

〔論 説〕

経営者の自信過剰 (Overconfidence) と 財務報告に関する論点整理

塚 原 慎
寺 嶋 康 二
積 惟 美

1. はじめに

企業の経営者が陥りやすい心理的特徴のひとつに、「自信過剰 (Overconfidence)」がある。当該概念は、経営者が自らの能力や自身に生じる事象の結果を過大評価し、楽観的な認知・予測を行う傾向があるということを示しており (Camerer and Malmendier, 2007; Kim et al., 2016 など)、心理学において“Miscalibration”として測定される概念から派生したものである (Fischhoff et al., 1977)。企業経営者はその選定プロセスなどに起因し潜在的に自信過剰の傾向を有する場合が多いとされ (Goel and Thakor, 2008)、今日、経営者が有する当該心理的特徴が発揮された場合にみられる経済的行動やその帰結について、行動経済学、特に行動ファイナンスの領域において多数の研究蓄積がなされてきている。

本稿では、経営者による自信過剰の傾向が、特に財務報告に関わる彼らの経済的行動 (意思決定) に与える影響にフォーカスし、先行研究の成果をもとに論点の整理を行う。本稿において、自信過剰と財務報告の関係に着目する背景には、次に示す3つの議論が存在する。

第1に、近年、行動経済学的観点に基づいて企業の経済的行動を説明する試みが進展している点である。例えば、株主価値を最大化するという意味におけるファースト・ベストの行動から離れた水準での投資が企業によってなされるという「投資行動の歪み」が観察されるとき、これに説明を与えるものとして、伝統的なエージェンシー理論 (Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986) が挙げられる。この枠組みの下では、資金受託者である経営者 (エージェント) は投資プロジェクトの本源的価値を合理的に観察することができたとしても、自らの利益最大化を目的関数として行動することから、このことが資金委託者である株主等 (プリンシパル) の利益最大化に適わない場合、彼らとの間に利害対立を生じさせることがある。

ここで、上記のエージェンシー関係に「経営者が自信過剰である」という概念を導入すると、経営者は事業投資から将来的に生じるキャッシュ・フローを (楽観的な) バイアスに基づき過大評価することとなり、本来であれば投資すべきでない、正味現在価値が負の投資プロジェクトへの投資を実施する蓋然性が高まることとなる (Malmendier and Tate, 2005; 2008)。これは、株主と経営者との間における利害対立が深刻でなかったとしても (両者の利害が一致していたとしても) 生じうるものであり、投資行動の歪みを既存の理

論とは別の観点から説明するものとなる⁽¹⁾。

その他にも、経営者の自信過剰によって、資金調達の見直しや配当方針といった財務行動に歪みが生じることが海外の先行研究において報告されている（本稿第3節を参照）。さらに、研究の進展に伴い、財務報告の局面においても経営者の自信過剰が会計保守主義や業績予想の公表姿勢、会計利益に関する裁量の行使の程度などに影響を及ぼすことが指摘され始めている（本稿第3節を参照）。

このように、経営者・株主間における利害対立の存在と、各プレイヤーの経済的な合理性が前提とされてきたこれまでの議論に対して、「経営者の自信過剰」による説明は補完的な役割⁽²⁾を果たすものと期待される。一方、筆者らの調査の及ぶ範囲において、特に日本における研究蓄積の量は十分であるとはいえない。

第2に、ガバナンス・制度設計に際し、「経営者の個人的な特性」が重要な影響を及ぼす可能性があることが主張され始めているという点である。伝統的なエージェンシー理論に基づいて規定される株主等と経営者との間に生じる利害対立は、経営者に対するモニタリングを強化する試み等を通じ、緩和されることが示されてきた。一方で、経営者の自信過剰に起因する問題には、これらの試みが必ずしも有効とならない可能性がいくつかの研究で指摘されている（Hsieh et al., 2014; Schrand and Zechman, 2012; Ahmed and Duellman, 2013）。

例えば、Hsieh et al. (2014) は、自信過剰の傾向にある経営者は、SOX法（Sarbanes Oxley Act of 2002）の施行後にもなお利益調整にかかわる裁量的行動に従事する傾向にあり、規制の効果が限定的であることを示している。また、Schrand and Zechman (2012) によれば、自信過剰な経営者が設定する楽観的な業績目標が起点となり、以後にこれと整合性を保つために経営者が利益増加型の裁量的な行動などを促進させた結果、後の会計不正をもたらすこととなった（Slippery Slope）という経験的証拠も存在している。ここにおいてもやはりガバナンス体制による抑制効果はほとんど受けていないことが示唆される⁽³⁾。

このように、経営者の自信過剰が企業価値の向上に必ずしも繋がらない「非合理的」な行動を惹起し、負の帰結をもたらすのであれば、彼らの自信過剰傾向を評価し、これを抑制・コントロールするような、既存のガバナンスの枠組みのみによっては達成が困難とされる役割が、監査委員会や報酬委員会などといった企業のガバナンス体制には期待される

- (1) その他、最適な水準の投資がなされないとする過少投資の問題についても、自信過剰な経営者の概念によって説明がなされている（Malmendier and Tate, 2005）。これに対し、伝統的には、情報の非対称性（Myers and Majluf, 1984）による資金調達コストの観点からの説明がなされてきた。これらの関係性および詳細については、第3節で整理する。
- (2) たとえば、過剰なM&Aの実施（過剰投資の一種）については、投資そのものから効用を得られることを踏まえると、伝統的なエージェンシー理論の枠組みにおける経営者の効用最大化目的の行動であると説明できる。ただし、経営者が投資プロジェクトに対して自社の資産ではなく、個人財産を投じている場合には合理的説明とはならず、このような場合には経営者の自信過剰による説明がより説得的になると考えられる（Malmendier and Tate, 2008を参照）。ここから、「自信過剰」による投資の歪みに対する説明は、既存の理論と相互排他的なものではなく、補完的な説明手段として成立する可能性がある。
- (3) さらに、エンロン事件をもたらした背景には、経営者の自信過剰が存在していたとする指摘も存在する（Yu, 2014）。

こととなるであろう（Hsieh et al., 2014）。ここから、コーポレート・ガバナンスにおいて考慮すべき要素を見出すためのひとつの手段として、経営者の個人的な特性、すなわち、自信過剰が彼らの経済的な意思決定に及ぼす影響とその効果を明らかにすることが有効な手段となることが示唆される。

また、経営者の自信のような個人的特性は、会計基準設定の局面においても言及がなされ始めている。例えば、2010年および2018年に改訂されたIASBの概念フレームワークでは、会計情報が有用であるための基本的特性の一環として、上方ないし下方のバイアスを排除すべきとする主張が組み込まれている⁽⁴⁾。その結果、伝統的な会計の中で培われてきた保守主義の概念が下方のバイアスであるとして2010年改訂時に概念フレームワークにおける記述から削除され、上方バイアスとして作用し得る「楽観主義（optimism）」もまた概念フレームワークでは否定されている⁽⁵⁾。

詳細に関しては後述するが、楽観主義と自信過剰は概念的に完全に同一のものとは必ずしも言えないが、その類似性から、自信過剰という概念を構成する要素として過度な楽観主義の存在を指摘する研究がいくつか見られている（Skala, 2008）。経営者の自信過剰という特性が企業行動や会計利益に与えていると考えられる影響が多くの研究によって明らかにされていることに鑑みれば、「直接観察できない測定値の推定に使用されるインプットを選択する際に注意を払う必要がある」（IASB, 2018 par.BC2.39 (a)）という注意深さとしての慎重性の要請だけでは、経営者の自信過剰や、そこからもたらされる楽観的な予測に起因する影響を排除しきれないことは、既に一定程度示されていると言えよう。

先に述べたように、自信過剰に起因する影響が既存のコーポレート・ガバナンスによっては緩和できず、かつ概念フレームワークが掲げる慎重性の要請でも排除しきれないとなれば、そうした影響を緩和する方策の一つとして、典型的には保守主義のような、会計基準を介した対応も考えられる（Capps et al., 2016）。このことから、自信過剰と財務報告が相互にどういった関係を有しているのかを分析することには、あるべき会計基準を議論する際に新たな視座を提供する役割も期待することができる。

第3に、環境・制度的な前提条件の相違によって、自信過剰の経済的影響は異なりうるという点である。特に、日本という文化的・制度的な環境に着目すると、以下で示すように、自信過剰が顕在化する局面が特徴的であることが予想される。ここから、自信過剰の経済的影響について、海外を中心に蓄積されてきた研究成果とは異なる状況での経験的証

(4) 具体的に、基本的特性には「目的適合性」と「忠実な表現」が掲げられており、特に忠実な表現であるための特徴として完全（complete）であること、中立（neutral）であること、誤謬がない（free from error）ことが挙げられている。ここで特に、中立的な描写とは、財務情報が利用者によって好意的または不利に受け取られる可能性を高めるために、傾斜、加重、強調、非強調、またはその他の方法で操作されていないことを指すとされ（IASB, 2018 par.2.15）、この意味で上方ないし下方のバイアスは中立性の概念と矛盾することから排除すべきとされる。

