

平成 22 年 6 月 16 日現在

研究種目：若手研究 (B)

研究期間：2008～2009

課題番号：20730302

研究課題名 (和文) 経営者による利益予測と証券アナリスト予測との相互作用

研究課題名 (英文) interaction between management forecasts and analysts' forecasts

研究代表者 張 櫻馨 (CHANG YING-HSIN)

横浜市立大学・国際総合科学部・准教授

研究者番号：70404978

研究成果の概要 (和文)：

四半期決算短信が導入された平成 16 年から平成 18 年にかけて、東京証券取引所 1 部上場企業から業績予想とアナリスト予想の両方を入手できる 946 社をサンプルに検証を行った。その結果は以下の通りである。

1. 経営者が業績予想を上方修正した場合、修正後の業績予想は実績値より低く、保守的な傾向が強い。その一方、下方修正した場合は、実績値よりも高く、楽観的な傾向が強いことが明らかとなった。すなわち、経営者が業績予想を修正する際、上方修正の場合でも、下方修正の場合でも、その修正幅を現状より控えめにする傾向があるといえる。
2. 証券アナリスト予想の傾向については、業績予想が上方修正された後の証券アナリストは、業績予想と同じく保守的な傾向にあるが、その傾向は業績予想よりも強いことが明らかとなった。また、業績予想が下方修正された後の証券アナリスト予想は、業績予想と同様に楽観的な傾向にあるが、その傾向は業績予想よりも顕著であるという結果を得ている。
3. 経営者が発表した業績予想の修正と逆の方向に修正した証券アナリスト予想の精度と、業績予想の修正値が発表されても、予想を据え置いた証券アナリスト予想の精度は、修正後の業績予想の精度よりも低いということも観察することができた。

研究成果の概要 (英文)：

Because of the TSE requested listed company to disclosure the quarterly summary of earnings digest from 2004, I collect samples from the years 2004 to 2005. Finally, 946 firm samples are selected from 1st sections of TSE that management forecasts and analysts' forecast are both obtainable. Key results are following.

1. When management make a upward/downward revision, the revised forecasts are lower/higher than actual earning toward pessimistic/optimistic. I conjecture that management revise forecasts lower than actually need.
2. When security analysts make a upward/downward revision, the revised forecasts' trends are same with the revised managements forecasts that lower/higher than actual earning toward pessimistic/optimistic. In addition the trends of revised analysts' forecasts are more obvious than revised management forecasts.
3. The accuracy of revised analysts' forecasts that in an opposite direction to revised forecasts by management are lower. Further, when management revised forecasts and the analysts not, the accuracy of unrevised analysts' forecasts are lower than forecasts revised by management.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	700,000	210,000	910,000
2009年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,300,000	390,000	1,690,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学 (A)財務会計

キーワード：業績予想、アナリスト予想

1. 研究開始当初の背景

以下の研究の結果から、経営者による業績予想の誤差は、予想外の事象による結果ではなく、経営者の利己的なインセンティブが働いた結果である可能性がある。

(1)社債の発行と業績予想¹

普通社債、転換社債とワラント債を発行する企業を検証対象に、経営者の予測情報の開示パターンを検証した結果、経営者は、社債の種類に合わせて、資本コストの抑制を目的に予想情報或は実績値を操作する可能性があることが明らかとなった

(2)ストップ・オプションの付与と業績予想²

ストック・オプションが付与されている経営者が発表する業績予想を検証した結果、経営者はストック・オプションの権利行使期間前後に予想情報の操作を行っている可能性が高いという結果を得ている。

(3)証券アナリストのインセンティブ³

米国の先行研究をサーベイした結果、その多くは、楽観的な予想がアナリストの利己的な活動による結果であることを指摘している。

日米の先行研究によって、経営者とアナリストは、それぞれ自らの都合に合わせて予想情報を作成する可能性があることが明らかとなったが、それぞれのインセンティブの下で発表された予想情報は、またお互いが発表した予測情報に影響され、修正される可能性がある。このような経営者予想とアナリスト予想の相互作用に関する検証は、まだ少ない。本研究はここに着目して検証を行うことにした。

2. 研究の目的

日本の場合、上場企業は決算短信を通じて定期的に業績予想を開示している。アナリストは、この情報を参考に利益予想を作成していると考えられる。その一方、経営者は、アナリスト予想を市場の評価としてみたり、市場の評価に対して業績予想やその修正という形で反応すると考えられる。そこで、本研究では、(1)経営者は業績予想の修正の発表を通じて、アナリスト予想を自らに有利になるように誘導(guidance)するかどうかと、(2)

¹ 「第9章予測情報のディスクロージャーとデット・ファイナンス」宇南山秀夫・三浦敬『会計ディスクロージャーの新機軸』東京経済情報、2002年10月、pp.123-139。

² 「ストック・オプションの権利行使期間前後における経営者の予測情報の開示行動」『横浜市立大学大学院院生論集社会科学系列』第9号、2003年10月、pp.21-31。

