

令和 2 年 5 月 18 日現在

機関番号：32663

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2018～2019

課題番号：18H05688・19K20889

研究課題名（和文）経営者の財務的意思決定と経営者予想開示に関する実証研究

研究課題名（英文）Financial Decision Making and Management Earnings Forecast

研究代表者

調 勇二（Shirabe, Yuji）

東洋大学・経営学部・講師

研究者番号：50821930

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,000,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、日本の上場会社による業績予想（以下、経営者予想）の開示が、資本取引に関する経営者の意思決定、すなわち財務的意思決定においてどのような役割を果たしているかを実証的に解明することにある。研究の結果、経営者は経営者予想開示と財務的意思決定を相互に関連付けて戦略的に行動する傾向にあることが明らかになった。特に、経営者は株式発行方法に応じて経営者予想開示の楽観度を変化させていたり、経営者予想開示に対する株式市場の評価に応じて自己株式取得を実施したりする傾向が明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

日本においては、証券取引所の要請に応じてほぼ全ての上場会社が次期の売上高や当期純利益の予想値を公表しており、これは諸外国においては観察されない特徴的なものである。本研究はこのような制度的環境に注目して、資本市場における経営者予想開示の役割を明らかにしており、先行研究において議論されてきた経営者予想開示が担う役割について新たな知見を提示している。このような知見は、日常的に企業が開示する業績予想を評価する必要に迫られる市場参加者にとって有用であり、ひいてはより効率的な株式市場の形成に資するものと考えられる。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to empirically reveal the role of management earnings forecast by Japanese listed companies in financial decision making. The results of this study suggest that managers tend to act strategically by relating management earnings forecast with financial decision making. In particular, I find that managers vary in their optimism about management earnings forecast depending on the method of issuing shares, and that they repurchase shares in response to the stock market's assessment of management earnings forecast.

研究分野：財務会計

キーワード：経営者予想 株式発行 自己株式取得 統合報告

1. 研究開始当初の背景

本研究が着目する経営者予想の開示は、主として企業の情報開示の一環として、財務会計領域およびファイナンス領域において研究が進められてきた。経営者予想開示は、将来キャッシュフローと密接に関連する売上高や利益に関する予想値を公表するため、投資家による投資判断において有用な情報を提供していると考えられる。それゆえ、経営者予想情報は情報有用性を有するか、という命題は多くの研究者の関心を集めており、研究の蓄積が進んできた (Waymire, 1984; Conroy et al., 1998; Hutton and Stocken, 2009; Kato et al., 2009)。これら先行研究では、経営者予想の公表に対して株価が反応することが確認されており、経営者予想開示が投資家にとって有用な情報を提供することを示唆する学術的証拠が提示されているといえる。

一方で、経営者予想開示の負の側面ともいえる、経営者予想開示における経営者の機会主義的な行動に関する研究の蓄積は十分に進んでいるとはいえない。とりわけ、経営者が財務的意思決定を行う際には、投資家は経営者予想開示を含む多くの情報に基づいて、経営者の意思決定を評価・判断する必要が生じる。しかしながら、経営者はこのような状況下において、自社により有利な条件で財務的意思決定を行うことを意図して、開示する情報内容を歪めるような行動を選択する可能性がある。従来、日本企業はメインバンク制に代表される間接金融に依存して資金調達を行ってきたが、近年は証券市場における調達に軸足を移しつつあることを踏まえると、財務的意思決定に際しての経営者予想開示行動を解明することは、学術的のみならず実務的にも意義深いと考えられる。

2. 研究の目的

本研究の目的は、日本の上場会社による業績予想 (以下、経営者予想) の開示が、資本取引に関する経営者の意思決定、すなわち財務的意思決定においてどのような役割を果たしているかを実証的に解明することにある。より具体的に言えば、(1)株式発行、及び(2)自己株式取得という主要な財務的意思決定に焦点を当て、それらを実施する際に経営者が経営者予想の開示を変化させるのか否かを、日本企業を対象に実証的に検討する。

日本においては、証券取引所の要請によりほぼ全ての上場会社が次期の売上高や当期純利益の予想値を公表しており、これは諸外国においては観察されない特徴的なものである。Verrecchia and Wang (2011)は、日本の特徴的な経営者予想開示に関する実務慣行により、先行研究で未解明の興味深い研究課題に取り組むことができると述べている。本研究は、財務的意思決定時における情報開示行動を、これまで検討されることが少なかった経営者予想情報の開示行動の観点から分析するという点で独自性が高く、学術的貢献のみならず実業界に対するインプリケーションという点でも大きな意義を持つと期待できる。

