

松 山 大 学 論 集
第 30 卷 第 1 号 抜 刷
2 0 1 8 年 4 月 発 行

EDGAR および EDINET における 会計報告書の開示パターンの分析

中 溝 晃 介

EDGAR および EDINET における 会計報告書の開示パターンの分析

中 溝 晃 介

第1節 はじめに

企業は企業内外の利害関係者（ステイクホルダー）に対して多くの情報を開示している。これらの情報開示は、情報利用者の意思決定に役立つことを目的として行われている。上場企業のように市場で広く資金を調達する場合、企業の経済社会に与える影響が大きいことから、法律にもとづいた会計情報の作成・開示が義務付けられている。法律の影響を受ける企業は複数の会計報告書を作成しなければならない。

情報利用者と情報開示者である経営者との利害は時に対立することがある。特に企業の業績が悪化した場合、経営者は可能な限りその情報を隠そうとするかもしれない。その行動は時に計上すべき金額を計上しないなどの不正という行為として表れる。不正ではなく、会計ルールの選択や解釈において、業績への影響を軽減させる方法もある。一方で、情報利用者は、企業にとって悪影響を与える情報は早く知りたいと考えるだろう。また、そのような情報は詳細である方が望ましい。情報を隠したい経営者と情報を知りたい利用者が対立する点の一つである。

企業の情報開示は経営者の様々な思惑が含まれていると考えられており、これまであらゆる角度から研究が行われてきた。その中の視点の一つに、情報を開示する時間について研究を行うものがある。経営者は情報開示のタイミングをある程度自由に選択することができる。反対に、その情報開示の正確なタイ

ミングは情報利用者には知らされていないのである。先行研究では、企業の決算情報に関するニュースが開示される時間の特徴を明らかにすることが行われている。

経験的に金曜の夕方には企業にとって都合の悪いニュースが含まれることが多い。金曜日の夕方に悪いニュースを発表すると、土日を含めることでそのニュースを咀嚼する時間が確保でき、株価の下落といった企業にとっての悪影響を小さくする狙いがある。また、曜日は関係なく夕方という時間帯は、株式市場が閉鎖しているため、株式市場への即時的な影響を受けないという狙いがある¹⁾。このように、一見ばらつきが見られる企業の情報開示に対して、経営者が何等かの意図（機会主義的な行動）をもって発表のタイミングを選択し偏りがあるという考えが研究の背景としてある。

タイミングの偏りは投資家の「注意力の限界 (limited attention)²⁾」と経営者の「機会主義的行動」によるものであると言われている。これは、投資家が常に市場を監視できているわけではなく、注目の高いまたは注目の低い時があるという考えである。したがって、企業は注目の低い時に悪いニュースを公表することで、その影響を最小限にしようとするかもしれない。他にも注目の高い時に良いニュースを公表し、目立たせようとするといった行動も考えられる。このような機会主義的な行動を経営者が取るかどうか注目されている。

本研究の問いは、企業の情報開示はどのタイミングに偏りがあるのか、である。これまでの先行研究では、情報開示のタイミングに関する記述が大まかなものが多い。これは開示時間に関するデータが不足していたことが原因である。しかし、現在では情報開示の環境が整備されており、日本であれば金融庁のEDINETや東京証券取引所のTDnet、アメリカであれば証券取引委員会のEDGARを通して、開示時間のデータを入手することができる。これらのデー

1) 実際に効果があるかどうかについても意見が分かれている。代表的な文献は Della and Pollet [2009] や Hirshleifer *et al.* [2009] が詳しい。

2) Hirshleifer and Teoh [2003] が詳しい。

データを収集し、情報開示のタイミングを詳細に記述することが本研究の目的である。

本論文の構成は以下の通りである。第2節では研究背景と先行研究のレビューを行う。第3節ではデータ収集の方法について述べる。第4節でデータ分析を行い、第5節で考察とまとめを行う。

第2節 研究背景と先行研究

(1) 研究背景

会計情報は入手方法が複数存在している。決算書といっても、会社法が定める決算公告の計算書類等なのか、金融商品取引法が定める有価証券報告書の財務諸表なのか、東京証券取引所が定める決算短信の財務諸表なのかによって、記載される内容が異なっている。有価証券報告書を提出している企業は会社法の決算公告を兼ねているため、一般的に決算書というと、有価証券報告書または決算短信を指す。

日本の会計情報開示では、主に決算短信と有価証券報告書を対象とすることが多い。どちらも、一年間の会計期間をまとめた年次報告書と3ヶ月毎の四半期報告書を提出することになっている。決算短信は決算日から45日以内に開示、有価証券報告書は決算日から3ヶ月以内に開示しなければならない。一方で、決算短信は監査の対象とはならず、有価証券報告書は監査対象となる。財務諸表以外の情報量は有価証券報告書の方が多く、企業情報や株主の情報、リスクに関する記述もみられる。

企業の会計情報は早く知ることができれば市場にとって有利であるが、インサイダー取引の規制等もあり、基本的には企業の情報開示を待たなくてはならない。日本の環境では、有価証券報告書よりも前に決算短信が開示される。監査による保証が得られていなくとも、開示が早い決算短信は注目度が有価証券報告書よりも高く、メディアにも取り上げられることが多い。TDnetを通して、業績予想の修正が開示されている。これらの決算書以外にも会計情報を

得る方法がある。例えば、経営者が業績予想（management forecast）を発表する企業がある。また、アナリストが取材等を基に企業の業績予想を発表している。

アメリカの環境でも日本と似た情報開示が行われている。監査の対象となる年次報告書はアメリカ証券取引所の EDGAR から開示されている 10-K と呼ばれる報告書である。四半期報告書は 10-Q と呼ばれている。日本の決算短信にあたる、監査を受けていない速報的な役割の報告書はない。代わりに 8-K と呼ばれる報告書を通して、株主が知るべき重要な出来事を開示している。この 8-K には、業績の修正も含まれている。

アナリストによる業績予想は日本よりも活発に行われており、多くの先行研究が分析対象とするニュースや収益発表は、SEC から開示される報告書よりも前に発表される報道を指している。また、経営者による業績予想は日本よりも積極的であったが、予想は義務ではなく、近年は予想を出す企業も減少傾向にある。

日本でもアメリカでも、監査された年次報告書および四半期報告書は情報開示の中でも遅い方であることがわかる。そのため、株式投資を行う情報利用者にとって、これらの財務諸表には新しい情報を与えるという役割はほとんどないものとされている。Ball and Shivakumar (2008) は、財務諸表が短期的な株価に与える影響は 1 - 2 % 程度であることを指摘した³⁾。ただし、Ball (2013) において、財務諸表に価値がないわけではなく、会計情報の社会的価値と短期的な株価収益率とは関係がないだけで、財務諸表の役割の一つは「確認 (confirmation)」であると主張している⁴⁾。音川・森脇 (2017) は、決算短信の方が有価証券報告書よりも、開示前後の株価や出来高の変化が顕著であることを明らかにした⁵⁾。

3) Ball and Shivakumar [2008], p. 1011.

4) Ball [2013], p. 848.

5) 音川・森脇 [2017], 14 頁。

先行研究は、監査された報告書（有価証券報告書や10-Kなど）の機能や意義を否定しておらず、株価とは別のところにあるものと指摘している。仮に経営者が、報告書には新しい情報がないと感じているのであれば、その開示タイミングには機械主義的な意味はないものとなる。タイミングの偏りもどこかに集中せず、分散することが予想される。開示タイミングに偏りがあるのであれば、機械主義的な行動がないと否定することはできない。ここに早期開示ではない報告書のタイミングに焦点を当てる意義があると考ええる。したがって、分析対象のデータはEDINETに開示される有価証券報告書と四半期報告書（半期報告書を含む）、EDGARに開示される10-Kと10-Qに限られる。

(2) 報告書の開示環境

企業はそれぞれの機関が運営するシステムを通して情報開示を行うことになっている。日本の場合、企業は各種報告書をEDINETに開示しなければならない。EDINETにおける開示の受付間は平日の9:00から17:15の間である。アメリカの場合、企業はEDGARに提出することになっており、受付時間は平日の6:00から22:00（東部時間）と定められている。また、EDINETスタッフによるサポートは9:00から17:45（昼休み12:00から13:00）まで、EDGARスタッフによるサポートが利用可能な時間は9:00から17:30までの間である。情報利用者は、開示された情報であれば、基本的に24時間閲覧することが可能である。

情報利用者は、EDINETやEDGARのシステムに提出された報告書をすぐに閲覧することができる。システム上では提出日時（Accepted Time）が記録されており、その時間と閲覧が可能となる時間はほとんど同時である。EDGARの場合、17:30を過ぎてから提出された報告書は翌営業日の6:00時以降でなければ閲覧ができない。例えば、10:00に提出された報告書は僅かな時差があるものの同じ時刻に閲覧が可能となる。一方で、18:00に提出された報告書は翌営業日の6:00を過ぎるまでEDGAR上での閲覧はできない仕組みで

