

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 16 日現在

機関番号：12613  
研究種目：若手研究(B)  
研究期間：2011～2013  
課題番号：23730428  
研究課題名(和文) 日本企業の近視眼的行動をめぐる実証研究

研究課題名(英文) Empirical research on Myopic Behavior in Japan

研究代表者  
野間 幹晴(NOMA, Mikiharu)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・准教授

研究者番号：80347286

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円、(間接経費) 930,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、日本企業の近視眼的行動について先行研究を網羅的にレビューすると同時に、いくつかの実証分析を行った。その結果、次の3点が明らかになった。第1に、近視眼的行動の1つの要因として、経営者の業績予想制度があることが明らかになった。第2に、ベストCEOに選出された企業を比較すると、日本企業の経営者は任期が短く、このことが近視眼的行動を誘発している可能性があることがわかった。第3に、業績予想を非開示にしている企業では、利益の成長性が低く、損失を計上する傾向があることがわかった。

研究成果の概要(英文)：This research reviews the previous literature on myopic behavior and investigates myopic behavior. First, I find that management forecasts are one of the causes of myopic behavior. Second, I show that the tenure of Japanese firms are shorter than that of global firms. Finally, I find that firms that do not provide management forecasts tend to report net loss and that those firms' growth are lower than the firms that provide management forecasts.

研究分野：会計(財務会計)

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：近視眼的行動 経営者の任期 業績予想 アナリスト予想 配当政策

### 1. 研究開始当初の背景

経営者の近視眼的会計行動を理論的に解明した研究が徐々に蓄積されつつあった。理論研究としては、Stein, "Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", Quarterly Journal of Economics, Vol.104 No.4, November 1989.によって効率的な市場において経営者が非合理的な行動をとるモデルが提示されてから、さまざまな理論が構築されていた (Bar-Gill and Bebchuk, "Misreporting Corporate Performance", Working Paper, Harvard Law School, 2003)。こうした理論研究の蓄積と共に、米国では経営者の近視眼的行動が発生する動機や (Baber, Fairfield and Haggard, "The Effect of Concern about Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development", The Accounting Review, Vol.66 No.4, October 1991.、Perry and Grinaker, "Earnings Expectations and Discretionary Research and Development Spending", Accounting Horizons, Vol.8 No.4, December 1994.、Bange and Bondt, "R&D budgets and corporate earnings targets", Journal of Corporate Finance, Vol.4 No.2, June 1998.、Roychowdhury, "Earnings Management through Real Activities Manipulation", Journal of Accounting and Economics, Vol.42 No.3, December 2006.)、その状況 (Dechow and Sloan, "Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation", Journal of Accounting and Economics, Vol.14 No.1, March 1991.、Darrrough and Rangan, "Do Insiders Manipulate Earnings When They Sell Their Shares in an Initial Public Offering?", Journal of Accounting Research, Vol.43 No.1, March 2005.)、さらには経済的帰結 (Bens, Nagar and Wong, "Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises", Journal of Accounting Research, Vol.40 No.2, May 2002.)を示す実証研究が次第に蓄積されつつある。これに対し「日本企業は長期的視野に基づいた経営を行っている」という通説が受け入れられてきたため、日本企業の近視眼的行動をめぐる実証研究はほとんど行われていなかった。また野間「日本企業の競争力はなぜ回復しないのかー配当行動と投資行動をめぐる2つの通説への反駁」『一橋ビジネスレビュー』第58巻第2号、2010年秋号。などによって、諸外国の企業では配当を払う企業が減少傾向にあるにも関わらず、日本企業では依然として有配企業が多いことが確認されていた。そこで、日本企業の経営者が近視眼的行動に陥る動機、および配当を払う論理や状況、その経済的帰結を明らかにする研究を行う

という着想に至った。特に、本研究では経営者が近視眼的な行動に陥る一つの要因として考えられる経営者の業績予想に焦点を当てることとした。

### 2. 研究の目的

本研究の主な目的は3つある。

第1の目的は、日本企業の経営者が近視眼的行動に陥る論理を明らかにすることである。

第2の目的は、日本企業の経営者が近視眼的行動に陥る制度的な要因の一つと考えられる経営者による業績予想に焦点を当て、業績予想のさまざまな側面について実証分析を行うことである。

第3の目的は、日本企業で有配企業が多い論理を解き明かすことである。

### 3. 研究の方法

本研究では、次の2つの方法によって研究を行った。

第1に、企業の近視眼的行動をめぐる先行研究を網羅的にレビューすることである。こうした作業によって、近視眼的行動をめぐる実証研究を行う上での論点の発見や仮説導出を行った。

第2に、日本企業の会計データを用いて大規模な実証分析を行った。会計情報だけでなく経営者の業績予想に関する情報、加えて経営者の任期に関する分析などを行うことによって、近視眼的行動のインセンティブや要因、それに近視眼的行動を誘発している可能性がある業績予想について実証分析を行った。

