

経営者業績予想の駆け込み修正の研究 — その実態と実証会計学への影響 —

埼玉大学 経済学部

専任講師 円谷 昭一

目 次

- | | |
|-----------------|----------------|
| 1. 業績予想研究の意義 | 5. 実証会計学への影響 |
| 2. サンプルと業績予想の概況 | 6. 同値発表企業の特徴 |
| 3. 駆け込み修正の状況 | 7. 同値発表企業の株価形成 |
| 4. 同値発表企業の存在 | 8. まとめと課題 |

わが国ではほぼすべての上場企業が業績予想を発表している。発表された業績予想はその後に修正されることが多いが、決算発表直前での駆け込み修正が多く行われている。駆け込み修正において、当期実績値を修正値として発表している企業が存在する。これまで実証会計学においては有価証券報告書や決算短信の発表日をもって企業の利益発表日としてきたが、こうした企業は業績予想の修正を通じて“第3の”利益発表を実質的に行っており、これら企業は実証会計研究のリサーチ・デザインに影響を与える可能性がある。

1. 業績予想研究の意義

わが国では企業による業績予想の開示が制度的に整備されている。このほかにも証券会社や格付機関のアナリスト、新聞社や出版社のアナリスト、最近では特定の金融機関と関係を持たない中立的なインディペンデント・アナリストなどがさまざまな形で企業の業績予想を発表している。

わが国ではさまざまな業績予想情報が提供されているが、とりわけ他国と異なる点は、ほぼすべての企業が決算短信や適時開示を通じて業績予想を発表していることにある。これに対して米国企業では、全米IR協会 (NIRI) が行ったNIRI [2007] によれば、何らかの財務情報ガイダンス (注1) を提供しているのは全体の71%である。この71%の企業の中で、EPSのガイダンスを公表している



円谷 昭一 (つむらや しょういち)

2001年一橋大学商学部卒業。06年一橋大学大学院商学研究科博士課程修了、博士 (商学) 取得。07年より現職、日本IR協議会客員研究員。

企業は77%、売上高では71%であった。

太田 [2006] は「わが国では、他国に先駆けて経営者予想開示制度が古くから確立されており、企業が公表する予測情報に関しては、その頻度や量において、米国のみならず他の諸外国を圧倒している。今後、この豊富な情報量をうまく生かせるリサーチ・デザインを構築できれば、他国に先んじる研究も可能であり、またその研究結果は他国にも貴重な示唆を与えるものと考えられる」(p.85) と述べている。

近年に各種データベースの整備が進んだこともあり、わが国の業績予想研究にも進展が見られる。しかしながら一方で「わが国の予測情報に関する研究論文数は、米国と比較して極端に少なく…(中略) …今後、わが国の予測情報に関する研究論文数の増加が強く望まれるところである」(太田 [2007] p.98) という現状にあり、今後のさらなる研究蓄積が待たれている。

他国にはない研究環境にあるわが国での業績予想研究は、ディスクロージャー研究にとどまらず利益調整研究、資本市場研究さらには開示制度の整備に対しても重要な示唆を与えるかもしれない。ここに業績予想研究の意義が見いだせる。本稿では企業業績予想に焦点を当て、これまで先行研究では必ずしも明らかにされてこなかった予想値の駆け込み修正の実態を浮き彫りにする。

本稿では業績予想の修正の中でも、とりわけ当期実績値の発表日(決算短信発表日)に近い時点で発表される予想修正を取り上げる。企業が実績発表日の直前に駆け込みで業績予想を修正し、か

つ、そこで発表される予想値の精度が高いことは既に先行研究で明らかにされている(桜井・後藤 [1992] や円谷 [2007] など)。

本稿では、駆け込み修正で新しく発表された予想値が、その後に発表される当期実績値と全く同一値である企業が存在することを明らかにする。こうした企業に焦点を当てた研究は、筆者がサーベイする限りではわが国では行われていない。

そのほかにも本稿には幾つかの成果があったと期待している。これまでの経営者予想に関する先行研究で用いられる予想値は、決算短信で発表される期初の予想値や中間決算短信で修正発表された値が多かった(注2)。しかしながら、企業は決算短信とは別に適時開示によって予想修正を発表している。本稿では企業が適時開示で発表する業績予想の修正状況を日次で確かめている。これまで四半期や月次での推移を明らかにした研究は行われてきたが、日次推移を示したものは野間 [2008] などごく少数である。

2. サンプルと業績予想の概況

研究を進めるに当たってサンプルを抽出する。2004年3月期から07年3月期までの3月決算の全上場企業の中から米国会計基準採用企業(注3)および分析期間における連続した連結での業績予想情報および実績値が入手できなかった企業を除外した。データはQUICK AMSUSから入手している。

