

買収が経営者予想に影響を与えるのか¹

～予想値と実績値との誤差からのアプローチ～

神戸大学 忽那ゼミ 金融

荒井勇輔、角山晴紀、佐竹利一郎、Khadkhuu Orgil

2008年12月

¹本稿は、2008年12月20日、21日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2008」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、忽那授（神戸大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

本稿は、M&A の形態の一つである買収が経営者予想に影響を与えるかどうかを考察するものである。経営者予想とは企業が決算短信上に記載する業績予想のことをいい、米国では約 12%しか公表していないのに比べて、日本ではほぼすべての企業が公表している。この点で、日本の経営者予想は独自の制度であると言える。

また、先行研究でもこの経営者予想はマーケットとレンダー両方に対して、大きな影響力を持っていることが実証されているが、同時にバイアスを有している指標であるとも実証されている。つまり、経営者予想は非常に重要な指標であると同時に、経営者の意向が反映され、操作されやすい指標であると言える。

そこで我々は本稿において、先行研究では取り上げられなかった非日常的な企業活動を行ったことによる経営者予想への影響に焦点を当てることにした。さらに本稿では非日常的な企業活動の中でも特に M&A の形態の一つである買収に焦点を当て、実証的に研究することにした。推定方法としては最小 2 乗法を用いて計量的に分析を行っており、データは 2006 年 4 月 1 日から 2007 年 3 月 31 日までの買収を対象としている。その中でも、買収企業は新興市場以外の市場に上場している企業を対象としており、それに対応する新興市場以外の市場に上場している企業をマッチング企業としてサンプルに加えた。実証結果を以下に述べる。

本稿での仮説は「買収を行った企業は、経営者予想を楽観的にさせる」というものであるが、実証分析の結果、経常利益に関してのみ証明された。一方で売上高と当期純利益に関しては棄却された。

本稿において売上高と当期純利益に関しては、実証結果において棄却されたものの、買収という今までの先行研究では取り上げられなかった観点から経営者予想を見たものであり、日本の経営者予想に関する研究に新しい課題を提供するものであると言える。

以上をふまえた結果、経営者予想のインパクトとバイアスを勘案して、我々は政策提言として、「買収を行った期に発表する決算短信において、買収に関して詳細に説明した項目を設ける。」という提案をする。

目次

はじめに

第1章 先行研究レビュー

- 第1節 経営者予想に関する先行研究
- 第2節 我が国の M&A に関する先行研究

第2章 仮説の設定・モデルの提示

- 第1節 仮説の設定
- 第2節 分析モデルの提示と変数の説明

第3章 データ

- 第1節 データソース
- 第2節 基本統計量

第4章 実証分析・実証分析の結果と考察

- 第1節 回帰分析
- 第2節 結果と考察

第5章 政策提言

- 第1節 政策提言

第6章 まとめと今後の展望

- 第1節 (6. 1)

参考文献・データ出典

はじめに

我々は今回、日本のディスクロージャー制度の中心を担う「経営者予想」について分析することとする。

そもそも経営者予想というものは、企業の経営者によって利益予想として公表されたもので、これを発表する制度は我が国独自のもので、ディスクロージャーの先進国とも称される米国においても徹底されていない。

まず、以下において米国の経営者予想の現状について説明し、それから日本の経営者予想の現状について説明する。

米国では 1971 年 11 月まで SEC が経営者による予想利益の公表を禁止してきたが、SEC の委員長である William Casey による「予想利益の情報は投資価値を決定するに際して有用である」というスピーチを契機に、制度の再検討が行われ、現在ではその制度は任意となっている。したがって、米国の経営者予想制度は任意の制度であると言える。実際、浦崎 (1995) の行ったアンケート調査によると、米国では 12% の企業しか予想利益を公表していない¹。

これに対して日本では、経営者による予想利益は証券取引所が定める適時開示と称する決算短信と業績予想の修正において公表されている。ここでいう適時開示とは、証券取引所の規則に基づく情報提供であり、上場会社・店頭公開会社に対して義務付けられる。つまり、日本の経営者予想制度は義務的な制度であると言える。浦崎 (1995) によると、日本では、90.3% が決算短信により予想利益を公表していると答えている。しかしながら、決算短信を公表していないと答えた企業でも会社名が明示された企業を確認したところ、実際には予想利益が公表されている。したがって、日本ではほとんどすべての企業で予想利益が公表されている。

決算短信には、連結決算、単独決算があり、年次と中間の 2 度公表されている。この中には、売上高、経常利益、当期利益、1 株当たり当期利益、1 株当たり年間配当金の項目に対する予想値が含まれている。