### 4. 研究成果

(1) 業績予想をめぐる経営者行動を資本市場の観点から分析した先行研究を敷衍した。具体的には、経営者やアナリストの業績予想、増益、損失回避などのベンチマークを達成するために、経営者が研究開発 (R&D) への投資額を裁量的にコントロールしていることを検証した研究を検討した。

業績予想を含む利益ベンチマークとR&D投資をめぐる先行研究を敷衍することで、次の4点が明らかにされた。

第1に、経営者は利益ベンチマークを達成するために、R&D投資を裁量的に削減しているということである。第2に、こうした裁量的行動を抑止するためには、経営者に株式を保有させることや、洗練された投資家や安定株主による株式保有、アナリストによるカバレッジが有効であることが確認された。一方で、負債比率が高ければ、R&D投資が削減される可能性が高まることが明らかになった。第3に、ベンチマーク達成などのためにR&Dを削減した結果、将来の業績や株価は低下することが明らかになった。第4に、米国で近視眼的行動を誘発していると批判の対象となったアーニング・ガイダンスを俎上に載せ

分析した先行研究からは、アーニング・ガイダンスを中止しても経営者がより長期的な投資を行うわけではないことなどが明らかにされた。ただし、日本では依然として経営者の業績予想制度が近視眼的行動を誘発している可能性がある。

(2) ベスト CEO に選出された世界の CEO を調査した結果、日本企業の経営者の任期が短いことが明らかになった。すなわち、平均在任期間は、退任した CEO だけをサンプルとした場合は 8.4 年であるのに対して、ベスト 100 にランクインした日本企業の経営者の在任期間は 4~6 年と短いことが判明した。

(3) 平成 13 年 6 月改正商法によって法定準備金の減少制度が設けられ、資本剰余金を原資として配当を支払うことが可能になった。そこで、利益剰余金がマイナスにも関わらず資本剰余金を原資とした配当を支払う論理を分析した。

実証分析の結果、利益剰余金が小さいほど、資本剰余金から配当を行うことが確認された。また資本剰余金から配当を払う企業は、そもそも利益剰余金や売上高当期純利益率がマイナスであることがわかった。すなわち、資本剰余金を原資として配当を行う企業は、平成 13 年 6 月改正商法によって資本準備金の減少制度が設けられ、資本剰余金からの配当が認められなければ、業績が悪く利益剰余金がマイナスであるため、株主に配当を払うことができなかったと考えられる。

(4) 経営者予想公表後のアナリストのハーディングの状況およびアナリスト予想の価値関連性を企業規模別に明らかにした。分析の結果、以下の 3 点が明らかになった。第 1 に、経営者予想が発表されるとアナリストは直ちに経営者予想に沿って自身の予想を修正するハーディングを行うが、ハーディングは小規模企業で大々的に行われており、大規模企業ではハーディングの度合いが小さいことがわかった。

第 2 に、アナリストがハーディングを行う過程ではアナリスト予想の修正に株価が反応するため、アナリスト予想に価値関連性があることが明らかになった。

第 3 に、ハーディングにより一時的にアナリスト予想に価値関連性はなくなるが、アナリストが新たな情報を生成し始める 3~4 週間後には、再びアナリスト予想に価値関連性が認められるようになることが明らかになった。企業規模別には、大規模企業ではアナリスト予想に再び価値関連性が認められるのが早い一方、小規模企業では経営者予想公表後 4 週間経っても価値関連性がないことがわかった。

(5) アナリスト数の多寡がアナリスト予想の価値関連性に与える影響について明らか

にするために 3 つの分析を行った。はじめの分析では、アナリスト数の多いグループ、少ないグループともにアナリスト予想には価値関連性があることがわかった。次に、アナリストの多いグループでは少ないグループに比べてアナリスト予想の価値関連性が高いことが明らかになった。最後に、アナリスト数が多いほどアナリスト予想の価値関連性が高いことが確認された。

(6) QUICK 予想と IFIS 予想の予想精度と価値関連性について、全サンプル、企業規模別、年別、業種別に分析を行った。分析に先立ち行った QUICK 予想と IFIS 予想のサンプルおよび集計方法の比較では、契約証券会社数は QUICK 予想のほうがカバレッジは広く、集計のタイミングは IFIS 予想が夕方までに受領したアナリストレポートを用いるのに対し、QUICK 予想で必ず集計対象となるのは当日午前に受信したアナリストレポートであるという差があることがわかった。

予想精度の分析では、全サンプルでは IFIS 予想の予想精度が高いものの、2005 年以降 QUICK 予想の予想精度が上昇し近年では両予想の予想精度は同程度であることが明らかになった。

また価値関連性の分析では、全期間では IFIS 予想の価値関連性が高いが、年別では 2006 年までは IFIS 予想のほうが価値関連性は高く、それ以降の価値関連性は同程度であるという結論が得られた。