ある⁶⁾

企業は報告書を提出する際、定められた期限を守らなくてはならない。日本では、有価証券報告書は決算日から3ヶ月以内、四半期報告書は対象の期末から45日以内、半期報告書は上半期末から3ヶ月以内と定められている。アメリカでは、締め切りまでの日数は会社の規模と報告書の種類によって複数のパターンが存在する。企業は市場に出回っている株式（浮動株：public float）の金額によって3パターンに分けられる。浮動株の金額が7億ドル以上の会社は“Large Accelerated Filer”，浮動株の金額が7,500万ドル以上7億ドル未満の会社は“Accelerated Filer”，浮動株の金額が7,500万ドル未満の会社は“Non-accelerated Filer”と区分される。また，“Smaller reporting company”という区分もあるため、本研究では“Non-accelerated Filer”に統一している。次に、報告書は10-Kと10-Qの二つあるが、会社の規模に応じて締め切りまでの日数が異なっている。“Large Accelerated Filer”の場合、10-Kは決算日（Period of Report）から60日、10-Qは決算日から40日である。なお、決算日が2006年12月14日以前の10-Kについては75日である。“Accelerated Filer”の場合、10-Kは決算日（Period of Report）から75日、10-Qは決算日から40日である。“Non-accelerated Filer”の場合、10-Kは決算日（Period of Report）から90日、10-Qは決算日から45日である⁷⁾。締め切りまでの日数を図示したものが【図表1】である。

企業は報告書をWebページとして閲覧可能なHTML形式で作成しているが、XBRL形式でも作成しなければならない。XBRLとは、「標準化されたビジネス報告言語（Extensible Business Reporting Language）」といい、プログラミング言語のXML（Extensible Markup Language）を利用して、情報を電子的に利用しやすいように記述するコンピュータ言語である。例えば、XBRLでは、

6) 企業が独自のホームページのIRページにて同じ情報を公開している場合、翌営業日まで待たずとも企業のホームページから閲覧できることもある。

7) 海外企業が提出する20-Fの提出期限は決算日から4ヶ月以内である。

図表 1 各種報告書提出の締切

日本の場合

	有価証券報告書	四半期報告書	半期報告書
金融商品取引法の影響を受ける企業	3ヶ月	45日	3ヶ月

アメリカの場合

	10-K の締切	10-Q の締切
Large Accelerated Filers	決算日が2006年12月15日より前の報告書：75日 決算日が2006年12月15日以降の報告書：60日	40日
Accelerated Filers	75日	40日
Non-accelerated Filers	90日	45日

売上のタグを用いて100万をマークアップすることで「売上は100万ドルである」という内容を記述することができる。

両国でXBRL化されている範囲が異なっている。日本では、2008年にXBRLを導入・義務化した。最初は財務諸表のみがXBRL化の対象であったが、2013年より有価証券報告書の全てがXBRL化されている。アメリカでは、10-Kや10-Qの全体をXBRLで作成しているわけではなく、Item 8を中心とした一部のみがカバーされている。XBRL形式の報告書は全ての会社が作成しなければならない。SECは2009年にXBRLを導入し、初年度から段階的に義務対象を拡大させ、2011年には上場企業の全てを対象とした。情報利用者は、HTML形式の10-Kや10-Qと同様に、EDGARからXBRL形式のデータを利用することができる。なお、両国共にXBRL形式のデータは監査を受けていないため、情報に誤りが含まれる可能性がある。

(3) 開示時間を分析した先行研究

多くの先行研究はアメリカのデータを対象としており、情報開示の時間と市場との関係に注目している。アメリカの株式の取引市場は9:30から16:00の間で取引が行われる。市場が開かれている時を境目として、時間を取引開始前(9:30より前)、取引中(9:30から16:00)、取引終了後(16:00より後)の三つに区分することが多い。また、取引中に発表する企業の割合が低いことから、取引中のデータを削除し、取引開始前と取引終了後の二つの区分を対象に分析することもよくある手法である⁸⁾。

発表時間と並んで何曜日に収益発表が行われたのかを変数に含める研究も多い。収益発表は平日に行われるため、曜日は土日を除く、月曜から金曜の5つに区分される。それぞれの区分で特徴を見出す研究もあれば、月曜から木曜と金曜の2つのグループに分類し分析を行う研究方法もある。どちらかと言えば、後者の方が採用される傾向にある⁹⁾。

先行研究の中にはオリジナリティがありかつ結果として有効な変数を見出したものがある。Doyle and Magilke (2009) は収益発表を行う企業の所在地と業種分類を変数として加えた。所在地は時差の影響を考慮したものであり、アメリカ東部や中央部に位置する企業は発表時間が早くなり、山岳部や西部に位置する企業は遅くなる傾向があるという。また、Fama and Frenchの業種分類を考慮して分析した結果、27の業種に有効性が認められることを発見している。deHaan *et al.* (2015) は、一年の中で繁忙期とそうでない期間があることを発見し、繁忙期には市場の注意が弱まることを発見した¹⁰⁾。

先行研究の結果は混在している。時間的な特徴については、取引中の発表が5%未満と極端に少なく、取引開始前と取引終了後に発表が集中しているとい

8) Doyle and Magilke [2009]; [2015]; deHaan *et al.* [2015]; Michaely *et al.* [2016]; Lyle *et al.* [2016].

9) Della and Pollet [2009]; Doyle and Magilke [2009]; [2015]; Marina [2015]; deHaan *et al.* [2015]; Michaely *et al.* [2016]; Lyle *et al.* [2016].

10) Doyle and Magilke [2009], p. 174; deHaan *et al.* [2015], p. 43.

う結果がある。加えて、金曜日の夕方は、比較的発表件数が少ないが、悪いニュースが含まれる可能性が高いことが指摘されている。金曜日の発表に関する解釈は、悪いニュースを隠すためという意見（ネガティブ）と悪いニュースを咀嚼する時間を確保するためという意見（ポジティブ）に別れている。真実を確かめることは困難であろう。先行研究によってニュースの良し悪しの定義が異なることも注意しなければならない。経営者の業績予想と実績利益を用いる研究もあれば、アナリストの予想と実績利益を用いる研究もある。当然のことではあるが、研究結果は研究設計に依存しているため、設計が異なれば結果も異なることがある¹¹⁾

経営者が収益発表のタイミングを、ニュースに合わせて切り替えるかそれともニュースに関係なく一貫するかという視点を用いた研究がある。切り替える経営者のグループから有効な結果を見出せたなら、機会主義的な行動を認めることができるが、こちらの結果も混在している。deHaan *et al.* (2015) は、経営者がタイミングを頻繁に変更すると主張する¹²⁾ のに対して、Lyle *et al.* (2016) は切り替えが生じることは稀であると主張する¹³⁾ 原因の一つとして、先のニュースと同様に、何をもって切り替えているか、の設計が研究によって異なっていることが挙げられる。

小括すると、時間と曜日は重要な変数であり、可能であれば企業の所在地や業種分類、繁忙期を変数として含めることが有効であることが分かる。しかし、発表の締め切りについて触れられている研究は見られなかった。決算報告は処理が煩雑である上に、通常業務と並行して行わなくてはならないため、企業は締め切り間際まで準備に追われていると予想される。したがって、本研究では時間と締切日に焦点を当てて検討を行う。

11) Doyle and Magilke [2009]; deHaan *et al.* [2015]; Michaely *et al.* [2016]; Lyle *et al.* [2016].

12) deHaan *et al.* [2015], p. 53.

13) Lyle *et al.* [2016], p. 2.

第3節 データの収集

(1) 日本の EDINET のデータ

EDINET に開示されているデータは、総合企業情報データベース *co1* から取得することができる。しかし、*co1* でも開示時間のデータは提供されていないため、本研究では EDINET から直接収集する方法をとる。対象となる企業をリストアップするため、EDINET から EDINET コードリストをダウンロードした。リストには 9,812 件のコードが含まれており、提出者種別が「内国法人・組合」に絞ったところ 4,419 件のコードが残った。

次に、コードリストを参照し、書類種別を「有価証券報告書」、「四半期報告書」、「半期報告書」に限定し、EDINET 上で「XBRL を含む書類のみを検索対象とする」にチェックを入れたものを対象としてダウンロードを行った。本研究ではクローリングおよびスクレイピングの作業はプログラムを作成し実行している。実行の結果、4,419 件の E コードから、57,087 件の開示時間に関するデータを取得した。なお、EDINET では有価証券報告書のデータは受付後過去 5 年間、四半期報告書と半期報告書については受付後過去 3 年間の保管を、縦覧可能な期間として定められている。したがって、本データは 2013 年 2 月 25 日から 2018 年 2 月 26 日までが対象である¹⁴⁾

(2) アメリカの EDGAR のデータ

アメリカ EDGAR についても日本の EDINET と同様に、公開された決算開示の正確な時間を必要とするため、可能な限り EDGAR からデータを収集することを目指している。Bartov *et al.* (2015) で指摘されているが、Compustat のデータは一部不正確な点が見られる¹⁵⁾。そこで、CIK コード¹⁶⁾を基に EDGAR か

14) アメリカの EDGAR のデータ数が EDINET に比べて多いため、可能な限り日本の EDINET データを期間という範囲で除外しないようにしている。

15) Bartov *et al.* [2015], p. 14.