業績予想の修正は、証券取引法に基づいて開示されるものである。証券取引法の中の第 166 条は会社関係者等の有価証券等の取引規制に関するもので、第一項で、規制を受ける者及び場合が規定され、第二項で、上場会社等の業務に関する重要事実が例示されている。経営者による予想利益に関する規定は第二項三号で定義され、売上高などについて公表がされた直近の予想値に比較して、当該上場会社が新たに算出した予想値または、その事業年度の決算での差異が、投資者の投資判断に及ぼす影響が重要なものである場合、重要事実であることが記述されている。重要事実である基準は内閣府で定められる。この規定により、重要事実である基準を超える場合、経営者は業績予想の修正を発表しなければならない。

¹日本では、90.3% が決算短信により予想利益を公表していると答えている。しかし、決算短信を公表していないと答えた企業でも会社名が明示された企業を確認したところ、実際には、予想利益が公表されている。(浦崎 (1995)) 日本では、ほとんど全ての企業が予想利益を公表していると考えてよいであろう。

つまり、日本では決算短信による 2 回の経営者予想と、不定期の業績の修正が発表されており、これらにより、我々は事実上すべての上場企業の経営者による予想利益を入手することができる。

以上の米国と日本の経営者予想の現状を踏まえ、米国では経営者予想を公表すること自体が一種のシグナリングの効果があると言える。

以上、経営者予想についての現状を米国と日本に分けて述べてきた。これからは、決算短信で公表される経営者予想に焦点を当てて、日本の経営者予想についての先行研究を述べ、それらがカバーできていない問題を見出そうと思う。

本稿の構成は次の通りである。2 章において、我が国の経営者予想に関する先行研究を取り上げ、どのようなことが研究されているのかを要約する。また、我が国の M&A の先行研究を取り上げ、その効果と影響を見る。3 章では我々の仮説を提示し、分析を行うためのモデルを示す。4 章で実証分析に用いるデータソースや基本統計量を示した後に。5 章で回帰分析を行った結果を考察する。最後に 6 章で本稿のまとめを行うことに加えて、今後の展望を述べることにする。

第1章 先行研究レビュー

第1節 経営者予想に関する先行研究

以下では、経営者予想というものが大きな影響をもつものであるということを示す先行研究を紹介する。まず、マーケットへの影響力に関する先行研究を示し、次にレンダー、つまり債権者への影響力としての資本コストに関する先行研究を示す。それから、経営者予想含まれているバイアスに関する先行研究という順に我が国における経営者予想に関する先行研究を中心に簡単に要約する。

まず、経営者予想が資本市場に影響を与えるものであるのかどうかを研究したのが後藤・桜井（1993）であり、彼らは予想利益が株価変動の企業間差異を説明する能力があるという結論を下した。それ以前に米国では、Diamond and Varrenchia（1991）が投資者間の非対称性を緩和するディスクロージャーを行うことが、多くの投資者の株式に対する需要を招き、流動性を高めると述べており、ディスクロージャーの資本市場に対する影響力というものは証明され始めていたのである。後藤・桜井（1993）はそれを日本独自の制度である経営者予想という観点から検証したのである。それに続いて、太田（2002）は将来の経営者予想利益が、株主資本簿価や当期純利益と比較して株価・株価リターンの説明力が高いと結論付け、経営者予想の資本市場への影響力の大きさを他の要素と比較することにより検証した。これらにより、経営者予想はマーケットに影響を与える指標であると証明されたのである。

次に、その経営者予想と資本コストとの関係を見た研究に目を向けてみる。まず米国では、Botosan（1997）はフォローしているアナリストが少ない企業について、積極的にディスクロージャーを行っている企業ほど、資本コストが低いという結果を述べ、ディスクロージャーと資本コストとの関係に注目したのである。さらにそれを具体的に研究したのが Easley and O'Hara（2004）である。彼らは均衡状況下において、投資家が有している将来リターンに関する情報の精度が低い企業ほど資本コストが高いと述べ、ディスクロージャーの内容をさらに具体化した。そして、村宮（2005）では経営者予想を用いた研究が行われ、その中で経営者予想の精度が高い企業ほど、現在の株価、純資産簿価、予想利益の関係式の中で、暗黙裏に成立している資本コストが低いということが先行研究のモデルを用いて検証されている。これらにより、経営者予想はレンダーに対しても大きな影響力を有しているということが証明された。

