

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 20 日現在

機関番号：32602

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2015

課題番号：25780291

研究課題名(和文) 経営者予想の水準とその経済的帰結に関する分析

研究課題名(英文) Disclosure Strategy of Management Earnings Forecast and Economic consequences

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) 1,800,000円

研究成果の概要(和文)：証券取引所の要請を受けて日本では上場企業のほとんどが、決算短信の中で業績予想値を公表している。内部者である経営者が公表する将来情報であることから投資家にとっての有用性は高くこれまでも数多くの研究が実施されてきたが、「経営者予想は繰り返し実施されるという性質」を考慮した研究はほとんど行われていないのが現状である。さらに、日本では期中に予想の修正が求められている。これらの点を考慮すると、一部の経営者は何らかの意図をもって業績予想情報を開示している可能性がある。そこで、業績予想について開示戦略を有している企業を識別するとともに、そうした情報を開示することによる経済的帰結を複数の観点から分析した。

研究成果の概要(英文)：Management earnings forecasts disclosure in Japan is effectively mandated, and most listed firms report management forecasts. The management forecasts are very useful information for investors. So many studies on the management earnings forecasts have been performed. However, there is little studies which analyzes in consideration of the iterative nature of management earnings forecasts. This study investigates the economic consequences of the management earnings forecasts in consideration of the iterative nature. To do this, this study identifies whether firms have a disclosure strategy on the management earnings forecasts, analyzes how do investors evaluate the disclosure strategy and what kinds of the disclosure strategy grow the firms.

研究分野：財務会計

キーワード：業績予想 開示戦略

1. 研究開始当初の背景

証券取引所の要請を受けて、日本では上場企業のほとんどが、決算短信の中で業績予想値を公表している。当該情報は、極めて強い価値関連性を有していることが判明している(太田; 2005, Ota; 2006 など)。先行研究から示唆されるように、経営者予想情報は、日本の株式市場において非常に重要な役割を果たしていると言える。

こうした研究題材の重要性から、これまでも経営者予想に関する研究は数多く実施されてきたが、全般的に公表された予想値と事後に観察される実績値との差異(予想の正確さ、予想精度や誤差)に焦点があてられているといえる。そのため、先行研究の多くでは、経営者の計画作成能力(予想能力+動機・意図; 本研究では経営者予想の水準と呼ぶ)と計画実行能力の双方を区別することができていないといえる。たとえば、状況 A: 達成困難な計画(経営者予想値)を立案したため、実行できなかった、状況 B: 達成可能な計画を立案したが、実行において不備があったといった両ケースにおいて、予想の正確さのみ注目すると、両者を同様に扱ってしまう恐れがある。さらに、状況 A において、経営者が意図的に達成困難な計画を立案したのか、単に読みが甘くて企業能力を超えた計画を立ててしまったのかについても、区別することができていないといえる。

申請者は、こうした研究上の課題を踏まえて、経営者予想の水準に注目することで、より正確に起きている事象を捉えることができ、ひいては、経営者予想情報研究に新たな知見をもたらすことができるとの認識に至った。

こうした観点から先行研究を調べたところ、後藤(1997)、野間(2008)、Kato, Skinner, and Kunimura (2009)などを発見した。ただし、これらの研究では、実態分析にとどまっている、計画作成能力に影響を与える要因が分析されていない、上記を踏まえた上での経済的帰結が分析されていないといったことが判明した。そこで、本研究では、経営者予想の水準に注目し、なぜ経営者は積極的あるいは保守的な予想を公表するのか、またそれぞれの予想はどのような経済的帰結をもたらすのか等の分析を実施する。

<引用文献>

太田浩司. 2005. 「予想利益の精度と価値関連性--I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較」『現代ファイナンス』(18): 141-159.

Ota, K. 2006. Determinants of Bias in Management Earnings Forecasts: Empirical Evidence from Japan. International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting : 267-294.

後藤雅敏. 1997. 『会計と予測情報』中央経済社.

野間幹晴. 2008. 「経営者予想とアナリス

ト予想 - 期待マネジメントとハーディング」『企業会計』60(5): 756-762.

Kato, K., Skinner, D. J. and Kunimura, M. 2009. Management Forecasts in Japan: An Empirical Study of Forecasts that Are Effectively Mandated. The Accounting Review 84 (5) : 1575-1606.

2. 研究の目的

本研究の目的は大きく3つある。

(1) 経営者が公表する業績予想の対前期比水準に影響を与える要因や動機を明らかにすること。

(2) 期初時点の予想水準および期中の修正行動から、業績予想の開示戦略を有していると思われる企業を識別し、そうした企業が公表する予想情報を投資家がどのように評価することを明らかにすること。

(3) 上記に定義した業績予想の開示戦略と企業の成長の関係を明らかにすること。

3. 研究の方法

本研究では次の2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。

4. 研究成果

(1) 積極的・保守的な業績予想を行う経営者の動機やインセンティブの一端を明らかにするとともに、どのような時に経営者は予想方針の見直しを行うのかについて検証を行った。結果をまとめると、経営者が報酬面で高株価の恩恵を受ける企業、財務困窮企業、株式市場のプレッシャーが強い企業、予想期に株主から資金調達を行う企業は積極的な予想を、債権者のプレッシャーが強い企業は保守的な予想を公表する傾向にあることが観察された。また経営者交代時に前任者が経常利益を計上している企業は予想の積極性の程度を弱めるのに対し、経常損失を計上している企業は積極的な予想を公表することが判明した。さらに前期に正の大きな予想誤差を計上した企業は予想の積極性の程度を弱めるのに対し、負の大きな予想誤差を計上した企業は積極的な予想を公表するという結果も観察された。