(5) なお、会計保守主義に関しては2018年改訂時には慎重性（prudence）として再び言及されたが、そこでは不確実な状況下で判断を下す際の注意の行使、すなわち注意深さとしての慎重性（cautious prudence）と定義されており（IASB, 2018 par.2.16）、いわゆる「費用は早めに認識し、収益は遅めに認識すべき」（Hendriksen, 1977, p. 132）とする保守主義の概念は非対称性としての慎重性（asymmetric prudence）としてなお否定されている（IASB, 2018 par.BC2.42）。ここで注意深さとしての慎重性は、経営者が持ち得る自然なバイアスである楽観主義を抑制するために機能することが期待されているものと整理される（IASB, 2018 par.BC2.39）。

拠を入手することができる可能性がある。

具体的に、日本特有の制度的特性としてまず挙げられるのは、業績予想の開示に関する実務である。先行研究によれば、経営者の自信過剰は、経営者業績予想の積極的な開示姿勢 (Libby and Rennekamp, 2012; Hribar and Yang, 2016) や、公表数値の楽観性や誤差の大きさ (Hribar and Yang, 2016) に現れる傾向にあることが報告されている。しかしながら、日本においては、経営者による業績予想が広く公表されており、実質的な強制開示情報といえる状況にあることが知られている (太田, 2006)。このような状況の下では、経営者のインセンティブとは無関係に業績予想値が開示されることから、経営者の自信過剰の程度は、業績予想の開示の有無ではなく、業績予想値に対してより明瞭なかたちで顕在化する可能性がある⁽⁶⁾。

また、自信過剰の経済的影響について、後述するように先行研究では自信過剰の傾向がもたらす負の傾向に対してフォーカスされてきた一方で、そのメリットについてもいくつかの言及がなされている (Hirshleifer et al., 2012; Galasso and Simcoe, 2011, 後述)。そのため、経営者によるリスク・テイクの姿勢などに関して国ごとに前提が異なるのであれば、自信過剰が正の役割を果たすような局面が存在するかもしれない。

以上から、近年蓄積が進んでいる自信過剰と財務報告の関係性について、その成果と限界を整理するとともに、日本という経済的環境を踏まえた上での検証課題を提示することには、学術的な観点、制度設計の観点、そして国際比較の観点から、一定の重要性が認められると考えられる。

次節以降の構成は次の通りである。第2節では、自信過剰の定義と代理変数について概観する。第3節では、自信過剰を検証対象とする主な実証研究の整理を行う。第4節では本稿のまとめを行うとともに、自信過剰が財務報告に与える影響について考察し、日本での検証を前提とした場合における検証課題を提示する。

2. 自信過剰の定義と代理変数

自信過剰は経営者の個人的特性に由来する概念であるため、その性質上、定義化や代理変数化には困難が伴う。そこで、本稿では、まず自信過剰の定義と先行研究で用いられてきた代理変数を確認する。

2.1 定義

本稿において、自信過剰 (Overconfidence) とは、「経営者が自らの能力や自身に生じる事象の結果を過大評価する傾向 (Camerer and Malmendier, 2007)」を指すものとして議論を進める⁽⁷⁾。

自信過剰の概念はもともと、人間の普遍的な性質の一つとして1960年代から心理学の

(6) また、Schrand and Zechman (2012) で主張されるように、自信過剰な経営者の楽観的な業績目標を起点として、結果的に会計不正に結びついていることを考慮するならば、経営者業績予想が実質的強制開示となっている日本では、経営者の自信過剰にもとづく財務会計上の問題が生じやすい環境にあるといえるかもしれない。

領域で研究がすすめられてきた。そこでは特に、一般常識について質問された被験者の実際の正解率よりも、被験者が予想する自らの正解率の方が高くなる傾向（Miscalibration）として自信過剰をとらえるものであり（Oskamp, 1965; Fischhoff et al., 1977）、具体的・操作的な定義と言える。

一方で、具体的・操作的定義である Miscalibration としての自信過剰ではなく、より抽象的に、人間が普遍的に陥りがちなある種の Positive Illusion としての自信過剰に着目した研究も見られる。Skala (2008) の整理によれば、抽象的な意味での自信過剰については例えば、平均以上効果（better-than-average-effect、自らを平均的な他者よりも優れていると考える傾向；Svenson, 1981）、自己奉仕バイアス（self-serving bias、自らの成功は自分のおかげ、失敗は環境や運のせいであり自分のせいではないと考える傾向；Miller and Ross, 1975; Taylor and Brown, 1988; Alicke et al., 1995）、確認バイアス（confirmation bias、自らの信念や仮説に沿う証拠のみに注目し、矛盾する証拠を無視する傾向；Fischhoff et al., 1980）、非現実的楽観主義（unrealistic optimism、将来の出来事を評価する際に、過度に楽観的に評価してしまう傾向；Weinstein, 1980）、支配の錯覚（illusion of control、実際には偶然に生じる出来事に対してもコントロールできると考える傾向；Langer, 1975; Taylor and Brown, 1988; Presson and Benassi, 1996）などがしばしば言及されるとしており、多くの人が陥りやすいこれらの心理的傾向を総じて Positive Illusion としての自信過剰と呼称している。近年行動経済学や行動ファイナンスの分野で注目されつつある自信過剰の概念もこうした Positive Illusion としての自信過剰に近い定義が多く用いられているが、Miscalibration としての自信過剰との違いを明確に意識していない研究も見られるとされ（Skala, 2008）、先行研究の間でも自信過剰の定義に関しては一貫していないことが指摘できる。

Positive Illusion としての自信過剰は、経営者が陥りやすい心理的特徴として指摘されるものであり（Blavatsky, 2009; Puri and Lobinson, 2007 など）、自信過剰な経営者は、投資プロジェクトから得られる将来キャッシュ・フローを過大評価する傾向にあるとともに、良好なパフォーマンスをもたらす自身の能力を過大評価する傾向にある（Heaton, 2002; Malmendier and Tate, 2005, 2008; Malmendier et al., 2011; Kim et al., 2016）。その結果、客観的には負の正味現在価値である投資プロジェクトを価値創造的であると見誤ることや、自身が取り組むプロジェクトに対する負のフィードバックを合理的に処理することができない場合が生じることとなる（Taylor and Brown, 1988; Taylor and Gollwitzer, 1995; Kim et al., 2016）。

また、自信過剰の概念と類似した概念として、楽観主義（Optimism）がしばしば言及される。上述した Skala (2008) における整理のように、自信過剰と楽観主義は相互に重複する（あるいは互換的な）概念として捉えられることも多いが、Capps et al. (2016) では両者の相違について、次の二点を挙げている。すなわち、①自信過剰は自らの信念について過信していることが想定されるが、そうした信念が必ずしも楽観的である必要はなく、②自信過剰は過去と未来のいずれの事象にも想定されるが、楽観主義は未来の事象に

(7) 既述の通り、自信過剰の定義は、研究者によって完全に同一のものを示しているわけではない可能性があるものの、本論文のレビュー文献に基づいた上で、より一般的と考えられる定義を本論文では採用する。

ついでのみ想定される。このように、自信過剰と楽観主義は論者によっては分けられることもあるが、同一視されることも少なくない概念であり、少なくとも、将来の成果に関する楽観的な信念を過信しているという文脈では両者は互換的な用語として用いることができる。したがって本稿においては、先述した定義に合致する場合には「自信過剰」に該当すると考えることで、楽観主義を包含する概念として自信過剰概念を捉えることとする。

2.2 代理変数

先行研究においては、「自信過剰」な経営者が取り得る行動を想定した上で、彼らの投資・財務・会計行動などに見られる一定の傾向をもとに「自信過剰」な経営者の代理変数が作成されてきた。ここで、実証的な検証を行う際には、自信過剰の程度をどのように測定するのが問題となる。先行研究では主に、①株式オプションベースの測定指標、②投資・財務行動ベースの測定指標、③業績予想値ベースの測定指標、④外部メディア等による言及ベースの測定指標、⑤景況感指数を用いた測定指標が用いられている⁽⁸⁾。本節では、これらの概要を示すとともに、代理変数として用いる上でのメリット・デメリットを記述する。

① 株式および株式オプションベースの測定指標

企業経営者は、報酬として多数の株式や株式オプションを受け取る。彼は自らが所属する企業の株式を空売りすることなどを通じてリスクをヘッジすることはできない一方で、自らの人的資本の価値は企業のパフォーマンスに依存したものとなっていることから、分散化が困難な企業特有のリスク (idiosyncratic risk) の負担を過剰に強いられている状況にある (Malmendier and Tate, 2005)。そのため、経営者がリスク回避的であることを前提とすれば、彼らは条件を満たした際に早期のオプション行使を行うことが予想される (Lambert et al., 1991; Meulbroek, 2001; Hall and Murphy, 2000; 2002)。