3. 研究の方法

本研究では日本企業のアーカイバル・データを用いて、次の3つの論点について実証的に検討した。

(1)時系列特性を考慮した経営者予想の実態

従来、先行研究においては経営者予想の特性を評価する際には、予想値と実績値の差、すなわち予想誤差の絶対値として定義される予想精度が広く用いられてきた。しかしながら、継続的に開示を繰り返す経営者予想の特性を評価するためには、単年度における予想誤差のみならず、その時系列的な特性についても考慮する必要があることが指摘されている。なぜなら、予想誤差に持続性が存在すること、すなわち前期の予想誤差と当期の予想誤差の間に平均的には有意な正の相関関係が存在することが確認されているからである。本研究では、予想誤差の時系列特性を測定するために予想誤差のボラティリティを用いた Hilary et al. (2014)に倣い、予想誤差ボラティリティを用いて日本企業における経営者予想の特性に関する実態の把握を行っている。

(2)経営者予想開示と株式発行

経営者には財務的意思決定に際して情報開示行動を変化させるインセンティブが生じる可能性があり、先行研究では経営者がそのような行動をとるのかどうかを検証している。先行研究においては、財務的意思決定に際して経営者が実績利益情報に関する開示行動を変化させることが明らかにされている。他方、経営者予想の開示に関しては国内外ともに経験的証拠の蓄積が十分に進んでいるとは言えない。株式発行についていえば、経営者は株式発行前に市場にグッド・ニュースを伝達して株価を上昇させ、より高価格で株式発行を行うことを意図する可能性がある。それゆえ、経営者は株式発行前に楽観的な経営者予想を開示するかもしれない。他方、先行研究では、株式市場が負の利益サプライズに対してより強く反応する傾向が観察されており、負の利益サプライズを避けるために経営者予想が活用されることが報告されている。それゆえ、経営者が株式発行時に悲観的な経営者予想を開示する可能性もまた示唆される。

本研究は、株式発行として公募増資及び第三者割当増資を取り上げ、株式発行時に経営者が経営者予想開示行動を変化させるかどうかを、日本企業のアーカイバル・データを用いて実証的に

検証している。加えて、本研究では経営者予想の時系列特性が株式発行時の経営者予想開示行動に与える影響についても分析している。

(3)経営者予想開示と自己株式取得

株式発行と同様に、自己株式の取得に際しても経営者は事前の情報開示行動を変化させるインセンティブを有する。経営者は、事前に市場にバッド・ニュースを伝達して株価を下落させることにより、割安な価格で自社株を取得することが可能になるからである。しかしながら、このような行動は、自己株式取得の動機として複数の先行研究で支持されている過小評価仮説と整合しない。過小評価仮説のもとでは、企業の内部者たる経営者は、自社株が過小評価されていると考えている場合に市場に対するシグナルとして自己株式取得を行い、市場参加者が自己株式取得を過小評価のシグナルとして解釈することを想定している。過小評価仮説を前提とすれば、割安な価格で自社株を取得するために、経営者が自己株式取得時に情報開示行動を変化させることは予想されない。下方にバイアスをかけた情報の開示は株価の下落をもたらす、自己株式取得のシグナリング効果を減衰させてしまうからである。

本研究では、自己株式取得時における経営者予想開示行動を検討するにあたって、上記のいずれの現象が支配的なのかを、日本企業のアーカイバル・データを用いて実証的に検証している。

また、本研究では追加的な分析として、統合報告の導入が及ぼす影響に関する分析を実施している。経営者は経営者予想において来期の売上高や利益に関する予想を開示する。他方、近年の日本企業においては、より長期的な時間軸のもとで財務・非財務情報を組み合わせて企業の戦略や目標を外部者に伝える報告実務である統合報告が取り入れられつつある。統合報告が従来の企業報告とは異なる特徴を有する点に注目して、その導入がもたらす経済的影響に関する分析を行っている。

4. 研究成果

(1)時系列特性を考慮した経営者予想の実態

検討の結果、予想誤差ボラティリティは異なる会計利益を用いた場合でも、一定程度共通する経営者予想の時系列特性を捉えた変数であることを確認している。また、予想誤差ボラティリティは短期で測定したとしても、より長期間で測定した場合との相関は高く、予想誤差の時系列特性に関して相当程度共通する特性を捉えていることが示唆される。

