

|         |                  |         |         |  |
|---------|------------------|---------|---------|--|
| 氏名(本籍)  | 奈 良 沙 織 (神奈川県)   |         |         |  |
| 学位の種類   | 博 士 (経営学)        |         |         |  |
| 学位記番号   | 博 甲 第 5991 号     |         |         |  |
| 学位授与年月日 | 平成 24 年 3 月 23 日 |         |         |  |
| 学位授与の要件 | 学位規則第 4 条第 1 項該当 |         |         |  |
| 審査研究科   | ビジネス科学研究科        |         |         |  |
| 学位論文題目  | 経営者予想と株価形成に関する研究 |         |         |  |
| 主査      | 筑波大学教授           | 博士(理学)  | 牧 本 直 樹 |  |
| 副査      | 筑波大学准教授          | 博士(学術)  | 佐 藤 忠 彦 |  |
| 副査      | 筑波大学准教授          | 博士(工学)  | 山 田 雄 二 |  |
| 副査      | 筑波大学客員教授         |         |         |  |
|         | 青山学院大学教授         | 経営学修士   | 小 倉 昇   |  |
| 副査      | 名古屋大学准教授         | 博士(経営学) | 中 島 英 喜 |  |

### 論 文 の 内 容 の 要 旨

企業が行うディスクロージャーの中でも、経営者予想は投資家の注目度が高く、株式市場への影響も大きい。企業が経営者予想を適切に公表することは、企業と投資家の間にある情報の非対称性を低減し、結果として円滑な株価形成に寄与するものと期待されるが、経営者予想が株価形成に対して具体的にどのような影響を与えているのかを分析した研究は必ずしも多くない。こうした状況を受けて、本研究では、経営者予想を中心とする企業のディスクロージャーが株価形成に与える影響を分析することを目的としている。

第1章では、研究の背景と目的を述べた上で、本論文の問題意識を明らかにしている。

第2章では、本研究の中心テーマであるディスクロージャーと株価形成の2つの視点から先行研究を概観し、本研究の位置付けを述べている。

第3章では、ディスクロージャーの優劣を評価したアンケート調査をもとにして、ディスクロージャーに優れた企業とそうでない企業における経営者予想の特徴を分析している。その結果、ディスクロージャーに優れた企業には、期初の経営者予想の精度が高い、実績が予想を上回る保守的な予想が多い、修正する場合も小幅な上方修正が多い、という特徴がある一方、ディスクロージャーの評価が低い企業の経営者予想は、これらと逆の傾向をもつことを示している。これらの結果は、ディスクロージャーに優れた企業では、企業業績に対する投資家の期待が実績と乖離することを防ぎつつ、小幅の上方修正を通して投資家の期待を上方に誘導するような戦略的なマネジメントが行われていることを示唆するものである。

第4章では、バリュエーションに着目して、割安株や割高株といった銘柄の特性と、経営者予想の修正やそれが株価に与える影響の関係を分析している。このうち、経営者予想の修正に関する分析では、割高株に比べて割安株の方が経営者予想の修正幅が大きいことを示している。一方、経営者予想の修正に対する株価の反応については、割安株が割高株をアウトパフォームすること、特に割安株では下方修正に対しても修正の数日後に株価が上昇する動きが見られることを確認している。さらに、その原因として3つの仮説を設定して検証を行い、割安株については翌期の利益成長に対する期待が高く、これが割高株をアウトパフォーム

する一因であることを明らかにしている。

第5章では、企業規模別に経営者予想とアナリスト予想の精度を比較するとともに、価値関連性の分析を行っている。その結果、小規模企業では、アナリスト予想よりも経営者予想の方が精度が高く、価値関連性も強いことを示している。一方、大規模企業では、アナリスト予想の方が価値関連性は強いものの、精度では差がないという結果になった。こうした違いが生じる原因として、大規模企業に比べて小規模企業はアナリストの数が少ないため、投資家はアナリスト予想よりも経営者予想を重視していること指摘している。

最後の第6章では、本論文の研究成果を総括している。

## 審 査 の 結 果 の 要 旨

本研究では、ディスクロージャーの優劣、バリュエーション、企業規模という3つの視点から、経営者予想を中心とする企業のディスクロージャーと株価形成との関連性を分析している。全体を通して、ディスクロージャーが優良、割高株、大規模という属性をもつ企業には、経営者予想の精度が高く、修正する場合でも小幅にとどめるなどの共通点があり、株価に大きなインパクトを与えないような情報提供のマネジメントが行われていることを検証している。逆に、これらと反対の属性をもつ企業では、精度の低い楽観的な経営者予想や大幅な修正などによって、株価にインパクトを与えやすいことを確認している。これらの実証分析は、類似の先行研究に対して新たな分析の視点やより詳細な分析を付加したものであり、学術的な貢献は大きい。また、分析を通して経営者予想やディスクロージャーのマネジメントに対する示唆も得ており、実務的にも意義のある成果と言える。

分析方法については、標準的な実証分析の手法を利用しており格段の新規性はないが、価値関連性の分析では先行研究にはない方法で分析を精緻化するなど一定の工夫が見られる。一方で、予想が公表されるタイミングについては十分に分析に反映されていない点もあり、今後さらに詳細な分析が望まれる。

経営者予想を含めたディスクロージャーの重要性が今後さらに高まることが予想される中で、本研究はその現状とあり方についての有用な知見を与えており、博士（経営学）を授与するに十分な内容と判断する。

論文審査委員会による最終試験を平成24年2月4日に実施し、全員一致で合格と判定した。

よって、著者は、博士（経営学）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。