当期の業績予想値は前期末本決算の決算短信に

(注1) NIRIの調査におけるガイダンスの定義は、「企業業績に関する何らかの将来予想値」とされており、例えば年度予想と四半期予想や、単一値と範囲値などを区別せずにすべてガイダンスに含めている。佐藤 [2008] も参照。

(注2) 浅野 [2007] のように、適時開示された最終修正値を用いた研究もある。

(注3) 米国会計基準採用は経常利益の予想値が開示されていないためである。

において初めて開示されるが、本稿ではこれを期初予想と呼ぶ(注4)。ほとんどの企業は期初予想を公表しているものの、M&Aを控えている、市況変動が不安定、業務改善命令を受けている、規制緩和の動向が不透明、当期に持ち株会社化する、上場承認日に発表する、などの理由によって期初予想を公表していないサンプルを除外した。さらには連結での売上高、経常利益、当期純利益(以下、原則として純利益と略す)の予想値のうち、例えば純利益だけは期初予想を開示しないといったように開示項目が限定されているサンプルも除外した。その結果、最終的なサンプル数は1,932社×4年となった。

まず、サンプル企業の予想値の推移を明らかにする。当期の決算短信発表月を0月として、それまでの期中12カ月間でどのように予想誤差が変化していくかを確かめた。具体的には当期純利益について各月での予想誤差を(1)式にて算出し、実績値が発表される0月までの月次での推移を示したのが図表1である。なお、(1)式では分母に純利益の当期実績値をとっているが、実績値がゼロに

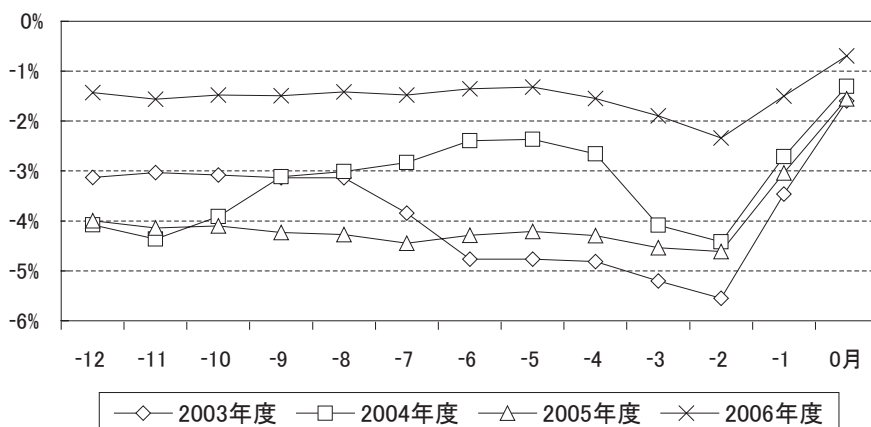
近い場合には予想誤差が大きく計算されてしまう。したがって図表1は1,932社の平均値ではなく中央値を示している(図表2、図表3も同様である)。

$$\text{予想誤差(純利益)} = \frac{\text{その月での予想値} - \text{当期実績値}}{|\text{当期実績値}|} \quad (1)$$

図表1からは、期初予想が発表された時点(-12月)では当期の実績値よりも低い水準の業績予想がなされており、月が進むに従って徐々に予想値が修正されていくことが見て取れる。しかしながら、Mande [2003]などで指摘されているように、当期の実績値が赤字の企業は、実績値を大きく上回る過度に楽観的な予想を行う傾向があるため、当期の実績値が黒字企業と赤字企業とでサンプルを分割する必要がある。

当期実績値が黒字の企業にサンプルを絞ったものが図表2である。黒字企業の期初予想は当期実績値よりも低い値が発表されており、このことは乙政・榎本 [2007]と一致している。期初予想が発表された後に予想値は徐々に上方修正され、

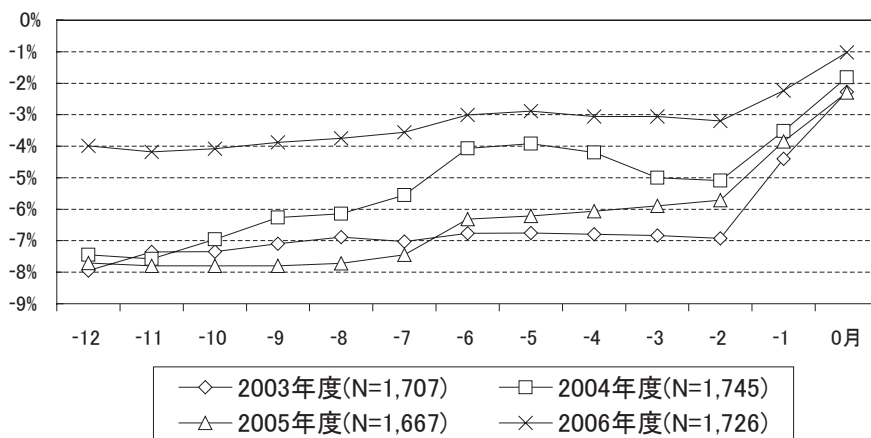
図表1 純利益予想誤差の月次推移



(出所) 筆者作成 (以下の図表すべて同じ)