³ 「予測情報からみる証券アナリストのインセンティブ」『横浜市立大学論叢社会科学系列』第57巻第1-3合併号、2005年3月、pp.1-20。

経営者が発表する業績予想の修正に対するアナリストの反応を明らかにする。

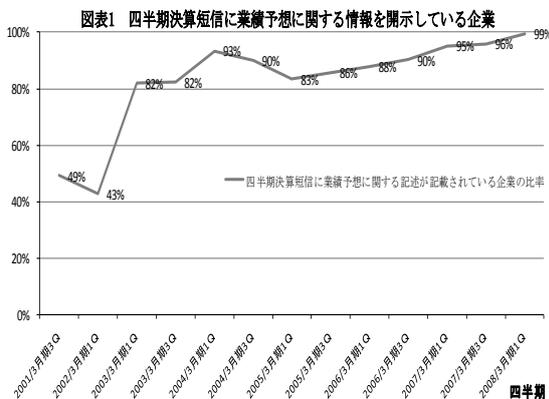
3. 研究の方法

- (1)経営者が発表する業績予想の修正を集める。
- (2)アナリストが発表する予想値と予想の修正を集める。
- (3)業績予想の修正の特徴を明らかにする
- (4)アナリスト予想とその修正特徴を明らかにする
- (5)業績予想の修正とアナリスト予想との関係を検証する

4. 研究成果

(1)四半期業績予想の発表企業数について

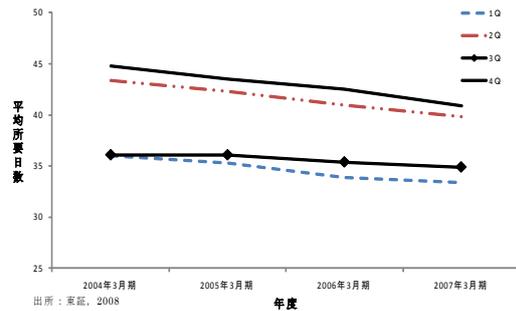
東京証券取引所は16年3月期から段階的に四半期決算短信の開示を進めて、20年4月に本格的に四半期決算短信が開示されるようになった。本研究が東京証券取引所の調査結果をまとめた結果、四半期決算短信を開示する企業は、15年3月期第1四半期の82%から平成20年3月期の第1四半期の99%に達したことが明らかとなった。四半期情報の開示は、上場企業に浸透しているといえる。



(2)四半期業績予想が発表されるまでの日数について

四半期が発表されるまでの平均日数を調べた結果、最も時間がかかるのは、第4四半期(決算発表)で、その次が第2四半期であることが明らかとなった。経営者は第2四半期に業績の見直しを行うと考えられる。

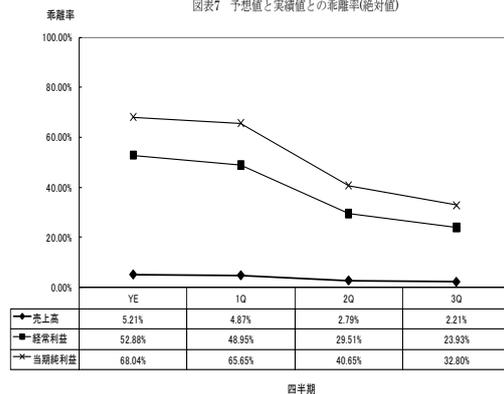
図表2 四半期決算短信が発表されるまでの平均所要日数



(3)業績予想の修正の精度について

検証の結果によって期初に発表される業績予想の精度が最も低く、その後期末に向かって、業績予想の精度が高まっていくことが明らかとなった。また、売上高予想、経常利益予想と当期純利益予想のうち、売上高予想の精度が最も高く、その次が経常利益予想と当期純利益予想となっている。これらの結果から経営者は、定期的に予想値を見直しており、業績予想の修正を通じて利害関係者に有用な予想情報を提供しているといえる。

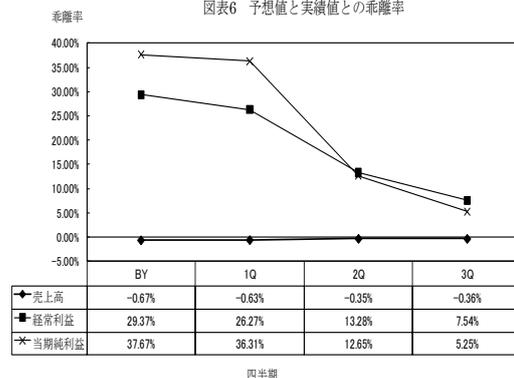
図表7 予想値と実績値との乖離率(絶対値)



(4)業績予想の傾向について

検証の結果は売上高予想を除いて、業績予想も業績予想の修正も基本的に楽観的な傾向(乖離率がプラス=予想値>実績値)にあることを示している。

図表6 予想値と実績値との乖離率



(5)業績予想の修正の幅について

本研究の分析結果から、業績予想が修正されても、実績値やその前に発表された業績予想の修正より下回るという結果を得ている。これは経営者が経営の実態を忠実に反映した結果である可能性がある一方、経営実態を把握したにもかかわらず、修正の幅を少なくし、上方修正になるよう業績予想を少しずつ修正していき、グッド・ニュースを演出していることも考えられる。

(6)今後の課題

以上の検証によって、経営者が発表する業績予想とその修正の特徴および、アナリスト予想とその修正の特徴をある程度明らかにすることができたが、課題はまだ残っている。

- ①検証年度をさらに伸ばし、検証の結果の適用性を高める
- ②経営者は四半期決算短信だけでなく、「業績予想の修正」という形で、業績予想を修正することもできる。「業績予想の修正」を検証対象に含め、さらに検証を行う必要がある。

今後は、以上の課題をさらに検証していきたいと考えている。

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)

「四半期決算短信にに含まれている業績予想の特徴」『横浜市立大学論叢～社会科学系列』61巻第1号。

6. 研究組織

(1)研究代表者

張 櫻馨 (CHANG YING-HSIN)

横浜市立大学・国際総合科学部・准教授

研究者番号：70404978