ら必要なデータを収集するプログラムを開発した。一部データに関しては、XBRL 形式のデータから取得している。

まず、CIK コードのリストを作成するために、Compustat と AuditAnalytics の二つのソースを利用する。Compustat は、2005 年 1 月から 2016 年 12 月までを範囲として、Quarterly¹⁷⁾ に含まれる 14,572 件の CIK コードを得た。AuditAnalytics は、2005 年から 2016 年までの範囲に含まれる 27,212 件の CIK コードを得た。二つのソースを交差させると、29,784 件の CIK コードが得られる。

29,784 件の CIK コードを基に、SIC コードおよび会社の所在地 (“state location”), そして Fama and French の業種コードを取得する。この段階では、(1) CIK リストには存在しているが、EDGAR では存在が確認できない会社、(2) CIK リストには存在しているが、SIC コードが存在しない会社が削除される。結果として 27,561 件の CIK コードが残る。次に Fama and French の業種コード (FF コード) を取得する。Fama and French の業種コードは SIC コードを基にして出力されるコードである。本研究では 48 業種に分類されるコードを用いているが、48 業種のどれにも属さない SIC コードが三つ存在する。SIC コード「3990: Miscellaneous Manufacturing Industries」, 「6189: Asset-backed Securities」, 「9995: Unknown」の三つである。このうち、SIC コード 6189 は 10-K や 10-Q を公開することが少ないため、今回の対象から除外する。SIC コード 3990 は FF コード 48 “other” へ分類し、SIC コード 9995 は FF コード 49 “Unknown” として新設する。結果、SIC コード 6189 の 6,718 件を除いた 20,843 件の CIK コードが残った。

20,843 件の CIK コードを基に EDGAR から必要なデータをダウンロードする。10-K や 10-Q のページからは “Filing Date”, “Accepted”, “Documents”,

16) EDINET の E コードにあたるコード。

17) Annual のデータベースに含まれる全ての CIK コードは Quarterly に含まれることを確認している。

“Period of Report”, “Filing Date Changed”, および“Type”を取得する。“Accepted”は提出書類が受理された時間を示している。17:30を過ぎていない限り, “Accepted”の時間が公開かつ閲覧が開始された時間である。“Type”は10-Kと10-Qを識別するために用いる。本研究では, 10-K/A や10-Q/A などの報告書は対象外としている。

次に, 10-K および10-Q を含むデータの範囲を“Accepted”が2007年1月1日から2016年12月31日までの10年間に限定し整理する。本研究では決算開示のタイミングに焦点を当てているため, 決算日ではなく発表日が基準となっている。したがって, 2006年に決算日を迎えた報告書が含まれる一方で, 2016年の決算日を迎えた報告書が全て含まれているわけではない。整理した結果, 15,445件のCIKコードおよび314,984件の決算開示データを得た。

一部のデータはXBRL形式の10-Kおよび10-Qから取得する。会社規模を示すデータ, 年度, 四半期を示す番号が含まれる。なお, 全ての企業にXBRLが義務化されたのは2011年以降であるため, XBRLデータが揃う件数は整理後の件数より減少する。他のデータベースから同様のデータを取得できる可能性はあるが, データの結合操作に不安が残るため, XBRL形式を通して取得するという方法をとっている。XBRLデータが取得できるものとして, 10,568件のCIKコードおよび157,905件の決算開示データが残った。

以上の結果を示したものが【図表2】である。

図表2 EDINET および EDGAR のデータ

日本の EDINET	E コード	決算開示
EDINET から得られる全ての E コード	9,812	
除外：提出者種別が「内国法人・組合」以外の E コード	5,393	
提出者種別が「内国法人・組合」の E コード	4,419	
2013年2月25日から2018年2月26日に提出された XBRL データを含む決算開示データ	4,419	57,087
アメリカの EDGAR	CIK	決算開示
Compustat North America Fundamentals Quarterly 2005.01-2016.12	14,572	
AuditAnalytics Accelerated Filer 2005-2016	27,212	
除外：共通部分として含まれるコード	(12,000)	
Compustat と AuditAnalytics から得られる CIK コード	29,784	
除外：ページが存在しない企業、SIC コードが存在しない企業	(2,223)	
除外：SIC コードが 6189 の企業	(6,718)	
SIC コードと企業の所在地が明らかな CIK コード	20,843	
除外：2007年から2016年に含まれない企業 “10-K” と “10-Q” を提出していない企業	(5,398)	
“10-K” と “10-Q” を期間内で提出する CIK コード	15,445	314,984
除外：XBRL データを提出していない企業		
“10-K” と “10-Q” を期間内で提出し、かつ XBR データがある CIK コード	10,568	157,905

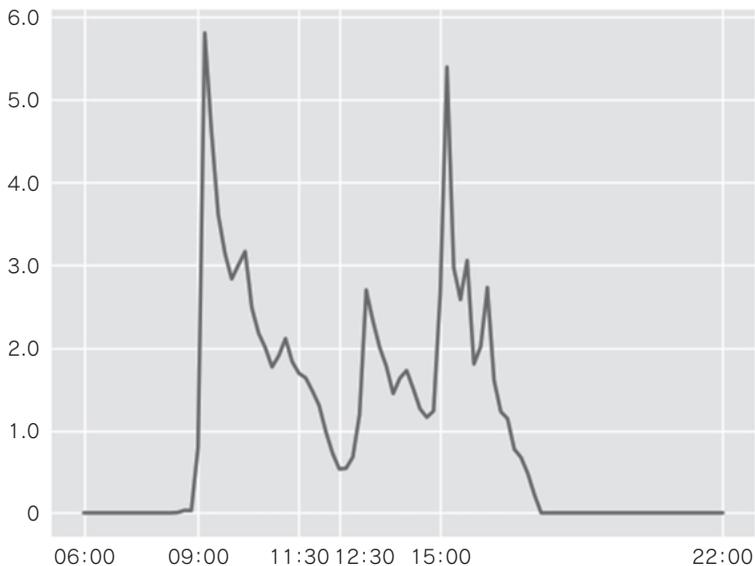
第4節 開示時間のパターン

(1) 日本の場合

第一に、EDINET から取得した全ての開示時間データ 57,087 件を時間帯別に整理する。時間データは分単位で記録されているが、粒度が細かいため 10 分単位で整理する。例えば、10:12 に開示されたデータは、10:10 から 10:20 までの区分で数えている。それを図示したものが【図表 3】である。

図 1 を見ると、大きなピークが 9:00 と 15:00 に二度、次いで 13:00 にやや大きいピークがあり、13:00 前には最も少ないボトムが確認できる。日本の株式市場は 9:00 から 11:30 までの前場と 12:30 から 15:00 までの後場にわかれており、間に 1 時間の休憩がある。決算書の開示時間が 15:00 過ぎに増加していることは、株式市場への影響を考慮していることがうかがえる。

図表 3 EDINET の開示時間別グラフ (全データ)