しかしながら、自信過剰な経営者は自社の将来業績に対する期待が平均的なそれよりも大きく、株価が上昇し続けると考える傾向にあるとされる (Malmendier and Tate, 2005)。ここから、自信過剰の程度を測定する代理変数として、株式オプションを長期的に保有する傾向や、自社株を過度に保有する傾向が用いられることとなっている (Malmendier and Tate, 2005, 2008; Galasso and Simcoe, 2011; Hirshleifer et al., 2012; Hsieh et al., 2014 など)。

当該変数は、自信過剰な経営者が取りうる「非合理的な」行動を直接的に捉えることに成功しており、また経営者による企業業績の長期的な楽観的な見通しを捉えているという長所がある。一方、自社株や株式オプションの保有行動は、たとえば業績を高く見せるための利益調整インセンティブのような、経営者の財務報告行動に関するインセンティブと密

(8) 当該分類は筆者によるものであり、先行研究で示された自信過剰の代理変数を完全に網羅的に分類したものではないことに注意されたい。例えば、後にも紹介する Benson and Ziedonis (2009) ではコーポレート・ベンチャー・キャピタルの構造 (CVC 専用の部門が存在するか否か) が経営者個人レベルの自信過剰バイアスを抑えるとの予測から、当該要素を代理変数として組み込んでいる。ただし、この方法では投資行動に対するモニタリングや報酬システムが機能しているという代替仮説を完全には棄却できないという問題が残っている。

接に関係しているため、自信過剰と財務報告との関係性について検証する際には、そうしたインセンティブを十分にコントロールしたうえで検証しなければならない。さらに、そもそも報酬として受け取る株式やオプションの割合が欧米に比べて小さい日本のような経済環境において、経営者の自信過剰という特性を測定するのに十分な経済的影響度のある観測値が確保できないという欠点も存在する。

また、Kaplan et al. (2021) は、当該代理変数が経営者の自信過剰だけでなく、経営者の能力やストックオプションに関するガバナンス体制も代理している可能性を指摘し、当該変数の頑健性を検証している。Kaplan et al. (2021) では、インタビューにもとづく経営者の評価指標を用いて、株式オプションベースの代理変数が先行研究で指摘されている自信過剰の特徴と有意に関係していること、経営者の能力や他の特性をコントロールした後も、Malmendier and Tate (2005) で観察された当該代理変数と投資に対するキャッシュ・フローの感応度との関係性が残ることを確認し、当該代理変数の頑健性を明らかにしている。

② 投資と財務活動ベースの測定指標

経営者の自信過剰の傾向が、企業レベルでの投資行動・財務行動に現れるとする推論に基づき、自信過剰の代理変数として用いたものがここに分類される。Schrand and Zechman (2012) は、産業調整済みの過剰投資比率、M&A 支出、負債比率の高さ、転換社債及び優先株式の発行、配当性向といった要素をもとに、自信過剰の傾向を判断している。

具体的には次の通りである。過剰投資は、前述の Malmendier and Tate (2005) における実証、及び Ben-David et al. (2007) における理論的考察を通じて、経営者の自信過剰との関係性が実証されたものである。M&A 支出は、Malmendier and Tate (2008) において、①で挙げた代理変数との関係性が実証された従属変数を用いたものである。負債比率の高さについては、内部資金を偏重し、次いで負債を過度に利用し、最後に株式の発行を考えると、ベッキング・オーダー理論 (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984) に近い資金調達選好を自信過剰な経営者が有するという Heaton (2002), Hackbarth (2008) の予測⁽⁹⁾、及び Ben-David et al. (2007), Malmendier et al. (2011) の発見事項に基づいて設定されている。転換社債及び優先株式の利用は、ハイリスクないし長期の負債の利用を代理する変数として、Ben-David et al. (2007) で予測されるものとされている⁽¹⁰⁾。最後に、配当性向については、自信過剰な経営者は予想される投資機会に向けた資金を確保するために配当の支払いに積極的にならないとする Ben-David et al. (2007) の推論に基づいたものである。先行研究においては、これらの投資行動・財務行動につい

(9) ただし後述するように、Hackbarth (2008) は、自信過剰な経営者が投資のペイオフを楽観的に評価している場合にはベッキング・オーダー理論と同じ予測となるが、自社のリスクを楽観的に評価している場合にはベッキング・オーダー理論とは反対に負債よりも株式での資金調達を偏好すると予測している。

(10) ただし、Ben-David et al. (2007) は「将来のキャッシュ・フローが安全であると認識している場合、経営者はより長い債務の満期を約束することを厭わない可能性がある」とした上で、自信過剰な経営者は満期が一年以上の長期負債の利用率が高いことを示しているだけであり、リスクの高い負債の利用や、転換社債・優先株式に結び付けた議論を行っているわけではない。したがって、この点に関する議論は Schrand and Zechman (2012) による解釈が多分に入ったものとなっているということに注意が必要である。

て自信過剰の傾向が複数見られるならば1をとるダミー変数として自信過剰の代理変数として用いている。

これらの変数は、企業レベルでの入手が比較的容易なアーカイバル・データを用いるものであることから、①で示した株式および株式オプションベースの代理変数に比べて大規模な観測値を確保することができるという検証上のメリットが存在する。一方で、検証対象の企業や企業が置かれた制度的環境によっては必ずしも自信過剰の代理変数としての妥当性を持たない可能性があることに注意が必要である。例えば、日本において優先株式は財務困窮企業による資金調達手段とされる(塚原, 2016; 2018)ことから、日本における検証を前提とした場合には、優先株式の利用を自信過剰の代理変数として用いることは必ずしも適切ではない可能性があるといった点が指摘できる。

③ 業績予想値ベースの測定指標

業績予想値ベースの測定指標としてはまず、「静的」な視点から自信過剰と業績予想とを結びつけた研究が存在する。すなわち、自信過剰な経営者による業績予想には特徴的な傾向が見られるとして、経営者業績予想における楽観主義や、経営者による自身の将来予測能力の過大評価を自信過剰の表れとして捉えた代理変数が存在する。たとえば、Shima and Nakamura (2018) は、Lin et al. (2005) をもとに、過去5年間について、それぞれの期における経営者業績予想誤差(当期の実際の利益値と当期に対する経営者業績予想値との差)と経営者予想バイアス(当期の実際の利益と翌期の経営者業績予想との差)を組み合わせた自信過剰の代理変数を作成している。それぞれが楽観的な業績予想を行っていることを示しており、自信過剰な経営者は楽観的な業績予想を行うという傾向を捉えている。また、太田(2019)では、経営者予想バイアスや期中における業績予想の修正規模を自信過剰の代理変数として用いている。前者は経営者業績予想における楽観主義、後者は業績予想の正確度に対する経営者の自信をそれぞれ捉えている。石黒(2021)では、企業ごとの要因をコントロールし、経営者業績予想誤差および経営者予想バイアスそれぞれについて経営者固定効果を推定することで、経営者の自信過剰を測定している。

一方で、経営者の自信過剰が所定の条件を満たした時に「動的」に発生すると考えた研究も存在する。たとえばHilary and Hsu (2011)によれば、悪い結果を外的要因に、良い結果を内的要因に帰すると考える「自己奉仕バイアス」に基づき、過去の目標利益の達成が経営者の自信過剰を顕在化させると仮説立てている。ここから、過年度における業績予想の達成度合い及び予想精度が代理変数として用いられている。

上記のような業績予想値ベースの測定指標は、経営者業績予想(における楽観主義)と経営者の自信過剰との関係について明らかにしたHilary and Hsu (2011)やHribar and Yang (2010; 2016)、Libby and Rannekanp (2012)などと整合的であり、特に経営者業績予想が実質的に強制開示となっている日本企業をサンプルとした研究において有用な自信過剰の代理変数となりうる。なお、Kaplan et al. (2021)では、株式オプションベースの測定指標の頑健性を検証したのと同じ手法により、業績予想値ベースの測定指標の頑健性も検討している。検証の結果、株式オプションベースの測定指標に比べるとやや統計的な有意水準が低下するものの、業績予想値ベースの測定指標も自信過剰の代理変数として有効であることを指摘している。

ただし、経営者業績予想誤差や経営者予想バイアスは経営者の自信過剰以外の要因からも影響を受けるため、石黒（2021）のようにそれらの要因をコントロールする試みが重要であると言える。また、経営者業績予想は1年後の業績に対する経営者の予測であり、より長期的な業績予想に関する自信過剰を捉えていない可能性があるという点にも注意が必要である。

④ 外部メディア等における言及ベースでの測定指標

自信過剰の程度を経営者による直接的な言明や経営者に対する主要なメディアの評価に基づき測定する試みもなされている。たとえば Malmendier and Tate（2008）では、経済雑誌等での経営者の「自信」に関する言及度合いやインタビュー等の記述内容に基づき、代理変数が作成されている。同様に、Hriber and Yang（2010）、Hirshleifer et al.（2012）、Ferris et al.（2013）も、Malmendier and Tate（2008）と同様の手法で外部メディアでの評価から経営者の自信過剰の程度を測定している。Vivian and Xu（2018）は、英国年次報告書における Chairman's Statement を分析の対象とし、経営者による直接的な言明の内容を指標化することを試みている。