(2) 経営者による業績予想の修正行動と株式市場の反応について分析を行った。具体的には、実際の業績予想修正データを用いて、ある期の予想について一貫した修正行動を実施している企業(経営者が業績予想の情報開示において開示戦略を有している企業、以降開示戦略をこの意味で用いる)を抽出した。

こうして抽出された企業について、上方修正・下方修正ごとにダミー変数を作成し、次期経営者予想との交差項を作成して、本検証を実施した。分析結果をまとめると、投資家は決算発表にて公表される次期経営者予想を利用する際に、経営者の過去の業績予想修正行動を考慮していることが判明した。具体的には過去に一貫した上方修正を行っている企業が公表する次期予想値を割り増して評価する一方で、一貫した下方修正を実施している企業が公表する次期予想値を割り引いて評価しているという結果が析出された。この結果は、イベント・ウィンドウおよびCAR算出方法を変えても同様であり、頑健性のある結果である。

(3) 経営者が掲げる高い目標とその後の企業成長の関係について分析を行った。従来から、実績に比して、高い業績予想値を継続的に公表している企業が一部存在していることが示されていたが、投資家からペナルティを受ける可能性が高いにもかかわらず、こうした開示行動が取られているのかは不明であった。本研究では、心理学分野発展してきた目標設定理論を用いて、この点の解明を試みた。目標設定理論によれば、高い目標を設定するほうが努力投入量および成果 (effort and performance) が高くなることが発見されている。また特定かつ困難な (specific, difficult goals) 目標は一貫して、do-your-best goals よりも高い成果を導くことが発見されている。こうした目標設定理論の知見を経営者業績予想に活用すると、一部の経営者は、あえて困難な高い目標を継続的に社外に公表することで従業員との間に明確な共有目標を設定し、従業員のやる気や創造性を引き出している可能性がある。分析の結果、内生性をコントロールした後でも、事前期間の経営者予想の水準が事後期間の成長性に影響を及ぼしていることが判明した。具体的には、長期にわたり積極的な予想を公表する企業は、企業特性などが類似しているが保守的な予想を公表している企業よりも、利益成長および株価成長を実現していることが明らかとなった。

(4) 当初予定していなかった研究ではあるが、なぜ経営者予想では予想誤差が持続するのかについて分析を行った。先行研究では日米を問わず、業績予想の誤差には持続性が観察されているが、なぜ持続性が観察されているのかについては、米国企業をサンプルに分析を行った Gong et al. (2011) のみである。また同研究では、持続性の要因をインセンティブと企業特性に分けて、それらで説明できない部分を意図的ではない情報処理バイアスとして分析を行っており、意図的な部分、つまり経営者の開示戦略を明示的に取り上げていない。そこで本研究では、Gong et al. (2011) のリサーチ・デザインを改善する

とともに、日本企業を対象に持続性の要因分析を試みた。分析の結果、企業レベルのインセンティブ、経営者のインセンティブ、企業特性、業績予想の開示戦略、意図的ではない情報処理バイアスが日本企業の業績予想誤差に持続性をもたらしていることが判明した。一方でコーポレート・ガバナンスは持続性の要因となっているという結果は一貫して観察されなかった。適切なガバナンスが業績予想にかけるバイアスを弱めている可能性がある。

<引用文献>

Gong, G., L. A. Li, and J. J. Wang. 2011. Serial Correlation in Management Earnings Forecast Errors. *Journal of Accounting Research* 49(3): 677-720.

(5) 2014年11月に一橋大学大学院商学研究科伊藤邦雄研究室が実施した「日本企業のCFOに対する意識調査」の設計(企業目標および経営者予想の設問を担当)を行い、調査結果を集計した。実際のデータからみた経営者の予想開示行動よりも、企業側の意識としては保守的な開示行動を採用していることがわかり、このギャップがなぜ生じているのかという新たな視座を獲得できた。

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1件)

鈴木智大, 積極的・保守的業績予想企業の特徴と予想方針の見直し, 会計プロGRESS, 査読有, No.14, 26-39頁, 2013年9月.

[学会発表](計7件)

鈴木智大, 経営者による業績予想の修正行動と株式市場の反応, 日本会計研究学会第72回大会, 2013年9月5日, 中部大学(愛知県)

鈴木智大・高須悠介, Does Management Forecast Drive Growth of the Firm?, 25th Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues 2013年11月10日 Bali, Indonesia

The Vernon Zimmerman Best Paper Award (Best Doctoral Student Paper) を受賞。(授与団体: Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues).

鈴木智大, なぜ経営者が公表する業績予想の誤差は持続するのか, 日本ディスクロージャー研究学会第8回研究大会, 2014年1月11日, 専修大学(東京都)

鈴木智大・高須悠介, Management Forecasts As A Driving Force For Growth, EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION 37TH ANNUAL CONGRESS 2014年5月23日, TALLINN, ESTONIA.

鈴木智大・高須悠介 ,Management Forecasts
As A Driving Force For Growth , The 2014
Annual Meeting of the American Accounting
Association ,2014年8月6日 ,Atlanta ,USA

鈴木智大 ,なぜ経営者が公表する業績予想
の誤差は持続するのか ,日本会計研究学会第
73回大会 ,2014年9月5日 ,横浜国立大学
(神奈川県)

鈴木智大 ,経営者業績予想の開示戦略～ア
ンケート調査結果から～ ,日本会計研究学会
第74回大会 ,2015年9月8日 ,神戸大学(兵
庫県)

〔図書〕(計1件)

Tomohiro Suzuki , “ Management
Incentives to Publish Aggressive or
Conservative Earnings Forecasts and
Disclosure Policy Change? ” ,
International Perspectives on Accounting
and Corporate Behavior , Chapter13,
285-309, 2014.02.

6. 研究組織

(1)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