

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 15 日現在

機関番号：22604

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380606

研究課題名(和文)業績予想の開示方法の多様化に関する実証的研究

研究課題名(英文)Empirical study about the disclosure method of management earnings forecasts

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

研究者番号：30329833

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,800,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、業績予想の開示の多様性とそれが資本市場等に及ぼす影響について明らかにすることにある。分析の結果、(1)予想開示制度の変更以降も業績予想の開示方法に大きな変化が見られないものの、業績予想の開示を控える企業や短期予想のみ取りやめる企業、レンジ予想を開示する企業が徐々に増えていること、(2)米国では業績予想の開示形式に多様性が見られ、レギュレーションFDの施行以降は利益のレンジ予想が増え、利益予想を補う分割予想(CF予想など)も増えていること、(3)投資家やアナリストはレンジ予想にはポイント予想ほど反応しないものの、分割予想を伴う利益予想には大きく反応することなどが明らかになった。

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. In Japan, management forecasts system was revised in 2012 and the disclosure method of management forecasts was mitigated. I find (1) the method of management forecasts does not change so much after the revision; (2) the diversity of the disclosure method is seen in US; (3) the ratio of disclosing range forecasts and disaggregated forecasts such as cash flows and capital expenditures increase after Regulation FD; (4) analysts and the market react range forecasts smaller than point forecasts and react earnings forecasts with disaggregated forecasts larger than without disaggregated ones.

研究分野：財務会計

キーワード：財務会計

### 1. 研究開始当初の背景

2012年3月期の決算から、決算短信(サマリー情報)上の業績予想の開示方法がより柔軟化され、「表形式」か「自由記載形式」を選択できるだけでなく、表形式を選択する場合も、開示項目、開示期間、開示形式(ポイント予想、レンジ予想、上限下限予想)を自由に選択できるようになった。また取引所への事前相談や業績予想非開示の理由記載も廃止されることになった。

研究開始当初(2013年4月)は、業績予想の開示方法が柔軟化されたばかりということもあり、本研究のテーマを直接的に扱った研究は国内にはほとんど存在しなかった。他方、海外(特に米国)では従来から業績予想の開示方法が多様化していることから、業績予想の開示方法に関する論文や資本市場の反応等と関連づけた論文が、Top Tierと呼ばれる主要査読誌に既に掲載されていた。

本研究では、関連する既公表論文をレビューすると同時に、わが国における制度改訂以降の業績予想データを入手・整理し、業績予想の開示方法が多様化しているかどうかの実態を確認することからスタートさせた。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、業績予想の開示方法の多様化に関する海外の実証研究を整理すること、およびわが国の業績予想開示制度の改訂以降の業績予想データを入手・整理し、業績予想の開示方法の多様化に関する実態分析を行い、それが資本市場等に及ぼす影響を実証的に分析することにある。

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。

業績予想は、その影響力の大きさからか、国内、国外問わず、数多くの研究が進められている。Hirst et al.[2008]は業績予想研究を「前提(antecedents)」、「特徴(characteristics)」、「帰結・影響(consequences)」に大別し、整理を試みている。業績予想の「前提」とは、業績予想の開示の決定に影響を及ぼしうる要因であり、業績予想の開示時点における環境(規制環境、情報環境)や企業特性(情報の非対称性、訴訟リスク、経営者の開示インセンティブ等)が該当する。業績予想の「特徴」とは、実際に自発的に開示された業績予想の特徴であり、業績予想の開示項目、予想期間、開示形式だけでなく、適時性、精度、バイアス等が該当する。業績予想の「帰結・影響」とは、業績予想の開示が及ぼす影響であり、資本市場の反応、資本コスト、利益マネジメント、アナリストの利益予想、経営者の評判等が該当する。

