

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25年 5月 15日現在

機関番号：22604  
 研究種目：若手研究（B）  
 研究期間：2010年4月1日～2013年3月31日  
 課題番号：22730360  
 研究課題名（和文）経営者、アナリスト、資本市場の相互作用に関する総合的研究  
 研究課題名（英文）A study of the association between management, analysts, and capital market  
 研究代表者  
 浅野 敬志（アサノ タカシ）  
 首都大学東京・社会科学部研究科・准教授  
 研究者番号：30329833

研究成果の概要（和文）：

本研究の目的は、わが国の企業を対象に、経営者が開示する業績予想の特性とそれに対するアナリストや市場の反応を実証的に分析することにある。分析の結果、次のことが明らかになった。(1)わが国の経営者は各事業部の予算を積み上げ、当期の実績値と対比されることを意識しながら、前期実績を考慮して期初予想値を作成する。そして、その予想値を報告利益の目標値にする経営者が多い。(2)市場はアナリストや経営者の予想利益を上回る業績を残した企業に好感するため、経営者は保守的な期初予想を好む傾向にある。またそのような業績予想の下方バイアスは毎期継続することが多い。(3)アナリストや市場は経営者の期初予想値の信頼性を判断し、自らの予想や価格に織り込むが、迅速に織り込むというわけではない。

研究成果の概要（英文）：

I investigate how the management of Japanese firms makes earnings forecasts, and analysts and the market will react these forecasts. I find (1) management in Japan makes initial forecasts, taking into account the comparison with earnings in this year; (2) the management prefer conservative initial forecasts, because the market positively reacts the firms which meet or beat management and/or analysts forecasts; (3) analysts and the market judge the accuracy of management initial forecasts to some extent, but do not react completely.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	1,500,000	450,000	1,950,000
2011年度	600,000	180,000	780,000
2012年度	800,000	240,000	1,040,000
年度			
年度			
総計	2,900,000	870,000	3,770,000

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：経営者予想、アナリスト予想、資本市場、企業価値評価、自発的情報開示

## 1. 研究開始当初の背景

経営者は、業績の見通しに関する詳細かつ有益な私的情報を有する。彼らが開示する業績予想値は、アナリストなど市場関係者が最も注目する情報の一つであり、当期業績に対する市場期待値の形成や改訂に役立つ。

ただし、経営者の業績予想には、バイアスが介入していることが指摘されている。例えば、本田技研工業は、期中における業績予想の下方修正を避けるために、期初時点で業績予想を保守的に計上する傾向にあるという。事実、本田技研工業は直近 12 期のうち、歴史的株安を経験した 2003 年と 2009 年を除く 10 年で、連結純利益がその期初予想値を上回っている。

このように、経営者の業績予想には何らかのバイアスが含まれている恐れがあり、市場関係者はそのバイアスを十分に意識する必要がある。

しかし、市場での認知度の高い主要な企業の場合、アナリストは経営者の業績予想の前提を確認し、自身の判断で修正を加えるものの、それ以外の企業の場合は、経営者の業績予想をそのまま自らの予想値にすることが多い。特に、四半期報告など、企業の情報発信の頻度が多い現在では、詳細に分析する時間的余裕がなく、アナリストが経営者の業績予想に影響されすぎているとの批判もある。

本研究では、このような現状を踏まえ、経営者の業績予想の特性とそれに対するアナリストと市場の反応を実証的に検討する。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、経営者の業績予想の特性を分析するとともに、業績予想の特性によりアナリストや市場関係者の反応が異なるかどうかを実証的に明らかにすることにある。

経営者が開示する業績予想は、アナリストなど市場関係者が注目する貴重な情報である。最近の実証分析では、未監査の業績予想が、強制的に開示された監査済みの決算情報よりも投資家の期待値改訂に影響を及ぼしていることが示されている。

しかし、前述したように、業績予想にはバイアスが存在していることが日米問わず知られている。近年の業績予想には、下方バイアスが存在していることが確認されている。例えば、日本経済新聞社が日経 500 種平均株価採用銘柄のうち 304 社を対象に実施したアンケート調査によると、「下方修正を避けるため、業績予想は慎重な内容にした方がよい」との回答が 44%に達した。この回答は「業績予想を慎重な内容にすると、逆に投資家の信認低下を招きかねない」の 16%、「業績予想を出す際には今後の下方修正リ