(注4) 決算短信では中間決算と通期の予想情報が共に開示されるが、通期の予想情報のみを分析する。

図表2 純利益予想誤差の月次推移（黒字企業）



実績値に近づいていく（注5）。

中間決算短信が発表される－6月では、予想誤差の縮小が見取れる。これは中間決算短信において通期の予想値が修正され、修正後の予想値は修正前の値と比べて実績値に近い、つまり精度の高い値となっていることを意味する。0月の時点では、公表されている予想値はかなり実績値に近づいているものの、0月においても依然として予想値は実績値よりも低い水準にとどまっており、決算短信の発表では多くの企業が予想値を上回る実績値を達成していることが分かる。

図表2で特徴的なことは、0月および－1月で駆け込み的になされる業績予想修正によって、予想値が大きく実績値に近づくことである。サンプル企業の決算短信発表月は多くが5月である。したがって、図表2の－1月は暦日では4月である企業が多い。4～5月にかけて発表される業績予想修正によって予想誤差が縮小するということは、そこで発表される予想値は実績値にかなり近

い値であることを意味している。

3. 駆け込み修正の状況

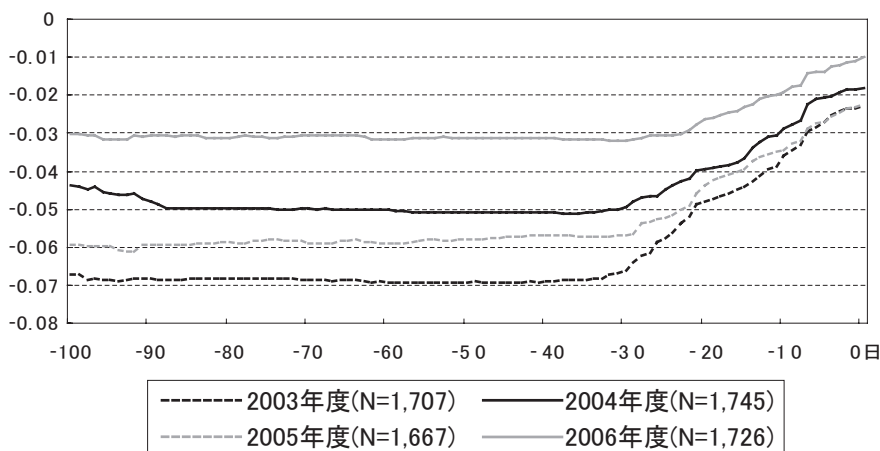
当期実績値の発表日に近い時点で駆け込み修正される業績予想値は、かなり実績値に近い値であると考えられる。このことをさらに確かめるために、予想誤差の推移を日次で示したのが図表3である。図表3では、決算短信の発表日を0日として、－100日からの予想誤差の推移（中央値）を示している。

図表3から駆け込み修正の特徴が明らかになる。まず、駆け込み修正が始まる時点は決算短信発表日の約30日前からであり、それ以前の－100～－30日までの予想誤差はほぼ横ばいで推移している。－30日前後から始まった駆け込み修正は、その後も決算短信発表日まで続き、それとともに予想値と実績値の誤差が縮まっている。

サンプル企業の決算短信発表日は多くが暦日で

（注5） 2004年度については、－4月ころから下方修正が行われている。この原因は詳細に検証する必要があるが、政府が月例経済報告で景気の基調判断を1年5カ月ぶりに下方修正した時期と整合している。なお、図表2では円谷 [2007] とグラフの形状が若干異なるが、これは円谷 [2007] では分析期間内で連結純利益が一貫して10億円以上であったサンプルに絞ってグラフを作成していることによる。

図表3 純利益予想誤差の日次推移（黒字企業）



5月10～15日前後である。したがって逆算すると、図表3での各社の決算日（3月末日）はおおよそ-45～-40日となる。駆け込み修正が始まるのは-30日前後なので、決算日から約2週間が経過してから駆け込み修正が始まり、そこで発表される精度の高い修正値によって予想誤差は縮小していくと考えられる。

ここで問題となるのは、駆け込み修正での発表値はそれまでの予想値と比べてどれほど精度が高いのか、また、なぜ決算日が過ぎてから各社が業績予想を駆け込み修正するのかという点である。次章以降ではこの二つの点について検討していく。

4. 同値発表企業の存在

決算日後に発表される駆け込み修正値の精度という点で注目すべきは、当期実績値と全く同一の予想値を予想修正で発表している企業が存在することである。つまり、当期の実績値が確定した段階で、その確定値を業績予想の修正という形で発

