

氏名	張櫻馨
学位の種類	博士(会計学)
学位記番号	甲第 658 号
学位授与の日付	平成 15 年 3 月 15 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条 1 項該当
学位論文題目	連結予測利益情報の開示と情報作成者のインセンティブ

論文審査委員	(主査) 教授	三浦 敬
	(副査) 教授	川内 克忠
	(副査) 教授	佐藤 宗弥
	(副査) 助教授	中條 祐介
	(副査) 教授	野々山 隆幸

論 文 内 容 の 要 旨

1960年代後半から、予測会計情報をめぐる問題は会計ディスクロージャーの分野において重要な研究テーマとして取り上げられてきた。以来今日に至るまで、予測情報の重要性については共通の認識がえられているものの、その誤差の影響や予測情報の質的管理の困難さの問題などから、予測情報の開示方法をめぐっては様々な議論が繰り広げられてきた。

わが国でも、1980年代後半から予測会計情報に関する研究が進められてきた。しかし、これらの研究はいずれも親会社の個別ベースの予測情報を対象としたもので、連結予測情報に関するものはほとんどなかった。しかし、2000年3月期以降わが国でも連結財務諸表が財務報告の中心に位置づけられたため、予測情報についても連結ベースにおける情報の特性の解明および情報利用者への影響の分析などが急務であるといわれてきた。本論文では、このような問題意識のもとに、わが国で公表されている連結予測会計情報の特徴を明らかにしながら、経営者のインセンティブと予測情報との関係および証券アナリストのインセンティブと予測情報の関係を解明し、連結予測情報をめぐる開示の問題点を実証的に分析しようと試みている。

本論文は全体が6章から構成されているが、まず第1章「問題意識と目的」では予測会計情報の取扱をめぐる各国の相違、わが国における連結予測会計情報を取り上げるに至った経緯と問題意識、および経営者と証券アナリストの作成する予測情報の双方を取り上げることの必要性について、それぞれ論じることで、全体の構成を概観している。

第2章「経営者予測をめぐる制度と先行研究の展開」では、まず米国における経営者予測をめぐる制度的環境の変化について取り上げ、わが国における開示システムとの相違点を明らかにしている。こうした相違点を前提として、次に米国やわが国でこれまで展開されてきた先行研究をレビューし、これらの成果から、一部わが国の制度との調整を図りながら、第3章以降の実証分析の仮説を導き出している。

第3章「経営者による予測情報の特徴」では、わが国で経営者が作成している連結予測情報の特徴を明らかにするため、東京証券取引所1部上場3月決算企業が1995年から2001年にかけて開示した連結予測情報と実績値との比較を試みている。その結果、米国の先行研究の結果と同様に、経営者は全般的に過大な連結予測情報を作成する傾向があることが判明している。また、過去の実績情報の変化率との比較を通じて、予測情報はその公表の直前に把握される第1四半期情報との連動性が高いことも明らかにされている。さらに本章では、予測値と実績値との誤差が、単なる予測ミスから生じたものか、経営者によって演出された結果であるかを見極めるため、予測値と実績値との乖離と会計処理発生高を照らし合わせ、さらに検証を進めている。その結果、過大予測となっている場合は、経営者が裁量的発生高を計上して実績利益が予測利益を上回るように、また過小予測とな

っている場合は、経営者が裁量的発生高を圧縮して実績利益が予測利益を下回るように、それぞれ調整を行っている傾向があることも発見している。また、このような傾向はもともと予測精度の高い企業においてもあてはまり、経営者は乖離の大きさに合わせて裁量的発生高を調整して精度の高い予測を演出していることも明らかとなっている。

第4章「経営者のインセンティブと予測情報との関係」では、経営者が予測情報を作成する際に影響を受けるとされる、資金調達活動、株主の所有構造とストック・オプションという3つの要素を先行研究から抽出し、これらの3つの要素との関係で経営者が予測情報を作成する際にどのようなインセンティブを持ち、それが予測情報にどのような影響を与えるかを検証している。本章では、まず資金調達を控えた経営者が従来と予測情報の開示パターンを変化させることを明らかにした上で、そのパターンは、普通社債、転換社債、ワラント債および株式といった資金調達手段ごとに異なっていることを明らかにし、それぞれのパターンを特定している。また、特定株主および外国人株主の比率の高い企業の予測値は精度が高く、投資信託に組み込まれている企業の予測値の精度は平均をはるかに上回っており、浮動株の比率の高い企業の予測値の精度は低下するといった特徴も明らかとなっている。さらに、ストック・オプションを付与されている経営者は、権利行使期間直前から予測情報の精度を次第に高め、権利行使期間に入るとこれまで楽観的な予測を発表していた経営者が一転して保守的な予測値を公表するようになることも明らかとなっている。以上の3つの検証を通じて、特定のインセンティブを持つ経営者は、予測情報を操作している可能性を示唆している。

