

令和 2 年 6 月 18 日現在

機関番号：32602

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K17214

研究課題名（和文）経営者業績予想の開示戦略と経済的帰結

研究課題名（英文）Impact of management earnings forecast disclosure strategy on investor reaction

研究代表者

鈴木 智大（SUZUKI, TOMOHIRO）

亜細亜大学・経営学部・准教授

研究者番号：50609021

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,500,000円

研究成果の概要（和文）：日本の上場企業では、経営者自らが期初に業績予想情報を公表するだけでなく、期中においても修正情報を公表するという実務が定着している。経営者が公表した業績予想を分析すると、同情報の開示に戦略性を有している企業が一部存在していることが判明した。具体的には、期初に保守的（積極的）な予想数値を公表し、期が進むにつれて、上方（下方）修正を行い、実績値に近づけていくという開示戦略である。情報の受け手である投資家やアナリストは、こうした経営者の開示戦略を部分的に織り込むことに成功しているが、誤導されてしまっているパターンも見られた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の意義は、大きく2つあると考える。1つは、経営者予想の経済的帰結の分析に開示戦略という視点を加えることによって従来の研究では明らかとなっていなかった経営者の思考の影響を明らかにすることができる点である。当該分析は経営者予想に対する理解をより深めるものと考えられる。

もう1つは、新たな視点から大量データを活用した証拠を示すことで、実務に対してフィードバックを行える点である。本研究を実施することにより、情報作成者である経営者は、今後の予想の立て方に示唆を得ることができると考えられる。また情報利用者も公表される経営者予想の活用方法に示唆を得ることができると考えられる。

研究成果の概要（英文）：In the Japanese listed firms, the practice of the announcing the management earnings forecast at the beginning of the accounting period and publishing revision information during the period is well established. The result of analyzing the earnings forecast data announced by the management shows that there are some companies with strategic disclosure of the information. In detail, it is a disclosure strategy that announces conservative (aggressive) forecasts at the beginning of the period and makes upward (downward) revisions as the period progresses to bring it closer to actual results. Investors and analysts have succeeded in partially evaluating the management's disclosure strategy, but some patterns have been misleading.

研究分野：財務会計

キーワード：業績予想 開示戦略 経営者予想 アナリスト予想

1. 研究開始当初の背景

日本の証券取引所に上場する企業は証券取引所の要請を受けて、経営者自らが業績予想を公表している。こうした開示制度は国際的に見てもユニークであり、これまでも当該情報の特徴や有用性をはじめとして、多面的な研究が行われてきた領域である。しかし、多くの研究は開示制度の特徴を十分に踏まえた研究となっていない可能性がある。その1つは期中における予想情報の修正開示である。修正開示は、証券取引所からの要請だけでなく、インサイダー規制の観点から金融商品取引法でも規定されているが、経営者がどのように業績予想情報を期中に修正していくのかについては十分には解明されていないといえる。加えて、自発的要素を残しながらも制度開示となっている業績予想情報の開示は、1度切りでなく、毎年繰り返し実施されていくが、この点を踏まえた研究の蓄積はほとんど実施されてこなかったといえる。

投資家にとって非常に重要な情報である業績予想数値を期初だけでなく期中に修正を行いながら、毎年繰り返して公表していくという特徴を踏まえると、一部企業で当該情報の開示に対して戦略を有している可能性が浮かび上がる。こうした着想から、応募者は近年、期中修正情報を含めて、経営者がどのように業績予想情報を開示しているのかに関する実態分析を行った。その結果、経営者は期初時点で様々な要因および動機を持って期初予想を開示するが、過年度の期中修正行動も期初時点の予想の水準に影響を与えていることが判明した。また期初予想の水準でグループ分けを行うと、期中の修正行動はグループ間で異なっており、期初に積極的な（消極的な）予想を開示したグループは期中に下方修正（上方修正）を行う傾向にあることも判明した。

これら2つの知見から、経営者は一時点での正確な予想値を公表するというよりは、複数の会計期間にわたって意図を含めた情報を開示していることが示唆された。つまり、業績予想情報の開示戦略を有していると思われる企業が一部存在することを明らかにしてきた。しかし、開示戦略がどのような経済的帰結をもたらすかはほとんど明らかにできていない状況にあり、この観点からの研究に着手することに至った。