また、経営者予想に含まれるバイアスや傾向についても研究が行われており、Koch（1999）、Irani（2000）、西・金田（2005）では財務の困窮している企業ほど楽観的な経営者予想を公表する傾向があるという非常に興味深い結果が示されている。また、Ota（2006）は経営者による純利益予想と実績値の乖離について、経営者予想に含まれるバイアスは継続性を持つと結論付け、それに続けて清水（2007）も過去において経営者予想が高かった（低かった）銘柄では翌期以降の達成度も高い（低い）といった継続性があることを示している。

これらにより、経営者予想に含まれるバイアスは常に一定の継続性を持つことが証明され、我々もこれらの結果に基づいて以後の分析を進めることとする。

以上、我々は経営者予想についての各方面からの先行研究を見てきたが、これらは日常的企業活動の中での経営者予想について分析したものでしかあらず、非日常的企業活動がもたらす影響というものについては注目していない。そこで我々は、特に M&A という非日常的なイベントに着目して、それが経営者予想に与える影響について分析することとした。以下では我が国における M&A の研究を紹介することとする。

第2節 我が国の M&A に関する先行研究

島英昭編著 (2006)、『日本の M&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報 M&A は企業価値への正負の効果を有しており、以下にその効果を具体的に述べる。(宮社より引用)

まず正の効果として以下の4点がある。

- ・統合効果
市場支配力の向上による取引先への価格交渉力の上昇や節税効果、部門共有によるコストの節約などが挙げられる。
- ・コアコンピタンスの強化
経営資源の購入という「時間を買う」効果で、買収企業が安価でかつスピーディに必要な資源を確保できる。
- ・コア事業への経営資源の集中
経営者の低い努力水準や利益責任体制、不明確な経営ビジョンを改善できる。また、多角化した部門からの撤退を可能にする。
- ・経営の規律
被買収企業のコーポレート・ガバナンスの問題を解決し、企業価値を引き上げる。
次に企業価値を向上させない負の効果として以下の2点を述べる。

- ・富の移転
被買収企業の過大評価や買収企業の自信過剰などにより買収企業の株主から被買収企業の株主へと富が移転し、買収企業の株主は損失を被る。
- ・信頼の破壊
被買収企業の株主以外のステークホルダーとの長期的関係が破棄されてしまうことがある。

我が国においては井上 (2002) が M&A の市場に与える影響について研究しており、それによると以下のような結果が得られた。

- ・1990～2002年の全期間を通じてみた場合にはM&Aの株価に対する正の効果を有意に認めることはできない。
- ・しかし、最近の時期に限定すれば買収企業および被買収企業の双方にとってそれぞれ有意に正の効果が認められる。

また、岡部・関 (2006) では実際のM&Aのもたらす経営への効果が検証されており、それによると、M&Aは経営を安定化させる効果および効率化させる効果の2つを持っており、これら2つの効果とも有意に確認されると示されている。

以上の結果からすると、我が国においてはM&A自体は投資家からは絶対的に支持される活動であるとは必ずしも言えないが、それ自体には効果があると言える。そのため企業の経営者は、自分たちが行ったM&Aという非日常的活動が既存の株主にとって有益なものであ

ったということを訴求しなければならない。もしそうしなければ、経営者は資産を有意義に使っていないということで解任させられる可能性があるのである。

そこで、我々はその訴求手段の一つとして、経営者は経営者予想利益を用いると考えた。以下では、その M&A という非日常的な活動が経営者予想に本当に影響を与えているかということ进行分析するモデルを提示し、それを用いて回帰分析を行う。

第2章 仮説の設定・モデルの提示

第1節 仮説の設定

本稿では買収の定義を「株式取得割合を 50.1%以上にする、もしくは連結子会社化する企業買収」として買収が経営者予想に与える影響についての仮説を提示する。この定義は以下に述べるサンプルの定義と一致している。この定義によると、被買収企業は買収企業の連結財務諸表上に含まれることになり、買収という企業活動がより重要な意思決定であるということがお分かりであろう。

まず、井上（2002）でも示されたように、M&A というものは市場に曖昧に評価されており、その一方で岡部・関（2006）でも示されたように、企業経営を効率化・安定化させる手段として有効であると我々は認識している。

そのため、企業の経営者は自らが行った買収というものの意義を投資家にアピールする必要がある。仮にこのアピールを怠ったのであれば、株主価値を損なう決断を行ったとして経営者の地位を奪われるというリスクがあるからである。