スクは考慮しない」の 7%を大きく引き離している（日本経済新聞朝刊 2007 年 12 月 28 日）。なかには、あえて強気な予想を掲げて社員への発奮材料にしようとする経営者もいるが、期中に下方修正するリスクを極小化しようと慎重姿勢に徹する経営者の方が多いようである。

それでは、このようなバイアスを含む業績予想をアナリストや投資家はどのように評価しているのだろうか。この問いに答えることが本研究の目的である。

## 3. 研究の方法

本研究の課題について、研究実施年度別に次のように計画した。

平成 22 年度は、最先端の研究をフォローするために、主に Top tier と呼ばれる雑誌を中心に、本研究に関連する文献をチェックした。本研究は会計学だけでなく、ファイナンスなどの分野も関わる学際的なものであるため、これらの分野の雑誌にも目を通した。また、本研究では実証分析を行うため、業績予想データ、アナリストの利益予想データ、株価データを入手し整理した。

2 年目となる平成 23 年度も引き続き、文献レビューとデータ入手・整理作業を行うとともに、実証分析にも取り掛かった。近年の業績予想が保守的な様相を呈していることが判明したので、業績予想を保守的にさせる要因などについても実証的に検討した。

平成 24 年 3 月決算期以降から、業績予想制度が変更されることになった。具体的には、従来の表形式で表示する様式か、自由記載形式の様式のいずれかを選択でき、表形式を選択する場合にも、自社の実情に照らして開示項目、開示期間、開示形式を自由に選択できるようになった。また通期および第 2 四半期累計期間にポイント予想を開示するといった原則的な取扱いと、それ以外の例外的な取扱いの区分を廃止し、取引所への事前相談や業績予想を開示しない理由の記載も廃止された。今回の制度変更は、兜倶楽部の要請で業績予想が開示されて以来、最も大きな変更であったため、この制度変更の影響の分析も同時に行うことにした。

## 4. 研究成果

### (1)業績予想のバイアス

アナリストや経営者の予想利益を上回った企業に市場は正の反応を示し、逆に予想利益を下回った企業に負の反応を示す。だからこそ、経営者は予想利益以上の実績を上げるために利益マネジメント(利益操作)を行うことが観察されている。

利益マネジメント以外に、報告利益が利

益予想値を下回る事態を回避する方法として、期初時点の利益予想を保守的に行うことが考えられる。期初予想を保守的に行えば、それだけ報告利益が利益予想値を下回る事態を回避しやすくなり、利益マネジメントや業績予想の下方修正を行う必要性は薄れる。なかには、あえて強気な予想を掲げて社員への発奮材料にしようとする経営者もいるようだが、期中に下方修正するリスクを極小化しようとする慎重姿勢に徹する経営者の方が多いように思われる。

それでは、具体的にどのような企業が期初予想値を保守的に見積もるのだろうか。1979年から1999年までの国内企業29,177サンプルを対象に分析を行ったOta[2006]では、規制産業（電力・ガス業、通信業）に属する企業、大規模企業、新株発行企業、成長企業、増配予想企業は保守的に見積もり、逆に新興市場企業、財務的困窮企業、前期赤字企業は楽観的に見積もることが示されている。近年では、内需企業よりも外需企業の方が保守的予想を行うことや、外国人持株比率の高い企業が保守的予想を行うことなども知られている。

このような期初予想のバイアスは継続する傾向にある。Ota[2006]は当期の予想誤差を被説明変数、過去3年間の予想誤差を説明変数とする重回帰分析を行い、過去3年間の予想誤差は全て有意に正であり、過去の予想になるにつれて、偏回帰係数の値が小さくなることを明らかにした。この結果は、過去の期初予想値が保守的（楽観的）であった企業は、当期の期初予想においても保守的（楽観的）であること、そのバイアスの持続性は直近の予想になるにつれて高くなることを示す。

他にも、たとえば清水[2007]は1996年から2006年までの東証一部上場企業を対象に、グルーピング・シミュレーションと重回帰分析を行い、期初予想（売上高予想、経常利益予想、純利益予想）のバイアスが継続することを確認している。

この期初予想バイアスの継続性に関する分析結果は重要である。というのも、過去の期初予想のトレンドにより当期の期初予想バイアスを把握することで、当期中に業績予想の上振れ余地があるかどうかを、ある程度予測できるからである。過去の期初予想値が楽観的で、上方バイアスが含まれている時には、当期中に業績予想が上振れする余地は小さく、逆に下方バイアスが含まれている時には、上振れする余地が残されていると判断できる。