2. 研究の目的

本研究の目的は、経営者による業績予想の開示戦略とその経済的帰結の一端を明らかにすることにある。本研究では、(1)投資家の反応、(2)アナリストの反応、(3)投資予想情報と開示戦略の整合性およびその経済的帰結について分析を試みる。こうした分析を通して、企業の情報開示活動および投資家の情報分析（ひいては株式市場の効率的な資源配分）に対して示唆が得られると想定している。

3. 研究の方法

本研究では次の3つの方法を用いて実施した。

(1)経営者が公表する業績予想情報および将来情報の開示を題材に扱った先行研究を整理し、実証研究を実施する上での論点を抽出し、仮説を構築した。

(2)上記にて抽出した仮説を検証するために、日本企業の財務データ、株価データ、業績予想データを整理し、大規模サンプルを用いて実態分析及び実証分析を行った。

(3)一橋大学伊藤邦雄研究室が実施したアンケート「日本企業の CFO に対する意識調査」の回答を分析した（代表者も調査設計から参画している）。

4. 研究成果

本研究は、データベースから取得できる1997年から2019年の経営者予想情報を用いて、長期にわたる包括的な分析を実施している。予想時期や予想期間をある程度統一するために、3月期決算企業に限定しているが、分析対象企業数は延べ52,281社/年にのぼる（金融業は除いている）。

(1) 実態分析

分析期間中に証券取引所の制度改革が行われたが、分析期間を通じて約96%の企業が期初予想を公表しており、そのほぼすべてが決算短信と同時にとなっている（約99.6%）。決算日から期初予想を公表するまでの日数は大幅に短縮化されており、特に東京証券取引所が決算発表の迅速化を推奨した2007年以降は40日程度となっている。一方で、重要性が大きくないと判断できる個別（単体）業績予想の省略が可能となり、年々開示率は低下し、連結決算を行っている企業のうち2019年3月期に単体予想（配当予想を除いた売上・利益予想）を公表している企業は25%を下回っている。

前期実績を基準に、期初に公表する業績予想数値を調査すると、年ごとの景況感の影響はあるものの約7割の企業が増収増益を予想する。前期末総資産でデフレートした予想値の増収増益幅は、売上高予想で約5%（中央値、約3%）、各利益予想で約1%（中央値、約0.4%）となっている。実績値ベースでみた同期間の増収増益達成率は、6割弱となっていることから、全体的に見れば経営者の予想は楽観的と言える。この点をより正確に調査するために、企業ごとに予想誤差を算出して分析すると、期初予想を達成した企業の割合は5割を下回っていることが判明した。ただし、近年、予想精度（予想誤差の絶対値）は向上している。なお期初予想の増収増益幅でグループ化を行うと、その幅が正に大きいほど、予想達成率は低下し予想誤差も大きくなる。

(2) 期中修正行動の分析

期中の修正情報が入手できる 2003 年以降のデータ（分析対象企業数は延べ 38,356 社/年、予想データ数約 20 万件）を用いて分析を行ったところ、上場企業は期中に平均して 4.11 回（中央値 4 回）の業績予想情報を開示している。ただし、予想数値に修正がない場合も多く、実質的な修正回数は 1.58 回（中央値 1 回）となっている。前回の予想値を基準として修正情報の方向性を分析すると、上方修正回数よりも下方修正回数のほうが多いが、リーマンショックの影響を色濃く受けた 2009 年を除くと、利益予想は上方修正回数のほうが多かった。また期初予想の増収増益幅が大きい（小さい）グループほど、下方（上方）修正する回数が多かった。

これらを踏まえて、期初予想の増収増益幅を基準にグループ化（年ごとに小さいグループを 1 とし 10 グループに分類）を行い、実績との誤差の推移を分析したところ、ナンバーの小さい（大きい）グループは期初予想が公表される 300 日前の時点では実績値よりも低い（高い）が、徐々に上方（下方）修正を行い、決算期末の時点ではほぼ差異が解消されることが判明した。こうした開示行動が一貫したものであるかを確認したところ、一貫した上方・下方修正を行う企業の割合はそれぞれ約 3 割程度であった。ただし、近年は上方修正企業の割合が少し高まり、下方修正企業の割合は減少してきている。まとめると、期初に保守的な（積極的な）予想を公表し、期が進むにつれて一貫した上方修正（下方修正）を行うことで、実績に近づけていくという開示行動を一部企業が取っていることがデータから判明した。