こうしたアプローチによって指標化された自信過剰の測定値は、研究者が作成する自信過剰を示す言明の定義の仕方（「辞書」の作成方法）によって自信過剰測定の精度が変化するという短所は存在するものの、①-③で説明した財務データ等とは異なる観点、特に定性的とされるデータを定量化し分析に取り入れることが可能となるという長所が存在する。

⑤ 景況感指数を用いた測定指標

最後に、経営者に対する第三者機関によるアンケート調査等の結果をもとに測定された景況感指数を用いて特定の産業や業種単位での自信過剰傾向を測定する試みもなされている。こうした研究としては Park and Kim（2009）と Oliver and Mefteh（2010）が挙げられ、これらはそれぞれ、韓国企業における景況感指数（Business Survey Index: BSI）やフランス企業における景況感指数（Economic Sentiment Indicator: ESI）を用いてサンプル企業の自信過剰の程度を測定している。景況感指数は、自社の現在の経営状況（受注数、生産高、在庫など）を評価するとともに今後の見通しについて回答を求めるアンケートの結果から指標化されたものであり、特定の産業に属する企業が傾向的に自社の状況や将来をどのように捉えているかを測ることができる。したがって、当該指数が楽観的な傾向を示唆している場合に、その産業に属する企業は自信過剰になっていると推測することができる。

当該手法によって指標化された自信過剰の測定値は、個々の企業レベルではなく産業レベルである程度統合された指標しか用いることができないといった短所は存在するものの、指数がアンケート調査の結果から測定されるために直接経営者の声を反映できるという点、また第三者機関によって指標化がなされているために、自信過剰を示す代理変数を作成する際に研究者の裁量が働かないという点が長所と言える。

3. 先行研究の概観

3.1 主な先行研究の流列

前節で見たように、自信過剰の代理変数は、自信過剰が顕在化した結果観察される特性を独立変数と置き、自信過剰な経営者が取ると予想される行動を従属変数とした分析を行い、両者の関連性を確認することを通じて代理変数としての拡張がなされてきた。本節では自信過剰と投資行動、財務的意思決定についての研究成果をレビューした後、自信過剰バイアスが財務報告に及ぼす影響についての研究成果を整理する。本稿においてレビューした先行研究の概要は表1の通りである。

3.2 自信過剰と投資行動

経営者の自信過剰は、投資するプロジェクトの成否に関わる自身の能力への過信や、プロジェクトから得られる将来キャッシュ・フローの楽観的な予測と結びついている。そのため、コーポレート・ファイナンス領域における初期の自信過剰に関する先行研究では、投資行動との関係性についての検証が主に行われてきた。

初期の研究では、自信過剰に起因する経営者の認知の歪みは、ネガティブな影響を惹起していることが数多く報告されている。経営者の自信過剰に関する実証研究の嚆矢である Malmendier and Tate (2005) の研究によれば、企業に十分な内部資金が存在する場合、自信過剰な経営者は過剰投資を行い、そうでない場合には過少投資になる傾向にあることが報告されている。過剰投資を行う理由として、自信過剰な経営者は投資プロジェクトから得られる期待リターンを過大評価する傾向にあることから、本来であれば負の正味現在価値が生じる投資プロジェクトに対しても積極的な投資を行うということが説明されている。

一方、過少投資になる理由は次の通りである。自信過剰な経営者は、過大評価している事業投資を行うために資金調達を行う必要がある場合、自身が保有するプロジェクトの価値に対して調達コストが割高であると考える傾向にある。そのため、外部資金調達には積極的にならないとされ、その傾向は、資金調達コストが調達額に反映されやすい株式による資金調達に対して顕著であるとされる (Heaton, 2002; Ishikawa and Takahashi, 2010)。

さらに過剰投資の側面に関しては、経営者が自信過剰である場合には M&A を行う可能性が高くなり、それに際して過剰なプレミアムを払う傾向があるとともに (Malmendier and Tate, 2008)、経営者の自信過剰が発揮された状態で行われた M&A は失敗に終わる可能性が高いことが報告されている⁽¹¹⁾ (Benson and Ziedonis, 2009)。日本企業においても、経営者の自信過剰の程度が強い企業ほど、過剰投資を行う傾向にあることが観察されている (太田, 2019)。

他方、経営者の自信過剰にはポジティブな側面もいくつか指摘されている。たとえば、自信過剰な経営者は、自らが行う投資から得られる将来キャッシュ・フローを過大評価する傾向にある。そのため、不確実性が高い投資プロジェクトに対しても正のバイアスがか

(11) なお、当該研究では、コーポレート・ベンチャー・キャピタル (CVC) による投資先企業の買収は、市場リターンを用いた測定に基づけば価値破壊的となる傾向にあるとされ、CVC 専門部門の存在により自信過剰バイアスの発現を抑制できるという仮定のもと検証が行われている。

かった評価を行い、積極的にこれを実行する傾向がある。結果として、イノベティブな投資が促進され（Hirshleifer et al., 2012）、特許数・研究開発支出・特許の引用件数などと正の関係を有していることが報告されており、過少投資を是正する効果がある（Galasso and Simcoe, 2011）。またこれ以外にも、エージェンシーコストの削減にも資することが指摘されている。たとえば、投資の価値を過大に見積もっている経営者は、自身が行う投資から得られる効用についても過大に評価することとなる。そのため、自信過剰な経営者を動機づけるために株主が負担するコストは、そうでない経営者に対するそれと比べて相対的に小さなものとなる。このことと整合的に、経営者と株主との間の利害対立が存在する場合に生じるモラル・ハザードの問題（フリー・キャッシュフロー問題）を、自信過剰が緩和させることが指摘されている（Hackbarth, 2008）。

3.3 自信過剰バイアスと財務的意思決定

既述のように Malmendier and Tate (2005) は、自信過剰な経営者が過少投資の傾向を示す根拠として、内部資金偏重の傾向にあることを指摘している。この他にも、経営者の自信過剰傾向が、資金調達手段や配当政策等といった財務的な意思決定に対して影響を及ぼすということを指摘する先行研究がいくつか存在する。

例えば、自信過剰と配当方針の関係について調査した Deshmukh et al. (2013) によれば、自信過剰な経営者は、自社の収益性や安全性を過大評価していることから、外部からの資金調達にかかるコストを過大であると感じるため、配当を減らすことで将来の投資のために用いる財務的余裕を構築しようとすることが示されている。

自信過剰な経営者に見られるその他の傾向としては、過度の負債利用が挙げられる（Park and Kim, 2009; Hackbarth, 2008; Oliver and Mefteh, 2010）。先述したように、自信過剰な経営者は自社の収益性や安全性を過大評価しているため、自社の倒産リスクを低く見積もる傾向にある。したがって、自信過剰な経営者は客観的に見れば適正な水準を超えた負債比率を適正と考え、過度に負債を利用すると考えられる。

以上のように、内部資金を偏重し、次いで負債を過度に利用し、最後に株式の発行を考えるという資金調達の選好に関しては、ペッキング・オーダー理論（Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984）の予測と概ね整合的であると解釈できる。一方、このような自社の将来キャッシュ・フローに対して自信過剰な経営者を想定したタイプ他に、自社のリスクを過小に見積もるといったタイプの自信過剰も議論されており（Hackbarth, 2008; Vivian and Xu, 2018）、この場合にはペッキング・オーダー理論の予想とは逆の結論が導かれることとなる。すなわち、リスクに対して自信過剰な経営者は、自社の倒産リスクを低く見積もることから、負債に課されるコストを割高と感じる。一方で、自社の純資産に対する請求権である株式の価値は自社のリスクと正の関係にあると考えられるため、リスクに対して自信過剰な経営者は株式が過大評価されていると感じる。よって、負債よりも株式を選好すると考えられる。

その他には、自信過剰な経営者は自社の株価が資本市場から過小評価されていると感じるため、これを是正するために自社株買いを実施するということが報告されている（Ben-David et al., 2007）。この点について Banerjee et al. (2018) では、自信過剰な経営者による自社株買いの際に裁量的な配当や資本支出の削減が同時になされていることを発見した

他、自信過剰な経営者による自社株買いに対して機関投資家は過剰投資抑制や自らの投資資金回収手段となるため好意的に反応する一方、市場は自信過剰が原因であることを見抜くためあまり反応しないことを示している。市場の反応があまり見られない点に関してはさらに、経営者は自信過剰バイアスに起因して自社を過大評価していることから、実際に自社株買いを行うタイミングは客観的に見た場合には割高であるケースが多いことも一因と考えられることが明らかとなっている (Handy, 2019)。

3.4 自信過剰バイアスと財務報告

経営者が有する自信過剰バイアスは、彼らが実施する実際の投資・財務的意思決定に歪みをもたらすとされるが、当該傾向が財務報告に作用するという研究も近年では示されている。それらは、利益調整、経営者業績予想、保守主義との関連性についての議論に大別できる。

