



Nagoya City University Academic Repository

学位の種類	博士（経済学）
報告番号	甲第1542号
学位記番号	第59号
氏名	棚橋 則子
授与年月日	平成 28年 3月 25日
学位論文の題名	経営者予想情報に対する市場の反応とガバナンス要因の分析
論文審査担当者	主査： 吉田 和生 副査： 茨木 智, 奥田真也

経営者予想情報に対する市場の反応とガバナンス要因の分析

要 旨

平成 27 年度 博士論文

提出日

平成 27 年 12 月 14 日

名古屋市立大学大学院経済学研究科

経営学専攻

学籍番号 1 2 3 6 5 2

氏 名 棚橋 則子

わが国では、事業年度終了後に公表される決算短信において、当時の実績に関する情報と共に、翌期の売上高や経常利益などの予想値の公表が行われている。このような情報を経営者予想情報(management forecast)という。経営者予想情報の公表自体は、わが国だけではなく、米国を始め他国でも行われている。しかし、わが国の経営者予想情報には、(1)証券取引所が予想情報の開示を要請しているため、ほぼ全ての上場会社が予想値の公表を行っていること、(2)経営者予想情報の公表形式が、ある程度決められていること、(3)予想値の公表後は、金融商品取引法などに基づき予想値の修正が行われること、という他国にはない3つの大きな特徴を有している。

このようなわが国の特徴ある経営者予想情報に対して、2つの問題を提起する。1つめは「市場は経営者予想情報をどのように評価しているのか」という点である。投資家にとっては、約1年前に翌期の売上高などの予想値が具体的な数値にて公表されることは意思決定に重要な情報になると考えられる。しかし、投資家は経営者予想情報を有用な情報として評価しているであろうか。わが国の決算短信では、予想値と共に当期の実績値の公表も行われている。経営者予想情報と実績値を比較した場合には、投資家の評価は異なる可能性がある。

2つめは「そもそも経営者予想情報は、正確度の高い情報なのか」という点である。たとえば、市場が経営者予想情報は有用な情報であると評価していたとしても、その情報が正確でなければ意味がない。経営者予想情報は、経営者と投資家の間にある情報較差の解消などを目的として、証券取引所から公表を要請されている。しかし、経営者予想情報は、修正すべき基準は金融商品取引法などで定められているものの、どのような経営者予想情報を公表するかは経営者の裁量に委ねられているため、ある程度自由に決めることができる。つまり、経営者自身が保持している内部情報を反映させた予想値を公表するように努力しなければ、要請の目的は名目的なものになってしまう。そこで本論文の目的は、わが国の経営者予想情報について、この2つの問題を解明するために実証的な分析を行うことである。問題の解明を通じて、わが国の経営者予想情報に対する実証的な証拠とインプリケーションを提供することを試みる。

本論文の構成は次のとおりである。まず、第2章では、わが国の経営者予想情報の歴史と現在の制度についてまとめ、第3章では、先行研究のサーベイと第4章と第5章で行う分析に対する課題の提示を行っている。第4章と第5章では、本論文の2つの問題に関する実証分析をそれぞれ行い、第6章では、各章の要約と発見事項、わが国の経営者予想情報に対するインプリケーションと今後の研究課題について述べる。

第2章では、わが国における経営者予想情報の歴史と現在の制度についてまとめている。わが国の経営者予想情報がいつから始まったかという明確な記述はないものの、遡ると昭和55年以前からすでに始まっていたことがわかっている。わが国の経営者予想情報の歴史をまとめると、(1)経営者予想情報は、東京証券取引所の中にある記者クラブの要請により始まっていること、(2)当時開示が求められていた予想項目は、売上高、経常利益、当期純利益、配当の4項目で現在とほとんど変わらないこと、(3)決算短信の改訂を行う主体が、記者クラブから全国の証券取引所で構成される全国証券取引所協会に移管された後も、経営者予想情報の開示は継続されたこと、があげられる。その後、証券取引所が主体となってからも経営者予想情報に関する様々な見直しが行われている。主なものとしては、(1)2007年から営業利益が予想項目に追加されたこと、(2)2011年には、予想値の開示形式を数値によって開示する形式か、将来の見通しに関する記述など自由に記載できる様式のどちらかを選択できるようにしたこと、(3)予想を行わない場合や独自の形式で公表する場合の事前相談と理由の開示を廃止したこと、などである。このように、経営者予想情報は時代に合わせて様々な見直しが行われ、現在の制度に至っている。

