

令和 6 年 6 月 8 日現在

機関番号：11401

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2022～2023

課題番号：22K20153

研究課題名（和文）金融危機時の自信過剰な経営者の投資行動：日本の非金融企業の分析

研究課題名（英文）Investment behavior by overconfident managers during the financial crisis: an analysis of Japanese nonfinancial firms.

研究代表者

石黒 武秀 (Ishiguro, Takehide)

秋田大学・教育文化学部・助教

研究者番号：90944736

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 1,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、日本特有のコーポレートガバナンス組織が自信過剰な経営者の経営行動を規律付けるかどうかを検証する。自信過剰な経営者は自身の能力に自信があることから積極的な投資行動をするものの、内部資金が足りなくなると投資をやめて内部資金をためようとするのがわかっている(Malmendier and Tate, 2005)。本研究では金融危機による外部資金調達への制約とリスク回避的な選考を持つ銀行によるコーポレートガバナンスが、自信過剰な経営者の積極的な投資行動を抑えるかどうかを示す。また、自信過剰な経営者を経営者予想の情報から検証することによって、経営者予想情報による新たな経営分析の方法を示す。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の貢献は、日本のコーポレートガバナンスの制度設計の議論に対するものである。企業のコーポレートガバナンス組織を設計する際に先行研究で議論されてきた日本特有である銀行によるコーポレートガバナンスは有効である。特に、積極的な経営行動を行う可能性が高い自信過剰な経営者に対しては銀行のようなリスク回避的な選考を持つコーポレートガバナンスが企業を効率化する。また、自信過剰な経営者に対するコーポレートガバナンスを用いた規律付けを議論、検証する際には、日本企業で情報開示が充実している経営者予想を用いることが効果的である。

研究成果の概要（英文）：This study examines whether Japan-specific corporate governance organizations discipline the managerial behavior of overconfident managers. Prior research has shown that overconfident managers are confident in their own abilities and thus engage in aggressive investment behavior, but when they run out of internal capital, they stop investing and try to save internal fund (Malmendier and Tate, 2005). This study shows whether corporate governance by banks with restrictions on external financing and risk-averse selection due to the financial crisis reduces the aggressive investment behavior of overconfident managers. By examining overconfident managers based on their managerial forecast information, this study also demonstrates a new method of business analysis based on managerial forecast information.

研究分野：会計学

キーワード：自信過剰な経営者 経営者予想 金融危機 コーポレートガバナンス

## 様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

本研究ではこれまでの会計研究では会計情報には負債契約やコーポレートガバナンスなどの企業ごとの特徴があることから論じられてきた。しかし、企業の情報には企業ごとの要因だけでなく、経営者ごとに決定する要因が考えられる。会計学において企業の開示する情報に経営者ごとの影響があることを示す研究として経営者予想への影響(Bamber et al., 2010)や税負担削減行動への影響(Dyregang et al., 2010)、利益調整などの会計選択への影響(Ge et al., 2013)の研究などが例としてあげられる。会計情報に対する経営者ごとの影響を情報利用者が知ることで、会計情報へのノイズを除去したり、反対に会計情報へのノイズから経営者の特徴を読み取ったりすることができる。

本研究では経営者ごとの影響の中でも自信過剰な経営者に注目する。自信過剰な経営者は将来業績に対して楽観的であり、他の経営者よりも積極的な投資を行う(Malmendier and Tate, 2005)。自信過剰な経営者の存在を情報利用者知ることができれば、企業が積極的な投資行動のようなリスクの高い経営行動をするかどうかを予測することが可能であり、株価や倒産予測、経営者交代をはじめとするコーポレートガバナンスの政策決定に重要な役割を果たす。そのため、将来の会計学において自信過剰な経営者を企業が開示する情報から読み取る方法を検討することが重要である。

これまでの研究(Hriber and Yan, 2016; 石黒, 2021)の一部では、自信過剰な経営者は実際の利益よりも楽観的な経営者予想を開示することが示されている。以上のことから、本研究の学術的な「問い」は、自信過剰な経営者を企業が開示する情報から読み取ることができるかどうかを経営行動の分析を通して示すことである。

本研究に至るまで、私は経営者予想から経営者の自信過剰を推定することと、推定された自信過剰を指標化し、その指標を企業の経営行動の分析に応用した。石黒(2021)では経営者予想から経営者の自信過剰を推定し、この推定結果が正しく推定されているかどうかを検証した。また、Ishiguro and Yamada(2020)や石黒(2023)は自信過剰な経営者の経営行動の分析対象として、内部資金調達との関係性について検証した。しかし、これらの研究の中で、自信過剰な経営者の投資行動について検証していなかった。本研究ではこれまでの経営者予想から経営者の自信過剰を推定するノウハウを企業の投資行動の分析に応用する。

