

平成 21 年 6 月 22 日現在

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2007～2008

課題番号：19530421

研究課題名（和文） 企業業績に対する資本市場の期待の形成過程に関する実証研究

研究課題名（英文） An empirical study of managerial earnings forecast and it's market reaction

研究代表者

加藤 千雄（KATO KAZUO）

大阪経済大学・経営情報学部・准教授

研究者番号：90319567

研究成果の概要：本研究では、我が国上場企業経営者が公表する当期の業績予想数値（以下、経営者予想）を分析対象とし、経営者予想の特性とその予想に対する市場の反応を分析した。分析結果は従来の認識と異なり、経営者予想は概して楽観的なものであったこと、また楽観的な予想は多年度にわたり継続されていたことが明らかになった。予想形成にあたり経営者は名声、あるいは市場による規律といった要素よりも管理会計的な内部管理に重きを置いている可能性が示唆されている。一方株価は、楽観的な予想を続けてきた企業に対して、相対的に小さな反応を示していた。市場は経営者の楽観的・保守的といった傾向を認識した上で価格形成を行っていたものと思われる。

交付額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007 年度	1,500,000	450,000	1,950,000
2008 年度	800,000	240,000	1,040,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,300,000	690,000	2,990,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：企業業績、経営者予想、楽観的、市場の反応

1. 研究開始当初の背景

(1) 経営者自身による業績予想（以下、経営者予想）が取引所の開示規則の要請により、実質的に義務付けられている我が国の決算短信は、他国に類を見ないユニークな開示制度である。しかし開示情報を電子媒体で利用可能になったのは最近のことであり、当該分野の研究実績は少ない。上場企業すべてを網羅し、長期の時系列データを分析対象とした点は、本研究の特色の一つである。

(2) 本研究と関連する先行研究は、主に米国企業を中心とするものであり、相当量の蓄積がされてきた。しかし米国をはじめとする主要国における分析は、経営者の自主判断による業績予想開示である。これら従来の研究では、①経営者は（市場予想に反して）予想外に良い情報が存在する場合、あるいは予想外に悪い状況が発生した場合に情報の開示を行うこと、また②予想情報の開示は必ずしも継続的に行われていないこと、などが明らかにされてきた。換言すると米国などでの

先行研究の結果は、経営者がもちうる開示に対するインセンティブを反映した、特殊な現象の分析と判断せざるを得ない。

(3) 一方我が国の場合、本研究で対象とした1990年代末から直近までの間、9割を超す上場企業が毎期、決算短信公表時に前期の実績とともに当期の業績予想を開示してきた。開示を行うか否かという点にかかる経営者が持ち得るインセンティブの影響を排除し、かつ広範な産業を網羅した分析が可能なのは、我が国を対象とした研究において他にはありえない。

本研究はこれらの点をモチベーションとします。

2. 研究の目的

本研究では、経営者予想の特性分析と、この予想に対する市場の反応を集中的に分析し、市場での期待の形成構造の考察を試みた。いかに示した仮説の検証を目的としたものである。

(1) まず経営者予想は保守的（平均的に当該期の実績は経営者予想を上回る）なのか、楽観的（実績を予想が下回る）なのか、あるいは中立的でバイアスがかかっていないのか？といった経営者予想の特性分析の考察である。株主代表訴訟など経営者が大きな法的リスクにさらされている米国では、保守的な予想が一般的とされている。また我が国の場合でも報道などを見る限り、予想は保守的な傾向が強いと考えられてきた。

(2) また、楽観的な予想を経営者が続ける場合、彼らが開示する予想は市場からの信頼を得ることが長期的には困難になると予想される。法的リスクなど制度的な保証がなくとも、市場の規律あるいは経営者が名声を重視する場合も予想は保守的な傾向をもつと予想されてきた。

(3) その一方経営者は様々な利害関係者（ステークホルダー）の要求にも応えることが求められる。とりわけ業績低迷企業の経営者は借入先金融機関などのステークホルダーに対して、業績好転の可能性を示す必要に迫られるとも考えられる。この場合、経営者予想は過度に楽観的になると予想される。本研究は、邦銀の不良債権問題に端を発する金融不安の下景況が極めて悪化した時期とともにその後2005年前後からの景気回復期を分析対象としてカバーしており、実績と予想の関係を考えるのに適した設定となっている。