(7) 2012 年度から始まった業績予想開示の柔軟化に伴い、2012 年度の業績予想を非開示にしている企業の特徴を示した。また業績予想を非開示にしている企業のアナリスト予想の特徴を明らかにするため、非開示企業と開示企業の間でアナリスト予想の標準偏差を比較した。分析の結果、以下の 3 点が明らかになった。第 1 に、業績予想を非開示にしている企業では開示した企業に比べて、利益成長率が低く、損失を計上する傾向があり、レバレッジが高いことが確認された。

第 2 に、簿価時価比率は非開示企業のほうが低い傾向が明らかになった。理由は特定できないが、財務や業績の実績から勘案するとディスクロージャーが悪いことによって情報の非対称性が増し、株価が割高に評価されている可能性がある。またアナリスト数に関しては統計的に有意な差は確認されていないものの、非開示企業より開示企業のほうが多い傾向があった。

第 3 に、業績予想を非開示にしている企業は開示している企業と比較してアナリスト予想の標準偏差が大きく、将来の業績予想に関する不確実性や情報の非対称性が上昇する傾向があることがわかった。

5. 主な発表論文等  
〔雑誌論文〕(計 7 件)

奈良沙織・野間幹晴、QUICK コンセンサスと IFIS コンセンサスの予想精度と価値関連性、明大商學論叢、査読無、第 96 巻第 1 号、2013、11-25 .

野間幹晴、取締役のダイバーシティ、企業会計、査読無、第 65 巻第 10 号、2013、4-5 .

野間幹晴、世界のベスト CEO と在任期間、企業会計、査読無、第 65 巻第 9 号、2013、4-5 .

奈良沙織・野間幹晴、経営者予想公表後のアナリストのハーディングとアナリスト予想の有用性—企業規模の観点から、証券アナリストジャーナル、査読有、第 51 巻第 8 号、2013、88-98.

奈良沙織・野間幹晴、アナリスト予想の価値関連性、會計、査読無、第 184 巻第 2 号、2013、98-111.

奈良沙織・野間幹晴、業績予想開示の柔軟化とアナリスト予想、証券アナリストジャーナル、査読有、第 51 巻第 2 号、2013、72-81.

奈良沙織・野間幹晴、経営者予想修正時の割安株効果、経営財務研究、査読有、第 32 巻第 1・2 合併号、2012、40-54 頁 .

〔学会発表〕(計 6 件)

青木康晴・Pascal Ngyuen・野間幹晴・矢部謙介、Annual Conference Asian Academic Accounting Association、Tunneling through earnings management in stock for stock mergers、2012 年 11 月 10 日、京都大学(京都府)

野間幹晴、赤字企業の配当政策、日本経営財務研究学会第 36 回全国大会、2012 年 10 月 7 日、専修大学(東京都)

奈良沙織・野間幹晴、日本会計研究学会、アナリスト予想の予測誤差と価値関連性—アナリスト数の観点から、2012 年 9 月 1 日、一橋大学(東京都)

青木康晴・Pascal Ngyuen・野間幹晴・矢部謙介、American Accounting Association、Tunneling through earnings management in stock for stock mergers、2012 年 8 月 6 日、Washington, DC、USA

奈良沙織・野間幹晴、現代ディスクロージャー研究カンファレンス、企業規模による予想利益の精度と価値関連性—経営者予想とアナリスト予想を中心に、2012

年 1 月 8 日、日本大学(東京都)

野間幹晴、American Accounting Association、The frequency of management forecasts and R&D activities: Evidence from Japan、2011 年 8 月 10 日、Denver、COLORADO、USA

〔図書〕(計 3 件)

K. Ito, M. Nakano, Y. Takasu, S. Ishida, T. Kagaya, T. Kochiyama, Y. Takahashi, S. Sawada, K. Fujiyama, H. Kim, Y. Tanaka, M. Noma, T. Suzuki and T. Shoichi、International Perspective on Accounting and Corporate Behavior、Springer、2014、335 (261-283) .

伊藤邦雄・桜井久勝・大日方隆・音川和久・中條祐介・石川博行・薄井彰・首藤昭信・乙政正太・小野武美・八重倉孝・円谷昭一・野間幹晴・中野誠・加賀谷哲之、会計情報の有用性、中央経済社、2013、504 (375-403) .

伊藤邦雄・大塚成男・永田京子・野間幹晴・中村美保・川島健司・前山政之・奥田真也・中條祐介・矢澤憲一・大沼宏・米谷健司・越智学・円谷昭一・鈴木智大・加賀谷哲之・伊藤健顕・金鉉玉・中野誠・青木康晴・蜂谷豊彦・竹口啓輔・矢部謙介、企業会計研究のダイナミズム、中央経済社、2012、468 (33-44) .

6 . 研究組織

(1) 研究代表者

野間 幹晴 (NOMA, Mikiharu )  
一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・准教授

研究者番号 : 80347286