■論 文――■

COVID－19が事業環境と情報開示に与えた影響（注1）

東京経済大学 経営学部
教授 金 鉉玉
専任講師 藤谷 涼佑

1．はじめに

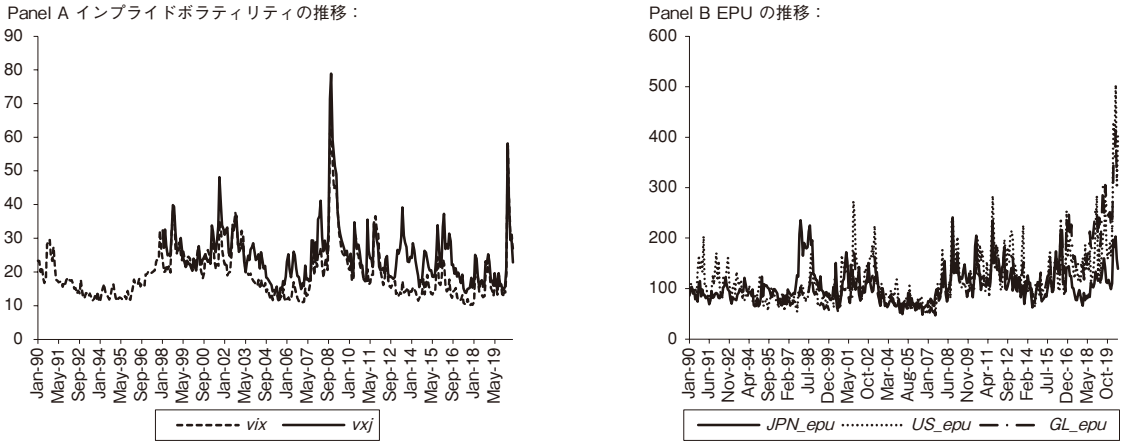
2020年、新型コロナウイルス感染症（以下、COVID－19）が猛威を振るっている。その世界経済への影響は極めて甚大であると考えられており、その詳細を検証する研究が活発に行われている（注2）。また、COVID－19がもたらした事業環境の変化は、経営者の情報開示へも大きな影響を与えたと考えられ、実態調査や研究が現在進行形で試みられている。本稿では、COVID－19の大流行に伴って日本企業の情報開示がどのように変化したのかを調査する。また、他の経済ショックが情報開示に与えた影響を併せて概観することで、COVID－19の経済的影響の特異性について学術的・実務的な視点から考察する。

〈目 次〉

1．はじめに
2．COVID－19と事業環境
3．COVID－19と情報開示
4．おわりに

周知の通り多くの日本企業は3月決算を行っている。2019年3月時点において、数では約65%、時価総額では約83%の上場企業が3月決算である。一方で、米国や欧州諸国では12月決算企業が多い。2020年3月11日の世界保健機関（World Health Organization, WHO）によるパンデミック宣言や同年4月7日の日本全国レベルの緊急事態宣言の発令といったCOVID－19に関連する重要な事象は、3月決算企業の決算手続きのタイミングと重なっている。したがって、日本企業の実態を調査することによって、COVID－19の大流行が経営者の情報開示に与える影響を明

（図１）不確実性の趨勢



（出典）筆者作成

らかにできると考えられる。

また、日本における経営者による業績予想制度（以下、経営者予想）がユニークであるという点にも注目する。諸外国では経営者予想は自発的開示に委ねられており、事前にはすべての企業が予想を開示すると想定することができない。これに対して、日本では約９割前後の企業が経営者予想を発表しており、「実質的な強制開示」であると議論される(注３)。将来情報が織り込まれる経営者予想はCOVID－19の大流行の影響を受けやすく、さらに日本の経営者予想の制度的特性によってその影響がより鮮明に観察されると考えられる。