現在の経営者予想情報の制度は次のとおりである。経営者予想情報は、従来と変わらず決算短信のサマリー情報に記載されている。予想値の公表形式は、数値によって開示する「表形式」か、経営指標や将来の見通しに関する記述などを自由に記載する「自由記載形式」のどちらかを選択することができる。予想値を「表形式」によって公表する場合は、通常「売上高」「経常利益」「営業利益」「親会社株主に帰属する当期純利益」「1株当たり当期純利益」の5項目について行われる。しかし、必ずこの5項目を公表しなければならないわけではない。上場会社それぞれの実情に合わせて、予想項目の追加や削除、開示形式の変更も認められている。平成24年以前は、必ず上記5つの予想項目を数値にて開示しなければならなかった。このことを考えると、現在は企業ごとに異なる経済状況を予想値に反映させやすい柔軟な制度になっているといえる。

第3章では、先行研究のサーベイとその結果から第4章と第5章で行う分析に対する課題の提示を行う。経営者予想情報に関連する先行研究は数多く行われているが、ここでは特に本論文の2つの問題に関連する研究を中心にサーベイする。まず、経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究として、Penman(1980)やAjinkya and Gift(1984)などがある。これらの研究では、市場は経営者予想情報に対して反応を示しており、経営者予想情報が有用な情報であることを明らかにしている。また、経営者予想情報の内容の良し悪しや予想を達成した

か否かによっても、市場の反応は異なることを明らかにしている。わが国でも同様の分析が行われており、石塚・佐藤・竹本(1980)や桜井・後藤(1992)などがある。これらの研究では、決算短信に記載されている予想値と期中で公表される予想修正のどちらに対しても、市場は反応を示していることが明らかにされている。

次に、経営者予想情報の決定要因に関する研究として Porter(1982)、國村(1984)、森・関(1997)、Ota(2006)などがある。これらの研究結果をまとめると、経営者予想情報が楽観的になる要因としては、財務的に困窮している企業や倒産直前の企業、新規公開企業、赤字企業などが明らかにされている。また、経営者予想情報の正確度については、公益産業、経営者持株比率が低い企業、金融機関持株比率や外国法人持株比率が高い企業は、予想の正確度が高いことが明らかにされている。

以上をふまえ、先行研究に対する問題点を指摘し、この後の章で行う分析課題を提示する。まず、経営者予想情報に対する市場の反応に関する研究に対して2つの問題点があげられる。1 つめは、わが国を分析対象とした研究の分析期間がかなり前の期間である点である。比較的新しい研究である太田(2004)の分析期間でも 1979 年から 1999 年であり、最近の期間では分析されていない。また、経営者は予想値を戦略的に利用することで市場の反応を調整しようとしているという予想開示行動に関する研究が現在行われている。このような研究は、経営者予想情報に対して市場が反応していることを背景として行われている。これらのことを考えると、現在も市場は経営者予想情報を評価しているのか、その評価は実績情報よりも高いのか、再度分析する必要がある。2 つめは、経営者予想情報の中でも、当期純利益や 1 株当たり当期純利益についてのみ分析が行われている点である。予想値は、売上高や経常利益など全部で 5 項目について公表されている。もしかしたら、項目ごとに市場の評価は異なっているかもしれない。したがって、分析は一部の項目に限定するのではなく、全ての項目について分析する必要がある。以上のことから、第 4 章では、市場は経営者予想情報と実績情報をどのように評価しているのか、全ての予想項目に対し、最近のデータを用いて分析を行う。

次に、経営者予想情報の決定要因に関する研究に対する問題点は、決定要因として規模や赤字といった会計的な側面からの分析が多い点である。経営者予想情報は、修正すべき基準はあるものの、どのような予想値を公表するかは経営者の裁量に委ねられるため、ある程度自由に決めることができる。もし経営者が予想値に裁量を加え、不正確な予想値を公表したならば、それを基に意思決定を行った投資家は大きな損害を被るだろう。それでは、経営者予想情報の開示の目的である経営者と投資家の情報較差の解消も達成できない。経営者が裁