### 2. 研究の目的

本研究では自信過剰な経営者が金融危機時にどのような経営行動をするかについて、経営者予想の情報を用いて検証する。自信過剰な経営者とは将来の業績に対して楽観的な経営者である。自信過剰な経営者は積極的な投資行動を行う反面、資金調達に制約があると積極的な投資が難しくなることがわかっている(Malmendier and Tate, 2005)。

自信過剰な経営者は2008年におこったリーマンショック時に外部資金調達が制約され、投資を減らすという行動の変化があると考えられるものの、先行研究において十分に検証されていない。Ho et al. (2019)は銀行を分析対象として、自信過剰な経営者の金融危機時における融資行動の分析を行っている。しかし、Ho et al. (2019)では、1)金融業を除く一般事業会社を対象としていない点と、2)金融危機時の経営行動の変化に着目していない点で研究を進めていく余地がある。本研究では金融業を除く一般事業会社において、自信過剰な経営者がリーマンショック時に自信過剰な経営者が投資行動を変化させるかどうかについて検証する。

また、本研究では日本のデータを基に自信過剰な経営者の経営行動を検証する。日本の金融危機において、日本の銀行は企業に対して積極的な貸し出しを行った。このことから、積極的な融資は企業の資金調達制約を緩和した一方で、銀行が企業経営に対する影響力を強めた可能性を持つ。特に銀行によるコーポレートガバナンスは銀行がリスク回避的な経営行動を選好するため、銀行によるコーポレートガバナンスの影響を強く受ける企業はリスクの高い投資に対して消極的になる可能性が高い。本研究では自信過剰な経営者が銀行の影響力が強い企業を営んでいる場合に、金融危機時の融資によって投資を活発化したのか、それとも銀行のコーポレートガバナンスの影響でリスクの高い投資を控えるかどうかについて検証する。

本研究の独自性は、1)自信過剰な経営者の金融危機における経営行動の分析を一般事業会社から行うこと、2)日本のデータを用いることである。金融危機における自信過剰な経営行動はHo et al. (2019)が金融業のデータから検証した研究があげられるものの、金融業を除く一般事業会社を対象とした研究がみられない。また、本研究では日本のデータから検証することで、金融危機時に積極的な融資を行った日本の銀行特有の意思決定が日本の経済にどのような影響を及ぼしたかについて検証することができると考えられる。

### 3. 研究の方法

本研究が着目した「金融危機における自信過剰な経営者の経営行動」と「銀行によるコーポレートガバナンスの影響」は一般事業会社を対象とした分析が行われていない。そのため、本研究では自信過剰な経営者の経営行動を実証的研究によって明らかにした先駆的な研究であるMalmendier and Tate (2005)に倣い、アーカイバルデータを用いた分析によって検証する。また、本研究では投資行動の中でもMalmendier and Tate (2005)に倣い、設備投資を行うかどうか

かに焦点を当て、統計的な手法により分析を行う。

分析対象は2008年から2011年の金融業を除く、東証一部上場企業を対象としている。本研究では、2008年の金融危機に焦点を当てたいため、2008年と2009年を金融危機前、2010年と2011年を金融危機後のデータとしてイベントスタディを行っている。分析モデルは以下のとおりである。

$$\begin{aligned} CAPEX_{i,t+1} = & \beta_1 CRISIS_{i,t} + \beta_2 NONCRISIS_{i,t} + OC_{i,t} * (\beta_3 CRISIS_{i,t} + \beta_4 NONCRISIS_{i,t}) \\ & + \sum_l \beta_{5,l} Controls_{l,i,t} + \sum_n \beta_{6,n} INDD_{n,i,t} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

下付き文字の  $i$  と  $t$  はそれぞれ企業と年を表している。CAPEX は設備投資費を前期総資産で除したものである。OC は経営者予想と実際の利益の差を基に経営者の自信過剰を示している。最後に CRISIS は2008年か2009年であれば1、その他を0とするダミー変数であり、NONCRISIS は2010年か2011年であれば1、その他を0とするダミー変数である。本研究では  $\beta_3$  の分析結果を読み取ることによって検証を行う。本研究の予想が正しく、自信過剰な経営者が金融危機時に投資をやめて現金をためるならば、 $\beta_3$  は正の係数となるはずである。

#### 4. 研究成果

昨年度の研究成果は、経営者による純利益予想と当期純利益の差を用いて、経営者の自信過剰を測定し、リーマンショックによって自信過剰な経営者の経営行動が変化するかどうかについてアーカイバルデータを用いて検証した。自信過剰な経営者は積極的な投資を行う一方で、その投資のための資金調達には外部資金調達ではなく、内部資金調達に依存する (Malemendier and Tate, 2005; Malemendier et al., 2011)。そのため、金融危機で金融市場が混乱し、外部資金調達が困難になると、内部資金をためようとして投資をやめる傾向が強まる。また、日本の経済の特性を考慮し、メインバンクシステムが自信過剰な経営者の積極的な経営行動を抑制するかどうかについても検証した。本研究の検証結果は1) 自信過剰な経営者がリーマンショック時に、積極的な設備投資をやめ、内部資金をためようとするのと、2) 銀行が自信過剰な経営者に対するコーポレートガバナンスを発揮させ、積極的な設備投資を抑えることを示した。この研究結果は、2022年6月に発行された *Journal of Asian Finance, Economics and Business* の9号6巻にて発表されている。