① 自信過剰と利益調整

自信過剰の傾向は裁量的会計発生高の大きさ、利益増加型の利益調整及びキャッシュ・フローの裁量的な調整額と正の関係性を有していることが報告されている (Hriber and Yang, 2010; Li and Hung, 2013; Hsieh et al., 2014; Zhou et al., 2020)。これらは、自信過剰な経営者が楽観的な業績目標を立てる傾向にあり、そうした業績目標を達成するインセンティブをもっていることから、利益増加型の利益調整行動を取ることによってこうした業績目標を達成しようとしていることを示唆している。

なお、会計発生高を用いた利益調整は、後に反転効果をもたらすことが知られている。しかし、自信過剰な経営者は企業が将来時点で得るキャッシュ・フローを過大評価しており、当該反転効果を上回る利益の拡大を想定していることから、利益増加型の利益調整行動に従事することを厭わないとされる。ここから派生した論点として、自信過剰が財務報告における虚偽表示や会計不正など (misstatement: misreporting, fraud) の可能性を高めるといったものが挙げられる (Schrand and Zechman, 2012)。当該研究では、経営者の自信過剰に基づいた虚偽表示が当初意図的なものではなかったとしても、それ以降の期間には、意図的に虚偽表示せざるを得ない状況 (Slippery Slope) に陥る可能性が高くなるということを主張している。なお、一般的に、経営者の裁量的行動は、ガバナンスやモニタリングの強化によって是正・緩和されるとされているものの、自信過剰に起因した裁量的行動に対してはこれらが有効に働かない可能性があるということがいくつかの研究で指摘されている (Schrand and Zechman, 2012; Ahmed and Duellman, 2013 など)。

また、利益増加型の調整行動を示唆する研究蓄積量に比して、「利益の質」に及ぼす影響に関しては、筆者らの調査の限りにおいては現時点で相対的に研究蓄積が希薄であると言えるだろう。

② 自信過剰と業績予想

続いて、経営者の自信過剰は、業績予想の公表姿勢にも現れることが報告されている。Libby and Rennekamp (2011) によれば、自信過剰な経営者は自身の将来業績予想能力に自信を有しているため、業績予想値の積極的な開示を行う傾向にあることが指摘されて

いる。また、自らの予測値への自信の高さから、予測幅（レンジ）が小さくなることが観察されている（Hriber and Yang, 2010）。一方で、開示された業績予想は自信過剰バイアスにもとづく楽観的な予測であるため、予測精度が低下し、予測値の未達の可能性が高くなる傾向がある（Hilary and Hsu, 2011）。

ただし、これらの研究を日本において応用する際には、注意が必要となる。なぜならば、第1節で述べたように、日本においては業績予想の開示が実質的に強制的なものとなっていることから、業績予想の開示インセンティブは海外を前提としたものとは異なる可能性があるためである。

しかしながら、業績予想の公表サンプルが相対的に多いという状況からは、サンプリング・バイアスの問題を緩和できるという点や、開示数値もしくは公表姿勢（修正頻度など）に着目した検証を深めることができるというメリットも期待できる。

③ 自信過剰と会計保守主義

先行研究によれば、自信過剰な経営者は、事業投資から得られる将来キャッシュ・フローを過大評価するため、減損損失の計上などといった損失の計上タイミングを遅らせる傾向がある。結果として、経営者の自信過剰は条件付保守主義および無条件保守主義を弱める関係（負の関係）にあることが報告されている（Ahmed and Duellman, 2013; Hwang et al., 2015）。なお、Ahmed and Duellman (2013)によれば、ここでも、外部からのモニタリングがこの効果を緩和しないことが示唆されている。また、石黒（2021）は、日本企業においても、経営者業績予想で測定した経営者の自信過剰と会計保守主義の程度が負の関係性にあることを報告している。

自信過剰が会計保守主義の程度に与える影響を検討した上記の研究に対して、自信過剰がもたらす負の影響が、会計保守主義によって緩和されるということを検証した研究も存在する。後の節でも言及する Kim et al.(2016) は、自信過剰な経営者が将来の株価崩壊リスクを惹起する影響を保守的な会計方針の採用が緩和することを指摘している。なぜならば、会計保守主義は投資プロジェクトに関するバッドニュースを早期に伝達する効果があることから、保守的な会計方針を採用している企業の経営者は投資プロジェクトで生じた問題を早期に認識し、解決策を検討する可能性があるためである。Hsu et al. (2017) も同様に、（たとえば会計監査によって是正されるなどによって経営者が管理できない）保守的な会計方針を採用しており、かつ自信過剰な経営者が所属する企業は、前述の経営者の自信過剰が投資行動に与える負の影響が緩和され、正の効果が残ることで、キャッシュ・フローでみた将来のパフォーマンスが高いことを報告している。

3.5 自信過剰バイアスがもたらす経済的影響

最後に、経営者の自信過剰に起因する行動が、どのような経済的な影響を企業外部の利害関係者に与えているのかに関する研究成果を概観する。Malmendier and Tate (2008)によれば、自信過剰な経営者が行った M&A は、当該 M&A により得られる将来キャッシュ・フローを過大評価した過剰投資（価値破壊的）である可能性が高く、M&A 発表時の市場の反応は、そうではない経営者による M&A 発表に比べて有意に低いことが観察されている。Kim et al. (2016) は、経営者の自信過剰に基づいた投資行動が、将来の株

価暴落をもたらす可能性を高めることを報告している。当該研究によれば、経営者が経営陣の中で支配的な立場にある場合や、投資家間での意見の相違が大きく経営者に対する抑止力が存在しない場合にこの傾向が顕著になるとされる。一方で前述したように、自信過剰が株価崩壊リスクに与える影響は、より保守的な会計方針を採用している企業の場合にはみられない傾向にあるとされる。

上記は、自信過剰が負の経済的影響を惹起することを示唆しているが、「適切な自信の水準」が存在することを示唆する研究も存在する。Aghazadeh et al. (2018)によれば、経営者の自信過剰の程度によって投資家は事業・情報リスクを改訂するとし、自信過剰の程度は資本コストと非線形の関係にあると報告している。具体的には、経営者の自信が中程度である場合、資本コストが最も低くなるが、自信過剰の程度が増すにつれ、投資行動や財務活動における歪みや財務報告における利益調整・会計不正の可能性が増すことで資本コストが増加していくとしている。

4. 考察：むすびに代えて

本稿では、経営者が陥りやすい心理的特性としての「自信過剰」に着目し、直接観察することに困難が伴う当該特性を先行研究ではどのように変数化してきたのかを概観した上で、これが企業経営者の意思決定に及ぼす影響と、その帰結について先行研究の整理を行った。

研究によって定義の違いがあるものの、自信過剰は一般に、経営者の将来キャッシュ・フローの主観的見積もりに上方の歪みをもたらすものと捉えられている。当該概念は投資行動における経営者の積極的なリスク・テイク行動を誘発させる一方で、資金調達局面では内部資金偏重の傾向をもたらし、ときに過少投資の問題を引き起こすことが明らかとなった。さらに、主観的に過大評価した自社の将来収益力を示そうとする姿勢が、財務報告の局面におけるアグレッシブな裁量的行動を惹起する可能性や、積極的な業績予想の開示などに現れることがわかっている。ここから、自信過剰は、①リスク・テイク姿勢、②資金調達コストの誤認、③過小評価の是正欲求、という大きく3つに根ざした経営者行動を惹起する傾向にあると整理することができる。

本節では、これまでの議論をもとに、今後追加的に検討をすすめる必要があると考えられる論点として、第1に、自信過剰に関する代理変数を拡張させること、第2に、「経営者の自信」が適切な水準で発揮されることでもたらされる「正の影響」について議論すること、第3に、自信過剰を踏まえたガバナンス・システムの構築可能性について議論することの3点を指摘する。最後にこれらを踏まえ、日本において自信過剰の特性に関する研究蓄積を行うことの意義について整理する。

第1に、自信過剰の代理変数は、投資行動に見られる「自信過剰な経営者」に特有の行動特性を捕捉することから徐々に拡張がなされてきた。しかし、既存の代理変数はいずれも経営者の自信過剰や自信の程度を直接測定したものではないため、代理変数としての妥当性に限界があるという問題を常に抱えている。したがって、既存の代理変数間の関係性を改めて分析し、どの代理変数が自信過剰のこういった側面を捉えているかといった整理を行うとともに、各代理変数の妥当性を検証環境に合わせて精査する必要がある。たとえ

ば、Hackbarth（2008）で検討されているように、自社の将来キャッシュ・フローに対して自信過剰であるか、自社のリスクに対して自信過剰であるかによって異なる性質が表出するとすれば、これらを分けて考え、既存の代理変数がいずれの側面を捉えているかといった整理をすることでより精緻な議論を行うことができる可能性がある。また、一つ一つの代理変数が抱える妥当性の問題は、複数の代理変数を併用することで低減させることが可能と考えられることから、新たな代理変数の拡張も重要な意味を持つであろう。