そこで本稿では、COVID－19の大流行によって変化した事業環境を踏まえて、COVID－19の大流行が３月決算企業の決算発表と経営者予想に与えた影響を概観する。

２．COVID－19と事業環境

２．１　不確実性の増加

COVID－19の大流行によっていくつかの重要な事業環境の変化が生じた。第１に不確実性の上昇である。株式市場における不確実性の代表的な指標であるオプション価格のインプライドボラティリティの1990年１月から2020年７月までの月次平均の趨勢が図１のPanel Aに示されている。ここでは米国および日本の株式市場の不確実性を観察するために、VIX（Volatility Index）およびVXJ（Volatility Index of Japan）を用いている。VIXとVXJは2008年11月に最大値を取っている（*vix*＝63.0；*vxj*＝78.9）。これは、世界金融危機（GFC）に伴った不確実性の上昇を捉えていると考えられる。COVID－19の大

流行の影響が反映されていると考えられる2020年３月以降には、２つの指標ともに上昇していることが見て取れる。この期間では、いずれも４月に最大値を取っている（*vix* = 57.7；*vxj* = 58.1）。これらの値は、VIXとVXJが現在の測定方法となってから過去２番目の高水準である。

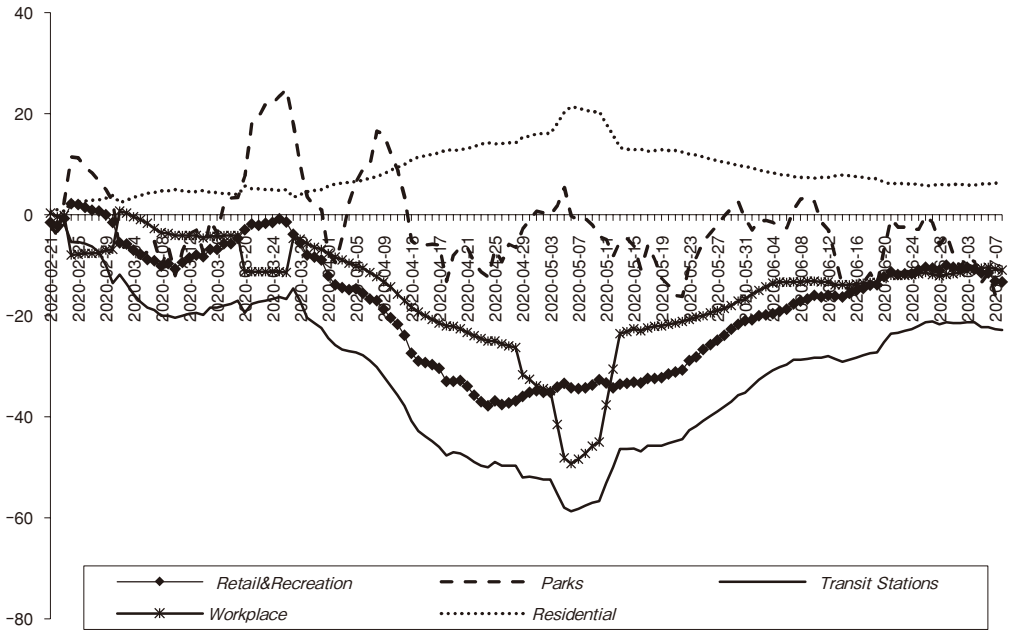
つづいて、Baker et al.（2016）が開発した経済政策の不確実性指数（EPU, Economic Policy Uncertainty index）がPanel Bに示されている（注４）。ここでは、1990年１月から2020年７月までの月次のEPUがプロットされている。日本のEPU（*JPN_epu*）はRIETIのWebページ（https://www.rieti.go.jp/jp/database/policyuncertainty/）から、米国およびグローバルレベルのEPU（*US_epu*および*GL_epu*）はEPUのWebページ（https://www.policyuncertainty.com/index.html）からデータを取得している。グラフから、今年の米国およびグローバルレベルのEPUが歴史的に高い水準であることがわかる（それぞれ、５月に505および419）。過去の政治的・地政学的・経済的なショック（2001年９月同時多発テロ；2008年９月GFC；2016年５月Brexitの国民投票；2016年11月米国大統領選挙）と比較しても経済政策の不確実性が高い水準である。また、日本のEPUの趨勢に目を移すと、米国やグローバルレベルのEPUと同じように、2020年３月から大きくEPUが増加していることがわかる（注５）。