## (2)業績予想バイアスと市場の反応

期初予想値に含まれるバイアスを市場が見抜き、完全に株価に織り込んでいるので

あれば、バイアスを十分に分析しても無意味である。期初予想に下方（上方）バイアスが含まれていても、市場はその予想を迅速に上方（下方）修正するため、期中に業績予想が上振れしたとしても、その時にはすでに株価に織り込まれているはずだからである。業績予想バイアスの分析が投資意思決定に有用であるためには、市場がそのバイアスを十分に見抜いていないという市場の非合理性を議論の前提に置く必要がある。

前述したように、ホンダの期初予想に下方バイアスが含まれていることは、市場関係者にはよく知られた事実である。ホンダは2007年4月25日（大引け後）に発表した決算短信の中で、当期の営業利益が前期に比べて約10%の減益になる見通しを発表した。その際に円高や原材料高などが減益要因として挙げたが、その翌日の株価は一時、前日比90円高まで上昇した。減益予想は通常の場合、株価を下落させるが、ホンダの株価は逆に上昇したのである。年配当を80円から13円上積みするという買い材料もあったが、市場がホンダの期初予想に下方バイアスが含まれることを見抜いていたからというのが市場関係者の意見である。この例は、市場が企業の期初予想バイアスを見抜き、直ちに株価に反映させることを示している。

ホンダのケースでは、経営者の期初予想に対する市場の効率性が示されている。ただし、国際的に知名度の高いホンダだからこそ、市場の効率性を支持する結果が得られたのかもしれない。市場の効率性に関する全体の傾向を理解するためには、特定のケースから推測するのではなく、大量サンプルを用いた実証分析により判断する必要がある。

経営者の期初予想バイアスに対する市場の反応を分析した論文に、Ota[2006]と清水[2007]がある。Ota[2006]は、市場が期初予想値を額面通りに受け取るという機能固定化仮説を検証している。市場が期初予想値に固着していれば、期初予想が上方にバイアスされた企業は過大評価され、逆に下方にバイアスされた企業は過小評価される。その場合、前者を空売りし、後者を買い持つといったヘッジ・ポートフォリオ戦略により、正の超過リターンが得られると考えられる。Ota[2006]はこの戦略を実施し、調査対象の15年のうち14年で正の超過リターンが得られること、およびその年平均は4.5%であることを明らかにした。この結果は、市場が経営者の期初予想値に固着しており、そこに含まれるバイアスを迅速に株価に織り込んでいないことを示唆する。

続いて清水[2007]は、期初予想に含まれ

るバイアスの継続性に着目し、その継続性がアナリスト予想と株価に反映されているかどうかを検証している。その結果、アナリストは企業の期初予想の開示から3ヶ月程度、その期初予想値に固着し、その後徐々にバイアスの継続性を予想に反映させること、市場も期初予想開示から半年程度かけて株価に反映させることを明らかにした。この結果は、アナリストや市場が期初予想バイアスの継続性を直ちに予想や株価に反映させておらず、3ヶ月から半年程度かけて徐々に反映させていくことを示している。このように、大量サンプルを用いた実証分析では、ホンダのケースとは異なる結果が報告されており、企業の期初予想バイアスに対する市場の非合理性が証明されている。

### (3)長期における市場の反応

市場がバイアスを含む期初予想値に固着し、期初時点で企業を過大（過小）評価したとしても、企業の真の業績が明らかになるにつれて、企業の評価を正しく下方（上方）修正するのであれば、期初予想値がどのような値であろうとも、長期的には結果（企業の評価）が同じになるはずである。もしそうであれば、期初予想にバイアスかける企業も少なくなると思われるが、実際は、先のアンケート結果からもわかるように、期中の下方修正を回避するために、期初予想を保守的に行おうとする企業が多い。この事実は、期初時点だけでなく長期間においても、市場が経営者の業績予想をミスプライスしている可能性を示唆する。

