

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 5 月 31 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380599

研究課題名(和文) 経営者予想利益の裁量性に関する実証分析

研究課題名(英文) Managerial discretion over initial earnings forecasts

研究代表者

首藤 昭信 (SHUTO, Akinobu)

東京大学・大学院経済学研究科・准教授

研究者番号：60349181

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、経営者予想利益の公表に伴う経営者の裁量行動を分析することである。具体的には、決算発表時に公表する次期の利益予想値について、(1)経営者は裁量的な予想利益の調整を行っているか、(2)行っているとすれば、その経済的動機は何か、ということ进行分析した。分析の結果、経営者は減益予想を回避するような形で予想値の調整を行っており、そのような予想利益に対して、株式市場は好意的に反応していることが分かった。これは株式市場が経営者の予想利益調整を見抜いていないことを示唆しており、経営者が株式市場を意識した予想利益の調整を行っていることを示唆した。

研究成果の概要(英文)：The main purpose of this study is to investigate managerial discretion over managers' initial management forecasts issued concurrently with earnings announcements. The unique reporting system for management forecasts in Japan, systematic bundled management forecasts, creates an earnings benchmark (i.e., forecast innovations) to which earnings management research has not paid much attention. First, we find that managers engage in forecast management through discretionary forecasts to avoid negative forecast innovations. Second, we reveal that 1) firms that avoid negative forecast innovations enjoy a higher return even when they use discretionary forecasts to do so and that 2) the relation between forecast innovations and return is S-shaped. These results suggest that the market rewards firms that achieve a forecast innovation benchmark, providing a sound rationale for managers' use of forecast management.

研究分野：会計学

キーワード：会計学 経営者予想利益 利益調整

1. 研究開始当初の背景

わが国の情報開示制度の最大の特徴は、経営者が自ら次期の財務数値の予想を公表する決算短信制度を有していることである。決算短信制度のもとでは、経営者は次期の売上高、経常利益、当期純利益または配当といった予想情報を、実績値と共に投資家に公表する。これは証券取引所の要請にしたがって行われる開示実務であるが、ほぼすべての上場企業が予想情報を開示している。情報開示制度が進んでいるといわれる米国でも、経営者予想利益の開示は任意開示であり、日本のような全社的な開示は行われていない。そのため、我が国の開示制度は予想利益情報を分析する貴重な研究機会となっている。

2. 研究の目的

本研究の目的は、経営者予想利益の公表に伴う経営者の裁量行動を実証的に分析することである。具体的には、(1) 経営者が利益公表時点で予想利益の調整を行っているか、(2) 行っている場合、その経済的動機は何か、ということ进行分析する。本研究では、経営者は、予想利益公表時点の株価変動を意識して、減益見通しとなるような予想利益の公表を回避する、という仮説を設定した。さらに、そのような行動の経済的動機を説明するために、経営者の裁量的な予想利益の公表に対して株式市場は好意的に反応することを予測する。

3. 研究の方法

本研究では、経営者予想利益の裁量行動を見抜くために、会計学研究のファンダメンタル分析の知見に依拠して裁量部分（「裁量的予想」と定義）を推計している。経営者予想利益に関する裁量性の存在を検証するために、利益調整研究において裁量行動を検出する手法として定着している利益分布アプローチを利用した。具体的には、利益公表時の実績利益と予想利益の差額として定義される「利益イノベーション」をヒストグラムの形で示すことによって、予想利益の裁量性の有無を検証した。ヒストグラムのゼロ付近において分布の不規則性が観察されれば、裁量的な予想値調整が行われたと判断される。

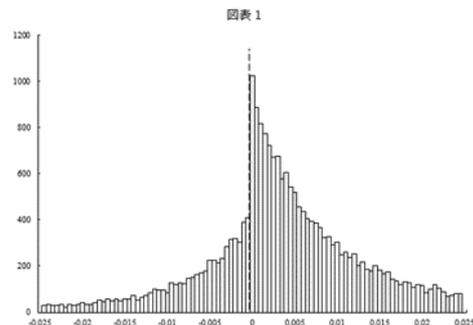
また経営者が、株価を意識した予想利益の調整を行っているかどうかを検証するために、利益イノベーションと公表時の株式リターンの関連性を、重回帰分析を中心とする複数の分析モデルを利用して検証した。

4. 研究成果

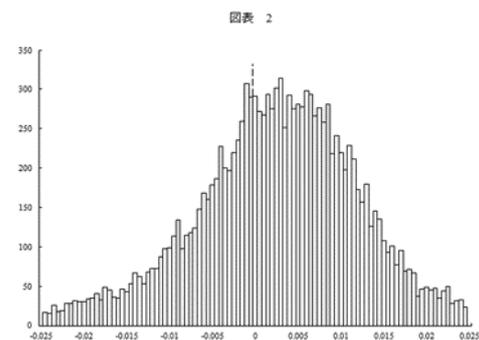
本研究の主要な調査結果を要約すれば以下のとおりである。第1に、経営者が減益予想（負の利益イノベーション）の公表を回避しているかどうかを検証するために、図表1のように総資産額で基準化した利益イノベーションを分布させた。