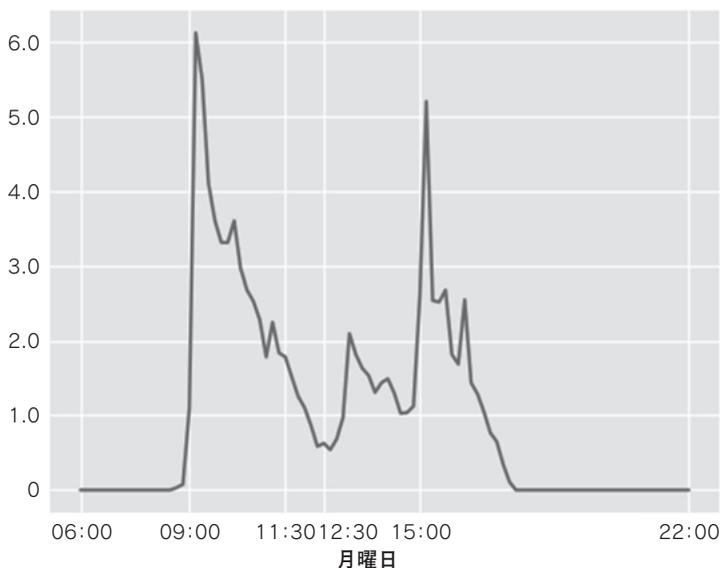


しかし、9:00と13:00の開示に関しては、市場が開いている時間のため、別の動機があるものと考えられる。

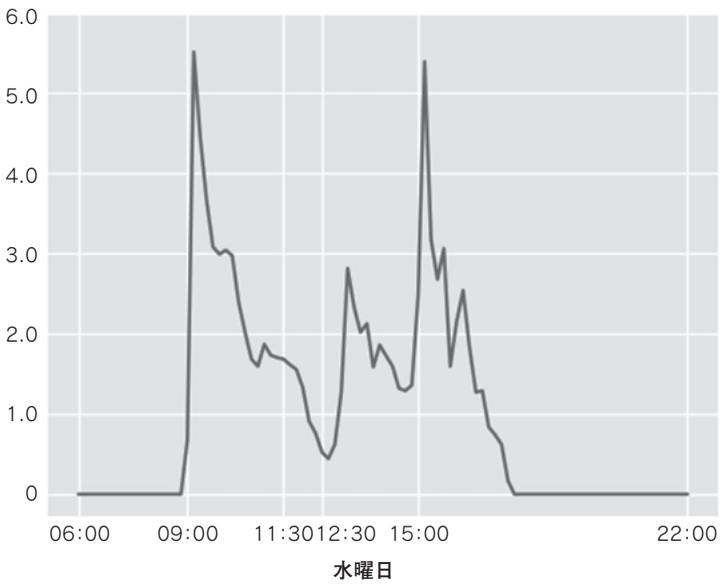
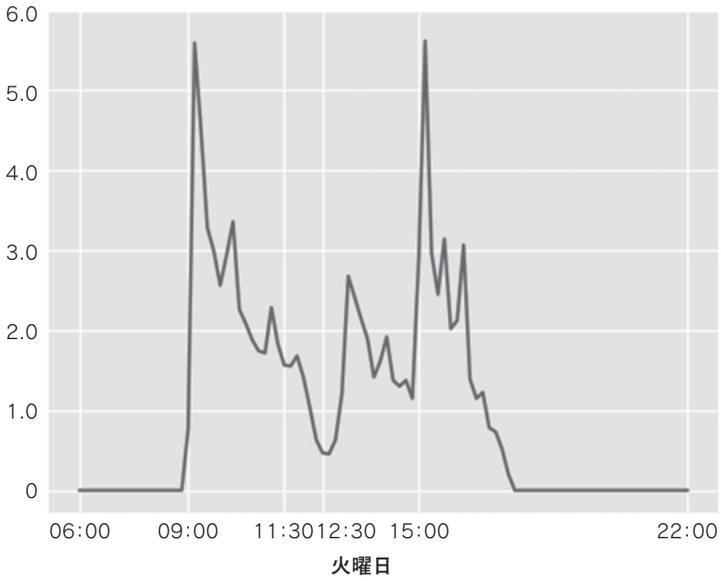
第二に、曜日について取り上げる。EDINETの受付は平日に行われているので、月曜日から金曜日までの五つに区分する。日本の場合、六曜（大安や仏滅など）の影響も考えられるため六曜別に区分したのも追加分析として取り上げる。曜日別のグラフを【図表4(a)】に、データ数を【図表4(b)】に示す¹⁸⁾

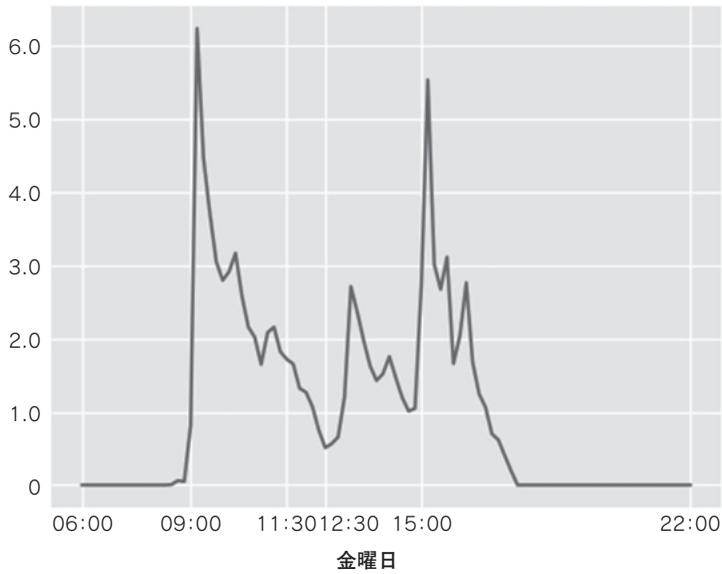
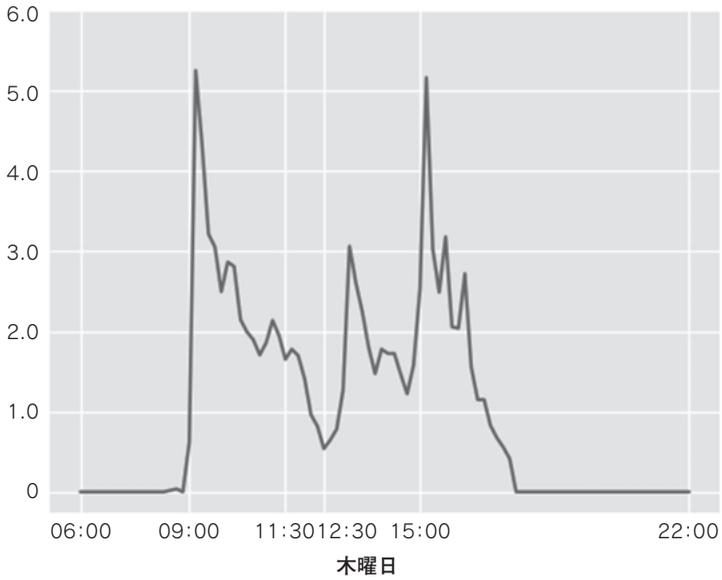
曜日別にみても、データ数に違いが生じることがわかる。最も決算開示が行われたものは金曜日であり、全体の32.6%もの決算が金曜日に行われていることになる。最も少ない火曜日と最も多い金曜日では2倍以上のデータ数の差が生じた。また時間帯別の開示をみても、金曜日の前場の時間帯が全

図表4(a) 曜日別グラフ



18) 六曜のグラフも作成したが、曜日別と同様に、大きな違いが見られなかった。紙面幅を考慮し、数値のみを示すこととする。





図表 4 (b) 曜日別・六曜別のデータ数

曜日	データ数		六曜	データ数	
月曜	9,252	16.2%	大安	10,732	18.8%
火曜	7,920	13.9%	赤口	10,525	18.4%
水曜	10,153	17.8%	先勝	5,694	10.0%
木曜	11,139	19.5%	友引	8,292	14.5%
金曜	18,623	32.6%	先負	11,168	19.6%
全体	57,087	100.0%	仏滅	10,676	18.7%
			全体	57,087	100.0%

	06:00-	09:00-	11:30-	12:30-	15:00-	計
	08:59	11:29	12:29	14:59	22:00	
月曜	0.2%	7.7%	1.0%	3.3%	4.0%	16.2%
火曜	0.1%	5.6%	0.9%	3.4%	3.8%	13.9%
水曜	0.1%	7.2%	1.2%	4.4%	4.9%	17.8%
木曜	0.1%	7.7%	1.4%	5.1%	5.3%	19.5%
金曜	0.3%	13.9%	2.1%	7.6%	8.7%	32.6%
全体	0.9%	42.1%	6.6%	23.8%	26.6%	100.0%

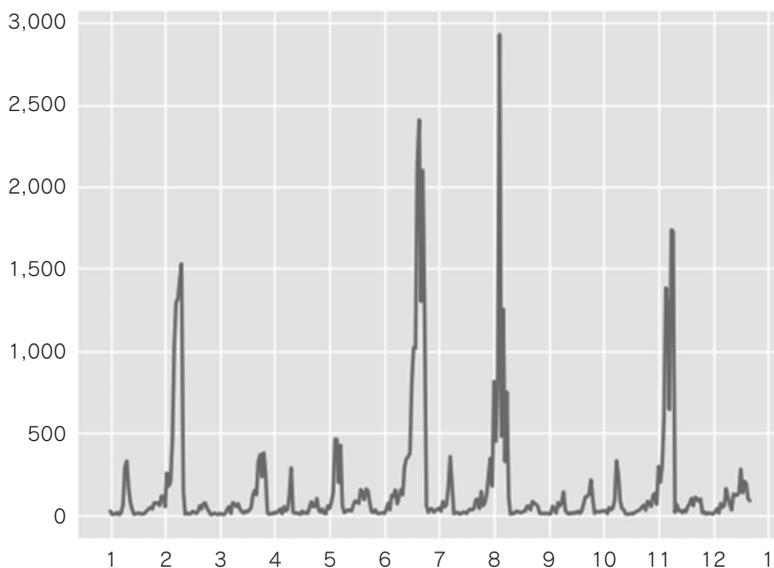
	06:00-	09:00-	11:30-	12:30-	15:00-	計
	08:59	11:29	12:29	14:59	22:00	
大安	0.2%	7.7%	1.3%	4.6%	5.0%	18.8%
赤口	0.2%	8.2%	1.2%	4.2%	4.6%	18.4%
先勝	0.1%	4.2%	0.6%	2.3%	2.8%	10.0%
友引	0.1%	6.0%	1.0%	3.5%	3.9%	14.5%
先負	0.2%	8.2%	1.3%	4.9%	4.9%	19.6%
仏滅	0.1%	7.7%	1.2%	4.3%	5.4%	18.7%
全体	0.9%	42.1%	6.6%	23.8%	26.6%	100.0%

体の1割以上と最も多い決算開示がなされている。次いで、金曜日の市場閉鎖後の時間帯が8.7%と多い。この二つのピークが金曜日の開示件数の増加の原因とみられる。よって、金曜日が他の曜日と比べて決算開示の件数が多く、かつ夕方における決算開示も多くなる傾向にある。ただし、最も増加する時間帯は前場の時間帯である。