海外では自発的ディスクロージャーの一環として業績予想が開示されていることも

あり、「前提」と「特徴」と「帰結・影響」を相互に絡めた研究が数多く行われてきた。一方、わが国の業績予想はこれまで96%超の企業が開示する事実上の制度開示であり、また開示方法が原則一辺倒だったこともあり、必然的にテーマの幅が狭められていたように思われる。しかし、わが国でも制度改訂により業績予想の開示方法が多様化するのであれば、欧米の研究成果を踏まえ、幅広く研究を進められる。本研究では、業績予想の開示方法の多様化(「特徴」)を軸に、「前提」と「帰結・影響」を絡めて分析を行った。より具体的に言えば、「前提」と「特徴」を絡めた研究(経営者の開示インセンティブやガバナンス等の面から開示方法の採用理由を分析)と、「特徴」と「帰結・影響」を絡めた研究(開示方法の多様化が資本市場等に及ぼす影響を分析)を実施した。

### 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。

- ・2013年度:本研究に関連する文献レビュー、実証分析のためのデータの入手・整理
- ・2014年度:本研究に関連する文献レビュー、実証分析のためのデータの入手・整理、実証分析の結果を学会報告
- ・2015年度:実証分析のためのデータの入手・整理、実証分析の結果を学会報告、論文として研究成果を公表

2013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。文献レビューの成果としては、雑誌『企業会計』に「業績予想開示研究の近年の動向」を、日本会計研究学会スタディ・グループの報告書に「Confirmation 仮説に基づく将来予測情報の信頼性の検証」を公表した。

2年目となる2014年度も引き続き、文献レビューを行うと同時に、実証分析に必要なデータ(業績予想データ、アナリスト予測・レーティングデータ、株価データ)を入手し、整理する作業を行った。これは、実証分析の基礎を固めるための準備作業である。また、会計情報を財務諸表本体、注記、財務諸表外情報に分類し、業績予想を財務諸表外情報として位置付けた上で、財務諸表本体と業績予想の関係について、適時性、有用性、信頼性の観点から分析を行った。

最終年度となる2015年度は、引き続き、実証分析に必要なデータの整理を行うとともに、実証分析を行い、研究成果を学会等で発表した。具体的には、ディスクロージャー研究学会第11回研究大会、日本政策投資銀行設備投資研究所研究報告会、日本銀行金融研究所会計ワークショップにて研究発表を行った。研究成果は、雑誌『経済経営研究』

に「財務諸表外情報の信頼性の検討」を公表済みであり、また日本銀行金融研究所のディスカッション・ペーパー・シリーズに「多国籍企業の租税回避と所在地別セグメント情報の開示行動」を、『巨大災害のディスクロージャーと資本市場』（薄井彰編著）に「経営者の業績予想開示行動」を公表予定である。

#### 4. 研究成果

3年間にわたる研究期間での主な研究成果は下記のとおりである。

##### (1) 業績予想の開示状況

業績予想開示制度の改訂直前期（2011年3月期）における業績予想の開示状況を確認したところ、東日本大震災の影響もあり、16.0%の企業が2012年3月期の業績予想を開示していなかった。前年度の非開示率が1.3%であったことから、震災後に業績予想を開示しない企業が増加した。非開示が目立った業種は、輸送用機器業や鉄鋼業であった。電気・ガス業に属する企業は、原子力発電所の停止など先の読めない状況だったにもかかわらず、東京電力を除くすべての企業が業績予想を開示していた。

開示制度改訂以降の業績予想の開示状況（2013年）を確認すると、業績予想を開示した企業は95.2%、そのうち予想対象期間を通期とした企業が93.6%、第2四半期（累計）が76.9%、四半期が1.1%、開示された項目は、当期純利益が96.7%、売上高が94.9%、営業利益が92.7%、経常利益が94.5%、開示形式は、ポイント予想が89.0%、レンジ予想が1.5%、自由記載形式が1.5%であった。これらの結果は、業績予想の開示方法が柔軟化されてからも開示内容に変化が見られず、大半の企業が従来の原則的な取り扱いに沿って業績予想を開示していることを示唆している。