そこで我々は、買収を行った企業の経営者は経営者予想をその手段の一つとして経営者は用いているのではないかと考えた。なぜなら先行研究でも述べたように、経営者予想は市場に十分な影響力を持っているからである。具体的には、買収を行った経営者は、買収を行った年度期末の決算短信の経営者予想を楽観的、もしくは強気にさせると我々は考えた。ここでいう「楽観的」というのは、予想値が実績値を上回る結果になるということの意味する。これが我々の仮説である。

仮説

買収を行った企業は、経営者予想を楽観的にさせる。

第2節 分析モデルの提示と変数の説明

まず、回帰分析のモデルに用いる変数について説明する。重要な変数は被説明変数である MFE。これは西・金田（2005）や村宮（2005）で採用されている経営者予想誤差を表す被説明変数を参考にしたものである。仮説を検証する説明変数として買収を 2006 年度に行ったかどうかを示すダミー変数買収 2006 を用いる。

以下はこれら被説明変数、説明変数に関する詳細である。（表 1、2-1、2-2 参照）

被説明変数

・ MFE（経営者予想誤差）

$(2007 \text{ 年度経営者予想値} - 2007 \text{ 年度実績値}) / 2007 \text{ 年度実績値}$ によって求める。

売上高MFERev・経常利益MFEPBT・当期純利益MFEProそれぞれについて求める。この値が正であったとき、経営者予想は楽観的であったと言える。

説明変数

・MA2006（買収ダミー）

買収を2006年度に行ったかどうかを示すダミー変数。
行っている企業であれば1をとる。

経営者予想誤差に影響を与える諸要因として、増資変数CAP、設備投資変数INV、CEO交代ダミー変数CEO、創業年数変数AGE、企業が経営者予想に対して有しているバイアスBIAS、2007年度の買収ダミー変数MA2007をコントロール変数として用いる。創業年数を示すAGEと企業が経営者予想に対して有しているBIASを除いた他の説明変数は、本稿で説明変数としている2006年度に買収をしたかどうかを示すダミー変数と同様に、非日常的な企業活動として考えられる企業活動に関する変数である。

以下はこれらコントロール変数の詳細である。

コントロール変数

・CAP（増資ダミー）

2006年度に行った増資の金額を示す変数。
増資を行ったことにより、通常では一株当たり当期純利益（EPS）は減少する。それを補うという目的で経営者予想は楽観的になると考えられる。
そのため、符号は正をとると考えられる。

・INV（設備投資額）

2007年3月時点に予定している設備投資額を示す変数。
企業は設備投資を行うことの効果を投資家に訴求するために、経営者予想を楽観的にすると考えられる。そのため、符号は正をとると考えられる。

・CEO（経営者交代ダミー）

CEO（代表取締役）が2006年度に交代したかどうかを示すダミー変数。
交代した企業であれば1をとる。
企業はCEOが交代したことの効果を投資家に訴求するために、経営者予想を楽観的にすると考えられる。そのため、符号は正をとると考えられる。

・AGE（創業年数）

経営者予想を発表する2007年3月決算時の創業年数を示す変数。
企業は創業年数が多いほど、経営者予想をより正確に出すことができると考えられる。
そのため、符号は負をとると考えられる。

・BIAS（経営者予想バイアス）

それぞれのサンプル企業が有する経営者予想に関するバイアスを示す変数。
清水（2007）で経営者予想のバイアスの継続性を検証するモデルに用いられた説明変数を参考にした。清水では過去1年のものであったが、本稿ではさらにバイアスとしての妥当性を求めるため、過去3年間の経営者予想の平均を用いた。
楽観的、もしくは強気な経営者予想を行うバイアスを有している企業は正の値をとる。悲観的、もしくは弱気な経営者予想を行うバイアスを有している企業は負の値をとる。清水の結果からすると、これらは継続性を持つと考えられる。

売上高のバイアスはBIASRev、経常利益のバイアスはBIASPBT、当期純利益のバイアスはBIASProと表す。

・ MA2007 (2007年度買収ダミー)

2007年度、つまり経営者予想を公表した後に買収を行ったかどうかを示すダミー変数。行っている企業は1をとる。符号は正をとると考えられる。

以下のモデルが本稿の仮説を検証するモデルであり、このモデルを最小二乗法 (OLS) により推定する。

$$MFE Rev = \beta_0 + \beta_1 MA2006 + \beta_2 CAP + \beta_3 INV + \beta_4 CEO + \beta_5 AGE + \beta_6 BIAS Rev + \beta_8 MA2007 + u$$

$$MFEPBT = \beta_0 + \beta_1 MA2006 + \beta_2 CAP + \beta_3 INV + \beta_4 CEO + \beta_5 AGE + \beta_6 BIAS PBT + \beta_8 MA2007 + u$$

$$MFE Pro = \beta_0 + \beta_1 MA2006 + \beta_2 CAP + \beta_3 INV + \beta_4 CEO + \beta_5 AGE + \beta_6 BIAS Pro + \beta_8 MA2007 + u$$

