

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 6 月 6 日現在

機関番号：11201

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2014～2015

課題番号：26885004

研究課題名(和文)投資予想情報の有用性に関する実証的研究

研究課題名(英文)An Empirical Study on the Usefulness of Investment Forecasts

研究代表者

島田 佳憲 (SHIMADA, Yoshinori)

岩手大学・人文社会科学部・准教授

研究者番号：70733351

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,800,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、将来投資の予想情報を研究対象とし、(1)投資予想情報の価値関連性、(2)投資予想情報の開示効果、そして(3)投資予想情報の質とその経済的帰結を実証的に分析した。

分析の結果、つぎの発見事項が得られた。(1)投資予想情報の将来変動は株価にポジティブに影響し、投資予想情報は価値関連性を有する。(2)投資予想情報を開示している企業は、非開示企業と比べてより低い株主資本コストを享受できる。(3)将来投資の信頼性を向上させる属性をもつ企業ほど投資予想情報の価値関連性が高く、また投資予想情報の質と株主資本コストのネガティブな関係はコーポレート・ガバナンスが脆弱な傾向にある企業で確認される。

研究成果の概要(英文)：This study focuses on investment forecast information. I empirically examine (1) the value-relevance of investment forecasts, (2) the disclosure effect of investment forecasts, and (3) the association between the quality of investment forecasts and its economic consequences. Empirical analyses show the following results. (1) The future change in investment forecasts is positively related to the stock prices and investment forecast information is value-relevant. (2) Firms initiating investment forecast disclosure can enjoy a lower cost of equity capital than firms that do not disclose. (3) For firms with characteristics to enhance the reliability of future investment, investment forecasts are more value-relevant, and high-quality of investment forecasts are negatively related to the cost of equity capital when the corporate governance system is likely to be poorly built.

研究分野：会計学

キーワード：財務会計 予想情報 設備投資 研究開発投資 価値関連性 資本コスト

## 1. 研究開始当初の背景

本研究課題が対象とする企業の予想情報は、主として業績(当期純利益や一株あたり利益)予想の領域において活発に議論がなされている。こうした業績予想情報に関する研究は、国内外ともに多様な分析視点から数多くの研究が実施され、研究成果が蓄積されてきた。

しかしながら、わが国においては、業績予想に加えて、適時開示書類や『会社四季報』(東洋経済新報社)、『日経会社情報』(日本経済新聞社)を通じて事業活動にかかる投資の予想情報(設備投資や研究開発投資の予想情報)が利用可能であり、他国には類を見ない特徴的な予想情報の開示が行われている。また、東京証券取引所も2012年4月に「業績予想開示に関する実務上の取扱いの見直し内容について」を公表し、そのなかで設備投資や研究開発投資といった将来予想情報の積極的な開示を上場企業に要請している。

さらに投資情報のもつ意義について思量すると、企業の本業にかかる事業活動への投資の予想情報は、企業の将来キャッシュ・フロー生成プロセスという企業活動の成果を端的に示しかつ投資者が極めて重要視している指標に直結するものであり、企業外部者に今後の見通し(発展可能性)を情報伝達する一手段となる。そのため、事業活動を執り行う経営者にとっても、その事業に資金提供を行う投資者にとっても重要な情報であることが示唆されよう。加えて、業績予想はほぼすべての企業が開示している予想情報である一方で、投資予想情報は経営者が自発的に企業外部者に対して将来の自社の状況を伝達しようとしている情報である。そのため、投資予想情報のもつ情報内容は、業績予想とは異なる投資者の情報ニーズに応えようとしたものである可能性があり、業績予想とは別の情報として投資予想情報として取扱って、その有用性について検証することが必要である。

このような現状にもかかわらず、アカデミックな観点から投資予想情報を分析対象とした研究は極めて僅少であり、いかなる場面において投資予想情報が経済的効果を有するかについて、経営者と投資者の両側面からの研究成果の蓄積が強く求められる。