２．２　モビリティの低下

第２に、モビリティ（human／geographic mobility）の低下も見逃せない。ここでモビリティとは、人間の物理的な可動性のことを指す。世界各国の行政府はCOVID－19の大流行を抑制するために、社会的／対人距離政策（social distancing measure）を実施し、モビリティを大きく制約するよう試みている。

本稿では、モビリティの趨勢を観察するために、宮川ほか（2020）が用いているGoogleの人出変動データを用いる。データはGoogle Community Mobility ReportのWebページから取得する（https://www.google.com/covid19/mobility/）。このデータから日本全国の人手変動データを取り出し、７日間の移動平均を計算したものが、図２に示されている（注６）。縦軸は2020年１月３日から２月６日にかけての曜日ごとの平均的な人出の程度からどれだけ乖離しているかを示しており、単位は%である。グラフから、３月25日から始まった東京都外出自粛要請や４月７日の非常事態宣言発令によって、外出先（*Retail & Recreation, Transit Stations, Workplaces*）での人出が減少した一方、居住地域（*Residential*）の人出が増加していることがわかる。これに対して、非常事態宣言が解除された５月25日以降には、外出先での人出が増加し居住地域での人出が減少していることもわかる。これらの結果は、外出自粛要請によって人々が居住地域で勤労をし、都市部で

（図２）モビリティの趨勢



（出典）筆者作成

の人出が減少したという直観と整合する。

このような不確実性の増加とモビリティの低下は、経営者による情報開示に影響を与えうる。経済全体が不確実な状況下では将来に関する見通しが立たず、経営者が正確な情報を開示できない可能性がある。また開示情報の正確性を担保できないような状況では、経営者が開示を躊躇するかもしれない。さらに、モビリティの低下は、これまで対面で行ってきた決算手続きや開示書類の作成、会計監査などの業務に大きな制約となりうる。

２．３　開示規制の緩和

最後に、情報開示に関する規制緩和も注目すべき点である。日本取引所グループは2020年２月10日に「新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた適時開示実務上の取り扱い」（日本取引所グループ, 2020）を公表している。これは、COVID－19の感染拡大が財務報告の作成プロセスに影響を与えることを考慮し、一部の規制についてのガイドラインを提供したものである。ここで重要な点は次の２つである。第１に、決算発表の遅延を容認している点である。第２に、経営者予想を未定とすることに対しての理解が示されている点である。

これに伴って、経営者は決算資料を十分に準備できなかったり、業績予想の形成ができ

ない場合には、これらの開示を遅延させたり非開示にすることが可能になった。このような制度的制約の緩和によって、不確実性やモビリティといった事業環境の変化の情報開示への影響がより顕著になることが予想される。

3．COVID－19と情報開示

3．1　サンプルとデータ

ここでは、COVID－19の影響がより顕著に観察されうる3月決算企業に限定して、決算発表および経営者予想の開示の実態を分析していく。また、2001年3月から2020年3月までの20年分のデータを用いることでCOVID－19の影響の特徴を捉える。なお、2020年3月決算企業については、2020年9月20日までに決算短信あるいは有価証券報告書を提出した企業を対象とする。その結果、決算発表の速度に関する分析サンプルは延べ51,691社、経営者予想に関する分析サンプルは延べ51,626社となった。本節で用いる財務データはQUICK Astra Manager、決算短信および適時開示書類はeolより入手した。