図表1を見ると、ゼロ付近で分布の不規則

性が観察される。これは経営者が負の利益イノベーションの報告を回避するために予想利益を調整していることを示唆している。



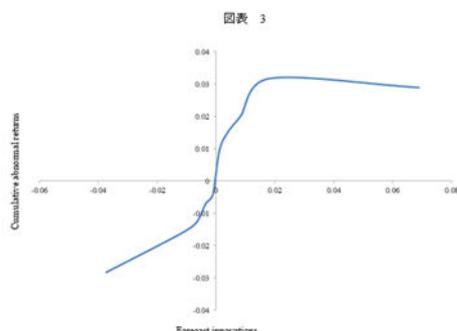
さらに図表2は、利益イノベーションから裁量的予想を控除した非裁量的利益イノベーションを分布させた結果である。図表2をみると、図表1とは異なり、ゼロ付近で分布の不規則性は観察されない。以上の結果は、日本企業の経営者は、負の利益イノベーションの報告を回避するために、裁量的予想を利用して、経営者予想利益を操作していることを示唆している。



第2に、経営者の裁量的予想と株式市場の関連性を分析するために以下の2つの分析を行った。まず、負の利益イノベーションの回避が、他の利益ベンチマークの達成を所与としても株式市場で評価されているかどうかを検証した。具体的には、減益回避、損失回避または経営者予想利益の達成という、他の利益ベンチマークの達成をコントロールしてもなお、負の利益イノベーションの回避は、短期的な株価の上昇をもたらすことが分かった。さらに興味深い点は、経営者が裁量的予想を利用して負の利益イノベーションを回避した場合でも、市場は経営者予想利益の公表に対して高い評価を与えることが分かった。これは経営者が負の利益イノベーションを回避することで株価をマネジメントできることを示唆している。

次に、利益イノベーションの公表額と株式リターンの変動額の関連性を検証した。具体的には、両者の関連性が非線形であるS字型の関係になっているかどうかを調査した。両者がS字型の関係にあるということは、負の

利益イノベーションをわずかな額でも報告した場合は大幅な株価下落を招き、回避した場合は多額のリターンを獲得できることを意味する。



図表 3 は、その分析結果を要約している。図表から明らかとなり、両者には非線形の関係が確認された。これは負の利益イノベーションを回避することで、企業は実質的なベネフィットを享受できることを意味しており、予想利益の調整を行う合理的な根拠として理解できる。

最後に本研究では、このような株価反応が、市場の非効率性を意味するのかどうかを追加的検証として実施した。上記の結果は、一見すると経営者による予想利益の調整に市場が騙されたように見えるが、裁量的予想に将来情報が含まれており、市場はそれに効率的に反応した可能性がある。裁量的予想が将来の業績改善のシグナリングを意味している場合、上記の結果は市場の効率性と矛盾しない結果となる。

その可能性を検討するために、裁量的予想を利用して負の利益イノベーションを回避した企業の将来業績が、実際に改善しているかどうかを調べたが、そのような結果は得られなかった。この結果は、経営者の裁量的な予想値の調整に、株式市場は誤導されている可能性を示唆している。

本研究の調査結果を要約すれば、(1) 経営者は負の利益イノベーションを回避するために、予想利益を裁量的に調整している、(2) 負の利益イノベーションの回避は、それが裁量的予想による場合でも、正の株式リターンをたらず、そして (3) 利益イノベーションの公表額と株式リターンの大きさは、S 字型の関係にある、ということが分かった。以上の結果は、日本企業の経営者が株価のマネジメントを意識して、経営者予想利益を裁量的に調整していることを示唆している。

本研究の調査結果は、投資家や規制当局を中心とする利害関係者に重要なインプリケーションを有する。経営者が期首の予想利益を調整する強いインセンティブを有し、マーケットはそのような利益に過剰反応していることを示唆する本研究の結果は、彼らの意思決定の改善に大きく寄与することが期待されるためである。

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 3 件)

① Kitagawa, N., and A. Shuto. 2015. "Credibility of management earnings forecasts and future returns," Working paper, CARF-F-367, The University of Tokyo: 1-64. 査読無し

② Iwasaki T., Kitagawa, N., and A. Shuto. 2015. "Managerial discretion over initial management earnings forecasts" Working paper, CARF-F-369, The University of Tokyo: 1-61. 査読無し

③ Iwasaki T., and A. Shuto. 2015. "The effect of institutional factors on discontinuities in earnings distribution: Public versus private firms in Japan," Journal of Accounting Auditing and Finance 30 (3): 283-317. 査読有 DOI: 10.1177/0148558X14544504

④ Iwasaki T., and A. Shuto. 2014. "Stable shareholdings, the decision horizon problem and pattern of earnings management," Journal of Business Finance and Accounting 41 (9-10): 1212-1242. 査読有 DOI: 10.1111/jbfa.12091

⑤ 首藤昭信・榎本正博 (2013) 「倒産企業における会計操作の検出」『現代ディスクロージャー研究 追悼記念号』第 13 号, 33-48 頁. 査読無し

⑥ 首藤昭信 (2013) 「利益調整研究の体系と新動向」『証券アナリストジャーナル』第 51 巻 5 号, 6-19 頁. 査読無し

⑦ 首藤昭信 (2013) 「ビッグ・バスの目的と効果」『企業会計』第 65 巻 2 号, 193-201 頁. 査読無し

[学会発表] (計 0 件)

[図書] (計 3 件)

① 首藤昭信 (2013) 「利益調整の動機と手法」伊藤邦雄・桜井久勝責任編集『会計情報の有用性』中央経済社, 251-293 頁.

[産業財産権]

○出願状況 (計 0 件)

名称:

発明者:

権利者:

種類:

番号:

出願年月日：
国内外の別：

○取得状況（計 0 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

首藤 昭信 (SHUTO, Akinobu)
東京大学・大学院経済学研究科・准教授
研究者番号：60349181

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：