

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 6 日現在

機関番号：32601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380613

研究課題名(和文) 経営者業績予想情報の分析と評価に関する実証的研究

研究課題名(英文) Empirical Study for Analysis and Evaluation of Management Forecasts in Japan

研究代表者

小倉 昇 (OGURA, Noboru)

青山学院大学・会計プロフェッション研究科・教授

研究者番号：10145352

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,600,000円

研究成果の概要(和文)：日本企業が発表する業績予想情報について、2000年代における実態の把握と包括的な評価を行うために、(a)資本市場による情報有用性評価、(b)制度の変化からの影響、(c)情報の頑健性の検討、という3つの研究課題を提示し研究を進めた。

(a)については、2000年代に経営者予想の実態が大きく変化しているにもかかわらず、資本市場において一定の役割を持つこと、(b)については、会計制度改革のみならずマクロ経済の変動から大きな影響を受ける実態を、また、(c)の課題については、予想誤差を予め織り込んだ投資家行動が予想誤差の変動によるネガティブな影響を緩和していることを示した。

研究成果の概要(英文)：We conducted a comprehensive empirical study for describing and evaluating management forecasts (MF) which Japanese listed companies periodically disclose to investors. This study consists of three research programs as (a) evaluation of management forecasts in the Japanese capital market, (b) impacts from accounting change, (c) robustness of information. As results of those research programs, we observed the changes had occurred in MF after accounting evolutions in Japan, and verified MF still remains some usefulness for the investors in the Japanese capital market.

研究分野：会計学

キーワード：会計学 情報開示 資本市場 予想情報精度 業績予想誤差 会計制度 情報有用性

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 日本の上場企業による自社業績の開示(経営者予想)は、法律によって義務付けられたものではないにも関わらず、開示率の高さ(上場企業の97%実施)、実施期間の長さ(最長企業で40年超)、年間実施回数多さ(平均3.5回/年)などの点で世界に例をみない会計情報である。

(2) ところが、1997年から始まった会計制度改革の影響受け、自社業績予想を取りまく諸制度が大きく変化するとともに、開示を行う企業自身も変化してきている。環境の変化に対応して、経営者予想に関する研究の焦点が移行してきている。その結果、日本の企業が実施する経営者予想に関する研究と、欧米の企業が実施する経営者予想に関する研究では、研究課題が異なることが多くなっている。

(3) 1980年代から1990年代に経営者予想に関する有効で基礎的な研究が行われ、この分野の先行研究の層は厚いが、これらの研究成果を現時点の経営者予想にも適用することが有効であるかどうかの確認が必要である。

## 2. 研究の目的

(1) 上記のような現状認識に基づき、日本企業の業績予想開示情報を対象とした総合的な研究を行うこととした。研究の視点を以下の3つに分類し、時系列的な検証と影響要因を仮定した実証的な因果関係分析を行う計画を立てた。

- (a) 資本市場による情報有用性評価、
- (b) 制度の変化からの影響、
- (c) 情報の頑健性の検討、

(2) 上場企業から資本市場に対する情報提供の一環として経営者予想が機能しているかどうかを検証する研究は、経営者予想の研究の主要課題であり、もっとも古くからおこなわれ、1980年代から1990年代に多くの研究が発表された。経営者予想を取りまく状況の変化に鑑み、これらの古典的な研究がもたらした結論が、現時点でも有効かどうか確認することが(a)の研究課題の目標である。

(3) 先に詳述したように経営者予想を取りまく制度の変化には多様なものがある。特に1990年代後半から2000年代前半には、将来予測情報の開示基準、公正価値会計の適用、四半期決算導入を含め、多くの制度変更が行われた。これらの会計制度の変更が、経営者予想情報に与えた影響を時系列的に観察することが(b)の研究課題の第1の目的であり、また、それらの制度変化の下で経営者予想情報に対して資本市場における投資家が感じる有用性にどのような変化があったのかを検証することが、(b)の課題の第2の研究目的である。

(4) 2000年代になり経営者予想に関する研究は、予想誤差や予想修正の評価および影響の分析に焦点を当てたものが多くなっている。予想である限り、誤差の発生は避けられないように、誤差が判明した場合にどのタイミン

グで、あるいはどのような頻度で修正を行っているか、は情報評価のために重要な論点である。

予想誤差の程度および予想修正による情報の希薄化が、資本市場における経営者予想の有用性評価にどのような影響を与えるかを検証することが(c)の研究課題の目標である。

## 3. 研究の方法

研究目的として設定した(a)から(c)の3つの課題に対応して、それぞれ以下のような研究方法を選択し、研究の分担を決め、研究を遂行した

(1) 資本市場による情報有用性の評価の研究については、経営者予想に関しては最も研究の蓄積が進んだ課題であることにかんがみ、先行研究の再検討から始めることとした。