第5章「予測情報と証券アナリストの行動との関係」では、証券会社に属するアナリストが日経金融新聞を通じて発表した予測情報をサンプルに、アナリスト予測の全般的特徴とアナリストのインセンティブが予測情報に与える影響を検証している。その結果、証券アナリストは全般的に経営者よりも楽観的な予測情報を発表する傾向にあり、さらにその楽観的な予測は株価の上昇をもたらすことが明らかとなっている。本章ではさらに株式売買仲介手数料獲得への貢献と株式公開に関する業務の促進という2つのインセンティブと予測情報との関係が検証されている。その結果から、証券アナリストは、株式売買を促進するために楽観的な予測を発表する傾向があり、特に株価が下落するとこのような傾向が顕著になることが明らかにされ、さらに幹事証券に所属するアナリストは担当企業に対して楽観的な予測を発表する傾向があることも明らかにしている。これらの検証を通じて、経営者の予測が公表される以前から、経営者よりも正確な予測を発表しているアナリストが一部ではあるが存在していることも副次的に明らかにされている。

第6章「本論文の結論と課題」では、以上の実証分析の結果から、わが国における予測、情報の開示体制が、必ずしも投資家に有用な情報を提供しているものとはなっておらず、今後抜本的見直しの必要性があることを指摘している。その当面の改善策として、少なくとも、経営者が特定のインセンティブを付与されていることを補足的に開示することの必要性およびアナリスト予測の時系列的な開示の必要性などを指摘している。

学位申請論文審査結果の要旨

連結予測利益情報の開示と情報作成者のインセンティブ

本論文は、著者によってすでに公刊された2本の論文と近刊の論文1本を軸に、これらの分析を通じて得られた結果とインプリケーションならびに先行研究の結果を基に、わが国における連結予測情報の特性を明らかにするために必要となる新たな仮説を導き出し、これらの仮説に対してさらに実証分析を進めていくという形で体系づけられている。

本論文のポイントは、連結ベースの予測情報を研究テーマに取り上げ、その特性を実証的アプローチにもとづいて多角的に検証しようとしている点にある。これまでこのような研究が行われてこなかったのには、2つの理由がある。その一つは、連結情報の重要性に対する認識が高まってくる1990年代中盤までは、個別ベースの予測情報は公表していても、連結ベースの予測情報までは公表していなかった経営者やアナリストが少なくなかったということにある。もう一つは、予測情報がデータベース化されていないわが国において、予測情報を研究テーマとして取り上げた場合、データの収集はすべて手作業に頼らざるを得ないという点にある。

本論文が、まさに絶妙なタイミングで連結予測利益情報を研究テーマとして取り上げ、膨大なデータを丹念に収集することによってわが国における連結予測利益情報の特性を実証的に明らかにし、今後のわが国における予測情報の開示のあり方に対して示唆に富む証拠をいくつも提示している点は、審査委員会でも高く評価された。ただ、一部の仮説の設定や結果の解釈については、わが国に特有の要素が反映されていないのではないかという疑問や、追加的な検証を加えることでさらに結果の解釈に奥行きを持たせることができるのではないかといった窄意見も出されている。以下では、本論文の評価される点と問題点を指摘し、審査委員会としての審査結果を述べることにする。

本論文で評価すべき点は、以下のとおりである。

第1は、東京証券取引所1部上場の3月決算企業517社の7年間にわたる連結予測値と連結実績値から予測乖離率を算出し、これらの分布の分析を通じて、わが国で公表される連結予測情報は、全般的に楽観的な傾向にあるという点を明らかにし、さらに年度実績値の変化率と四半期実績値の変化率との相関を分析することで、これらの予測情報は単に前年度の実績値と当年度の実績値の変化から作成されているのではなく、予測情報公表の直前に把握される第1四半期情報が予測情報作成プロセスに深く関わっている可能性を示唆している点にある。これまでわが国で個別ベースの予測情報を対象に展開されてきた実証研究では、保守的な過小予測がわが国企業の予測情報の特徴とされてきており、連結ベースの予測でも同様の傾向が見られるのではないかと考えられてきた。しかし、本論文の

検証結果は、親会社単独の予測情報はタイトに作成されているものの、子会社や関連会社の業績については親会社の保守的な予測を上回るほど楽観的な予測が行われていることを示している。また、連結予測情報と第1四半期情報との連動性の高さは、2003年から開示の要請される四半期情報が、連結予測情報の信憑性を裏付ける情報としての役割を果たしうる可能性を示唆するものである。

第2は、連結予測情報と実績値が乖離する場合、経営者は裁量的発生高の捻出や圧縮を通じてその乖離を縮小するように調整を行っている可能性を示唆している点である。すなわち、自らが公表した予測値と実績値に乖離が生じる可能性がある場合、経営者は会計上のテクニックを駆使して、その乖離を縮小する傾向があることを示しているのである。このことは、言い換えれば、予測情報の公表自体が、経営者による利益操作を誘発していることを示しており、今後予測情報の開示のあり方を論じる上で、重要な証拠を提供していることになる。なお、裁量的発生高は会計発生高から非裁量的発生高を控除して求められるため、裁量的発生高の算出にあたっては非裁量的発生高を求めるモデルを推定しなければならないが、本論文ではサンプル企業の1977年から1994年の27年間にわたる会計発生高と財務データを用いて最小2乗法によってモデルが推定されており、その信頼性は十分確保されている。