量を加えないようにする手段はないのだろうか。その手段として、ガバナンス構造が考えられる。ガバナンス構造とは、経営者を規律づける仕組みのことをいう。つまり、このガバナンス構造が効果的に働いていれば、経営者は予想値に裁量を加えることができず、経営者予想情報の正確度が高くなると考えられる。しかし、このようなガバナンスの側面からの分析はまだあまり行われていない。そこで第5章では、経営者予想情報の正確度に与える要因としてガバナンス構造を取り上げ、分析を行う。

次の第4章と第5章では、第3章で提示した分析課題をふまえ、本論文で提起した2つの問題について分析を行っている。各章の概要は次のとおりである。

第4章では、まず第1の問題である「市場は経営者予想情報をどのように評価しているのか」を解明するために分析を行っている。多くの先行研究によって、市場は経営者予想情報に対して反応を示していることが明らかにされている。また、その反応は予想の良し悪しや最終的に予想を達成したか否かによっても大きく異なることが明らかにされている。このような経営者予想情報の市場への影響の大きさを考えれば、経営者は予想値に裁量を加えたり、予想修正を細かく分割したりするなど予想値を戦略的に使って、市場の反応を調整しようというインセンティブを有すると考えられる。しかし、市場は経営者予想情報をそこまで評価しているのだろうか。予想値はあくまで予想であり、その後何度も修正される可能性がある。これに対し、実績値は経営者によって裁量を加えられる可能性はあるものの、企業が行った1年間の活動の成果である。また、決算短信に記載の実績値は、事実上公認会計士の監査を受け、取締役会で承認された後に公表されるため信頼性は高いと考えられる。このことを考えると、市場は予想情報と実績情報で異なる評価をしている可能性がある。そこで本章では、「予想情報よりも実績情報の方が市場の反応は大きい。」という仮説を提起し、分析を行っている。

分析の結果、(1)売上高は、予想情報を評価していること、(2)経常利益と当期純利益は、短期的には実績情報をより評価しているが、長期的には予想情報と実績情報を同等に評価していること、(3)一株当たり当期純利益は、予想情報と実績情報を同等に評価していることが明らかになった。つまり、市場は4つある予想項目の中でも、項目ごとにそれぞれ評価が異なることを示唆している。

『挿入：図表 4-4 予想情報と実績情報に対する市場の反応』

第5章では、「経営者予想情報は、正確度の高い情報なのか」という第2の問題の解明に取り組んでいる。投資家にとって、経営者予想情報が投資の意思決定の際に有用な情報であっても、その情報は正確でなければ意味がない。経営者予想情報は、経営者がその値をある程度自由に決めることができる。このことから、先行研究において、企業の規模や赤字といった要因が予想値の設定に影響を与えていることが明らかにされている。このように、経営者が予想値に裁量を加え、不正確な情報を公表したならば、それを基に意思決定を行った投資家は将来の見通しを見誤り、最終的には大きな損害を被るだろう。このような経営者の行動を抑制するためには、経営者を規律付ける仕組みであるガバナンス構造が重要な役割を果たすと考えられる。つまり、経営者に対する規律付けが強いほど、経営者予想情報の正確度が高くなると予想される。そこで本論文では、経営者を規律付ける主体を企業の内部と外部に分け、「経営者に対する企業内部からのモニタリングが強い企業ほど、予想の正確度は高い。」「経営者に対する企業外部からのガバナンスが強い企業ほど、予想の正確度は高い。」という2つの仮説を提起し、分析を行っている。

分析の結果、企業内部からのモニタリングについては、(1)取締役の人数が多いほど、経常利益と当期利益の予想の正確度が高いこと、(2)役員持株比率が高いほど、売上高の予想の正確度が高いことが明らかになった。しかし、取締役会に占める社外取締役の割合や会計専門家の割合については、有意な結果は得られなかった。以上の結果をまとめると、企業内部から経営者をモニタリングするガバナンス構造は、経営者予想情報の正確度にあまり影響を与えていないことを示している。

企業外部からのガバナンスについては、(1)上位十大持株比率や金融機関持株比率が高いほど、全ての予想項目で正確度が高いこと、(2)外国法人持株比率が高いほど、売上高と経常利益の予想の正確度が高いことが明らかになった。以上の結果をまとめると、企業外部からの経営者に対するガバナンスは、経営者予想情報の正確度に影響を与えていることを示している。

