

令和 4 年 6 月 20 日現在

機関番号：12401

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2021

課題番号：16K17204

研究課題名（和文）投資に関する予想情報の質とコーポレート・ガバナンスの関連性に関する実証研究

研究課題名（英文）Empirical Research on an Association between the Quality of Investment Forecasts and Corporate Governance

研究代表者

島田 佳憲 (Shimada, Yoshinori)

埼玉大学・人文社会科学部研究科・准教授

研究者番号：70733351

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,000,000円

研究成果の概要（和文）：本研究課題は、コーポレート・ガバナンスの視点から、経営者による投資に関する予想情報の経済的役割を解明しようとするものである。研究の成果として、つぎのことが明らかになった。まず、自発的に投資予想情報を開示している企業は、開示していない企業と比べて、より低いインプライド資本コストを享受することができる。つぎに、株式所有構造により経営者の規律づけが発揮される企業ほど、投資予想情報の正確度が高くなる。最後に、投資予想情報の質が高い企業では、より効率的な投資活動が実施されている。

研究成果の学術的意義や社会的意義

東京証券取引所は、業績予想のほかにも投資者が将来キャッシュ・フローを予測するのに役立つ将来情報の開示を上場会社に要請している。既存研究では業績予想開示の検証が中心であるが、本研究課題は投資予想情報の開示にどのような経済的意義があるかを明らかにしている点に学術的意義がある。

研究成果の概要（英文）：This research project aims to examine the economic roles of investment forecasts issued by managers. The followings are revealed in this research project. First, firms that issue management investment forecasts can enjoy a lower implied cost of capital than firms that do not. Second, the institutional ownership improves the quality of management investment forecasts, whereas the board ownership declines that. Finally, firms with the higher quality management investment forecasts carry out investment projects more efficiently.

研究分野：財務報告

キーワード：投資予想情報

1. 研究開始当初の背景

本研究課題の学術的背景には、つぎの3点が挙げられる。

第1に、内閣府「日本経済2013-2014」において、企業による投資(設備投資や研究開発投資)促進が現下のわが国経済における経済再生やデフレ脱却といった課題解決の鍵であり、世界金融危機後に低水準で推移し続けている民間投資の活発化が「日本再興戦略」において重要な役割を担っていることが謳われている。わが国企業の持続的な成長戦略のためには、投資促進とその経済的効果に関する研究成果の蓄積が喫緊の課題となっている。

第2に、日本経団連の意見書「財務報告に関するわが国開示制度の見直しについて」を嚆矢として、予想情報開示にかかる制度の大幅な再検討がなされ、これを受けて東京証券取引所から「業績予想開示に関する実務上の取扱いについて」が発表された。ここでは、東京証券取引所の基本的な考え方として、幅広い将来予測情報の開示を通じた投資者とのコミュニケーション(対話)の実践、そして一層の情報開示の充実が求められ、設備投資・研究開発に係る支出やそれに伴う減価償却負担といった企業の投資活動にかかる予想情報も東京証券取引所が想定する予想情報に含まれている。

第3に、わが国やIASB・FASBの「財務会計の概念フレームワーク」において、財務会計の目的が投資者が将来キャッシュ・フローを予測するのに役立つ情報を提供することと明示されていることを鑑みれば、設備投資や研究開発投資は将来キャッシュ・フローの源泉となる投資であるため、将来キャッシュ・フローと直接的に結びつく投資予想情報の経済的役割・意義を明らかにすることは極めて重要である。実際、投資決定は経営者の裁量が含まやすく、売上高や利益よりも予想しづらいため、アナリストからは将来投資に関する情報の開示要請がある。

以上のように、投資予想情報は、政府や証券取引所、実務家等の種々の利害関係者から関心が寄せられ、財務会計の果たすべき役割という視点からも重要視されていることを踏まえれば、注目に値する極めて肝要な研究課題である。しかしながら、国内外ともに投資予想情報を対象とした研究はほとんどなく、学術的にはその経済的意義・役割の解明はほとんど行われていない。本研究課題においては、投資予想情報の質とその担保をなすコーポレートガバナンスとの相互関係を浮き彫りにすることによって、信頼性ある投資予想情報開示という点で広くディスクロージャー制度貢献することができる。

2. 研究の目的

本研究課題では、下記の3点を具体的な研究テーマに掲げて研究を遂行した。これらの研究テーマに取り組むことで、経営者による自発的な投資予想情報の開示の経済的意義を明らかにすることを目的にしている。

- (1) 投資予想情報の開示に企業と投資家のあいだの情報の非対称性を緩和させる効果があるかを分析する。本研究課題では、株式市場において投資予想情報の開示有無がどのように評価されているかを明らかにするため、投資予想情報の開示企業と非開示企業で企業価値に違いが生じるかを解明する。
- (2) 経営者に対する規律づけの度合いが投資予想情報の質にいかなる影響を与えるかを分析する。規律づけされている経営者はより高質な投資予想情報を開示すると考えられる。本研究課題では株式所有構造に着目し、機関投資家持株の規律づけ効果や役員持株のエントレンチメント効果の投資予想情報の正確度に対する影響を明らかにする。
- (3) 投資予想情報の質と投資効率性の関連性を分析する。本研究課題では、高質な投資予想情報を開示している企業ほど、経営陣が投資活動の内容をより正確に把握していることから効率的な投資を遂行できていると考えられる。投資予想情報の正確度と投資効率性の関連性を解明する。