表 1 : 変数の定義

変数名	
MFERev	(2007 年度経営者予想売上高 - 2007 年度実績売上高) / 2007 年度実績売上高
MFEPBT	(2007 年度経営者予想経常利益 - 2007 年度実績経常利益) / 2007 年度実績経常利益
MFEPro	(2007 年度経営者予想当期純利益 - 2007 年度実績当期純利益) / 2007 年度実績当期純利益
MA2006	買収を 2006 年度に行ったかどうかを示すダミー変数
CAP	2006 年度に行った増資の金額を示す変数
INV	2007 年 3 月期に予定している設備投資額
CEO	CEO (代表取締役) が 2006 年度に交代したかどうかを示すダミー変数
AGE	経営者予想を発表する 2007 年 3 月決算時の創業年数を示す変数
BIASRev	それぞれのサンプル企業が有する売上高の経営者予想に関するバイアスを示す変数。過去 3 年間の経営者予想の平均で求める
BIASPBT	それぞれのサンプル企業が有する経常利益の経営者予想に関するバイアスを示す変数。過去 3 年間の経営者予想の平均で求める
BIASPro	それぞれのサンプル企業が有する当期純利益の経営者予想に関するバイアスを示す変数。過去 3 年間の経営者予想の平均で求める
MA2007	2007 年度に M&A を行ったかどうかを示すダミー変数

表 2-1 : サンプル数 274 のときの変数間の相関関係

N=274	MFERev	MFEPBT	MFEPro	MA2006	CAP	INV
MFERev	1					
MFEPBT	-0.2589	1				
MFEPro	0.1629	0.0440	1			
MA2006	0.0907	-0.0593	0.0832	1		
CAP	-0.0477	-0.0108	0.0883	-0.0900	1	
INV	-0.0780	0.0006	-0.0239	-0.0569	-0.0190	1
CEO	-0.0077	0.0006	0.1099	0.0010	-0.0457	-0.0446
AGE	-0.1738	0.0287	-0.0460	-0.0777	0.1056	0.0555
BIASRev	0.2027	0.0306	-0.0517	0.0544	0.0467	-0.0230
BIASPBT	0.0312	0.0755	0.0267	-0.0431	-0.0183	-0.0014
BIASPro	-0.0195	0.2376	0.0493	-0.0635	-0.0357	0.0015
MA2007	0.0520	0.0043	0.0205	0.1047	0.1221	-0.0844

	CEO	AGE	BIASRev	BIASPBT	BIASPro	MA2007
MFERev						
MFEPBT						
MFEPro						
MA2006						
CAP						
INV						
CEO	1					
AGE	-0.0456	1				
BIASRev	-0.0242	-0.1480	1			
BIASPBT	-0.0048	0.0446	0.0065	1		
BIASPro	0.1521	-0.1094	0.0608	0.2545	1	
MA2007	0.0352	-0.1457	0.0553	0.0040	0.0397	1

表 2-2 : サンプル数 228 のときの変数間の相関関係

N=228	Revenue	PBT	Profit	MA2006	Capital	Invest
-------	---------	-----	--------	--------	---------	--------

Revenue	1					
PBT	0.2531	1				
Profit	-0.025	0.1789	1			
MA2006	0.0449	0.1407	0.0957	1		
Capital	-0.0758	-0.1	0.2338	-0.0085	1	
Invest	-0.0149	-0.0393	-0.0058	-0.0948	-0.0075	1
CEO	-0.0884	-0.034	0.0719	0.0256	-0.0142	-0.0311
Year	-0.0905	-0.1297	-0.0697	-0.0283	0.0862	-0.0614
BIASRev	0.2809	0.0235	-0.0074	-0.0674	0.0901	0.0055
BIASPBT	0.2273	0.0728	0.0341	0.0262	-0.0406	-0.0403
BIASPro	0.0803	0.1686	0.0501	-0.0286	-0.0206	-0.0091
MA2007	0.0304	0.0443	0.0492	0.0983	0.0733	-0.0627

N=228	CEO	Year	BIASRev	BIASPBT	BIASPro	MA2007
Revenue						
PBT						
Profit						
MA2006						
Capital						
Invest						
CEO	1					
Year	-0.0731	1				
BIASRev	0.0362	-0.0722	1			
BIASPBT	-0.0755	-0.1332	0.1139	1		
BIASPRO	0.1591	-0.126	0.0885	0.3807	1	
MA2007	0.0328	-0.1642	0.0657	-0.0242	0.0378	1