『挿入：図表 5-5 分析結果（企業規模なし）』

第6章では、各章の要約と発見事項についてまとめ、最後に今後の研究課題について述べている。本論文では、わが国の経営者予想情報に対して2つの問題を提起し、その解明のために実証的な分析を行った。今回行った2つの分析から得られたインプリケーションは次の

とおりである。

まず、第4章の分析結果からは、最近行われている経営者は市場の反応を調整するために戦略的に予想値の開示を行っているという予想開示行動の研究に対して意義があると考えられる。すなわち、予想項目の中でも、経常利益と当期純利益については、経営者が市場の反応を調整するために実績情報に裁量を加えても、その効果は短期的でしかなく、長期的には市場の反応を調整することは難しいことを示唆している。また、1株当たり当期純利益については、経営者予想情報と実績情報のどちらか一方に裁量を加えても、市場の反応を調整することは難しいことを示唆している。

次に、第5章の分析結果からは、わが国の経営者予想情報の正確度を高めるためには、どのようなガバナンスの仕組みにすればよいかを示している点で意義があると考えられる。経営者に正確度の高い予想情報を公表させるためには、企業の内部においては、経営者が予想値に裁量を加えないようモニタリングを強めるのではなく、むしろ経営者予想情報の制度に習熟した取締役の人数を増やすことによって、経営者が予想値を作成する際に相談できる環境を整える必要があることを示唆している。また、企業の外部においては、株式所有構造による経営者に対するガバナンスが効果的であることを示唆している。

もちろん本論文の分析結果は、経営者予想情報の一部分を明らかにしたに過ぎない。わが国の経営者予想情報のさらなる解明のためにも、いくつかの研究課題が残されている。

第4章では、経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応について分析を行った。わが国では、事業年度終了後に公表される決算短信にて最初の予想値を公表し、期中にて予想値の修正が行われる。そして、1年後には最終的な結果である実績値の公表が行われる。つまり、わが国では1年を通じて継続的に情報が公表されている。また、経営者は、一般的に最初に楽観的な予想値を公表し、期中に下方修正を行う、最後に実績値が予想値を上回るようポジティブ・サプライズを作り出す傾向があると言われている。このことを考えると、情報の出し方の違いによっても、経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応は異なる可能性がある。さらには、情報を出すタイミングによっても反応は異なるかもしれない。例えば、事業年度終了後から決算短信が公表されるまでの間に予想の修正を行えば、市場はその値をほぼ実績値と予測するだろう。そうであれば、実績情報に対する市場の反応は小さくなると思われる。経営者の情報の出し方やタイミングなどパターンの違いによっても、経営者予想情報と実績情報に対する市場の評価は異なるのか、この点についても今後さらに分析を進めていきたい。

本論文の第5章では、経営者予想情報の正確度とガバナンス構造の関係を分析した。本論文で取り上げた正確度とは、予想値と実績値がどれだけ離れているのか、その量を表すものである。しかし、その正確度の内容は、予想値が実績値よりもわずかに大きかったケースと、わずかに小さかったケースの両方を含んでいる。それぞれのケースにおける理由やその背後にある経営者の意図は、当然に異なると考えられる。したがって、正確度をさらに内容によってわけ、ガバナンス構造がどのような影響を及ぼしているのか分析する必要がある。

現在、わが国では決算短信の他に四半期決算短信の開示も行われている。本論文の分析期間はまだ四半期決算短信制度が確立されていなかったため、これらの情報は考慮していない。今後の分析を行う際には、このような四半期決算短信の影響も含める必要がある。

図表 4-4 予想情報と実績情報に対する市場の反応

(1) 売上高

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.044	3.67 ***	0.049	2.68 ***	0.142	4.92 ***			
UE ₁	0.050	7.63 ***	0.048	4.54 ***	0.002	0.13			
UE ₃	-0.015	-0.49	-0.068	-1.54	-0.155	-2.47 **			
adj.R2	0.017		0.011		0.009				
係数の差の検定	(+)	係数の差 -0.066	F 値 4.21 **	(+)	係数の差 -0.116	F 値 6.26 **	(+)	係数の差 -0.157	F 値 5.82 **