(4) 上記(3)のように経営者が保身を目的に業績予想を歪めている場合、予想はオポチュニスティックな動機によるものと考えざるを得ない。しかし楽観的な予想が行われる別の可能性も考えられる。外部に公表する業績予想が経営者による内部管理の数値と連動する場合はそれである。より高い経営目標を掲げ、これを経営の効率化と収益力強化に向けて従業員を鼓舞するケースである。この管理会計的な発想が経営者予想に強く反映されている可能性も併せて考察した。

(5) 上記の結果が特定の傾向を示すものであった場合、何らかのインセンティブが経営者に働いている可能性が考えられる。この要因の分析が次の課題である。名声や業績の低迷といった要素が予想に与える影響を考察した。

(6) それとともに株式保有構造も取り上げることとした。海外の学会、ワークショップなどでの討議の結果、海外の研究者の認識では日本の特色の一つである株式持ち合い構造に対する関心が高いことが判明した。また仮に株式持ち合い構造が経営者の開示行動に影響を与えている場合、**endogeneity**の問題を回避するためにも分析に織り込む必要があると判断したためである。

(7) 経営者は期首（主に決算短信公表時）に業績予想を公表後、各四半期（四半期決算開始以前では中間期）にも業績予想の見直しを（証券取引所の適時開示規則の要請により）期待されている。業績修正の特性が次の課題である。米国の研究結果では、株価はサプライズ（実績と事前の経営者の（自主的）業績予想（あるいはアナリスト予想）の乖離）に強く反応することを明らかにしてきた。とりわけネガティブなサプライズに株価は懲罰的ともいえる急激な下落をもって反応してきた。そのためサプライズを小さくするよう、業績予想あるいは実績そのものが操作されている可能性が指摘されてきた。我が国の経営者がどのような予想修正を行っているのか、これまで包括的な研究はなく、本分析で取り組むこととした。

(8) 標準的なファイナンスの理論では、株主価値は将来予想キャッシュフロー（フリー・キャッシュ・フロー、**FCF**）の現在割引価値として形成されるとしている。これをうけ会計学では、不完全ながら会計利益が**FCF**の代理変数として機能していることを確認してきた。アナリストによる予想を別として、業績予想が一般的ではない欧米の研究では、会計利益実績を代理変数とした分析も少なくない。しかし経営者予想を直接分析に取り

込むことで、予想がどのように株式に影響を与えているのか、より明示的な分析が可能になる。この点も取り上げることとした。

(9) 前述の(1)から(7)のいずれかのように経営者予想に何らかのバイアスがかかっていた場合、市場参加者はそのバイアスを勘案して株価の形成がされているのか、あるいはナイーブにバイアスを織り込むことなく過剰な反応をしているのかという問題も興味深い。検証の対象とした。

3. 研究の方法

主として商用データベースから、1998年から2008年までの期首予想と前期実績、また期中での業績修正予想データを取得し、分析に使った。分析手法は標準的な計量経済学の手順に則ったものである。ワーキングペーパーを作成後、学会やいくつかのワークショップで発表と討議を行い、ワーキングペーパーの修正を行い、学術誌へ投稿し、研究のまとめとした。

4. 研究成果

(1) 分析結果は、日本の経営者が開示する業績予想は従来の認識に反し、概して楽観的なものであったことを示していた。1998年3月期から2008年3月期までの11年間、各年70%から80%超の経営者は、前期比増益予想を出していたが、当該期の実績が予想を上回った企業がサンプルの半数を超えた年は、わずか3年度しかなかった。この点から日本の経営者予想は楽観的傾向が強いものと判断した。米国の自主的な経営者予想を対象に行われてきた従来の研究は、その多くが経営者の保守的な開示姿勢を示すものであり、この点が本研究結果の際立った相違点である。

(2) 実績と予想の関連では、前年度の業績下位2割の企業では95%の企業が増益を予想するが、予想を上回る実績をあげた企業は28%に過ぎない。一方で前年度実績上位2割のグループでは68%弱の企業が増益を予想しつつ、実際に予想を上回った企業は44%まで上昇する。前期実績と業績の負の相関関係は、オポチュニスティックな経営者の予想開示行動ないし、管理会計的行動の可能性を示唆するものである。

(3) 個々の企業で見た場合、楽観的な(保守的な)予想を開示した経営者は、次年度以降も概して楽観的(保守的)な予想を継続することなども明らかになった。例えば過去3事業年度において1度も予想を上回る業績を実現しなかった経営者のうち、約90%は再度増益予想を開示し