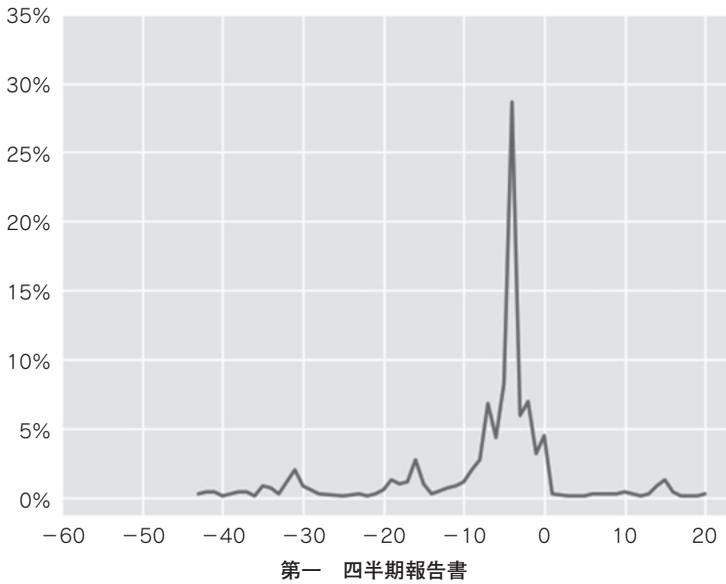
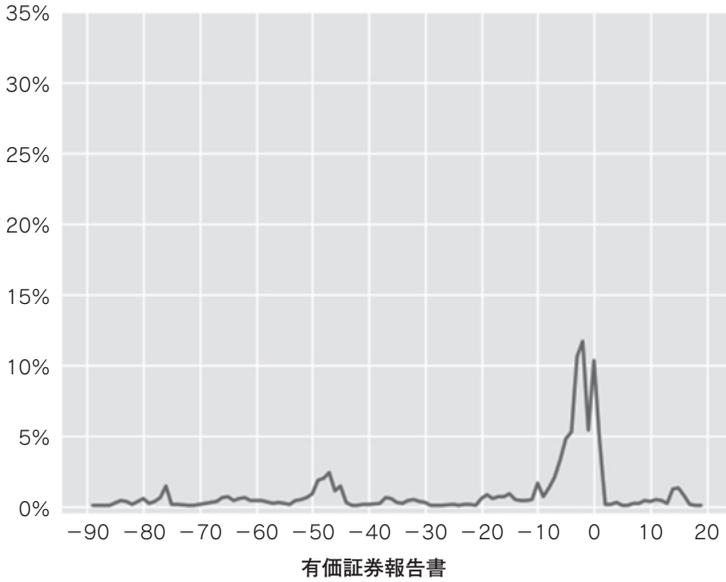
日本ではイベントの開催日等に六曜を考慮することが一般的に知られているが、曜日ほどの差は見られない。特に大安と仏滅のデータ数に違いがないこと、先勝のように特定の時間帯が良いと言われているような日でも時間的な特徴が見られないことから、決算開示における六曜の影響は小さいことが明らかになった。

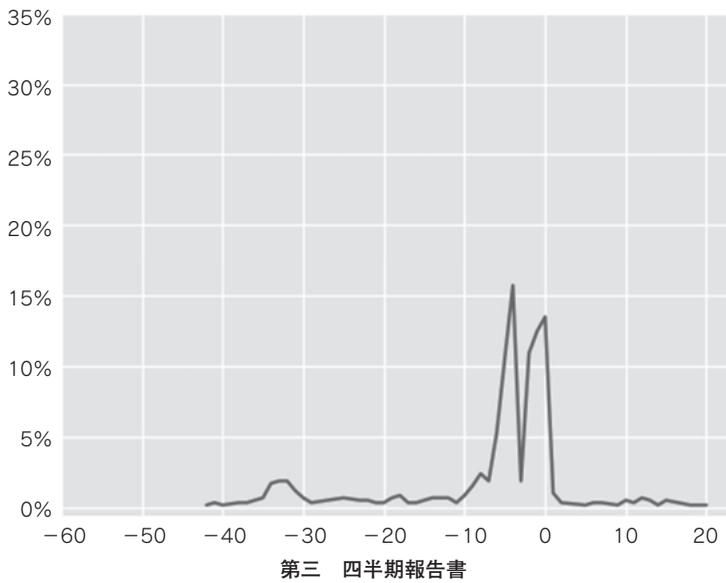
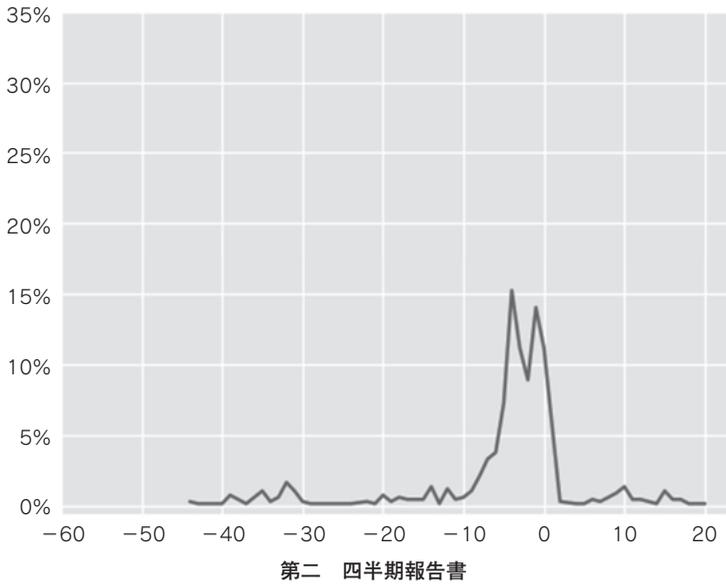
第三に、決算開示の締切について取り上げる。全てのデータを一年間の発生

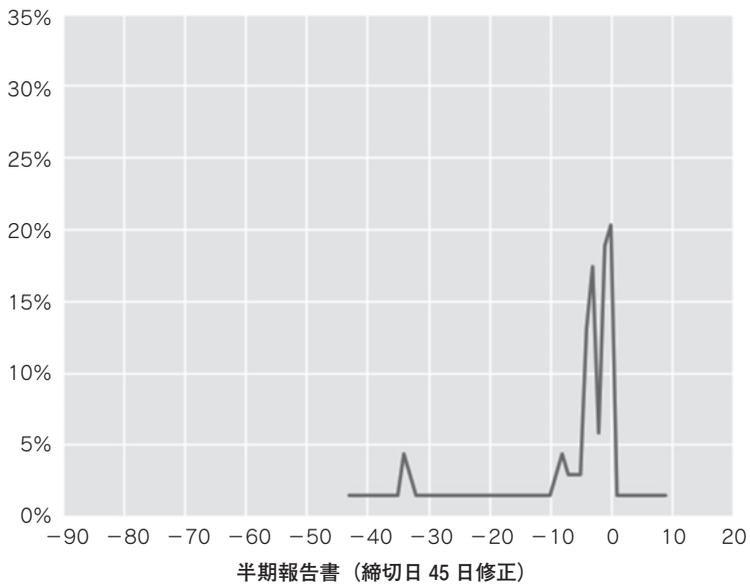
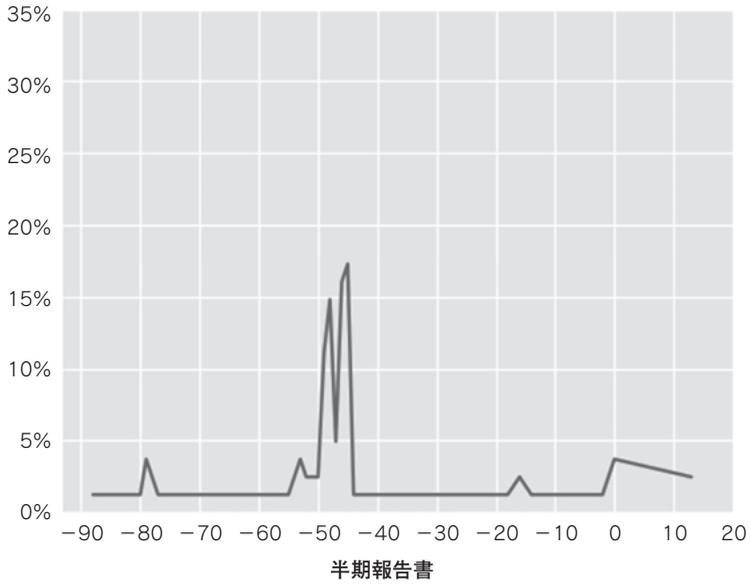
図表 5(a) 一年の決算開示の頻度



図表 5 (b) 報告書別のグラフ







頻度として示したものが【図表 5(a)】である。【図表 5(a)】を見ると、突出して開示数が多いピークが複数存在している。これは、日本企業の多くが決算日を 3 月末、6 月末、9 月末、12 月末に設定しており、それぞれの締切日が重なっていることに加え、各企業の提出が締切日に近いことが考えられる。したがって、全データを「有価証券報告書」、「四半期報告書」、「半期報告書」の三つに分類して分析を行った。報告書の締切日を 0 日とし、1 日前に提出した場合は“-1”，2 日前だと“-2”のように数値を算出した。これらを図示したものが【図表 5(b)】である。なお、四半期報告書については、第一四半期から第三四半期までそれぞれを示している。