第2に、本稿で概観した先行研究の多くは自信過剰がもたらす企業価値にとっての「負の側面」を強調するものであったのに対し、正の側面についての言及もまた存在しているという点である。自信過剰と財務報告の関係性に関する研究では、経営者が管理可能な範疇と考えられる範囲の保守主義は低減された一方で、経営者が管理不能な保守的な会計処理が存在するならば、自信過剰な経営者の存在は将来の企業パフォーマンスを向上させることにつながるという成果が報告されている。これに加え、自信過剰な経営者に対する動機付けのコストは相対的に低いものになるという傾向や、中程度の経営者の自信が資本コストを低下させること（Aghazadeh et al., 2018）を踏まえると、経営者に「適切な水準」での自信を発揮させることができ、またこれを外部からコントロールできるのであれば、必ずしも非効率的な結果をもたらすわけではないことが示唆される。

第3に、現行のガバナンス・システムでは自信過剰の特性を抑制することに困難さが伴うという研究結果や、そもそも自信過剰な候補者が企業経営者になりやすい、という可能性が先行研究で議論されていることを踏まえると、経営者の選定プロセスや選任以後の局面で、負の帰結を導くような自信過剰の特性が発揮されにくくなるような新たな施策（会計基準策定や制度設計上の工夫）について議論することが肝要であると考えられる。

最後に本論文のまとめとして、海外において研究の蓄積が進んでいる自信過剰の特性がもたらす経済的影響を日本において分析することの意義を述べる。まず挙げられるのは、代理変数捕捉の拡張可能性である。日本では、海外に比して経営者による業績予想値を幅広く入手することが可能である。自信過剰の傾向がここに現れるのであれば、自信過剰がもたらす経済的影響をより拡張されたデータ・セットを用いて観測することが可能となり、経験的証拠の蓄積に貢献すると考えられる。

続いて、国際比較の観点からの重要性である。Ferris et al.（2013）は、自信過剰とM&Aの頻度との間にある正の関係性は、個人主義などの文化的特徴に影響を受けることを示唆している。ここから、日本に特有の制度的環境・文化的特性を踏まえたときに、自信過剰の発揮度合いや、これがもたらす経済的帰結は海外の分析結果と異なるものとなることが考えられる。本節でまとめた検討課題について、日本の経済的環境を踏まえた実証研究を今後の課題として実施していきたい。

〔参考文献〕

- Aghazadeh, S., Sun, L., Wang, Q., Yang, R. 2018. Investors' perception of CEO overconfidence: evidence from the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 51, No. 4, 1129–1150.
- Ahmed, A.S., Duellman, S. 2013. Managerial overconfidence and accounting

- conservatism. *Journal of Accounting Research*, Vol. 51, No. 1, 1-30.
- Alicke, M.D., Klotz, M.L., Breitenbecher, D.L., Yurak, T.J., Vredenburg, D.S. 1995. Personal Contact, Individuation and the Better-Than-Average Effect. *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 68, No. 5, 804-825.
- Ball, R., Shivakumar, L. 2006. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. *Journal of Accounting Research* Vol. 44, No. 2, 207-242.
- Banerjee, S., Humphery-Jenner, M., Nanda, V. 2018. Does CEO bias escalate repurchase activity?. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 93, 105-126.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* Vol. 24, 3-37.
- Ben-David, I., Graham, J., Harvey, C., 2007. Managerial overconfidence and corporate policies. Unpublished working paper.
- Benson, D., Ziedonis, R.H. 2009. Corporate venture capital as a window on new technologies: Implications for the performance of corporate investors when acquiring startups. *Organization Science*, Vol. 20, No. 2, 329-351.
- Blavatsky, P.R. 2009. Betting on own knowledge: Experimental test of overconfidence. *Journal of Risk and Uncertainty*, 38(1), 39-49.
- Camerer, C.F., Malmendier, U. 2007. Behavioral organizational economics. In: Diamond, P., Vartiainen, H. (Eds.), *Behavioral Economics and Its Applications*. Princeton University Press, Princeton, NJ, 235-290.
- Capps, G., Koonce, L., Petroni, K.R. 2016. Natural optimism in financial reporting: A state of mind. *Accounting Horizons*, Vol. 30, No. 1, 79-91.
- Deshmukh, S., Goel, A.M., Howe, K.M. 2013. CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 22, No. 3, 440-463.
- Galasso, A., Simcoe, T.S. 2011. CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, Vol. 57, No. 8, 1469-1484.
- Goel, A.M., Thakor, A.V. 2008. Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 6, 2737-2784.
- Ferris, S.P., Jayaraman, N., Sabherwal, S. 2013. CEO overconfidence and international merger and acquisition activity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 1, 137-164.
- Fischhoff, B., Lichtenstein, S., Slovic, P. 1977. Knowing with Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence. *Journal of Experimental Psychology*, Vol. 3, No. 4, 552-564.
- Fischhoff, B., Koriati, A., Lichtenstein, S. 1980. Reasons for Confidence. *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory*, Vol. 6, No. 2, 107-118.
- Hackbarth, D. 2008. Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 4, 843-882.
- Hall, B.J., Murphy, K.J. 2000. Optimal exercise prices for executive stock options. *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, 209-214.

- Hall, B.J., Murphy, K.J. 2002. Stock options for undiversified executives. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, No. 1, 3-42.
- Handy, J. 2019. Overconfidence and the Timing of Share Repurchases. *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 19, No. 4, 127-141.
- Heaton, J.B. 2002. Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, Vol. 31, No. 2, 33-45.
- Hendriksen, E.S. 1977. *Accounting Theory*. 3rd ed., Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc.
- Hilary, G., Hsu, C. 2011. Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 51, No. 3, 300-313.
- Hirshleifer, D., Low, A., Teoh, S.H. 2012. Are overconfident CEOs better innovators? *The journal of finance*, Vol. 67, No. 4, 1457-1498.
- Hribar, P., Yang, H. 2010. Does CEO overconfidence affect management forecasting and subsequent earnings management. Unpublished working paper.
- Hribar, P., Yang, H. 2016. CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33, No. 1, 204-227.
- Hsieh, T.S., Bedard, J.C., Johnstone, K.M. 2014. CEO overconfidence and earnings management during shifting regulatory regimes. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 41, No. 9-10, 1243-1268.
- Hsu, C., Novoselov, K.E., Wang, R. 2017. Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence? *The Accounting Review*, Vol. 92, No. 6, 77-101.
- Hwang, K., Cha, M., Yeo, Y. 2015. Does managerial overconfidence influence on financial reporting?: The relationship between overinvestment and conditional conservatism. *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 4, No. 1, 273-298.
- International Accounting Standards Board. 2018. *Conceptual Framework for Financial Reporting*.
- Ishikawa, M., Takahashi, H. 2010. Overconfident Managers and External Financing Choice. *Review of Behavioral Finance*, Vol. 2, No. 1, 37-58.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 323-329.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 305-360.
- Kaplan, S.N., Sorensen, M., Zakolyukina, A.A. 2021. What Is CEO Overconfidence? Evidence from Executive Assessments. *National Bureau of Economic Research*, No. w27853.
- Kim, J.B., Wang, Z., Zhang, L. 2016. CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33, No. 4, 1720-1749.
- Lambert, R.A., Larcker, D.F., Verrecchia, R.E. 1991. Portfolio considerations in valuing executive compensation. *Journal of Accounting Research* Vol. 29, No. 1, 129-149.
- Langer, E.J. 1975. The Illusion of Control. *Journal of Personality and Social Psychology*,

- Vol. 32, No. 2, 311-328.
- Li, I.C., Hung, J.H. 2013. The moderating effects of family control on the relation between managerial overconfidence and earnings management. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 16, No. 2, 1-33.
- Libby, R., Rennekamp, K. 2012. Self-serving attribution bias, overconfidence, and the issuance of management forecasts. *Journal of Accounting Research*, Vol. 50, No. 1, 197-231.
- Lin, Y.H., Hu, S.Y., Chen, M.S. 2005. Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13, No. 5, 523-546.
- Malmendier, U., Tate, G. 2005. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, 2661-2700.
- Malmendier, U., Tate, G. 2008. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, No. 1, 20-43.
- Malmendier, U., Tate, G., Yan, J. 2011. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 5, 1687-1733.
- Meulbroek, L.K. 2001. The efficiency of equity-linked compensation: Understanding the full cost of awarding executive stock options. *Financial Management*, Vol. 30, No. 2, 5-30.
- Miller, D.T., Ross, M. 1975. Self-serving biases in the attribution of causality: Fact or fiction? *Psychological bulletin*, Vol. 82, No. 2, 213-225.
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 574-592.
- Myers, S.C., Majluf, N.S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 187-221.
- Oliver, B.R., Mefteh, S. 2010. Capital structure choice: The influence of sentiment in France. *International Journal of Behavioral Accounting and Finance*, Vol. 1, No. 4, 294-311.
- Oskamp, S. 1965. Overconfidence in Case Study Judgments. *Journal of Consulting Psychology*, Vol. 29, No. 3, 261-265.
- Park, C., Kim, H. 2009. The effect of managerial overconfidence on leverage. *International Business and Economics Research Journal*, Vol. 8, No. 12, 115-126.
- Presson, P.K., Benassi, V.A. 1996. Illusion of Control: A Meta-Analytic Review. *Journal of Social Behavior and Personality*, Vol. 11, No. 3, 493-510.
- Puri, M., Robinson, D.T. 2007. Optimism and economic choice. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 71-99.
- Schrand, C.M., Zechman, S.L.C. 2012. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, No. 1-2, 311-329.

