

学籍番号:CD151002

経営者予想開示と財務的意思決定に関する実証研究

Management Earnings Forecasts and Financial Decision-Making

(要 旨)

大学院商学研究科
博士後期課程 経営・マーケティング専攻
調 勇二

経営者予想開示と財務的意思決定に関する実証研究 Management Earnings Forecasts and Financial Decision-Making

調 勇二

1. 本論文の構成

- 第1章 研究の目的と背景
- 第2章 先行研究の整理と検証課題の導出
- 第3章 日本における予想誤差ボラティリティの実態
- 第4章 予想誤差ボラティリティと情報有用性
- 第5章 経営者予想開示と株式の発行
- 第6章 経営者予想開示と自己株式の取得
- 第7章 要約と結論

2. 本論文の目的と背景

本論文の目的は、経営者予想の開示と財務的意思決定がどのように関係しているのかを明らかにすることにある。経営者予想開示は経営者が内部情報を投資家に伝達するための主たる経路の1つであり、経営者と投資家間の情報の非対称性を縮小しう一方、経営者は開示内容に対して裁量を有するがゆえに、機会主義的な開示がなされた場合には情報の非対称性が拡大する可能性も存在する。このように、情報の非対称性に関して二面性を併せ持つ経営者予想開示は、財務的意思決定という情報の非対称性が深刻な影響を及ぼしうるタイミングにおいて、どのように機能しているのだろうか。本論文では、経営者予想の開示と財務的意思決定の関係を、株式の発行および自己株式の取得に際しての経営者予想行動を分析することにより検討している。このような研究を行う背景として以下の3点を指摘することができる。

第1に、経営者予想開示が投資家の投資意思決定に資する有用な情報を提供している点である。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。加えて、経営者予想の情報有用性は学術的にも裏付けられており、経営者予想が投資意思決定において有用な情報を提供することを示唆する証拠が蓄積されてきた。

第2に、日本において株式市場の重要性が相対的に高まりつつある点である。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。しかしながら、近年、日本企業は株式市場における資金調達に軸足を移しつつある。くわえて、日本の上場会社による株主への総還元額は2004年から2015年にかけて2倍以上に増加している。

第3に、日本における経営者予想開示の制度的特徴が挙げられる。日本における経営者予想開示は、上場会社に対する証券取引所の開示要請に基づいて任意で行われており、法制度によって開示が義務付けられているわけではない、という点では自発的開示といえるだろう。しかしなが

ら、実務的にはほとんど全ての上場会社が決算短信において経営者予想を開示している

このような背景のもとで、本論文は株式の発行および自己株式の取得に際しての経営者予想行動を分析することにより、経営者予想の開示と財務的意思決定の関係を実証的に検討した。

3. 先行研究の整理と検証課題の導出

第2章では、第1章で述べた研究の目的と背景に関連する先行研究を整理し、本論文における検証課題を導出している。具体的には、経営者予想の情報有用性に関する先行研究と財務的意思決定と情報開示に関する先行研究をレビューしている。財務的意思決定と情報開示に関する先行研究については、実績利益開示に関する先行研究と、経営者予想開示に関する先行研究に分けてレビューしている。

経営者予想の情報有用性に関する先行研究を整理した結果、経営者予想の情報有用性に関する経験的証拠は日本および米国の双方において相当に厚く蓄積されていることが明らかとなった。そのなかにあって、未解明だと考えられる課題の1つは、経営者予想開示が実質的に義務付けられている日本特有の制度的環境において、経営者予想のボラティリティが経営者予想の情報有用性に与える影響である。

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情報開示行動を変化させるのかどうかを検証している。先行研究を整理した結果、実績利益情報の開示に関しては、財務的意思決定に際して経営者が情報開示行動を変化させる、より具体的にいえば利益調整を行うことを示唆する証拠が蓄積されていることが明らかにされている。一方で、財務的意思決定時における経営者予想開示に関しては、日本および米国の双方において十分な検証がなされているとはいえないことが示された。

経営者予想のボラティリティが経営者予想の情報有用性に影響を及ぼすのならば、経営者予想のボラティリティは、投資家にとっての経営者予想情報の信頼性あるいはレピュテーションといった特性を捉えている可能性がある。もしそうであるならば、経営者は財務的意思決定に際しても、経営者予想の情報有用性に及ぼす影響を考慮した上で、経営者予想開示行動を選択するかもしれない。