第3章 データ

第1節 データソース

本稿のデータソースは『日本企業の M&A データブック 1985 - 2007』（レコフ）、日経 NEEDS Financial Quest、各企業の IR に含まれる決算短信、EDINET であり、これらから以上の変数のデータを取得した。

第2節 基本統計量

我々は買収が経営者予想に与える影響をみるために、2006 年度に買収を行った企業と行っていない企業をマッチングさせてサンプリングした。（表 3-1、3-2 参照）

まず 2006 年度に買収を行った企業についての統計量を示す。2006 年度（2006 年 4 月 1 日から 2007 年 3 月 31 日）に行われた買収の案件は全体で 2717 件あり、その中で前に述べた我々の買収の定義と一致する「レコフのデータブックで買収とされていること」「国内企業同士の買収あること」「買収企業が新興市場以外の上場企業であること」「3 月決算であること」という条件のもとにサンプリングを行った。2006 年度のみに絞ったのは、そうすることによりマクロ的な要因への考慮というものがすべての企業の予想に一定程度合い含まれていると考えられ、考慮することを回避できると考えたからである。その結果、163 件が該当し、その中でもデータを取得できなかった企業や、2007 年度以降の統合・合併により効果が測れない企業を除く 137 件が回帰分析に用いるサンプルとなった。

次に、買収を行っていない企業について、「所属している業界」「総資産が最も近い」という条件で 1 社ごとにマッチングさせ、日経 NEEDS Financial Quest から 137 件のデータを取得した。その結果、274 件が回帰分析に用いるサンプル数となった。

表 3-1：サンプル数 274 の基本統計量

変数名	平均値	標準偏差	最大値	最小値	中央値	観測値
MFERev	0.011627	0.128294	0.978631	-0.63619	-0.00183	274
MFEPBT	-0.00011	1.865256	8.574468	-23.4793	0.012212	274
MFEPro	1.073573	6.875005	82.33333	-9.24176	0.051803	274
MA2006	0.510949	0.500795	1	0	1	274
CAP	593.7445	2786.643	33500	0	0	274
INV	42497.81	158960.2	1873000	0	1894.5	274
CEO	0.149635	0.357366	1	0	0	274
AGE	61.37591	29.06859	154	2	60	274
BIASRev	-0.00803	0.246848	2.891945	-0.66495	-0.01425	274

BIASPBT	-0.009	2.218819	14.88936	-29.6939	-0.05214	274
BIASPro	-0.04067	0.870572	7.272558	-3.3697	-0.07638	274
MA2007	0.30292	0.460362	1	0	0	274

表 3-2 : サンプル数 228 の基本統計量

変数名	平均値	標準偏差	最大値	最小値	中央値	観測値
MFERev	0.007162	0.123019	0.978631	-0.63619	-0.00183	228
MFEPBT	0.094462	0.660213	2.932584	-3.4961	0.018054	228
MFEPPro	1.229402	7.254917	82.33333	-3.44898	0.05746	228
MA2006	0.512397	0.500882	1	0	1	228
CAP	371.7562	1447.879	11102	0	0	228
INV	35161.75	141567.4	1873000	0	1784	228
CEO	0.165289	0.372211	1	0	0	228
AGE	61.27686	27.8	154	2	60	228
BIASRev	-0.00822	0.26091	2.891945	-0.66495	-0.01491	228
BIASPBT	0.051505	0.600749	4.225463	-1.67551	-0.05214	228
BIASPro	-0.02561	0.825619	7.272558	-3.3697	-0.07123	228
MA2007	0.31405	0.465098	1	0	0	228

第4章 実証分析・実証分析の結果と考察

第1節 回帰分析

モデル設定の章でも述べたように、今回は OLS¹を用いて回帰分析を行う。今回はクロスセクションデータ²で分析を行っているため、分散不均一を考慮する必要がある。そのため、White Test³を売上、経常利益、当期純利益のそれぞれのモデルについて行った(表4参照)。その結果、売上についてのモデルでは P 値=0.6533、経常利益についてのモデルでは P 値=0.9950、当期純利益についてのモデルでは P 値=0.9470 となった。これにより、明らかに本稿では分散不均一が生じていると言えるため、ロバスト検定⁴を行い、実証結果はロバスト検定を用いた結果を利用して解釈する。