【図表 5(b)】を見ると、締切 10 日前までに提出する企業はほとんどなく、大半の企業が 5 日程前から提出することがわかる。四半期報告書の特徴として、仕切日の 3 日前にやや決算開示の件数が減少する日が見られる。これは、締切日と祝日に関係していることが予想される。第一四半期報告書では、多くの企業が 6 月末を末日と設定するため、報告書の締切日が 8 月 15 日となる。この時期に夏季休業である企業が多いため、数日前に決算開示のピークが見られる。同様に、第二四半期報告書では締切日が 11 月 15 日となり、第三四半期では 2 月 15 日が締切日である。データの範囲では、2 月 11 日は建国記念日のため祝日であり、EDINET への提出をすることができない。

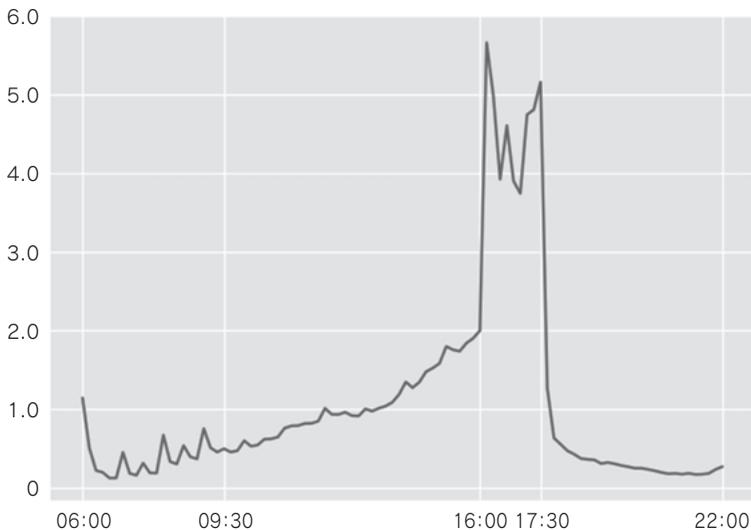
また、半期報告書は締切日までの 90 日（3 ヶ月）で分析を行うと、“-50”日のあたりにピークが訪れる。半期報告書の締切日を 45 日として計算したものを追加で示している。修正したグラフの方が他のグラフとの整合性が取れるが、この原因については本研究の上では不明である。半期報告書のみ 50 日程早く完成させる動機がある可能性、または第二四半期報告書とすべきところを XBRL データ上では半期報告書として登録している可能性もある。今後の課題として参考まで示すに留めておく。

(2) アメリカの場合

第一に、157,905件のデータを時間帯別に整理する。EDGARの時間データは秒単位で記録されているが、秒データでは整理することが困難であるため、EDINETと同様に10分単位で整理した。本研究では、06:00より前のデータ、22:00より後のデータは除外した。その結果、時間外データ79件を除いた157,826件が全データとなる。これらを図示したものが図表6である。

最も大きな特徴は取引後の1時間半(16:00から17:30まで)の時間帯に決算開示が集中していることである。先行研究では、取引終了後に発表件数が増加することは指摘されてきたが、新たに終了後1時間半という具体的な時間帯を発見できたことは重要である。また、取引時間中にニュースを含む収益発表はほとんど行われれないという先行研究の結果に対して、EDGARを通した決算開示を対象とした本研究のデータでは、数多くの開示が行われている。収益発表と決算開示とは異なった時間を選択している可能性がある。

図表6 EDGARの開示時間帯別グラフ(全データ)

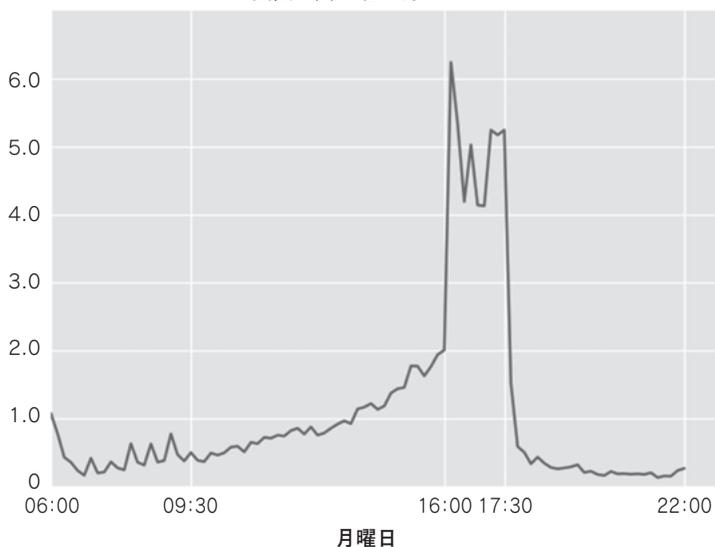


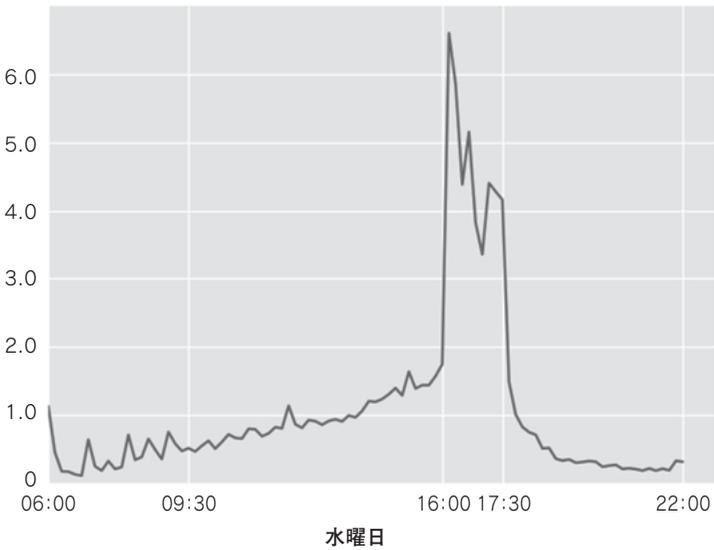
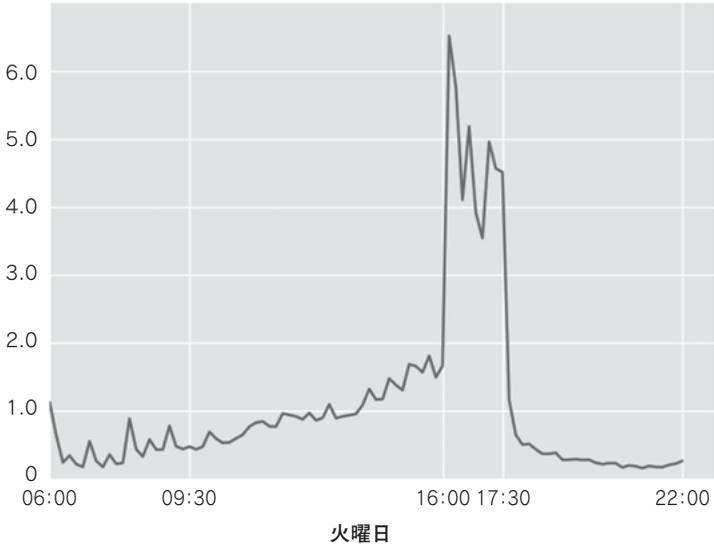
本研究では、取引後の1時間半（16：00 から 17：30 まで）をピーク時と名付け、新たに区分として加える。したがって、本研究では取引時間前（06：00 - 09：30）、取引中（09：30 - 16：00）、ピーク時（16：00 - 17：30）、夜間（17：30 - 22：00）の四つに区分する。

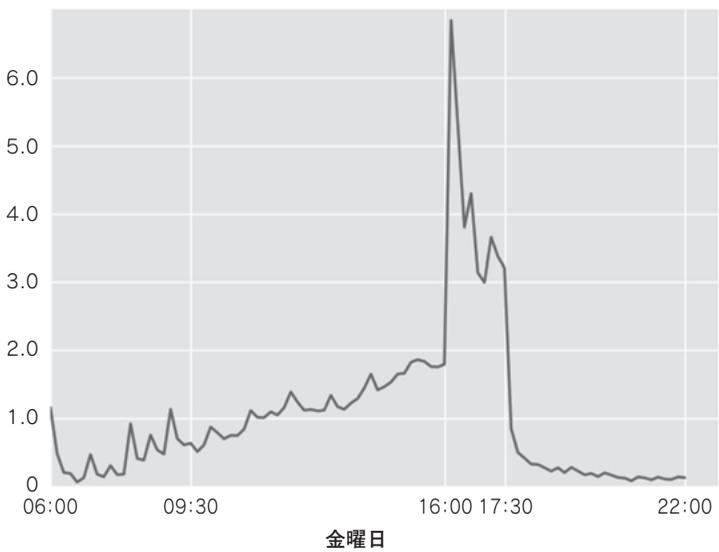
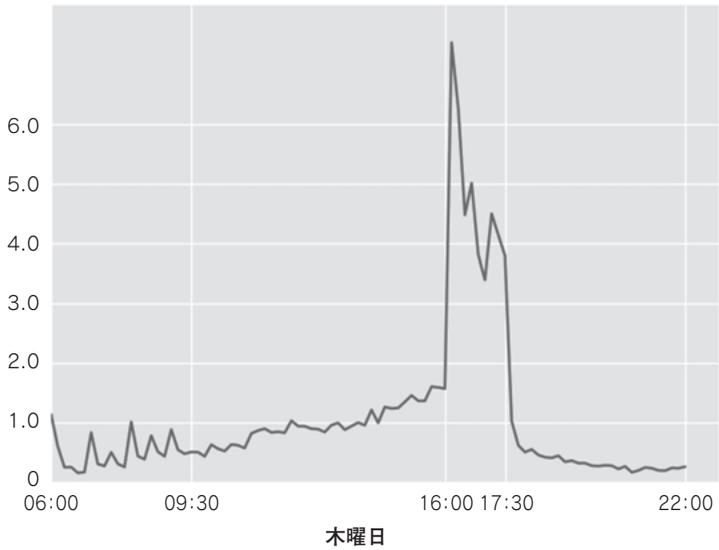
第二に曜日について分析する。曜日別にグラフを示したものが【図表 7(a)】、全体の時間帯別、曜日別に割合を示したものが【図表 7(b)】である。時間帯別に決算開示の頻度を見た結果、取引前は 9.5%、取引中は 40.3%、ピーク時は 41.7%、夜間は 8.6%の決算開示が行われた。曜日については、金曜日の取引中に最も決算開示が多く、金曜日の 17：30 以降が最も決算開示が少ないことが判明した。日本のケースとは異なり、特別に金曜日全体の決算発表が多いこともなく、金曜日の夕方に決算発表が集中することもなかった。