以上の議論を踏まえ、第2章では本論文で実証的に検証すべき3つの課題を導出した。

検証課題1: 経営者予想のボラティリティは経営者予想の情報有用性に影響を及ぼすのか。

検証課題2: 経営者は財務的意思決定に際して経営者予想開示行動を変化させるのか。

検証課題3: 経営者予想のボラティリティは財務的意思決定時における経営者予想開示行動に影響を及ぼすのか。

4. 日本における予想誤差ボラティリティの実態

第3章では、経営者予想のボラティリティ、より具体的には、経営者予想値と実績値の差として定義される経営者予想誤差のボラティリティ(以下、予想誤差ボラティリティ)の日本における実態を把

握した。具体的には、当期純利益および経常利益の双方について、予想誤差ボラティリティを複数の測定期間で算出し、時系列での推移や業種別の傾向について検討した。加えて、予想誤差ボラティリティと予想誤差の持続性の関係についても検討がなされた。

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が確認された。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た。

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た。また、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た。

予想誤差ボラティリティと予想誤差の持続性の関係に関する検討からは、予想誤差ボラティリティは予想誤差の時系列特性に関して、予想誤差の持続性と共通する傾向を捉えていることが示唆された。

5. 予想誤差ボラティリティと情報有用性

第4章では、第1の検証課題「経営者予想のボラティリティは経営者予想の情報有用性に影響を及ぼすのか」を、予想誤差ボラティリティと経営者予想利益に対する株価反応の関係を分析することにより検証した。分析の結果、予想誤差ボラティリティが小さい企業ほど、経営者予想利益に対する株価反応が大きいことが確認されている。また、サンプルを区分した分析からは、予想誤差ボラティリティと経営者予想利益に対する株価反応は、線形に近い関係を有することが明らかにされた。さらに、予想誤差ボラティリティの変化に関する分析では、予想誤差ボラティリティが直近期に上昇した企業ほど、経営者予想利益に対する株価反応が小さいことが観察された。これらの検証結果からは、予想誤差ボラティリティが経営者予想利益に基づく将来利益の予測可能性を捉えており、将来利益の予測可能性が高い経営者予想を公表する企業ほど、公表した経営者予想利益をより割り引かれずに投資家から評価されることが示唆される。したがって、経営者予想のボラティリティが経営者予想の情報有用性に影響を及ぼすことが明らかにされている。

また、追加分析として予想誤差ボラティリティの水準と変化を同時に考慮した分析を行った。分析の結果、事前の予想誤差ボラティリティの水準にかかわらず、直近期において予想誤差ボラティリティが上昇した企業ほど、公表した経営者予想利益に対する投資家の反応は小さいことが明らかとなった。この分析結果は、経営者予想利益の公表を通じて市場に伝達する新規情報を割り引かれずに評価されるために、予想誤差ボラティリティを小さく維持し続ける必要性を示唆している。

6. 経営者予想開示と株式の発行

第5章では、株式発行時における経営者予想開示行動を分析することにより、検証課題2「経営者は財務的意思決定に際して経営者予想開示行動を変化させるのか」、および検証課題3「経営

者予想のボラティリティは財務的意思決定時における経営者予想開示行動に影響を及ぼすのか」を検証した。

検証課題2「経営者は財務的意思決定に際して経営者予想開示行動を変化させるのか」についていえば、経営者は株式発行時に経営者予想開示行動を変化させることが明らかにされている。具体的には、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が確認されている。この分析結果は、経営者が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を開示すること、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を開示することを示唆している。

検証課題3「経営者予想のボラティリティは財務的意思決定時における経営者予想開示行動に影響を及ぼすのか」については、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。

加えて、株式発行時の経営者予想に係るバイアスが株式発行後の長期株価パフォーマンスを説明可能かどうかについても検証している。分析の結果、公募増資および第三者割当増資の双方において、株式発行時の経営者予想バイアスが楽観的な企業ほど株式発行後の長期株価パフォーマンスが悪いことを発見している。この分析結果からは、投資家は株式発行時の経営者予想に係るバイアスを完全には見抜くことができず、経営者予想のバイアスに誤導される傾向にあることが示唆される。

7. 経営者予想開示と自己株式の取得

第6章では、日本のデータを用いて自己株式取得時における経営者予想開示行動を分析することにより、検証課題2「経営者は財務的意思決定に際して経営者予想開示行動を変化させるのか」、および検証課題3「経営者予想のボラティリティは財務的意思決定時における経営者予想開示行動に影響を及ぼすのか」を検証した。