表4：White test の結果

	White test p 値
MFERev	0.6533
MFEPT	0.9950
MFEPro	0.9470

第2節 結果と考察

売上高、経常利益、当期純利益それぞれについて回帰分析を行った(表5、6参照)。結果として、2006年度に買収を行ったかどうかを示すダミー変数 MA2006 は正の符号を示し、経常利益についてのモデルのみ 5%水準で有意であった。しかしながら、売上高、当期純利益についてのモデルでは有意な結果は得られなかった。

このことから、経常利益については買収が経営者予想に影響を与えるという結果を得ることができた。一方で、売上高、当期純利益については買収が経営者予想に影響を与えたとはいえ結果が得られず、我々が提示した仮説は一部しか支持されなかった。

¹ 最小2乗法。残差の2乗和を最小にすることで、最も適した回帰式を導き出す方法。

² 一時点で多数の観測値を集めた横断面データのこと。

³ 分散不均一が疑われるような場合、OLSによって推定された残差の2乗をOLSの推定値とその推定値の2乗を回帰することで分散不均一の有無を確かめること。

⁴ OLSは線形回帰の標準的過程のずれに敏感で、一つの外れ値によっても大きな影響を受けてしまう。ロバスト回帰とはそれら真の分布が指定した分布とずれがあっても、効率がそれほど減少しない回帰分析法である。

これは、買収を行った後の経常利益の予想の際、企業は買収に関してのコストを甘く見積もる傾向にあるという可能性がある。実際、買収を含むM&Aにはのれん償却、事務費用など多額の費用が必要となる。この結果からすると、それらの見積もりが甘いという可能性が考えられるのである。

表 5 : OLS による実証分析の結果

変数	モデル 1	モデル 2	モデル 3
定数項	.04301 [2.01]**	.2001038 [1.72]***	.6748281 [0.58]
MA2006	.0158122 [1.03]	.1545692 [1.98]**	1.276761 [1.52]
CAP	-1.86e-06 [-0.67]	-.0000361 [-1.35]	.0002693 [1.77]***
INV	-5.17e-08 [-1.06]	-1.32e-07 [-0.49]	-4.66e-07 [-0.18]
CEO	-.0053007 [-0.25]	-.0711011 [-0.68]	2.058949 [1.75]***
AGE	-.0005872 [-2.18]**	-.0024375 [-1.67]***	-.010122 [-0.69]
BIASRev	.0929648 [2.98]*	-	
BIASPBT	-	.0454916 [0.69]	
BIASPro	-	-	.3059165 [0.63]
MA2007	.0045597 [0.27]	.0250668 [0.29]	-.2248489 [-0.24]
調整済み決定 係数	0.0484	0.0190	0.0075
観測数	274	228	274

上段の数値は回帰係数。[]の中の数値はt値 (***, **, *それぞれ 10%、5%、1%で有意)

表 6 : Robust 検定済みの実証分析結果

変数	モデル 1	モデル 2	モデル 3
定数項	.04301 [2.40]**	0.2001038 [2.02]**	.6748281 [0.52]
MA2006	.0158122	.1545692	1.276761

	[0.96]	[2.02]**	[1.49]
CAP	-1.89e-06	-.0000361	.0002693
	[-0.69]	[-1.75]***	[1.02]
INV	-5.08e-08	-1.32e-07	-4.66e-07
	[-2.30]**	[-1.29]	[-0.63]
CEO	-.0053007	-.0711011	2.058949
	[-0.16]	[-0.73]	[1.08]
AGE	-.0005872	-.0024375	-.010122
	[-2.53]**	[-2.11]**	[-0.45]
BIASRev	.0929648		
	[1.72]***		
BIASPBT	-	.0454916	
		[0.35]	
BIASPro			.3059165
			[0.93]
MA2007	.0045597	.0250668	-.2248489
	[0.26]	[0.31]	[-0.30]
決定係数	0.0728	0.0493	0.0330
観測数	274	228	274

上段の数値は回帰係数。[]の中の数値はt値（***、**、*それぞれ10%、5%、1%で有意）。

第5章 政策提言

第1節 政策提言

我々は政策提言として、「買収を行った期に発表する決算短信において、買収に関して詳細に説明した項目を設ける。」という提案をする。

本稿における先行研究で、経営者予想がマーケットや資金調達に与えるインパクトの大きさや、経営者予想にはバイアスが含まれていることが明らかになった。そして、本稿の分析の中心である買収と経営者予想に関する仮説に関して、経常利益についてのみであるが、買収は経営者予想を楽観的にすることが明らかにされた。従って、本稿全体を通して経営者予想は重要な指標であるのに加えて忒意性を有すると考える。それゆえ、企業には経営者予想の値に対する詳細な説明を通じて投資家に適切な投資判断の機会を与えることが求められる。つまり、経営者予想に関する詳細な説明を述べることで、投資家自身が経営者予想にバイアスや忒意性があることを認識しながらも自身で判断する機会を与えることができ、誤った情報のインパクトや忒意性を緩和させることができる。具体的には決算短信において、その期に行われた買収がどのようなシナジーを持つのか、どのような目的を持つのか、どのようなリスクを持つのか、どのような金額で行われたのか、どのような資金調達で行われたのか、今後どのような影響が生じるのか等を詳細に書くのである。