- Shima, K., Nakamura, J.I. 2018. Managerial Overconfidence, Conservative Accounting and Corporate Investment. *Conservative Accounting and Corporate Investment*, SSRN.
- Skala, D. 2008. Overconfidence in Psychology and Finance: An Interdisciplinary Literature Review. *Bank i Kredyt*, No. 4, 33-50.
- Svenson, O. 1981. Are We All Less Risky and More Skillfull than Our Fellow Drivers? *Acta Psychologica*, Vol. 47, No. 2, 143-148.
- Taylor, S.E., Brown, J.D. 1988. Illusion and well-being: a social psychological perspective on mental health. *Psychological bulletin*, Vol. 103, No. 2, 193-210.
- Taylor, S.E., Gollwitzer, P.M. 1995. Effects of Mindset on Positive Illusions. *Journal of personality and social psychology*, Vol. 69, No. 2, 213-226.
- Vivian, A., Xu, B. 2018. Time-varying managerial overconfidence and pecking order preference. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 50, No. 3, 799-835.
- Weinstein, N.D. 1980. Unrealistic Optimism about Future Life Events. *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 39, No. 5, 806-820.
- Yu, C.F. 2014. CEO overconfidence, CEO compensation, and earnings manipulation. *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 26, No. 2, 167-193.
- Zhou, G., Chen, B., Wu, Y. 2020. Managerial Overconfidence, Research and Development, and Earnings Management: Perspective from Capitalization and Expense. SSRN.
- 石黒武秀 2021. 会社発表業績予想に基づく経営者の自信過剰性の測定とその妥当性, 産業経理, 第80巻, 第4号, 184-195.
- 太田浩司 2006. 経営者予想に関する日米の研究：文献サーベイ, 武蔵大学論集, 第54巻, 第1号, 53-94.
- 太田裕貴 2019. 経営者の自信過剰が企業投資に与える影響—経営者利益予想に注目して—, 静岡産業大学情報学部研究紀要, 第21巻, 77-97.
- 塚原慎 2016. 優先株式発行に対する証券市場の反応：現金償還可能性に焦点を当てて, 一橋商学論叢, 第11巻, 第1号, 32-43.
- 塚原慎 2018. 優先株式の現金償還可能性に対する格付機関の評価, 会計, 第193巻, 第2号, 233-247.

(謝辞)

本研究は、JSPS 科研費 JP20K13646; JP20K13649, AEAJ2019 年度特別プロジェクト研究助成金、一橋大学 MIC 研究プロジェクト「アジア・オセアニア地域における会計・監査問題」における研究成果の一部である。

(2021.9.20 受稿, 2021.11.18 受理)

表1：自信過剰バイアスに関わる実証研究のレビュー

筆者・論文公表年	サンプル (年・国)	自信過剰の代理変数	自信過剰バイアスと投資行動	検証結果
Malmendier and Tate, 2005	3,742 企業・年 (1980-1994年・米国)	・株式オプティシオンベース	経営者の自信過剰とキャッシュ・フローに対する設備投資額の感度の間には正の関係性がある。また、この関係性は株式依存度の高い企業で顕著であり、自信過剰な経営者が外部からの資金調達コストを過大に捉えていることを示唆している。	
Malmendier and Tate, 2008	3,911 企業・年 (1980-1994年・米国)	・株式オプティシオンベース ・外部メディアによる言及ベース	自信過剰な経営者はそうでない経営者と比べて過剰な支払いを伴う合併を行う可能性が高く、この効果は外部からの資金調達を必要としない場合に最大となることが観察されている。また、自信過剰な経営者による合併の発表に対する市場の反応は、そうでない経営者の発表に比べて有意に低いことを発見している。	
Galasso and Simcoe, 2011	2,441 企業・年 (1980-1994年・米国)	・株式オプティシオンベース	自信過剰な経営者によって経営される企業は、研究開発支出が高く、特許被引用件数が多いことが観察されている。ここから、自信過剰な経営者はイノベーション投資に積極的であることが示唆される。	
Hirshleifer et al., 2012	8,939 企業・年 (1993-2003年・米国)	・株式オプティシオンベース ・外部メディアによる言及ベース	自信過剰な経営者の企業は、リターンのボラティリティが大きく（より積極的）にリスクテイクをしており、研究開発支出が高く、特許と特許被引用件数が多く、イノベーションが重要な産業において企業価値を高めていることを観察している。	
Ferris et al., 2013	2,705 企業・年 (2000-2006年・Fortune Global 500)	・外部メディアによる言及ベース	Malmendier and Tate (2008) の検証結果が、米国企業以外が行う国際的な M&A にも成り立つのか否かを検証している。自信過剰な経営者と M&A 件数や現金を対価とする M&A の確率と正の関係性があることを観察しており、この関係性は個人主義などの国の文化的特徴に影響を受けることを明らかにしている。	
Shima and Nakamura, 2018	25,856 企業・年 (2000-2014年・日本)	・業績予想値ベース	経営者業績予想の楽観性と予想誤差を組み合わせて自信過剰の代理変数とし、自信過剰と会計保守主義、投資行動との関係性を検証している。検証の結果、経営者の自信過剰は、売上成長に対する投資の正の感応度、および売上のボラティリティに対する投資の負の感応度を増加させ、また、会計保守主義が自信過剰な経営者の属する企業のキャッシュ・フローに対する投資の感応度を低下させることを発見している。	
太田, 2019	26,886 企業・年 (2006-2016年・日本)	・業績予想値ベース	経営者業績予想を自信過剰の代理変数として利用。具体的には、楽観的な予想と期中における修正の大きさを経営者の自信過剰の代理変数として、投資行動との関係性を検証している。検証の結果、経営者の自信過剰の程度が強い企業ほど過剰投資を行う傾向があることを観察している。	
Park and Kim, 2009	10,848 企業・年 (1985-2007年・韓国)	・景況感指数	自信過剰な経営者はリスクを過小評価し投資プロジェクトを過大評価する傾向にあるため、会社の将来の利益を新しい株主と共有する新株発行よりも、固定額の支払いが課されるのみであるクーポンを支払う債務を発行することを好むことを発見している。	
Ishikawa and Takahashi, 2010	6,570 企業・年 (1998-2008年・日本)	・業績予想値ベース	自信過剰な経営者は自社の収益性を過大評価するため、資本市場において自社が過小評価されていると感じ、公募増資による資金調達を避けることを発見している。	
Oliver and Meffeh, 2010	1,670 企業・年 (1995-2004年・フランス)	・景況感指数	業界の自信と投資家の自信がレバレッジと負の関係性があり、経営者の自信がレバレッジと正の関係性がある。自信過剰な経営者は自社の倒産確率等を過小評価するため、株式よりも負債による資金調達を好することが、とりわけ後の結果から示唆される。	
Malmendier et al., 2011	1,617 企業・年 (1980-1994年・米国)	・株式オプティシオンベース ・外部メディアによる言及ベース	自信過剰な経営者は将来 CF を過大評価しているため、内部資金での調達を偏好し、外部資金調達をしない場合は株式よりも負債を好む。また、世界大恐慌の時代に育った経営者は外部資本市場へのアクセスに消極的である、軍隊に所属したことがある経営者はレバレッジ比率を高めるなどの積極的な政策を選択するというように、経営者の経験が企業行動に影響を与えることを明らかにしている。	