(2) 経常利益

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.015	1.31	0.017	0.95	0.107	3.75 ***			
UE ₁	0.837	17.28 ***	0.948	14.12 ***	1.073	9.93 ***			
UE ₃	1.423	10.08 ***	1.371	5.99 ***	0.966	2.95 ***			
adj.R2	0.099		0.058		0.035				
係数の差の検定	(+)	係数の差 0.586	F 値 16.90 ***	(+)	係数の差 0.423	F 値 3.35 *	(+)	係数の差 -0.106	F 値 0.10

(3) 当期純利益

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.024	2.03 **	0.025	1.39	0.104	3.60 ***			
UE ₁	0.368	9.60 ***	0.445	8.27 ***	0.693	8.29 ***			
UE ₃	1.371	7.63 ***	1.312	4.93 ***	0.914	2.38 **			
adj.R2	0.046		0.031		0.032				
係数の差の検定	(+)	係数の差 1.003	F 値 32.59 ***	(+)	係数の差 0.867	F 値 11.18 ***	(+)	係数の差 0.221	F 値 0.34

(4) 一株当たり当期純利益

	CAR(-1, +1)		CAR(-5, +5)		CAR(-15, +15)				
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値			
<i>intercept</i>	0.039	3.29 ***	0.046	2.51 **	0.144	5.02 ***			
UE ₁	0.000	3.48 ***	0.000	2.41 **	0.000	2.40 **			
UE ₃	0.000	1.18	0.000	0.40	0.000	-0.90			
adj.R2	0.008		0.008		0.009				
係数の差の検定	(+)	係数の差 -0.000	F 値 0.14	(+)	係数の差 -0.000	F 値 0.73	(+)	係数の差 -0.000	F 値 0.93

(注) t 値は White(1980)のロバスト検定結果を示す。***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示す。UE₁は翌期期首予想値と当期実績値の差を、UE₃は当期実績値と当期最終予想値の差を表している。また、CARは期首予想および実績情報公表日の累積異常リターンを表しており、CAR(-1, +1)は異常リターンの累積期間が公表日前後 1 日間、CAR(-5, +5)は前後 5 日間、CAR(-15, +15)は前後 15 日間をそれぞれ表している。なお、コントロール変数である LNSIZE と産業ダミーの係数は省略している。

図表 5-5 分析結果（企業規模なし）

	売上高		経常利益		当期利益		
	符号	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
定数項		0.441	14.23 ***	0.090	17.31 ***	0.110	15.15 ***
内部モニタリング変数							
取締役の人数	(+)	-0.001	-1.18	-0.001	-3.57 ***	-0.002	-5.71 ***
社外取締役の割合	(-)	0.017	0.37	-0.005	-0.72	-0.007	-0.62
会計専門家の割合	(-)	-0.191	-0.78	-0.014	-0.33	0.001	0.02
役員持株比率	(+)	-0.274	-4.00 ***	0.011	0.98	-0.008	-0.50
外部ガバナンス変数							
上位十大持株比率	(+/-)	-0.118	-3.14 ***	-0.015	-2.41 **	-0.035	-3.98 ***
金融機関持株比率	(-)	-0.234	-5.35 ***	-0.033	-4.55 ***	-0.047	-4.56 ***
外国法人持株比率	(-)	-0.329	-6.96 ***	-0.027	-3.41 ***	0.004	0.32
コントロール変数							
企業規模							
ROA	(-)	-1.234	-10.18 ***	-0.457	-22.61 ***	-1.208	-42.59 ***
ROA の二乗		0.464	0.58	1.704	12.68 ***	5.201	27.59 ***
年次ダミー		Yes		Yes		Yes	
産業ダミー		Yes		Yes		Yes	
Log likelihood		-3185.55		10327.75		7769.16	
サンプル数		7549		7549		7549	

(注) t 値は漸近的 t 値を示しており、***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す。その他変数の定義は表 1、表 2 を参照。なお、コントロール変数である年次ダミーと産業ダミーの係数は省略している。