## 2. 研究の目的

予想情報の開示については、多岐にわたる研究課題を設定することができるが、本研究においては、投資予想情報の開示やその情報の質の経済的帰結を研究課題の中心に据え、投資予想情報と株価形成ならびに株主資本コストにフォーカスを当てた。具体的には、(1) 投資予想情報の価値関連性、(2) 投資予想情報の開示効果、そして(3) 投資予想情報の質とその経済的帰結という3点を本研究の研究課題として設定し、投資予想情報の有用

性の解明を試みた。各研究課題の具体的な研究目的は、以下のとおりである。

(1) 投資予想情報の価値関連性に関する研究  
一般に、設備投資や研究開発投資は、企業の長期的・持続的な発展を企図して計画・実施される。そのため、予想情報は、過去における投資実績値と比較して、よりタイムリーに将来の将来キャッシュ・フロー生成の可能性を反映し得る。そこで、どのように投資者が投資予想情報を投資判断に活用し、株価価値に織り込んでいるかどうかを解明する。

(2) 投資予想情報の開示効果に関する研究  
予想情報が価値関連性ある情報であるとするのであれば、経営者にはこうした予想情報を開示することを通じて何かしらの経済的便益を享受することができる可能性が示唆される。そこで、投資予想情報開示の経済的効果を検証するために、投資予想情報の開示を行っている場合とそうではない場合で、企業の資金調達コスト(株主資本コスト)に差異が生じるかどうかを解明する。

(3) 投資予想情報の質とその経済的帰結に関する研究

たとえ経営者が将来情報を開示したとしても、企業の将来は不確実であるため、投資者にとっては開示された予想情報が真に信頼に足る情報であるかという視点が極めて重要となる。つまり、投資者が将来キャッシュ・フローを予測するのに不可欠な将来投資にかかる情報の信頼性・透明性が彼らの高い関心事となる。そこで、投資予想情報の信頼性を向上させる情報を勘案しながら、投資者が投資予想情報の質をどのように評価しているかについて、株価および株主資本コストの観点から解明する。

## 3. 研究の方法

分析対象として利用したデータについて、非製造業においては製造業と比して設備投資や研究開発投資は重要視されないことを考慮し、わが国に上場している製造業(東証1部・2部に加え新興市場含む)を対象に分析を実施している。

各研究課題で利用した具体的な分析モデルや変数の設定は、つぎのとおりである。

(1) 投資予想情報の価値関連性に関する研究  
残余利益モデル(Residual Income Model: RIM)を基礎としたFeltham and Ohlsonモデルを展開した。ここでは、純営業資産項目から投資予想情報を調整し、営業利益項目から研究開発投資情報を調整し、分析モデルを構築した。そして、将来投資(将来の設備投資および研究開発投資)の増減に関する情報が株価にどのような影響を及ぼすかを検証した。

## (2) 投資予想情報の開示効果に関する研究

企業による投資予想情報の開示選択をダミー変数とし、当該ダミー変数と株主資本コストの変動の関係性を検証した。なお、株主資本コストの推定方法に関して、アカデミックなコンセンサスは得られていないが、本研究においては、RIMを前提とし、業績予想・株主資本簿価・株価からインプライド株主資本コストならびにインプライド成長率を同時逆算する手法により推定を行った。

また、予想情報を研究対象とする際、業績予想はほぼすべての企業が開示している情報であるため内生性を考慮する必要はないが、投資予想情報については経営者が自発的に開示を行っている情報であるため、内生性に対応した分析モデルを選択しなければならない。本研究においては、トリートメント・エフェクト・モデルによる二段階推定を利用し、企業が自発的に継続して投資予想情報を開示する内生性をコントロールしたうえで、研究課題の解明を行っている。

## (3) 投資予想情報の質とその経済的帰結に関する研究

### 予想情報の質と株価

予想情報の質としてはさまざまな代理変数が設定できるが、株価との関連性を究明する際には、予想精度（予想値と実績値の差の絶対値の過去3年平均値）を予想情報の質として取扱った。併せて、手許資金（現金保有比率）、成長機会、コーポレート・ガバナンス（機関投資家比率）といった企業固有の属性を予想情報の信頼性を高める要因として考慮した。