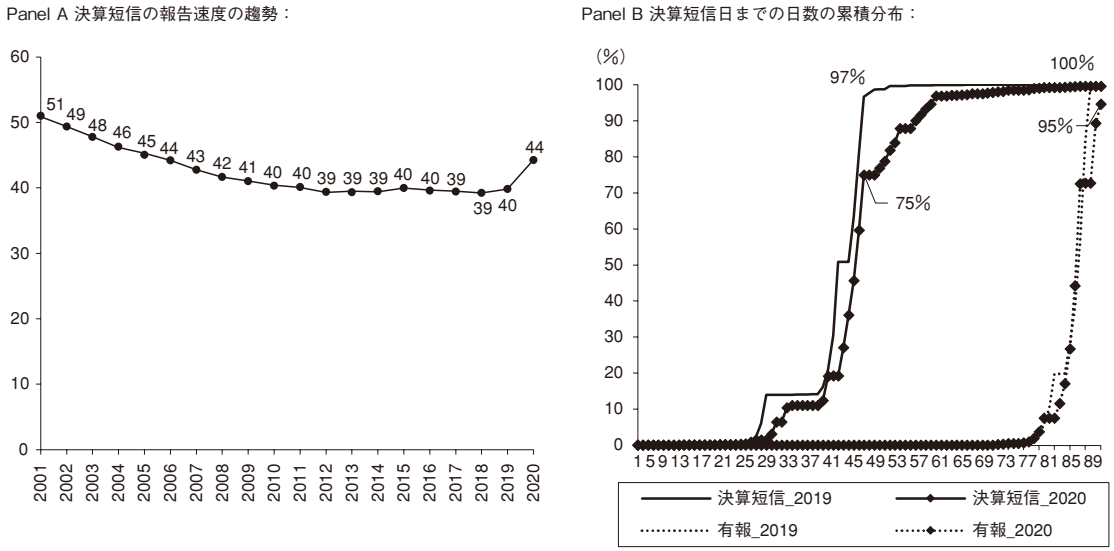
3．2　決算発表の速度

まず、決算発表の速度の趨勢をみていく。図3のPanel Aは決算日から決算短信開示日までにかかった平均日数を報告している。ここから、2000年以降は決算短信の開示までの日数が一貫して減少していることがわかる。GFCと東日本大震災（以下、3.11）の影響の受けた2009年3月期および2011年3月期においても、その傾向に変化はない。これには、東京証券取引所による決算発表の早期化への取り組みが背景にあると考えられる（注7）。しかし、2020年3月期では、前年より4日ほど決算発表が遅れている。

図3のPanel Bは決算日から決算短信日までの日数の累積分布を示している。ここからも、2020年3月期の決算発表が、前年より遅いことがわかる。特に、証券取引所によって決算短信の開示期間として望ましいとされている、決算日から45日までに開示を行っている企業は75％に過ぎない。2019年3月期の97％と比べると、決算発表の遅れが目立つ。2020年3月決算企業の中には9月4日に決算短信を開示したケースもあった。さらに、573社が決算短信の開示を延期しており、その延期日数は平均11日であった（注8）。これらの結果は、COVID－19の大流行によって決算発表が顕著に遅くなったことを示している。

有価証券報告書に目を移すと、2019年3月期ではほぼすべての企業が決算日から3ヶ月以内に報告書を提出したのに対し、2020年3月期では同期間内に報告書を提出した企業は95％に留まっている。しかし、有価証券報告書の提出の遅れは決算短信ほどではない。その理由は、会社法の規定が関連していると考えられる。法務省は、定款で定めた時期に定時株主総会を開催することができない場合に