経営者は自己株式取得時に割安な価格で自社株を取得するために経営者予想開示行動を変化させること、つまり悲観的なバイアスをかけた経営者予想を開示することで、自社の株価を下落させることを意図するかもしれない。この点を明らかにするために、自己株式取得時における経営者予想開示行動が変化するのかどうかを分析している。

検証課題2「経営者は財務的意思決定に際して経営者予想開示行動を変化させるのか」についていえば、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。

検証課題3「経営者予想のボラティリティは財務的意思決定時における経営者予想開示行動に影響を及ぼすのか」については、予想誤差ボラティリティが自己株式取得時における経営者予想開示行動に影響を及ぼすことは確認されていない。この分析結果は、事前の予想誤差ボラティリティにかかわらず、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あるいは経営者予想誤差が異なることを示している。したがって、予想誤差ボラティリティは自己株式取得に際しての経営者予想開示行動に影響を与えていないと考えられる。

第6章では次に、自己株式取得の動機に基づいて、経営者予想開示と自己株式取得の関係を検証している。分析の結果、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。

8. 本論文の結論

本論文は、経営者予想の開示と財務的意思決定がどのように関係しているのかを明らかにすることを目的とし、株式の発行および自己株式の取得に際しての経営者予想行動を分析した。本節では、発見事項から導き出される本論文の結論および貢献を、(1)経営者予想ボラティリティが当事者の意思決定に及ぼす影響、(2)財務的意思決定時における経営者予想開示の位置づけ、という2つの観点から述べた。

経営者予想ボラティリティが当事者の意思決定に及ぼす影響という観点からは、本論文における分析の結果、経営者予想のボラティリティは経営者予想の情報有用性に影響を及ぼすこと、および経営者予想のボラティリティは株式発行時における経営者予想のバイアスに影響を及ぼすことが明らかにされている。これらの分析結果が意味するところは、経営者予想情報の利用者たる投資家のみならず提供者である経営者もまた、経営者予想のボラティリティを考慮して経営者予想に係る意思決定を行っているということである。

本論文の第4章では、日本のデータを用いた分析を行い、経営者予想のボラティリティが小さい企業ほど、経営者予想利益に対する株価反応が大きいことを確認している。さらに、予想誤差ボラティリティの変化に関する分析では、予想誤差ボラティリティが直近期に上昇した企業ほど、経営者予想利益に対する株価反応が小さいことを観察している。これらの分析結果からは、日本においても経営者予想のボラティリティが経営者予想の情報有用性に対して影響を与えることが示されている。

加えて、経営者予想のボラティリティは経営者による経営者予想開示行動にも影響を及ぼしていることが明らかにされている。財務的意思決定時における経営者予想開示行動に関する分析の結果、経営者はとりわけ株式発行時に通常時とは異なる経営者予想開示行動をとることが示されていることに加えて、経営者予想のボラティリティが株式発行時の経営者予想開示行動に影響を

与えることが示されている。この分析結果は、経営者が経営者予想のボラティリティを考慮して株式発行時における経営者予想開示行動を選択する、という考察と整合的である。

以上の議論から、本論文では、経営者予想ボラティリティは経営者予想開示に関わる当事者である経営者および投資家の双方の意思決定に影響を及ぼしている、と結論づけた。

経営者予想ボラティリティが経営者および投資家の双方の経営者予想開示に係る意思決定に影響を及ぼすという本論文の結論からは、経営者予想の継続的な開示が有する意義が示唆される。経営者予想のボラティリティは、経営者予想の開示が継続的になされていなければ把握することが困難な経営者予想の特性である。それゆえ、経営者予想のボラティリティが投資家および経営者の意思決定に影響を及ぼすという本論文の結論は、とりまなおさず、継続的な経営者予想開示の有無が経営者予想開示の情報有用性に影響を及ぼすことを意味していると考えられる。先行研究の言葉を借りれば、本論文の検証結果は、経営者予想のボラティリティが投資家にとっての経営者予想情報のレピュテーションを捉えていることを示唆している。経営者予想が継続的に開示されていない場合、投資家は各企業が開示する経営者予想情報のレピュテーションを峻別することが困難になる。潜在的に経営者予想情報に関するレピュテーションの高い企業と低い企業が混在する状況下において、投資家がそれを峻別することができない場合、両社の経営者予想に対する投資家の評価は平均的には同等にならざるを得ない。これは結果として、株式市場全体における効率的な資源配分を妨げる可能性があるだろう。加えて、経営者予想のボラティリティが財務的意思決定時における経営者予想開示行動に影響を及ぼすという結論からは、経営者予想の継続的な開示は経営者予想のボラティリティの観測を可能にするため、経営者予想開示行動に関する投資家の予測に資することが示唆される。経営者予想が継続的に開示されていない場合、投資家は各企業が開示する経営者予想のボラティリティを峻別することが困難なため、どの企業が財務的意思決定時において平時と大きく異なる経営者予想開示行動をとる可能性があるのかを、投資家が判断することは困難だからである。