##### (2) 業績予想非開示の決定要因

東日本大震災の発生直後に業績予想を非開示にする企業が多かったため、その原因に関する実証分析を行った。t検定およびMann-WhitneyのU検定の結果、2011年3月期の決算発表時点において業績予想を非開示にした企業は、開示企業に比べて、震災発生日から決算発表日前日までの株式リターン（規模調整累積リターン、累積リターン）や2012年3月期の連結純利益の期初予想値が小さかった。業績予想の非開示選択時点での株式リターンは、業績見通しに関する経営者の期待の前提となる情報を反映しており、値が小さいほど、経営者が将来の見通しをネガティブに捉えている（Bad Newsを有している）と考えられる。これらの結果は、ロジスティック回帰分析を行っても頑健であった。また、規模が大きい企業が業績予想を非開示にすること、過去の業績予想の開示行動が震災発生時においても継続することが明らか

になった。これらの結果は、業績見通しの悪い企業の経営者ほど、東日本大震災直後の決算発表時点において業績予想の非開示を選択することを示唆するものであり、Dye[1985]などが提唱している情報偏在モデル（uncertain information endowment model）と整合する。

##### (3) 業績予想の開示形式の研究

わが国では、業績予想の開示制度が改訂された後でも、従来の原則的な取り扱いに沿って業績予想を開示する企業が多いが、米国では業績予想の開示方法に多様性が見られる。Cotter et al.[2006]によると、米国企業の業績予想の開示形式（1995年から2001年）は、ポイント予想が30.18%、レンジ予想が43.22%、上限下限予想が26.59%（上限予想16.58%、下限予想7.17%、その他2.84%）であり、レンジ予想が最も多かった。またレギュレーションFDの施行以降、レンジ予想の割合が大幅に増え、逆にポイント予想と上限予想の割合が減っていた。レギュレーションFDとは、2000年10月に米国証券取引委員会（SEC）が定めた選別的情報開示禁止規制のことであり、この規制の施行以降、企業は株価に影響を与える可能性のある重要な情報を特定のアナリストや投資家のみ選別的に提供できなくなった。特定度の高い業績予想（ポイント予想）を求めるアナリストが多く、その要望に応える経営者が多かったことを考えると、レギュレーションFDの施行以降にレンジ予想の割合が大幅に増えたのは、アナリストによる特定度の高い業績予想を求める圧力が弱まったからと思われる。

多くの米国企業がレンジ予想の開示形式を採用しているが、その採用には企業規模、株価ボラティリティ、プロプライエタリー・コスト、法的債務、予想期間の長さなど、様々な要因が影響していることが判明した。レンジ予想は事業環境が不確実または業績予想が困難である場合に採用されることが多く、不確実性のシグナルとみなすことができる。逆にポイント予想の採用には、経営者の自信過剰、優れたガバナンス、フォローするアナリストの数などが影響することも判明した。ポイント予想は経営者が想定しうる予想数値を幅で示さず、特定の数値で予想したものであるから、確実性のシグナルとみなすことができる。

業績予想の開示形式が投資家やアナリストの判断に及ぼす影響については、実証結果にばらつきが見られるものの、総じて業績予想の開示形式はアナリスト・投資家の投資判断に影響するという結果が得られていた。特にレンジ予想は、投資家の投資判断の自信を弱めたり、投資家の投資ポジションによって投資判断が左右されやすい状態を招いたりすることが判明した。これらの結果から、特に投資家は、特定度の高い業績予想をより信頼できるものとして認識していると判断す

ることができる。

#### (4) 業績予想の開示項目の研究

続いて、業績予想の開示項目(2006年から2007年)について、米国では利益予想を開示する企業が57.5%、売上予想を開示する企業が37.6%であり、費用予想を開示する企業は更に少なく、税金を除き10%前後であった。2006年予想と2007年予想の時系列比較では、利益予想の開示割合がわずかに減っているものの(4.2%減)、それ以外の項目は同程度かわずかに増えているものが多かった。この傾向は、NIRI(米国IR協会)の調査結果と整合するものである。NIRIによれば、利益予想の開示割合が2008年の64%から2010年には46%へと大きく減少しているのに対して、利益以外の項目(売上、キャッシュ・フロー、資本的支出、税金、売上総利益、減価償却費など)は、利益予想開示の減少による情報量の不足を補うかのように、2008年の59%から2010年の81%へと大幅に増加していた。