表している企業がある（以下、同値発表企業と呼ぶ）。

例えば、雪国まいたけ（注6）は07年5月7日に図表4のような連結業績予想の修正を発表している。同社はこの4日後の5月11日に06年度の決算短信を発表しており、そこでの実績値は連結売上高が250億73百万円、経常利益が1億39百万円、当期純利益が1億4百万円であり、それぞれ5月7日に既に発表されていた修正値と同一であった。雪国まいたけは、決算短信発表日の4日前には予想修正という形で実質的に当期実績値を発表しているのである。

図表5は、雪国まいたけのような同値発表を行

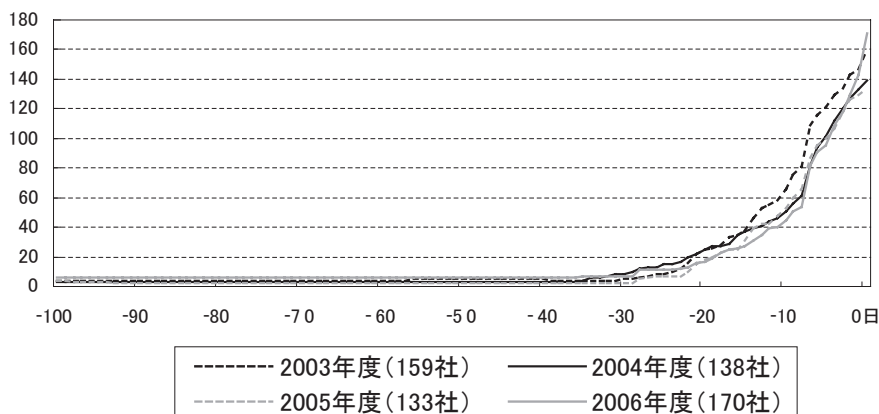
図表4 雪国まいたけの連結業績予想修正（抜粋）

(単位 百万円)

	売上高	経常利益	当期純利益
前回発表予想 (A) (平成19年3月20日発表)	25,000	9	5
今回修正予想 (B)	25,073	139	104
増減額 (B-A)	73	130	99
増減率 (%)	0.3	1,444.4	1,980.0

(注6) 06年度の同値発表企業の中で最も証券コード(1378)が若いという理由で選定している。

図表 5 同値発表企業数の日次推移



った企業数を年度ごとに日次で累積したものである。()内の数字は、各年度での最終的な同値発表企業の数である。図表 5 から分かるように、同値発表企業は-30日あたりから増加し始め、0日(決算短信発表日)まで一貫して増え続けていることが分かる。図表 3 と比較すると、同値発表企業が現れる時期と予想誤差の縮小が始まる時期とはほぼ一致する。

ただし、各年度とも-100日の時点で既に純利益の実績値と予想値が一致している企業がある。具体的には03年度4社、04年度3社、05年度2社、06年度6社である。これらの企業は-100日の時点で純利益では実績値と予想値が一致していても売上高や経常利益では一致しておらず、偶然に純利益の予想値が実績値と一致していたものと推測される。したがって、これら偶然に一致していると考えられる企業を除いた各年度の同値発表企業数は03年度155社、04年度135社、05年度131社、06年度164社となる。

これまでわが国企業の利益発表の手段は主に決

算短信と有価証券報告書であると前提されてきた。しかしながら一部の企業では、業績予想修正を通じて決算短信、有価証券報告書とは異なる“第3の”利益発表行動を実質的に行っている。

5. 実証会計学への影響

これまでのわが国の実証会計学では、有価証券報告書や決算短信の発表日(またはその翌日の新聞発表日)をもって利益発表日と前提し、利益発表と株価形成の関係など各種の研究が蓄積されてきた。同値発表企業の存在は、先行研究で前提とされてきた利益発表日が変わるという点で、実証会計研究に影響を与えると考えられる。

06年度の同値発表企業数は164社であり、これはサンプル企業1,932社の8.5%に当たる(注7)。この8.5%の存在によってどれほど研究結果に影響が出るかは今後の検証を待たなければならないが、前提となる利益発表日が重要となる研究では、同値発表企業の存在を考慮に入れた方がよいであ

(注7) 実証会計研究では分析サンプルから金融機関を除くことが多いが、08年4月の時点で全上場企業に占める金融機関(「銀行業」「保険業」「証券業」「その他金融業」)の割合は6.4%である。同値発表企業の割合は金融機関の割合を上回っている。

ろう。例えば桜井 [1991] では、東京証券取引所では利益情報の公表以前に株価変動が見られることが確かめられている。桜井 [1991] ではその理由を、情報が何らかの形で非公式に漏洩していると説明しているが、同値発表企業によってそうした事前の株価形成が引き起こされているかもしれない。