次に、財務的意思決定時における経営者予想開示の位置づけという観点からは、本論文における分析の結果、経営者は公募増資時に非実施企業よりも悲観的な経営者予想を開示すること、第三者割当増資時に非実施企業よりも楽観的な経営者予想を開示すること、および自己株式取得企業と非開示企業で経営者予想開示行動が異なることが確認されている。

全ての経営者が既存株主の富の最大化を目的として、株式発行時における資金調達額の最大化、あるいは自己株式取得時における支払金額の最小化を意図するのならば、株式発行時には楽観的な経営者予想が開示され、自己株式取得時には悲観的な経営者予想が開示されるだろう。しかしながら、本論文の分析からは、経営者が必ずしも既存株主の富の最大化を意図した経営者予想開示行動を選択するのではなく、それ以外の意図をもって財務的意思決定および経営者予想開示に関する意思決定を行う経営者が相当数存在することが示唆されている。特に、自己株式取得時においては、経営者は自己株式の取得を「目的」とした意思決定を行っているというよりはむしろ、公表した経営者予想に対する株式市場の過小評価をシグナルするための「手段」として自己株式の取得を行うことが示唆されている。

以上の議論を踏まえ、本論文では財務的意思決定時における経営者予想開示の位置づけという観点から、必ずしも機会主義的な経営者予想開示行動がなされるわけでない、と結論づけた。

財務的意思決定時における経営者予想開示の位置づけという観点からは、本論文の貢献として、財務的意思決定時における情報開示行動に強い関心を寄せる株式投資家に対する示唆、および財務的意思決定時における情報開示行動に関する経験的証拠の蓄積を挙げることができる。本論文は、財務的意思決定時における経営者予想開示行動を、ほぼ同一期間のサンプルを用いて統一的な手法に基づいて検証している。各々の先行研究では異なる期間のサンプルを異なる手法を用いて分析しているため、異なる分析結果が観察された場合に、その結果の差異が経済的実態に起因するのか、あるいはリサーチ・デザインやサンプルに起因するのかを判断するのは困難である。他方、本論文では一貫して 2000 年代から 2010 年代前半を分析対象期間として、統一的なリサーチ・デザインに基づいて財務的意思決定時における経営者予想開示行動を実証的に検討している。それゆえ、異なる種類の財務的意思決定時に際して異なる経営者予想開示行動が観察される場合に、その結果の差異を経済的実態の差異に帰着することができると考えられる。

加えて、日本の企業は財務的意思決定時に必ずしも機会主義的な経営者予想開示行動をとるわけでないという本論文の結論からは、機会主義的な情報開示行動を抑制する、株主代表訴訟以外のメカニズムの重要性が示唆される。先行研究では、訴訟リスクが高い企業ほど機会主義的な経営者予想開示行動が抑制されることが示唆されている。しかしながら、本論文は平均的には訴訟リスクが低いと考えられる日本の企業を分析対象とした場合でも、必ずしも財務的意思決定時において機会主義的な経営者予想開示行動が観察されるわけではないことを示している。それゆえ、機会主義的な経営者予想開示行動を抑制する他のメカニズムが機能していることが示唆される。先行研究では経営者の機会主義的な行動を抑制するメカニズムの1つとしてレピュテーションが取り上げられている。本論文の検証結果は、経営者予想のボラティリティが投資家にとっての経営者予想情報のレピュテーションを捉えていることを示唆している。それゆえ、本論文は、経営者が直面する訴訟リスクが低いと考えられる日本のデータを用いて、機会主義的な行動を抑制するメカニズムとしてのレピュテーションの重要性を示唆する証拠を提示している点で、関連する研究領域に対する貢献を有すると考えられる。

最後に、今後の研究の展望として、「株式発行方法によって異なる経営者予想開示行動が観察される理由に関する検討」、「株式発行時における経営者予想開示行動がもたらす経済的帰結に関する検討」、「自己株式取得の取得方法や取得動機等の区別による精緻な検証」、「他の財務的意思決定への検討対象の拡張」、「経営者予想の修正行動を考慮した検証」の5点を挙げ、本論文の結びとした。