JUKI とトプコンのケースは、市場が非合理的である可能性を示す好例である。工業用ミシン世界トップの JUKI は 2006 年 5 月時点では 15% の減益見通しだったが、第 1 四半期から第 3 四半期まで四半期ごとに予想を上方修正し続け、翌年の 3 月 28 日時点では 29% の増益見通しになった。それに対し、測量機大手のトプコンは期初時点では 22% の増益予想で、中間決算では 39% 増益予想に上方修正したが、1 月には一転して下方修正を発表し、翌年の 3 月 28 日時点では期初と同じ 22% の増益見通しになった。増益率でみる着地点はほぼ同じ両社だが、4 月から翌年 3 月 28 日までの年間株価パフォーマンスは JUKI が +3.6%、トプコンは -20% と対照であった。この例は、同程度の利益ニュースを持つ企業でも、期初予想が楽観的か保守的かによって長期の株価反応が異なり、市場が長期的にも非合理的である可能性を示す。

大量サンプルを用いた実証分析ではどうだろうか。2003 年から 2007 年までの 3 月決算上場企業 (9,139 サンプル) を 20 分割し、各企業群における 5 月 1 日から翌年 5

月 31 日 (13 ヶ月間) までのリスク調整済み累積超過リターン (平均値) を確認する。同程度の利益ニュースを持つ企業群に分類するために、利益の対前年変化額に基づき 10 分割し、さらに期初予想が楽観的な企業と保守的な企業に分類するために、予想誤差の符号により 2 分割した。

この分析の目的は、同程度のニュースを持つ企業のうち、期初予想が楽観的な企業と保守的な企業で長期の株価反応が異なるかどうかを確認することにある。もし期初予想が楽観的か保守的かに関係なく、市場が当期中のニュースに反応していれば、予想誤差ではなく利益の対前年変化額に反応するはずである。したがって、利益の対前年変化額が同程度の企業なら、予想誤差の符号が異なっていたとしても、市場の反応に差は見られないと思われる。もし JUKI とトプコンの例のように、予想誤差の符号により市場の反応が異なっていれば、市場は当期中のニュースよりも予想誤差の方に大きく反応していることを示す。

分析の結果、利益の対前年変化額に関係なく、予想誤差がプラスの企業はマイナスの企業よりも株価リターンが大きく、その差は全ての企業群において 1% 水準で有意であった。この結果は、利益の対前年変化額が同程度でも、期初予想が楽観的な企業よりも保守的な企業の方に市場は好感し、JUKI とトプコンのケースと同様に、市場は非合理的と解釈できる可能性があることを示唆する。

### 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 7 件)

- ①黒川行治・浅野敬志「グローバル化が経済環境・事業環境・会計の役割に与えた影響は何か」『週刊経営財務』2963 号、2010 年、52-59、査読無
- ②黒川行治・浅野敬志「アナリストはグローバル化が資本市場・事業戦略・会計の役割に与えた影響をどう見るのか」『週刊経営財務』2990 号、2010 年、36-44、査読無
- ③浅野敬志「東京電力の決算書は適正か？東電監査をめぐる論争」『会計人コース』46 巻 13 号、2011 年、61-63、査読無
- ④浅野敬志「業績予想の開示行動と意思決定論」『会計人コース』46 巻 14 号、2011 年、61-63、査読無
- ⑤浅野敬志「日本企業の期待マネジメントとアナリストの反応」『証券アナリストジャーナル』49 巻 6 号、2011 年、8-17、査読無
- ⑥浅野敬志「Confirmation 仮説に基づく将来

予測情報の信頼性の検証』『リスク情報の開示と保証のあり方』（日本会計研究学会スタンディグループ報告書）、2012年、59-70、査読無

⑦浅野敬志「業績予想研究の近年の動向」『企業会計』65巻6号、2013年、76-80、査読無

〔学会発表〕（計3件）

①黒川行治・浅野敬志「利益情報の変容と経済社会のグローバリゼーションとの関連性の研究」日本会計研究学会第69回大会、2010年9月9日、東洋大学

②Takashi Asano, The association between earnings guidance properties and market reaction, Research Workshop of Financial Accounting & Auditing, 2010.3.11, University of Malaya in Malaysia

③浅野敬志・石井康彦・田代樹彦・中山重穂「MBOにおける経営者の裁量的会計行動」日本会計研究学会第71回大会、2012年8月31日、一橋大学

〔図書〕（計1件）

黒川行治・柴健次・内藤文雄・林隆敏・浅野敬志『分析 利益情報の変容と監査』、中央経済社、2011年

〔産業財産権〕

○出願状況（計0件）

○取得状況（計0件）

〔その他〕

ホームページ等

なし

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

浅野 敬志 (ASANO TAKASHI)

首都大学東京・社会科学研究科・准教授  
30329833

研究者番号：

### (2) 研究分担者

なし

### (3) 連携研究者

なし