業績予想研究においても影響が生じる。例えば、予想値の達成のために経営者が行う利益調整などを検証した研究においては、前期実績や当期予想値、アナリスト予想値といったベンチマークを達成するために経営者が何らかの恣意的手段を用いるのではないかという点が検証されている。その手段には大きく二つのものがあり、利益調整によって実績値を変化させる利益マネジメントと、予想値を修正することで市場の期待を変化させる期待マネジメントがある。

経営者が利益マネジメントと期待マネジメントのどちらをより積極的に行っているかについては先行研究では一貫した結果は得られていない。仮に経営者予想値をベンチマークと想定するのであれば、同値発表企業はまさに期待マネジメントであり、利益マネジメントは意味を持たなくなる。ただし同値修正での発表値は実績値と同一であるので、同値発表の段階で利益マネジメントが行われている可能性もある。今後の業績予想研究においては両マネジメントの関係を見直す必要がある。

6. 同値発表企業の特徴

では、どういった企業が同値発表を行っているのだろうか。本章では同値発表企業に共通した特徴があるかどうかを考察する。

仮に共通した特徴があるとすれば、その共通点

については幾つかの仮説を提示できよう。第1の仮説は、予想修正の形式的実施仮説である。期初予想の発表後に、期中に一度も修正してこなかった企業が、少なくとも1回は修正を発表しているという形式的事実を作るために駆け込みで修正発表を行い、そこでの発表値が当期実績値と同値になっていると考えられる。この仮説を検証するためには、同値発表企業の年間での予想修正回数を調べる必要がある。

第2の仮説は、特定企業仮説である。ある特定の企業が何らかの理由から同値発表を毎年行っている可能性がある。現場で決算確定値が出た時点で、修正という形で確定値を発表する特定の企業が存在している可能性がある。この仮説を検証するためには、03～06年度の4年間で、連続して同値発表を行っている企業の有無を調べる必要がある。

第3の仮説は、直前予想との大幅乖離仮説である。決算の確定値が出てきた段階で、公表済みの予想値と大幅に異なる確定値となった企業が、証券取引所の基準に照らして予想値を修正している可能性がある。東京証券取引所（以下、東証と略す）が定める『上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則の取扱い』の中で、純利益については直前予想値に対して±30%の変動があった場合には修正を発表することが求められている。決算の確定値が出てきた時点でこの基準を超えて直前予想と異なっていた場合には、この基準に従って予想修正を発表し、その際に発表される数字は既に確定した実績値である、という仮説である。この仮説を検証するためには、同値発表での修正率が東証の基準を超えているかを調べる必要がある。以下ではこれら三つの仮説を検証する。

予想修正の形式的実施

期初予想を公表後、中間決算短信でも期初予想を据え置き、なおかつ適時開示での修正も発表しないということはIRの観点からは望ましくない。期初予想を公表してから一度も修正を行っていない企業が、少なくとも1回の期中修正の事実を作るために形式的な修正発表を行っている可能性がある。図表6はサンプル企業1,932社の期中修正回数の平均値と同値発表サンプルの平均値を比較したものである。

図表6からは仮説とは逆に、同値発表企業の方が平均的な期中修正回数が多いという結果となった。サンプル全体の平均値はおおむね1.6回前後であるが、同値発表企業の平均値は2.2回前後である。同値発表企業は期初予想の発表後に平均して2回強の修正を発表しており、したがって予想修正の形式的実施仮説は当てはまらないと考えられる。

特定企業による修正

ある特定の企業が、現場で決算確定値が出てきた段階で、社内慣行的に業績予想修正として確定値を発表している可能性がある。決算日から短期間で確定値が出てくる企業では、5月ごろに発表される決算短信を待つことなく確定値を市場に伝達しようとするかもしれない。分析期間4年間の同値発表回数を企業数ごとにまとめたのが図表7である。

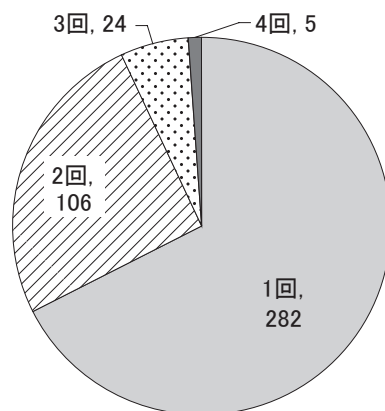
分析期間4年間で発表された同値修正は計586回である。この586回の修正を企業数で集計すると417社となる。図表7は417社の4年間の発表回数を示している。

図表7から分かるように、分析期間4年間のすべての年で同値修正を発表している企業は5社(1.2%)であり、3回が24社(5.8%)である。

図表6 平均修正回数の比較

	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度
全サンプル	1.62回	1.60回	1.58回	1.53回
同値発表サンプル	2.18回	2.15回	2.24回	2.19回