先行研究は、株式の累積余剰リターン(cumulative abnormal return:以下CARと記述)を使ったイベントスタディ型の研究と価値関連性分析(value relevant analysis)を使った研究の2つに大別されることが、わかっていたので、先行研究サーベイからそれぞれの既存研究の到達点を明らかにし、2000年代の日本企業の業績予想のデータを用いて、現代的視点から研究の再検証を行うこととした。

(2) 制度の変化からの業績予想への影響に関する研究については、1997年から始まり約10年にわたる日本の会計制度改革について整理する必要があった。日本の会計制度改革に関連する資料の整理は久持(研究分担者)が担当した。

また、経営者予想の時系列的な変化を観察するために、2000年から2012年にわたる日本企業の経営者予想のデータを入手し、定量的な統計を取ることとした。定量的な統計の作成は、小倉(研究代表者)が担当することとした。

久持が担当した会計制度改革に関する年次進行の観察と、小倉が担当した経営者予想の年次統計を対比することによって、複数の会計制度改革の中でどの改革が経営者予想の実態に実質的な変化を与えることになったのかを分析することが期待される。

(3) 情報の頑健性の検討に関する研究は、経営者予想の予想誤差の分析に焦点を絞り、予想誤差の正負や実績値からの距離が、情報の有用性に与える影響を測定することを課題と決めた。

業績予測情報の頑健性を観察する変数には、予想誤差のほか、予想開示回数(予想修正)、予想開示時期などの変数を想定することができる。現時点で、予想誤差に関する研究が最も多く蓄積されていると思われるので、2000年代の日本企業の経営者予想データから導いた予想誤差率について、資本市場における株価との関連性を分析することとした。

#### 4. 研究成果

先に説明した3つの研究課題のそれぞれについて、本研究プロジェクトで得られた研究成果を以下に説明する。

(1) 資本市場による情報有用性の評価の研究については、先行研究の調査から次の観察を得た。1980年代から1990年代にかけてイベントスタディを用いた情報有用性の実証研究が欧米で数多く行われ、それらを模倣した実証研究が日本でも行われた。しかし、イベントスタディを用いた実証研究は、ビュー・ウィンドウの長さや同時開示情報との分離の難しさという制約がある。

これらの制約は、日本企業の経営者予想の実務である、決算短信との同時開示という問題と密接なかかわりを持つ。第1に、決算短信の情報の一部として経営者予想が発表されるために、観察されるCARには、経営者予想に対する株式市場の反応と、同日に発表された前期決算の速報に対する株式市場の反応が含まれる。後藤・桜井(1993)では、経営者予想による当期末利益予想値から前期利益を差し引いたものを説明変数の入れることによって、前期利益からの株価への影響と当期予想利益からの株価への影響を分離する工夫を入れている。この工夫はある程度成功しているものの、前期利益は同時開示情報の一部にすぎず、完全な対策とはいえないだろう。

また、決算短信の発表は、決算日の30日後から45日後に集中して行われる。このことが、日本企業の経営者予想発表の定時性の大きな原因となっている。2週間ほどの短期間に経営者予想の発表が集中することは、イベントスタディのビュー・ウィンドウを長くできないことの主要な理由になる。

同時開示情報が少なく、定時性が低い(比較的発表日のばらつきが広い)欧米の経営者予想にイベントスタディを適用するときには障害となりにくい、日本企業の経営者予想にイベントスタディを適用する際には注意すべき点である。

大田(2002)が試みた価値関連性分析の適用は、イベントスタディに付随する制約を回避する手段として積極的に評価すべきであるが、残念ながら欧米の学会での注目度は低い。そこで、われわれの研究プロジェクトでは2000年代の日本企業の経営者予想データに、イベントスタディと価値関連性分析の両方を適用し、実証的にそれぞれの適用可能性を検証した。

(2) 制度の変化からの業績予想への影響に関する研究については、まず、業績予想開示制度の現状と変化を観察するための定量的な統計値として、年間開示回数、開示時期、予想誤差率、開示率を考え、それぞれの統計値の変化を調査した結果、年間開示回数と予想誤差が業績予想開示の変化を観察するた

めに適していると判断した。

会計制度の変化としては、退職・年金会計、キャッシュフロー計算書、金融資産時価評価、減損会計、四半期計算書開示、などについて、会計基準決定、先行導入、実施、緩和措置等の時期を確定し、時系列で整理する作業を行った。

