

# Is it a “Show” Time?

## —企業開示のタイミングと株価形成—

中 塚 富士雄

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

メディアの変化は、株価形成に影響を与えるだろうか。スマートホンやタブレットPC(パソコン、端末)の普及に伴い、ニュースの送り手にとって経済関連の情報は24時間配信が当たり前になっている。一方、受け手側では夜間に発生するニュースの情報源といえば、つい最近までCNNなどケーブルテレビ系の24時間ニュースメディアを思い浮かべたのだが、主役はすでにインターネット検索サイトに移った。より専門性の高い情報も有料、無料の様々なWeb情報サービスから取得できる。投資のパフォーマンスは、いつ情報を入手し、どの市場で取引を行うかによっても変化するかもしれない。本稿では実際のイベント発生時間と東京証券取引所、PTS、米国市場の株価の変化を追跡することで、情報開示の時間の重要性について検討する。

### 米国における先行研究

情報開示のタイミングと株価形成の関係について、米国では多くの論文がある。Damodaran, A. [1989] は、米国における四半期業績開示のタイミングと株価形成についてCompustat(米Standard & Poor's)を利用して、1982年から85年までの約19,000件を対象に分析した。Bagnoli M. *et al.* [2005] は、Reuters Forecast Pro database(米

Thomson-Reuter) から2000年から03年までの約49,000件について時間帯別の業績開示が与える影響について分析をしている。米国では電子取引ネットワーク(ECN)の発達とアルゴリズム取引の進歩に伴い取引時間の拡大が進んだ。ECNの拡大を後押しした規制改革のレギュレーションNMSが実施(大崎貞和[2012]参照)された05年頃に、情報開示の時間と株価形成に関する研究が盛んに行われた。

わが国においては、PTS(私設取引所)によって、夜間取引など、東証取引時間以外の取引も行われてはいるが、PTS全体の取引量ですら東京証券取引所等を含む一日の総取引量に占める割合が小さい。また米国市場における日本株ADR(米国預託証券)の取引も、米国におけるサーベンス・オックスレイ法(SOX)の施行に伴い、開示規制の強化や、会計基準の国際的な標準化が進むにつれて、ニューヨーク証券取引所(NYSE)やNASDAQ市場からの上場を取りやめる例が続いている。このため日本株については、国内の日中の取引量が圧倒的に大きいことから、開示時刻についての関心は相対的に低く、慣例として東証大引け後の午後3時以降に情報開示を行う企業が依然として多い。

しかし最近では、マスコミ報道等で市場に流れ