（図３）決算短信と有価証券報告書の報告速度



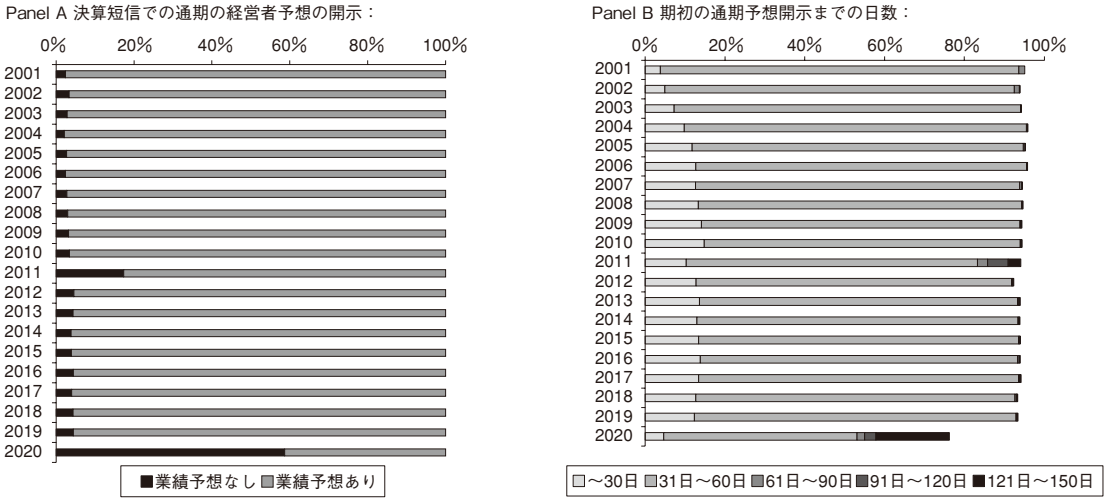
（出典）筆者作成

は、その状況が解消される時期まで株主総会を延期することを容認している（注９）。しかし、定款で定時株主総会の議決権行使のための基準日が定められている場合、会社法上、株主は基準日から３ヶ月以内に権利を行使する必要がある。そのため、決算発表は遅れても株主総会は延期しなかった企業が多かったのではないかと考えられる。そして、株主総会の開催に伴って有価証券報告書を提出した企業が多かったために、有価証券報告書の提出の遅延は決算短信ほど顕著ではなかったと考えられる。

３．３　経営者予想

つづいて、経営者予想の開示に注目する。図４のPanel Aは、決算短信において次期の経営者予想（通期）を開示した企業の割合の趨勢を示したものである。これによると、3.11の影響を受けた2011年３月期を除いては、90%以上の企業が経営者予想を開示していることがわかる。これは、日本において経営者予想が実質的な強制的開示であるという議論と整合する。一方で、2020年３月期においては、2020年９月４日まで決算を発表した2,379社のうち、1,360社（57%）が経営者予想を未定としている。また、経営者予想を開示した1,019社のうち455社（45%）は、通期のみ・半期のみ・四半期のみ・純利益のみなどの限定的な開示に留まっている（注10）。このように2020年３月期では60%に近い企業が経営者予想を開示しておらず、その非開示企業の比率は過去20年間で最も高い。特に、非

（図４）経営者予想の開示とその速度



（出典）筆者作成

開示企業数が開示企業数を上回っているのは2000年以降では初めてのことである。

図４のPanel Bは、経営者の期初予想が開示されるまでの日数をまとめたものである。グラフから、ほとんどの企業が決算日から60日以内に期初予想を出していることがわかる。これは多くの企業が決算短信で期初予想を開示するからである。一方、決算短信で経営者予想を開示している企業の比率が低かった2011年３月期では、決算日から60日以内に期初予想を出した企業は83%であったものの、その後150日までに12%の企業が期初予想を出しており、決算から約５ヶ月が経過した時点ではほとんどの企業の経営者予想が出ている。しかし、2020年３月期においては、決算日から60日以内に期初予想を出した企業は53%に過ぎず、その後150日までに期初予想を開示した企業は23%に留まっている。すなわち、決算から５ヶ月が経過した時点でも24%の企業が経営者予想を出していないことになる。経営者予想の開示タイミングも過去と比べて遅れていたのである。

４．おわりに

本稿では、COVID－19の大流行が経営者の情報開示に与えた影響を分析した。その結果、決算発表の速度が低下し、経営者予想の開示が停滞したことが明らかになった。このような傾向は、GFCや3.11といった過去の経済ショックと比べても顕著である。COVID－19の大流行による不確実性の増加およびモビリティの低下に加え、開示規制の緩和といった制度的要因が相まって企業の開示行動に