分析モデルについては、(1)と同様の分析モデルを利用した。

### 予想情報の質と株主資本コスト

株主資本コストと情報の質の関係を分析する際には、予想精度に加えて、予想情報の質を担保する情報として、主成分分析を利用してコーポレート・ガバナンスにかかる合成変数を生成し、コーポレート・ガバナンスを踏まえたうえで、予想情報の質と株主資本コストの関連性を明らかにした。株主資本コストの推定は、(2)と同様に、インプライド株主資本コストならびにインプライド成長率を同時逆算する手法を利用している。

分析モデルとしては、コーポレート・ガバナンスと予想精度の二変数を活用し二変量分析や共変数分析、企業クラスターおよび年度クラスターを調整した多変量回帰分析により検証を行った。

## 4. 研究成果

上述のデータならびに変数、分析モデルを利用して3つの研究課題を検証した結果、つぎのような研究成果が得られた。

(1) 投資予想情報の価値関連性に関する研究  
将来に設備投資が増加する、または研究開発投資が増加するという予想情報は、株価を上昇させるという結果が示された。投資者は設備投資・研究開発投資の変化に関する情報を利用しながら投資判断を行っており、こうした投資予想情報は価値関連性を有することが示唆された。

## (2) 投資予想情報の開示効果に関する研究

投資予想情報の開示にかかるダミー変数はインプライド株主資本コストに対してネガティブな影響を及ぼすことが明らかになった。この結果は、投資予想情報を開示している企業は、それを開示していない企業と比べて、より低い株主資本コストを享受できていることを示す。それゆえ、投資予想情報の開示は、資金調達コストの抑制という側面において経済的効果を発揮することが示唆された。

## (3) 投資予想情報の質とその経済的帰結に関する研究

### 予想情報の質と株価

将来投資の信頼性を向上させると考えられる企業固有の属性が、投資予想情報の価値関連性にどのような影響を及ぼしているかを検証した。その結果、過去の予想精度、手許資金、成長機会そしてコーポレート・ガバナンスといった要因が、設備投資予想や研究開発投資予想の価値関連性を高めることが明らかになった。

### 予想情報の質と株主資本コスト

(2)の投資予想情報の開示効果において、情報開示の有無とインプライド株主資本コストの間にはネガティブな関係性が確認されたが、予想情報の精度（質）にまで着目すると、全サンプルを利用した分析結果から、投資予想情報の精度はインプライド株主資本コストとは無関連である、という結果が確認された。しかしながら、投資予想情報の精度を担保する要因としてコーポレート・ガバナンスを考慮すると、コーポレート・ガバナンスが脆弱な企業（相対的に企業規模が小さい傾向にある企業）に限り、高精度な投資予想情報は株主資本コストとネガティブに関連することが明らかになった。

## 5. 主な発表論文等

〔学会発表〕(計4件)

Y. SHIMADA, "Investment Forecast Disclosure and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Treatment Effect Estimations" 27th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, November 1, 2015~November 4, 2015, Gold Coast, Australia.

島田佳憲「投資に関する予想情報の精度，コーポレート・ガバナンス，内在株主資本コストの関連性」日本経営財務研究学会第39回全国大会，平成27年10月3日～平成27年10月4日，九州大学（福岡市西区）

Y. SHIMADA, “Value-relevance of Investment Forecasts and Reliability of Forecast Information” European Accounting Association 38th Annual Congress, April 28, 2015～April 30, 2015, Glasgow, UK.

島田佳憲「投資予想情報の価値関連性に関する実証的研究」日本会計研究学会第73回大会，平成26年9月3日～平成26年9月6日，横浜国立大学（横浜市保土ヶ谷区）

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

島田 佳憲 (SHIMADA, Yoshinori)  
岩手大学・人文社会科学部・准教授  
研究者番号：70733351