図表7 4年間で同値発表回数(社)



最も多いのは4年間に1回だけ同値修正を発表している企業であり全体の67.6%に当たる282社である。したがって、ある特定の企業が毎年にならなくて同値修正を行っているとは考えにくい。

直前予想との大幅乖離

決算確定値が出てきた時点で、発表済みの事前予想値よりも大幅に実績値が異なった場合に、駆け込みで予想を修正する可能性がある。東証の基準では、直前の予想値と比較して売上高では±10%以上、経常利益と純利益については±30%以上の変動があった場合に業績予想の修正を行うことを求めている。この基準に照らして駆け込み修正を発表し、そこでの発表値は既に確定している実績値と同一であると考えられる。06年度の同値発表164件を、修正率が東証の基準を上回っていた項目ごとに分類したのが図表8である。

図表8を見ると、ほとんどの同値発表において

特集

売上高・経常利益・純利益の中のいずれかの項目で修正率が東証の基準を超えていることが分かる。3項目ともに基準未満であった同値発表が14件ほどあったが、このうち12件は個別業績予想での修正率が基準を上回っていた。したがって、決算の確定値が出てきた段階で、公表済みの予想値と大きく乖離していた企業が駆け込みで予想値を修正していると考えられる。

このことをさらに確かめるために、同値発表企業の業種（日経業種中分類）、上場市場、事業セグメント数について全サンプル1,932社との比較を行った。図表9はそれらをまとめたものである。業種および上場市場については、全サンプルに占める割合と、同値発表サンプルに占める割合の差をとり、後者の割合が大きい上位5業種、5市場を順に掲載している。

同値発表企業の特徴として、業種ではサービス

業および商社が、上場市場では新興市場および二部銘柄がそれぞれ多いことが分かる。事業セグメント数では単一セグメントや2セグメントの割合が全サンプルと比べて大きくなっている。

これらの結果を総合すると、同値発表企業には中小型株が多く、業種ではサービス業や商社が多いと考えられる。これら業種は為替や市況などのマクロ環境の影響によって業績が大きく変動する可能性があり、また多角化もそれほど進んでいないために利益のボラティリティが高いと思われる。図表6でも示したように、同値発表企業は全サンプルと比べて期中での予想修正回数が多い。これは、同値発表企業の業績予想が困難であり、予想値が期中に大きく変動することを示唆しているとも考えられる。

利益のボラティリティが高いということは、それだけ予想値と実績値の乖離が生じる可能性も高まるであろう。実績値と公表済み予想値が大きく乖離した企業が、証券取引所の基準に従って業績予想を修正し、その際の修正値は既に確定している実績値を発表していると考えられる。

図表8 基準を上回る修正率項目

基準を超えていた項目	件数
売上高・経常利益・純利益	39
売上高・経常利益	14
売上高・純利益	35
経常利益・純利益	15
売上高のみ	17
経常利益のみ	10
純利益のみ	20
全項目とも基準未満	14
計	164

7. 同値発表企業の株価形成

本章では、同値発表と株価形成の関係を確かめる。日米の先行研究では、予想値の上方修正に対して市場はポジティブな評価を与え、下方修正に

図表9 同値発表企業の特徴

	業種			上場市場			事業セグメント数			
	(%)	全体	同値	差	(%)	全体	同値	差	(%)	全体
サービス	9.6	14.7	5.1	JASDAQ	11.7	20.9	9.2	1	35.4	36.6
商社	10.8	14.8	4.1	大証二部	4.8	10.9	6.1	2	18.1	22.6
小売	2.8	4.8	2.0	東証二部	9.3	15.4	6.1	3	22.6	22.6
非鉄金属	4.7	6.2	1.5	名証二部	2.1	3.0	0.9	4	13.3	12.2
その他製造	3.3	4.7	1.4	マザーズ	0.3	0.5	0.2	5以上	10.7	6.1

はネガティブな評価を与えるという結果が得られている。実績同値の修正発表においても修正方向によって同様の株価形成がなされると考えられる。一方で、同値発表企業が決算短信を発表した際にはどのような株価形成がなされるのであろうか。

同値発表での修正値を実質的な実績値であると市場が考えているのであれば、決算短信の発表に際して株価に変化は起きないかもしれない。しかしながら同値発表は売上高、経常利益、当期純利益の値だけであるため、その他の情報が決算短信において公表されることで株価に変化が生じるかもしれない。本章では06年度の同値発表企業164社をサンプルとして同値発表日と決算短信発表日の株価形成をCAR（累積残差リターン）によって確かめた。

残差リターンは、個別企業リターンからTOPIXリターンを控除する市場リターン控除法を用いている（注8）。期間はおのおのの発表日を0日としてその前後2営業日とした。164社のうち、同値発表日が決算短信発表日と同一である企業が27社ある（注9）。この27社を除いた137社のうち、両発表日それぞれの前後2営業日でのCARが算出できた企業は109社である。