大きな変化を引き起こしたと考えられる。これらの結果は、COVID－19の大流行に伴って、日本の株式市場における情報環境が大きく変化した可能性を示唆している。

本稿の発見を始点として、COVID－19の大流行に伴った情報環境の変化が様々な経済主体の行動へ与えた影響が検証されることが期待される。日本の株式市場において重要な役割を果たしてきた経営者予想情報の減少は、代替的な情報リソースの重要性を高める可能性がある。たとえば、マクロ経済的な要因によっては、アナリストのような洗練された経済主体が、経営者より正確な予想情報を生産することが可能である場合がある（Hutton et al., 2012）。また、経済状況が悪い場合には、アナリスト予想の情報価値が高くなることも明らかになっている（Loh and Stulz, 2018）。そのため、COVID－19の大流行による経営者予想情報の減少は、アナリストによる情報生産の重要性を高めると考えられる。このような仮説的な議論は将来に残された実証的な課題である。

〔参考文献〕

・Altig, D., Baker, S. R., Barrero, J. M., Bloom, N., Bunn, P., Chen, S., Davis, S. J., Leather, J., Meyer, B., Mihaylov, E., Mizen, P., Parker, N., Renault, T., Smietanka, P., and Thwaites, G.（2020）, Economic Uncertainty Before and During the COVID-19 Pandemic. Journal of Public Economics, Vol. 191, 104274.

・Baker, S. R., N. Bloom, and S. J. Davis（2016）, “Measuring economic policy uncertainty,” Quarterly Journal of Economics, Vol. 131, No. 4, pp. 1593－1636.

・Hutton, A. P., L. F. Lee, and S. Z. Shu（2012）, “Do managers always know better? The relative accuracy of management and analyst forecasts,” Journal of Accounting Research, Vol. 50, No. 5, pp. 1217－1244.

・Loh, R. K., and R. M. Stulz（2018）, “Is sell-side research more valuable in bad times?” Journal of Finance, Vol. 73, No, 3, pp. 959－1013.

・伊藤新（2019）「テキストデータを用いた政策不確実性の計測」『証券アナリストジャーナル』Vol. 57, No. 7, pp. 34－44.

・金鉉玉・藤谷涼佑（2020）「COVID－19 とディスクロージャー」Hitotsubashi University Business School Management Innovation Research Center Working Paper Series 238.

・日本取引所グループ（2020）『新型コロナウイルス感染症の影響を踏まえた適時開示実務上の取り扱い』2020年２月10日.

・宮川大介・尻高洋平・武政孝師・原田三寛・柳岡優希（2020）「コロナショック後の人出変動と企業倒産：Googleロケーションデータ とTSR倒産データを用いた実証分析」RIETI Special Report.

（注１） 本稿は、金・藤谷（2020）から一部抜粋・加筆したものである。

（注２） 雑誌*Covid Economics*やNBERのCOVID－19関連研究の特集サイト（https://www.nber.org/wp_covid19_07132020.html）にて、COVID－19の経済的影響に関する研究を確認することができる。金・藤谷（2020）でも日本での研究を含めいくつかの研究をレビューしている。

（注３） 経営者予想の開示は金融商品取引所の指導に基づく自発的開示である。会社法や金融商品取引法による法定開示とは異なり法的な拘束力はない。

（注４） 指標の作成方法については伊藤（2019）を、

COVID－19に伴う不確実性の上昇に関する詳細な議論についてはAltig et al.（2020）を参照のこと。

（注５） これら３つのEPU間の水準を比較すると、あたかも日本のEPUは米国などと比較するとそこまで高くない水準であるという印象を与えるかもしれない。しかし、EPUは国ごとに数値を基準化することによって作成されているため、異なる国の指標間の比較ができない点には注意が必要である。

（注６） *Grocery & Pharmacy*は期間を通じて顕著な変化が観察されないためプロットしていない。

（注７） 東京証券取引所『決算短信の総合的な見直しに係る決算短信様式・作成要領試案の公表及び意見募集について』2006年７月28日。

（注８） 日本取引所グループ（2020）によって、COVID－19の大流行の影響により大幅に決算発表が遅れる場合はその旨を開示することが推奨されている。

（注９） 法務省『定時株主総会の開催について』2020年３月28日。

（注10） 1,271社が配当予想を開示していたが、うち962社は業績予想も同時に開示していたのに対し、309社は配当のみを開示していた。