ている。しかしこのうちの7割弱の経営者は当該期の予想を達成していない。その、過去3事業年度すべてで期首予想を達成した企業では、増益を予想は6割程度に下がる一方で、63%の企業が期首予想をクリアしていた。これは、名声といった要素による経営者への規律を想定する議論とは相いれないものである。

(4) 以上の結果を受け、多変量解析(logit)により要因分析を行った。増益予想か否か、またその予想を上回る実績を上げたか否かを被説明変数とし、前期の実績、前期実績の楽観性、企業規模、主体別株主の構成などを説明変数に選んだ。分析結果からは、経営者予想の楽観性は①業績の平均回帰傾向を反映したものであるが、②業績低迷企業で特にアグレッシブな楽観的予想がされており、③楽観的/保守的予想は多年度にわたって継続していること、④先行研究の多くと同じく、企業の規模は保守的な行動につながるなどが分析結果として得られた。

(5) ただし楽観性が経営者のオポチュニズムによるものなのか、内部管理・管理会計的行動の結果なのかは必ずしも明らかではない。業績低迷企業の楽観性ととも、経営者自身の株式持ち分の大きさも楽観的予想とプラスの相関をもっていたためである。経営者自身の持ち分の高さは、外部、特に株式市場からの圧力を緩和する作用を持っており、経営の自主性・独立性の一つの代理変数と考えられる。

(6) 期中の予想修正では、大多数の経営者が各四半期決算公表時に何らかの業績予想修正(前回予想から変更なしも含む)を行っており、業績開示の一形態として広く定着していることが分かった。

(7) また経営者は期中での修正のタイミングを使い、期末に向けて、大きなサプライズの発生を回避するよう予想精度を上げていることも明らかになった。経営者予想には適時性ないし情報の先取り機能があると判断される。

(8) 株価との関係では、予想情報開示日を起点として前後数日間の株価収益率(株式リターン)の動きを分析する、イベントスタディの手法をとった。時価総額やTobinのQ、あるいは数カ月程度の累積リターンを分析対象とすることも考えられる。これらは影響する要因を網羅的に上げることが技術的に難しく、missing variableの問題が起こる可能

性をぬぐえない。また経営者予想は重要な内部情報と位置付けられており、事前の情報遺漏の可能性が低く、情報が外部に発せられたイベント日を正確に確定することができる。このメリットを生かすため、短期のリターンを分析対象に選んだ。

(9) 期首の予想時点で行った回帰分析の結果は、予想情報がプラスにリターンと相関しており、統計的に頑健であった。その一方前期予想未達企業に対しては、株価の反応はマイナスに働いている、つまり市場は経営者予想の楽観性の度合いを個別企業レベルで認識していた、と考えられる。

(10) 同様に期中修正予想に対してもリターンはプラスに反応しており、かつ期首時点と同様、株価は楽観的な予想公表を続けてきた企業に対して、より低いディスカウントした反応を示していた。価格形成に個々の企業の予想特性が織り込まれていることが明らかとなった。

(11) 以上本研究の結果は、①経営者予想は平均的に見て楽観的なバイアスがかかっているものの、②市場はこの予想情報を有益な投資情報として利用していること、③また市場は、経営者予想が持つバイアスを認識し、バイアスに対しては抑制的な反応を示していることを明らかにするものである。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 1 件)

K. Kato, D. Skinner, and M. Kuniura, 2009, Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that are Effectively Mandated, The Accounting Review, Vol. 84, No. 5 (forthcoming) 、査読有

[学会発表] (計 2 件)

K. Kato, “When voluntary disclosure isn’ t voluntary: management forecast in Japan” , European Accounting Association in Lisbon, May 2007

K. Kato, “Are poison pills poison for shareholders?” , 2008 Asian Finance Association/Nippon Finance Association Conference, Yokohama, July 2008

[図書] (計 0 件)

[産業財産権]

○出願状況 (計 0 件)

○取得状況 (計 0 件)

[その他]

6. 研究組織

(1) 研究代表者

加藤 千雄 (KATO KAZUO)

大阪経済大学・経営情報学部・准教授

研究者番号：90319567

(2) 研究分担者

小谷 融 (KOTANI TORU)

大阪経済大学・経営情報学部・教授

研究者番号：50300364

(3) 連携研究者