名古屋市立大学学位授与報告書

甲

報告番号	※ 甲第 59 号
学位の種類	博士 (経済学)
氏名	棚橋 則子
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当者
授与年月日	平成 28 年 3 月 28 日
学位論文の題名	経営者予想情報に対する市場の反応とガバナンス要因の分析
論文審査の結果の要旨およびその担当者氏名	<p>わが国独自のディスクロージャー制度として経営者による業績予想制度があり、アナリスト予想を分析している海外研究との比較から、これまで多くの研究が行われている。しかし、依然として解明されていない事柄も多い。予想情報に対して市場は反応しているが、実績情報と比べて市場はどちらを重視しているのか。また、予想情報は予測誤差を含んでおり、それは企業規模や財政状態等によって説明されているが、それ以外にはどのような要因があるのか。本論文ではわが国独自の制度である経営者による業績予想を取り上げて、これに関連する市場評価と決定要因について実証的な分析を行っている。</p> <p>本論文はわが国企業の経営者による業績予想情報を解明する貴重な分析であり、アメリカ等の海外にない独特の制度に関連する企業行動及びその市場評価を分析した優れた研究であると評価される。そのため、本論文は本学大学院経済学研究科の博士論文としてその水準を十分に満たしており、審査委員一同は博士号 (経済学) の授与について問題がないと判断している。</p> <p>論文審査担当者</p> <p>主査 吉田 和生  副査 茨木 智  奥田 真也 </p>
最終試験担当者氏名	<p>主査 吉田 和生  副査 茨木 智  奥田 真也 </p>
学位論文審査機関の名称および組織	<p>名称 審査委員会 組織 論文審査委員3人 (主査1人、副査2人)</p>
判定の方法	<p>名称 経済学研究科教授会 判定の方法 研究科教授会での無記名投票による</p>

(名古屋市立大学大学院経済学研究科)

論文審査の結果の要旨及び担当者

報 告 番 号	甲第 59 号 ※	氏 名	棚橋 則子
最 終 試 験 担 当 者	主査	吉田 和生 	
	副査	茨木 智 	奥田 真也 
論文題名			
経営者予想情報に対する市場の反応とガバナンス要因の分析			
(論文審査の結果の要旨)			
<p>本論文は6章から構成されている。第1章では問題提起・目的と論文全体の構成について記載されている。問題提起として1)市場はどのように評価しているのか、2)正確度の高い情報であるのか、という2点を取り上げて、本論文では実証的に分析している。第2章では経営者予想情報の歴史とその変遷について紹介し、また、予想情報の改訂(予想修正)についても補足的に取り上げている。第3章では予想情報に関連する国内外の先行研究をサーベイし、続く第4章と第5章の実証分析につなげている。第4章では1つ目の問題である市場評価について取り上げ、株式市場は実績情報と予想情報のどちらにより強く反応しているかという問題について分析している。そして、第5章では2つ目の問題である予想誤差の問題について、ガバナンス構造の視点から分析している。第6章では結びとして、要約、発見事項、今後の課題についてまとめている。以下では、実証的な分析を行った第4章と第5章についてより詳しく説明する。</p> <p>第4章では、「市場は経営者予想情報をどのように評価しているのか」を解明するために分析を行っている。多くの先行研究によって、市場は経営者予想情報に対して反応しており、また、その反応は予想の良し悪しや最終的に予想を達成したか否かによっても大きく異なることが明らかにされている。このような経営者予想情報の市場への影響を考えれば、経営者は予想値に裁量を加えたり、予想修正を細かく行うなど戦略的に行動して、市場の反応を調整しようというインセンティブがあると考えられる。一方、実績値は経営者によって裁量を加えられる可能性はあるものの、1年間の企業活動の成果である。決算短信に記載される実績値は、公認会計士の監査を受け、取締役会で承認された後に公表されるため信頼性は高いと考えられる。このことから、市場は予想情報と実績情報で異なる評価をしている可能性があり、「予想情報よりも実績情報の方が市場の反応は大きい」という仮説を提起して分析している。</p> <p>分析の結果、1)売上高は予想情報をより評価していること、2)経常利益と当期純利益は短期的には実績情報をより評価しているが、長期的には予想情報と実績情報を同等に評価していること、3)一株当たり当期純利益は予想情報と実績情報を同等に評価していることが明らかになった。株式市場はこれら4つの予想項目についてそれぞれ異なる評価をしている。</p>			