利益以外の予想は分割予想と呼ばれている。実証分析や実験分析では、この分割予想の追加開示が利益予想の信頼性を高めるかどうか分析されている。実験分析では、MBAコースに通う120人の院生を対象に実験分析を行ったHirst et al.[2007]によれば、経営者が利益操作のインセンティブを有するとき、分割予想の追加開示がある場合に利益予想の信頼性が高いと判断されることが示されていた。実証分析では、例えばLansford et al.[2013]によれば、分割予想を追加開示した企業は利益予想のみ開示した企業に比べて、経営者の利益予想公表後におけるアナリストの利益予想修正が早く、その修正幅が大きく、アナリスト予想の分散も小さくなることが示されていた。またMerkley et al.[2013]によれば、Lansford et al.[2013]と同様に、分割予想の追加によりアナリストの予想修正幅が有意に大きくなること、この分割予想の開示効果は利益予測が困難なときに大きくなること、またレギュレーションFDの施行後に分割予想の重要性が高まり、利益予想がバッド・ニュース(BN予想)のときに分割予想の開示効果が大きくなることも示されていた。

#### 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9件)

浅野敬志「多国籍企業の租税回避と所在地別セグメント情報の開示行動」『日本銀行ディスクッション・ペーパー』(予定)2016年(査読あり)

浅野敬志「東日本大震災と経営者の業績予想開示行動」『巨大災害のディスクロージャーと資本市場-東日本大震災の記録-』(予定)2016年(査読なし)

浅野敬志「Confirmation 仮説に基づく財務諸表外情報の信頼性の検討」『経済・経営研究』第36巻第7号、2016年、pp.67-92(査読なし)

浅野敬志・大坪史尚・天白隼也「株価水準を評価するうえで有用な利益情報：公正価値情報や減損損失はノイズなのか」『金融研究』第35巻第1号、2016年、pp.31-69(査読あり)

浅野敬志「リスクテイクとしてのTax Avoidanceとエージェンシー理論」『会計』第188巻第5号、2015年、pp.85-98(査読なし)

浅野敬志・古市峰子「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」『金融研究』第34巻第1号、2015年、pp.35-97(査読あり)

浅野敬志・大坪史尚「取得のれんの償却に関する一考察」『会計』第186巻第4号、2014年、pp.60-74(査読なし)

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テディ・グループ報告書(最終報告)2013年、pp.173-192(査読なし)

浅野敬志「業績予想研究の近年の動向」『企業会計』第65巻第6号、2013年、pp.76-80(査読なし)

[学会発表](計6件)

浅野敬志「多国籍企業の租税回避と所在地別セグメント情報の開示行動」、日本銀行金融研究所会計ワークショップ、日本銀行(東京都中央区)2016年3月22日

浅野敬志「財務諸外情報の信頼性の検討」、日本政策投資銀行設備投資研究所研究報告会、日本政策投資銀行(東京都千代田区)2016年2月8日

浅野敬志「震災後の経営者の業績予想開示行動と情報環境」、日本ディスクロージャー学会、明星大学(東京都日野市)2015年6月20日

浅野敬志・古市峰子「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」、日本銀行金融研究所会計ワークショップ、日本銀行(東京都中央区)2014年3月17日

浅野敬志「Confirmation 仮説に基づく将来予測情報の信頼性の検証」、日本会計研究学会年次大会、中部大学(愛知県春日井市)2013年9月5日

浅野敬志「震災後における業績予想の非開示と再開時期の決定要因」、日本ディスクロージャー研究学会、福島学院大学(福島県福島市)2013年5月12日

[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〕  
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・大学院社会科学研究科・准  
教授  
研究者番号： 30329833

(2) 研究分担者  
なし

(3) 連携研究者  
なし