予想誤差ボラティリティの時系列の推移に関する検討からは、予想誤差ボラティリティにはマクロレベルの経済環境の不確実性が反映されることが示唆される。加えて、業種ごとの傾向に関する検討では、業績が資源価格や製品価格の変動、景気動向の変化に左右されやすい業種ほど、予想誤差ボラティリティが高く、需要が景気動向等に左右されにくい傾向にある業種ほど、予想誤差ボラティリティが低い傾向が観察される。研究成果については、学術論文として公表されている(調, 2018)。

(2)経営者予想開示と株式発行

公募増資実施企業の経営者予想誤差は非実施企業よりも小さいこと、および第三者割当増資実施企業の経営者予想誤差は非実施企業よりも大きいことを確認している。この分析結果は、公募増資を行う際に悲観的なバイアスをかけた経営者予想が開示されること、および第三者割当増資に際しては楽観的なバイアスをかけた経営者予想が開示されることを示唆している。

加えて、経営者予想のボラティリティが大きい企業ほど、株式発行時における経営者予想開示行動をより大きく変化させることが明らかにされている。具体的には、予想誤差ボラティリティが大きいほど公募増資実施期の経営者予想により悲観的なバイアスがかかること、および予想誤差ボラティリティが大きいほど第三者割当増資実施期の経営者予想がより楽観的であることを発見している。この分析結果は、過去の経営者予想のボラティリティが高い企業の経営者ほど、株式発行に際してよりバイアスをかけた経営者予想を開示することを示唆している。研究成果については、今後論文としてまとめたうえで学術雑誌に投稿する予定である。

(3)経営者予想開示と自己株式取得

経営者が自己株式取得時に経営者予想開示行動を変化させることは確認されていない。具体的には、自己株式取得発表企業と非発表企業とで経営者予想ニュースが異なること、および経営者予想誤差が異なることを発見している。したがって、経営者が自己株式取得の発表時にバイアスをかけた経営者予想を開示することは示唆されない。

経営者予想公表前時点で市場からの評価が相対的に低い企業は、経営者予想に対する評価が過小なほど自己株式取得を実施すること、および経営者予想公表前時点における市場評価が相対的に高い企業においてはその傾向が弱まることを発見している。この分析結果からは、経営者が経営者予想開示の観点から過小評価仮説と整合的な意思決定に基づいて自己株式の取得を行っていることが示唆される。研究成果については、今後論文としてまとめたうえで学術雑誌に投稿する予定である。

追加的に実施している、統合報告の導入が及ぼす影響に関する分析については、実体的利益調

整に及ぼす影響を日本企業のアーカイバル・データを用いて実証的に検証している。分析の結果、統合報告導入後、企業は実体的利益調整行動を行わなくなる傾向にあることを確認している。この分析結果は、統合報告の導入により企業内部の意思決定を改善されることにより、近視眼的な行動が抑制されることを示唆している。研究成果については、現在ワーキングペーパーとして公表されており、今後学術雑誌に投稿する予定である（Shirabe and Nakano, 2019）。

引用文献

- 調勇二, 2018, 「日本における予想誤差ボラティリティの実態」『経営論集』第 92 巻, 1-13 頁 .
- Conroy, R. M., R. S. Harris, and Y. S. Park. (1998). Fundamental information and share prices in Japan: evidence from earnings surprises and management predictions. *International Journal of Forecasting* 14 (2): 227–244.
- Hilary, G., C. Hsu, and R. Wang. (2014). Management Forecast Consistency. *Journal of Accounting Research* 52 (1): 163–191.
- Hutton, A. P., and P. C. Stocken. (2009). Prior Forecasting Accuracy and Investor Reaction to Management Earnings Forecasts. *Working Paper*.
- Kato, K., D. J. Skinner, and M. Kunimura. (2009). Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated. *The Accounting Review* 84 (5): 1575–1606.
- Shirabe, Y, and M. Nakano. (2019). Integrated Reporting and Earnings Management. *Working Paper*.
- Verrecchia, R. E., and C. Wang. (2011). Some Thoughts on Accounting Research in Japanese Settings. *The Japanese Accounting Review* 1: 131–133.
- Waymire, G. (1984). Additional Evidence on the Information Content of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 22 (2) (2): 703–718.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 0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 調勇二	4. 巻 92
2. 論文標題 日本における予想誤差ボラティリティの実態	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 経営論集	6. 最初と最後の頁 1-13
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
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 1件）

1. 発表者名 調勇二, 中野誠
2. 発表標題 統合報告と利益調整
3. 学会等名 日本会計研究学会第78回大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Yuji Shirabe, Makoto Nakano
2. 発表標題 Integrated Reporting and Earnings Management
3. 学会等名 Australasian Finance and Banking Conference 32nd Annual Conference（国際学会）
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

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
---------------------------	-----------------------	----