本年度は昨年度に得られた知見を活かして日本の特有のコーポレートガバナンスの有効性の検証を進めた。本年度の研究として取り組んだのはゾンビ企業の経営行動がコーポレートガバナンスによって改善されるかどうかである。ゾンビ企業は金融市場の機能不全などで企業が経営危機に陥った時に、銀行や政府などの支援、中央銀行による金融緩和的な政策によって、負債が返済できていないに関わらず生き残る企業のことである。ゾンビ企業が投資家や企業にとって外生的な問題で起こるため、企業にとってはゾンビ企業になった後に効率的な企業に早く回復させるかが重要である。本研究ではすべての利害関係者を重視し、日本の伝統的なコーポレートガバナンスである銀行と株主の利害を重視する外国人株主がそれぞれ日本のゾンビ企業を効率化することができるかを検証した。本研究の研究結果は外国人株主のみがゾンビ企業を効率化させた反面、銀行がゾンビ企業を効率化させるかどうかはわからなかった。そのため、銀行によるゾンビ企業の効率化は研究成果として発表せず今後の課題としている。この研究結果は2024年1月に *Asian Accounting Review* に受理された論文にて発表されている。

以上の研究成果から日本特有のコーポレートガバナンスの有効性について示すことができている。本研究では、銀行によるコーポレートガバナンスが過剰な投資をやめさせる可能性が高いことを示した。このことは銀行によるコーポレートガバナンスが企業の経営行動を規律付けることを示した研究を支持する結果である。一方で、本研究の分析結果はゾンビ企業の効率化に銀行が貢献するかどうかはわからなかった。この分析結果から、銀行がゾンビ企業の効率化に貢献する場合分けをより詳細に行う必要がある可能性があり、今後の研究への課題となっている。

ゾンビ企業の効率化のみに焦点を当てれば、外国人株主は企業を効率化する。この分析結果は外国人株主によるコーポレートガバナンスが有効であることを示した研究を支持する。また、外国人株主によるコーポレートガバナンスの効果をより高めるには質の高い財務情報が必要であり、財務情報の質の改善がコーポレートガバナンスにとって重要であることを示す先行研究の主張を補強するであろう。しかし、外国人株主によるコーポレートガバナンスや財務情報の質が自信過剰な経営者に有効かどうかは検証できておらず、このことは今後の検証課題である。

本研究を通じた学術的な貢献は、日本特有のコーポレートガバナンスの有効性について議論したことである。銀行によるコーポレートガバナンスは、銀行による企業への持株比率の制限などで影響力が低下している可能性が考えられるものの、自信過剰な経営者に対して有効であることを示した。

本研究の社会的貢献は、コーポレートガバナンスの制度設計の議論に対するものである。企業のコーポレートガバナンス組織を設計する際に先行研究で議論されてきた日本特有である銀行や外国人株主によるコーポレートガバナンスは有効である。特に、積極的な経営行動を行う可能

性が高い自信過剰な経営者に対しては銀行のようなリスク回避的な選考を持つコーポレートガバナンスが企業を効率化する。また、自信過剰な経営者に対するコーポレートガバナンスを用いた規律付けを議論、検証する際には、日本企業で情報開示が充実している経営者予想を用いることが効果的である。このことは、本研究は経営者予想を開示するベネフィットについても議論しており、経営者予想の公開や制度設計の議論にも役に立つことを示唆する。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 2件 / うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Takehide Ishiguro	4. 巻 9
2. 論文標題 Capital Expenditure Behavior of Overconfident Managers of Japanese Firms: Empirical Evidence During the Financial Crisis in Japan.	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Journal of Asian Finance, Economics and Business	6. 最初と最後の頁 175-181
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.13106/jafeb.2022.vol19.no6.0175	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 該当する

1. 著者名 Ishiguro Takehide, Yamada Akihiro	4. 巻 forthcoming
2. 論文標題 Mitigating overinvestment in Japanese zombie firms: the role of foreign ownership and earnings quality	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 Asian Review of Accounting	6. 最初と最後の頁 1-19
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1108/ARA-04-2023-0115	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

〔学会発表〕 計1件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 大沼宏、石黒武秀、藤田健人
2. 発表標題 日本の経済環境における利益の質による労働投資の効率性の向上
3. 学会等名 日本管理会計学会 2023年度年次全国大会
4. 発表年 2023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
---------------------------	-----------------------	----

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