業績予想開示に関する観察値と会計制度変化の時系列上の関係を検討した結果、予想誤差の観察値は年度間の変化は大きいものの、それらの変化と会計制度の間には特別な因果関係を見ることができず、むしろマクロ経済からの影響が強く観察された。年間開示回数については、2003年以降ほぼ増加傾向に推移しているものの、2004年度と2008年度に大きな増加率が観察された。2004年度の開示回数の増加は、四半期決算の先行導入企業が増加に貢献し、また、2008年度の開示回数の増加は、売上高や純利益の下方修正を行った企業の修正行動の影響を強く受けていることが観察された。後者の現象は、リーマンショック等のマクロ経済要因に関係していると考えられる。

(3) 情報の頑健性の検討に関する研究については、予想誤差率の変化に着目した研究を行った。価値関連性分析で用いた重回帰モデル(経営者予想を説明変数に含み、時価総額を被説明変数とする回帰モデル)を拡張し、保守的誤差(実績値から下方に予想値が離れる場合)と楽観的誤差(実績値から上方に予想値が離れる場合)の程度が大きな企業を判別するダミー変数を導入した価値関連性モデルを開発し、これを使って分析を進めた。

価値関連性分析を用いて予想誤差のデータを分析した結果、大きな誤差を持つ予想情報と誤差が少ない予想情報では、株式市場の反応に明確な差がみられることが確認された。また、予想誤差はマクロ経済の影響を受けて年度ごとに大きく変化するものの、予想誤差の年度変化は株式市場における経営者予想の情報有用性に大きな影響を与えていないことがわかった。

これらのことから、株式市場における情報利用者は経営者予想に含まれる予想誤差をあらかじめ推定する手段を有していると考えられ、予想誤差が生じやすい状況の下では、情報利用者は、誤差の可能性を織り込みながら経営者予想のデータを利用しているものと推論できる。

#### <参考文献>

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 40(3)、pp.85-109。

後藤雅俊・桜井久勝、1993、「利益予測情報と株価形成」、会計 143(6)、pp.875-885。

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 4 件)

小倉 昇、業績予想開示をとりまくマクロ要因についての考察、会計プロフェッション(査読なし) No.11、2016、pp.35-48

久持 英司、決算短信における経営者業績予想情報の財務会計論上の位置づけ、会計プロフェッション(査読なし) No.11、2016、pp.117-126

小倉 昇、業績予想と企業予算、青山アカウンティング-レビュー(査読なし) 第 5 巻、2015、pp.108-109

Naoya Ishii, Ling Feng “An Examination of the Bankruptcy Prediction Model, in Consideration of Profit Manipulation” Asian Journal of Management Science and Applications (査読有), Vol.2, No.1, pp.48-60, 2015.

[学会発表](計 6 件)

Noboru Ogura, Noriaki Kawasaki, Impact to Management Forecast from Changes on Accounting, 2015 Asian Conference of Management Science & Applications, Dalian(China), Sep. 12-14, 2015

Takuma Enomoto, Ling Feng, Masahiro Irie, The Impact of Corporate Governance on the Management Forecasts Accuracy of Companies in Bankruptcy in Japan: A Survey, 2015 Asian Conference of Management Science & Applications, Dalian(China), Sep. 12-14, 2015.

榎本拓馬, 馮玲「経営者予想の現状と課題」日本経営工学会 2015 年春季大会(東京) 2015 年 5 月 16 - 17 日

小倉 昇、資本コストの基準化への提言、資金会計フォーラム東京準備大会、2015 年 2 月 28 日、青山学院大学(東京)

Noriaki Kawasaki, Noboru Ogura Accuracy and Usefulness of Management forecasts on Corporate Performance in Japan, 2013 Asian Conference of Management Science & Applications, Kunming (China), Dec. 20-21, 2013

Shinichiro Yamada, Ling Feng, Shota Nakatsuka, A components analysis of competitive advantage in brand strategy management, 2013 Asian Conference of

Management Science & Applications, Kunming(China), Dec. 20-21, 2013

[その他]  
ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究代表者

小倉 昇 (OGURA, Noboru)  
青山学院大学・大学院会計プロフェッション研究科・教授  
研究者番号：10145352

(2)研究分担者

馮 玲 (FENG, Ling)  
東京理科大学・理工学部・准教授  
研究者番号：40339114

久持 英司 (HISAMOCHI, Eiji)  
青山学院大学・大学院会計プロフェッション研究科・准教授  
研究者番号：00308173