決算短信において投資家が重視する情報には、当期実績値のほかに翌期の予想値がある（注10）。翌期の業績予想に市場が反応しているかどうかを確かめるために、同値発表が上方修正であった企業と下方修正であった企業それぞれにおいて、決算短信での連結純利益の翌期予想値が当期実績値

に対して増益であるか減益であるかでサンプルをさらに分割した。同値修正での修正方向が上方か下方か、連結純利益の翌期予想値が当期実績に対して増益か減益かでサンプルを4分割し、それぞれのサンプルごとに算出したCARが図表10～13である。

同値修正で発表された純利益の予想値が公表済み予想値と比べて上方修正であった企業（図表10、11）の同値発表後のCARはプラス、下方修正であった企業（図表12、13）ではマイナスに推移していることが分かる。これは先行研究と一致した結果である。また、決算短信で発表される翌期の予想純利益が、当期実績値に対して増益であった企業（図表10、12）に対して、決算短信発表後に市場がプラスの反応を示している。一方で減益予想の企業（図表11、13）にはマイナスの評価を与えており、CARがマイナスで推移している。

上方修正を発表し、決算短信では減益予想を発表した企業（図表11）のCARは短信発表日後にマイナスに動いている。一方で同値修正では下方修正であったが、決算短信では増益予想を発表した企業（図表12）のCARは短信発表日後にプラスで推移している。このことから、同値発表企業の決算短信情報に対して、市場は当期の実績値よりも翌期予想値に反応しているのではないかと推測される。

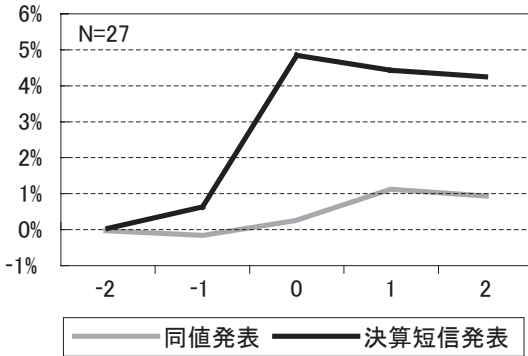
これまで決算短信の発表に対する市場の反応を検証した実証研究では、決算短信で発表される当期実績値と翌期予想値のどちらに市場が反応しているかを切り分けることが困難であったが、同値

（注8） 詳しくは桜井 [1991] を参照。

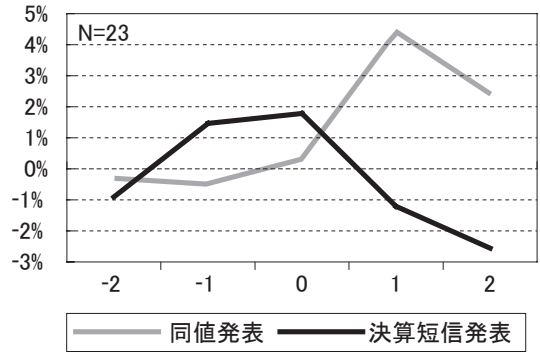
（注9） こうした企業は決算短信発表日の数時間前に業績予想修正を発表するといった行動をとっている。

（注10） 東京証券取引所が06年3月に行った『決算短信に関する一般投資家へのアンケート調査結果』では、決算短信（表紙）の利用項目として当期連結業績、当期配当金額に次いで翌期の連結業績予測が挙げられている。

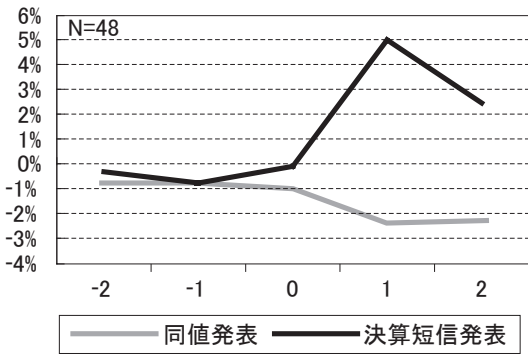
図表10 上方修正・増益予想のCAR



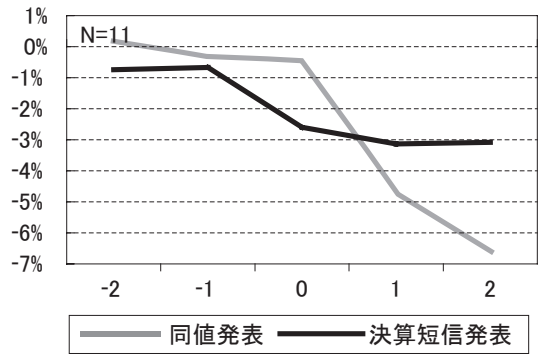
図表11 上方修正・減益予想のCAR



図表12 下方修正・増益予想のCAR



図表13 下方修正・減益予想のCAR



発表企業をサンプルとすることで研究の進展が期待できる。また、野間 [2008] は、経営者予想が修正されると、アナリストは早ければ3日以内に経営者予想に近い水準の業績予想を発表としている。同値発表に対してアナリスト予想はどのような反応を見せているのか、修正発表日と決算短信発表日の間隔が極めて短い場合にアナリスト予想は対応しているのか、経営者予想とアナリスト予想の関係を一層解明する手掛かりとなることが期待される。