第3は、資金調達を実施した企業の乖離率や経営者にストック・オプションが付与されている企業の乖離率とコントロール・サンプルとの比較、および株主構成の比率と乖離率との関係の分析を通じて、特定のインセンティブを持つ経営者の公表する予測情報にはバイアスがかかっており、特定のインセンティブを持たない経営者が公表する予測情報とは性格を異にしている点を明らかにした点である。ただ、この発見自体は、米国における先行研究ですでに示されており、わが国では新たな発見ではあるが、会計研究の領域で目新しさはない。本研究の最大の貢献は、経営者の持つインセンティブごとに予測情報の開示パターンの特定に成功している点にある。今後とも経営者による予測情報の開示の継続を前提とするのであれば、特定のインセンティブを持つ経営者の公表する予測情報については、その旨を記した補足情報もあわせて提供をすべきであるという本論文の結論部分での指摘は十分傾聴する値がある。

第4は、わが国で公表されているアナリストの予測情報についても、米国の先行研究の結果と同様に、アナリストが持つ特有のインセンティブによってバイアスがかかっている可能性を示唆している点である。これまで会社四季報や会社情報における予測情報をアナリスト予測情報の代用として、アナリスト予測の特性を明らかにしようと試みてきた研究がいくつかあるが、本論文でも指摘されているように、このような情報をもとにした分析には自ずと限界がある。本論文の貢献は、サンプル数は限定されているものの、アナリストの公表した予測情報を直接用いてその特徴を明らかにした点にある。

本論文では、経営者予測の分析の場合と同様に、まずアナリスト予測についても乖離率を算出し、これらの結果を経営者予測と比較することで、アナリスト予測は経営者予測よ

りもさらに楽観的であるという全般的な特徴を明らかにしている。そしてさらにこれらの結果を予測対象企業の株価と照合することで、株価下落局面ほどアナリスト予測は楽観的となり、楽観的なアナリストの予測は株価の上昇をとまなうことも明らかにしており、わが国においても株式売買仲介手数料獲得への貢献というインセンティブがアナリストの楽観的な予測を誘発している可能性を示唆している。本論文ではさらに幹事証券会社に所属するアナリストの予測値をサンプルとして抽出し、これをコントロール・サンプルと比較することで、幹事証券会社に所属するアナリストの予測は、所属しないアナリストの予測よりもさらに楽観的となる傾向も見いだしている。この結果は株式公開に関する業務の促進というインセンティブもまたアナリストの楽観的な予測を誘発している可能性を示唆することになる。また、副次的ではあるものの、わが国でも早耳情報に依存するアナリストが存在する可能性について指摘されている点は興味深い。というのも、米国では特定の利害関係者のみに情報を公表することを禁じた公正開示規則が近年話題を呼んでいるが、わが国における予測情報の開示についてもこのような規則の必要性を示唆する結果となっているからである。

このように本論文は現代の会計研究に対して多くの示唆に富む証拠を提供し、わが国における予測情報の開示に対していくつもの課題を見いだしているが、一方でいくつかの問題点も指摘された。

第1は、著者も指摘するように、本論文では年に1度決算短信として公表される予測情報と、それとほぼ同時期に公表されるアナリスト予測だけを取り上げているという点である。経営者もアナリストも1年後の予測情報を公表し、その後実績値と予測情報との乖離が予想される場合には、予測の修正を公表することも可能となっている。これらの修正情報を跡づけることで、さらに予測情報の特性と予測プロセスが解明されていくものと期待される。第2は、予測情報の受け手である投資家あるいは資本市場の反応に対する検証が行われていない点である。論文のタイトルから、情報作成者に焦点が中心的に当てられるのは必然的ではあるが、やはりこのような予測情報の特性を投資家あるいは市場は見透かしているのか、または欺かれているのか、といった検証が加われば、わが国における予測情報のあり方にさらなる提言が可能となったと考えられる。第3は、一部を除いて時系列的な分析が不足している点である。業種または企業によっては、業績が安定していて予測の容易なものもあれば、企業間の競争が激しく予測の困難なものもある。こうした業種あるいは企業特性を反映した予測情報の包括的な研究がさらに望まれる。

本論文には以上のような課題もあるが、審査委員会としては本論文の会計研究に対する貢献はこれらの課題を補って余りあるものであると考える。また、現時点の著者の力量を勘案すれば、これらの課題を克服するのは時間の問題であり、その克服を通じてさらに会計研究への貢献をなし得るものとする。

よって当審査委員会は、所定の試験結果と合わせて考慮し、本論文の著者が博士(会計学)の学位を受けるに値するものと、全員一致で判断する。