この結果が偶然ではなく、意図的なものであるかを確認するために、一橋大学伊藤邦雄研究室が実施したアンケート「日本企業の CFO に対する意識調査」に基づいて、経営者の業績予想の開示方針を確認したところ、業績予想に関する開示方針を有している企業は「できるだけ正確な数値を公表」が過半を占めているが、「保守的な数値を公表」が約 3 割存在しており、「積極的（強気）な数値を公表」は少数であることが判明した。規模が大きい企業ほど、期初予想の増収増益幅は小さくなる（保守的になる）傾向があり、アンケート回答企業は規模が大きい企業が多いため、こうした結果となったと推測される。なお調査回答企業の業績予想開示方針と実際の開示行動に齟齬は見られないことも分析から明らかとなった。ここから、一部企業は業績予想情報を戦略的に開示しており、実際に開示された過去の業績予想データに基づいて、その戦略を識別できることが確認された。

(3) 業績予想の開示戦略と市場の反応

上記までの分析を踏まえて、経営者が業績予想情報の開示に戦略を有していると想定される場合、投資家（株式市場）は新たに公表される業績予想値にどのような反応を示しているのかを分析した。投資家は経営者の過去の開示行動を観察することができるので、各企業の開示戦略を踏まえて反応することが予想される。具体的には、過去に一貫して上方（下方）修正を行っている企業が公表する経営者予想情報に対して、今期も上方（下方）修正が実施されると考えて、投資家はよりポジティブ（ネガティブ）に評価することが予想される。分析の結果、投資家は過去の経営者の業績予想修正行動を踏まえて、新たに公表された経営者予想を評価しているが、上方修正を行う傾向にある企業が減益予想を公表しても、上方修正を行うとは捉えず、むしろネガティブに捉えていることが判明した。なお複数年にわたり一貫した上方修正を行っている企業が期初に増益予想を公表する場合、より強いポジティブな反応を示していた。この結果は、イベント・ウィンドウを変えても同様であり、頑健性のある結果である。

(4) 業績予想の開示戦略とアナリストの反応

内部者である経営者が公表する業績予想値は、業績予想の専門家であるアナリストにとっても非常に重要なインプット情報となるが、開示戦略を有していると想定される場合、アナリスト予想にどのような影響を与えるのかを分析した。分析の結果、前年度に一貫した上方修正を行った企業では、アナリスト予想の精度は明確な開示戦略が識別できない企業とおおむね差異はなかったが、アナリストは一貫した下方修正を実施してきた企業の予想に苦戦しており、その予想精度は低くなることが判明した。なおアナリスト、特に 3 人以上のアナリストがカバーしている企業では、一貫した上方（下方）修正を行う企業の割合が相対的に高く（低く）、アナリストが予想を形成しやすい環境となっている。アナリストが予想しやすい企業を選択しているのか、それともアナリストにカバーされたことを契機に、経営者が開示戦略を修正しているのかについても今後分析を進めたい。

(5) 投資金額の決定要因

投資予想情報を含めた経営者の予想開示戦略に関する分析に向けて、予備的分析を実施した。具体的には、投資予想情報を活用するにあたって、投資金額の決定要因を探る必要があることから、包括利益を題材に企業の投資（設備投資および研究開発投資）の決定要因を分析した。

(6) コントロール・サンプルの抽出方法

経営者予想の公表に関して開示戦略を有していると想定されるサンプルと有していないサンプルとの比較に当たり、適切なコントロール・サンプルの抽出を行う必要があることから、傾向スコアマッチングなどのコントロール・サンプルの抽出手法について知識を習得し、退職給

付制度をテーマに確定拠出型年金制度を導入した企業と導入していない企業の経済的帰結について分析を実施した。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 鈴木智大	4. 巻 -
2. 論文標題 退職給付にかかわる会計制度と法制度の経済的帰結	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 JAA特別委員会（最終報告書）『企業会計制度に関する総合的研究』	6. 最初と最後の頁 273-288
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Tomohiro Suzuki and Takuma Kochiyama	4. 巻 51(1)
2. 論文標題 Impact of Fair Value Measurement on Corporate Investment: Other Comprehensive Income	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 Hitotsubashi Journal of Commerce and Management	6. 最初と最後の頁 17-37
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） info:doi/10.15057/28854	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 伊藤邦雄、加賀谷哲之、鈴木智大、河内山拓磨	4. 巻 65(3)
2. 論文標題 日本におけるガバナンス改革の「実質的」影響をめぐる実証分析	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 一橋ビジネスレビュー	6. 最初と最後の頁 76-92
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 伊藤邦雄・鈴木智大	4. 巻 68-11
2. 論文標題 CFO調査からわかった経営者業績予想の開示戦略	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 124-130
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----