しかしながら、本章の分析には幾つかの課題がある。本章で用いたのはTOPIXによる市場リターン控除法であるが、同値発表企業は中小型株が多

く利益のボラティリティが高い可能性があるため、リスクを考慮した精緻モデルによる再検証が必要である。また、同値発表日が決算短信発表日と近接している場合が多いため調査対象期間が重複してしまうサンプルが多い。調査対象期間が重複しないサンプルを確保するために、複数年での分析を進めるなどの改善が必要となる。

8. まとめと課題

本稿では、業績予想の駆け込み修正に焦点を当て、修正を通じて当期実績値を発表している企業の存在を明らかにした。これまでの実証会計学で

は有価証券報告書や決算短信の発表日をもって企業の利益発表日としてきたが、業績予想の修正を通じて“第3の”利益発表表を実質的に行っている企業がある。

企業が当期実績値と全く同一の修正値を発表する理由には幾つか仮説が考えられるが、決算の確定値が出てきた時点で、公表済みの予想値と比べて確定値が大きく乖離しており、証券取引所の基準に従って駆け込みで業績予想を修正しているものと推測される。このような企業は06年度では全体の8.5%を占めており、今後の実証研究のリサーチ・デザインに影響を与える可能性がある。

例えば業績予想研究においては、経営者がベンチマークを達成するために用いると考えられる利益マネジメントと期待マネジメントの関係をあらためて議論する必要がある。これによって経営者予想の実態がより詳細に検証できよう。

またこれまでは決算短信発表日の株価が当期実績値に反応しているのか翌期予想値に反応しているのか切り分けることが困難であったが、同値発表企業をサンプルとすることで研究の進展が期待できる。そのほかにも、このような業績予想の修正に対してアナリスト予想はどのような反応を見せているのか、修正発表日と決算短信発表日の間隔が極めて短い場合にアナリスト予想は対応しているのか、経営者予想とアナリスト予想の関係を一層解明する手掛かりとなることが期待される。

しかしながら企業が公表済み予想値と確定値の大幅な乖離を理由として駆け込み修正を行っているのか否かは詳しい検証が必要である。こうした企業へのヒアリングも含め、今後の課題とした。また、既に指摘したようにより精緻なモデルを用いての株価形成の再検証が必要である。その点では08年3月期より営業利益の予想値の開示も始まっており、研究環境が整いつつある。これにつ

いても今後の課題としたい。

【参考文献】

浅野敬志「経営者の業績予測における期待マネジメントと利益マネジメント」、『経営分析研究』第23号、2007年3月。
 太田浩司「経営者予想に関する日米の研究：文献サーベイ」、『武蔵大学論集』第54巻第1号、2006年7月。
 ——「わが国の予測情報研究について」、『証券アナリストジャーナル』第45巻第12号、2007年12月。
 乙政正太・榎本正博「日本企業における経営者の業績予想の動向」、『産業経理』Vol.67 No.1、2007年4月。
 桜井久勝『会計利益情報の有用性』、千倉書房、1991年3月。
 桜井久勝・後藤雅敏「利益予測改訂情報に対する株価反応—インサイダー取引規制の実証分析—」、『會計』第142巻第6号、1992年6月。
 佐藤淑子『IR戦略の実際（第2版）』、日経文庫、2008年4月。
 円谷昭一「インベスター・リレーションズ（IR）と業績予想の関係」、『會計』第172巻第4号、2007年10月。
 野間幹晴「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』Vol.60 No.5、2008年5月。
 Mande, V., M. E. Wohar and R. F. Ortman, “An Investigation of Asymmetric Earnings Forecasts of Japanese Financial Analysts,,” *The Multinational Business Review*, Vol.11 No.1, spring 2003.
 National Investor Relations Institute, *2007 Earnings Guidance Practices Survey*, July 2007.

本稿の執筆に際し、匿名のレフェリーから示唆に富むコメントを頂戴した。ここに深謝したい。本稿は日本IR協議会が進めている、IRの経済的効果の測定に関する研究成果の一部であるが、内容はすべて筆者個人の見解によるものである。

(この論文は投稿論稿を採用したものです。)