ここでは多くの先行研究が興味を持った曜日についての整理を行った。注目されるべき金曜日の取引終了後には、全体の 9.6%（= 8.2% + 1.4%）の決算

図表 7(a) 曜日別グラフ







図表 7(b) 曜日別のデータ数

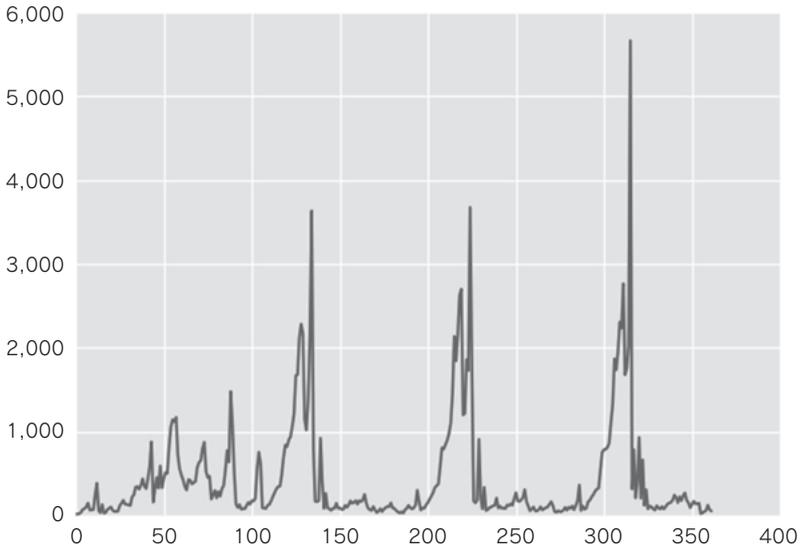
曜日	データ数	
月曜	31,271	19.8%
火曜	27,419	17.4%
水曜	28,566	18.1%
木曜	35,048	22.2%
金曜	35,522	22.5%
全体	157,826	100.0%

	06:00-09:29	09:30-15:59	16:00-17:29	17:30-22:00	計
月曜	1.8%	7.6%	8.9%	1.6%	19.8%
火曜	1.6%	6.8%	7.5%	1.5%	17.4%
水曜	1.6%	6.9%	7.6%	2.0%	18.1%
木曜	2.3%	8.3%	9.5%	2.1%	22.2%
金曜	2.2%	10.7%	8.2%	1.4%	22.5%
全体	9.5%	40.3%	41.7%	8.6%	100.0%

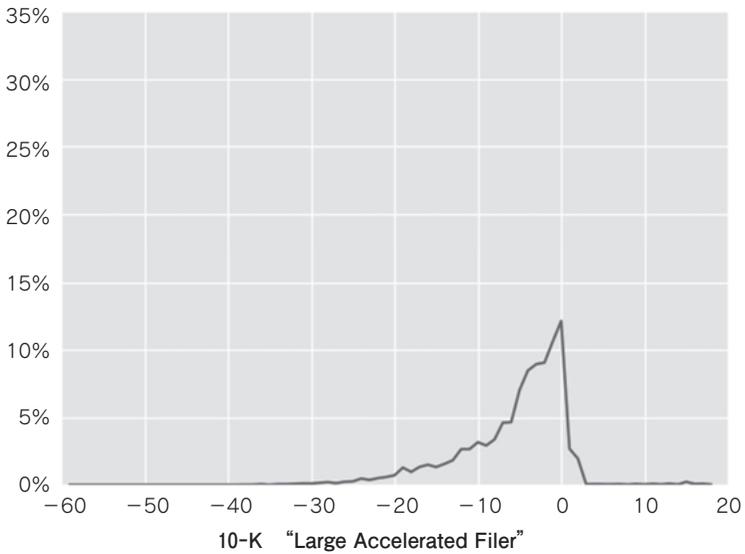
発表が観測された。しかし、決算発表が全ての曜日全ての時間帯で最も多かったのは金曜日の取引時間中である。また、最も少ないのは金曜日の夜間である。収益発表を対象とした先行研究と比較すると異なる結果が生じたことは興味深い。

第三に、会計期間の中の決算開示の繁忙日とは、決算開示の締切日であることを発見した。1月1日から12月31日までを1年間として見るのではなく、期首（1日目）から期末（365日目）までの会計期間を1年間として見ている。その結果を示したものが【図表 8(a)】である。繁忙期の存在は deHaan *et al.* (2015) で発見されているが、本研究ではこの繁忙日を分類された企業別の発表締切日であると見ている。決算開示の締切日は【図表 1】より、10-K が 60 日目、75 日目、90 日目となる。続いて、第一四半期（90 日目に終了）報告書の締切日は 40 日後の 130 日目、45 日後の 135 日目となる。企業分類別に整理した結果を【図表 8(b)】に示す。

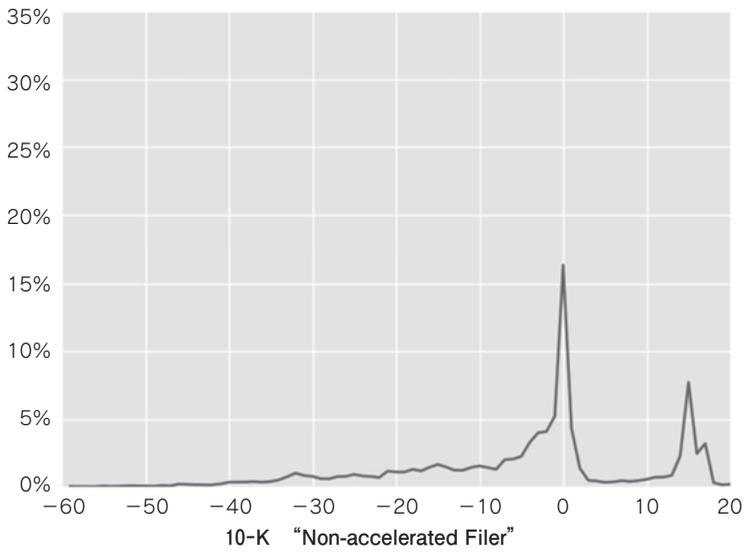
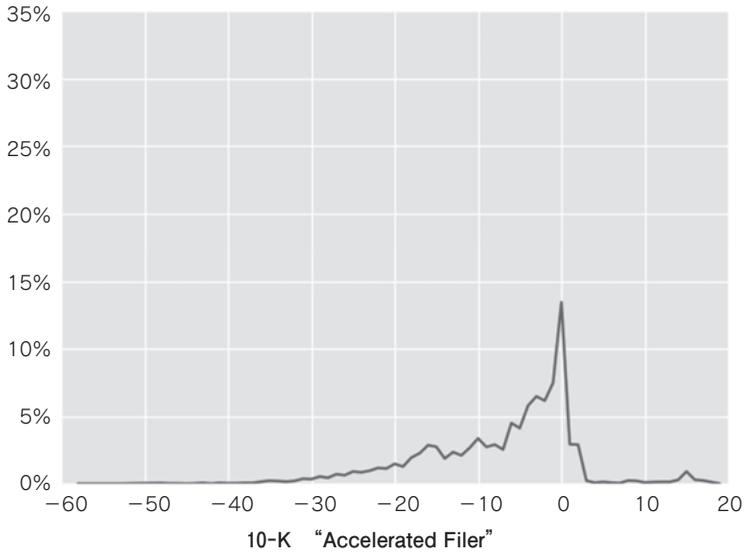
図表 8(a) 一年の決算開示の頻度