本稿においては、非日常的なイベントとして買収を取り上げたが、今後の課題として増資等の買収以外の非日常的なイベントに関しても、決算短信において特別な項目を設けることを提案していきたい。

まとめと今後の展望

本稿では、2006年4月1日から2007年3月31日までの2006年度の買収のデータを用いて、買収を行った新興市場を除く市場に上場している企業とそれに対応するマッチング企業を対象に実証的に分析を行った。それらのデータを用いて、買収が経営者予想に影響を与えるのかを分析した。

本稿での実証分析結果は以下の通りである。経常利益についてのモデルのみ統計的に5%水準で有意な結果を得ることができ、買収が経常利益の予想については楽観的にさせるという結果を得ることができた。一方で、売上高、当期純利益についてのモデルでは有意な結果を得ることができなかった。

政策提言としては、「買収を行った期に発表する決算短信において、買収に関して詳細に説明した項目を設ける。」という提案をする。決算短信において、買収に関して詳細な説明を述べることで、投資家自身に判断の機会を与え、誤った情報のインパクトを弱めることができると思う。

最後に本稿での反省点と今後の課題を述べる。本稿での反省点は以下の通りである。本稿では、買収の内容についての情報を得ることができなかったため、買収をしたことが経営者予想に影響を与えるのかを分析するに止まった。しかしながら、今回の結果より、経常利益についてのモデルに対しては、さらにその内容についての分析を行うべきであった。

今後の課題としては、先に述べたように、買収額や資金調達方法、のれん額などの買収の内容に踏み込んだモデルを用いた分析を行うことである。そのためにも、日本におけるM&Aに関するデータがより整備されることを我々は望んでいる。また、我々が今回取り上げた買収だけでなく、より様々な観点から経営者予想を分析することも課題であると言える。

参考文献・データ出典

《先行論文》

- Botosan, Christine A. (1997), “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital,” *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 4, pp.323-349.
- Diamond, Douglas W. and Robert E. Verrecchia (1991), “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital,” *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4 (September 1991), pp. 1325-1359
- Easley, David, and Maureen O’Hara (2004), “Information and the Cost of Capital,” *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 4, pp.1553-1583.
- Irani, A. (2000), “Determinants of bias in management earnings forecasts,” *Accounting Enquiries* 10 (Fall), pp.33-86.
- Koch, A. S. (1999), “Financial distress and the credibility of management earnings forecasts,” Unpublished working paper, University of Texas at Austin.
- Ota, K. (2006), “Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan,” in G. N. Gregoriou, and M. Gaber (eds.). *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, pp.267-294, Burlington, MA: Elsevier Press.
- 浦崎直浩 (1995)、「予測財務情報の実態分析」古賀智敏 (編者)『予測財務情報論』同文館、169-186 項。
- 太田浩司 (2002)、「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」、『証券アナリストジャーナル』第3号。
- 岡部光明・関晋也 (2006)、「日本における企業M&A (合併および買収) の効果」、総合政策学ワーキングペーパーシリーズ No.107。
- 後藤雅敏・桜井久勝 (1993年)、「利益予測情報と株価形成」『会計』第143巻第6号、77-87頁。
- 清水康弘 (2007)、「経営者予想に含まれるバイアスの継続性とミスプライシング」、『証券アナリストジャーナル』2007年8月号。
- 西信洋・金田直之 (2005)、「経営者予想の信頼性」、Discussion Paper Series, No.1110, University of Tsukuba.
- 村宮克彦 (2005)、「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」、『証券アナリストジャーナル』第9号。
- 井上光太郎 (2002)、「日本のM&A における取引形態と株価効果」『経営財務研究』22(2)、pp107-120。

《参考文献》

- 宮島英昭編著 (2007)、『日本のM&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社。

《データ出典》

『日本企業の M&A データブック 1985 - 2007』（レコフ）
日経 NEEDS Financial Quest
各企業の IR に含まれる決算短信
EDINET