開示よりも優れていることを発見しました。

本研究では、「強制的開示情報」と「自発的開示情報」との情報の質について、差があることが示され、開示に関わる規制を策定する規制当局、開示情報を利用する投資者など、幅広い財務諸表利用者に学術的研究や政策的議論において、基礎的な実証結果を提供する役割を担うものとして期待されます。

この研究成果は、2021年2月19日に『Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics』第28巻第1号において公刊されました。なお、同誌オンライン版に既に掲載されています。

この研究は、科研費・基盤研究（C）および国際共同研究加速基金（18K01932；16KK0078、研究代表者：仙場胡丹）の助成を受けたものです。なお、当該論文における英文校閲費用について、名古屋大学男女共同参画センターを通じて文部科学省「ダイバーシティ研究環境実現イニシアティブ（特色型）」の助成を受けています。

【ポイント】

- ・本研究では、実務界、ならびに学界（経営学や会計学）において、「強制的開示情報」と「自発的開示情報」との情報の質の差を明らかにすることが極めて重要であるにも関わらず、これまで検証データを持ち合わせていなかったため分析不可能と考えられてきた課題に対し、独自のデータを用いて分析し、実証結果を提示している。
- ・具体的には、「自発的開示情報」は、「強制的開示情報」よりも、①予測の正確性、そして②将来情報への予測力という2つの側面から、優れているという実証結果が提示されている。
- ・この具体的な実証研究結果は、同時に発生している「自発的開示情報」と「強制的開示情報」を比較できるデータ・セットを利用することにより検証可能となり得たことから、規制当局等に示唆を与えることができると考えられる。

・つまり、本研究の実証結果からは、規制当局にとって、経営者による自発的経営予測情報の開示に任せれば良いという結果が示されており、マーケットの見えざる手が機能していることが示唆される。

【研究背景と内容】

経営学や会計学の分野では、経営者が企業外に発信する経営者予想情報は、経営者が持っている情報と投資者等が受け取れる情報との間に存在する情報の差：「情報非対称性」を低減させる役割が期待されるため、重要な情報であり、その情報の質の高低が重要である。経営者の経営者予想に対して、規制側として条文や規則等による「強制的開示」と、マーケットの見えざる手を前提にした経営者による「自発的開示」の2通りがある。

先行研究では、「強制的開示」と「自発的開示」のそれぞれの利点や限界について議論されている。たとえば、Coffee (1984)は、強制的開示が情報の透明性を促進し、市場価値の変動を低減させ、さらに資源の配分の効率性を助けているとし、また Easterbrook and Fischel (1984)は強制的開示が企業側にとって情報開示に有効なインセンティブを提供するとし、さらに Bonaimé (2015)は、強制的開示が企業の情報開示の内容を拡充させることができると考えられるため、市場の競争環境を改善させ、調達コストを低減させるとし、強制的開示の方が優れているとする論評をした研究がある。

一方、「強制的開示」は万能ではないとしている先行研究も多く存在する。たとえば、Liao and Chen (2009)は、規制当局は企業側にとっての強制開示のコストとベネフィットの精査に動機が薄いと指摘している。また Healy and Palepu (2001)は、企業が多様な理由（たとえば、市場取引コストの削減、競争的ポジションの維持、株価連動型報酬制度のスムーズな遂行、訴訟リスクの低減、良い企業イメージの形成）をもって自発的開示を行うとしている。Gao and Wang (2013)は、経営者が私的情報の開示の際に全体的なコストとベネフィットを考慮し、自分らの利得が最大化にできる開示方法を選択するとし、また Wang (2010)は、観察可能な情報においては強制的開示ルールが有効であるが、観察不可能な情報においては強制的開示ルールが有効でないとしている。

日本を含む多くの国において、企業がある開示事項について、「強制的開示」規制を受けているか、「自発的開示」の選択肢が持てるかのどちらかの状態にあり、同国のデータで「強制的開示」vs.「自発的開示」の情報の質の差を検証することが不可能である。本研究では、「強制的開示」群と「自発的開示」群が同時に存在する中国企業のデータを用いることにより、「強制的開示」vs.「自発的開示」の情報の質の差の検証を可能にしている。

具体的には、本論文は、2005-2017年 23090個の中国企業年度をサンプルとし、情報の質の測定に、①経営者予想の予測誤差および②価値関連性を示す Ohlson モデルから計算された予測株価と実際の株価の差の2つから分析を行っている。①についての主たる分析手法は、予測誤差を従属変数とする Heckman's two-step model で、頑健性チェックに一般的な回帰分析 OLS；重要な変数の入れ替え；および傾向スコアマ

マッチング法：PSM法を利用した。②についての主たる分析手法は、対照群による差の検定および予測の正確性を従属変数、強制的開示であるか否か等を説明変数とする回帰分析であるが、頑健性チェックにランダムにセレクトした100個のサブ・サンプルによる繰り返し再現検証を行った。

実証分析の結果として2点が挙げられる。①強制的開示の方が自発的開示よりも経営者予想の予測正確性に欠けていること、②価値関連性の観点から Ohlson モデルを利用し計算された予測株価の計算において、自発的開示の情報が計算の正確性により強く寄与することがわかった。

【成果の意義】

本研究からの重要な政策的示唆として、中国企業データを用いることによる「強制的開示」と「自発的開示」の情報の質の差の検証を可能とした結果、規制当局は、マーケットの見えざる手に頼り、経営者による予測情報の「自発的開示」に委ねることは、情報の質という側面で十分であることが示された点である。

【論文情報】

雑誌名：*Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*

論文タイトル：Mandatory vs. voluntary disclosure of management forecast in China

著者：

Xiaobai Zhang, Graduate School of Economics, Nagoya University

Hu Dan Semba, Graduate School of Economics, Nagoya University (Contact Author)

Hong Xu, Graduate School of Economics, Nagoya University

DOI: 10.1080/16081625.2020.1845003