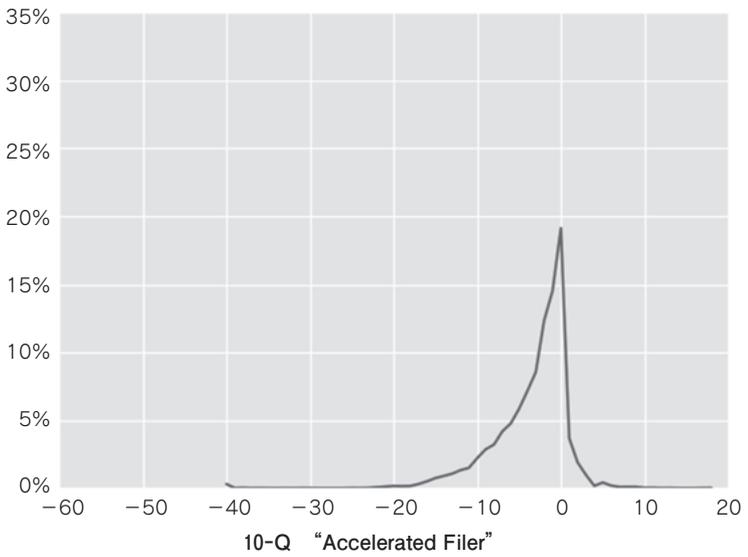
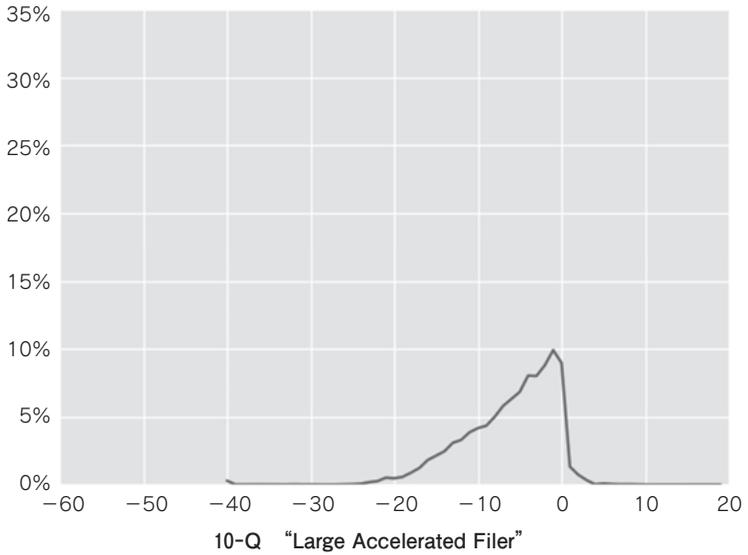


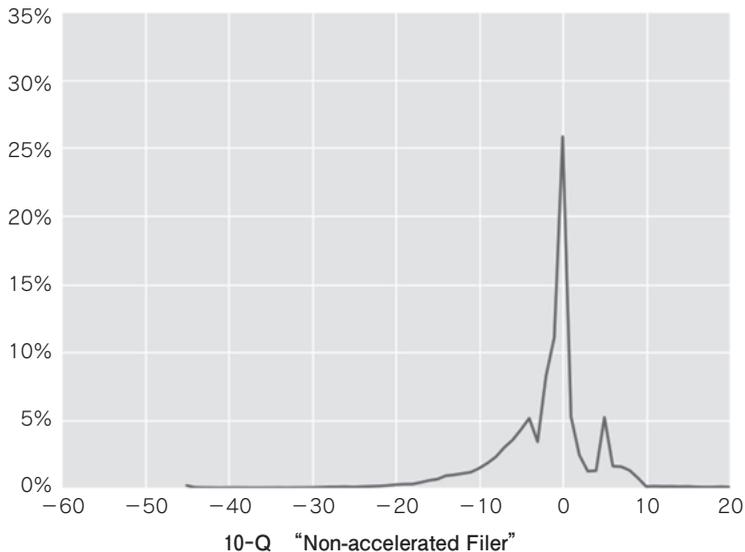
図表 8(b) 報告書別のグラフ



10-K “Large Accelerated Filer”







どの企業分類においても締切日に向けて発表数が増加することが判明した。また，“Large Accelerated Filer”は増加がゆるやかであり，発表日がある程度分散していることに対して，“Smaller Reporting Company”では増加が急になり，発表日が締切日に集中していることがわかる。そして，10-Kと10-Qともに同じような増加傾向となっている。

第5節 考察とまとめ

本研究で発見した事項について考察を行う。第一に，ピーク時はEDINETとEDGARで異なった時間帯に観測された。EDINETのピーク時は前場の9:00と後場の13:00，市場閉鎖後の15:00の三つに観測できる。日本企業の場合，決算発表の市場への影響を考慮しているのは15:00のピークであり，その他は業務上の区切りとして発表を行っている可能性がある。この部分については今後も注視する必要がある。

EDGAR のピーク時は、市場が終了している、かつその日のうちに報告書が閲覧できる時間帯である。ピーク時に収益発表が集中することについては、先行研究でも述べられていることであるが、「注意力の限界」を利用するため、取引終了後に多くの企業が発表を行うことは理解できる。ではなぜ 17:30 までなのであろうか。これは、17:30 を過ぎてしまえばその日のうちに閲覧ができないことに起因すると考える。特に金曜日の 17:30 を過ぎてしまうと、週明け月曜日の 06:00 過ぎまで閲覧することができず、投資家に情報を理解する時間を与えることができなくなってしまう。一方で、報告書のできる限り閲覧されたくない場合、17:30 以降に公開することが効果的であるが、企業数が少ないことから、企業がこの時間帯を好んで選択しないようである。

曜日に関しては日本の EDGAR では金曜日に決算発表の増加が見られたが、アメリカの EDGAR では日本ほどの差は見られなかった。決算発表の件数という点では、曜日の特徴を浮き彫りにさせることはできなかった。しかし、より詳細な分析を行うことで、特に金曜日の特徴を明らかにできるかもしれない。

アメリカの取引中に決算開示を行う企業はカンファレンス・コールの開始時間を考慮している可能性がある。取引中は先行研究の結果とは異なり、多くの決算開示が行われていた。最近では、決算開示直後から収益内容について会見を行う企業がある。その内容はインターネットを通して視聴することができるため、有名な企業の会見は投資家の注目を集めている。例えば、Apple は西部時間の 14:00 からカンファレンス・コールが始まる。西部時間 14:00 は EDGAR 時間でもある東部時間の 17:00 である。仮に、西部時間の 17:00 頃に公開すると東部では 20:00 頃になり、カンファレンス・コールを行う時間も遅くなる。

企業は報告書の作成に時間を要するか、もしくは完成した報告書の公開日を選択しているかのどちらかが考えられる。企業は通常業務に加えて報告書を作成しなければならず、その作成も煩雑であるため、作成に時間がかかることは珍しいことではない。しかし、一部の先行研究では報告書は早々に完成してい

るとの指摘もある。もし企業が報告書を早々に完成させており、かつ即公開しているのであれば、公開日はここまで集中しないはずである。企業が公開日を選択している可能性が残されている。

本稿は、JSPS 科研費 JP26780267 および 2016 年度松山大学国外研究の助成を受けた研究成果である。

参 考 文 献

- Ball, R. [2013], "Accounting Informs Investors and Earnings Management Is Rife: Two Questionable Beliefs," *Accounting Horizons*, Vol. 27, No. 4, pp. 847-853.
- Ball, R. and Shivakumar, L. [2008], "How Much New Information Is There in Earnings?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 5, pp. 975-1016.
- Bartov, E., DeFond, M. L. and Konchitchki, Y. [2015], "The Consequences of Untimely Quarterly and Annual Financial Reporting," *Working paper*, New York University, University of Southern California, and University of California - Berkeley.
- deHaan, E., Shevlin, T. and Thornock, J. [2015], "Market (in) Attention and The Strategic Scheduling and Timing of Earnings Announcement," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 60, pp. 36-55.
- DellaVigna, S. and Pollet, J. [2009], "Investor Inattention and Friday Earnings Announcements," *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 2, pp. 709-749.
- Doyle, J. and Magilke, M. [2009], "The Timing of Earnings Announcements: An Examination of The Strategic Disclosure Hypothesis," *The Accounting Review*, Vol. 84, No. 1, pp. 157-182.
- Doyle, J. and Magilke, M. [2015], "The Strategic Timing of Management Forecasts," *Working paper*, Utah State University, and Claremont McKenna College.
- Hirshleifer, D., Lim, S. S. and Teoh, S. H. [2009], "Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News," *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, pp. 2289-2325.
- Hirshleifer, D. and Teoh, S. H. [2003], "Limited Attention, Information disclosure, and financial reporting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, pp. 337-386.
- Lyle, M. R., Rigsby, C. and Stephan, A. [2016], "Volatility and The Timing of Earnings Announcements," *Working paper*, Kellogg School of Management.
- Marina, N. [2015], "Strategic Disclosure Timing and Insider Trading," *Working paper*, Yale School of Management.
- Michaely, R., Rubin, A. and Vadrashko, A. [2016], "Further Evidence on The Strategic Timing

of Earnings News : Joint Analysis of Weekdays and Times of Day,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 62, pp. 24-45.

音川和久・森脇敏雄 [2017], 「有価証券報告書と決算短信の有用性比較」ディスカッション・ペーパー（神戸大学大学院経営学研究科）。