3. 研究の方法

本研究課題においては、日本の上場企業を対象にアーカイバルデータを利用した実証分析を遂行した。いずれの研究においても、東洋経済新報社が発刊している『会社四季報』に記載されている設備投資および研究開発費に関する予想情報を投資予想情報とし、それらを手作業により収集した。

投資予想情報の開示有無と企業価値の関連性の研究においては、インプライド株主資本コストの低減が企業価値の向上につながることから、インプライド株主資本コストに着目し、分析を実施した。インプライド株主資本コストは、経営者による翌期の業績予想、現時点の株主資本簿価および株価から推定している。

コーポレートガバナンスが投資予想情報の質を担保するかに関しては、コーポレートガバナンスを定量化する必要がある。本研究課題では経営者に対する規律づけの程度に注目し、とりわけ株式所有構造である機関投資家持株比率ならびに役員持株比率をコーポレートガバナンスの要素と捉える。機関投資家持株比率が高い企業では経営陣はモニタリング機能により規律づけられている一方、役員持株比率が高い企業では経営陣に対するモニタリング機能は発揮されづ

らく経営陣に対する規律づけは期待されないと考えられる。また、投資予想情報の質に関しては、予想値と実績値の差の絶対値により測定している。絶対値が小さい(ゼロに近い)ほど、経営陣はより正確度が高い予想値を開示しており、投資予想情報の質が高いとみなされる。

投資予想情報の質と投資効率性の関連性の研究では、最適投資水準からの乖離度を投資効率性とした。企業の成長性をはじめとする企業特性ごとに最適とされる投資水準が異なることから、こうした企業特性から推定される最適な推定値と実際の実績値との乖離度を投資効率性とした。この乖離度が大きいほど、投資が非効率であると考えられる。

4. 研究成果

本研究課題の実施により、下記の発見事項が得られた。これらの研究成果から、自発的な経営者による投資予想情報の開示には企業にとって経済的な意義があることが確認された。投資予想を開示している場合には、より信頼性のある高質な投資予想情報の開示が望ましく、さらに投資予想情報の質の向上には株式所有構造が関連することが示された。

- (1) 設備投資予想や研究開発費予想を開示している企業では、インプライド株主資本コストがこれらを開示していない企業よりも低くなることが発見された。投資予想情報の開示には、企業と投資家のあいだの情報の非対称性を緩和する効果があり、こうした開示は企業価値の向上に資することが示唆された。
- (2) 機関投資家持株比率が高い企業では投資予想情報の正確度が高くなる一方、役員持株比率が高い企業では投資予想情報の正確度が低下することが発見された。既存研究において株式所有構造はさまざまな企業情報開示の質に影響することが明らかにされてきたことと整合し、株式所有構造は投資予想情報の質にも関連することが示唆された。
- (3) 投資予想情報の正確度が高い企業ほど、最適な投資水準と実際の投資水準との乖離度が小さくなることが発見された。より高質な投資予想情報を開示している企業ほど、よりいっそう効率的に投資活動に取り組んでいることが示唆された。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Yoshinori SHIMADA	4. 巻 27 (4)
2. 論文標題 Voluntary disclosure of investment forecasts and the cost of capital: evidence from the treatment effect estimates model	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics	6. 最初と最後の頁 472 ~ 489
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1080/16081625.2018.1517050	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件/うち国際学会 2件）

1. 発表者名 Yoshinori SHIMADA
2. 発表標題 Management forecast quality, the cost of equity capital and corporate governance in Japan
3. 学会等名 European Accounting Association 2018 Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Yoshinori SHIMADA
2. 発表標題 Association among Investment Forecast Quality, the Implied Cost of Equity Capital, and Corporate Governance: Evidence from Japan
3. 学会等名 American Accounting Association 2016 Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2016年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 古賀智敏・瀧田輝己・菊谷正人・五十嵐則夫・安井肇・山口峰男・椋田龍三・上野清貴・本田良巳・池田公司・與三野禎倫・島田佳憲・仙場胡丹・島永和幸・伏見康子・岡本紀明・嶋津邦洋・姚俊・沖野光二・付馨・近藤汐美	4. 発行年 2019年
2. 出版社 千倉書房	5. 総ページ数 436
3. 書名 会計研究の系譜と発展	

〔産業財産権〕

〔その他〕

島田佳憲 (2021) 「経営イノベーション・メジャーへの招待」『社会科学論集』, 第163巻, 21-30頁.
Yoshinori SHIMADA (2022) "MANAGEMENT INVESTMENT FORECAST ACCURACY AND CORPORATE INVESTMENT EFFICIENCY", SSRN Electronic Journal, pp. 1-36.

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------