Deshmukh et al. 2013	2,778 企業・年 (1980-1994 年・米国)	・株式オプブションベース	自信過剰な経営者ほど配当性向を低くする傾向が観察されるが、この傾向は高成長企業であるほど弱くなり、CF に余裕があるほど強くなる。ある企業が自信過剰かわからない場合、増配 = 自信過剰でないことのシグナルになるため、正の反応が見られる。
Vivian and Xu. 2018	2,283 企業・年 (1994-2011 年・英国)	・CEO による自社株購入 ・投資活動ベース ・外部メディアによる言及ベース	経営者が将来の収益のリスクを過小評価するタイプの自信過剰である場合、自社の倒産リスクを低く見積もることになり、負債に課されるコストを抑制と感じる。一方で、自社の純資産に対する請求権である株式の価値は自社のリスクと正の関係にあると考えられるため、リスクに対して自信過剰な経営者は株式が過大評価されていると感じる。この仮説を支持する形で、財務赤字にあり、自信過剰な経営者が経営する企業は、負債よりも株式による調達を選択している。
Banerjee et al. 2018	18,239 企業・年 (1992-2011 年・米国)	・株式オプブションベース ・外部メディアによる言及ベース	自信過剰な経営者は自社の株価が過小評価されていると感じ、そのことをシグナルするために自社株買いを行う傾向にあることを報告し、そうした自社株買いが特別配当などの裁量的な配当や異常資本支出の削減を伴っていることを示している。また、自信過剰な経営者による自社株買いに対して、機関投資家は過剰投資抑制や自らの投資資金回収手段となるために好意的に反応する一方、市場は自信過剰が原因であることを見抜くためあまり反応しないことを発見している。
Handy, 2019	101,096 企業・年 (1993-2010 年・米国)	・CEO による自社株購入	自社株買いを行った四半期の買戻価格と行っていない期の買戻価格を比較することで、どれだけ割安なタイミングで自社株買いを行ったか（効率性）を測定し、自信過剰な経営者が経営する企業とそうでない企業とで効率性に違いがあるかを検証している。自信過剰な経営者ほど客観的に見て株価が割高なときに自社株買いを行うことを報告している。
自信過剰バイアスと財務報告（上記との重複を除く）			
Hriber and Yang. 2010	3,980 企業・年 (2000-2007 年・米国)	・外部メディアによる言及ベース ・CEO による自社株購入（株式オプブション・保有ベース）	自信過剰な経営者であるほど、自発的に公表した業績予想が未達成になる可能性が高く、予測範囲の幅を狭める傾向にある。また、業績予想公表後において、自信過剰な傾向と利益増加型の裁量的会計発生高には正の関係が観察される。
Li and Hung. 2013	6,661 企業・年 (2001-2009, 台湾)	・CEO による株式所有ベース（株式オプブション・保有ベース）	経営者の自信過剰と利益調整の関係、および当該関係性に同族経営（family control）が及ぼす影響を調査している。検証の結果、①自信過剰な経営者は利益調整に従事する可能性が高いこと、②同族経営は上記の関係を弱めること、③当該効果は、同族の最高経営責任者によるものであることを発見している。
Hsieh et al. 2014	8,592 企業・年 (1991-2009, 米国)	・株式オプブションベース	CEO の自信過剰と会計発生高ベースの利益調整、実体的利益調整、アナリスト予想達成との関係を分析している。結果として、2002 年の SOX 法以前において自信過剰な CEO が属する企業は、それ以外の企業よりも、営業キャッシュフローのタイミンングを調整することによる利益調整を通じてアナリスト予想を達成しようとしていることを発見している。SOX 法施行後において、自信過剰な CEO はより利益増加型の会計発生高の調整を行い、実体的利益調整も SOX 法以前と同様に行われていることを観察している。これらの結果は、自信過剰な経営者は SOX 法の制約を受けていないことを示唆している。
Schrand and Zechman. 2012	92 (1992-2004・米国・AAER とマッチングサンプル)	・株式オプブションベース ・要確認	AAERs (Accounting and Auditing Enforcement Releases) の対象となった 49 企業を対象に検証を行った結果、当初の虚偽表示が楽観的バイアスにもとづくものであり必ずしも意図的とされないものでもなかった企業であっても、その後、利益に関する意図的な虚偽報告をしなければならぬ状況に陥る可能性が高いことを発見している。また、自信過剰な経営者は楽観的なバイアスを示す可能性が高く、後の意図的な虚偽記載につながる (Slippery Slope) 可能性が高いことを確認している。加えて、既存のモニタリングシステムではこの傾向を緩和できなことを示唆する証拠を発見している。
Libby and Remekamp. 2011	2 セットの実験研究 (47 人の MBA 学生、109 人の経験豊富な財務・会計担当者)	確立された測定方法に基づいて算出された気質的楽観主義・miscalibration に関するスコア	実験研究の結果、参加者は、良好な業績を説明するために、外部要因よりも内部要因を重視する傾向にあることを発見している。ことから、将来の業績予想に対する自信が高まり、業績予想に対してよりコミットするようになることが示唆される。また、気質的な楽観主義と miscalibration の双方が予想の公表姿勢と関連することを確認している。経験豊富な CFO を対象に実施したサーベイ調査においても、他の経営者は自己帰属バイアスの影響を受けている可能性が高いと考えていることを確認している。

Hilary and Hsu, 2011	5,768 企業・年 (1996-2007, 米国)	・過年度における経営者予想の精 度 (対アナリスト予想の精度) ・外部メディアによる言及ベース	自己帰属バイアス (attribution bias) に基づき、過去 4 四半期において正確な業績予想を行なった経営者 は自信過剰になると仮説立て、彼らがその後に公表する業績予想の精度が低いことを発見している。 また、彼らが行う業績予想はアナリストのコンセンサス予想との乖離が大きく、業績予想に対する投資 家・アナリストの反応が弱いことを発見している。
Hriber and Yang, 2016	13,120 企業・年 (2001-2010, 米国)	・株式オプショントラック ・投資行動 (資本的支出、過剰投資)	自信過剰を「過剰な楽観主義 (平均値の過大評価)」と「miscalibration (分散の過小評価)」の両面から 測定した上で、自信過剰な経営者は、①経営者予想を積極的に公表する傾向、②実現可能性の低い楽 観的な経営者予想を公表する傾向、③業績予想との間隔が低い傾向にあることを発見している。
Ahmed and Duellman, 2013	14,641 企業・年 (1993-2009, 米国)	・株式オプショントラック ・CEO による自社株買い ・投資行動 (資本的支出、過剰投資)	自信過剰と条件付保守主義、無条件保守主義との間の双方に負の関係性を確認し、自身過剰が保守主義 の程度を弱めることを発見し、経営者自身の自己選択の可能性を外生的要因としてコントロールした上 でも頭健な結果を得ている。さらに、モニタリングシステムが当該負の関係性を緩和しないことを示唆 している。
Hwang et al., 2015	11,906 企業・年 (2003-2011, 韓国)	・投資行動ベース	韓国企業をサンプルとして、経営者の自信過剰と会計保守主義との間に負の関係性があることを確認し ている。会計保守主義の代理変数としては、Basu (1997)、Ball and Shivakumar (2006) に基づいた 条件付保守主義の諸指標を使用している。検証の結果、会計保守主義を弱めることを通じて自信過剰が 企業価値を毀損する要因となることを示唆する証拠を得ている。
Kim et al., 2016	16,229 企業・年 (1993-2010, 米国)	・株式オプショントラック	自信過剰な経営者は、投資プロジェクトから得られるリターンを過大評価し、ネガティブなフィードバッ クを無視・軽視する傾向にある。そのため、価値創造的でない投資プロジェクトが長期に渡り実施され、 将来の株価暴落をもたらすことになることと予想し、取説と整合的な結果を得ている。また、経営者の自信 過剰が暴落リスクに与える影響は、CEO が経営陣の中で優位に立っている場合や、投資家の間で意見の 相違が大きい場合に顕著になることを発見し、保守的な会計方針を採用する企業では自信過剰と株価暴 落との関係性は緩和されることを確認している。
Hsu et al., 2017	19,386 企業・年 (1992-2011, 米国)	・株式オプショントラック	自信過剰な経営者は、新規の投資プロジェクトに対しても積極的に従事する傾向にあるが、プロジエ クトから生じるバッドニュースや負のフィードバックへの対応を先延ばしにする傾向にある。会計保守主 義は、バッドニュースの認識・伝達を早めるため、CEO が問題を早期に認識し、解決策を探し始める可 能性が高くなる。ここから CEO の自信過剰と会計保守主義が同時に存在する場合に、企業の業績が高 まる (キャッチアップ・パフォーマンスが高まる) ことを仮説とし、整合的な結果を得ている。
Aghazadeh et al., 2018	13,535 企業・年 (1996-2012 年, 米国)	・株式オプショントラック	CEO の自信過剰と株主資本コストの間に非線形な関係を確認し、資本コストを最小とさせ「適切な自 信水準」があることを示唆しており、適切な自信過剰水準への経年変化が資本コストを減少させること も確認している。また、自信過剰とエクイティ・ファイナンスの関係性についても主検証と整合的な非 線形な関係性を確認し、適切な自信水準にある場合に効率的なエクイティ・ファイナンスが行われる傾 向を示唆している。

〔抄 録〕

本稿では、経営者が陥りやすい心理的特性としての「自信過剰」に着目し、直接観察することに困難が伴う当該特性を先行研究ではどのように変数化してきたのかを概観した上で、これが企業経営者の意思決定に及ぼす影響と、その帰結について先行研究の整理を行った。

先行研究から、自信過剰の特性は、リスク・テイク姿勢、資金調達コストの誤認、過小評価の是正欲求、という大きく3つに根ざした経営者行動を惹起する傾向にあることが整理された。また、当該領域に関して、自信過剰の代理変数を拡張すること、「経営者の自信」が適切な水準で発揮されることで果たされる「正の影響」について議論すること、自信過剰を踏まえたガバナンス・システムの構築可能性について議論することに関し研究を深めることが可能であることを考察した。最後に、日本において自信過剰の特性に関する研究蓄積を行うことの意義について、代理変数捕捉の拡張可能性の観点、国際比較の観点から整理を行った。