論文審査の結果の要旨及び担当者

第5章では、「経営者予想情報は、正確度の高い情報であるのか」を解明するため分析を行っている。経営者予想情報が投資家の意思決定において有用であることに関する問題として、情報の正確性があげられる。多くの先行研究が示すように、経営者予想情報は、経営者がその値をある程度自由に決めることができる。例えば、企業の規模や赤字といった特性が予想値の設定に関連していることが知られている。このように、経営者が予想値に裁量を加えて不正確な情報を公表したならば、投資家は将来の見通しを見誤り、損失を被る可能性もある。このような経営者の行動を抑制するためには、経営者を規律付ける仕組み（コーポレート・ガバナンス）が重要であると考えられる。そこで経営者を規律付ける主体を企業の内部と外部に分けて、「経営者に対する企業内部からのモニタリングが強い企業ほど、予想の正確度は高い」、「経営者に対する企業外部からのガバナンスが強い企業ほど、予想の正確度は高い」という2つの仮説を提起して分析している。

分析の結果、企業内部からのモニタリングについては、1)取締役の人数が多いほど、経常利益と当期利益の予想の正確度が高いこと、2)役員持株比率が高いほど、売上高の予想の正確度が高いことが明らかになった。しかし、取締役会に占める社外取締役の割合や会計専門家の割合については、有意な結果は得られなかった。企業外部からのガバナンスについては、1)上位十大持株比率や金融機関持株比率が高いほど、全ての予想項目で正確度が高いこと、2)外国法人持株比率が高いほど、売上高と経常利益の予想の正確度が高いことが明らかになった。

結果をまとめると、企業内部のモニタリングは経営者予想情報の正確度に影響を与えていないが、企業外部のガバナンスはその正確度に影響を与えていると考えられる。

本論文の審査結果は次のとおりである。本論文はわが国独自の制度である経営者の業績予想を取り上げた貴重な研究であり、市場評価と決定要因に関連して、これまで未解明であった点について分析した優れた研究であると評価される。本論文の主要な部分である第4章と第5章は証券分析系の査読誌と本研究科の学術雑誌に投稿した後、受理されている。これらの研究は、国内であるが関連分野において評価されていると考えられる。そのため、本論文は本学大学院経済学研究科の博士論文として、その水準を十分に満たしており、博士号（経済学）の授与について問題はないと判断される。

棚橋則子(2014)「経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応」『証券アナリストジャーナル』第52巻第12号、103-112頁。

棚橋則子(2016)「ガバナンス構造の違いが経営者予想の正確度に与える影響」『オイコノミカ』掲載決定。

最終試験の結果の要旨及び担当者

(甲)

報告番号	甲第 59 号 ※	氏名	棚橋 則子
最終試験担当者	主査 <u>吉田 和生</u> 		
	副査 <u>茨木 智</u> 	<u>奥田 真也</u> 	
(論文題目)			
経営者予想情報に対する市場の反応とガバナンス要因の分析			
(最終試験の結果の要旨)			
<p>棚橋則子氏の学位申請論文に関する最終試験は、平成 28 年 1 月 26 日 (火) 12 時から第 1 会議室にて行われた。最初に、棚橋氏から論文の概要について説明が行われ、公開セミナー (H27.7.21 実施) 時の指摘事項の確認を含めて質疑応答が行われた。その主な論点は以下の通りである。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・外国人株主変数の解釈について ・市場評価に関する論文における仮説の表現方法について ・投資戦略の分析への展開可能性について ・ROA 等の説明変数における同時性の問題について ・分析結果の経年変化について <p>これらについて棚橋氏から適切な回答が得られたが、1 週間以内に修正できる項目について修正を要求することとなった。その修正版が 2 月 3 日(水)に提出され、審査委員全員はそれを確認した。今後の研究課題として残っているものもあるが、十分であると判断している。</p> <p>経営者による業績予想はわが国独自の制度として多くの研究が行われており、アナリスト予想を分析した海外研究と比較する上でも意義のある研究テーマである。しかし、未解明な事柄も多く残っている。棚橋氏は、市場評価と決定要因においてこれまで解明されていなかった問題を取り上げて実証的に分析している。本論文は、わが国企業の経営者による予想情報を解明する上で貴重な研究であり、海外にない日本独特の制度に関連する企業行動とその市場評価を分析した優れた研究であると評価される。</p> <p>以上のことから、審査委員 3 名は、棚橋則子氏が専攻分野において自立した研究者として活動するのに必要な高度な研究能力と豊かな学識を有することを証するのに十分であり、当該申請論文は博士 (経済学) の学位に値する論文であることを認め、最終試験に合格したものと判断した。</p>			
(平成 28 年 1 月 26 日実施)			