

[博士論文審査要旨]

申請者：調 勇二

論文題目 経営者予想開示と財務的意思決定に関する実証研究

審査員 中野 誠  
蜂谷豊彦  
青木康晴

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。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 (voluntary disclosure) と言える。しかしながら、実際には 95%程度の上場会社が経営者予想を開示している。そのため、Kato et al.(2009)は“effectively mandated”と形容している。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、大規模かつ長期間に渡るデータ・セットを用いた分析が可能になり、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。本論文でも、時系列の経営者予想のボラティリティを活用している。

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つである。一方、監査対象外という事情もあり経営者は開示内容に対して裁量性を有する。このような経営者予想開示は、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、経営者予想のボラティリティに対する資本市場の評価から分析をスタートする。次いで、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の開示行動を分析している。

筆者は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を明らかにしている。その中であって、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だと特定した。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と想定した。

本論文では、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

かという点に関して、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。この結果は、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。

次に、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という論点について、株式発行時に経営者予想開示行動を変化させることを析出した。とりわけ、経営者予想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点が明らかになった。

自社株取得時に関する分析に関しては、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。その一方、自社の株価の過小評価を解消するという正反対の意図を持つかもしれない。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可否かを分析している。分析の結果、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。低価格での自社株取得というインセンティブよりは、自社株式の過小評価解消の方が優先するものと思われる。

本論文は経営者予想の開示が「実質的に強制」されている日本の制度的特徴を活用し、時系列での経営者予想ボラティリティを俎上に載せている。上述のような複数の興味深い分析結果を得ている一方で、克服すべき課題を含んでいる。第 1 に、いくつかの概念についての定義が曖昧なことから、読者の理解を妨げている面がある。第 2 に、先行研究の整理について独自性が薄い。第 3 に興味深い発見事実を得ながらも、それをインプリケーションの導出まで持ち込めていない。これらの点が惜しまれる。

上述のような課題が残されてはいるものの、問題設定の面白さ、分析の精緻さは高く評価することができる。上述の点は、今後の課題として十分に克服することが可能である。

よって、審査員一同は、所定の試験結果をあわせ考慮して、本論文の筆者が一橋大学学位規則第 5 条第 1 項の規定により一橋大学博士（商学）の学位を受けるに値するものと判断する。